

2018年07月16日

## 世纪互联：剥离 CDN 及宽带业务，重心回归 IDC 主业

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001  
 证券分析师：汪洋 010-88005317 wangyang7@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090001

### 事项：

近年来，大数据、云计算行业蓬勃发展，对上游基础设施领域的需求持续旺盛。据 IDC 圈统计，2017 年中国 IDC 市场总规模达到 946.1 亿元，同比增长 32.4%，预计 2018 年市场规模有望超过 1200 亿元，市场将保持高景气。我们重申看好云计算基础设施领域的投资机会，建议重点关注光环新网、中际旭创、星网锐捷等。

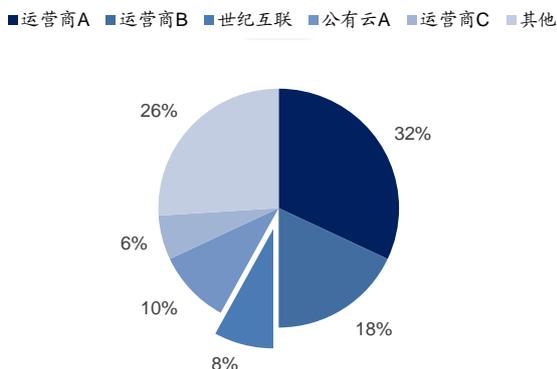
### 评论：

为了让投资者对全球云计算及 IDC 等互联网基础设施市场格局有个更清晰的了解，从而更有利于把握行业投资机会，国信证券通信小组对海外市场上最具竞争优势的云计算基础设施企业基本情况进行梳理。本文将简要介绍中国领先的第三方中立数据中心运营商世纪互联的基本情况，供各位投资者参考，有不足之处欢迎批评指正。

#### ■ 国内规模最大的第三方中立 IDC 服务商之一

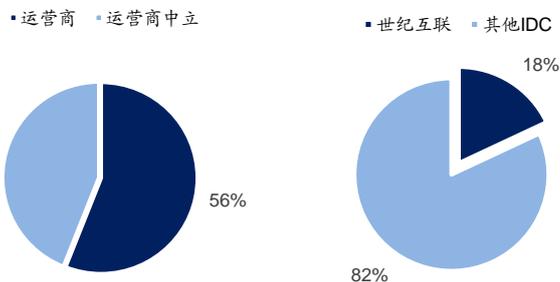
世纪互联成立于 1996 年，1999 年建成国内第一家运营商级互联网数据中心，2011 年在美国纳斯达克上市，是国内规模最大的第三方中立数据中心运营商之一。据 IDC 统计，2016 年，世纪互联在中国 IDC 市场份额为 8%，位列行业第 4 位。2016 年国内中立 IDC 市场占 IDC 市场的 44%，而世纪互联占中立 IDC 市场份额的 18%。

图 1：2016 年中国 IDC 市场份额



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 2：2016 年世纪互联在中立 IDC 市场的份额



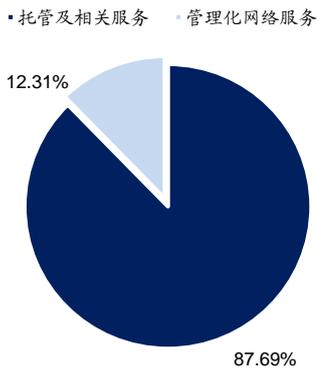
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

世纪互联在全国 30 多个城市运营 50 多个数据中心，拥有超过 2.9 万个机柜，端口容量达 1000G 以上。目前，世纪互联已构建京津冀、珠三角、长三角三大数据中心集群，并实现了数据中心之间互联互通，采用 SDN 技术保障链路的高可靠性，形成庞大的、全连接的数据中心“大底盘”。

