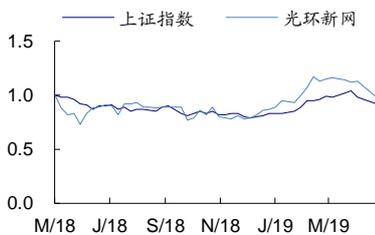


证券研究报告—深度报告
信息技术
通信
光环新网 300383
买入

合理估值: 14.3-19.8 元 昨收盘: 15.74 元

(维持评级)

2019年05月22日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,541/1,422
总市值/流通(百万元)	24,258/22,385
上证综指/深圳成指	2,882/9,000
12个月最高/最低(元)	20.59/0.00

相关研究报告:

《光环新网-300383-重大事件快评:业绩预告符合预期,云业务持续高速增长》——2019-01-29

《光环新网-300383-2018年三季报点评:业务维持高速增长,符合市场预期》——2018-10-26

《光环新网-300383-2018年中报点评:业绩符合市场预期,云计算业务毛利率逐步提升》——2018-08-16

《光环新网-300383-重大事件快评:收购科信盛彩过会, IDC 主业进一步夯实》——2018-06-28

《光环新网-300383-跟踪报告:海外云计算企业浅析系列之 Equinix: 全球互联网数据中心龙头》——2018-05-28

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 汪洋

电话: 010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

独立性声明:

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。

深度报告

深耕一线城市的 IDC 领导者

光环新网是国内领先的第三方中立 IDC 服务商,目前在北京、上海及周边等一线城市运营机柜数量超过 4 万个,拥有 AWS、阿里、美团、三星等优质客户,随着一线城市 IDC 监管政策趋严,公司在一线城市丰富 IDC 资源优势逐渐凸显,建议重点关注:

● 可预见的 3-5 年, IDC 行业景气度高,需求确定性强

随着移动互联网等行业的蓬勃发展,数据流量呈现爆发式增长,数据中心作为数据集中汇聚和交互的地方,在可预见的 3-5 年内,行业需求确定性很强;一线城市对于 IDC 产业监管和限制日益趋严,造成了市场供需失衡,因此一线城市 IDC 项目稀缺性和价值量将日益提升;中国云计算市场向外资云厂商开放的大趋势逐渐明朗,中长期将有利于上游整个 IDC 产业不断发展壮大。

● 公司一线 IDC 项目储备丰富,云增值业务值得期待

截至 2018 年底,公司在北京东直门、酒仙桥、亦庄、房山、河北燕郊等地运营存量机柜超过 3.8 万个,在河北燕郊、上海嘉定、江苏昆山等地不断拓展新项目,为未来增长奠定基础。此外,公司与全球云计算龙头 AWS 深度合作,未来在云增值业务的拓展值得期待。

● 自建与零售模式相结合,公司盈利能力领先同行

我们从营收、净利润、机柜规模、机柜租金、上架率、毛利率等多个维度,系统比较了国内外十余家可比公司,使大家对各个公司的竞争优势有个量化认识。公司在运营模式和销售模式两方面的优势,奠定了 IDC 业务毛利率领先同行的基础。

● 盈利预测与投资建议

我们看好公司在互联网基础设施领域的领先地位,预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 77.64/99.17/124.70 亿元,归母净利润分别为 9.51/12.78/16.81 亿元,同比增速分别为 43%/34%/32%,当前股价对应的动态 PE 分别为 26/19/14 倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

IDC 行业竞争加剧; AWS 中国发展不及预期; 云计算、IDC 行业政策性风险。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,077	6,023	7,764	9,917	12,470
(+/-%)	75.9%	47.7%	28.9%	27.7%	25.7%
净利润(百万元)	436	667	951	1278	1681
(+/-%)	30.0%	53.1%	42.5%	34.4%	31.5%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.43	0.62	0.83	1.09
EBIT Margin	14.2%	15.1%	16.5%	16.9%	17.6%
净资产收益率(ROE)	6.8%	8.9%	11.6%	14.1%	16.4%
市盈率(PE)	43.8	29.2	25.5	19.0	14.4
EV/EBITDA	30.2	17.4	16.3	12.8	10.3
市净率(PB)	3.8	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为光环新网的核心优势在于三个方面：第一，一线城市 IDC 产业监管政策趋严，造成市场供需失衡，公司在一线城市的存量和储备 IDC 项目稀缺性和价值量提升；第二，公司自建 IDC 和零售出租相结合的模式决定了盈利能力领先同行；第三，公司与全球云计算龙头 AWS 深度合作，未来在云增值业务领域的拓展值得期待。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 77.64/99.17/124.70 亿元，归母净利润分别为 9.51/12.78/16.81 亿元，同比增速分别为 43%/34%/32%，当前股价对应的动态 PE 分别为 26/19/14 倍，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，在数据流量爆发式增长的大背景下，数据中心作为互联网数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，行业需求确定性很强；

第二，一线城市对于 IDC 产业监管和限制日益趋严，造成了市场供需失衡，一线城市存量 IDC 项目稀缺性和价值量将日益提升，公司或将长期收益；

第三，公司在运营模式和销售模式两方面的优势，奠定了公司 IDC 业务的毛利率遥遥领先其他竞争对手。

与市场的差异之处

第一，市场对国内 IDC 公司比较了解，但对海外 IDC 同行了解不多，我们从营收、净利润、机柜规模、机柜租金、上架率、毛利率等多个维度，系统比较了国内外十余家可比公司，使大家对各个公司的竞争优势有个量化认识。

第二，A 股市场一般用 PE 法对成长股估值，在美股等成熟市场，对于 IDC 公司采取 EV/EBITDA 估值，我们分别采用了 PE 和 EV/EBITDA 两种方式对公司进行了相对估值。

第三，市场对于国内云计算市场对海外厂商开放比较忧虑，我们阐述分析了云计算市场开放对于国内市场的影响。

股价变化的催化因素

第一，公司目前正在继续拓展北京及周边、上海及周边 IDC 项目，如果有新的优质项目落地，将会对公司股价产生较大有利影响。

第二，中美正在谈判中，如果中国云计算市场监管、IDC 市场监管、外商投资负面清单等出现较大政策性变动，可能对公司股价产生影响。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，IDC 行业竞争加剧的风险。很多公司看好市场需求，加速扩建和新建 IDC 项目，可能存在局部区域数据中心集中投放，短期供过于求的风险；

第二，AWS 中国发展不及预期的风险；近期，中美贸易摩擦不断，AWS 属于美国企业，在国内市场业务拓展存在一定不确定性；

第三，云计算、IDC 行业政策性风险。未来一线城市以为其他城市是否出台相关政策，具有一定不确定性；目前外资企业无法独立获得 IDC 和云计算牌照，未来政策是否放开具有一定不确定性。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	6
相对估值法（PE 与 EV/EBITDA）.....	6
DCF 绝对估值法（FCFF）.....	7
估值的敏感性分析.....	7
投资建议.....	8
公司概况：国内领先的第三方 IDC 服务商	9
行业概述：IDC 行业景气度高，需求确定性强	11
数据流量爆发式增长，行业维持高景气度.....	11
一线城市监管趋严，存量 IDC 稀缺性提升.....	13
云计算市场对外开放，有利于行业发展壮大.....	13
公司优势：一线 IDC 项目丰富，云增值业务值得期待	15
优势一：一线城市存量与储备 IDC 项目丰富.....	15
优势二：自建与零售模式相结合，毛利率领先同行.....	16
优势三：与 AWS 合作密切，云增值业务值得期待.....	17
财务分析：IDC 行业可比公司比较分析	20
收入规模及增速分析.....	20
IDC 运营规模分析.....	21
机柜租金及上架率分析.....	22
相关业务毛利率分析.....	23
ROE 水平分析.....	24
盈利预测与风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 光环新网历史 PE-Band	6
图 2: 公司部分数据中心概况	9
图 3: 公司近五年营收及净利润情况	10
图 4: 公司主营业务构成 (2018)	10
图 5: 全球数据中心流量预测 (2016-2021)	11
图 6: 全球数据中心流量分类预测 (2021)	11
图 7: 2012-2018 年移动互联网接入流量及户均流量	11
图 8: 移动互联网月接入流量及月户均流量	11
图 9: 中国公有云市场规模及预测	12
图 10: 阿里云收入及增长情况	12
图 11: 国内 IDC 市场规模及预测	12
图 12: 全球 IDC 市场规模及预测	12
图 13: 光环新网不同类型机房占比情况	16
图 14: 光环新网与同行毛利率比较	17
图 15: 2017 年全球公有云市场份额 (IaaS)	18
图 16: 全球云计算龙头 AWS 近年营收及增长情况	18
图 17: 国内公有云市场份额情况 (2018 年下半年)	19
图 18: 北京区 AWS 近年营收情况	19
图 19: 国内可比公司近年收入规模情况 (亿元)	21
图 20: 海外可比公司近年收入规模情况 (亿美元)	21
图 21: 国内可比公司近年收入增速情况	21
图 22: 海外可比公司近年收入增速情况	21
图 23: 2018 国内可比公司运营机柜数量 (架)	22
图 24: 2018 海外可比公司运营机房面积 (万平方英尺)	22
图 25: 国内可比公司近年单机柜平均租赁价格 (元/月)	23
图 26: Equinix 近年单机柜平均租赁价格 (元/月)	23
图 27: 国内可比公司近年机柜上架率情况	23
图 28: Equinix 近年机柜上架率情况	23
图 29: 国内可比公司近年毛利率情况	24
图 30: 海外可比公司近年毛利率情况	24
图 31: 国内可比公司近年 ROE 情况	24
图 32: 海外可比公司近年 ROE 情况	24
表 1: 可比公司 PE 估值对比 (2019 年 5 月 18 日)	6
表 2: 可比公司 EV/EBITDA 估值对比 (2019 年 5 月 18 日)	7
表 3: 估值假设	7
表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析	7
表 5: 公司投建 IDC 项目一览表	9
表 6: 北京市新增产业的禁止和限制目录	13
表 7: 上海市推进新一代信息基础设施建设三年行动计划 (2018-2020 年)	13

