

# 深耕一线，极具扩张潜力的 IDC 龙头



## 核心观点

- **优质的互联网综合服务商龙头标的。**公司成立于 1999 年，2014 年成功上市深交所，目前核心业务为 IDC 服务以及云计算服务，其次还包括部分互联网宽带接入(ISP)服务等。前两大核心业务构成公司主要收入和利润来源。2014-2018 年公司营业收入复合增速为 92.95%，2014-2018 年归母净利润复合增速为 63.73%，公司处于行业领先地位，并长期保持高速增长。
- **IDC 赛道前景广阔，一线城市资源价值突显。**1) 随着 5G、物联网、大数据等新兴信息技术飞速发展，IDC 有望进一步受益数据流量增长红利。同时 IDC 行业为云计算产业提供基础设施服务，位于产业链的中游。云计算产业蓬勃发展将推动 IDC 产业保持长期景气。当前我国 IDC 市场高速发展，但与美国相比空间依然广阔。以云计算厂商的 CAPEX 为例，阿里+腾讯两家巨头的资本支出仅为美国主要云厂商（AWS+微软+谷歌+Facebook）的 1/10。2) IDC 行业客户主要为互联网企业、大型金融机构等，大多位于一线城市，然而一线城市对于 IDC 高能耗产业政策限制不断收紧，供需矛盾将进一步突显核心区域 IDC 资源价值。
- **核心地区资源储备丰富，资本助力规模扩产。**公司作为第三方 IDC 老牌企业，我们认为公司在 IDC 行业看点主要有三：1) 核心资源储备丰富，目前正在运营的数据中心有东直门、上海嘉定、房山、太和桥、中金云网等八处，集中分布在北京、上海等一线城市，可供运营机柜超过 3 万个。结合现有数据中心扩建资源，若全部达产预计公司未来在北京上海地区将达到 10 万个左右机柜的运营体量。2) 财务状况良好，善于利用各类金融工具，未来有望为公司扩产增添积极动力。3) 销售能力优秀，零售型商业模式具有特色。公司高端客户资源丰富，盈利能力在同业领先。

## 财务预测与投资建议

- 预测 2019-2021 年公司分别实现营业收入 74.31 亿，90.87 亿和 108.95 亿元，实现归母净利润 8.45，10.77 和 12.92 亿元，EPS 分别为 0.55 元，0.70 元和 0.84 元。根据相对估值法，参考可比公司调整后市盈率均值，给予 2020 年 32 倍 PE，对应目标价 22.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

行业竞争加剧，公司盈利能力下行风险；监管政策变化；云计算行业需求下滑

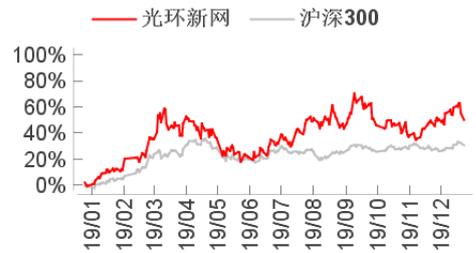
公司主要财务信息	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,077	6,023	7,431	9,087	10,895
同比增长(%)	75.9%	47.7%	23.4%	22.3%	19.9%
营业利润(百万元)	504	785	1,016	1,296	1,555
同比增长(%)	47.3%	55.8%	29.4%	27.6%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	436	667	845	1,077	1,292
同比增长(%)	30.0%	53.1%	26.6%	27.5%	19.9%
每股收益(元)	0.28	0.43	0.55	0.70	0.84
毛利率(%)	20.8%	21.3%	21.8%	22.4%	22.5%
净利率(%)	10.7%	11.1%	11.4%	11.9%	11.9%
净资产收益率(%)	7.0%	9.6%	10.6%	12.1%	12.8%
市盈率	67.6	44.1	34.9	27.3	22.8
市净率	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年12月23日)	19.1元
目标价格	22.40元
52周最高价/最低价	21.69/12.52元
总股本/流通A股(万股)	154,237/148,742
A股市值(百万元)	29,459
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2019年12月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.65	1.33	-7.42	52.56
相对表现	-6.14	-1.71	-9.38	21.61
沪深300	-0.51	3.04	1.96	30.95



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 张颖  
021-63325888\*6085  
zhangying1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514090001

**联系人** 蔡超逸  
021-63325888-3136  
caichaoyi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1. 优质互联网综合服务商龙头标的 .....	5
1.1 业务积累深厚，优质互联网服务商 .....	5
1.2 “IDC+云计算”双轮驱动，收入利润高速增长 .....	6
2. 行业：发展空间巨大，一线城市资源收紧 .....	7
2.1 数据流量激增是行业发展的产业大背景 .....	7
2.2 云计算推动 IDC 发展长期景气向上 .....	8
2.3 中国 IDC 发展空间巨大，离天花板尚远 .....	10
2.4 政策持续收紧，核心地区资源价值突显 .....	10
3. 公司：核心地区资源储备丰富，资本助力扩产成长 .....	11
3.1 竞争优势之一：资源储备丰富 .....	11
3.2 竞争优势二：资本助力，“自建+并购”双轮驱动 .....	12
3.3 竞争优势三：销售能力优秀，更易享受行业超额红利 .....	13
3.4 云计算：与 AWS 合作，分享中国市场红利 .....	14
盈利预测与投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	17
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 公司历史发展历程 .....	5
图 2: 光环新网营业收入情况 (亿元) .....	6
图 3: 光环新网归母净利润情况 (亿元) .....	6
图 4: 光环新网分业务营业收入占比 (%) .....	6
图 5: 光环新网分业务毛利占比 (%) .....	6
图 6: 全球月均数据流量 (PB) .....	7
图 7: 信息数据基本全部经由数据中心处理 (%) .....	7
图 8: 我国 4G 时代数据流量爆发 .....	8
图 9: 韩国 5G 渗透率和户均流量快速增长 .....	8
图 10 全球物联网终端将快速增长 (单位: 亿个) .....	8
图 11: IDC 服务商在云计算产业链中的位置 .....	9
图 12: AWS 近三年营业收入情况 .....	10
图 13: 阿里云近三年营业收入情况 .....	10
图 14: 中国 IDC 市场规模高速增长 (亿元) .....	10
图 15: 中美云计算 CAPEX 比较 .....	10
图 16: 公司与同业公司自由现金流表现 (亿) .....	13
图 17: 公司与同业公司资产负债率表现 (%) .....	13
图 18: 公司与 AWS 合作发展历程 .....	15
图 19: 光环新网历史 PE-Band .....	17
图 20: 光环新网历史 PB-Band .....	17