■ 剥离 CDN 及宽带接入业务，轻装上阵，重心回归 IDC 主业

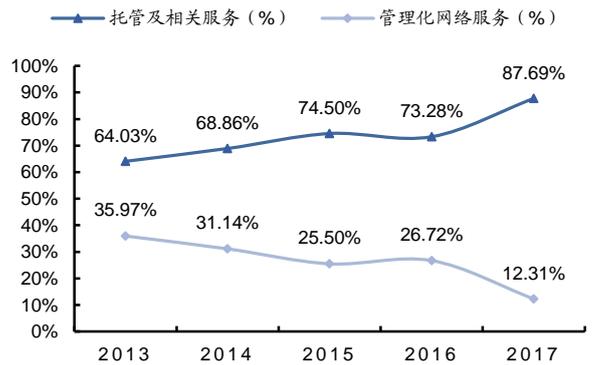
2017 年 9 月之前，世纪互联主营业务分为两大部分：主机托管及相关服务、管理化网络服务。其中主机托管及相关服务包括主机托管服务、互联服务、云服务、VPN 服务、混合 IT 服务、其他增值服务等，管理化网络服务指提供不同级别的定制服务器管理，包括操作系统支持和更新，服务器监控，服务器备份和恢复等。托管及相关服务在公司营收占比近五年呈上升趋势，2017 年，公司托管及相关服务实现收入 29.75 亿元，占比 87.69%；管理化网络服务在公司营收占比呈现逐年下降趋势，2017 年实现收入 4.18 亿元，同比下降 57.09%，占营收的 12.31%。

图 3：2017 年世纪互联主营业务结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

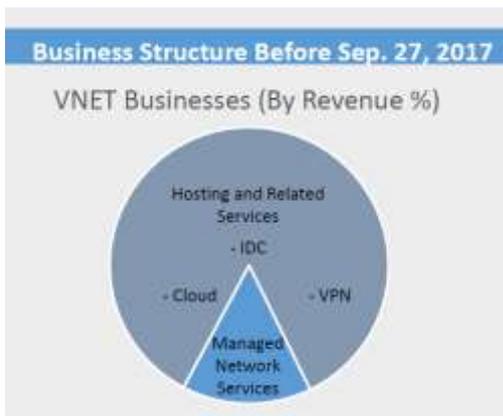
图 4：2017 年世纪互联主营业务收入占比变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

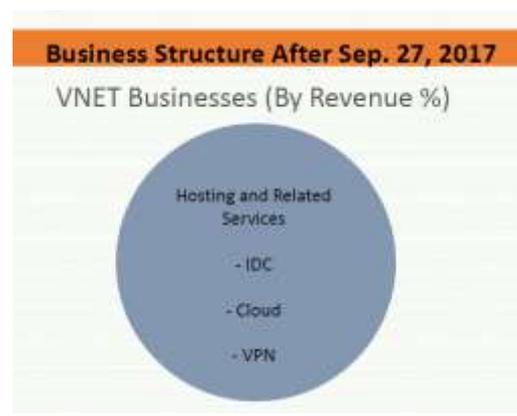
由于宽带接入市场和 CDN 市场近年来竞争加剧，长期对公司的业绩造成较大拖累。2017 年 9 月，公司对宽带接入业务和 CDN 业务进行了剥离。公司把管理化网络服务业务下面的 CDN、托管区域网络服务等业务 66.67% 的权益以 1 元价格转让给北京启迪源创科技发展有限公司（实控人启迪控股的全资公司）。同时，世纪互联以 1 元价格转让了 2 股艾普网络股份给艾普网络 CEO，持股比例将至 50% 以下，不再控股并寻求愿意接受剩余股权的投资者。在剥离这两部分业务之后，公司轻装上阵，重新聚焦在 IDC 业务上。

图 5：世纪互联营收结构（剥离前）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 6：世纪互联营收结构（剥离后）