表 8: 北京及周边区域第三方 IDC 规模统计 (2018)	15
表 9: 与上海电信签订战略合作协议部分内容	15
表 10: 公司上海及周边 IDC 规划情况	15
表 11: 自建机房模式 IDC 服务商主要参与的环节	16
表 12: 公司前五大客户销售占比情况 (2018)	17
表 13: 亚马逊 AWS 在国内发展历程	18
表 14: IDC 行业国内外可比公司一览表	20
表 15: 公司主要业务未来三年收入预测与拆分	25

估值与投资建议

我们采用相对和绝对估值两种方法来估算公司的合理价值区间，由于估值参数选取具有一定主观性，估值区间仅供参考，不作为投资依据。

相对估值法（PE 与 EV/EBITDA）

光环新网主要从事 IDC 及增值业务，国内 IDC 市场正处于快速发展期，公司近年业绩增长迅速，可作为成长股看待。首先，我们选取数据港、宝信软件、科华恒盛、鹏博士几家可比公司，使用 PE 法对公司进行相对估值。

从可比公司估值来看，光环新网 2019-2021 年的 PE 均处于可比公司中低位，可比公司 2019 年估值范围为 31-38 倍，平均估值为 32 倍，公司仅为 25 倍。

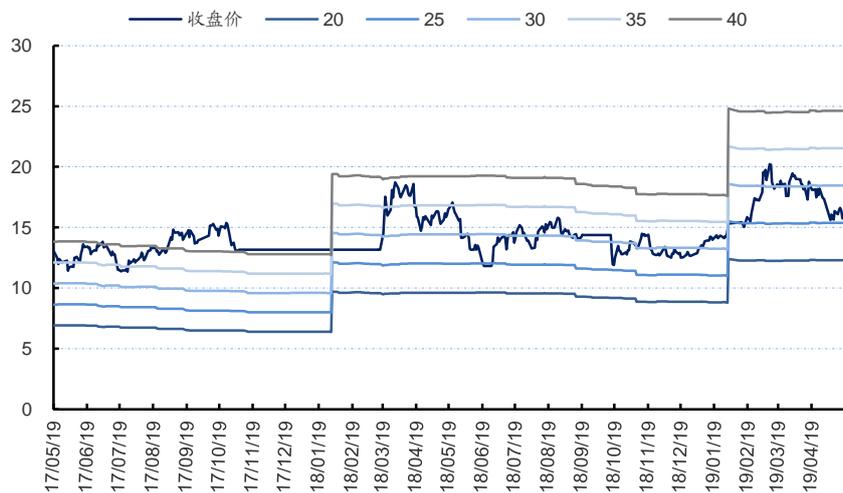
表 1：可比公司 PE 估值对比（2019 年 5 月 18 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	当前股价 (元/股)	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603881.SH	数据港	46	32.00	0.83	1.13	1.57	38	28	20
600845.SH	宝信软件	37	30.63	1.00	1.25	1.52	31	25	20
002335.SZ	科华恒盛	61	17.47	0.56	0.71	0.85	31	25	21
600804.SH	鹏博士	35	8.35	0.25	0.23	0.35	33	36	24
300383.SZ	光环新网	34	15.74	0.62	0.83	1.09	25	19	14
	平均	45					32	27	20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

参考光环新网历史 PE-Band，我们可以看到，公司历史的估值区间在 25-40 倍之间波动，估值中枢为 30 倍。

图 1：光环新网历史 PE-Band



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据 PE 估值，我们认为，光环新网 2019 年的合理估值区间为 25-32 倍，对应的股价为 15.50-19.84 元/股（EPS 为 0.62 元/股）。

由于 IDC 行业与房地产行业商业模式比较类似，在美股等成熟资本市场，一般也采用 EV/EBITDA 法进行估值。我们选取 Equinix、万国数据、世纪互联几家美股上市可比公司，使用 EV/EBITDA 法对公司进行相对估值。

表 2: 可比公司 EV/EBITDA 估值对比 (2019 年 5 月 18 日)

股票代码	简称	当前市值	EV (企业价值)	EBITDA			EV/EBITDA		
				2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
EQIX.O	Equinix	412 亿美元	545.45 亿美元	20.52	24.13	26.30	22	17	21
GDS.O	万国数据	47 亿美金	72.28 亿美元	0.78	1.52	2.42	42	32	30
VNET.O	世纪互联	10 亿美金	17.28 亿美元	0.97	1.33	1.73	14	11	10
300383.SZ	光环新网	241 亿元	293.71 亿元	7.53	13.02	17.22	30	17	16
	平均						27	20	19

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测 (2017、2018 年 EV/EBITDA 计算时, EV 值取自当年财报截止日的值)

从可比公司估值来看, 光环新网 2019 年的 EV/EBITDA 处于可比公司中低位, 可比公司 2019 年估值范围为 10-30 倍, 平均估值为 19 倍, 公司为 16 倍。

根据 EV/EBITDA 估值, 我们认为, 光环新网 2019 年的合理估值区间为 15-19 倍, 对应的股价为 14.33-18.79 元/股。

DCF 绝对估值法 (FCFF)

采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值, 根据以下假设得出公司合理股价为 17.90 元。

表 3: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.30	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	7.50%	3%-9%
公司股价	15.74	
发行在外股数 (百万股)	1541	
股票市值(E)	24255	
债务总额(D)	1738	
Kd	6.50%	4.5%-6.5%
T	10.00%	10%
Ka	12.25%	
有杠杆 Beta	1.38	0.93
Ke	12.86%	
E/(D+E)	93.31%	
D/(D+E)	6.69%	

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析, 假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%, 则我们计算得出公司股价区间在 14.67-23.04 元, 估值中枢为 17.90 元/股。

表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

17.90	11.4%	11.9%	12.39%	12.9%	13.4%
3.5%	23.04	21.30	19.76	18.40	17.17
3.0%	22.10	20.50	19.07	17.80	16.66
2.5%	21.27	19.78	18.46	17.26	16.19
2.0%	20.52	19.14	17.90	16.77	15.76
1.5%	19.85	18.55	17.39	16.33	15.37
1.0%	19.24	18.03	16.92	15.92	15.01
0.5%	18.69	17.54	16.50	15.55	14.67

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

投资建议

综合上述两种估值方法，我们认为公司合理股价在 14.33-19.84 元/股区间，敏感性分析估值中枢价格为 17.90 元/股。

我们看好公司在互联网基础设施领域的领先地位，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 77.64/99.17/124.70 亿元，归母净利润分别为 9.51/12.78/16.81 亿元，同比增速分别为 43%/34%/32%，当前股价对应的动态 PE 分别为 26/19/14 倍，维持“买入”评级。

公司概述：国内领先的第三方 IDC 服务商

北京光环新网科技股份有限公司成立于 1999 年 1 月，前身是北京光环新网数字技术有限公司，于 2014 年在深交所创业板挂牌上市，当前市值 243 亿元。公司是北京地区最早涉足 ISP 和 IDC 业务的企业之一，目前运营东直门、酒仙桥、亦庄、燕郊和上海嘉定等多个数据中心项目，合计投建机柜数量超过 4 万个（含代运营），是国内领先的第三方中立 IDC 服务商。

图 2：公司部分数据中心概况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司 IDC 项目全部集中在北京及周边、上海及周边两个核心区域，其中北京及周边机柜占比接近九成。北京和上海分别作为中国互联网中心和金融中心，是国内数据中心需求最旺盛的两大市场。

