

IDC 建设稳步推进，云计算龙头蓄势待发

公司动态

光环新网是国内专业第三方 IDC 领军企业。在国内 IDC 和云计算高速发展的背景下，公司近年来主业发展迅猛，机柜保有量迅速提升，拉动公司业绩高速增长。同时，公司通过内生+外延并购以及运营亚马逊云(AWS)的方式，切入云服务领域，打开未来广阔的成长空间。

◆IDC 建设稳步推进，云服务占比持续提升

随着智能手机的普及、手游、视频等各种应用的发展和 4G/5G、VR/AR 等技术兴起和成熟，数据流量持续爆发式增长，推动 IDC 行业整体规模的持续扩张。公司作为 IDC 国内龙头企业，在未来行业规模化、集中化趋势下，具备较大发展空间，基于当前在北京、上海等地区运营的 1.2 万台左右机柜，以及未来 2-3 年预计公司将每年向市场投放 6000 左右机柜能力，最终将形成 4 万-5 万个机柜的服务能力。同时，近年来，公司战略路径明确，加大从 IDC 向云转型投入，与 AWS 合作、布局 SaaS 等持续加大云计算布局，云计算业务占比已经超过 60%，成为新的增长引擎。

◆携手 AWS，“内生+外延”打开云计算成长空间

我国正处于云计算落地的高速增长期，行业发展迅猛。2016 年 8 月，公司与亚马逊签订在中国境内提供并运营北京区域 AWS 云服务的《运营协议》，成为 AWS 在中国境内的运营商。AWS 是全球云计算龙头，在全球市场份额达 34%，超微软、谷歌和 IBM 之和。未来随着牌照落地，公司与 AWS 业务合作将进入实质性推广期，有望全面打开国内云计算市场空间。除了借助 AWS，公司“内生+外延”的方式加速光环有云、无双科技等云生态布局，加快从 IDC 服务向云服务商的转型步伐。

◆首次覆盖给予“增持”评级，目标价 17.5 元

总体来看，公司每年持续的 IDC 机柜投放为未来业绩奠定坚实基础。同时，随着后续云服务牌照的落地，公司携手 AWS 在云计算成长空间将全面打开。公司作为目前市场上稀缺的同时具备 IDC 资产和云计算能力的企业，我们看好其未来持续和确定性的成长。我们预计公司 17-19 年 EPS 为分别为 0.33/0.50/0.64 元。参考可比 IDC 和云计算企业平均估值，我们按照公司 18 年 35 倍 PE，给予目标价 17.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：政策变动风险、IDC 机柜建设进度和上架率不达预期风险

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	592	2,318	3,699	5,845	7,854
营业收入增长率	36.13%	291.80%	59.60%	58.01%	34.37%
净利润(百万元)	114	335	471	727	932
净利润增长率	19.34%	195.07%	40.49%	54.49%	28.18%
EPS(元)	0.08	0.23	0.33	0.50	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.91%	5.53%	6.49%	9.12%	10.47%
P/E	193	65	47	30	24
P/B	29	4	3	3	2

增持(首次)

当前价/目标价：15.17/17.5 元

目标期限：6 个月

分析师

田明华 (执业证书编号：S0930516050002)

0755-82541645

tianminghua@ebscn.com

联系人

石崎良

021-22169327

shiqil@ebscn.com

吴希凯

wuxk@ebscn.com

市场数据

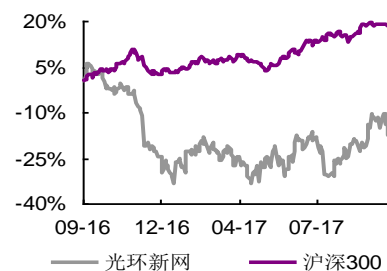
总股本(亿股)：14.46

总市值(亿元)：219.41

一年最低/最高(元)：10.91/35.66

近 3 月换手率：144.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.31	6.64	-29.93
绝对	3.98	13.04	-10.37

目 录

1、 国内第三方 IDC 龙头，深度布局云计算.....	5
1.1、 国内第三方 IDC 龙头，业绩持续高增长.....	5
1.2、 IDC 业务稳步增长，云计算占比提升.....	6
1.3、 IDC 与云计算“双轮驱动”，未来成长逻辑清晰.....	7
2、 IDC 行业发展迅猛，公司竞争优势明显.....	7
2.1、 互联网流量激增，对第三方 IDC 厂商需求依然旺盛.....	7
2.2、 收购+自建一线城市机房，夯实公司核心资产.....	10
2.3、 机柜保有量逐年攀升，长期发展根基稳固.....	12
3、 携手 AWS+外延并购，拓展云计算广阔空间.....	12
3.1、 IDC 服务升级，往云端迁移大势所趋.....	12
3.2、 携手 AWS，大力拓展云计算业务.....	14
3.3、 牌照落地值得期待，AWS 在国内市场前景看好.....	15
3.4、 内生+外延并举，光环强力打造自身云服务水平.....	16
4、 股票期权激励推出，彰显未来发展信心.....	18
5、 盈利预测.....	19
5.1、 关键假设及盈利预测.....	19
6、 估值水平与投资评级.....	20
6.1、 相对估值.....	20
6.2、 估值结论与投资评级.....	21
7、 风险分析.....	21

图表目录

图 1：光环新网的主营业务.....	5
图 2：2012-2017 年 H1 光环新网营业收入及增速（单位：亿元）.....	5
图 3：2012-2017 年 H1 光环新网归母净利润及增速（单位：亿元）.....	5
图 4：2015-2017 年光环新网分业务营业收入（单位：亿元）.....	6
图 5：2013-2017H1 光环新网各业务及综合毛利率（单位：%）.....	6
图 6：光环新网业绩主要驱动因素.....	7
图 7：2012-2020 年我国移动数据流量及预测（单位：EB）.....	8
图 8：2010-2020 年数据量发展趋势（单位：EB）.....	8
图 9：IDC 发展的驱动因素.....	8
图 10：2010-2016 年全球 IDC 市场规模（单位：亿美元）和增长率（单位：%）.....	9
图 11：2010-2019E 年中国 IDC 市场规模（单位：亿元）和增长率（单位：%）.....	9
图 12：2016 年中国 IDC 市场格局.....	9
图 13：2016 年全球 IDC 厂商市场份额占比（单位：%）.....	9
图 14：超大型数据中心占比.....	10
图 15：2013-2018 年中金云网营业收入、净利润及预测（单位：百万元）.....	11
图 16：光环新网已建/在建数据中心项目.....	11
图 17：光环新网未来 3-5 年新建数据中心项目.....	11
图 18：云计算数据中心实现资源统一调配.....	13
图 19：2015-2020 年全球云计算流量（单位：ZB）.....	13
图 20：全球云计算市场规模及预计（单位：亿美元）.....	14
图 21：中国云计算市场规模及预计（单位：亿元）.....	14
图 22：AWS 在全球区域部署的站点（截至 2016 年底）.....	14
图 23：2017 年 Q2 主要云计算厂商公有云市场份额.....	14
图 24：公司与亚马逊的合作经历.....	15
图 25：2015Q2-2017Q1 阿里云增速.....	16
图 26：中国的云计算市场格局.....	16
图 27：光环新网的云计算平台架构.....	17
图 28：无双科技的运营模式.....	17
图 29：2014-2018 年无双科技营业收入、净利润及预测（单位：百万元）.....	18
表 1：光环新网自建机房建设用地来源.....	10
表 2：公司机柜保有量预测（单位：台）.....	12
表 3：传统 IDC 与云计算 IDC 对比.....	13
表 4：2017-2019 年 AWS（中国）营收预计（单位：亿元）.....	16
表 5：股票期权激励具体分配名单.....	18

表 6：股权激励行权时间、条件和比例	19
表 7：光环新网分业务盈利预测	19
表 8：可比公司估值情况	20

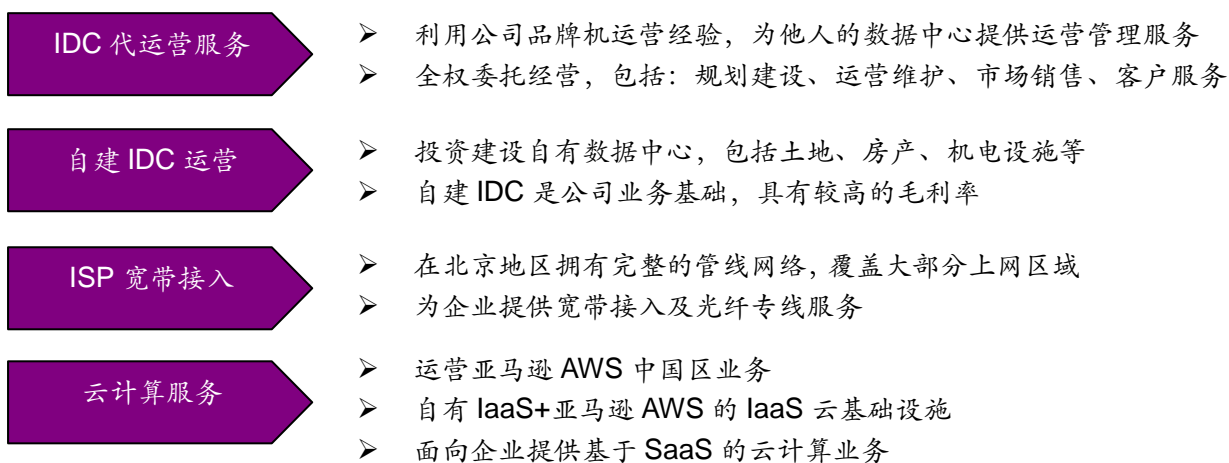
1、国内第三方 IDC 龙头，深度布局云计算

1.1、国内第三方 IDC 龙头，业绩持续高增长

光环新网成立于 1999 年，主营业务为互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）、互联网宽带接入服务（ISP）以及云计算等互联网综合服务，是业界领先的互联网综合服务提供商。