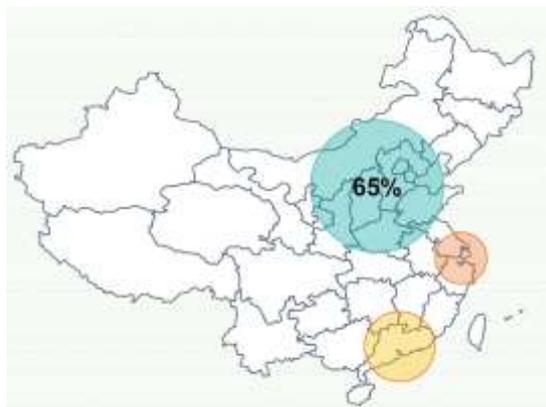


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

■ 公司自建数据中心占比逐渐上升，机柜上架率保持较高水平

世纪互联目前在全国 30 多个城市运营 50 多个数据中心，拥有超过 2.9 万个机柜。公司数据中心主要分布在华北、华东和华南地区，其中自建数据中心中有 65% 分布在华北地区。在 2018 年预计投入建设的数据中心中，有三分之二在华北，三分之一在华东。

图 7：世纪互联自建数据中心分布情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理（仅为自建数据中心）

图 8：2018 年预计投资建设数据中心范围



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

世纪互联运营的数据中心包括自建和租用两类。截至 2017 年底，公司自建的数据中心 19 个，运营机柜 23,823 个，公司租用数据中心 38 个，运营机柜 5,257 个，公司自建机柜占比达到 81.92%。由于 2017 年公司处理了 WiFire 和四川艾普网络，公司运营的数据中心数量从 2016 年的 81 个减少到 2017 年的 57 个。

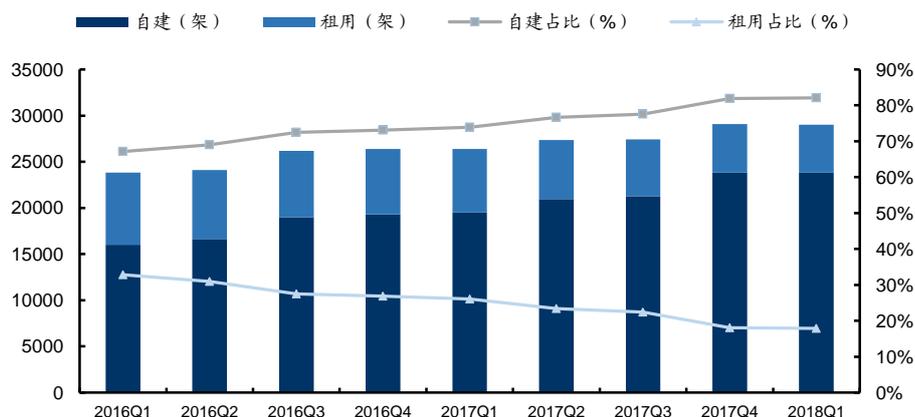
表 1：2015-2017 年世纪互联运营数据中心及机柜情况

	2015	2016	2017	
数据中心 (个)	85	81	57	
机柜数 (个)	自建机房	15998	19294	23823
	租用机房	7558	7086	5257
	机房总数	23556	26380	29080
服务器 (个)	112865	132648	163187	