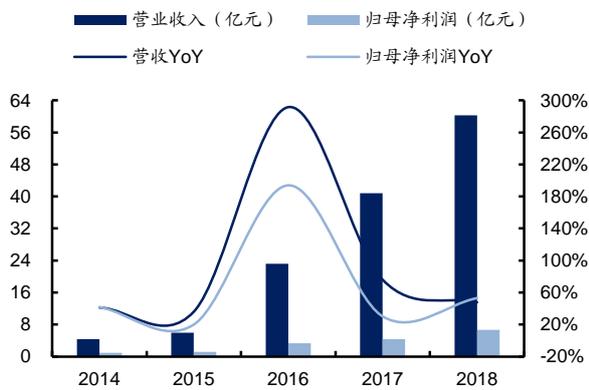
表 5：公司投建 IDC 项目一览表

数据中心名称	机柜数 (个)	(预计) 投产日期
东直门数据中心	470	一期 2002 年投产，二期 2007 年投产
酒仙桥数据中心	4000	一期 2010 年投产，二期 2015 年投产
燕郊数据中心	2540	一期 2015 年投产，二期 2017 年 4 月已完工正在招标
上海嘉定数据中心	4500	一期，2017 年 6 月投产，二期正在上架
中金云网	10080	一期 2015 年投产，二期 2017 年投产，一共 56 个模块
亦庄 KDDI 机房 (代运营)	2773	2015 年投产，代日本 KDDI 运营
太和桥数据中心	6600	一期已经投产，二期正在销售中
房山数据中心	12000	一期预计 2019 年投产，二期预计 2020 年投产
合计	42963	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

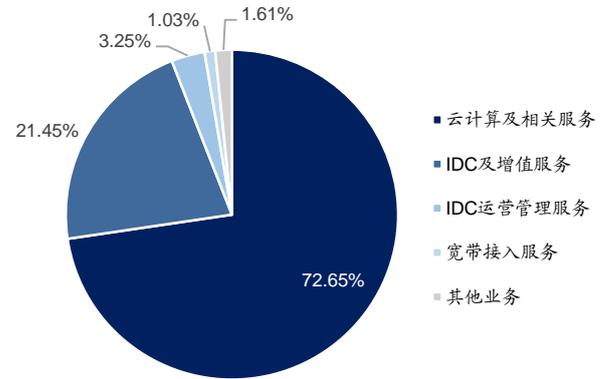
公司主营业务分为云计算及相关服务、IDC 及增值服务、IDC 运营管理服务、宽带接入服务及其他，其中云计算及相关服务近年来增长迅猛，成为公司第一大业务板块，2018 年营收占比达到 73%。

图 3: 公司近五年营收及净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (16 年波动为合并报表)

图 4: 公司主营业务构成 (2018)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司的云计算及相关服务由两部分组成，分别为 AWS 北京和无双科技。公司是 AWS 运营商，负责运营北京区域 AWS 云服务，同时为其提供 IDC、服务器、宽带等基础资源。无双科技是公司 2015 年收购的一家专注于网络营销技术的全资子公司。

客户方面，公司客户以互联网公司、云计算厂商以及金融机构为主。典型的客户包括 AWS、三星、美团网、小米、中国移动、阿里、农业银行等。

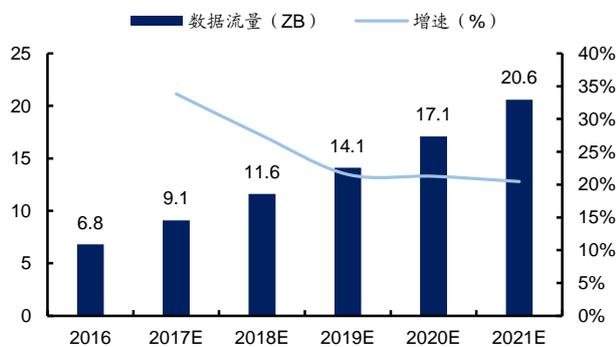
行业概述：IDC 行业景气度高，需求确定性强

在数据流量爆发式增长的大背景下，数据中心作为互联网数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，我们很难看到行业发展的瓶颈；一线城市对于 IDC 产业监管和限制日益趋严，人为造成了市场供需失衡，因此一线城市存量 IDC 项目稀缺性和价值量将日益提升；中国云计算市场向外资云厂商开放的大趋势逐渐明朗，中长期将有利于上游整个 IDC 产业不断发展壮大。

数据流量爆发式增长，行业维持高景气度

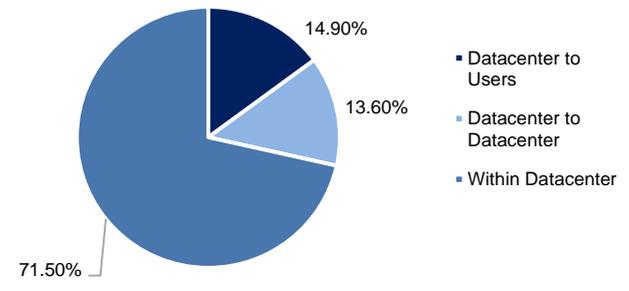
自 2008 年开始，绝大部分数据流量都发生在数据中心之中，据 Cisco 在《Global Cloud Index 2016-2021》中预测，2016 年，全球数据中心流量已经达到 6.8 ZB（Zettabyte，十万亿字节），预计在 2020 年达到 20.6 ZB，增长 3 倍，年复合增速高达 25%，其中超过七成的数据发生在数据中心内部。

图 5：全球数据中心流量预测（2016-2021）



资料来源：Cisco、国信证券经济研究所整理

图 6：全球数据中心流量分类预测（2021）

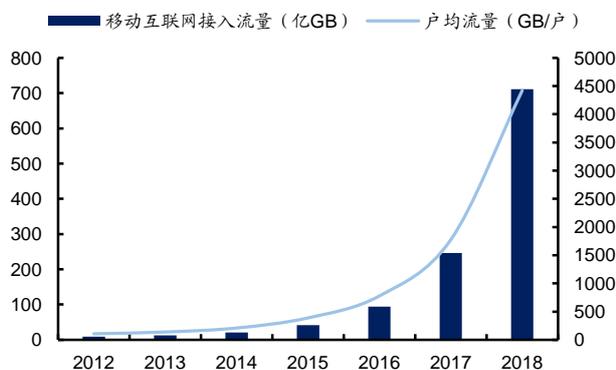


资料来源：Cisco、国信证券经济研究所整理

从微观角度，随着移动互联网时代的发展，智能手机、iPad、智能手表等终端的普及，用户对数据流量的消费呈现爆发式增长。

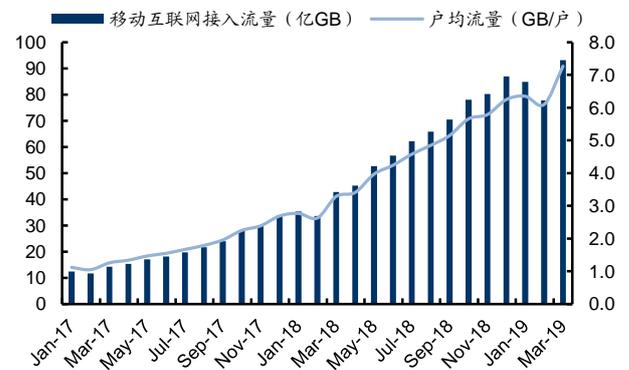
据工信部统计，2018 年，全国移动互联网接入流量消费达 711 亿 GB，同比大幅增长 189.1%，增速较上年提高 26.9 个百分点。截至 2019 年 3 月，国内移动互联网用户月均移动互联网接入流量（DOU）达到 7.27GB，同比增长 121.1%，是 2017 年同期 DOU 的近 6 倍。

图 7：2012-2018 年移动互联网接入流量及户均流量



资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

图 8：移动互联网月接入流量及月户均流量



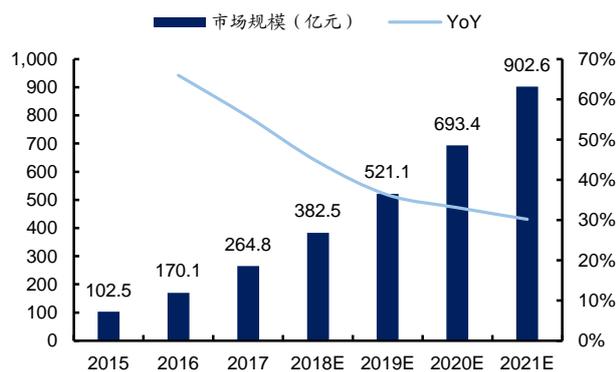
资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

此外，云计算厂商作为当前 IDC 市场最重要的需求方，国内云计算行业正处于如火如荼的发展之中，因此行业需求确定性非常强。

据信通院统计，2017 年，我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元，同比增长 34.3%。其中，公有云市场规模达到 264.8 亿元，同比增长 55.7%，预计 2018-2021 年仍将保持快速增长态势，到 2021 年市场规模达到 902.6 亿元。