公司是国内最早专业第三方 IDC 供应商之一，通过自建和代运营等方式为客户提供数据中心基础和增值服务，目前已在一线城市拥有在运营机柜数 1.2 万台，是国内第三方 IDC 龙头。在互联网迅猛发展和网络数据量迅速扩张的背景下，公司通过外延并购和与云计算巨头合作研发等方式，加速布局云服务市场。

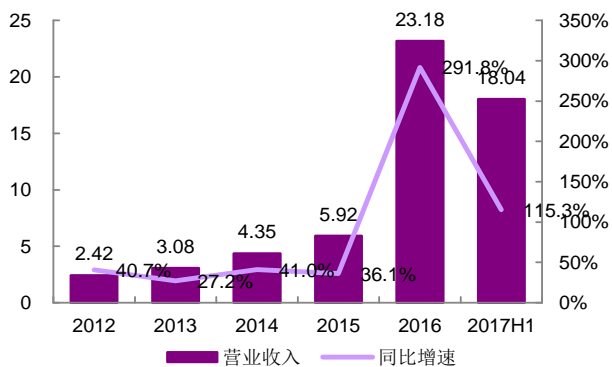
图 1：光环新网的主营业务



资料来源：光大证券研究所整理

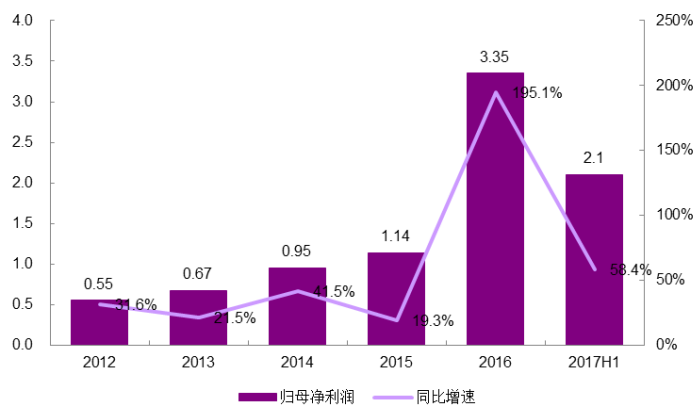
公司 2017 年上半年实现营业收入为 18.04 亿元，同比增长 115%，实现归母净利润为 2.1 亿元，同比增长 58.4%。其中，IDC 业务随着机柜保有量提升和增值业务的不断拓展保持稳步增长，云计算及其相关业务增速迅猛，相比去年同期增长 285.22%，市场份额不断提升。

图 2：2012-2017 年 H1 光环新网营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告

图 3：2012-2017 年 H1 光环新网归母净利润及增速（单位：亿元）

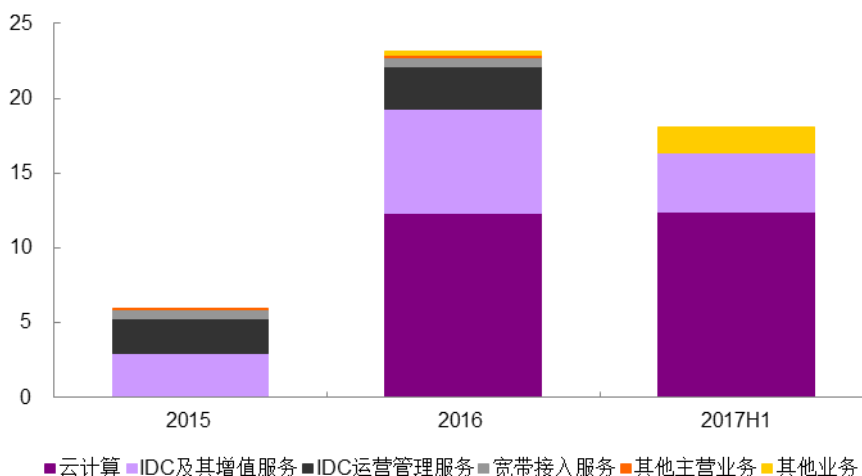


资料来源：公司公告

1.2、IDC 业务稳步增长，云计算占比提升

分业务来看，公司 2016-2017 年 H1 云计算业务在总收入中的占比快速提升。IDC 及其增值服务保持稳步增长，但在总收入占比有所下滑。由于宽带接入市场行业竞争激烈、利润率低，公司在该业务上将不做重点投入，未来将集中于云计算和 IDC 增值业务的拓展。

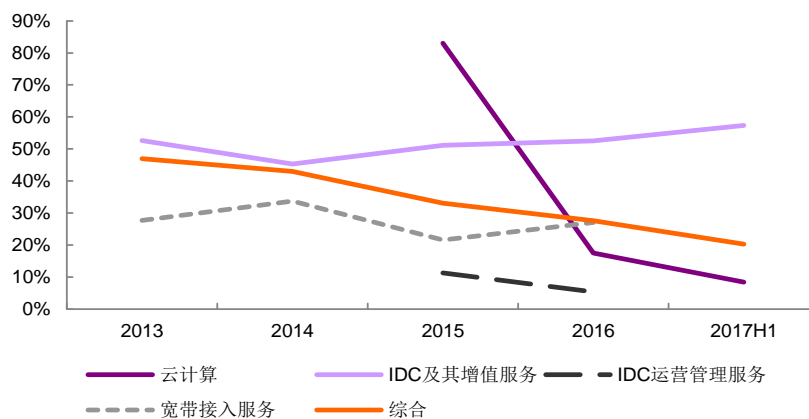
图 4：2015-2017H1 光环新网分业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind

公司综合毛利率呈下行趋势，主要原因在于以运营 AWS 为主的云计算业务收入占比逐年增大，且 AWS 在国内发展初期以扩大规模为主，盈利能力较弱。我们判断随着 AWS 在国内业务规模的起量，云计算业务毛利率将逐步提升，从而拉动综合毛利率的提升。

图 5：2013-2017H1 光环新网各业务及综合毛利率



资料来源：Wind

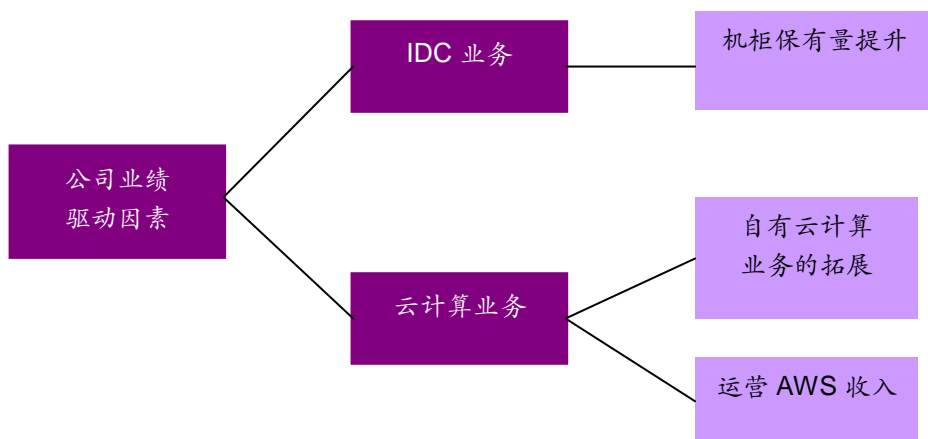
总体来看，公司已实现从宽带接入服务提供商向 IDC 和云计算运营服务提供商的转变，并且不断新建+外延并购，提高自有机柜保有量，巩固 IDC 领域的优势。另外，公司通过外延并购中金云网和无双科技切入私有云和 SaaS 服务，深化云计算领域的拓展。作为 AWS 在国内的运营商，公司有望在 AWS 拓展国内业务的过程中持续受益。