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

世纪互联管理的机柜总量在缓慢增长，但公司加大自建机柜的力度，自建机柜的占比越来越高，而租用的第三方机柜数量则在加速减少，这对应带动了世纪互联毛利率的相应提升。

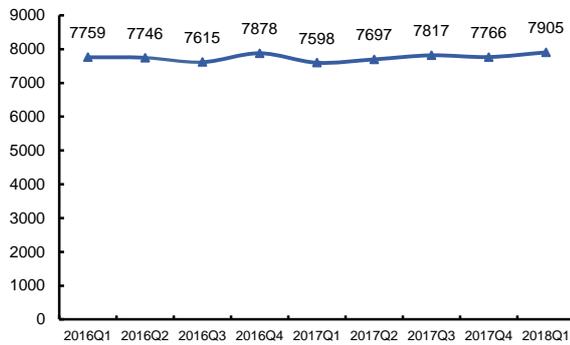
图 9：世纪互联自建机柜占比在逐年提升



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

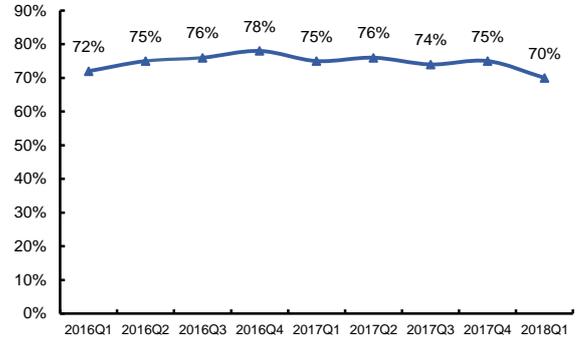
公司机柜上架率一直保持在较高水平，从 2016Q1 开始到 2018Q1 之间，机柜的利用率基本维持在 70% 以上。2015-2017 年公司机柜利用率分别为 69.0%、76.0% 和 75.3%。机柜租金方面，世纪互联的单个机柜月租金基本稳定在 7500-7900 元的水平。

图 10: 2016Q1-2018Q1 世纪互联单个机柜租金 (元/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2016Q1-2018Q1 世纪互联机柜利用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 客户分散且流失率低, 助力微软等外资云落地中国

世纪互联客户相对分散, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司托管及相关服务拥有近 5000 家企业客户。客户流失率方面, 在 2015-2017 年公司的平均每月客户流失率分别为 0.2%、0.7%和 0.5%, 客户群体相对稳定。

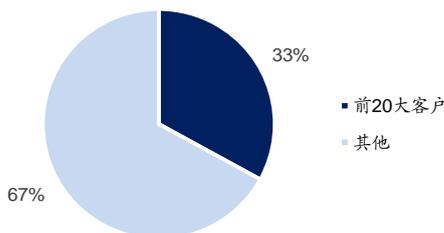
图 12: 世纪互联主要客户情况



资料来源: 公司年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

在过去三年中, 公司最大的单一客户营收占比均不超过 5%。2015-2017 年, 公司前 20 名客户的平均每月经经常性收入分别为 6600 万元、7480 万元及 9640 万元人民币。2018 年 Q1, 公司前 20 大客户营收占比达到 33%, 其中前 5 大客户营收占比 18.3%, 第一大客户份额达到 9.40%。

图 13: 2018Q1 世纪互联前 20 大客户营收占比 33%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2018 年 Q1 世纪互联前 5 大客户营收占比

前 5 名客户	2018Q1 收入占比
互联网公司	9.40%
电子商务	2.40%
电子商务	2.40%
社交媒体	2.10%
金融服务	2.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司凭借自身在行业内领先地位，获得海外客户青睐，助力外资云在国内落地。根据中国电信法规，云服务（IaaS 和 PaaS）的提供商必须获得增值电信业务的许可，而电信增值服务属于外商投资准入负面清单，外资云在国内落地必须借助本土公司。2014 年 3 月，微软在中国的 Azure 服务由公司全资子公司上海蓝云正式运营，上海蓝云借助 Azure、Office 365 和 Power BI 技术，为客户提供包括 IaaS、PaaS、SaaS 等云服务。

图 14：世纪互联与微软合作运营的产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

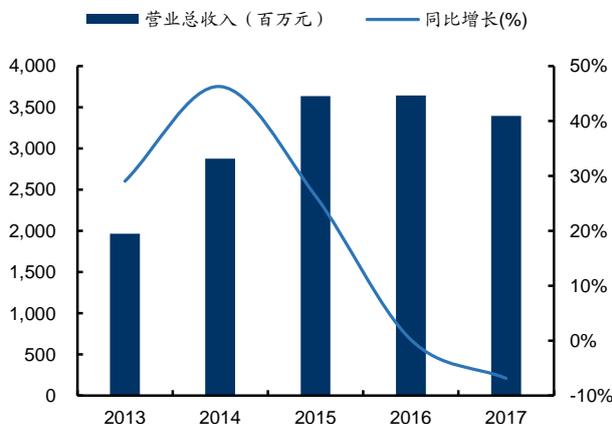
Microsoft Azure 目前拥有超过 1,300 个解决方案，有超过 10 万家来自不同行业的企业客户，并且吸引了超过 10 万名活跃开发者；Office 365 在 2017 年已经实现服务于 120 多万付费企业用户和超过 2000 万教育行业用户，在 2018 年入驻中国四周年之际更是实现了整体业务增长超过 400%，占据中国协同协作 SaaS 市场 23% 的市场份额。目前 Office 365 现已整合 53 项微软人工智能技术和特性。2018 年 4 月，微软 Azure Stack 混合云解决方案在中国正式商用。

