

增持 (首次)

润泽科技 (300442)

深度绑定电信运营商, 机柜扩张迅猛

2023年03月05日

## 市场数据

日期	2023/3/3
收盘价(元)	55.61
总股本(百万股)	953.87
流通股本(百万股)	65.88
净资产(百万元)	3,378.37
总资产(百万元)	14,796.77
每股净资产(元)	7.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

## 分析师:

王楠

wangnan20yjy@xyzq.com.cn

S0190520120004

章林

zhanglin20@xyzq.com.cn

S0190520070002

代小笛

daixiaodi@xyzq.com.cn

S0190521090001

## 研究助理:

仇新宇

qiuxinyu@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **深耕超大规模园区级数据中心, 机柜扩张势头迅猛。**润泽科技专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群, 已经在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈和西北地区 5 个区域布局 6 个超大规模数据中心, 共计 29 万个机柜。廊坊 A 区(约 7 万个)将于 23 年上半年全部完成交付, 廊坊 B 区(约 6 万个)已启动建设, 预计于 24 年底前后开始陆续交付; 公司在长三角的平湖项目总体规划 5.4 万个机柜, 23 年预计交付 1.2 万; 大湾区的佛山和惠州各规划 3 万个机柜, 23 年预计在大湾区交付 3 万; 成渝经济圈的重庆项目总体规划约 3.2 万个机柜, 23 年预计交付 8000 个; 西北地区的兰州项目总体规划约 1.4 万个机柜, 一期工程预计于 24 年以后陆续交付。
- **深度绑定运营商, 或受益于电信云计算业务高成长。**公司长期与运营商全面、深度绑定。除兰州数据中心外, 其余数据中心均与电信运营商签署了 10-15 年的长期合作协议。截至 2021 年 10 月, 公司的直接客户为中国电信和中国联通, 二者合计占比为 99.6%。按终端用户分类, 前五大客户分别为字节、华为云、京东尚科、快手和三快云计算, 这五大客户占营收比重为 94.21%, 其余客户包括国家信息中心、国家市场监督管理总局等国家部委和电信云等, 大客户的扩容需求为公司新增机柜的销售提供了有力支撑。运营商云计算业务增长迅速, 2022 年上半年, 天翼云收入同比增长 100.8%至 281 亿元, 移动云收入同比增长 103.6%至 234 亿元, 联通云收入同比增长 143.2%至 187 亿元, 润泽有望受益于运营商云计算业务的高成长。
- **园区级数据中心具备规模优势, 盈利能力强。**公司园区级数据中心与核心区域且超过 1 万个机柜的超大规模数据中心类似, 均拥有较好的盈利能力。截至 2022 年底, 公司廊坊 A 区 12 栋数据中心共交付 8 栋, 除 A7、A8 尚未爬满外, 其余数据中心上架率均超过 90%。高上架率及低成本带动公司盈利能力领先。公司数据中心土建成本约占 20%, 设备成本约占 80%, 因为数据中心在一线城市的卫星城, 且规模较大, 所以土地成本在整个建设成本中的占比几乎可以忽略不计, 土地、电力、人力和运营成本都低于一线城市; 公司采取“自投、自建、自持、自运维”的模式, 全国集采优势降低投建成本。
- **盈利预测与投资建议:**我们预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 12.46/18.97/24.39 亿元, 对应 2023 年 3 月 3 日股价 PE 分别为 42.6/28.0/21.7 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**上架率不及预期; 行业竞争加剧。

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	692	3020	5010	6534
同比增长	50.5%	336.6%	65.9%	30.4%
归母净利润(百万元)	-12	1246	1897	2439
同比增长	94.9%	10763.1%	52.2%	28.5%
毛利率	20.9%	55.4%	53.0%	52.1%
ROE	-2.4%	48.9%	21.2%	21.4%
每股收益(元)	-0.01	1.31	1.99	2.56
市盈率	-4537.9	42.6	28.0	21.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	851	3640	10429	14137
货币资金	16	3143	9724	13351
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	236	430	640	720
预付款项	27	25	24	25
存货	532	0	0	0
其他	40	43	41	42
<b>非流动资产</b>	451	3932	5786	8642
长期股权投资	3	6	6	7
固定资产	227	1176	2026	3745
在建工程	80	2080	3080	4180
无形资产	69	69	69	69
商誉	0	400	400	400
长期待摊费用	1	1	1	1
其他	71	200	204	240
<b>资产总计</b>	1302	7572	16214	22780
<b>流动负债</b>	779	2002	2256	3877
短期借款	205	219	219	217
应付票据及应付账款	260	700	800	1,200
其他	313	1083	1237	2460
<b>非流动负债</b>	49	3023	5023	7522
长期借款	14	3014	5014	7514
其他	35	9	9	9
<b>负债合计</b>	828	5024	7279	11399
股本	100	820	954	954
资本公积	496	601	4953	4953
未分配利润	-138	1108	3006	5445
少数股东权益	-6	-3	2	8
<b>股东权益合计</b>	474	2548	8936	11380
<b>负债及权益合计</b>	1302	7572	16214	22780

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-12	1246	1897	2439
折旧和摊销	23	64	151	280
资产减值准备	14	-297	0	0
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	15	55	135	207
投资损失	3	-97	-120	-170
少数股东损益	-1	3	4	6
营运资金的变动	10	1416	-55	1342
<b>经营活动产生现金流量</b>	52	1971	2009	4068
<b>投资活动产生现金流量</b>	-24	-3302	-1880	-2931
<b>融资活动产生现金流量</b>	-42	4458	6453	2490
现金净变动	-15	3127	6581	3627
现金的期初余额	22	16	3143	9724
现金的期末余额	7	3143	9724	13351

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	692	3020	5010	6534
营业成本	547	1347	2357	3130
税金及附加	5	26	40	56
销售费用	30	3	4	6
管理费用	63	120	200	244
研发费用	32	92	152	180
财务费用	15	55	135	207
其他收益	2	0	0	0
投资收益	-3	97	120	170
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-16	1473	2242	2881
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	-15	1473	2242	2882
所得税	-2	224	340	437
<b>净利润</b>	-13	1249	1902	2445
少数股东损益	-1	3	4	6
<b>归属母公司净利润</b>	-12	1246	1897	2439
<b>EPS(元)</b>	-0.01	1.31	1.99	2.56

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	50.5%	336.6%	65.9%	30.4%
营业利润增长率	93%	9359%	52%	29%
归母净利润增长率	94.9%	10763%	52.2%	28.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.9%	55.4%	53.0%	52.1%
归母净利率	-1.7%	41.3%	37.9%	37.3%
ROE	-2.4%	48.9%	21.2%	21.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.6%	66.4%	44.9%	50.0%
流动比率	1.09	1.82	4.62	3.65
速动比率	0.41	1.82	4.62	3.65
<b>营运能力</b>				
资产周转率	52.1%	68.1%	42.1%	33.5%
应收帐款周转率	165%	700%	936%	961%
存货周转率	84.5%	434.6%	-	-
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.01	1.31	1.99	2.56
每股经营现金	0.05	2.07	2.11	4.26
每股净资产	0.50	2.67	9.37	11.92
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-	42.6	28.0	21.7
PB	110.7	20.8	5.9	4.7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn