

日期: 2014年01月14日
行业: 软件和信息技术服务业



张涛
021-53519888-1967
zhangtao@shzq.com
执业证书编号: S0870510120023

IPO 询价区间 RMB48.05-58.88 元
上市合理估值 RMB53.39-65.42 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 15
发行后总股本 (百万股) 53.80
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 西南证券

主要股东 (IPO 前)

百汇达 55.90%
红杉资本 15.00%
耿桂芳 9.45%

收入结构 (2013H1)

宽带接入服务 20.31%
IDC 及其增值业务 74.70%

报告编号: ZT14-NSP03

首次报告日期: 2014年01月13日

宽带接入和 IDC 综合服务商

■ 投资要点

公司为专业的互联网综合服务商

公司是一家专业的互联网综合服务商, 主营业务为向客户提供宽带接入服务、IDC 及其增值服务以及其他互联网综合服务。宽带接入服务和IDC 及其增值服务是公司的核心业务。

收入业绩 保持快速增长

公司经营业绩保持快速增长, 2010-2012年度公司营业收入分别为13365万元、17219万元和24223万元, 收入增速分别为24.80%、28.84%和40.67%; 净利润分别为3232万元、4207万元和5538万元, 净利润增速分别为44.74%、30.18%和31.64%, 业绩保持快速增长。

募投项目增强目前业务的拓展

拟募集资金31,076.2 万元。募集资金将投资于以下两个项目: “互联网数据服务一体化平台二期工程”、“宽带接入服务拓展”、“互联网技术研发中心扩建” 本次募集的资金将投向公司的主营业务, 三个募投项目的实施将巩固公司在宽带接入和IDC市场竞争地位, 并将进一步扩大公司市场份额、增强公司竞争力。

盈利预测

公司在未来几年将保持快速增长的势头, 2013-2015年的收入的增速分别为43.27%、24.89%和54.09%。净利润分别为6890万元、8111和11476万元, 增速分别为24.40%、17.73%和41.49%。

定价结论

考虑到行业2013年的平均PE为163倍, 我们给予40-48倍的PE, 不考虑承销费用的影响, 发行价格区间为53.39-65.42元, 对应发行后的总股本为5162-5055万股, 我们取中间值5109万股, 作为发行后的总股本。公司按照中证行业分类为信息传输、软件和信息技术服务业, 最近一个月静态平均市盈率为53.36倍。2013-2015年摊薄后的每股收益为1.35元, 1.59元和2.25元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,219	24,223	34,704	43,343	66,789
年增长率		40.67%	43.27%	24.89%	54.09%
归属于母公司的净利润	4,207	5,538	6,890	8,111	11,476
年增长率		31.64%	24.40%	17.73%	41.49%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)		0.82	1.08	1.35	1.59

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所, 此处按照总股本 5109 万股摊薄

一、行业背景

1.1 专业的互联网综合服务商

光环新网是一家专业的互联网综合服务商，主营业务为向客户提供宽带接入服务、IDC 及其增值服务以及其他互联网综合服务。宽带接入服务和 IDC 及其增值服务是公司的核心业务。

表 1：公司主营业务构成

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	营业额 (万元)	占比 (%)	营业额 (万元)	占比 (%)	营业额 (万元)	占比 (%)
宽带接入服务	4,272.03	34.69%	4,280.05	51.37%	4,160.13	68.98%
IDC 及其增值服务	6,436.84	52.27%	3,768.99	45.24%	1,728.74	28.66%
其他服务	1,605.59	13.04%	282.01	3.39%	142.15	2.36%
合计	12,314.46	100.00%	8,331.05	100.00%	6,031.02	100%

资料来源：公司招股意向书

1.2 行业增长前景

目前，公司拥有 2,800 多公里光纤城域网资源，节点分布于北京市繁华商业区和重要科技园区；公司光纤城域网以两个网络核心节点为中心，连接分布于北京的 79 个一级节点，27 个二级节点，进而辐射到 304 个三级接入点，成为公司独特的网络资源。公司与中国电信、中国联通、中国移动（铁通）、教育网、科技网等骨干网相连，主要采用光纤接入的方式为企业提供专线接入的服务。公司主要客户为中高端的商企用户，包括各类企业、写字楼、酒店、政府机关以及文教系统等单位。

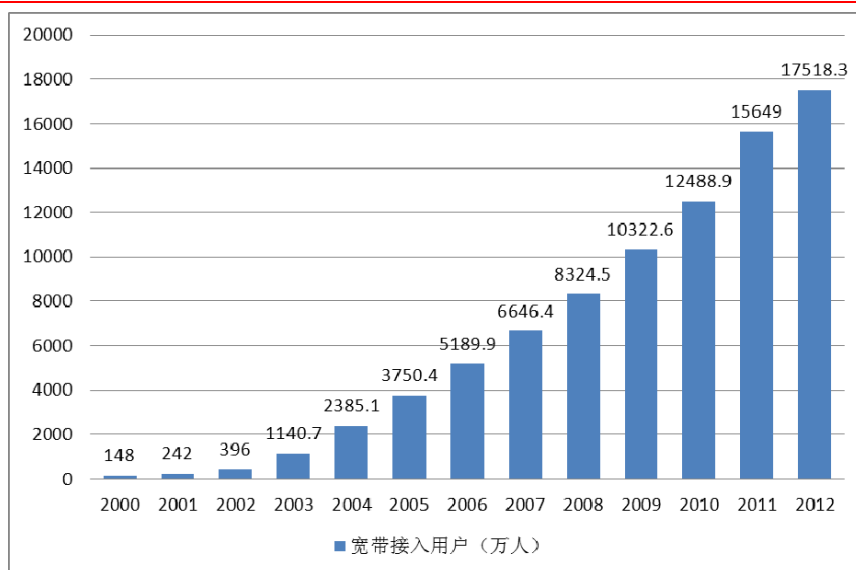
公司于2010年底建成酒仙桥一期机房，截至2013年9月30日该机房拥有客户208名，签约机柜865个，签约率95.26%。2012年8月建成酒仙桥二期机房，截至2013年9月30日该机房拥有客户29名，签约机柜560.1个，签约率86.97%。

在我国，三大电信基础运营商控制着绝对的优势资源，占据着宽带接入市场绝大部分市场份额，专业运营商占据的市场份额较小。2009年宽带接入市场基础运营商和专业运营商的市场份额占比各为84.8%和15.2%。

由于商企用户往往存在更多的个性化需求，而专业运营商的服务更能适应他们的需求，因此专业运营商市场绝大部分是面向商企用户。2009年我国专业运营商面向商企用户的宽带接入市场规模达175.9亿元，占专业运营商接入市场总量的89.61%。

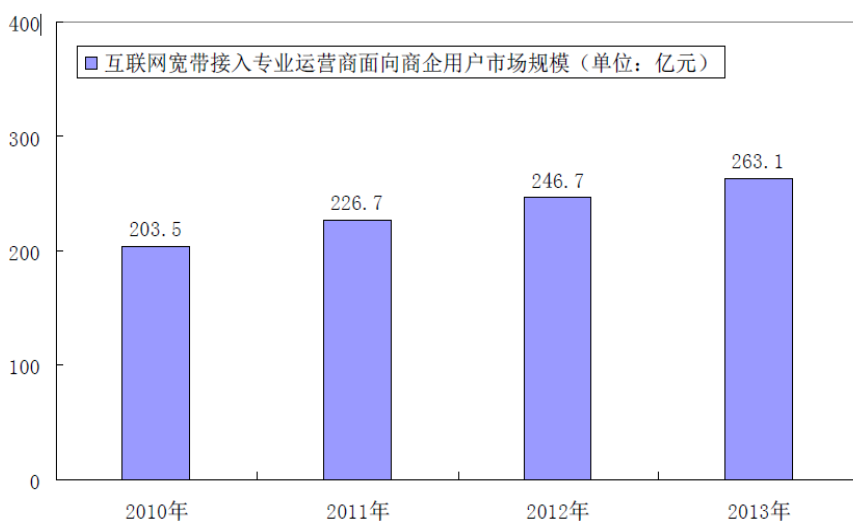
据统计，2009年北京地区专业运营商宽带接入市场规模达到32.7亿元，占全国总量的16.66%。2000年前后，IDC的概念开始在国内迅速普及。随着互联网在国内市场的快速发展，大量企业上网的需求推动了IDC市场的迅速增长。2002年以后，服务于短信、网游、语音和视频宽带等应用的IDC业务迈向第二轮高速增长期。。中国IDC市场2005到2010年的复合年均增长率达49.25%，2010年达到102.2亿元人民币。根据中国IDC圈统计，2012年中国IDC市场规模达到210.5亿元，同比增长23.2%。

图1 我国宽带接入用户数 单位：万户



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图2 我国IDC市场规模数

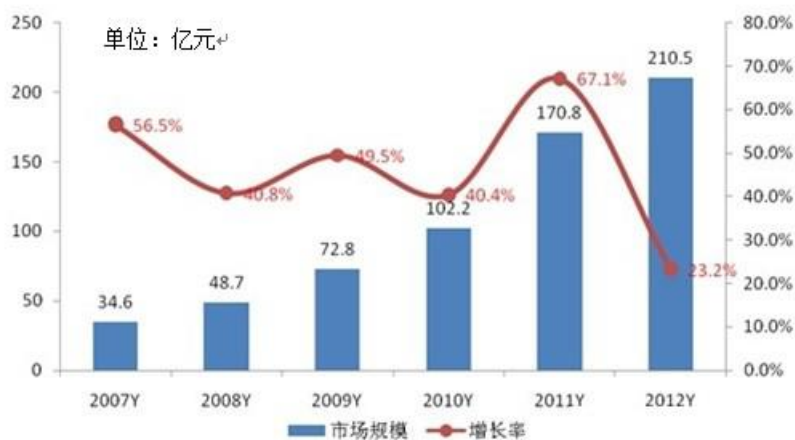


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2012年中国IDC基础业务和增值业务市场比重分别为65.18%和34.82%，IDC基础业务市场规模137.2亿元人民币，增

速为 20%，IDC 增值业务市场规模 73.3 亿元人民币，增速为 29.7%。

图 3 我国 IDC 市场规模数



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

从 IDC 市场的区域结构来看，专业 IDC 运营商主要集中在北京、上海等信息化程度较高的城市。未来几年，随着企业信息化程度的不断加深，北京地区专业 IDC 市场将有很大的提升空间。据赛迪顾问预测，2013 年北京地区专业 IDC 市场规模将达到 80.7 亿元。

图 2 北京地区专业 IDC 运营商市场规模:单位: 亿元

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
北京地区专业运营商市场规模	14.8	26.4	45.9	80.7
增长率	62.60%	78.30%	73.80%	75.80%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

1.3 行业竞争结构及公司的地位

目前，我国专业互联网综合服务企业已超过千家，市场集中度较低，各服务商市场份额较小，缺乏强有力的市场领导者。公司的竞争对手主要来自国内企业。目前国内与公司同类的知名互联网综合服务商主要有：电信通、世纪互联、长城宽带、方正宽带、网宿科技。

成立至今，公司大力推广北京地区的宽带接入服务、IDC 及其增值服务等互联网综合服务，现已发展成北京地区具有影响的互联网综合服务商，服务客户遍及各行各业，赢得了较高的市场份额和良好的商业信誉。

公司经过多年的发展，目前已成为北京地区面向商企用户宽带接入的主要服务商之一。经过近十年来的建设，公司已经拥有自己的光纤城域网资源，节点分布于北京市繁华商业区和重要科技园

区，在市场上具有较明显的竞争优势。赛迪顾问对 2010 年前三季度北京地区面向商企用户宽带接入的专业运营商做了综合评价对比，公司综合排名第一。

1.4 公司的竞争优势

业务融合形成的成本优势

公司所经营的宽带接入服务和 IDC 及其增值服务两者具有很强的关联性，两种服务之间存在共融促进关系。带宽成本是宽带接入服务和 IDC 及其增值服务的主要成本，但宽带接入服务和 IDC 及其增值服务对于带宽上行、下行流量的需求具有较大区别。

宽带接入服务用户对带宽下行流量的需求远大于对上行流量的需求，而 IDC 及其增值服务用户对带宽上行流量的需求远大于对下行流量的需求。因此公司同时运营这两项业务可以大幅提高带宽的使用效率，降低公司业务运营的带宽成本。