表 1: 光环新网业务种类 .....	5
表 2: 部分数据中心准入政策规定 .....	11
表 3: 光环新网机柜统计情况 .....	12
表 4: 公司储备一线城市资源并购数据中心案例 .....	12
表 5: 公司近期公告上海地区资源储备 .....	13
表 6: IDC 商业模式比较 .....	14
表 7: 可比公司估值表 (数据截止到 2019.12.12 收盘价) .....	17

# 1. 优质互联网综合服务商龙头标的

## 1.1 业务积累深厚，优质互联网服务商

**业界领先的互联网综合服务提供商。**光环新网成立于 1999 年，公司从互联网萌发时期就开始涉足互联网服务，在互联网宽带接入（ISP）和数据中心（IDC）业务中有深厚积累；2014 年公司在深交所挂牌上市；2015 年开始，公司并购无双科技以及购买 AWS 特定经营性资产，逐步将业务拓展至下游云计算业务，发展至今已成为第三方 IDC 服务商龙头。

公司现有业务核心为互联网数据中心服务(IDC 及其增值服务、IDC 运营管理)以及云计算业务，其次还包括互联网宽带接入(ISP)服务等，在市场上长期享有领先的市场份额和较高的品牌知名度。

表 1：光环新网业务种类

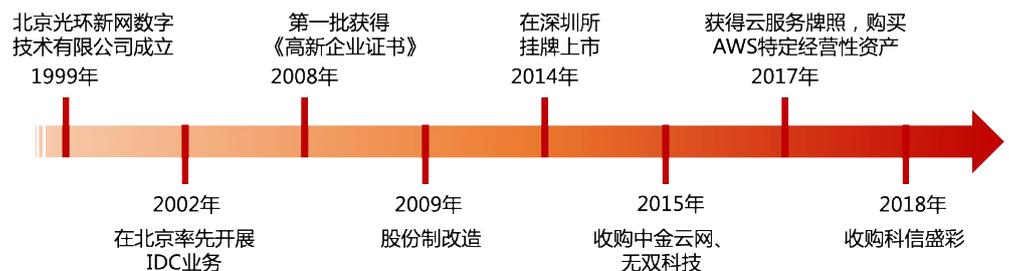
主营业务类型	主要内容
云计算	主要包括 AWS 相关云服务、无双科技的营销 SaaS 业务以及光环有云的混合云搭建及云服务等
IDC 及其增值服务	是利用已有的互联网通信线路、带宽资源，建立标准化的电信专业级机房环境，为企业、政府部门等提供服务器托管、租用以及相关增值等方面的全方位服务。
IDC 运营管理服务	公司为其他公司的数据中心提供运营管理服务，包括设计、建设、运维、销售等专业服务。
宽带接入服务	主要是通过专线、光纤等各种传输手段向用户提供将计算机或者其他终端设备接入互联网的服务。

数据来源：公司年报，东方证券研究所

**以 IDC 和宽带接入业务为基础，布局云计算。**公司早期从专线、光纤等传输手段向用户提供计算机或者其他终端设备接入互联网的宽带接入服务起家，经过多年经营积累了 2800 多公里光纤城域网资源。随着企业信息化程度提高，公司开始向互联网数据中心业务（IDC）及其增值业务发展，主要是利用互联网通信线路、带宽资源，建立标准化的电信专业级机房环境，为客户提供服务器托管、租用等全方位服务以及为其他公司的数据中心提供运营管理服务。

2007 年，电商巨头亚马逊推出云计算服务，随后云计算概念传入中国。公司 2012 年开始与亚马逊 AWS 合作，并成为 AWS 中国（北京）代理商。随后公司收购和建立无双科技、光环有云等从事的 IaaS、SaaS 层服务的优质云企业，积极布局云计算业务。

图 1：公司历史发展历程

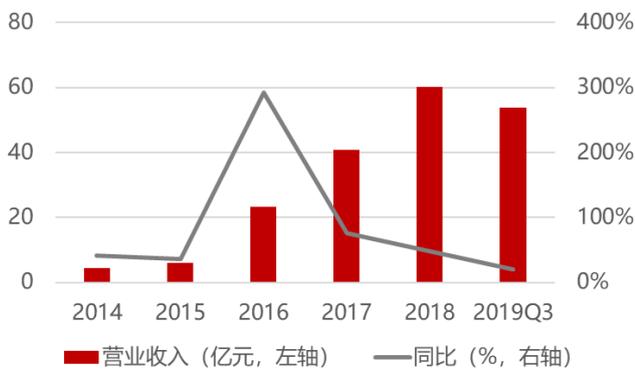


数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 1.2 “IDC+云计算”双轮驱动，收入利润高速增长

业绩长期高速增长，前三季度增长保持稳定。截至2018年底，公司营业收入达到60.23亿元，同比增长47.73%，2014-2018年复合增长率为92.95%；2018年归母净利润达到6.84亿元，同比增长53.95%，2014-2018年复合增长率为63.73%。2016年营业收入和归母净利润实现大幅增长，主要受益于2015年收购了中金云网和无双科技，业务规模和范围得到快速拓展。2019年前三季度，公司实现营业收入53.82亿元，同比增长20.07%，归母净利润为6.11亿元，同比增长28.65%，业绩保持稳定增长。

图2：光环新网营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图3：光环新网归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**IDC业务和云计算业务两者合计贡献公司主要利润。**公司自2016年获得亚马逊授权独立运营AWS中国(北京)区域云服务，随后云计算成为公司主要收入贡献之一。2018年云计算营收占比72.65%，与IDC业务合计占比97.37%；云计算业务整体毛利率较低，2018年毛利率约为21.28%，毛利贡献占比仅为36.88%。

云计算毛利率较低主要源自于两个方面，一方面公司与AWS合作云计算项目需要向亚马逊缴纳较多的技术服务费，另一方面主要系无双科技的云计算营销SaaS业务涉及大量广告投放成本，占用较多现金流。综上两方面贡献影响了云计算业务整体盈利情况。