1.3、IDC 与云计算“双轮驱动”，未来成长逻辑清晰

IDC 及增值和云计算业务是公司主要布局方向，未来成长逻辑清晰。在 IDC 及其增值业务方面，公司将通过外延并购、新建等方式提高一线城市机柜保有量，巩固 IDC 领域领先优势。公司在 IDC 领域积累身后，IDC 机柜保有量的持续提升为 IDC 增值和云计算业务拓展奠定基础。

在云计算领域，公司一方面加强自有云增值业务的拓展，以及推进中金云网与无双科技的整合；另一方面通过运营 AWS 在华业务，结合 AWS 在技术、资源优势，打开云计算领域成长空间。

图 6：光环新网业绩主要驱动因素



资料来源：光大证券研究所整理

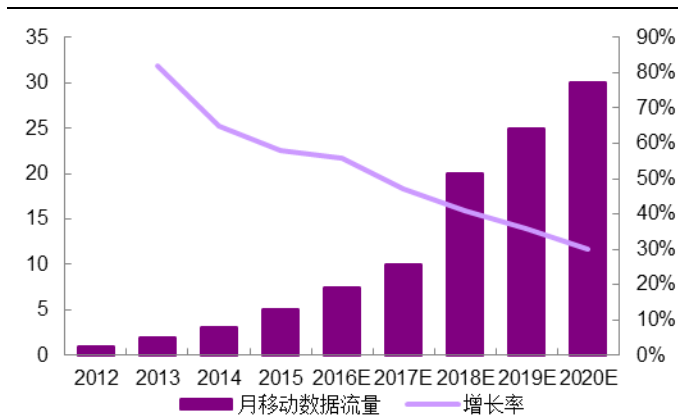
2、IDC 行业发展迅猛，公司竞争优势明显

2.1、互联网流量激增，对第三方 IDC 厂商需求依然旺盛

随着智能手机的普及，手游及视频等应用的快速发展，物联网(IoT)应用商业化，4G/5G、VR/AR 等技术兴起和成熟，互联网流量持续高速增长。企业和用户对数据存储、处理和带宽的需求不断增大，推动 IDC 行业整体规模的扩张。

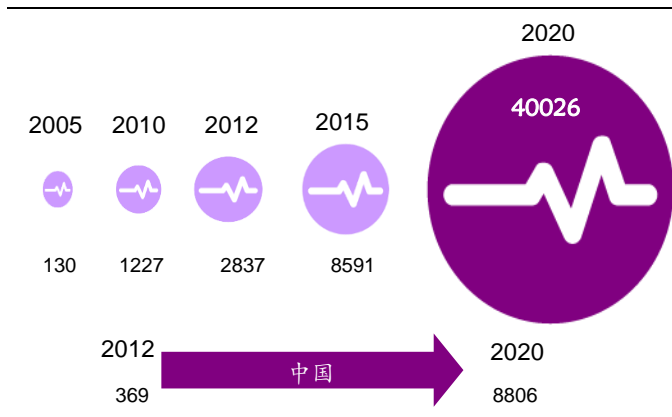
据思科预计，2021 年全球手机用户数将达 55 亿，包括 M2M 在内的移动互联网设备将突破 120 亿台，移动数据流量将增长七倍，占 IP 总流量的 20%。M2M 联接将占移动联接总量的 29%，成为增长最快的移动联接类别。其中，中国互联网数据流量增速尤为显著，预计 2020 年将达到 8806EB，占全球数据产量的 22%，年复合增长率达 49%。

图 7：2012-2020 年我国移动数据流量及预测（单位：EB）



资料来源：中国产业信息网

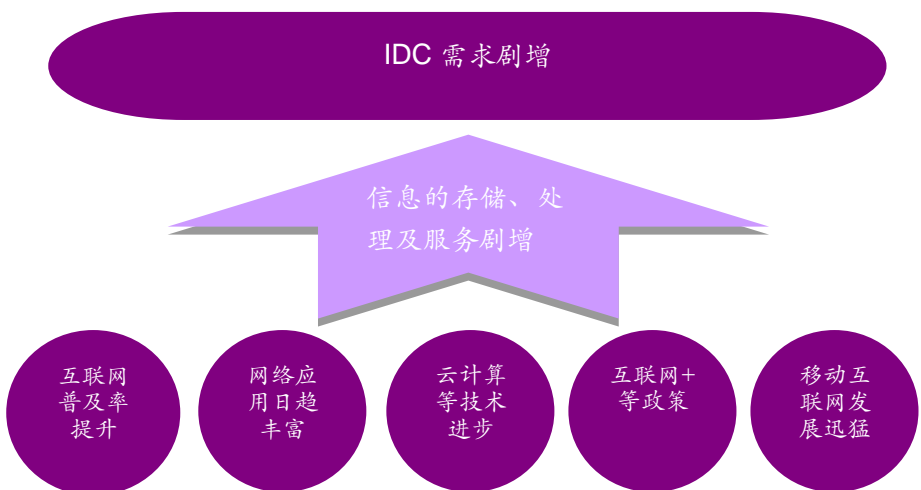
图 8：2005-2020 年数据量发展趋势（单位：EB）



资料来源：中国产业信息网

互联网/移动互联网普及率高、云计算快速发展和政策支持力度增大等因素促进 IDC 行业迅速发展。作为云计算的基础平台，IDC 不但是各国抢占云计算时代话语权的保证，也是保障信息安全，实现自主可控的关键点。传统 IDC 纷纷加大向云计算数据中心的转型力度。云服务商业量的快速增长拉动大量 IDC 机房和带宽需求。同时，国内互联网的迅速发展和“宽带中国”、“互联网+”等政策驱动也为 IDC 的发展提供有力支撑。

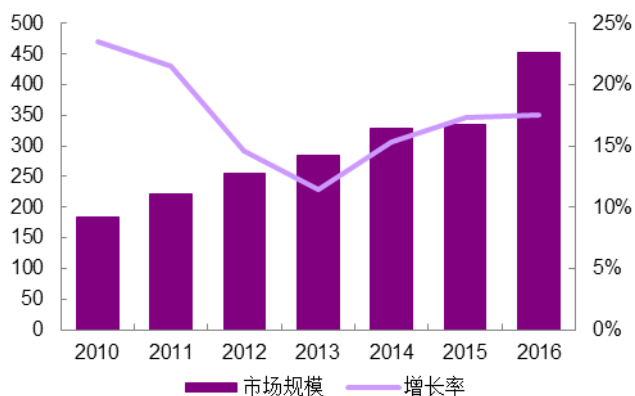
图 9：IDC 发展的驱动因素



资料来源：光大证券研究所

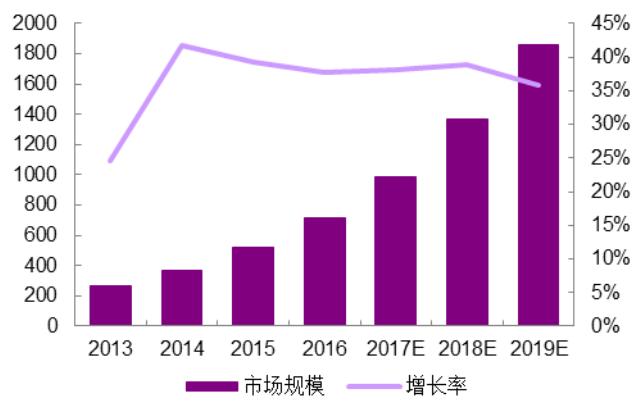
全球 IDC 市场迅速扩张，而中国市场增速远高于全球平均水平。2016 年全球 IDC 市场规模达 452 亿美元，增速 17.5%；中国 IDC 市场总规模为 715 亿元，同比增长 37.8%。从政策层面来看，国内电信运营商加大对带宽的投资力度，三网融合进一步加速，拉动 IDC 机房需求和网络需求快速增长。从消费端来看，视频、游戏、VR/AR 等应用将成为未来推动 IDC 市场持续增长的动力。

图 10: 2010-2016 年全球 IDC 市场规模 (单位: 亿美元) 和增长率 (单位: %)



资料来源: IDC 图

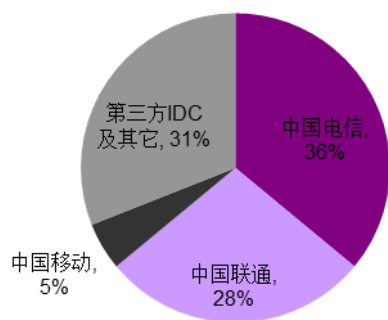
图 11: 2010-2019E 年中国 IDC 市场规模 (单位: 亿元) 和增长率 (单位: %)



资料来源: IDC 图

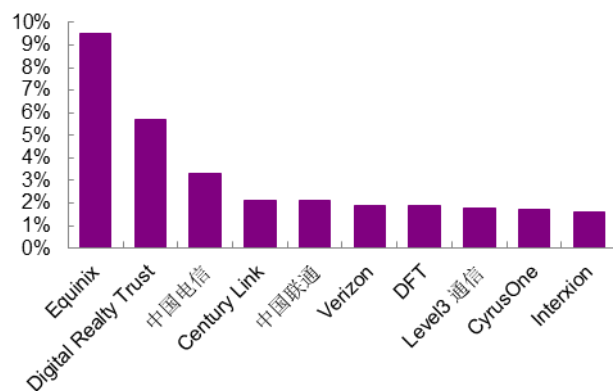
IDC 市场参与者主要包括电信运营商、云计算服务商和专业 IDC 厂商。从国内市场看, 电信运营商 IDC 建设起步早, 投入大, 目前依然是数据中心市场的主要参与者。根据机房 360 网的统计, 三大运营商主流机房占比约 69%。但从全球市场来看, 全球市场数据中心以第三方 IDC 厂商主导。Equinix 作为全球最大的第三方 IDC 厂商, 占全球市场份额约 9.5%, 目前已在全球 44 个市场拥有 175 处国际商业交换 IBX 数据中心, 总面积 1700 万平方英尺, 数据中心资产未来有望进一步扩张。

图 12: 2016 年中国 IDC 市场格局



资料来源: 机房 360 网

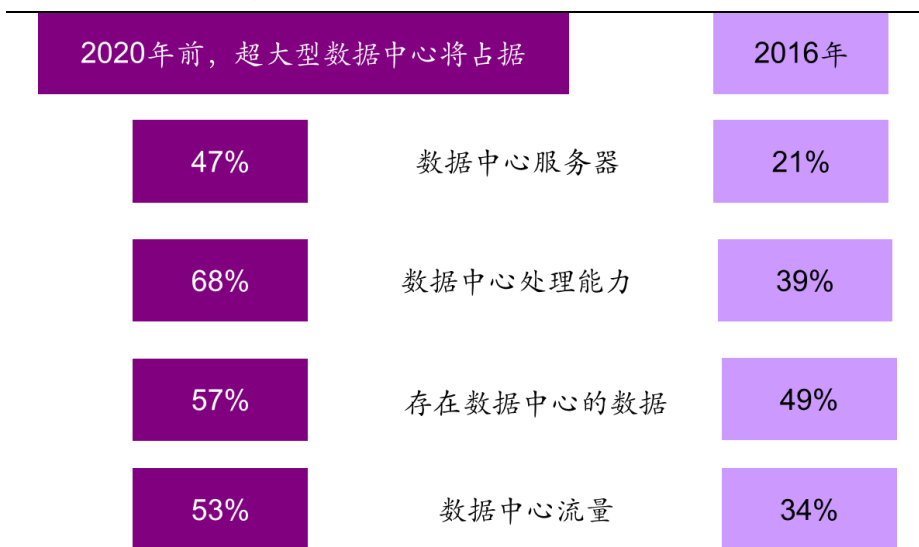
图 13: 2016 年全球 IDC 厂商市场份额占比 (单位: %)



资料来源: IDC 图

大规模数据中心 (>1000 台机柜) 可有效降低各项采购成本和平均运营成本, 是未来数据中心发展的趋势。据思科预计, 超大型数据中心将从 2015 年的 259 个增长至 2020 年的 485 个, 预计到 2020 年, 超大型数据中心将占总体数据中心服务器数量的 47%, 支撑 53% 的数据中心流量。

图 14：超大型数据中心占比



资料来源：思科

总体来看，在互联网流量持续增长以及数据中心市场规模化趋势增强的背景下，我们持续看好国内第三方 IDC 厂商的发展机遇，尤其是具有大规模数据中心的行业龙头有望长期受益。

2.2、收购+自建一线城市机房，夯实公司核心资产

公司以外延并购和自建拓展两种方式结合，加大数据中心的建设。自建机房的建设用地主要来源于公司多次并购整合在北京、上海附近拥有建设用地的公司。在并购完成后，公司通过持续投资在原建设用地的基础上启动数据中心项目建设。

公司早在 2010 年即收购瑞科新网，将瑞科新网拥有的位于北京市朝阳区酒仙桥北路的房产用于建设酒仙桥数据中心机房。另外，公司先后收购上海明月、科信盛彩和德信致远分别负责上海嘉定、太河桥、亦庄和房山等地数据中心建设。

表 1：光环新网自建机房建设用地来源

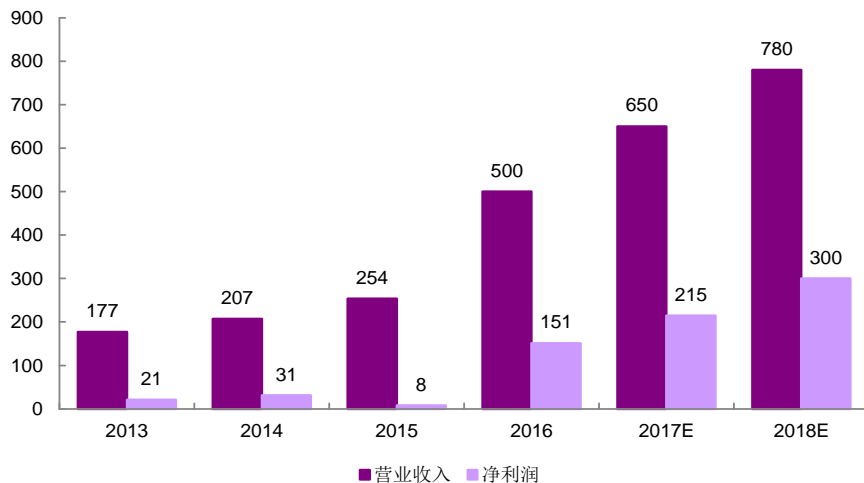
时间	被收购公司	数据中心
2010 年 12 月	瑞科新网	将瑞科新网拥有的位于北京市朝阳区酒仙桥北路的房产用于建设酒仙桥数据中心机房
2014 年 10 月	上海明月	负责在上海市嘉定区投资建设绿色云计算基地项目
2015 年 4 月	科信盛彩	与控股股东百汇达共同投资收购科信盛彩，建设太和桥数据中心，亦庄数据中心
2015 年 6 月	德信致远	获得数据中心建设用地 7 万平米，负责实施建设光环新网房山绿色云计算基地，计划建设 12000 个机柜

资料来源：公司公告

公司收购的中金云网于 2016 年上半年并表，拥有大型高等级数据中心以及优质客户资源，已服务的金融行业客户超过 30 家，拥有超过 8 年的运营时间，在高等级数据中心外包服务行业处于领先地位。

中金云网在运营 4000 台机柜均为国际最高标准的 T4 机柜,二期项目新增 5000 台机柜的项目已经启动,落成后给公司贡献机柜总数达到 9000 台。中金云网承诺 2016-2018 年度实现归母净利润分别为 1.3 亿元(实际净利润 1.51 亿元)、2.1 亿元和 2.9 亿元。

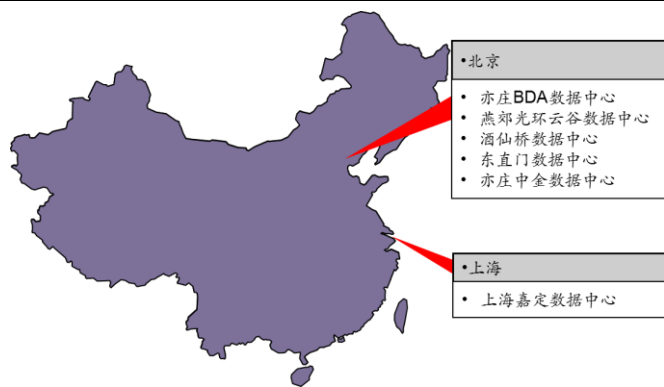
图 15: 2013-2018 年中金云网营业收入、净利润及预测 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

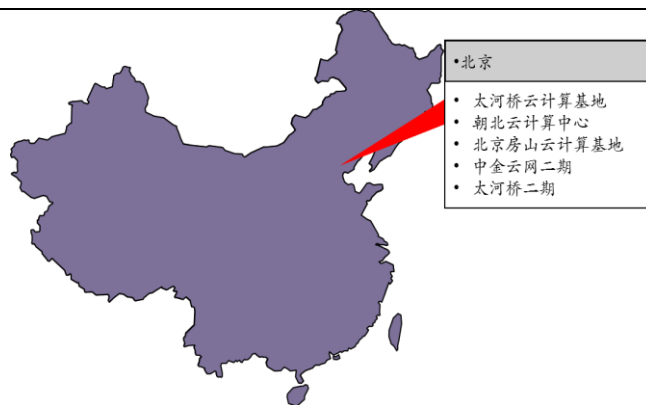
公司自建和并购的数据中心集中在北京和上海,构筑公司核心资产和竞争优势。相比二线城市和偏远地区的机房,一线城市的数据中心运营具有客户资源、运维和网络延迟等方面的优势,且利润率较高。随着一线城市机柜保有量进一步提升,公司将持续巩固 IDC 领域的领先优势。

