

光环新网（300383）深度研究报告

“5G+云”时代核心互联网底层基础设施

强推（维持）

目标价：23.45元

当前价：18.87元

- ❖ **“5G+云”时代到来助推 IDC 行业进入快速发展期。**公司是国内第三方 IDC 服务供应商龙头，其收入规模占国内 IDC 市场份额 4.1%，并呈持续上升趋势。公司通过发挥上市公司资本优势，以收购 IDC 用地及物业为主要扩张模式，持续巩固 IDC 建设、运维等核心能力。同时携手全球云计算龙头 AWS，共同深耕国内 IaaS 和 PaaS 云计算领域。5G 时代到来，以移动数据为代表的总数据爆炸式增长，使得承载数据存储、处理、转发功能的 IDC 需求大增；垂直行业对于低时延数据的需求，使得边缘 IDC 逐步出现；同时云计算产业快速发展，算力集中化部署也使得 IDC 需求上升。IDC 作为 5G 和云计算时代的核心互联网底层基础设施，其战略地位逐步得到凸显。
- ❖ **国内龙头第三方 IDC 服务供应商收入规模增速超越传统电信企业，行业集中度提升趋势渐明。**以收入口径统计，2018 年全球 IDC 数据中心的市场规模约为 1111 亿美元，过往四年复合增速 15%。同口径下，2018 年中国 IDC 规模约 126 亿美元，年化复合增速 23%，远超全球。国内三大基础电信运营商 IDC 市占份额维持于 58%，以公司为代表的第三方龙头企业市占份额持续提升，除电信运营商外的前六家三年年均增速 55%，行业呈现向龙头集中的结构性变化，更凸显龙头企业的规模效应、资源成本集约等优势。
- ❖ **重资产属性构建 IDC 行业高门槛，公司以自购土地使用权为主的扩张方式具备核心竞争优势。**目前，公司所有数据中心均处于京津冀和长三角核心地区，网络质量优于其他地域。同时，公司资产负债率低于同行，2018 年仅为 34%，且公司拥有大部分自建 IDC 的土地使用权，未来可充分利用上市公司的资本优势，通过丰富的融资手段，如抵押、ABS、REITs 等形式进一步实行 IDC 全国扩张。我们估算 2019-2021 年底可运营机柜数分别为 3.92 万、4.93 万、8.37 万，根据单机柜 8 万、70-80%上架率，预计公司 IDC 及其增值业务收入未来三年平均增速 27%。
- ❖ **投资建议：**基于公司数据中心项目落地进度，我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测 8.62 亿、11.24 亿、14.83 亿，增速分别为 29.1%、30.5%、31.9%。IDC 业务是一个前期资源投入较高，但后续现金流稳定的行业。因此，我们采用 DCF 及 EV/EBITDA 相结合估值方式定价。DCF 估值体系下，公司 WACC 9%，对应权益评估价值 355 亿。重资产运营的商业模式下，考虑到公司估值与 EBITDA 增速相关，我们预测公司未来三年 EBITDA 的平均增速为 21%，给予 EV/EBITDA 20X，对应目标市值为 367 亿。综合绝对及相对估值方法，维持目标价 23.45 元，预期上涨空间 24.4%，基于公司后续业务的稳健性预期及其第三方 IDC 服务供应商龙头地位，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**政策影响外资云商在国内的销售情况；IDC 项目落地不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,023	7,713	10,072	12,852
同比增速(%)	47.7%	28.1%	30.6%	27.6%
归母净利润(百万)	667	862	1,124	1,483
同比增速(%)	53.1%	29.1%	30.5%	31.9%
每股盈利(元)	0.43	0.56	0.73	0.96
市盈率(倍)	43	34	26	20
市净率(倍)	4	3	3	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：桑梓

电话：021-20572503

邮箱：sangzi@hcyjs.com

执业编号：S0360517120002

联系人：韩东

电话：021-20572503

邮箱：handong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	154,237
已上市流通股(万股)	148,742
总市值(亿元)	286.88
流通市值(亿元)	276.66
资产负债率(%)	33.7
每股净资产(元)	5.3
12个月内最高/最低价	22.12/12.35

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《光环新网（300383）2018 年前三季度业绩预告点评：科信盛彩 100%并表增厚业绩，IDC 与云计算业务快速发展》

2018-10-15

《光环新网（300383）2018 年三季度报点评：业绩符合预期，IDC 稳定发展，云计算积极推进中》

2018-10-29

《光环新网（300383）2019 年三季度报点评：积极布局核心区域数据中心，业绩稳健可持续》

2019-10-29

目录

一、公司简介：二十年磨砺成第三方 IDC 服务供应商龙头	5
（一）深耕电信及互联网信息服务领域二十年，持续保持第三方 IDC 服务供应商龙头地位	5
（二）以 IDC 为核心、云计算为延伸布局互联网数据中心及资源协作产业链	6
二、市场格局：IDC 行业集中度提升趋势渐明，强者恒强	8
（一）中国数据中心市场增速远超全球，已成全球行业发展主阵地	8
（二）第三方数据中心服务供应商市占份额逐年提升	8
（三）降低 PUE，绿色能源主题下头部企业优势尽显	10
三、行业驱动：全球数字化进程及云计算技术发展持续推动数据中心行业增长	12
（一）全球步入数据爆炸时代，各行各业数字化浪潮推升数据中心行业需求	12
（二）全球云计算行业高速发展，云服务商入局数据中心推动行业增长	13
四、公司优势：善用资本优势成功实行多项收购，构建自身重资产护城河	15
（一）善用资本优势，成功实现多项收并购	15
（二）公司作为上市企业融资渠道丰富，其资产负债率仍有提升空间	16
五、盈利预测及估值	18
（一）盈利预测	18
（二）估值	19
六、风险提示	21
七、附件	21

图表目录

图表 1	环新网发展重要时点历程	5
图表 2	公司产品与服务	6
图表 3	公司总收入及利润持续增长	6
图表 4	IDC 及其增值业务收入情况	7
图表 5	IDC 及其增值业务毛利润情况	7
图表 6	云计算收入情况	7
图表 7	云计算毛利润情况	7
图表 8	中国 IDC 收入市场规模占全球比持续提升	8
图表 9	中国 IDC 收入规模增速持续超越全球增速	8
图表 10	全球 IDC 呈“数量减、体量增”	9
图表 11	2019 年 Q3 中国超大数据中心占全球比 10%	9
图表 12	海外 IDC 收并购规模及数量每年增加	9
图表 13	海外 IDC 以第三方服务商市占份额最大	9
图表 14	国内第三方 IDC 服务商市占份额逐年提升	10
图表 15	国内第三方服务商 IDC 收入增速超电信运营商	10
图表 16	PUE 相关政策一览	10
图表 17	全球数据信息量（ZB）指数级增长	12
图表 18	全球数据中心 IP 流量（ZB）保持高速增长	12
图表 19	数据中心内部流量占主要比例	12
图表 20	2018 年制造、批零、金融数据体量占比前三	12
图表 21	全球云计算市场平均增长约 20%	13
图表 22	中国云计算市场规模增速超全球	13
图表 23	全球云计算市场格局	14
图表 24	中国云计算市场格局	14
图表 25	云商自建 IDC 省份	14
图表 26	公司收并购标的情况一览	15
图表 27	收并购项目对赌业绩完成度一览	15
图表 28	公司自由现金流亏损收窄（亿元）	16
图表 29	公司资产负债率%低于同行	16
图表 30	公司数据中心机柜数梳理	17
图表 31	盈利预测	18
图表 32	绝对估值	20