资源优势

首先，公司具备较完善的网络基础设施。公司拥有 2,800 多公里的光纤城域网资源，公司网络分布于北京市繁华商业区和重要科技园区；公司光纤城域网以两个网络核心节点为中心，连接分布于北京的 79 个一级节点，27 个二级节点，进而辐射到 304 个三级接入点，这不仅成为公司独特的网络资源，也是公司核心竞争力的重要组成部分。

二、公司及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

百汇达为控股股东，发行前持股 55.90%，发行后持股 46.64%，仍为公司最大股东。红杉资本发行前持股 15.00%，发行后持股 10.71%。耿桂芳为公司实际控制人耿殿根姐姐，发行前持股 9.45%，全部公开发售，发行后不再持股。张英星发行前持股 5.46%，发行后持股 3.90%。

表 3 发行前后公司的股本结构

股东	发行前股本结构		公开发 行(万 股)	发行后股本结构	
	持股(万 股)	比例		持股(万 股)	比例
百汇达	2,560	55.90%	50.86	2509.14	46.64%
红杉资本	687	15.00%	111.06	575.94	10.71%
耿桂芳	433	9.45%	433.00	0.00	0.00%
张英星	250	5.46%	40.42	209.58	3.90%
润鑫隆源	200	4.37%	32.33	167.67	3.12%
王晓欣	100	2.18%	16.17	83.83	1.56%
金飞鸿	100	2.18%	16.17	83.83	1.56%
其他股东	250	5.52%	0	250	4.69%
老股公开发售			700	700	14.87%
发行新股				800	13.01%
合计	4,580	100%		5,380.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司业务主要为家校互动信息服务，包括业务推广运营和系统开发运维。还有阅读信息服务业务。

表 4：公司主营业务具体情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 H
宽带接入服务	9,206.75	8,731.82	8,063.46	2,863.41
IDC 及其增值业务	3,727.77	7,929.18	14,446.42	10,531.58
其他业务	430.06	558.33	1,713.07	703.34
合计	13,364.57	17,219.33	24,222.95	14,098.34
毛利率				
宽带接入服务	54.81%	50.98%	47.02%	21.71%
IDC 及其增值业务	53.63%	52.47%	55.44%	57.18%
其他业务	66.95%	49.49%	6.27%	18.69%
合计	54.87%	51.62%	49.16%	48.06%

资料来源：公司招股意向书

2.3 募集资金投向

拟募集资金 31,076.2 万元。募集资金将投资于以下两个项目：“互联网数据服务一体化平台二期工程”、“宽带接入服务拓展”、“互联网技术研发中心扩建”本次募集的资金将投向公司的主营业务，三个募投项目的实施将巩固公司在宽带接入和 IDC 市场竞争地位，并将进一步扩大公司市场份额、增强公司竞争力。

表 5：公司募投项目

项目名称	募集资金的投资额 (万元)
互联网数据服务一体化平台二期工程	18,629.2
宽带接入服务拓展	9,586
互联网技术研发中心扩建	2,861
合计	31,076.2

资料来源：公司招股意向书等

互联网数据服务一体化平台二期工程

项目在北京朝阳区建设一处互联网数据服务一体化平台，其中机房面积为7500平方米发展完善的增值业务系统，其中CDN系统节点62个，承载带宽50Gbps。项目完全达产后，将年新增销售收入20,804.53万元，年新增利润总额6,237.36万元，年新增净利润5,301.75万元。本项目投资财务内部收益率为25.84%（所得税后），投资回收期为3.32年。

宽带接入服务拓展

项目完全达产后，将年新增销售收入13,658.08万元，年新增利润总额2,990.67万元，年新增净利润2,542.07万元。本项目投资财务内部收益率为29.50%（所得税后），投资回收期为2.74年。