图 16: 光环新网已建/在建数据中心项目



资料来源: 光大证券研究所整理

图 17: 光环新网未来 3-5 年新建数据中心项目



资料来源: 光大证券研究所整理

2.3、机柜保有量逐年攀升，长期发展根基稳固

公司在建数据中心项目进展顺利，上海嘉定、亦庄绿色云计算基地项目部分模块已经进入运营阶段，燕郊二期项目部分模块已经完成验收工作，房山基地项目持续建设，整体机柜保有量和上架率逐步提升。

公司积极采取外延并购和募资自建的方式扩建机柜数，满足企业日益增长的数据需求。房山基地项目、燕郊二期、中金二期和太河桥二期项目预计未来三年建成并投入使用，总计机柜数超 2 万台。随着各项目依次落地，公司未来将有望实现至少 4 万台自有机柜的运营能力。

表 2：公司机柜保有量预测（单位：台）

	数据中心	机柜数量	备注
2017 年数据中心保有量预估	酒仙桥数据中心	3170	
	燕郊一期云数据中心	1220	
	东直门数据中心	568	预计到 2017 年底机柜保有量约 2 万台，截至 2017 年 9 月合计投入运营机柜数约 1.2 万台
	中金云网一期	4000	
	亦庄数据中心	2700	
	上海嘉定一期	2000	
	燕郊二期云数据中心	1320	
太和桥云计算数据中心	6000		
未来 3-5 年待建/在建数据中心	上海嘉定二期	3240	
	朝北云计算中心	2000	
	房山云计算基地	12000	未来待建/在建机柜合计约 2.6 万台
	中金云网二期	5000	
	太河桥二期	4000	
未来总数据中心保有量预估		47218	

资料来源：光大证券研究所测算

基于公司目前机柜建设规划和布局力度，我们预计公司未来 3 年年均机柜增加量约 6000 台。在不考虑价格大幅波动的前提下，新增机柜预计给公司年均增厚收入 5-7 亿元。

3、携手 AWS+外延并购，拓展云计算广阔空间

3.1、IDC 服务升级，往云端迁移大势所趋

传统 IDC 中不同的数据中心处于不同的物理网络，分别负责不同的用户访问，数据中心间交互流量少。云计算数据中心通过服务器虚拟化和网络虚拟化等技术手段，整合资源，使不同数据中心间在逻辑上形成一个整体，数据中心间交互频繁，应用场景更加丰富。

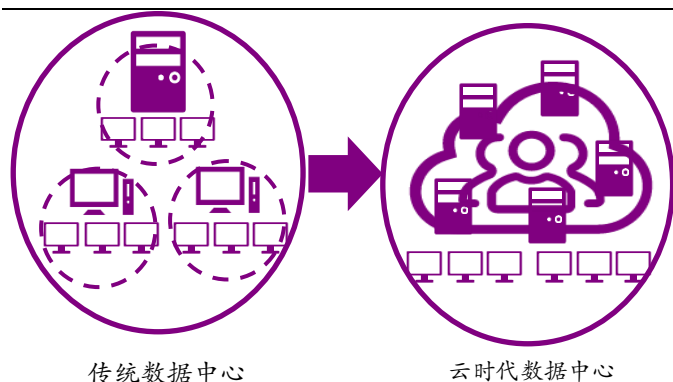
表 3: 传统 IDC 与云计算 IDC 对比

对比项目	云计算数据中心	传统 IDC
提供服务	IT 效能+服务器/存储+带宽+电力+监控+咨询	托管或计算/存储能力+带宽+电力
交付效率	定制、模块化可按月交付	一般以年为交付周期,建设周期长
业务模式	精确资源/能源计费	出租基础平台
收费模式	可按小时收费	最低按月收费:统一收费或按占用资源收费
提供产品	增值服务内容多,可选、分别计费	底座或机柜、带宽
经济性	成本控制和性价比至关重要,注重衡量成本/效率/可用性之间的平衡性	一次投入,终身收费
选址	看重能源、气候与地利位置	受限于地利位置和客户端分布
特征	规模化、区域化、模块化、政府主导趋势	小型、零散、以企业建设为主

资料来源: IDC 圈

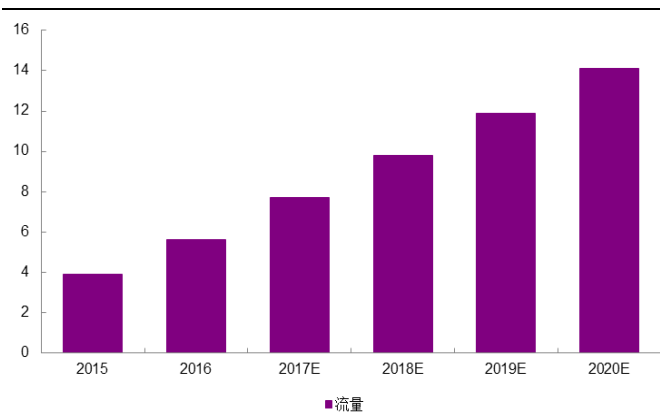
随着搜索、网络游戏、大型企业应用的出现,单台服务器无法完成巨大的计算任务,需要利用云计算 IDC 部署大规模集群计算,实现数千台甚至数万台服务器协同工作。传统 IDC 向云计算 IDC 的转型,是 IDC 发展的必然趋势。据思科预计,2020 年云流量将从 2015 年的每年 3.9ZB 增长到每年 14.1ZB,增幅达 3.7 倍。

图 18: 云计算数据中心实现资源统一调配



资料来源: 光大证券研究所整理

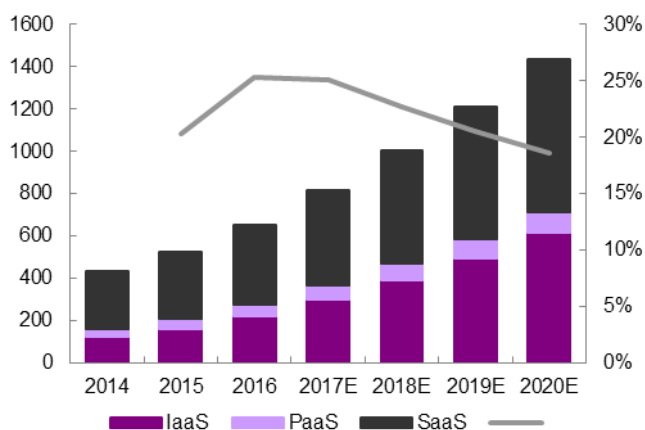
图 19: 2015-2020 年全球云计算流量 (单位: ZB)



资料来源: 思科

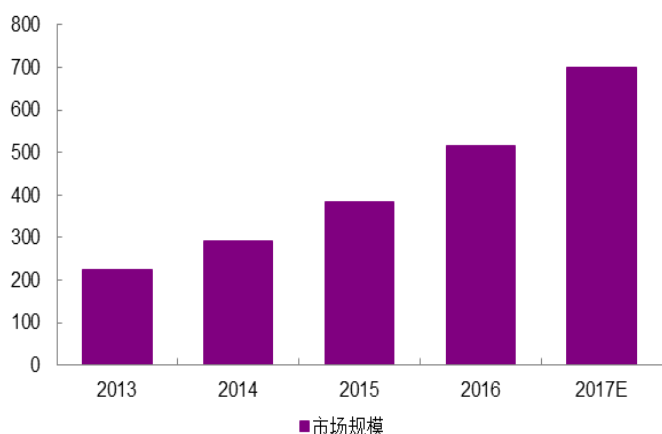
国内云计算的参与者包括 IT 厂商、互联网企业和运营商。IT 厂商主要提供硬件、软件、平台、集成服务等业务;互联网企业主要依托运营、技术和流量优势,业务遍及 IaaS、PaaS、SaaS 各层;运营商主要依托网络、数据中心优势,提供 IaaS、解决方案等业务。中国在云计算领域的整体发展落后美国 5-8 年,目前市场规模仍然较小,云计算应用领域及渗透率提升空间广阔。据前瞻数据库统计,中国 2016 年云服务市场规模达到 516.6 亿元,预计 2017 年中国云计算市场规模将达到 690 亿元以上。

图 20: 全球云计算市场规模及预计 (单位: 亿美元)



资料来源: 中国产业信息网

图 21: 中国云计算市场规模及预计 (单位: 亿元)



资料来源: IDC 图

3.2、携手 AWS，大力拓展云计算业务

全球云计算领域呈现“一超多强”的局面，AWS 是全球云计算龙头。据 Synergy 统计，2017 年 Q2 全球云基础服务收入（包括 IaaS、PaaS 和托管私有云服务）达到近 110 亿美元，其中，AWS 市场份额为 34%，大于微软、Google 和 IBM 的市场份额之和。