图表 33 相对估值表.....	20
图表 34 公司股东结构及子公司情况.....	21
图表 35 公司与 AWS 合作情况整理	21

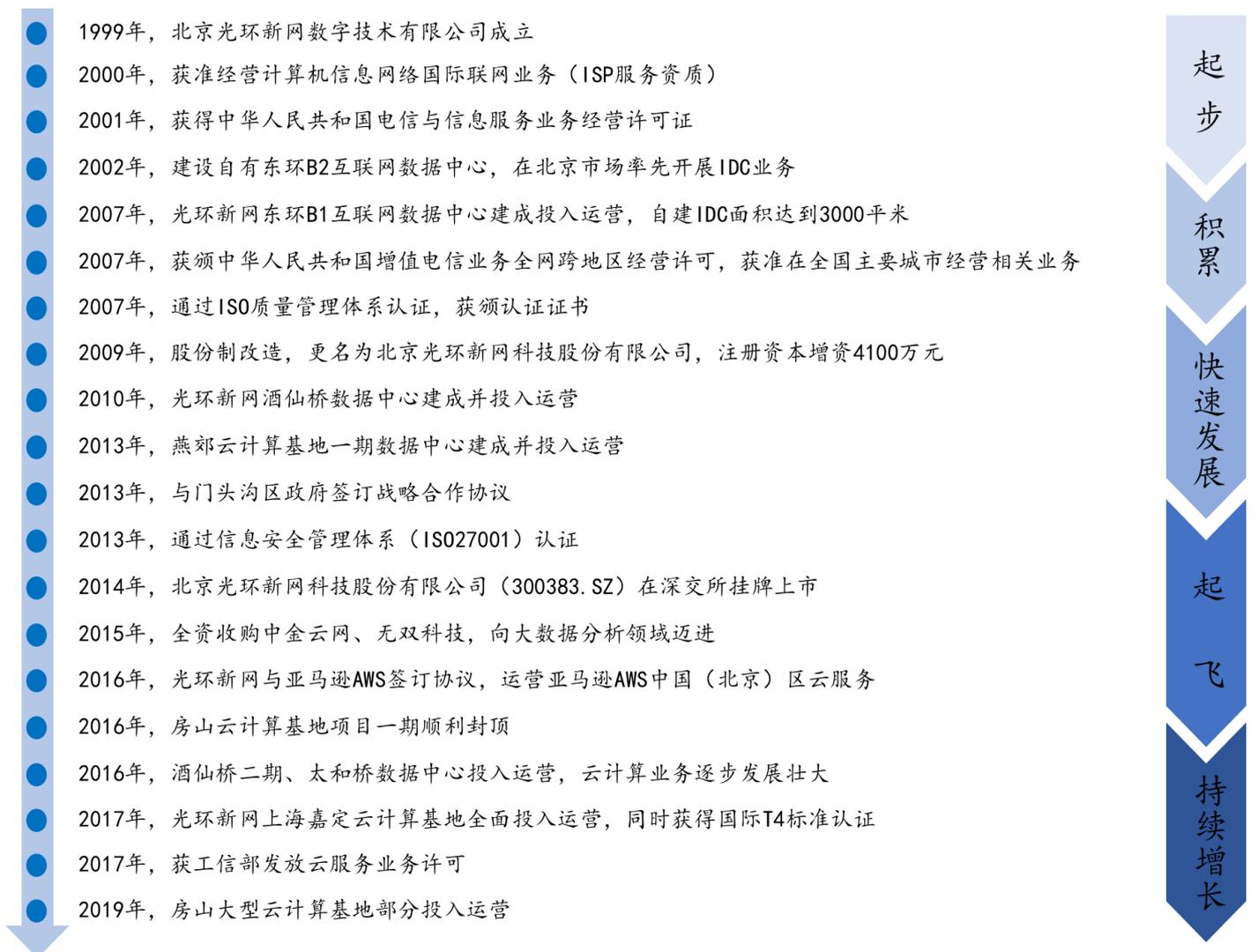
一、公司简介：二十年磨砺成第三方 IDC 服务供应商龙头

（一）深耕电信及互联网信息服务领域二十年，持续保持第三方 IDC 服务供应商龙头地位

北京光环新网科技股份有限公司（代码 300383.SZ）成立于 1999 年 1 月，并于 2014 年 1 月登陆创业板。公司是国内领先的互联网综合服务提供商，其主营业务为互联网数据中心服务，包括 IDC 数据中心托管运营及相关增值服务，以及宽带接入和云计算等互联网综合服务。

公司在电信及互联网信息服务领域深耕二十年，历经“起步”、“积累”、“快速发展”、“起飞”、“持续增长”阶段，目前已经成为国内专业 IDC 供应商龙头之一。截至 2019 年三季度，公司在北京、上海等核心城市拥有酒仙桥、亦庄、房山、燕郊、中金云网、上海嘉定等高品质自建数据中心，共落地可运营机柜数约 3.5 万个。同时，燕郊三期四期处于积极建设中，嘉定二期以及昆山园区绿色云计算基地项目也报规筹划阶段，预计以上项目全部达产后公司的服务能力可达 8-10 万个机柜。往后未来三至五年，公司将全国性布局数据中心，主要分布于京津冀、长三角及大湾区，届时预计机柜总量将达 15 万个，可持续保持第三方 IDC 服务供应商龙头地位。

图表 1 环新网发展重要时点历程



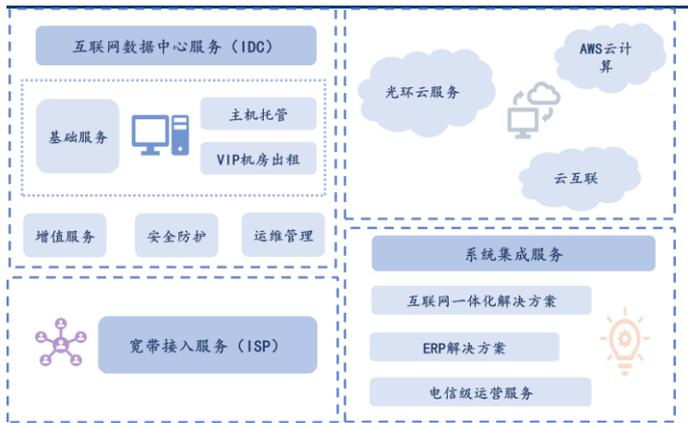
资料来源：公司官网，华创证券

(二) 以 IDC 为核心、云计算为延伸布局互联网数据中心及资源协作产业链

公司成立之初以 ISP 业务为主，借由“光进铜退”国家政策的契机发展光纤入户，建设拥有了上千公里的光纤城域网资源，下游客户覆盖各类企业及政企单位，与此同时紧跟我国互联网产业发展的潮流逐渐发展 IDC 数据中心业务，已经成为国内第三方 IDC 供应商龙头企业。当前公司形成了以互联网数据中心服务（IDC 及相关增值运营服务）为核心、以云计算服务为延伸，同时亦有少量宽带接入服务（ISP 业务）的主营业务发展结构。

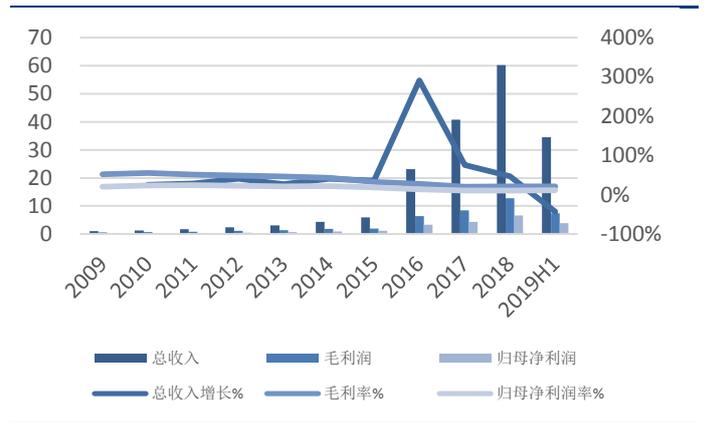
充分发挥上市公司优势，企业整体盈利能力不断提升：公司未上市之前，2009-2013 年总收入五年年化复合增长 24%，净利润年化复合增长 25%，上市后得益于资本助力成功实现多项收并购，2014-2018 年总收入年化复合增长高达 69%，净利润年化复合增长 48%。直至 2018 年公司实现总收入 60.23 亿，同比增长 48%，毛利率 21% 同比提升 0.45pct，实现归母净利润 6.67 亿，同比增长 53.13%，归母净利润率 11.08% 同比提升 0.39pct。公司的盈利能力不断提升，2019 中期毛利率及归母净利率同比均有提升。2019 年前三季度实现营业收入共 53.82 亿元，同比增长 20.07%；归母净利润 6.11 亿元，同比增长 28.65%。2019 年第三季度单季度实现收入 19.26 亿，同比增长 13.27%，环比增长 5.4%，归母净利润 2.19 亿元，同比增长 19.71%，环比增长 11.5%。公司整体业绩增长平稳有序。

图表 2 公司产品与服务



资料来源：公司官网，华创证券

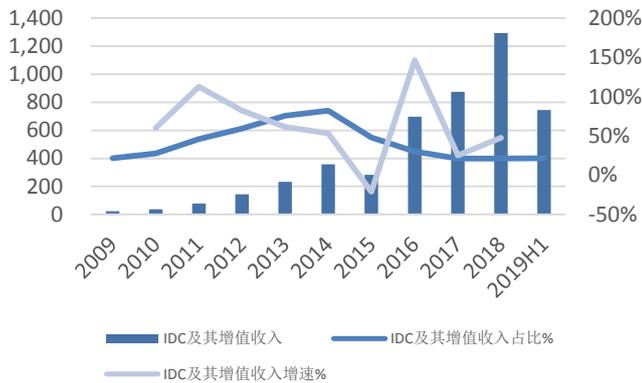
图表 3 公司总收入及利润持续增长



资料来源：公司公告，华创证券

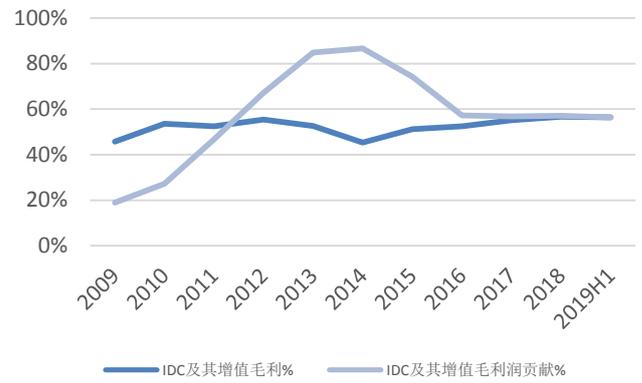
互联网数据中心业务（IDC 及相关增值运营服务）是公司最主要的核心业务：数据中心业务是伴随着互联网发展而兴起的服务器托管、租用、运维以及网络接入服务的业务，分为基础服务、增值服务、安全防护和运维管理。基础服务主要包括主机托管和 VIP 机房出租，增值服务包括负载均衡、智能 DNS、CDN、VPN、智能灾备、反向域名解析、流量监测等；安全防护包括防火墙防护、入侵监测服务、DDOS 防护；运维管理包括客户定制化运维管理系统、专业的运维团队 7×24 小时现场运维服务等。IDC 业务是公司最主要的核心业务，2019 年中期收入为 7.46 亿，同比增长 22.31%，毛利率 56.45%，虽然其收入占比仅 21.59%，但贡献了 56% 毛利润。而 2019 年前三季度 IDC 及其相关增值服务收入约 13 亿，虽然仅贡献总收入 25%，但是贡献公司总体利润 70%。

图表 4 IDC 及其增值业务收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

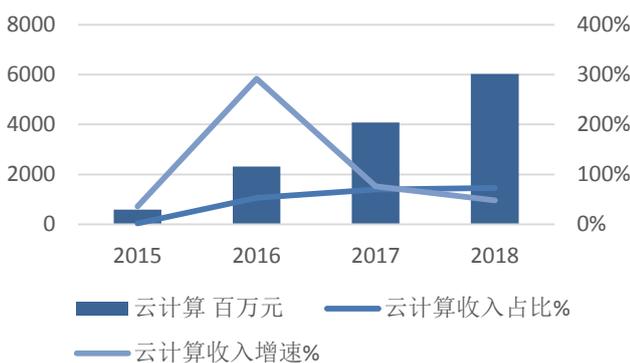
图表 5 IDC 及其增值业务毛利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

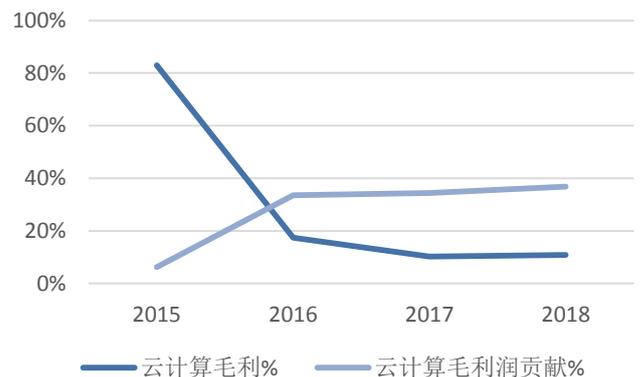
云计算业务是 IDC 业务的延伸和升级：公司的云计算主要包括公司与亚马逊在境内合作的 AWS IaaS 服务收入、公司于 2015 年公告收购的无双科技 SaaS 业务，以及中金云网一部分私有云服务收入。2016 年公司与亚马逊通签署了《运营协议》，获得亚马逊通授权开始独立运营 AWS 中国（北京）区域云服务，利用公司北京及周边地区的基础设施面向中国境内客户提供云计算服务，2017 年末，公司获得云服务牌照，进一步促进相关云计算业务的发展。同时，公司积极推进自主云产品的开发和服务内容的拓展，通过光环云和 AWS 云两大平台，公司可满足不同层次客户对云计算产品组合和配套服务的需求。此外，全资子公司无双科技持续深挖最新的移动搜索营销机会，为客户提供搜索引擎投放的数据追踪系统、效果评估体系和 SaaS 实现工具。2019 年中期云计算业务收入 25.32 亿，同比增长 25.1%，毛利率 11.5% 同比提升 1.37pct.，主要为 AWS 分成占比以及广告代理业务的返点。2019 年前三季度，云计算业务收入约 40 亿，贡献利润约 1.8 亿。

图表 6 云计算收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 云计算毛利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

此外，公司还提供宽带接入服务和相关系统集成服务。ISP 宽带接入业务收入占比已经随着“光进铜退”政策的逐年普及而稳定下降，系统集成服务包括针对中小企业的互联网一体化解决方案、面向大型企业的 ERP 解决方案和为特定行业提供的电信级运营服务，二者占总收入比均为 1-2%，2019 年中期毛利率分别为 33.77% 和 25.3%。未来，公司业务仍旧以 IDC 为核心，云计算为延伸，其余为辅助协同发展。

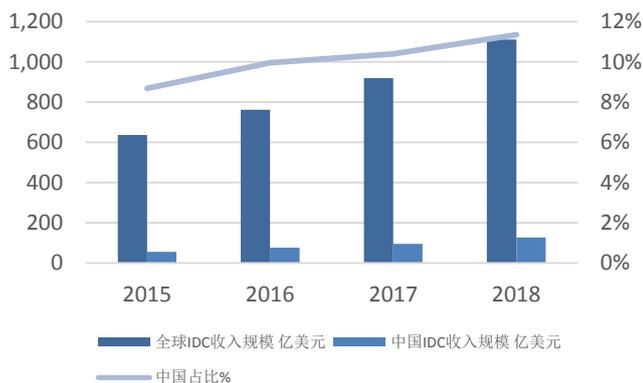
二、市场格局：IDC 行业集中度提升趋势渐明，强者恒强

（一）中国数据中心市场增速远超全球，已成全球行业发展主阵地

全球 IDC 发展分别经历了 20 世纪 90 年代早期及以前的“以主机托管为主”的第一时期，以及 20 世纪 90 年代中期至 2005 年的“主机托管+网站托管”的第二时期，目前已经进入“传统 IDC+新型网络应用服务”的第三时期。中国的数据中心发展最初源自上世纪九十年代电信运营商建设的传统 IDC 机房，两千年后伴随互联网产业在国内不断兴盛发展，数据中心需求激增，目前国内与全球 IDC 发展趋同，均处于由云计算为主的新型信息技术带动的“数据中心云化”阶段。

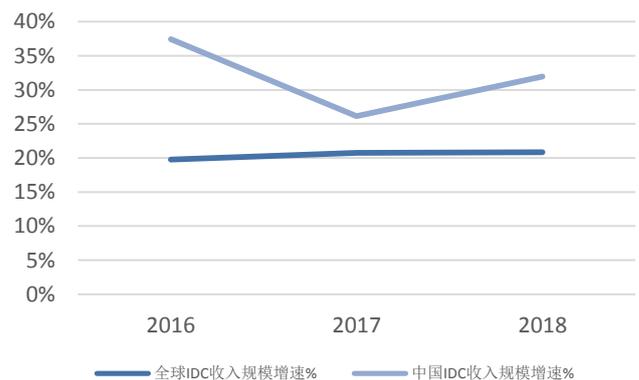
根据中国信通院《数据中心白皮书（2018）》，以收入口径统计，2015-2018 年全球 IDC 数据中心基础设施租赁的市场规模由 384 亿美元增长至 514 亿美元，若加入 IaaS 和 PaaS 的云计算服务，2018 年全球 IDC 总体市场规模约为 1111 亿美元，过往四年的年化复合增长率 20%。而同口径下，2018 年中国的 IDC 总体市场规模为 858 亿人民币（约 126 亿美元），占全球比 11% 较 2015 年提升 2 个点，2015-2018 年的年化复合增速为 32%，远超全球 IDC 增速，中国已经成为全球 IDC 发展的主阵地。预计未来三年中国 IDC 市场规模仍将保持平均约 30% 的增长，全球市场份额将进一步提升，2020 年国内 IDC 市场规模将接近 1500 亿人民币。

图表 8 中国 IDC 收入市场规模占全球比持续提升



资料来源：中国信通院《数据中心白皮书（2018）》，华创证券，注：2015 年工信部发布《电信业务分类目录（2015 年版）》，除数据中心租赁、服务器托管等传统 IDC 业务外，将互联网资源协作服务（IaaS 与 PaaS）纳入互联网数据中心（IDC）业务定义范畴，我国 IDC 业务收入包含 IaaS 和 PaaS 云计算业务部分。

图表 9 中国 IDC 收入规模增速持续超越全球增速



资料来源：中国信通院《数据中心白皮书（2018）》，华创证券

（二）第三方数据中心服务供应商市占份额逐年提升

全球数据中心的格局呈现以收并购为主旋律的“数量减、体量增”的整合趋势：全球 2016-2018 年数据中心数量由 45 万个减少到 43.6 万个，预计 2020 年将进一步减少到 42.2 万个，但与此同时，2016-2018 年全球超大数据中心的数量年均增长 19%，预计 2020 年或将超过 570 个。海外的 IDC 行业已于 2010 年步入行业整合阶段，根据 Synergy Research 的调查数据，2017 年全球的数据中心收购交易 48 宗，其交易规模达 200 亿美元，超过 2015 年和 2016 年的 45 宗收并购交易的总和。同时，单笔交易规模逐步提高，2017 年完成的交易中有 25% 的交易收购价格位于 10 亿至 100 亿美元之间，65% 的交易价格超过 1 亿美元。例如，全球数据中心龙头公司 Equinix 目前在全球范围内拥有 196 个数据中心，遍布美洲、亚太、EMEA(欧洲、中东、非洲)地区，主要位于全球各区域中心城市，如北美的亚特兰大、

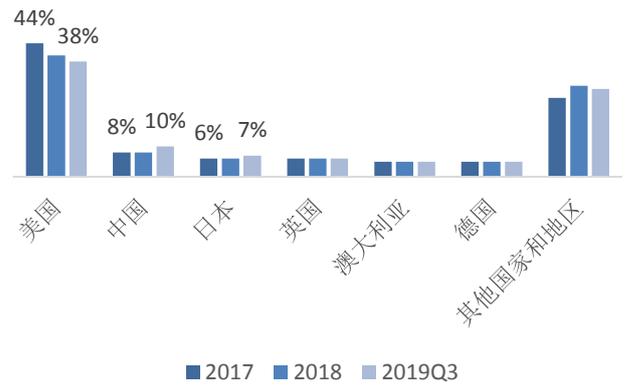
芝加哥、纽约、硅谷、华盛顿，EMEA 地区的巴黎、都柏林、阿姆斯特丹、伦敦，亚太地区的悉尼、上海、东京等城市。公司 2016 年以 36 亿美元完成对 Verizon 的 29 个数据中心及运营部门的收购，2017 年完成对英国 IO 的收购，以及西班牙和葡萄牙 Itconic 的收购。经过持续的并购扩张，2017 年 Equinix 公司总机柜数达到 24.26 万个， 全球市场份额第一。市占份额第二的批发型 IDC 龙头公司 Digital Realty Trust，于 2017 年与 Dupont FaBros Technology 合并，在全球拥有 205 个数据中心，其中，美国主要分布在经济基础雄厚的东西海岸地区以及部分内陆中心城市，在全球其他地区的数据中心也主要分布在大型发达城市。全球 IDC 市场格局基本稳定，强者恒强愈加显著。

图表 10 全球 IDC 呈“数量减、体量增”



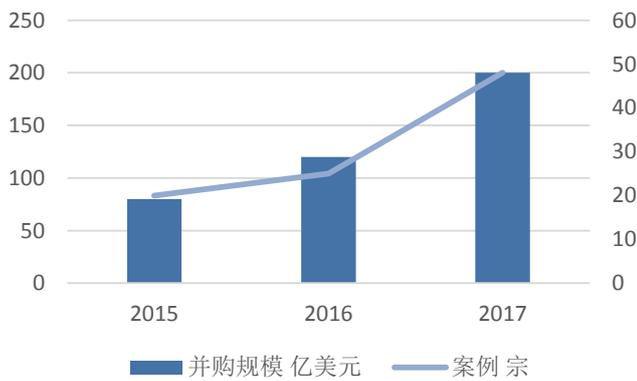
资料来源: Gartner, Synergy Research, 华创证券

图表 11 2019 年 Q3 中国超大数据中心占全球比 10%



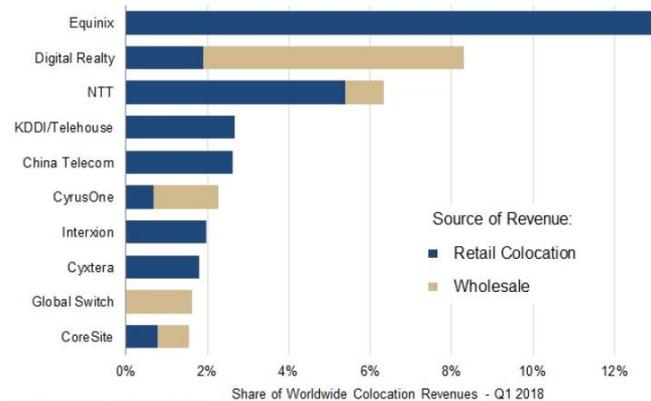
资料来源: Synergy Research, 华创证券

图表 12 海外 IDC 收并购规模及数量每年增加



资料来源: Synergy, 华创证券

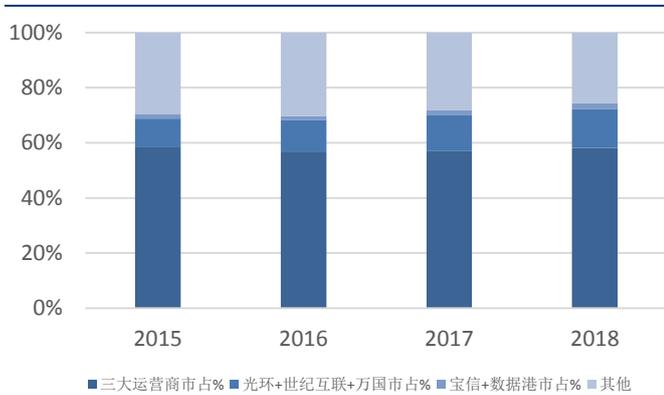
图表 13 海外 IDC 以第三方服务商市占份额最大



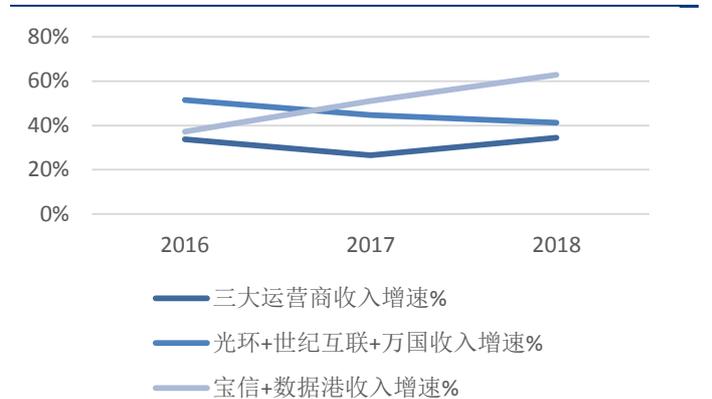
资料来源: Synergy, 华创证券

中国的数据中心行业以“数量与体量同增”的态势为主: 观察中国 IDC 市场，2017 年的在用数据中心达 1844 个较上年增长 12.4%，其中超大型数据中心 36 个较上年增长 125%，大型 166 个较上年增长 52%。与此同时，中国超大型数据中心数量占全球比由 2017 年的 8% 提升至 2019 年第三季度的 10%。明显可见，中国 IDC 数量增长速度明显快于全球。而与海外市场不同的是，当前国内的数据中心仍旧以电信、联通、移动这三大电信运营商为主，以收入为统计口径 2016-2018 年 CR3 平均为 58%，且每年波动较小。与之对应的，市场中以光环新网、世纪互联、万国数据为主的第三方 IDC 服务商市场份额明显逐年提升。2016-2018 年，光环新网、世纪互联、万国数据三者总市场份额分别为 10 %、11%、11.3%；上市公司中另外两家 IDC 服务商企业宝信软件和数据港的市场份额也有所提升，2018

年分别为 1.2% 和 1%。可见，国内的第三方 IDC 服务商收入规模增速超电信运营商，第三方数据中心龙头企业在互联网行业大规模发展的市场环境下，逐步以自身的资源禀赋、技术优势、资本动能抢占 IDC 市场份额，在这场数据浪潮的推动下享有更为强劲的上升动力。

图表 14 国内第三方 IDC 服务商市占份额逐年提升


资料来源：各公司公告，华创证券

图表 15 国内第三方服务商 IDC 收入增速超电信运营商


资料来源：各公司公告，华创证券

(三) 降低 PUE，绿色能源主题下头部企业优势尽显

数据中心建成后的日常运维中，成本大致可分为折旧摊销、电费、人力成本及其他，其中电力消耗是占比最大的一项，大约占比 40-50%。根据《全国数据中心应用发展指引（2018）》，我国在用超大型数据中心平均 PUE 为 1.63，大型数据中心为 1.54，同时在建超大型及大型数据中心 PUE 平均分别为 1.41 及 1.48。可见，数据中心的耗能情况是行业的关注焦点。《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》中指出 2022 年我国数据中心平均能耗需达到国际先进水平，超大型及大型数据中心 PUE 需在 1.4 以下，而北京、上海、深圳等核心地区亦纷纷出台相关文件对新建及改建的数据中心制定明确 PUE 要求。低 PUE 对于数据中心的规划、建设、运维等综合方案均有较高的要求，且超大型数据中心在能耗方面更为集约，因此在降低 PUE 的大政策下，龙头企业有技术、运维及资金的优势，将在未来数据中心的建造中更能体现其龙头的聚集效应。

图表 16 PUE 相关政策一览

地区	时间	文件名	政策内容
上海	2018.11	《新一代信息基础设施建设三年行动计划》	存量改造 PUE 不高于 1.4，新建 PUE 不高于 1.3
北京	2018.9	《新增产业的禁止和限制目录（2018）》	禁止新建/扩建 PUE1.4 以上的数据中心
全国	2019.2	《关于加强数据中心建设的指导意见》	2022 年数据中心平均能耗水平达到国际先进水平，新建大型、超大型数据中心 PUE1.4 以下
深圳	2019.4	《数据中心节能审查有关事项的通知》	对不同 PUE 数据中心给予不同政策支持
全国	2019.5	《全国数据中心应用发展指引（2018）》	全国数据中心能效水平进一步提升，在用超大型数据中心平均 PUE 为 1.63，大型数据中心平均 PUE 为 1.54，其中 2013 年后投产的大型、超大型数据中心平均 PUE 低于 1.50。全国规划在建数据中心平均设计 PUE 为 1.5 左右，超大型、大

地区	时间	文件名	政策内容
			型数据中心平均设计 PUE 分别为 1.41 和 1.48
上海	2019.6	《上海市互联网数据中心建设导则（2019 版）》	新建 PUE 值严格控制在 1.3 以下

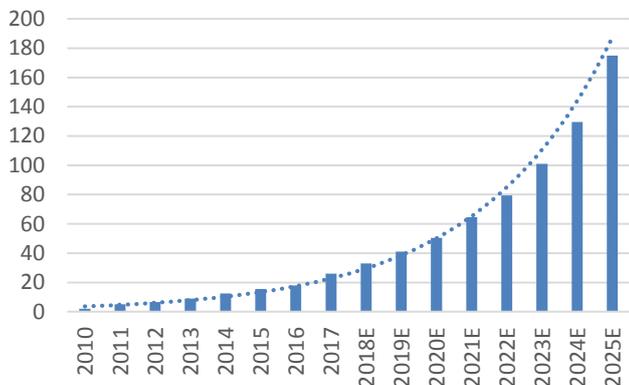
资料来源：搜狐网 中央人民政府官网等，华创证券整理

三、行业驱动：全球数字化进程及云计算技术发展持续推动数据中心行业增长

（一）全球步入数据爆炸时代，各行各业数字化浪潮推升数据中心行业需求

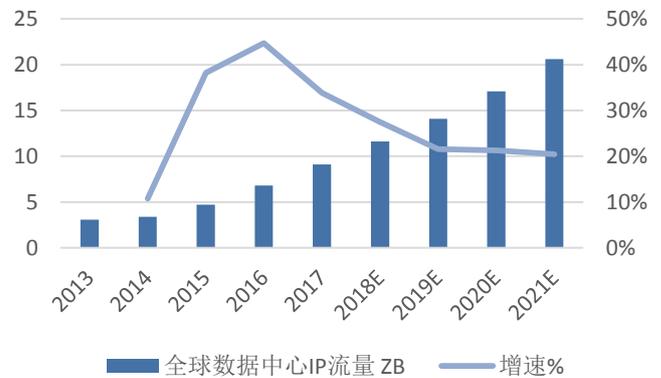
全球的数据信息体量由 2010 年约 2ZB 指数级增长至 2019 年的 41ZB，十年间数据量增长超过 20 倍，预计未来全球的数据体量将仍旧保持年均 27% 的增速，直至 2025 年全球总的存量数据将接近 180ZB。从各实业的数据体量结构看，2018 年数据量占比前三分别为制造业、批发零售、金融服务行业，伴随 C 端移动互联网及 B 端产业互联网更深层次发展，数据的存储、计算与传输将进一步提升全球数据中心的需求，而工业互联网、互联网电商、金融科技的数据化发展将是推动 IDC 数据中心应用的主力。根据思科白皮书（2018），2016 年全球 16% 的数据存储于数据中心，其余分别存储于客户端或终端设备，但是在行业大数据应用的发展趋势下，越来越多的数据向数据中心迁移。预计至 2021 年数据中心的总存储容量将增长近 4 倍，而数据存储量增长 4.5 倍，利用率约增至 50%。

图表 17 全球数据信息量（ZB）指数级增长



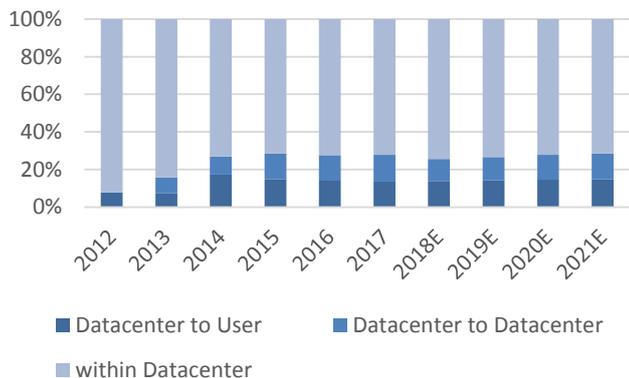
资料来源：IDC，华创证券

图表 18 全球数据中心 IP 流量（ZB）保持高速增长



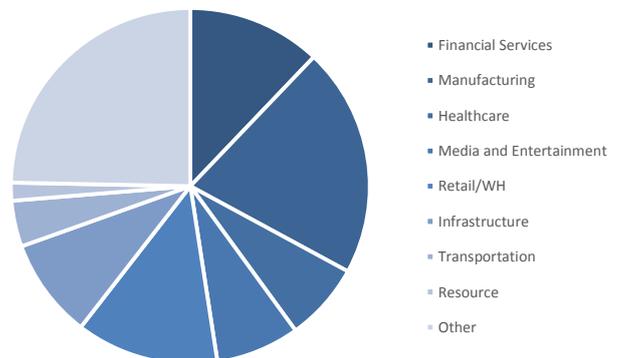
资料来源：Cisco systems，华创证券

图表 19 数据中心内部流量占主要比例



资料来源：Cisco systems，华创证券

图表 20 2018 年制造、批零、金融数据体量占比前三



资料来源：Cisco systems，华创证券

（二）全球云计算行业高速发展，云服务商入局数据中心推动行业增长

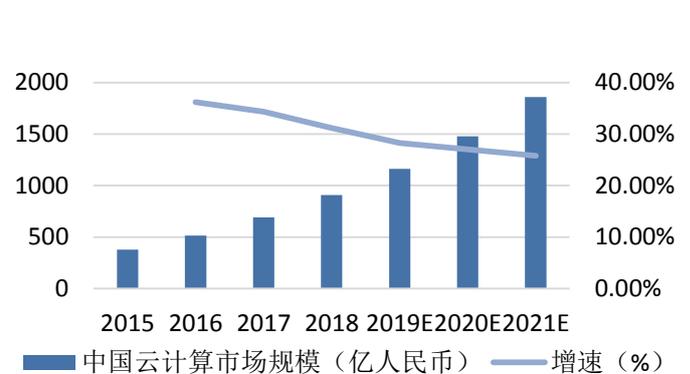
2018 年全球云计算市场规模接近 1400 亿美金是 2015 年的 2 倍，过往三年平均增速近 30%。预计未来直至 2021 年，全球云计算市场规模将超过 2500 亿美金，平均增速超过 20%。AWS 稳居全球云服务商市场份额第一约为 48%，微软 Azure 占比 16%，阿里云占比 8%，剩余为谷歌、IBM 等其他大型信息技术企业。中国的云计算产业发展晚于全球约五年，目前正处于行业成长期。根据信通院数据，2018 年我国云计算市场规模约为 907 亿元人民币，其中公有云市场规模约为 382 亿占比 42%，过往三年平均增速高于全球 5 个点。预计未来至 2021 年中国云计算市场规模达 1858 亿元人民币，平均增速仍接近 30%。国内云计算服务供应商以阿里巴巴、腾讯等互联网企业为主，阿里云国内市场份额约为 41%，腾讯云占比 17%，中国电信占比 6%，剩余为 AWS、金山云等。云计算技术的发展源自于企业自身剩余的存储资源对外复用，所以大部分云服务供应商又同时是互联网电商、娱乐服务商，或 IT 信息技术企业。从需求端看，云化技术本身的确给使用方带来资源利用效率的提升，可达降本增效的目的。因此，各行业企业上云已是信息技术发展洪流中的大势。云计算服务商为扩张自身服务覆盖范围，纷纷增加其数据中心数量及规模，从而获得地理位置上的战略局部以及单体数据中的规模效益，主要以降低成本和提供差异化的产品来提高行业竞争力。国内以阿里巴巴、腾讯、金山软件为代表的互联网云服务商纷纷入局数据中心行业，除了与核心地区的第三方 IDC 服务供应商合作外，云服务商亦逐步建立自己的数据中心。公开资料显示，阿里云、腾讯云、华为云等自建数据中心多位于较为偏远的西北地区，如贵州、内蒙古等地。互联网云商对数据中心的需求将进一步提升第三方批发定制型数据中心服务供应商的业务量，同时，核心城市数据中心是云商必不可少的布局，因此零售型数据中心的需求热度不减，租用单价稳定。

图表 21 全球云计算市场平均增长约 20%

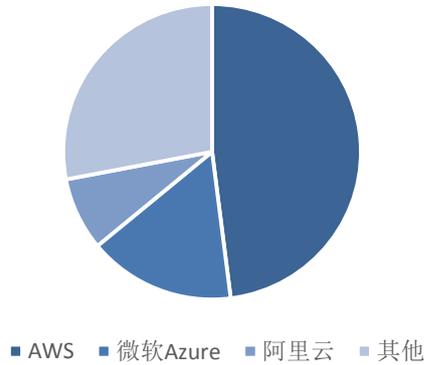


资料来源：IDC，华创证券

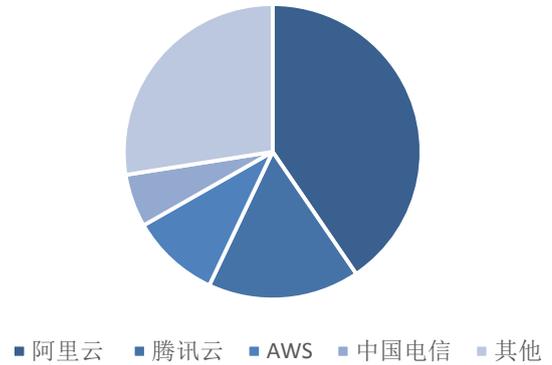
图表 22 中国云计算市场规模增速超全球



资料来源：信通院，华创证券

图表 23 全球云计算市场格局


资料来源: Gartner, 华创证券

图表 24 中国云计算市场格局


资料来源: Gartner, 华创证券

图表 25 云商自建 IDC 省份

云计算企业	自建的数据中心	省份	云计算企业	自建的数据中心	省份
阿里云	阿里数据港张北数据中心	河北	华为云	乌兰察布华为云数据中心	内蒙古
	阿里江苏云计算数据中心	江苏		华为廊坊云数据中心	河北
	阿里巴巴乌兰察布大数据综合服务平台	内蒙古		辽宁大区（锦州）云计算数据中心	辽宁
	阿里巴巴余杭开发区数据中心	浙江		大庆华为云计算数据中心	黑龙江
腾讯云	腾讯华北信息技术产业总部基地	张家口		华为长春云计算数据中心	吉林
腾讯云	腾讯贵安七星数据中心	贵州	金山云	金山（日照）智慧云谷	山东
	腾讯重庆云计算数据中心	重庆	Ucloud	乌兰察布优刻得数据中心	内蒙古
百度云	百度云计算（阳泉）中心	山西	百度云	百度云计算（西安）中心	陕西

资料来源: 搜狐网, IDC 圈, 华创证券整理

四、公司优势：善用资本优势成功实行多项收购，构建自身重资产护城河

IDC 数据中心行业是牌照准入制的行业，从事该行业的企业需要取得国家工信部或当地通信管理局颁发的 IDC 经营许可证。截止 2019 年 7 月，全国有 1728 家经营者拥有互联网数据中心业务（IDC）牌照，其中可以从事互联网资源协作业务（IaaS 和 PaaS）的有 704 家，此外可从事内容分发网络业务（CDN）的有 447 家。有牌照经营者逐步上升，似乎牌照申请不再是各家企业的问题。然而，**数据中心因为物理空间的需求和网络质量的好坏，是一个资源优势集中的行业，需要拿地建楼的资金实力和运维管理的技术能力并存。**

（一）善用资本优势，成功实现多项收并购

至今公司已完成 6 家业内相关标的收购，收购均以购买 IDC 建设用地及物业为主，所对应的 IDC 建设项目分别为位于北京的房山、酒仙桥、太和桥以及上海的嘉定。6 个已完成的收并购项目加总所对应的收购对价共为 45 亿元，其中现金支出 24.2 亿，定增配售共 20.8 亿，2 次定增配售分别于 2016 年及 2018 年完成。以上收购项目的业绩对赌中，除 2018 年中金云网完成度为 97.1%，其余均超额完成对赌。

2019 年前三季度新公告 IDC 项目共三个，分布于京津冀及长三角地区，规划建设机柜共 38,864 个，均处积极推进及落实进程。其中，与岩峰科技合作的燕郊三四期项目，已取得立项批复、环评批复及建筑用地规划许可证，能评申请及建设工程施工许可证处于申报办理状态；收购上海中可建设嘉定二期项目，已完成工商变更，已于嘉定区发改委完成备案，后续建设相关审批手续处申报办理；最近公告的收购及增资昆山美鸿业项目，预计总投资达 24.8 亿元，规划机柜 14,364 个。

图表 26 公司收并购标的情况一览

首次公告时间	收购标的公司	交易对价 万元人民币	对应股权%	对应 IDC 项目
2014-10-11	明月光学	9,380	100%	上海嘉定一期
2015-04-21	科信盛彩	6,870	15%	北京太和桥
2015-06-04	德信致远	12,098	100%	北京房山
2015-09-17	中金云网	241,360	100%	北京亦庄
2015-09-17	无双科技	49,543	100%	-
2016-03-15	亚逊新网	16,000	100%	北京酒仙桥
2018-02-02	科信盛彩	114,750	85%	北京太和桥
2019-07-17	上海中可	14,264	100%	上海嘉定二期
2019-09-27	昆山镁鸿业	12,973（包括后续增资）	40%	昆山园区

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 27 收并购项目对赌业绩完成度一览

	扣非归母净利 万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
无双科技（无 DSP）	业绩承诺数	3,500.00	4,550.00	5,915.00			
	实际盈利数	3,607.91	4,840.47	8,445.68			
	完成率%	103.08%	106.38%	142.78%			
中金云网	业绩承诺数		13,000.00	21,000.00	29,000.00		
	实际盈利数		15,058.01	22,037.22	28,158.69		

	扣非归母净利 万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	完成率%		115.83%	104.94%	97.10%		
科信盛彩	业绩承诺数				9,210.00	12,420.00	16,100.00
	实际盈利数				9,498.37	-	-
	完成率%				103.13%	-	-

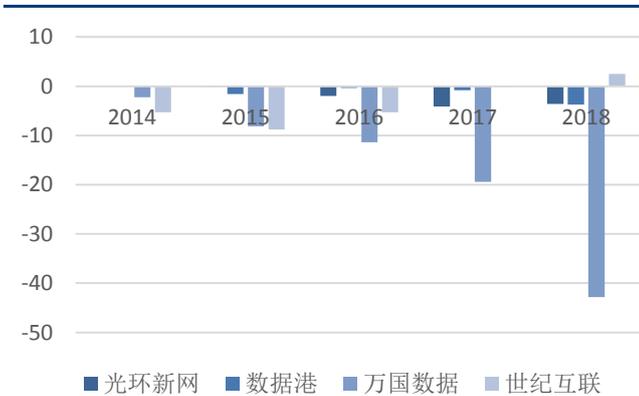
资料来源：公司公告，华创证券

（二）公司作为上市企业融资渠道丰富，其资产负债率仍有提升空间

IDC 数据中心的重资产属性在一定程度上决定了这是一个龙头越做越大的行业。上市公司具备在公开市场丰富的融资渠道，除银行贷款、设立产业基金、股权融资等，还可以通过发行可转债、可交换债等募集项目发展资金，有利于其出资土建及投资机柜等设施。对比近两年上市公司的自由现金流，几乎无一例外均为负值，从财务结果上直接表明 IDC 行业处于加强投资的快速发展时期。与行业大部分公司不同的是，公司 2018 年的自由现金流亏损幅度收窄，由 2017 年的-4.1 亿缩小到-3.6 亿。同时公司的资产负债率较同行业更低，2018 年仅为 34%，数据港、万国数据、世纪互联的资产负债率均在 50% 以上。未来，公司可充分利用上市公司的资本优势，可通过提升资产负债率等更为激进的方式实行全国扩张。

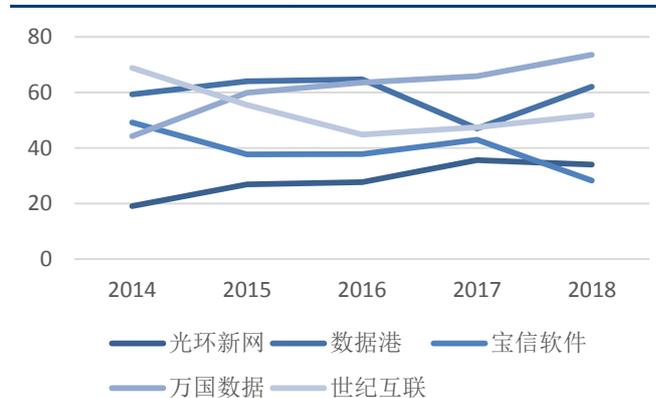
此外，公司大部分的数据中心都是以自购土地为基础的自建 IDC，在拥有土地使用权的情况下对于业务后续可发展的多种融资手段，如抵押、ABS、REITs 等形式，均有强于同行的实力。

图表 28 公司自由现金流亏损收窄（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 29 公司资产负债率%低于同行



资料来源：Wind，华创证券

（三）数据中心逐步落地，业务有序增长带来稳定现金流

目前，公司所有数据中心均处于京津冀和江浙沪核心地区，数据中心的网络质量优于其他地域，具有地理位置的先发优势，颇受在一线城市的互联网公司青睐。我们估算 2019、2020 年底可运营机柜分别为 3.92 万、4.93 万，预计公司在未来的三至五年新增可运营机柜 10 万，分布于京津冀、长三角、大湾区和其他地域。

图表 30 公司数据中心机柜数梳理

数据中心	对应公司	说明	2019	2020	2021
酒仙桥	亚逊新网	A 级机房、总建筑面积约 2.4 万平米	0.40	0.40	0.40
燕郊一、二期	光环云谷	A 级机房、独立数据中心园区、园区占地面积约 2.5 万平米，建筑面积约 3.27 万平米	0.37	0.37	0.37
燕郊三、四期	岩峰科技	项目面积为 2.77 万平米	-	-	2.00
嘉定一期	光环（上海）	A 级机房、获得 Uptime Tier IV 标准认证、占地面积约 3 万平米、建筑面积约 2.86 万平米	0.45	0.45	0.45
嘉定二期	上海中可	-	-	0.50	0.50
房山一、二期	德信致远	A 级机房、园区占地面积约 10.2 万平米、建筑面积约 13.07 万平米	1.20	1.50	1.50
中金云网	中金云网	A 级机房、符合 Tier-IV 标准	0.90	0.90	0.90
亦庄	科信盛彩	A 级机房、独立数据中心园区、园区占地面积约 4.9 万平米，建筑面积约 6.5 万平米	0.60	0.81	0.81
江苏昆山	昆山镁鸿业	项目预计占地 100 亩，规划建设六栋云计算中心机房楼、一栋动力车间楼、一栋生产辅助楼、一栋综合办公楼，项目建设 14,364 个 2N 标准机柜，可提供 28 万台服务器的云计算服务能力，为广大企事业用户提供公有云、混合云、大数据分析、互联网综合解决方案等服务	-	-	1.44
可运营机柜数 万			3.92	4.93	8.43

资料来源：公司公告，华创证券

五、盈利预测及估值

（一）盈利预测

公司业务分为 IDC、云计算、ISP 以及其他，其中 IDC 主要贡献利润，而云计算主要贡献收入：

- IDC 的收入主要影响因素为机柜的建设落地情况、机柜销售情况、上架率以及单机柜的价格，根据我们上述的预测，预计 2019、2020、2021 年落地的可运营机柜分别为 3.92 万、4.93 万、8.43 万，上架率为 78%、75%、70%，根据单个机柜 8 万收入预测，公司 2019-2021 年 IDC 及其增值服务收入可达 13.5 亿、16.73 亿、21.94 亿，增速分别为 5%、24%、31%。毛利率为 56%，维持较为平稳的状态。其次，针对日本电信运营商的 IDC 代运营服务收入和毛利率已经相对平稳，预计与 2018 年持平；
- 云计算服务中，AWS 未来的收入增长根据国内云计算行业的平均增长推算为 18-20%，2019 年上半年 AWS 销售情况并不理想，因此预计全年增速 18%，对应的毛利率根据合作的分成比例预计约 10%。无双科技主要为广告代理 SaaS 业务，虽然今年整体广告行业增长乏力，但头部代理商在市场环境偏弱时具备一定的竞争优势，预计该业务增速可超过行业增长。预计 2019-2021 年，云计算业务的收入为 59 亿、78 亿、98 亿，增速分别为 35%、32%、26%，毛利率维持在 12%。

费用率方面，销售和管理费用率保持相对平稳，分别为 1% 和 5%。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 8.6 亿、11.2 亿、14.8 亿，增速分别为 29%、30%、32%。

图表 31 盈利预测

万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	231,763	407,717	602,316	771,312	1,007,224	1,285,234
IDC 业务	98,314	107,896	148,871	154,694	186,918	239,035
IDC 及其增值服务	69,805	87,449	129,239	135,061	167,285	219,402
IDC 运营管理服务	28,509	20,448	19,633	19,633	19,633	19,633
云计算业务	123,175	287,133	437,578	591,137	779,467	984,642
AWS	46,634	148,074	199,060	234,890	281,869	338,242
无双科技	73,458	133,987	232,398	348,597	488,035	634,446
中金云网私有云	3,083	5,072	6,120	7,650	9,563	11,953
宽带接入服务	5,777	6,355	6,192	6,130	6,008	5,827
其他	4,497	6,333	9,675	19,351	34,831	55,730
同比增长%						
总收入		76%	48%	28%	31%	28%
IDC 业务		10%	38%	4%	21%	28%
IDC 及其增值服务		25%	48%	5%	24%	31%
IDC 运营管理服务		-28%	-4%	0%	0%	0%
云计算业务		133%	52%	35%	32%	26%
AWS		218%	34%	18%	20%	20%
无双科技		82%	73%	50%	40%	30%
中金云网私有云		65%	21%	25%	25%	25%

万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
宽带接入服务		10%	-3%	-1%	-2%	-3%
其他		41%	53%	100%	80%	60%
收入占比%						
IDC 业务	42%	26%	25%	20%	19%	19%
云计算业务	53%	70%	73%	77%	77%	77%
宽带接入服务	2%	2%	1%	1%	1%	0%
其他	2%	2%	2%	3%	3%	4%
毛利率%						
综合毛利率	28%	21%	21%	21%	20%	20%
IDC 业务	39%	48%	51%	51%	52%	53%
云计算业务	17%	10%	11%	12%	12%	12%
宽带接入服务	27%	24%	34%	34%	34%	34%
其他	62%	40%	25%	25%	25%	25%
销售费用率%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
管理费用率%	9%	6%	5%	5%	5%	5%
归母净利润	33,516	43,586	66,745	86,157	112,439	148,336
增速%		30%	53%	29%	31%	32%
NI%	14%	11%	11%	11%	11%	12%

资料来源：公司公告，华创证券预测

（二）估值

我们分别采用绝对估值和相对估值对公司企业内在价值进行分析：

IDC 业务是一个前期资源投入较高，但后续现金流稳定的领域。因此，现金流贴现是比较好的一种估值方式。假设，无风险利率为我国近十年来的十年国债的平均收益率 3.6%，风险溢价 6.5%，个股 Beta 值为 0.76，则公司权益成本为 9.2%，公司资本结构中负债比率(D/(D+E))为 5.2%，债务成本约 5.2%，则公司 WACC 为 8.9%。由此得到当前企业总价值 375 亿、权益评估价值 359 亿，对应每股权益价值 23 元。

图表 32 绝对估值

无风险利率	3.6%	公司贷款利率	6.0%	权益的比例	94.6%
风险溢价	7.4%	所得税率	13.2%	负债的比率	5.4%
股票Beta	0.76	公司债券成本	5.2%		
公司权益成本	9.2%				
WACC	8.9%	长期增长率假设	2.0%		
企业总价值（亿元）	376				
权益评估价值（亿元）	359				
发行股数（亿股）	15.40				
每股权益价值（元/股）	23.3				
敏感性分析：					
Growth/WACC	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%
1.0%	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
1.5%	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
2.0%	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3
2.5%	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
3.0%	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3

资料来源：华创证券测算

相对估值方法下，我们选取的 7 家具有 IDC 代表意义的上市公司平均市值为 884 亿人民币，剔除海外公司 Equinix 和 Digital Realty，中国的 5 家 IDC 企业平均市值 233 亿人民币，行业内美股上市公司因为资本市场的政策及宽容度优势并不追求盈利，因此平均 2018 年平均 ROE 仅为 5%，PE TTM 35X；光环新网、宝信软件及数据港三家企业的 2018 年平均 ROE 为 12%、PE TTM 为 47X。由于 IDC 行业的重资产及强运营属性，我们观测 EBITDA 情况，2018 年中国 5 家上市公司平均 EBITDA% 为 27%，而海外 IDC 公司较为成熟 EBITDA% 处于 40-60% 间，A 股三家公司 EBITDA% 平均为 25%。考虑到 IDC 公司的相对估值跟 EBITDA 的增速有一定关联，我们预测公司未来三年 EBITDA 的平均增速为 24%，而 EBITDA 率可能随着在建工程转固定资产而稍有下降，因此给予公司 EV/EBITDA 20X，对应目标市值为 367 亿，对应股价 23.8 元。

综合绝对估值，维持光环新网目标价 23.45 元，维持“强推”评级。

图表 33 相对估值表

上市公司	市值 亿元	2018 EBITDA %	2018 ROE %	EV/EBITDA TTM	EV/EBITDA 19E	EV/EBITDA 20E	PE TTM	PE 19E	PE 20E	PE 21E
光环新网	287	22	10	23	19	15	36	32	24	18
宝信软件	316	18	12	29	27	21	51	45	35	28
数据港	79	37	15	28	17	11	56	51	39	24
万国数据	421	37	(9)	50	-	-	(85)	-	-	-
世纪互联	64	21	(4)	11	-	-	(27)	-	-	-
以上均值	233	27	5	28	21	16	6	43	33	23
Equinix	3,285	43	5	26	-	-	97	-	-	-
Digital Realty	1,735	63	3	20	-	-	121	-	-	-
以上均值	884	34	5	27	21	16	35	43	33	23

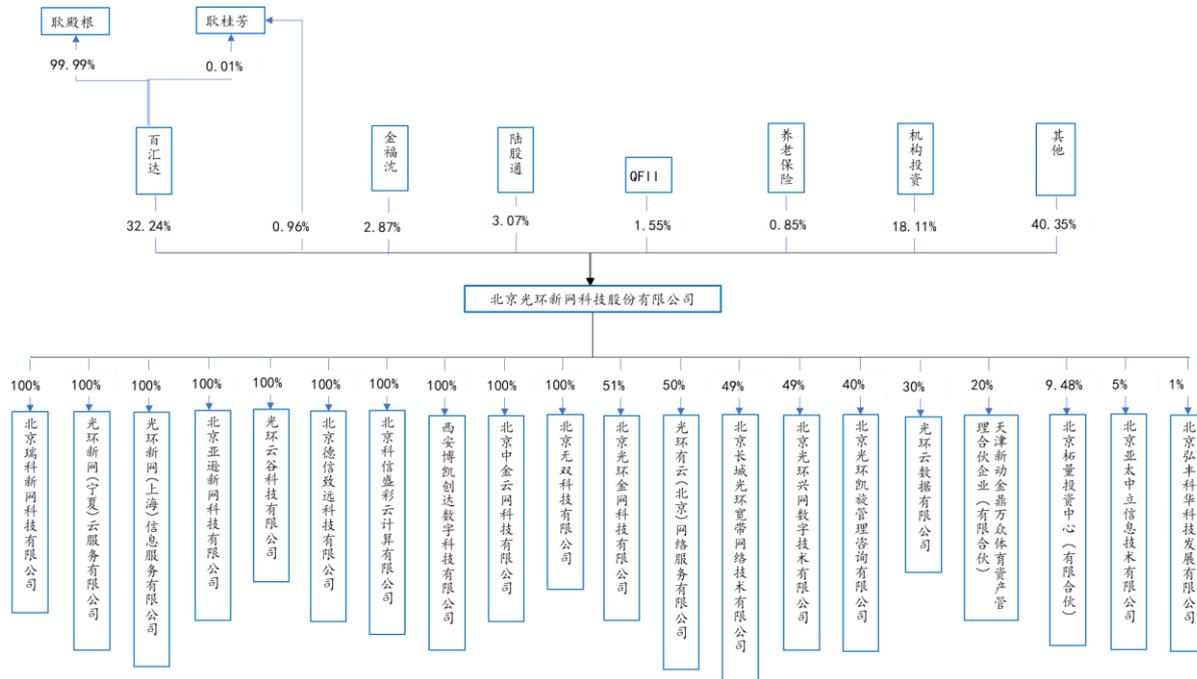
资料来源：Wind，华创证券，截至 2019.11.18.

六、风险提示

政策影响外资云商 AWS 在国内销售不及预期；IDC 项目落地不及预期。

七、附件

图表 34 公司股东结构及子公司情况



资料来源：Wind，华创证券（截止 2019 年中报期）

图表 35 公司与 AWS 合作情况整理

合作时间	主要内容/特点	相关子公司	具体情况
2015	拓宽合作业务范围	/	在继续为 AWS 中国北京区域客户提供互联网数据中心（IDC 业务）相关服务的同时，为 AWS 云服务客户提供互联网接入（ISP 业务）等相关服务。
2015	开发新产品	/	与亚马逊公司合作开发了 AWS-DX 产品，并为广大客户提供云计算架构及方案咨询服务、混合云系统集成服务、云平台运维服务等。
2015.11.9	签署数据中心合作协议	光环云谷	与亚马逊通技术服务（北京）有限公司签署数据中心合作协议等重大项目
2015.12.16	合作进入新阶段	光环云谷	获正式授牌，成为 AWS APN 中国合作伙伴，标志着光环新网与亚马逊 AWS 中国的合作进入新阶段
2016.6.29	投资设立子公司	光环有云	投资设立了光环有云控股子公司，致力于打造领先的、适合中国市场需求的基于 AWS 技术的云服务产品。
2016.7.30	获得 AWS 运营授权	/	与亚马逊签订了关于亚马逊授权公司在中国境内提供并独立运营基于 AWS 技术的云服务的《运营协议》。2016 年 8 月 1 日起，AWS 中国（北京）区域的云服务由光环新网运营和提供，AWS 继续向光环新网提供技术支持和专业指导。
2017.7.25	投资设立子公司	光环有云（香港）	光环有云（北京）网络服务有限公司在香港投资设立了光环有云（香港）网络

合作时间	主要内容/特点	相关子公司	具体情况
			科技有限公司，主要业务为广大企业客户打造领先的基于 AWS 技术的云服务产品和混合云资源，加速客户向云端迁移，实现企业的数字化转型。
2017.11.13	购买资产	/	为符合国内云服务相关法律规定，公司与亚马逊签订了《分期资产出售主协议》，将以不超过人民币 20 亿元向亚马逊（北京）购买基于 AWS 云服务相关的特定经营性资产。
2017.12.22	正式运营 AWS 中国北京区云服务	/	取得《增值电信业务经营许可证》，获得云服务业务经营许可证
2018.5.18	投资设立子公司	光环云数据	2018 年上半年成立子公司光环云数据有限公司，专注于云计算服务与营销，为公司运营的 AWS 云服务提供包括直销和渠道销售 AWS 产品与服务、AWS 相关解决方案与服务集成、AWS 生态系统服务支持与推广等全方位的营销与服务支持，加速云计算业务发展。

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	731	796	1,136	1,966
应收票据	5	6	8	10
应收账款	1,618	2,072	2,706	3,452
预付账款	302	391	513	652
存货	9	12	16	20
其他流动资产	588	753	982	1,255
流动资产合计	3,253	4,030	5,361	7,355
其他长期投资	57	57	57	57
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,040	4,424	4,773	4,891
在建工程	938	938	938	938
无形资产	397	389	381	373
其他非流动资产	2,702	2,680	2,662	2,645
非流动资产合计	8,134	8,488	8,811	8,904
资产合计	11,387	12,518	14,172	16,259
短期借款	140	200	260	320
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,165	1,507	1,977	2,512
预收款项	153	195	255	326
其他应付款	186	186	186	186
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	109	115	122	131
流动负债合计	1,753	2,203	2,800	3,475
长期借款	1,488.00	1,432.00	1,375.00	1,319.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	640	23	23	22
非流动负债合计	2,128	1,455	1,398	1,341
负债合计	3,881	3,658	4,198	4,816
归属母公司所有者权益	7,501	8,834	9,919	11,350
少数股东权益	5	26	55	93
所有者权益合计	7,506	8,860	9,974	11,443
负债和股东权益	11,387	12,518	14,172	16,259

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	587	1,013	1,169	1,466
现金收益	1,193	1,359	1,659	2,049
存货影响	-5	-3	-4	-4
经营性应收影响	-719	-557	-775	-909
经营性应付影响	352	384	530	605
其他影响	-234	-171	-242	-274
投资活动现金流	-784	-750	-750	-550
资本支出	-756	-771	-769	-567
股权投资	-9	0	0	0
其他长期资产变化	-19	21	19	17
融资活动现金流	434	-198	-79	-86
借款增加	3	3	3	3
财务费用	-120	-80	-78	-70
股东融资	553	-121	-4	-19
其他长期负债变化	-2	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,023	7,713	10,072	12,852
营业成本	4,741	6,132	8,045	10,222
税金及附加	28	36	47	59
销售费用	45	50	65	83
管理费用	321	411	527	672
财务费用	120	80	78	70
资产减值损失	9	13	17	22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	26	30	33	29
其他收益	1	1	1	1
营业利润	785	1,022	1,327	1,755
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	788	1,025	1,330	1,758
所得税	104	142	177	237
净利润	684	883	1,153	1,521
少数股东损益	17	21	29	38
归属母公司净利润	667	862	1,124	1,483
NOPLAT	788	953	1,221	1,582
EPS(摊薄) (元)	0.43	0.56	0.73	0.96

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	47.7%	28.1%	30.6%	27.6%
EBIT 增长率	57.0%	21.8%	27.4%	29.8%
归母净利润增长率	53.1%	29.1%	30.5%	31.9%
获利能力				
毛利率	21.3%	20.5%	20.1%	20.5%
净利率	11.1%	11.2%	11.2%	11.5%
ROE	8.9%	9.7%	11.3%	13.0%
ROIC	13.3%	14.8%	17.1%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	34.1%	29.2%	29.6%	29.6%
债务权益比	30.2%	18.7%	16.6%	14.5%
流动比率	185.6%	182.9%	191.5%	211.7%
速动比率	185.1%	182.4%	190.9%	211.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	78	86	85	86
应付账款周转天数	79	78	78	79
存货周转天数	1	1	1	1
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.56	0.73	0.96
每股经营现金流	0.38	0.66	0.76	0.95
每股净资产	4.86	5.73	6.43	7.36
估值比率				
P/E	43	34	26	20
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	29	25	20	16

通信组团队介绍

高级研究员：韩东

上海交通大学硕士、MBA，六年通信设备商工作经验。研究领域包括通信运营商、设备商、上游元器件，下游行业应用等。2019年5月加入华创证券研究所。

研究员：桑梓

CFA，埃克塞特大学硕士。曾任职于东方证券另类投资子公司。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：张弛

南京大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500