作为中国公有云龙头的阿里云亦保持高速增长。2018 财年，阿里云实现收入 213.6 亿元，同比大幅增长 91.26%，远高于行业增速。

图 9：中国公有云市场规模及预测



资料来源：信通院、国信证券经济研究所整理

图 10：阿里云收入及增长情况



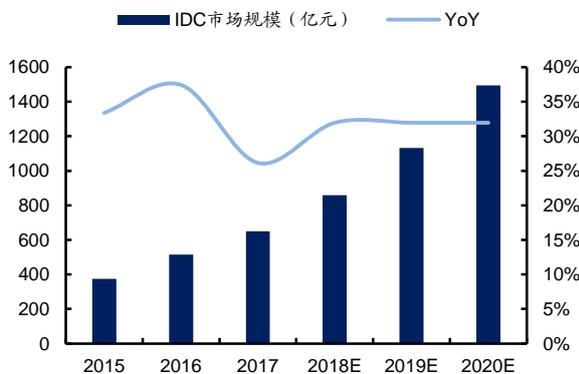
资料来源：阿里、国信证券经济研究所整理

IDC 作为云计算行业的基础资源提供方，在下游云计算、移动互联网客户需求的强劲拉动下，在可预见的 3-5 年内仍将保持高景气度。

据信通院测算，2017 年国内 IDC 全行业收入为 650.4 亿元，同比增长 26%，其中传统 IDC 业务收入为 512.8 亿元（剔除云服务）。2012-2017 年行业规模复合增长率为 32%，预计行业未来保持高速增长，到 2020 年市场规模将达到 1500 亿。

据 Research & Markets 预测，2017 年全球 IDC 市场规模约为 312.5 亿美元，到 2020 年超过 480 亿美金，三年复合增速达到 15.4%。

图 11：国内 IDC 市场规模及预测



资料来源：信通院、国信证券经济研究所整理

图 12：全球 IDC 市场规模及预测



资料来源：Research & Markets、国信证券经济研究所整理

综上，我们认为，IDC 作为互联网数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，我们很难看到行业的天花板。下游需求确定性强，市场空间广阔，是个一个非常有吸引力的赛道。

一线城市监管趋严，存量 IDC 稀缺性提升

IDC 行业和房地产行业有类似之处，人们称之为“数字地产”，既然是地产，则其所处的地段是决定其价值的一个非常重要甚至是最重要的因素。

一线城市，是中国网络资源最发达的地方，也是互联网、金融、云计算公司云集的地方，一线城市的 IDC 可谓是兵家必争之地。

然而，IDC 也是一个高耗能的产业，一线城市电力资源相对紧缺，对于产业的支撑能力是有限的，因此能耗指标逐渐成为制约新建数据中心的一个重要因素。2015 年和 2018 年，北京市分别出台了新增产业的禁止和限制目录，2018 年出台的政策相对更加严格，北京中心城区禁止新建和扩建任何数据中心，全市范围（中心城区外）禁止新建 PUE 值超过 1.4 的数据中心。

表 6: 北京市新增产业的禁止和限制目录

	2015 年版	2018 年版
全市范围	禁止新建和扩建： 数据处理和存储服务中银行卡中心、数据中心（PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外）	禁止新建和扩建： 信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外）
中心城区	同上	禁止新建和扩建： 信息处理和存储支持服务中的数据中心

资料来源：北京市人民政府网、国信证券经济研究所整理

2018 年，上海市出台了《推进新一代信息基础设施建设三年行动计划（2018-2020 年）》，其中对于数据中心布局同样提出了明确要求。

表 7: 上海市推进新一代信息基础设施建设三年行动计划（2018-2020 年）

	主要任务	责任单位
2018	新增机架控制在 2 万个，总规模控制在 12 万个 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下	市经信委、市发改委、市规划国土资源局、市通信管理局
2019	新增机架控制在 2 万个，总规模控制在 14 万个 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下	市经信委、市发改委、市规划国土资源局、市通信管理局
2020	新增机架控制在 2 万个，总规模控制在 16 万个 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下	市经信委、市发改委、市规划国土资源局、市通信管理局

资料来源：上海市人民政府网、国信证券经济研究所整理

我们认为，一线城市对于新建和改造 IDC 监管趋严是未来发展的大趋势，一线城市的供给受到政策等因素限制，在需求仍然十分旺盛的情况下，一线存量的 IDC 资源稀缺性将进一步提升。

云计算市场对外开放，有利于行业发展壮大

2018 年 7 月，国家发改委发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018）》中，明确指出，“增值电信业务的外资股比不超过 50%（电子商务除外），基础电信业务须由中方控股”。这就意味着外资企业不能单独获得增值电信业务牌照。

近期，据华尔街日报报道：“中国正在考虑向外国科技公司提供进入该国快速增长的云计算市场的机会，在自由贸易区开展“云计算试点”，向外国公司开放云计算市场。”

我们认为，中国云计算市场向外资厂商开放的大趋势逐渐明朗，中长期将有利于整个 IDC 产业不断发展壮大。

一方面，外资云企业进入中国市场，将增加对于一线数据中心需求，一线城市 IDC 项目价值提升。云计算厂商面对客户多元化需求，对于数据中心的需求也

各不相同。对于一些实时性要求比较高的客户，比如游戏公司、实时直播公司、交易支付公司，云厂商需要把数据部署在一线城市节点，因为一线城市拥有核心网络节点，时延比较低。面对一线城市新建 IDC 监管趋严，外资云企业仍然需要向第三方 IDC 服务商租赁资源，所以有利于光环新网等这类在一线城市具有较多项目资源储备的企业。

另一方面，外资云厂商进入中国市场，无论租赁还是自建数据中心，将拉动数据中心产业链上游需求。我们知道数据中心属于重资产行业，除了发电机、精密空调、UPS 等传统设备外，对于光模块、交换机、服务器等需求仍然巨大，因此对于国内 IDC 相关行业的需求都有积极拉动作用。

公司优势：一线 IDC 项目丰富，云增值业务值得期待

我们认为光环新网的核心优势在于三个方面：第一，一线城市 IDC 产业监管政策造成市场供需失衡，公司在一线城市的存量和储备 IDC 项目稀缺性和价值量提升；第二，公司自建 IDC 和零售出租相结合的模式决定了盈利能力领先同行；第三，公司与全球云计算龙头 AWS 深度合作，未来云增值业务值得期待。

优势一：一线城市存量与储备 IDC 项目丰富

截至 2018 年底，公司是北京区域规模最大的第三方 IDC 服务商，目前在北京东直门、酒仙桥、亦庄、房山、河北燕郊等地运营近 3.8 万个机柜。

表 8：北京及周边区域第三方 IDC 规模统计（2018）

公司名称	分布区域	机柜数量（架）
光环新网	东直门、太和桥、酒仙桥、房山、燕郊	38463
世纪互联	酒仙桥、亦庄、大红门、顺义等	20000
鹏博士	酒仙桥、国贸、三元桥、中关村、苏州桥、亦庄、双桥	18000
万国数据	大兴、昌平、廊坊、顺义	14000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，为了进一步拓展公司在北京周边区域的 IDC 储备项目，公司与三河市岩峰高新技术产业园有限公司签订增资合作协议，拟增资预计不超过 10.7 亿元，获得其分立子公司 65% 股权。

分立子公司持有的位于三河市燕郊创意谷街南侧、精工园东侧的 1 宗土地使用权以及对应的 8 处地上房产，除光环云谷云计算中心一二期外，将新建数据中心，房产建筑面积约 17.25 万平米，预计容纳 2 万个机柜。

除了北京及周边区域外，公司进一步拓展上海及周边市场 IDC 储备项目，抢占市场先机。2019 年 4 月，公司与上海电信签订战略合作协议，双方将在上海及长三角地区合作建立数据中心。

表 9：与上海电信签订战略合作协议部分内容

序号	主要内容
1	上海电信优先但不限于把公司上海嘉定及江苏昆山园区的场地或机架、电力资源纳入规划
2	上海电信保证合作 IDC 高品质的网络资源服务及海外云的访问解决方案
3	上海电信负责合作数据中心的市场营销，对外开展 IDC 及相关增值业务的销售
4	上海电信负责双方合作数据中心（上海嘉定二期）节能审查申请

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为，通过与上海电信开展合作，将更加有利于公司扩大上海市场规模，提升公司整体核心竞争力。

按照公司最新规划，上海及周边区域可提供近 2.5 万个机柜，成为北京之外另一大核心云计算基地。

表 10：公司上海及周边 IDC 规划情况

数据中心名称	机柜数（个）	（预计）投产日期
嘉定数据中心一期	4500	一期，2017 年 6 月投产，二期正在上架
嘉定数据中心二期	5000	目前正在规划中
昆山园区项目	15000	目前正在规划中
合计	24500	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