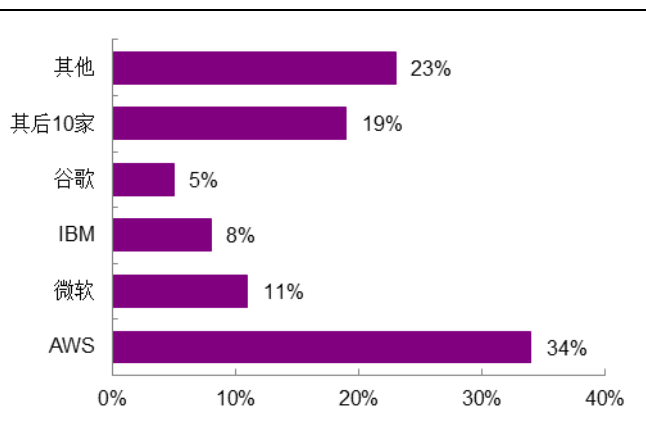
云计算市场垄断化趋势增强，排名较低的云计算提供商的市场份额不断被大型云服务提供商蚕食。行业巨头（如 AWS 等）依托自己的技术、资本和客户等优势地位，不断拓展市场，使行业呈现“强者恒强”的态势。中小型云计算厂商未来的发展机会在于提供差异化产品和深化细分行业的应用。私有云和系统集成将是云计算行业后入者的主要发展方向。

图 22: AWS 在全球区域部署的站点 (截至 2016 年底)



资料来源: 光大证券研究所整理

图 23: 2017 年 Q2 主要云计算厂商公有云市场份额



资料来源: Synergy Research Group

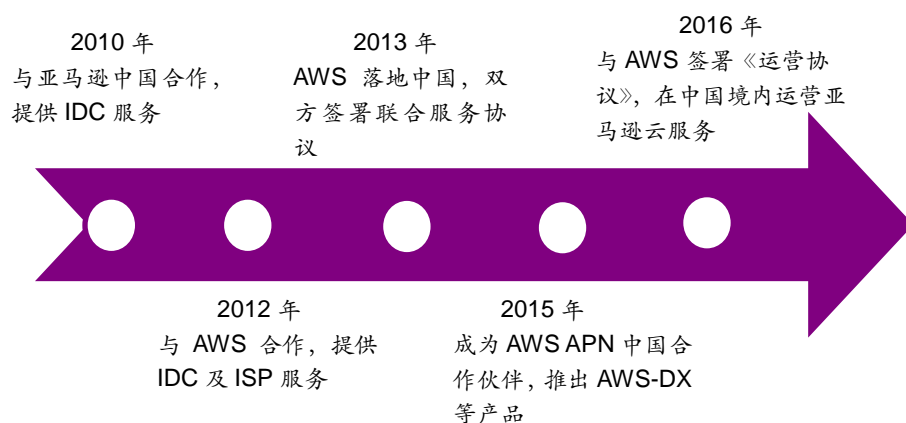
早在 2013 年 12 月，亚马逊就开始进入中国市场，并与北京、宁夏政府签署云基地合作备忘录。由于牌照限制等问题，AWS 始终未能获得运营资格，云服务也未能大规模提供商用，仅针对少数在海外市场使用过 AWS 的

中国用户提供“有限预览”服务。服务范围仅包括基础服务、应用服务和部署管理等部分产品，并非 AWS 全部产品。

根据《外商投资电信企业管理规定》，经营增值电信业务的外商投资电信企业的外方投资者在企业中的出资比例，最终不得超过 50%。监管要求决定了外资云服务企业不仅难以获得中国国内运营牌照，且必须满足两点要求：（1）所有中国的数据必须留在中国；（2）所有技术服务，都由中国提供。这一切都决定了外资企业若要想在华拓展公有云服务，必须与国内企业深度合作。要拓展广阔的中国市场，寻找中国本土具有运营资质和运营能力的企业深度合作是 AWS 的唯一选择。

2016 年 8 月，公司宣布与亚马逊签订在中国境内提供并运营北京区域 AWS 云服务的《运营协议》。协议规定：公司基于北京及周边地区的基础设施，运营云服务基础设施和云服务平台，向中国客户提供 AWS 云服务，协议期限为 2 年。协议的签订标志着公司正式成为 AWS（中国）在北京区域的云服务的独家运营服务提供商，云计算广阔的成长空间即将打开。

图 24：公司与亚马逊的合作经历



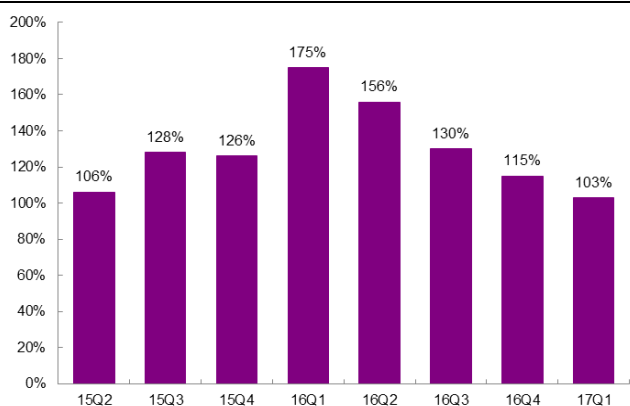
资料来源：光大证券研究所整理

由于受外资云计算企业在国内经营政策的影响，AWS 在国内发展长期受限，目前在中国市场份额依旧较低。在国内厂商深度参与运营的情况下，AWS 在国内开展业务的政策风险将逐步降低。后续随着牌照的落地，公司作为 AWS 北京地区独家运营服务提供商，有望持续受益于 AWS 在国内业务的拓展。

3.3、牌照落地值得期待，AWS 在国内市场前景看好

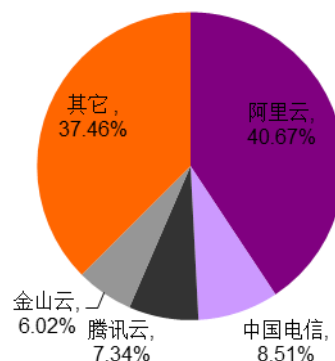
阿里云是中国云计算龙头，目前已在全球 14 个地域部署超 200 个数据中心，为全球数十亿用户提供计算支持。自 2015 年 Q2 以来，阿里云连续 8 个季度保持超 100% 的高速增长，并且在 2016 年中国 IaaS 公共云市场所占有的份额超过 40%。随着国内企业 IT 加速向云端迁移，阿里云有望持续保持高速增长。

图 25：2015Q2-2017Q1 阿里云增速



资料来源：阿里巴巴财报

图 26：中国的云计算市场格局



资料来源：IDC 图

AWS 作为全球云计算龙头，在技术、产品和稳定性等方面领先国内云计算厂商，在全球范围内保持强大的竞争优势。在国内市场，AWS 受政策等因素的影响，发展速度和市场份额低于阿里云等国内厂商。

从客户角度分析，AWS 主要面向工业和银行等对可靠性要求高的企业，阿里云主要面向中小型企业提供用虚拟计算资源，两者客户重叠度较低，短期内不会面临激烈竞争。

总体看来，我们看好 AWS 在中国的发展：一方面，中国云计算市场广阔，未来几年仍将处于快速发展期，AWS 借助自身在技术、资源等方面的优势有望获得一定的市场空间。另一方面，AWS 采取由国内 IDC 厂商运营的方式，克服在本地运营方面的劣势，降低政策风险。随着牌照的落地，AWS 在中国市场的成长空间即将打开。

表 4：2017-2019 年 AWS（中国）营收预计（单位：亿元）

时间	中国云计算空间预计	AWS(中国) 市场份额预计	AWS(中国) 市场营收预计
2016 年	517	2.0%	10
2017 年	699	2.2%	15
2018 年	874	3.0%	26
2019 年	1049	4.0%	42

资料来源：公司公告

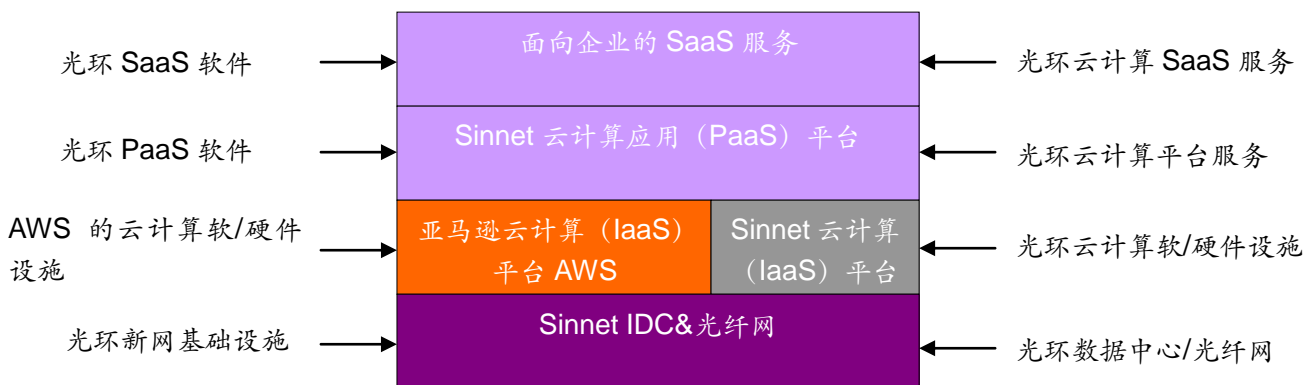
3.4、内生+外延并举，光环强力打造自身云服务水平

随着公有云垄断化趋势加强，公有云与私有云的混合云市场将是未来中国云计算市场的重要方向。越来越多的企业将非敏感性业务系统搬迁到公有云上，并优选私有云作为整个 IT 架构转型和业务升级的载体。混合云市场将是云计算领域新入者的主战场。