■ 受艾普影响业绩连年下滑，业务剥离后呈现回暖迹象

自 2014 年开始，世纪互联营业收入增速连续下滑，主要原因是收购艾普网络后，艾普网络连年亏损，对业绩造成较大拖累。剥离宽带及 CDN 业务后，业绩逐渐呈现回暖迹象。

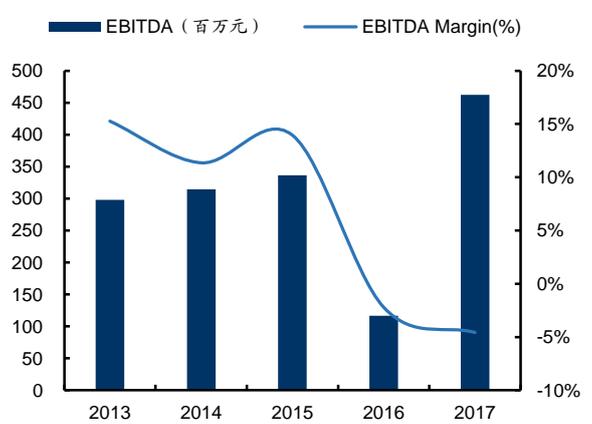
EBITDA 方面，世纪互联在 2016 年达到近五年历史最低，仅为 1.17 亿元，2017 年随着宽带及 CDN 等业务的剥离，EBITDA 大幅提升至 4.62 亿元。

图 15：2013-2017 年世纪互联营业收入及增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：2013-2017 年世纪互联 EBITDA 及 EBITDA 率

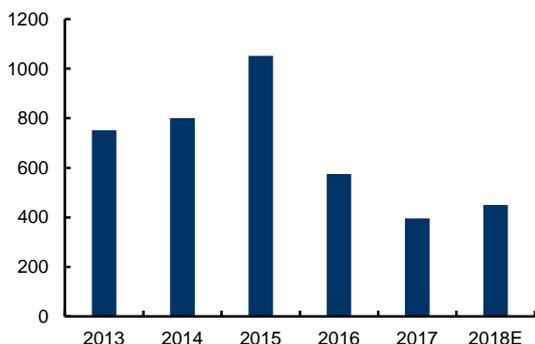


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在资本开支方面，公司近年来资本开支规模有所缩减，剥离后将更加集中在 IDC 项目的拓展上。2017 年 CAPEX 仅为 3.96 亿元，预计在 2018 年资本开支达到 4-5 亿规模。

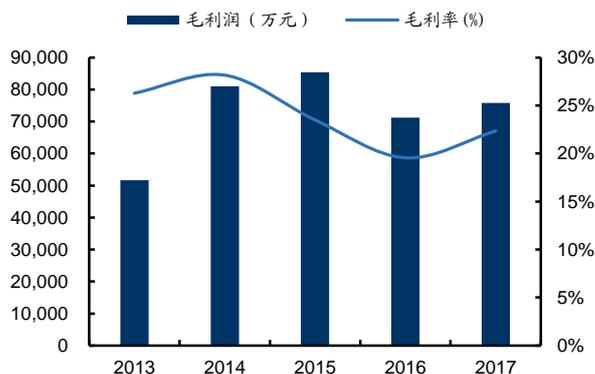
在毛利率方面，世纪互联的毛利率正在改善，2017 年维持在 22% 以上，随着自建 IDC 项目的陆续投放，毛利率有望进一步提升。

图 17: 2013-2017 年世纪互联 CAPEX (百万元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

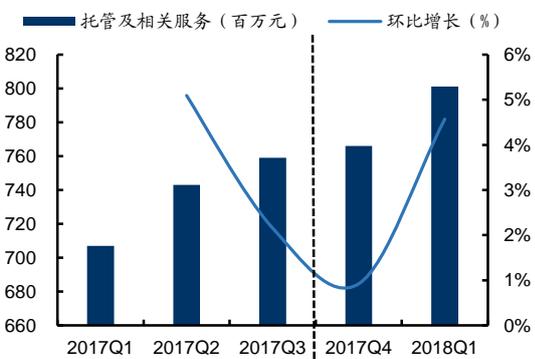
图 18: 2013-2017 年世纪互联毛利润与毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

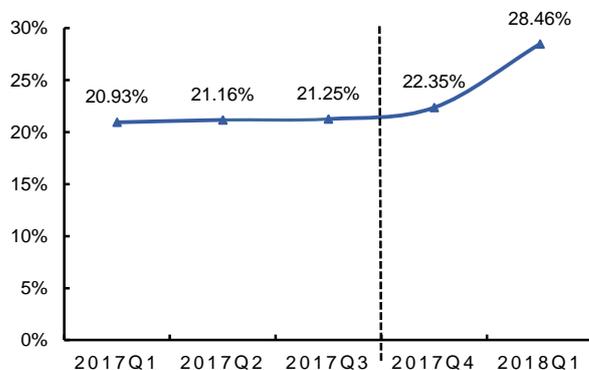
业务剥离后公司业绩呈现明显回暖态势。2018 年 Q1，公司实现营收 8.01 亿元，环比增长了 4.57%，而且公司整体毛利率有了很大的提高，在 2018 年 Q1 的毛利率达到 28.46%，比 2017Q4 提高了 6.11pct。

图 19: 剥离前后托管及相关服务营收及环比增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20: 剥离前后公司整体毛利率变化情况



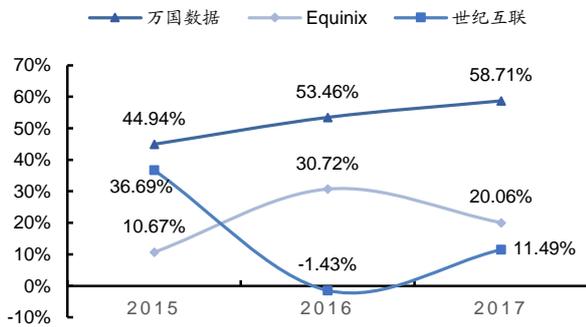
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### ■ 同行可比公司关键指标比较分析

IDC 业务的营收增长率方面，与同行业的两家公司 Equinix、万国数据相比，世纪互联近三年 IDC 业务营收增长率表现不佳，在 2016 年一度呈现负增长。万国数据的营收增长率非常强劲，近三年呈现上升趋势，在 2017 年达到 58.71%。

毛利率方面，世纪互联、万国数据的客户主要集中在中国大陆（位于亚太），同时世纪互联、万国数据、Equinix 的 IDC 业务为其占比最大的业务，我们选取世纪互联在中国大陆的整体毛利率与 Equinix 在亚太地区的整体毛利率、万国数据在中国大陆的整体毛利率进行比较。世纪互联在中国大陆的总毛利率基本维持在 20% 左右的水平，处于同行业最低，在剥离 CDN 与宽带业务后毛利率有所提升；万国数据整体毛利率近三年持平，基本维持在 25-26% 左右的水平，而 Equinix 在亚太地区的的毛利率基本维持在 40% 左右，处于较高水平。