图4：光环新网分业务营业收入占比（%）

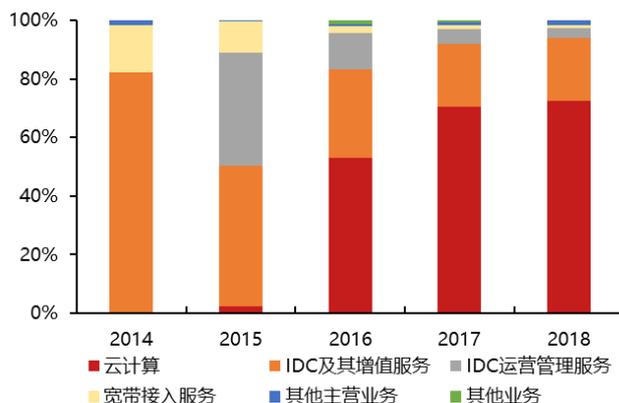
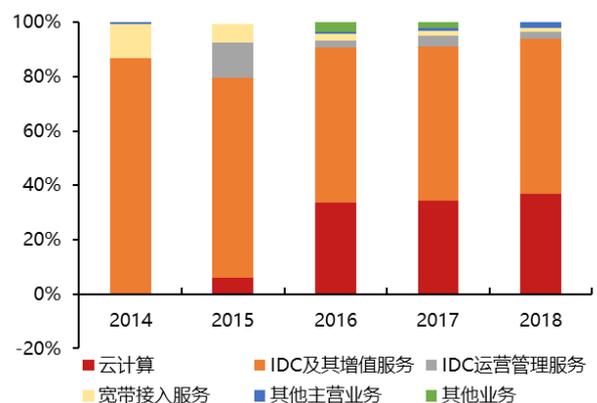


图5：光环新网分业务毛利占比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2. 行业：发展空间巨大，一线城市资源收紧

### 2.1 数据流量激增是行业发展的产业大背景

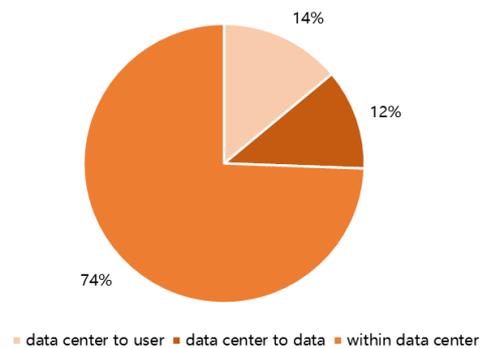
**IDC 行业受益未来数据流量爆发的大趋势。**IDC 是数据计算与存储的物理空间，随着 5G、物联网、大数据等新兴信息技术飞速发展，IDC 行业能够受益数据流量增长红利。据思科统计，截至 2018 年全球月均数据流量高达 19009PB，预计 2022 年全球月均数据流量将达到 77493PB，2017 年到 2022 年复合增长率高达 46%。而数据中心作为数据处理、存储、传输、交换的中心枢纽，承载了几乎全部的互联网流量。随着数据流量的爆发式增长，数据中心资源需求将持续旺盛。

图 6：全球月均数据流量（PB）



数据来源：思科，东方证券研究所

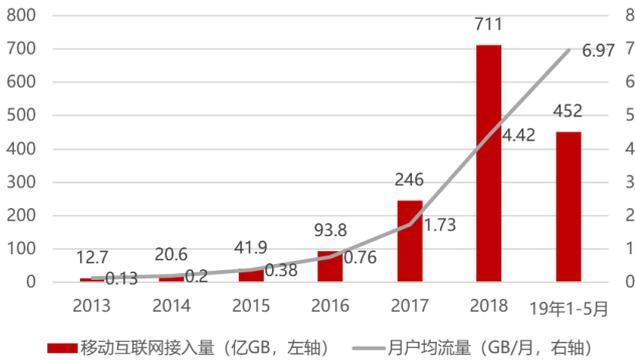
图 7：信息数据基本全部经由数据中心处理（%）



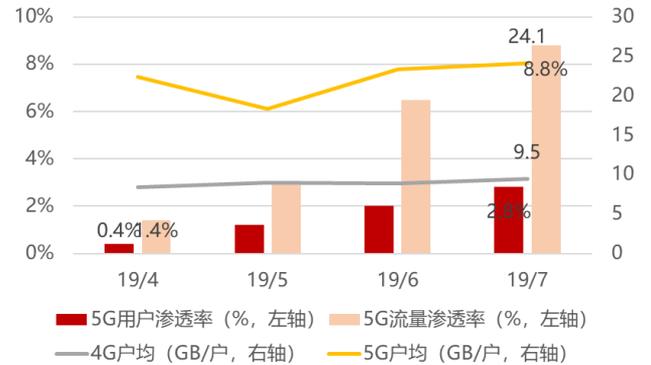
数据来源：思科，东方证券研究所

**5G 时代已经来临，数据流量激增。**2019 年 6 月 6 日，工信部正式向三大运营商和广电发布 5G 牌照，10 月 31 日在中国国际信息通信展上正式宣布 5G 开启商用，2020 我国将全面进入 5G 时代。据工信部统计，2019 年 1-5 月我国 4G 用户户均流量为 6.97GB，相比 2013 年的 3G 时代的户均 0.13GB 提高了 53.6 倍，这期间用户的应用场景也从简单的语音、文字、图片交互切换至了短视频、视频直播等高流量应用。参考 4G 带来的数据流量爆发增长，5G 由于其“高带宽、低时延”特性将会在 4G 基础上进一步产生更为庞大的数据流量。

以韩国为例，根据韩国科学和信息通信技术部数据，截至 7 月 31 日，韩国 5G 用户达到 191 万，平均每月增加 50 万，预计今年韩国的 5G 用户数量将超过 500 万。而其 5G 用户户均流量也达到了 24.1GB，是其 4G 户均 9.5GB 的数倍，随着 5G 在韩国的快速渗透，数据流量将会再次爆发。而互联网数据中心作为互联网流量的存储流通基础设施，将会跟随数据流量的增加不断扩大规模和升级技术。

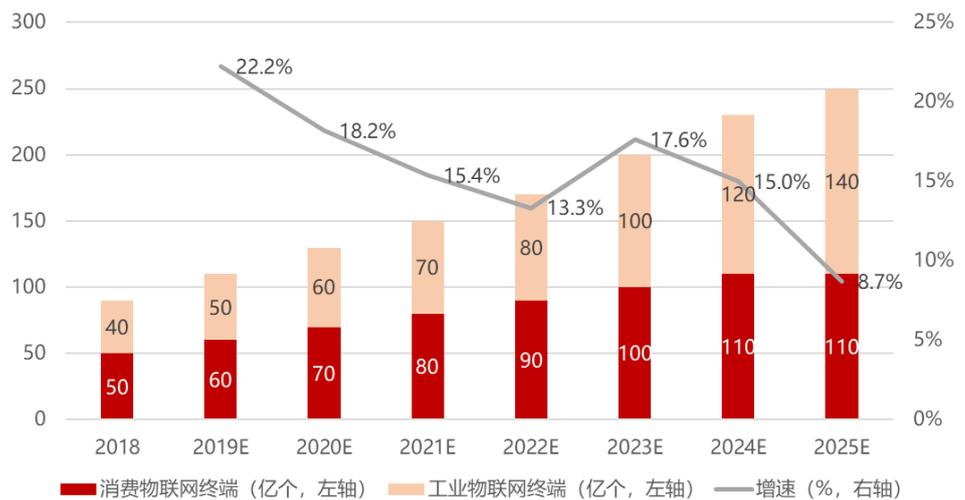
**图 8：我国 4G 时代数据流量爆发**


数据来源：工信部，东方证券研究所

**图 9：韩国 5G 渗透率和户均流量快速增长**


数据来源：韩国科学和信息通信技术部，东方证券研究所

**万物互联紧锣密鼓，数据流量无边界增长。**随着智慧城市、智慧社区、智能汽车等物联网场景的逐渐落地，联网终端的数量将快速增长。根据工信部数据，截止至 2019 年，全球物联网设备数量达到了 110 亿，其中消费物联网设备数为 60 亿，工业物联网设备数为 50 亿，预计到 2025 年全球物联网终端总数将达到 250 亿，其中消费物联设备为 110 亿，工业物联网设备为 140 亿。相对于 4G 时代局限于手机终端流量的增长，5G“高带宽、低时延”特性为物联网的发展提供了通信基础条件，5G 与物联网的结合在数据流量增长的维度上进行了拓展。

**图 10 全球物联网终端将快速增长（单位：亿个）**


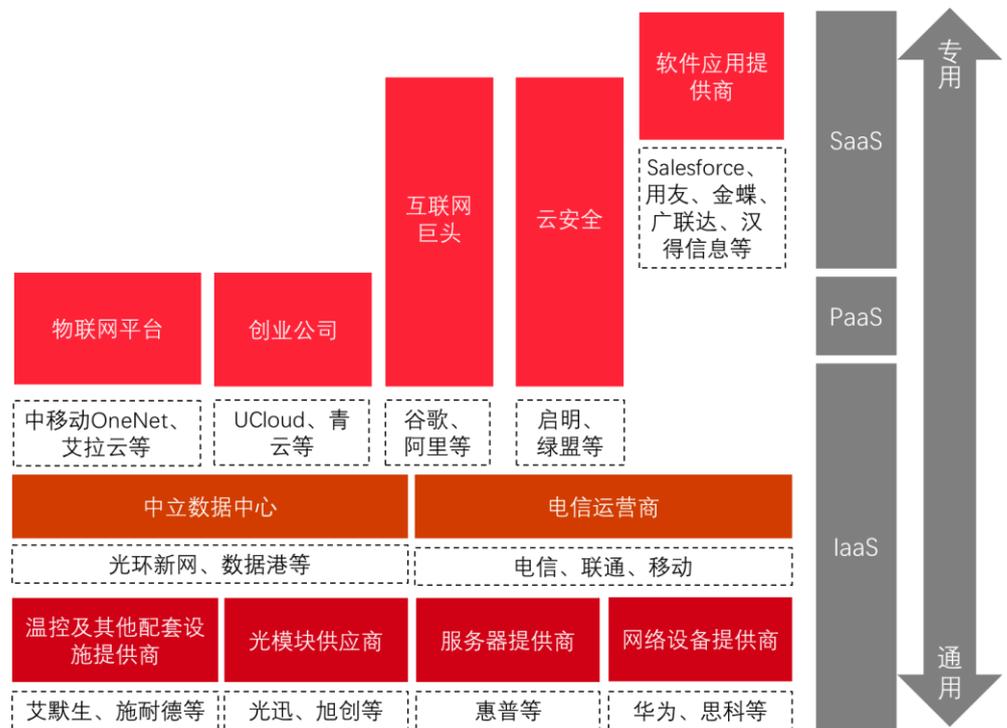
数据来源：公开资料，东方证券研究所

## 2.2 云计算推动 IDC 发展长期景气向上

**IDC 为云计算产业提供基础设施，位于产业链上中游位置。**云计算根据提供服务类型，从底层到高层，可分为 IaaS、PaaS、SaaS 三类。IDC 位于云计算产业链的 IaaS 层，向上采购温控、柴油发

电机、机柜、电源等基础配套设施；向下游互联网企业、云计算厂商、政企等单位等客户提供 IT 基础设施服务。近年来，云计算行业保持高景气，已经成为驱动 IDC 行业的关键因素。

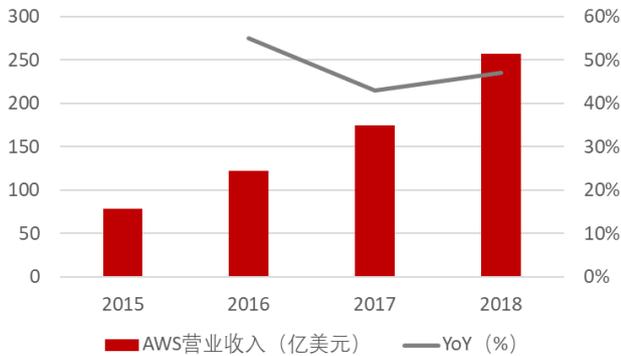
图 11: IDC 服务商在云计算产业链中的位置



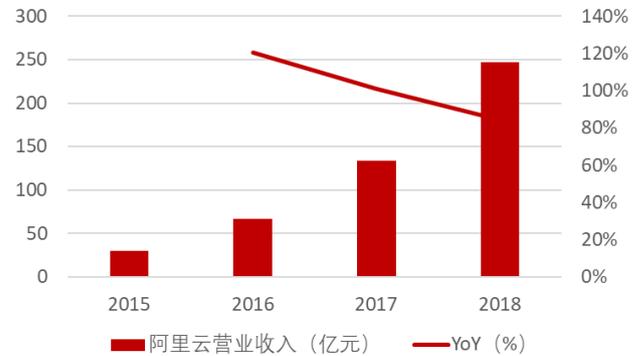
数据来源：东方证券研究所整理

**云计算产业全球蓬勃发展。**2006 年左右，依靠电子商务起家的亚马逊为了处理庞大的商品和用户资料，建立了庞大的数据中心。为了解决网络销售淡季造成数据中心资源浪费的问题，亚马逊提出了弹性云计算服务，即为云计算产业的开端。此后在 IBM、谷歌、微软等巨头的共同推动下，云计算在全球高速发展。

以 AWS 和阿里云分别作为全球和中国区域的代表，AWS 2018 财年实现营收 256.55 亿美元，近三财年（2015-2018）复合增速约为 48%；阿里云 2018 财年实现营收 247 亿人民币，近三财年（2015-2018）复合增速约为 94%。

**图 12: AWS 近三年营业收入情况**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

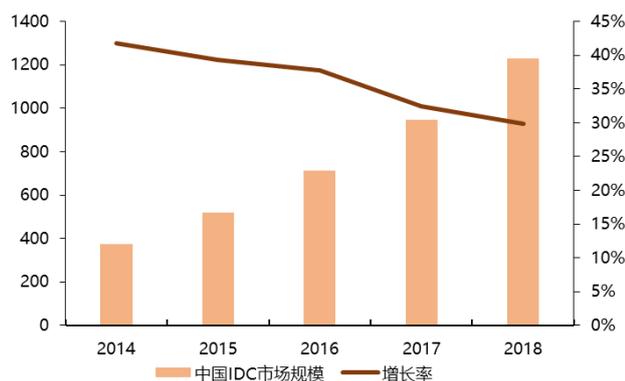
**图 13: 阿里云近三年营业收入情况**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

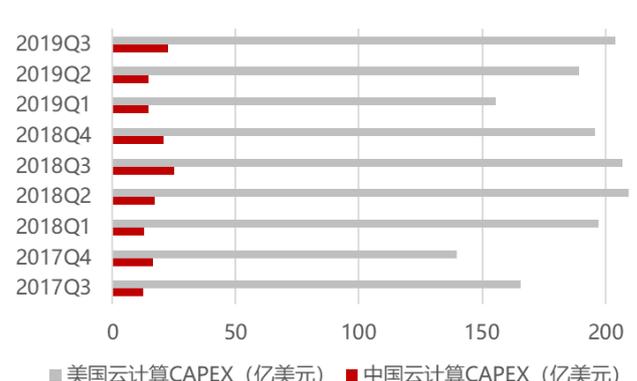
## 2.3 中国 IDC 发展空间巨大，离天花板尚远

中国 IDC 市场高速增长，与美国相比增量空间广阔。由于中国 IDC 市场起步晚于全球市场，我国 IDC 行业仍处于高速增长阶段。据 IDC 圈统计，截至 2018 年我国 IDC 市场规模为 1228 亿元，同比增速 29.8%。随着市场规模的增长，我国数据中心规模和数量也快速增长。

云计算厂商资本支出能够很好 IDC 行业需求。比较美国主要云厂商(AWS&微软&谷歌&Facebook)和国内阿里+腾讯两家巨头，可以发现国内云计算 CAPEX 仍然只有美国云计算 CAPEX 的 1/10 左右。

**图 14: 中国 IDC 市场规模高速增长 (亿元)**


数据来源：科智咨询，东方证券研究所

**图 15: 中美云计算 CAPEX 比较**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.4 政策持续收紧，核心地区资源价值突显

客户区域分布不均，一线城市需求旺盛。IDC 基础服务本身相对同质化，企业之间的客户资源成为差异化竞争的重要要素。IDC 行业根据客户类型，大致可以分为互联网企业与云服务商、大型企业与公共服务事业、大型金融机构三大类，这些客户大多位于一线城市。一线城市部署 IDC，地理位置离客户近，运维灵活，便捷性高；并且访问时延低等优点，对客户具有极高的吸引力。

**政策收紧，能耗指标构建准入壁垒。**当前我国正在寻求经济结构转型，环保绿色是我国未来经济发展的目标，降低单位 GDP 能耗多次被写入《政府工作报告》。IDC 本质是资源消耗型行业，从单位 GDP 能耗的角度来看，IDC 属于高能耗项目。然而 IDC 属于高技术附加值的现代科技服务业，其所承载的 IT 系统所带动的行业产值可达几十甚至数百倍。因此政府一方面鼓励 IDC 产业发展，另一方面自上而下的，加强调控力度，严格把控能耗指标。

如北京 2018 年开始全市全面禁止新建和扩建 PUE1.4 以上的云计算数据中心，中心城区全面禁止新建和扩建数据中心；上海在“十三五”计划期间规定，到 2020 年全市共批复 6 万个机柜的能耗指标，并要求企业建好产能带客户申请指标。**一线城市收紧 IDC 产能扩张，凸显核心地区资源供给稀缺性，具有较早资源储备的企业竞争优势将进一步凸显。**

**表 2：部分数据中心准入政策规定**

层次	时间	政策	主要内容
国家部委	2012	《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场准入工作的通告》	进一步完善了 IDC 业务准入要求。监管政策降低了 IDC 市场准入门槛，促进 IDC 市场健康快速发展。
	2013	《关于数据中心建设布局的指导意见》	数据中心的建设和布局应以科学发展为主题，以加快转变发展方式为主线，以提升可持续发展能力为目标，以市场为导向，以节约资源和保障安全为着力点等。
	2015	《关于国家绿色数据中心试点工作方案》	到 2017 年，围绕重点领域创建百个绿色数据中心试点，试点数据中心能效平均提高 8% 以上，制定绿色数据中心相关国家标准 4 项等。
北京	2014	《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》	禁止新建和扩建数据中心，PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外。
	2018	《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)》	全市全面禁止新建和扩建 PUE1.4 以上的云计算数据中心，中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。
浙江	2017	《浙江省数据中心“十三五”发展规划》	到 2020 年，新建数据中心 PUE 值低于 1.5，改造后的数据中心 PUE 值低于 2.0，绿色数据中心和云计算数据中心比例均超过 40%。数据中心年增长率控制在 30% 以下，至“十三五”末，数据中心机架数不超过 25 万个。
上海	2019	上海市经济信息化委、市发展改革委关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见	到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。

数据来源：公开信息，东方证券研究所整理

### 3. 公司：核心地区资源储备丰富，资本助力扩产成长

#### 3.1 竞争优势之一：资源储备丰富

公司深耕行业 20 年，区位优势明显。光环新网作为成立已有 20 年的第三方 IDC 老牌企业，在数据中心建设和运营方面积累了大量的资源和经验。目前公司正在运营的数据中心有东直门、酒仙桥、光环燕郊云谷、上海嘉定、房山、太和桥、中金云网、亚太中立等八处数据中心，主要集中在分布在北京、上海这样的一线城市，能够提供可供运营机柜超过 3 万个。

**资源储备行业领先，未来陆续投产上电增长确定性强。**由于公司进入行业较早，在北京、上海等地均有较多的资源储备。根据调研以及公司披露，公司在北京燕郊、北京房山、北京太和桥、中金云网、上海嘉定、上海昆山地区具有较高的扩产潜力，我们预计全部扩产达产之后，公司可供运营机柜数将达到约 10 万个左右。2020 年，公司燕郊云谷、北京房山、太和桥等地机柜陆续投产上电，将为公司业绩带来确定性增长。

**表 3：光环新网可运营机柜统计情况**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	后续扩容	总资源储备
酒仙桥	1700	3682	3682	4082	4482	4482		4482
东直门	470	470	200					
燕郊光环云谷	1300	3100	3100	3100	4100	4600	20000	24600
上海嘉定			4500	4500	4500	4500	4500	9000
北京房山				4000	10000	12000	4000	16000
上海昆山							14000	14000
中金云网	3270	9000	9000	9000	9000	9000	4000	14000
太和桥			7122	8100	8100	8100	4000	12100
亦庄（代运营）	2700	2700	2700	2700	2700	2700		2700
<b>合计</b>	<b>9440</b>	<b>18952</b>	<b>30304</b>	<b>35482</b>	<b>42882</b>	<b>45382</b>	<b>50500</b>	<b>96882</b>

数据来源：调研及公司公告，东方证券研究所整理

### 3.2 竞争优势二：资本助力，“自建+并购”双轮驱动

公司借助资本市场之力，采用“自建+并购”双轮驱动的方式，积极扩大数据中心资源。光环新网 2014 年开始登陆资本市场，融资能力得到了极大补充。公司自上市以来进行三轮定向增发，通过二级市场融资先后收购中金云网、房山云计算基地、上海嘉定云计算基地、燕郊光环云谷二期、收购亚逊新网、科信盛彩等数据中心资源。在资本的助力之下，公司开启了高成长之路。

**表 4：公司储备一线城市资源并购数据中心案例**

时间	被收购方	金额	来源	用途
2014/10	上海明月光学 100%股权	0.94 亿	IPO 剩余资金	将其拥有的厂房、办公室等设施将改建成为上海嘉定绿色云计算基地项目
2015/10	北京德信致远 100%股权	1.40 亿	定向增发	负责实施建设光环新网房山绿色云计算基地，为广大商企用户提供数据中心、云计算等互联网一体化解决方案服务
2016/02	北京中金云网 100%股权	24.14 亿	定向增发	扩大公司原有业务规模，增加中金云网 IDC
2016/03	北京亚逊新网 100%股权	1.60 亿	自筹资金、 银行贷款及 其他融资	扩建酒仙桥数据中心项目
2018/03	北京科信盛彩 85%股权	11.48 亿	定向增发	实现 100%持股，增加北京太和桥 IDC

数据来源：公司公告，东方证券研究所

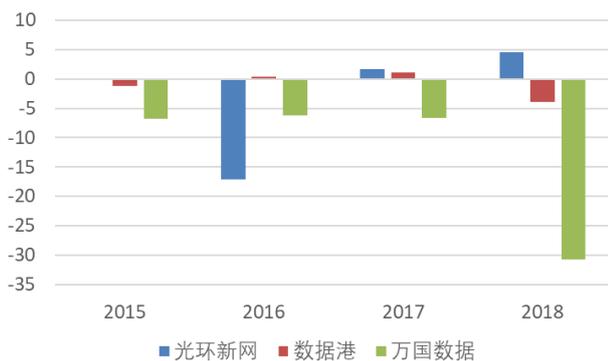
**持续收购一线城市周边资源，巩固核心地区优势。**今年公司先后发布公告，拟收购上海中可 100% 股权，推进上海嘉定二期数据中心项目，该项目若全部达产预计将新增约 4500 个机柜；此外公司发布公告，拟收购昆山美鸿业公司 40% 股权，计划于上海周边地区昆山布局数据中心。据公告，该地区机柜设计总数超过 14000 个，可提供 28 万台服务器的云计算服务能力。完成之后，公司在一线城市地区竞争力将进一步加强。

**表 5：公司近期公告上海地区资源储备**

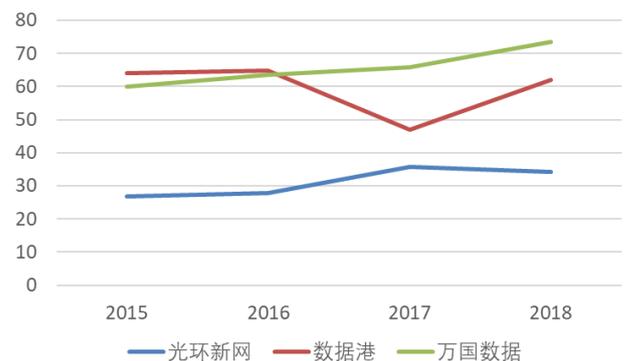
时间	标的	金额	目的
2019/7	上海中可 100% 股权	1.40 亿	推进上海嘉定二期数据中心项目，计划约 4500 个机柜
2019/9	昆山美鸿业 42.86% 股权	0.90 亿	上海周边昆山地区布局数据中心，预计机柜设计总数超过 14000 个，可提供 28 万台服务器的云计算服务能力

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司财务状况表现优良，REITs 等金融工具有望增添成长动力。**公司自由现金流收窄转正，资产负债率在同业企业中处于较低位置，这也意味着公司具有较大的财务空间能够进行激进的扩张战略。此外，公司非常善于利用金融工具进行融资，拟发行 REITs 模式盘活存量资产。若 REITs 发行成功，公司有望快速获得大量现金流，盘活存量资产，实现从“重资产”向“轻资产”的转型，ROE 水平也有望提升。目前 REITs 已成为海外 IDC 巨头 Equinix 和 Digital Realty 的重要融资工具，若公司发行 REITs 获得成功，将更添成长动力。

**图 16：公司与同业公司自由现金流表现（亿）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 17：公司与同业公司资产负债率表现（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.3 竞争优势三：销售能力优秀，更易享受行业超额红利

**销售能力较强，零售型商业模式具有特色。**公司深耕 IDC 行业多年，建立起完整的销售团队。与公司强大的销售能力对应，公司 IDC 商业模式偏向零售型，较同业其他公司相比，具有更强的议价能力。目前公司已在北京和上海形成较高的品牌认知度，拥有 3000 多家忠诚度较高，消费能力较强的企业客户，如亚马逊、当当网、凡客诚品等知名客户，良好的品牌形象和优质稳定的客户资

源为公司的持续发展与新业务拓展奠定了坚实基础。从客户结构来看，公司客户结构更加分散，2018 年前五大客户仅占比 20.33%。优良的客户结构有利于公司平滑收入波动，具备较高的抗风险能力。

**表 6：IDC 商业模式比较**

商业模式	经营生产方式	代表企业
零售型和批发型	消化产能的方式有两种：1. 企业自建销售团队；2. 与运营商合作，由运营商找客户	方式一：光环新网 方式二：宝信软件
定制型	根据大客户需求定制开发	数据港

数据来源：公开资料，东方证券研究所

**高端客户资源丰富，盈利能力领先。**公司采用零售型商业模式，客户资源较为优质。子公司中金云网在运营机柜约 9000 个，占比约当前机柜总数 1/3，主要面向高端金融、政府等客户，主要客户包括农业银行、华夏银行、中国平安、国家税务局等，单机柜年租金约 8~10 万元。

### 3.4 云计算：与 AWS 合作，分享中国市场红利

AWS 是全球云计算市场龙头厂商，公司与 AWS 合作历史深远，可以分为三个阶段，最早可以追溯到 2012 年。

**早期合作阶段：**2012 年，公司与 AWS 建立合作关系。2013 年 AWS 正式进入中国市场，公司为其云计算底层基础设施提供机柜运营服务。

**合作运营阶段：**2015 年，工信部发布《电信业务分类目录（2015 年版）》，规定外资经营电信增值业务出资比例不得超过 50%，并必须取得 IDC 牌照和互联网资源协作服务牌照。AWS 按要求进行整改，随后 AWS 与公司签署协议，由公司向客户提供 AWS 中国（北京）云服务，并向 AWS 支付技术服务费。

**全面运营阶段：**2017 年 12 月，公司获得工信部颁发的云服务牌照，公司以分期付款的形势支付 20 亿元向 AWS 购买云服务相关的特定经营性资产（服务器等 IT 设备）。目前主要以光环云谷作为 AWS 云计算机房。至此，公司全面运营 AWS 中国（北京）云计算业务，公司将以成本的形式计量 AWS 的技术授权费。

图 18：公司与 AWS 合作发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**搭建销售团队和技术顾问，加速 AWS 云在中国市场落地。**出于信息安全的考虑，外资云计算企业在我国的发展并非一帆风顺。公司自全面运营 AWS 中国(北京)云计算业务之后，开始搭建团队，意图加速 AWS 云在中国市场落地。

2018 年公司投资成立了控股子公司光环云数据，通过直销和渠道的方式销售 AWS 产品和服务、AWS 相关解决方案与服务集成、AWS 云生态系统服务支持与推广等。截止 2018 年底，光环云数据已与 160 多家企业达成战略合作共建云生态。

除此之外，光环新网与国内最早的 OpenStack 开源云计算服务公司 UnitedStack 有云共同出资成立光环有云，一方面为客户提供专业的 AWS 公有云咨询、迁移、部署、定制开发等服务，一方面携手众多合作伙伴构建混合云生态与解决方案，打造端到端“产品+技术+服务”的完整体系。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2019-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于 IDC 及增值服务业务。未来三年内酒仙桥、光环燕郊云谷、上海嘉定、北京房山将陆续上电，是公司业绩增长的主要来源。云计算收入增速参考中国公有云市场增速，以及 AWS 在中国区 5%~6%左右市场份额。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 21.76%，22.43%和 22.51%。毛利率的小幅提升主要来自于上电率的爬坡，IDC 及增值服务业务的贡献拉动。
- 3) 公司 19-21 年销售费用率分别为 0.82%，0.83%和 0.84%，管理费用率分别为 5.63%，5.62%和 5.64%。销售费用和管理费用的绝对值增长，费用率基本保持稳定。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 15%

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>IDC 及增值服务</b>					
销售收入（百万元）	874.0	1,292.0	1,745.1	2,259.5	2,689.3
增长率	25.2%	47.8%	35.1%	29.5%	19.0%
毛利率	55.1%	56.7%	56.7%	57.0%	57.3%
<b>IDC 运营管理服务</b>					
销售收入（百万元）	204.0	196.0	200.0	200.0	200.0
增长率	-28.4%	-3.9%	2.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.2%	15.8%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>云计算</b>					
销售收入（百万元）	2,871.0	4,376.1	5,326.6	6,468.7	7,846.9
增长率	133.1%	52.4%	21.7%	21.4%	21.3%
毛利率	10.2%	10.8%	10.3%	10.4%	10.6%
<b>宽带接入服务</b>					
销售收入（百万元）	63.6	62.0	62.0	62.0	62.0
增长率	10.0%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	24.2%	33.8%	32.0%	31.5%	31.0%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	64.6	97.0	97.0	97.0	97.0
增长率	43.7%	50.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	41.2%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>合计</b>	<b>4,077.2</b>	<b>6,023.2</b>	<b>7,430.8</b>	<b>9,087.2</b>	<b>10,895.2</b>
增长率	75.9%	47.7%	23.4%	22.3%	19.9%
综合毛利率	20.8%	21.3%	21.8%	22.4%	22.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

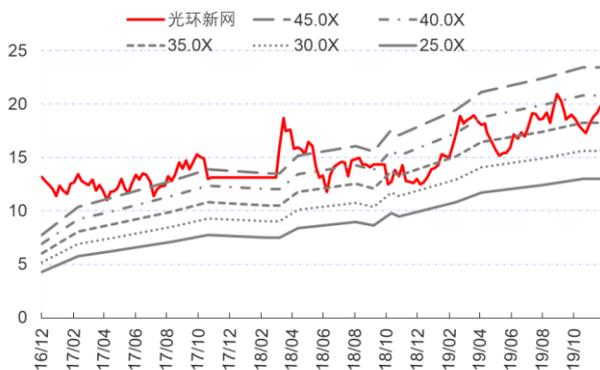
综上，我们预测 2019-2021 年公司分别实现营业收入 74.31 亿，90.87 亿和 108.95 亿元，实现归母净利润 8.45 亿，10.77 亿和 12.92 亿元，EPS 分别为 0.55 元，0.70 元和 0.84 元。根据相对估值法，参考可比公司调整后市盈率均值，给予 2020 年 32 倍 PE，对应目标价 22.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（数据截止到 2019.12.23 收盘价）

可比公司	一致预期净利润（百万元）				市盈率（倍）			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
数据港	142.86	139.52	175.04	337.01	54.27	56.46	45.32	23.68
宝信软件	669.12	870.48	1111.74	1345.22	56.25	43.31	33.92	27.90
鹏博士	380.66	362.00	328.00	328.00	23.33	36.47	31.00	25.83
科华恒盛	74.76	155.89	221.61	394.00	57.95	27.76	19.58	11.01
调整后均值						40	32	25
光环新网	667	845	1077	1292				

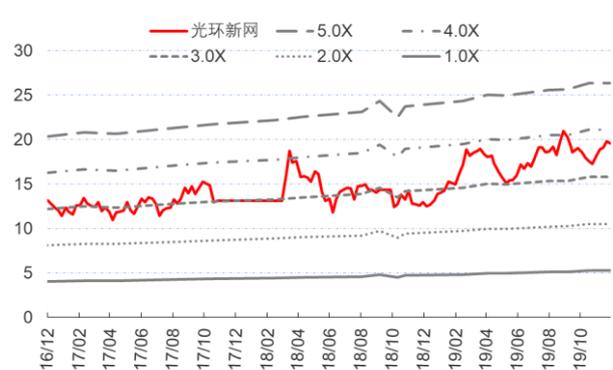
数据来源：Wind 一致预期，东方证券研究所

图 19：光环新网历史 PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：光环新网历史 PB-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**行业竞争加剧，公司盈利能力下行风险。**一线城市 IDC 资源具有稀缺性，需求保持旺盛。在一定时期内，租金和毛利率有望保持稳定状态。但近年来，一线城市近郊呈现供给过热，或对一线城市的机柜租金和毛利率造成一定的冲击。

**监管政策变化。**当前一线城市准入政策收紧，如果未来一线城市监管发生宽松变化会对相关厂商盈利能力产生影响。此外 IDC 牌照对外资开放，或对行业格局产生影响。

**云计算行业需求下滑。**下游云计算相关企业资本开支下滑，或影响上游 IDC 需求。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	494	731	1,272	1,697	2,314	营业收入	4,077	6,023	7,431	9,087	10,895
应收账款	987	1,618	1,858	2,272	2,724	营业成本	3,228	4,741	5,814	7,049	8,442
预付账款	228	302	372	454	545	营业税金及附加	27	28	34	42	50
存货	5	9	12	14	17	营业费用	52	45	61	76	91
其他	1,208	592	596	647	703	管理费用	237	321	418	510	615
<b>流动资产合计</b>	<b>2,922</b>	<b>3,253</b>	<b>4,109</b>	<b>5,085</b>	<b>6,302</b>	财务费用	68	120	106	129	156
长期股权投资	9	0	0	0	0	资产减值损失	4	9	2	6	7
固定资产	3,854	4,040	4,066	4,594	5,412	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	748	938	1,562	1,909	2,046	投资净收益	43	26	20	20	20
无形资产	405	397	390	384	377	其他	(1)	1	1	1	1
其他	2,676	2,759	2,650	2,632	2,615	<b>营业利润</b>	<b>504</b>	<b>785</b>	<b>1,016</b>	<b>1,296</b>	<b>1,555</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,692</b>	<b>8,134</b>	<b>8,669</b>	<b>9,519</b>	<b>10,449</b>	营业外收入	6	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>10,614</b>	<b>11,387</b>	<b>12,778</b>	<b>14,604</b>	<b>16,751</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	80	140	149	182	218	<b>利润总额</b>	<b>510</b>	<b>788</b>	<b>1,019</b>	<b>1,299</b>	<b>1,557</b>
应付账款	919	1,165	1,453	1,762	2,111	所得税	66	104	153	195	234
其他	353	448	445	517	597	<b>净利润</b>	<b>444</b>	<b>684</b>	<b>866</b>	<b>1,104</b>	<b>1,324</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,352</b>	<b>1,753</b>	<b>2,047</b>	<b>2,461</b>	<b>2,925</b>	少数股东损益	8	17	21	27	32
长期借款	1,545	1,488	1,837	2,285	2,784	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>436</b>	<b>667</b>	<b>845</b>	<b>1,077</b>	<b>1,292</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.28	0.43	0.55	0.70	0.84
其他	889	640	474	334	194	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,434</b>	<b>2,128</b>	<b>2,311</b>	<b>2,619</b>	<b>2,979</b>		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,786</b>	<b>3,882</b>	<b>4,358</b>	<b>5,080</b>	<b>5,904</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	396	5	25	52	84	营业收入	75.9%	47.7%	23.4%	22.3%	19.9%
股本	1,446	1,540	1,542	1,542	1,542	营业利润	47.3%	55.8%	29.4%	27.6%	19.9%
资本公积	4,092	4,429	4,475	4,475	4,475	归属于母公司净利润	30.0%	53.1%	26.6%	27.5%	19.9%
留存收益	893	1,532	2,377	3,454	4,746	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	20.8%	21.3%	21.8%	22.4%	22.5%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,827</b>	<b>7,505</b>	<b>8,420</b>	<b>9,524</b>	<b>10,847</b>	净利率	10.7%	11.1%	11.4%	11.9%	11.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,614</b>	<b>11,387</b>	<b>12,778</b>	<b>14,604</b>	<b>16,751</b>	ROE	7.0%	9.6%	10.6%	12.1%	12.8%
<b>现金流量表</b>						ROIC	6.1%	8.9%	9.8%	10.8%	11.3%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	444	684	866	1,104	1,324	资产负债率	35.7%	34.1%	34.1%	34.8%	35.2%
折旧摊销	168	379	250	277	327	净负债率	16.6%	12.0%	8.5%	8.1%	6.3%
财务费用	68	120	106	129	156	流动比率	2.16	1.86	2.01	2.07	2.15
投资损失	(43)	(26)	(20)	(20)	(20)	速动比率	2.16	1.85	2.00	2.06	2.15
营运资金变动	330	233	(33)	(176)	(180)	<b>营运能力</b>					
其它	(560)	(803)	71	6	7	应收账款周转率	5.2	4.6	4.2	4.3	4.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>406</b>	<b>587</b>	<b>1,241</b>	<b>1,320</b>	<b>1,614</b>	存货周转率	822.6	674.3	554.8	548.0	545.0
资本支出	(1,641)	(794)	(876)	(1,128)	(1,257)	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
长期投资	(8)	7	1	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	1,459	2	20	20	20	每股收益	0.28	0.43	0.55	0.70	0.84
<b>投资活动现金流</b>	<b>(190)</b>	<b>(784)</b>	<b>(856)</b>	<b>(1,108)</b>	<b>(1,237)</b>	每股经营现金流	0.26	0.38	0.80	0.86	1.05
债权融资	987	(307)	205	308	359	每股净资产	4.17	4.86	5.44	6.14	6.98
股权融资	12	431	48	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(985)	310	(98)	(96)	(120)	市盈率	67.6	44.1	34.9	27.3	22.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14</b>	<b>434</b>	<b>156</b>	<b>213</b>	<b>239</b>	市净率	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	41.3	23.8	22.3	18.0	15.0
<b>现金净增加额</b>	<b>230</b>	<b>237</b>	<b>541</b>	<b>425</b>	<b>616</b>	EV/EBIT	53.4	33.8	27.2	21.4	17.9

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