公司已经与光环云、AWS、阿里云等云平台完成了基础网络对接，在混合云多种领域进行了应用研发，实现了“云云混合”、“云机混合”等多种混合架构，推出了云备份、云扩展等多种混合云应用产品。公司与云计算巨头亚马逊合作，共同开发 AWS-DX 产品，重点拓展云计算 SaaS 服务，并

联合国内领先的 OpenStack 开源云计算公司 UNITEDSTACK 设立光环有云，开拓云增值服务市场，帮助客户无缝、优化使用基于 AWS 技术的云服务产品和混合云资源，加速中国客户向云端迁移。

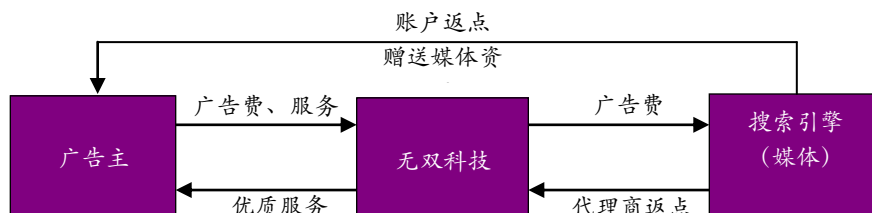
图 27：光环新网的云计算平台架构



资料来源：光大证券研究所整理

公司收购中金云网和无双科技已于 2016 年实现并表，切入私有云和云计算 SaaS 领域。其中，中金云网的私有云业务主要面向金融企业，目前收入规模占比较小。无双科技的主营业务是搜索引擎营销及相关服务，通过对广告主投放的广告追踪、分析，进行投放策略的调整，为广告主进行关键词购买选择和管监测组合排列优化，使客户广告效果达到最佳。

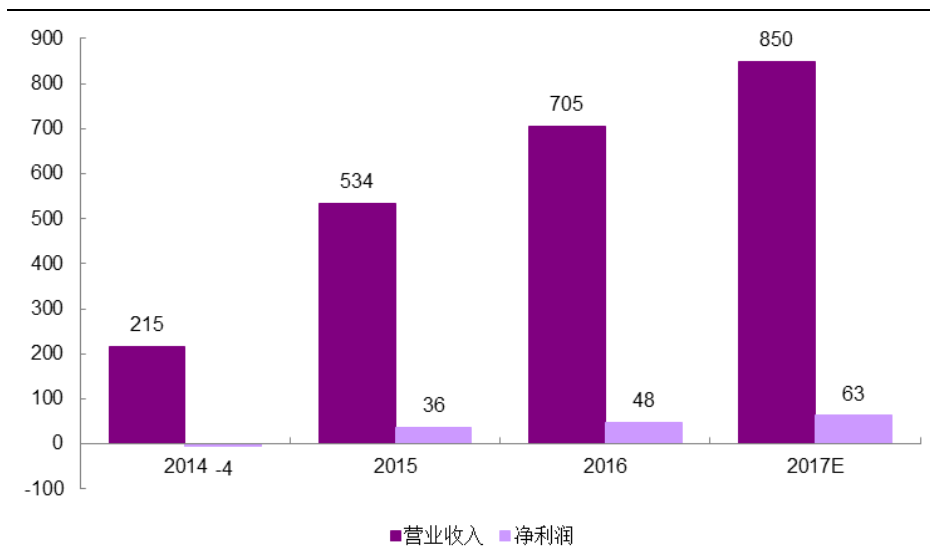
图 28：无双科技的运营模式



资料来源：公司公告

无双科技是主要搜索引擎媒体的核心代理商和合作伙伴，在主流搜索引擎媒体渠道中具有较强的竞争力，核心团队在互联网营销行业从业多年，拥有大型搜索引擎公司的 SEM 业务运营经验。无双科技承诺 2015-2017 年度实现归母净利润分别为 3500 万元（实际净利润 3608 万元）、4550 万元（实际净利润 4840 万元）和 5915 万元。

图 29：2014-2017 年无双科技营业收入、净利润及预测（单位：百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4、股票期权激励推出，彰显未来发展信心

2016年3月15日，公司发起首次股票期权激励计划，调整后期权数量共534万份，行权价36.22元，激励对象共99人，包括8名公司董事、高层管理人员和92名其他管理人员、核心技术（业务）人员，极大提振管理层积极性。

表 5：股票期权激励具体分配名单

序号	姓名	职务	获授的期权数量(万份)	占授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
1	杨宇航	总裁、董事	90	8.38%	0.062%
2	张利军	财务总监	40	3.72%	0.028%
3	陈浩	副总裁	24	2.23%	0.017%
4	耿岩	副总裁	24	2.23%	0.017%
5	高宏	副总裁、董事会秘书	24	2.23%	0.017%
6	侯焰	副总裁	24	2.23%	0.017%
7	齐顺杰	副总裁、	24	2.23%	0.017%
8	袁丁	董事、人事行政部总监	20	1.86%	0.014%
公司董事、高级管理人员小计（8人）			270	25.28%	0.187%
公司及公司的子公司的其他管理人员、核心技术（业务）人员（91人）			798	74.72%	0.551%
合计			1068	100.00%	0.738%

资料来源：公司公告

本次股权激励业绩考核标准以2015年净利润为基数，2016-2018年业绩增长率分别不低于180%，300%，500%，彰显公司管理层对未来发展的强大信心。

表 6：股权激励行权时间、条件和比例

行权期	可行权时间	公司业绩考核指标	可行权期权比例
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	以 2015 年净利润为基数, 公司 2016 年净利润增长率不低于 180%	40%
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2015 年净利润为基数, 公司 2017 年净利润增长率不低于 300%	30%
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2015 年净利润为基数, 公司 2018 年净利润增长率不低于 500%	30%

资料来源：公司公告

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

1、云计算业务：公司自有云增值和中金云网私有云收入占比较小，云计算业务收入主要来源于无双科技和 AWS 贡献的收入。随着 AWS 业务在国内的快速发展，我们预计公司 2017~2019 年云计算业务营收增速分别为 65%、70%、40%。

2、IDC 增值业务：自有 IDC 增值业务年均增加约 6000 个机柜，增厚公司营收 5-7 亿元。我们预计公司 2017~2019 年 IDC 增值业务整体营收增速分别为 75%、55%、30%。

3、IDC 运营管理业务：IDC 运营管理业务有望保持平稳增长。我们预计该业务 2017~2019 年增速分别为 20%、15%、15%。

4、宽带接入及其他业务：随着公司的重心向 IDC 和云计算转移，宽带接入及其他业务收入占总收入比重越来越小，我们预计该业务 2017~2019 年收入与 2016 年收入基本持平。

表 7：光环新网分业务盈利预测

单位：亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	23.18	36.99	58.45	78.54
增长率	291.80%	59.60%	58.01%	34.37%
毛利	6.40	10.33	15.89	21.06
主营毛利率	27.62%	27.92%	27.19%	26.81%
云计算业务				
收入	12.32	20.32	34.55	48.37
增长率	8297.56%	65.00%	70.00%	40.00%
毛利	2.15	3.46	6.22	9.19
毛利率	17.44%	17.00%	18.00%	19.00%
IDC 增值业务				
收入	6.98	12.22	18.93	24.62
增长率	146.22%	75.00%	55.00%	30.00%
毛利	3.66	6.11	8.90	11.08
毛利率	52.50%	50.00%	47.00%	45.00%
IDC 运营管理业务				

收入	2.85	3.42	3.93	4.52
增长率	24.65%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利	2.70	3.25	3.74	4.30
毛利率	5.35%	5.00%	5.00%	5.00%
宽带接入业务				
收入	57.77	57.77	57.77	57.77
增长率		0.00%	0.00%	0.00%
毛利	15.59	14.44	12.71	11.55
毛利率	26.98%	25.00%	22.00%	20.00%
其他业务				
收入	44.97	44.97	44.97	44.97
增长率	3037.97%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	28.00	26.98	24.73	22.48
毛利率	62.28%	60.00%	55.00%	50.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