图 21: 可比公司 2015-2017 年 IDC 业务营收增长率对比

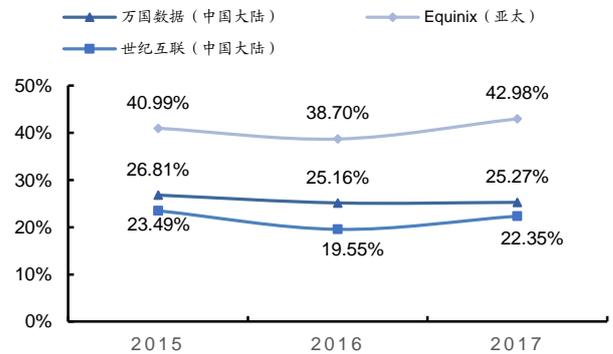


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

在机柜数目方面, Equinix 由于市场广阔, 所以数据中心机柜数体量非常大, 在 2017 年末达到 24.26 万架, 而万国数据近几年扩张速度较快, 约有 4 万架机柜, 世纪互联同期约为 2.9 万架。

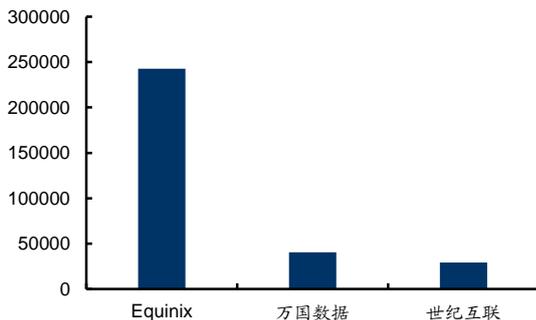
在 CAPEX 方面, 近三年万国数据的扩张速度较快, CAPEX 近三年持续增加, 在 2017 年高达 17.6 亿美元, Equinix 的 CAPEX 也呈现上升趋势, 而世纪互联近三年呈现下降趋势, 在 2017 年达到 6100 万美元的规模。

图 22: 可比公司 2015-2017 年毛利率对比



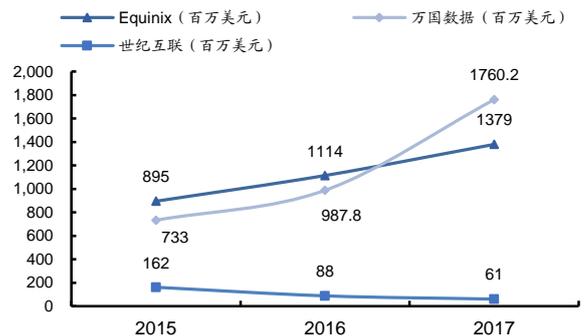
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 23: 可比公司 2017 年机柜数目对比 (架)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理及估测

图 24: 可比公司 2015-2017 年 CAPEX 对比 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

股价走势方面, 公司剥离 CDN 及宽带接入业务之前, 业绩连年亏损, 股价显著跑输于纳斯达克指数。剥离完成后, 聚焦传统 IDC 主业, 并对管理层也进行了较大调整, 公司业绩出现明显改善, 股价也逐渐回暖。

图 25: 世纪互联近期股价走势图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

- 1、国内云计算行业发展不及预期的风险；
- 2、IDC 行业竞争加剧的风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
300383	光环新网	买入	14.38	0.30	0.47	0.71	48	31	20	3.2
300308	中际旭创	增持	56.57	0.34	1.86	2.90	166	30	20	6.5
002396	星网锐捷	买入	20.71	0.81	1.08	1.35	26	19	15	3.9

数据来源：wind，国信证券经济研究所整理及预测

## 相关研究报告:

- 《行业快评：光棒反倾销如期延续，后期市场需求待观察》 ——2018-07-11
- 《行业快评：海外云计算企业浅析系列之万国数据：国内领先跨区域数据中心服务商》 ——2018-06-20
- 《北斗行业专题系列：军改落地+精度提升，北斗产业迎投资良机》 ——2018-04-13
- 《通信行业 2018 年二季度投资策略：精选绩优行业龙头》 ——2018-03-29
- 《通信行业快评：中移动光缆集采招标结果公布，量价齐升逻辑继续践行》 ——2018-01-11

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032