优势二：自建与零售模式相结合，毛利率领先同行

在运营模式方面，公司大多数 IDC 项目均采用自建机房的模式，顾名思义就是指 IDC 服务商在自有机房产权基础上，对外提供 IDC 服务。这种模式从选址、土地水电资源对接、评审立项、土建、配套设施安装、项目验收等环节全由自己独立或主导完成。

表 11：自建机房模式 IDC 服务商主要参与的环节

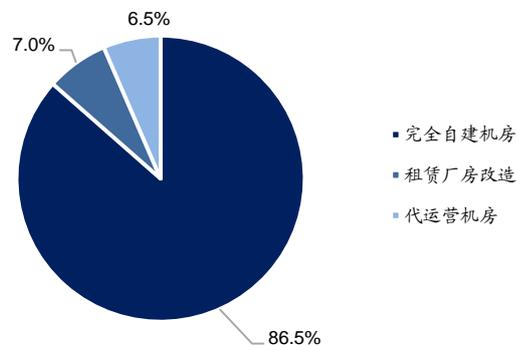
数据中心建设步骤	服务商参与环节
数据中心选址	IDC 服务商独立完成
土地、电力、水资源对接	IDC 服务商独立完成
能评、环评、立项	IDC 服务商独立完成
方案设计、施工图设计	IDC 服务商独立完成
工程施工总包、监理招标	IDC 服务商主导完成，施工可能外包
工程分包商、主要设备招标	IDC 服务商主导完成，施工可能外包
工程建设管理	IDC 服务商独立完成
验收交付	IDC 服务商独立完成

资料来源：国信证券经济研究所整理

公司除了亦庄和东直门两个数据中心外，酒仙桥项目、燕郊项目、上海嘉定项目、北京房山项目等均采用自建模式。

截至 2018 年底，光环新网运营的数据中心（含收购）一共 8 个，其中完全自建机房机柜总数占比高达 86.5%。

图 13：光环新网不同类型机房占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

自建机房模式第一个特点是项目建设进度自主可控。项目建设所有环节都由自己独立或主导完成，一般而言，除了与政府洽谈土地、电力资源对接的时间具有不确定性外，土建、配套设施安装等环节都比较快。自建模式整个数据中心建设周期基本在一到两年时间。

自建机房模式第二个特点是资产比较重，初始投资大。相对于其他模式而言，自建模式 IDC 服务商需要进行前期的土地拍卖、土建的投资，如果当地电力、水利资源不足，甚至可能涉及到电站、水厂的投资。

自建机房模式是所有模式中毛利率最高的，除了可以获取 IDC 运营业务的利润外，还赚取了厂房租赁利润。

在销售模式方面，公司采用零售出租的方式，任何单一客户的销售占比均低于 10%，因此公司拥有比较高的客户议价能力。

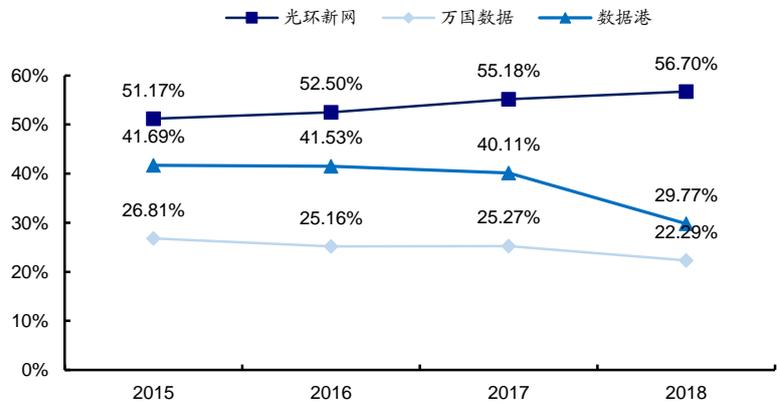
表 12: 公司前五大客户销售占比情况 (2018)

客户名称	销售额 (万元)	占年度销售占比
客户一	34132.39	5.67%
客户二	23315.92	3.87%
客户三	22519.27	3.74%
客户四	21600.45	3.59%
客户五	20859.71	3.46%
合计	122427.74	20.33%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

综合公司在运营模式和销售模式两方面的优势, 奠定了 IDC 业务的毛利率领先同行的基础。

图 14: 光环新网与同行毛利率比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (光环新网采用 IDC 及增值服务毛利率)

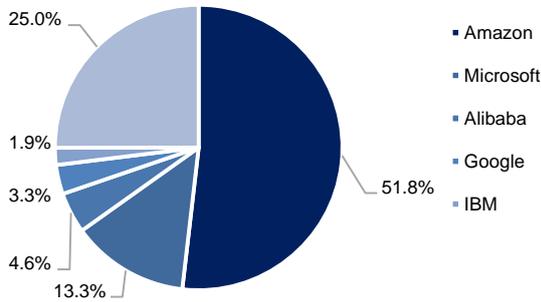
优势三: 与 AWS 合作密切, 云增值业务值得期待

AWS (Amazon Web Services) 是亚马逊于 2006 年开始面向企业提供的 IT 基础设施服务, 目前为全球 190 多个国家上万家企业提供支持。

云计算的主要优势是资源具有较强弹性, 部署灵活快捷。可以根据客户业务发展规模需要, 弹性获得所需的基础资源。企业无需再提前数周或数月来计划和采购服务器及其他 IT 基础设施, 而是可以在几分钟内即时运行成百上千台服务器并更快达成结果。

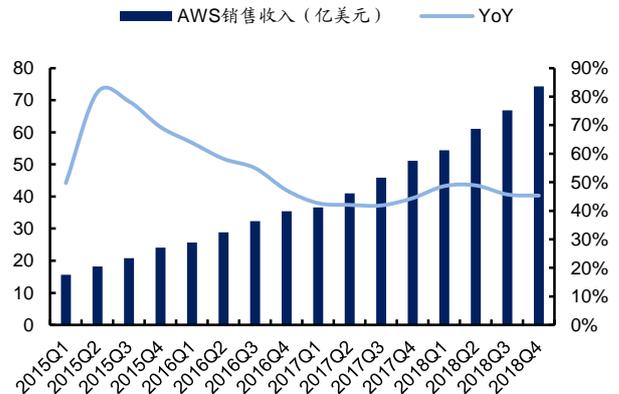
亚马逊是全球最早开展云计算服务的公司之一, 目前也是全球云计算领域的龙头。据 Gartner 统计, AWS 2017 年在全球公有云市场 (IaaS) 份额超过 51%, 仍然保持高速增长。

图 15: 2017 年全球公有云市场份额 (IaaS)



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 16: 全球云计算龙头 AWS 近年营收及增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

AWS 自 2013 年底进入中国市场以来, 已经经历了近 6 年时间。公司是最早为 AWS 提供数据中心的企业之一, 双方具有良好的合作基础。

表 13: 亚马逊 AWS 在国内发展历程

时间	重要事件
2013 年 12 月	亚马逊宣布公有云服务 AWS 进入中国市场
2014 年初	中国区 AWS 开始提供“有限预览”服务
2015 年初	AWS 创始人 Andy Jassy 赴宁夏考察, 和西部云基地公司签署建设协议, 开始建设 AWS 宁夏数据中心
2015 年 12 月	AWS 技术大会上, 亚马逊宣布, 中国区 AWS 已有 25 家企业用户和 40 多家初创企业用户
2016 年 3 月	受“借照经营”风波的影响, AWS 于 3 月 1 日起停止拓展新客户
2016 年 8 月	亚马逊中国与光环新网签订运营协议, 由光环新网提供并运营北京区 AWS 服务, 有效期为两年
2017 年 11 月	公司收购基于亚马逊云服务北京区相关特定经营性资产
2017 年 12 月	公司获得互联网资源协作服务牌照

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2016 年 8 月, 公司与亚马逊中国签订运营协议, 由光环新网提供并运营北京区 AWS 服务。

在经营模式上, 2016 年 8 月之前, 公司为 AWS 提供机房等基础设施资源, 不参与 AWS 的实际运营; 2016 年 8 月, 公司与 AWS 签署了运营协议, 将全权运营 AWS 云服务基础设施及云服务平台, 负责 AWS 的销售、运营和维护工作, 由 AWS 提供技术支持。

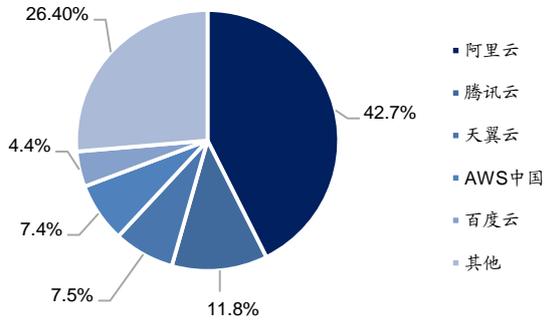
在结算模式上, 自 2016 年 8 月份开始, AWS 在北京区的收入由光环新网全部确认, 然后向亚马逊支付技术服务费。