基于以上对各业务的拆分预测，我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 36.99/58.45/78.54 亿元，净利润分别为 4.71/7.27/9.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.33/0.50/0.64 元。

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

由于公司主营业务是 IDC 和云计算，我们选取 A 股市场中与公司主营业务相近的数据港、鹏博士、网宿科技、浪潮信息和宝信软件作为可比公司，具体分析如下：

表 8：可比公司估值情况

公司	收盘价	EPS				PE			
		10月10日	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E
数据港	57.96	0.50	0.49	0.66	0.81	--	117	88	72
鹏博士	20.80	0.55	0.60	0.72	0.83	43	34	29	25
网宿科技	12.80	1.60	0.42	0.48	0.60	36	31	26	21
浪潮信息	20.31	0.29	0.37	0.52	0.69	43	55	39	29
宝信软件	17.62	0.43	0.54	0.69	0.85	40	33	25	21
平均						--	54	41	34
光环新网	15.17	0.23	0.33	0.50	0.64	65	47	30	24

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

参考可比公司估值的情况，公司当前估值低于可比公司的平均估值水平。我们认为给予公司 2018 年 35 倍目标估值较为合理。

6.2、估值结论与投资评级

总体来看，公司作为目前市场上稀缺的同时具备 IDC 资产和云计算能力的企业，我们看好其未来持续和确定性的成长。随着公司在 IDC 机柜保有量方面的持续投入，公司后续有望拥有超过 4 万个机柜的服务能力，形成 40-50 亿的产值，为未来业绩增长奠定坚实基础。同时，随着后续云服务牌照的落地，公司携手 AWS 在云计算成长空间将全面打开。我们预计公司 17-19 年 EPS 为分别为 0.33/0.50/0.64 元。

考虑到公司 IDC 规模扩张提供成长确定性，携手 AWS 全面打开云计算成长空间，参考可比 IDC 和云计算企业平均估值，我们按照公司 2018 年 35 倍 PE 给予目标价，对应 17.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。

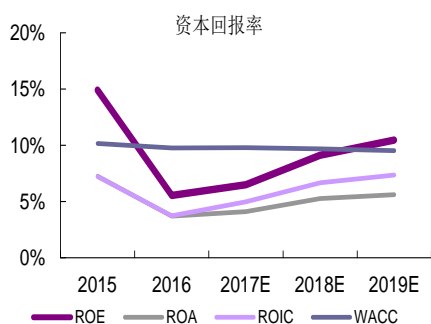
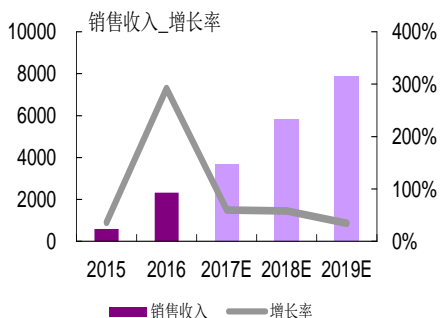
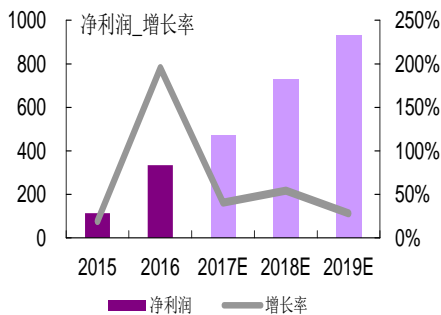
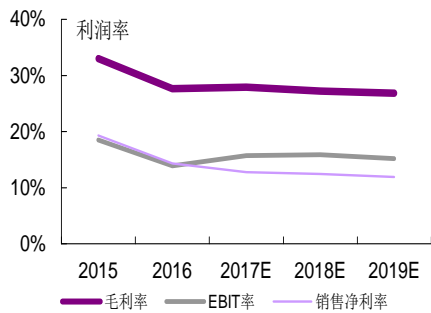
7、风险分析

1、政策变动风险

受中国政府对云计算领域政策的影响，AWS 在中国运营受到牌照限制。公司作为国内厂商，运营 AWS 在中国区业务，有利于降低政策风险。公司目前正与政府部门协商运营 AWS 国内业务的牌照事项，存在一定的政策风险。

2、新建 IDC 机柜完工时间、上架率情况不达预期风险

公司通过新建 IDC 机房，提高自有机柜的保有量和云计算支撑服务能力，预计在未来 3~5 年内完成自有机柜数量超 4 万台。由于新建机柜数量较多，时间跨度较长，机柜的完工时间和上架率有可能不达预期。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	592	2,318	3,699	5,845	7,854
营业成本	396	1,677	2,666	4,256	5,748
折旧和摊销	52	136	337	343	348
营业税费	1	12	18	29	39
销售费用	16	22	30	58	79
管理费用	63	218	333	526	746
财务费用	5	63	118	183	252
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	20	5	1	1
营业利润	110	342	469	744	943
利润总额	132	391	542	860	1,098
少数股东损益	1	-4	0	1	1
归属母公司净利润	113.59	335.16	470.86	727.42	932.43

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	1,576	8,918	11,475	13,856	16,642
流动资产	375	2,737	5,393	8,117	11,251
货币资金	185	265	1,849	2,630	3,534
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	84	560	1,107	1,978	2,732
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	84	87	230	234	393
存货	1	3	9	12	15
可供出售投资	15	45	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	10	10	10	10
固定资产	509	2,725	2,515	2,271	2,001
无形资产	246	410	390	370	352
总负债	423	2,474	3,836	5,490	7,343
无息负债	292	1,028	1,285	2,061	2,837
有息负债	131	1,446	2,551	3,429	4,506
股东权益	1,152	6,444	7,638	8,366	9,300
股本	546	723	1,446	1,446	1,446
公积金	51	4,855	4,902	4,974	5,068
未分配利润	166	478	902	1,557	2,396
少数股东权益	390	388	388	389	390

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	100	480	111	86	79
净利润	114	335	471	727	932
折旧摊销	52	136	337	343	348
净营运资金增加	145	2,364	1,483	1,949	2,358
其他	-211	-2,355	-2,179	-2,934	-3,560
投资活动产生现金流	-269	-3,140	-237	1	1
净资本支出	-104	-678	0	0	0
长期投资变化	1	10	0	0	0
其他资产变化	-166	-2,473	-237	1	1
融资活动现金流	109	2,747	1,710	694	825
股本变化	437	177	723	0	0
债务净变化	89	1,315	1,105	878	1,077
无息负债变化	170	736	258	776	776
净现金流	-61	86	1,585	781	904

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.13%	291.80%	59.60%	58.01%	34.37%
净利润增长率	19.34%	195.07%	40.49%	54.49%	28.18%
EBITDA/EBITDA 增长率	7.31%	183.20%	76.23%	38.30%	21.45%
EBIT/EBIT 增长率	-2.65%	194.09%	50.81%	59.39%	28.90%
估值指标					
PE	193	65	47	30	24
PB	29	4	3	3	2
EV/EBITDA	56	27	28	21	18
EV/EBIT	81	36	43	28	23
EV/NOPLAT	93	43	50	33	27
EV/Sales	16	6	7	4	3
EV/IC	7	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.02%	27.62%	27.92%	27.19%	26.81%
EBITDA 率	27.31%	19.74%	24.82%	21.72%	19.63%
EBIT 率	18.50%	13.89%	15.71%	15.85%	15.20%
税前净利润率	22.25%	16.88%	14.65%	14.71%	13.98%
税后净利润率 (归属母公司)	19.20%	14.46%	12.73%	12.45%	11.87%
ROA	7.25%	3.71%	4.11%	5.26%	5.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.91%	5.53%	6.49%	9.12%	10.47%
经营性 ROIC	7.22%	3.74%	4.97%	6.66%	7.36%
偿债能力					
流动比率	1.18	2.66	2.24	2.00	1.90
速动比率	1.18	2.66	2.23	1.99	1.90
归属母公司权益/有息债务	5.82	4.19	2.84	2.33	1.98
有形资产/有息债务	9.67	4.16	3.37	3.21	3.06
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.23	0.33	0.50	0.64
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.07	0.33	0.08	0.06	0.05
每股自由现金流(FCFF)	-0.07	-1.78	-0.39	-0.53	-0.65
每股净资产	0.53	4.19	5.01	5.52	6.16
每股销售收入	0.41	1.60	2.56	4.04	5.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田明华，厦门大学工学硕士，曾在华为技术有限公司无线网络部工作1年，2011年开始在买方从事TMT研究工作，主要覆盖通信和移动互联网行业，2014年至今先后在光大证券和西南证券专注通信互联网行业研究，2015年带领研究团队获得第九届卖方分析师“水晶球”通信行业公募第2名，重点研究领域包括无线通信、光通信、北斗及卫星通信、云计算、大数据、流量经营以及物联网领域。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com