2017 年 11 月, 公司拟以不超过 20 亿元向亚马逊通购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产, 这样公司既为 AWS 北京区提供 IDC、宽带等资产, 同时也为其提供服务器等硬件资产, 双方的合作更加密切。截至 2017 年底, 公司已经从亚马逊通采购 8.46 亿元 (不含税) 设备。

AWS 在中国的业务也保持快速发展。2018 年 AWS 仅北京区的收入已突破 20 亿元, 同比增长近 50%。我们预计, 2019 年收入有望突破 30 亿元。据 IDC 统计, AWS 中国已经成为国内第四大云厂商。

我们预计 AWS 凭借先进的技术优势, 在国内公有云市场仍有较大发展空间, 而公司无疑将成为最大的受益者。

图 17: 国内公有云市场份额情况 (2018 年下半年)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图 18: 北京区 AWS 近年营收情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外, 公司成立光环云数据子公司, 拓展云计算增值业务。**光环云数据子公司主要负责 AWS 销售、云迁移、云连接等增值服务。**云增值业务在国内仍处于初步阶段, 但是市场空间广阔, 我们认为随着国内云计算市场的不断壮大, 对于云增值业务的需求也将逐渐旺盛, 公司在云增值业务的布局未来有望成为 IDC 业务之外新的增长点。

财务分析：IDC 行业可比公司比较分析

由于运营商 IDC 业务在其营收中占比很小,运营商很少单独披露 IDC 业务情况,为了方便比较,我们仅分析第三方 IDC 服务商的情况。我们精选了 14 家国内外中立 IDC 服务商,分别对其近几年 IDC 业务营收、运营规模、单机柜租金、上架率、毛利率、ROE 等指标进行比较分析,使大家对国内外市场竞争格局、盈利能力等方面有一个量化的了解。

表 14: IDC 行业国内外可比公司一览表

公司名称	注册地	当前市值(亿元)	公司简介
世纪互联	开曼群岛	70	成立于 1999 年,国内收入规模最大第三方 IDC 厂商
万国数据	开曼群岛	326	成立于 2006 年,国内机柜规模最大第三方 IDC 厂商
光环新网	中国北京	243	成立于 1999 年,北京市场领先的 IDC 厂商
科华恒盛	中国厦门	47	成立于 1999 年,2017 年并购天地祥云进入行业
鹏博士	中国四川	120	成立于 1985 年,国内最早提供 IDC 的厂商之一
宝信软件	中国上海	269	成立于 1994 年,专注于上海市场
数据港	中国上海	67	成立于 2009 年,专注于上海市场
网宿科技	中国上海	243	成立于 2000 年,国内最早提供 IDC 的厂商之一
Equinix	美国特拉华州	2843	成立于 1998 年,全球规模最大的 IDC 厂商
Digital Realty	美国马里兰州	1697	成立于 2004 年,全球规模第二大 IDC 厂商
CyrusOne	美国马里兰州	498	成立于 2012 年,美国新锐云计算 IDC 提供商
Interxion	荷兰	362	成立于 1998 年,欧洲领先的 IDC 服务商
Coresite	美国马里兰州	298	成立于 2010 年,美国领先的 IDC 服务商

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理(市值数据采用 2019 年 5 月 18 日收盘价,汇率采用 6.9)

收入规模及增速分析

从国内可比公司收入规模来看,世纪互联在第三方 IDC 行业相对领先,2018 年 IDC 业务实现营收为 34.01 亿元,第二至第五名依次为万国数据、光环新网、科华恒盛和鹏博士。**光环新网目前为 A 股中最大的第三方 IDC 服务商。**

从海外可比公司收入规模来看,Equinix 是当之无愧的龙头,2018 年主机托管业务实现营收 36.70 亿美元(折合 253 亿元),第二、第三名分别为 Digital Realty 和 CyrusOne,相关业务收入分别为 24.12 亿美元和 8.21 亿美元。

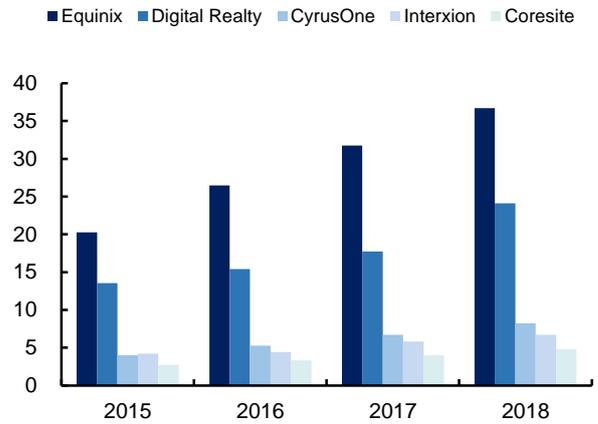
在收入规模上,我们可以看到,国内 IDC 服务商与全球巨头还有较大差距,即便规模最大的世纪互联,收入规模也不到龙头 Equinix 的 1/7。

图 19: 国内可比公司近年收入规模情况 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (营收规模均采用 IDC 及相关业务收入)

图 20: 海外可比公司近年收入规模情况 (亿美元)



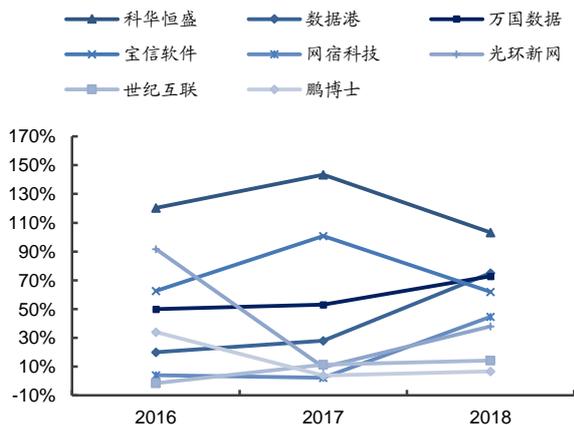
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理 (营收规模均采用 IDC 及相关业务收入)

从国内可比公司收入增速来看, 大部分都保持在 30% 以上。近三年科华恒盛整体增速最快, 都保持在 100% 以上。其次, 数据港、万国数据、宝信软件也保持较高增速, 2018 年其 IDC 相关业务增速分别为 75%、73% 和 62%, 与大规模数据中心项目投产有关。

从海外可比公司收入增速来看, 基本维持在 10%-30% 之间。Equinix、CyrusOne 随着规模不断增大, 近两年增速有所放缓, 但都保持在 15% 以上, Digital Realty 增速提升明显, 与其收购 DFT 数据中心资产有一定关系。

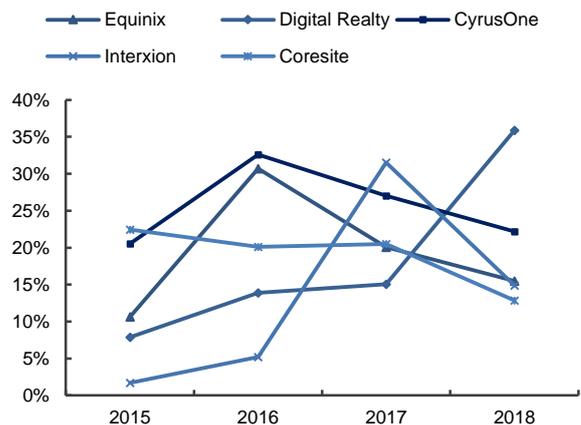
虽然国内可比公司的收入规模普遍较小, 但从增速上, 大部分公司显著领先海外可比公司, 说明国内 IDC 市场正处于快速成长期。

图 21: 国内可比公司近年收入增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 海外可比公司近年收入增速情况



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

IDC 运营规模分析

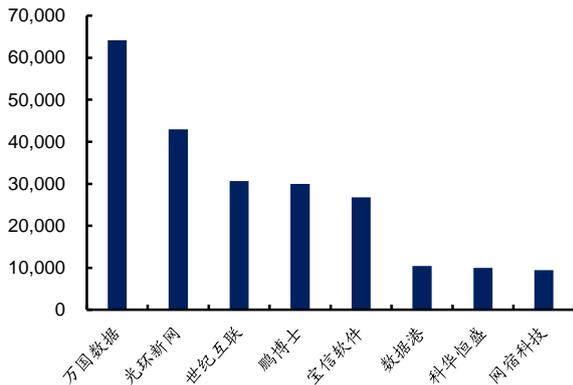
国内企业和海外企业在统计数据中心规模时, 采用的计量单位不同。国内企业通常使用多少架机柜, 海外企业通常使用数据中心面积。为了不因换算造成人为误差, 我们尽量保留公司原始披露的数据。

从国内可比公司运营 IDC 规模来看, 截至 2018 年底, 万国数据运营机柜数量最多, 已经超过 6.4 万架, 光环新网和世纪互联分别位列第二、第三名, 运营

机柜均超过 3 万架。机柜运营规模跟收入规模有一定差异，主要原因是各家公司的上架率及租赁价格不同。

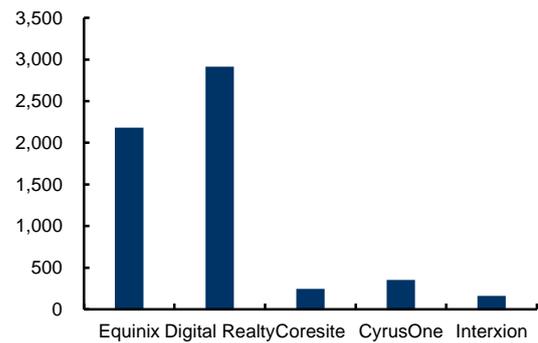
从国外可比公司运营 IDC 规模来看，截至 2018 年年底，Digital Realty 运营数据中心面积最大，超过 2913 万平方英尺（包含配套）。从纯机柜面积来看，Equinix 面积最大，为 2180 万平方英尺。Equinix 现有的机柜大约为 26.4 万架，在运营规模上，我们可以看到，国内 IDC 服务商与全球巨头亦存在较大差距，即便目前国内拥有机柜最多的万国数据，运营机柜数不足龙头 Equinix 的 1/4。

图 23：2018 国内可比公司运营机柜数量（架）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测（万国数据按面积等效）

图 24：2018 海外可比公司运营机房面积（万平方英尺）



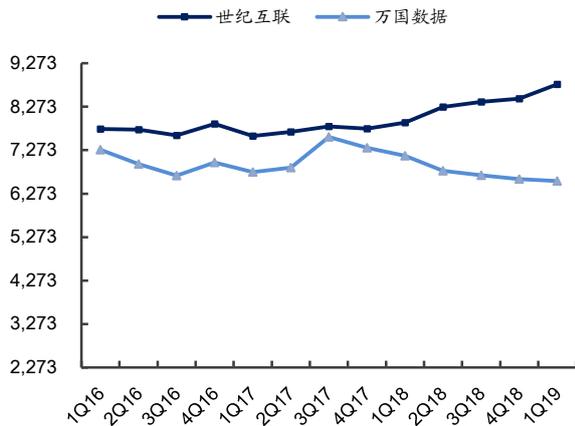
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（DLR 和 Coresite 的面积为包含配套，其他均为纯机柜面积）

机柜租金及上架率分析

国内公司中，仅世纪互联和万国数据定期披露其单机柜租赁价格。整体而言，两家公司租赁价格均比较平稳，世纪互联相对高一些，并呈现小幅上升态势。2019Q1，世纪互联单机柜租金均价为 8788 元/月（含带宽、含电费），环比提升 331 元/月，万国数据为 6560 元/月。我们认为光环新网的价格应该与世纪互联比较接近。

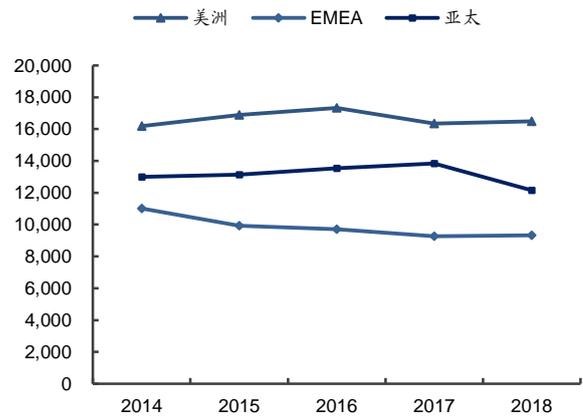
海外可比公司中，我们选取 Equinix 进行比较。Equinix 将其业务分为三个市场，其中美洲市场租金最高，其次是亚太市场，EMEA 区域租金最低。我们可以看到，Equinix 的租金要显著高于国内同行，其亚太区的机柜平均租金基本维持在 1.2 万元/月左右，比国内公司平均租金高出接近 70%，可能跟 Equinix 提供了较多增值服务及品牌溢价等有关。

图 25: 国内可比公司近年单机柜平均租赁价格 (元/月)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (万国数据为等效值)

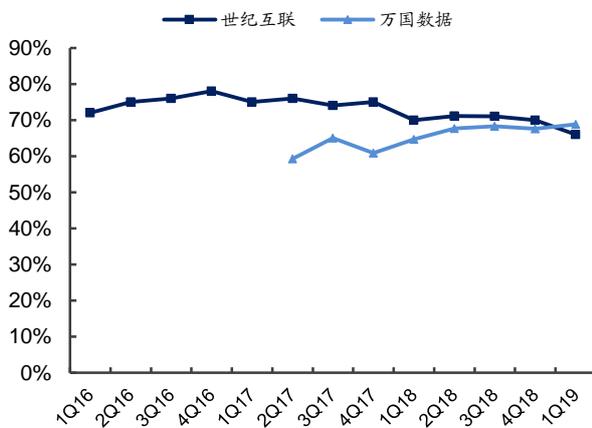
图 26: Equinix 近年单机柜平均租赁价格 (元/月)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (EMEA 指欧洲、中东和非洲, 汇率采用 6.9)

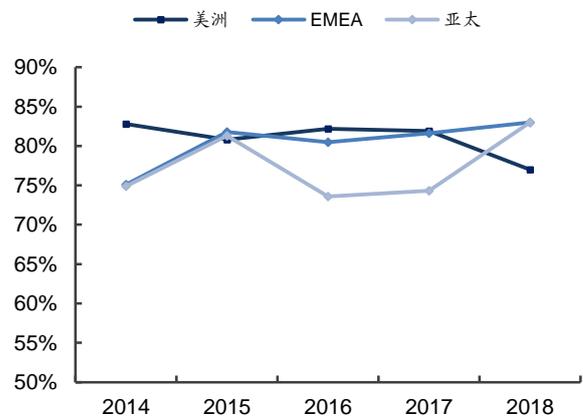
从上架率来看, 世纪互联略有下滑, 最新上架率在 66% 左右, 万国数据上架率略有提升, 并在 2019 年一季度超过世纪互联, 达到 68.8%, 光环新网的上架率应该也在 70% 左右。总体而言, Equinix 上架率高于国内同行, 2016-2018 年, 在三大区域均保持在 75% 以上, 2018 年在亚太区的上架率为 83%。

图 27: 国内可比公司近年机柜上架率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (上架率为已上架机柜占总机柜的比率)

图 28: Equinix 近年机柜上架率情况



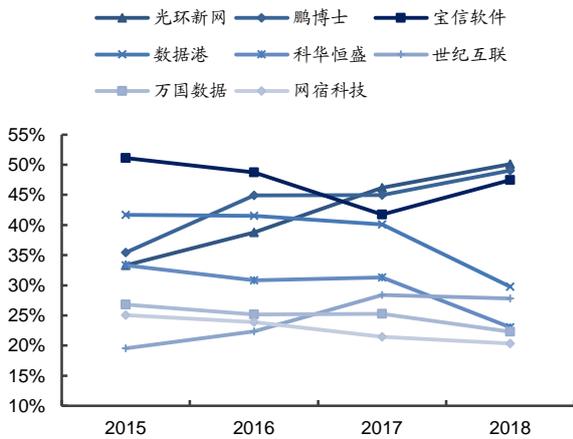
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

相关业务毛利率分析

从国内可比公司毛利率水平来看, 基本维持在 20%-50% 之间, 根据各自经营模式不同略有差异。截至 2018 年底, 光环新网 IDC 业务综合毛利率达到 50%, 在国内同行中最高。

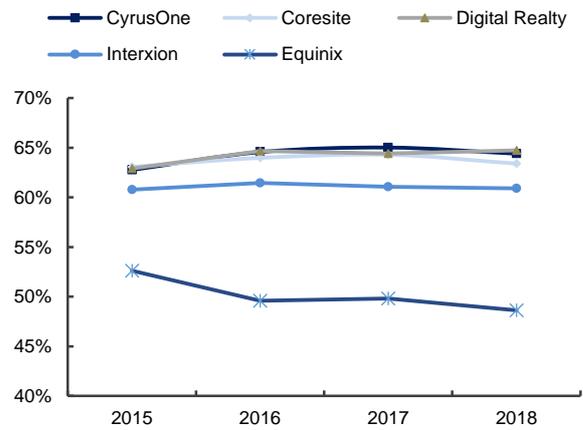
从海外可比公司毛利率水平来看, 显著高于国内, 基本维持在 50%-65% 之间。我们认为主要的原因, 一方面来自国外 IDC 租赁价格要高于国内, 另一方面国外同行除了提供机柜托管业务外, 提供了大量与之相关的增值业务, 提升了整体毛利率水平, 这也是未来国内 IDC 同行值得借鉴和探索的地方。

图 29: 国内可比公司近年毛利率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (光环新网毛利率采用 IDC 及增值业务与 IDC 运营业务加权)

图 30: 海外可比公司近年毛利率情况



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理 (未单独披露 IDC 业务毛利率的采用公司整体毛利率)

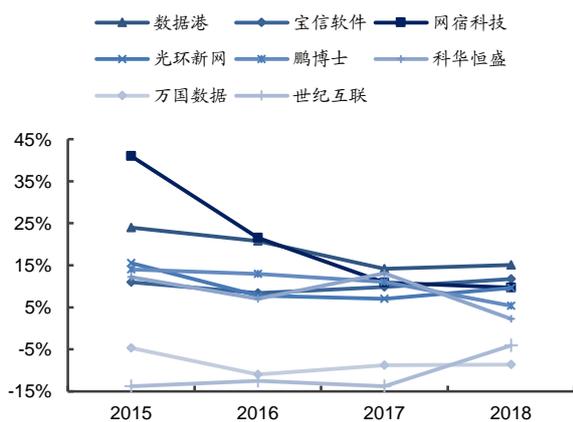
ROE 水平分析

从国内可比公司 ROE 水平来看, 不同公司由于背景不同差别较大, 但近三年来, 除了世纪互联和万国数据始终为负外 (亏损), 其他几家公司的 ROE 水平是逐渐收敛的, 大多维持在 5%-15% 之间。2018 年, 数据港 ROE 水平最高, 达到 15.1%, 光环新网为 9.6%, 但提升明显。

从海外可比公司 ROE 水平来看, 除了 Cyrusone 为负外 (亏损), 其他四家公司大多维持在 3%-20% 之间。2018 年, Coresite ROE 水平最高, 达到 29.77%, 全球龙头 Equinix 为 5.19%。

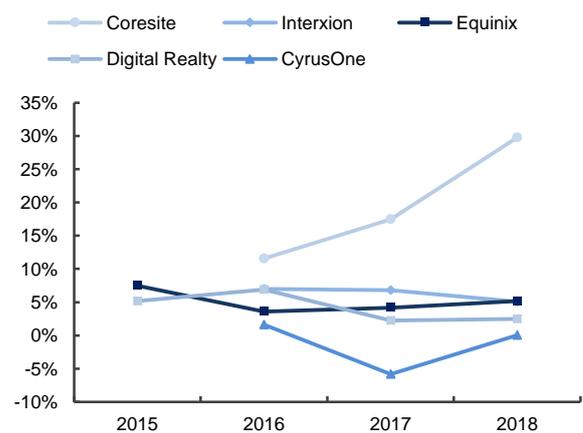
由于 ROE 反映的是公司综合的盈利能力, 部分公司除了 IDC 业务外, 还有诸如云计算、CDN、UPS、宽带等其他业务, 并不足以说明其在 IDC 行业盈利能力的强弱。

图 31: 国内可比公司近年 ROE 情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 海外可比公司近年 ROE 情况



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设:

1、云计算及相关业务: 受益于国内云计算市场的蓬勃发展, 基于 AWS 和无双科技在公有云和数字营销领域的领先优势, 保守预计公司 2019-2021 年云计算及相关业务收入分别为 56.89 亿元、72.81 亿元和 91.01 亿元。

2、IDC 及其增值服务: 在云计算、移动互联网需求的双重拉动下, 国内 IDC 市场维持高景气度, 未来随着公司新建 IDC 项目的逐渐投产, 公司 IDC 及增值服务业务将保持快速增长。预计公司 2019-2021 年 IDC 及其增值服务收入分别为 16.80 亿元、21.84 亿元和 28.39 亿元。

3、IDC 运营管理业务: 由于公司目前没有计划代运维其他项目, 预计公司 IDC 运营管理业务收入将保持平稳。

4、互联网宽带接入服务: 公司互联网宽带接入服务近几年保持平稳, 预计 2019-2021 年收入分别为 6378 万元、6569 万元、6766 万元。

表 15: 公司主要业务未来三年收入预测与拆分

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
云计算及相关业务营收 (亿元)	43.76	56.89	72.81	91.02
云计算及相关业务毛利率	52%	30%	28%	25%
IDC 及增值业务营收 (亿元)	12.92	16.80	21.84	28.39
IDC 及增值业务毛利率	48%	30%	30%	30%
IDC 运营管理业务营收 (亿元)	1.96	1.96	1.96	1.96
IDC 运营管理业务毛利率	-4%	0%	0%	0%
互联网接入业务营收 (亿元)	0.62	0.64	0.66	0.68
互联网接入业务毛利率	-3%	3%	3%	3%

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

根据上述假设, 我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 77.64/99.17/124.70 亿元, 归母净利润分别为 9.51/12.78/16.81 亿元, 同比增速分别为 43%/34%/32%。

风险提示

- IDC 行业竞争加剧的风险。**IDC 行业景气度高, 市场需求确定, 很多公司看好市场前景, 加速扩建和新建 IDC 项目, 可能存在局部区域数据中心集中投放, 短期供过于求的风险;
- AWS 中国发展不及预期的风险;** 近期, 中美贸易摩擦不断, AWS 属于美国企业, 在国内市场业务拓展存在一定不确定性;
- 云计算、IDC 行业政策性风险。**目前北京、上海政府出台相关政策, 对于行业监管趋严, 未来一线城市以为其他城市是否出台相关政策, 具有一定不确定性。此外, 目前外资企业无法独立获得 IDC 和云计算牌照, 未来政策是否放开具有一定不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	731	954	1437	2242	营业收入	6023	7764	9917	12470
应收款项	1843	2375	3034	3815	营业成本	4741	6167	7841	9784
存货净额	9	12	15	19	营业税金及附加	28	39	50	62
其他流动资产	670	864	1103	1387	销售费用	45	78	99	125
流动资产合计	3253	4204	5589	7463	管理费用	138	198	249	309
固定资产	4979	5194	5279	5279	财务费用	120	150	180	210
无形资产及其他	397	481	565	649	投资收益	26	26	26	26
投资性房地产	2759	2759	2759	2759	资产减值及公允价值变动	(9)	(12)	(18)	(24)
长期股权投资	0	(9)	(18)	(26)	其他收入	(182)	(25)	0	0
资产总计	11387	12629	14175	16123	营业利润	785	1120	1506	1982
短期借款及交易性金融负债	140	200	200	200	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	1165	1485	1900	2395	利润总额	788	1123	1509	1985
其他流动负债	448	575	736	927	所得税费用	104	148	199	262
流动负债合计	1753	2261	2835	3523	少数股东损益	17	24	32	42
长期借款及应付债券	1488	1538	1588	1638	归属于母公司净利润	667	951	1278	1681
其他长期负债	640	640	640	640					
长期负债合计	2128	2178	2228	2278	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3882	4439	5064	5801	净利润	667	951	1278	1681
少数股东权益	5	24	50	85	资产减值准备	5	(9)	0	0
股东权益	7501	8166	9061	10237	折旧摊销	364	597	713	792
负债和股东权益总计	11387	12629	14175	16123	公允价值变动损失	9	12	18	24
					财务费用	120	150	180	210
					营运资本变动	(80)	(291)	(327)	(382)
					其它	9	29	26	35
					经营活动现金流	974	1289	1708	2150
					资本开支	(830)	(900)	(900)	(900)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(821)	(891)	(891)	(891)
					权益性融资	588	0	0	0
					负债净变化	(57)	50	50	50
					支付股利、利息	(112)	(285)	(383)	(504)
					其它融资现金流	(169)	60	0	0
					融资活动现金流	83	(175)	(333)	(454)
					现金净变动	237	223	484	805
					货币资金的期初余额	494	731	954	1437
					货币资金的期末余额	731	954	1437	2242
					企业自由现金流	384	519	943	1412
					权益自由现金流	159	528	887	1353

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.43	0.62	0.83	1.09
每股红利	0.07	0.19	0.25	0.33
每股净资产	4.87	5.30	5.88	6.64
ROIC	11%	12%	14%	18%
ROE	9%	12%	14%	16%
毛利率	21%	21%	21%	22%
EBIT Margin	18%	17%	17%	18%
EBITDA Margin	24%	24%	24%	24%
收入增长	48%	29%	28%	26%
净利润增长率	53%	42%	34%	32%
资产负债率	34%	35%	36%	37%
息率	0.5%	1.2%	1.6%	2.1%
P/E	36.3	25.5	19.0	14.4
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	17.4	16.3	12.8	10.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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