互联网技术研发中心扩建

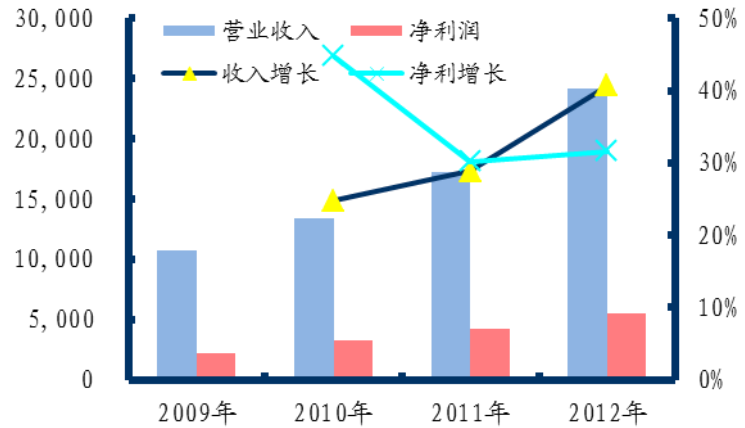
项目不构成利润中心，无法单独进行财务评价。本项目主要是在原有研发场地的基础通过新研发场地建设、添置设备、增加人员和整合研发资源来扩大研发规模。

三、财务状况和盈利预测

3.1 收入增速和净利润增速快速下滑

公司经营业绩保持快速增长，2010-2012年度，公司营业收入分别为13365万元、17219万元和24223万元，收入增速分别为24.80%、28.84%和40.67%；净利润分别为3232万元、4207万元和5538万元，净利润增速分别为44.74%、30.18%和31.64%，业绩保持快速增长。

图4 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 公司业绩预测

公司在未来几年将保持快速增长的势头，2013-2015 年的收入的增速分别为 43.27%、24.89%和 54.09%。净利润分别为 6890 万元、8111 和 11476 万元，增速分别为 24.40%、17.73%和 41.49%。

表6 公司损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,219	24,223	34,704	43,343	66,789
营业总成本	12,376	17,682	26,599	33,801	53,288
营业成本	8,331	12,314	19,172	24,655	38,785
营业税金及附加	591	819	1,145	1,391	2,073
销售费用	1,292	1,459	2,082	2,687	4,473
管理费用	2,280	3,120	4,338	5,244	8,247
财务费用	-126	-69	-139	-178	-290
资产减值损失	8	39	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,843	6,541	8,105	9,542	13,502
加：营业外收入	110	21	0	0	0
减：营业外支出	0	14	0	0	0
利润总额	4,953	6,548	8,105	9,542	13,502
减：所得税	746	1,010	1,216	1,431	2,025
净利润	4,207	5,538	6,890	8,111	11,476
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,207	5,538	6,890	8,111	11,476
摊薄后 EPS	0.82	1.08	1.35	1.59	2.25

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所,总股本按照 5109 万股计算

四、风险因素

市场竞争加剧风险

随着互联网在行业应用上的普及，市场对宽带接入和 IDC 及其增值服务的需求有很大提升，更多的企业进入宽带接入和 IDC 市场，使得市场竞争日益加剧。规模较大的企业加快了兼并与重组步伐，不断扩大业务范围，进一步做大做强；中小型企业为了生存和发展，也不断提升各自的竞争优势，稳固各自在细分市场的地位，向专业化和精细化方向发展。在这种市场环境下，未来公司面临的竞争可能加剧。一方面，竞争加剧使公司面临市场份额被竞争对手抢夺的风险，原有的市场份额可能减小。另一方面，竞争加剧还可能导致行业整体利润率下降。

宽带接入服务面临业绩下滑风险

报告期内公司宽带接入服务收入连续小幅下降，2011 年和 2012 年分别同比下降 5.16% 和 7.65%，2013 年上半年同比下降 29.13%。这主要由于 2011 年公司业务开拓重点转向利润率更高、市场发展更快的 IDC 市场，宽带接入业务市场的投入有所减少；此外，随着北京市经济的快速发展，不断出现新的商务中心，比如亦庄经济技术开发区、北京总部基地等，公司原有的宽带接入网点还没有布及到这些区域，因此新增客户较少。

未来整体经营业绩下滑风险

报告期内公司主营业务综合毛利率高于同行业水平，其中 IDC 及其增值服务毛利率一直保持较高水平，但由于宽带接入服务毛利率逐年下滑较明显，导致主营业务综合毛利率也呈下滑趋势。未来随着公司业务规模的扩大和往京外地区发展，公司毛利率水平将面临下降风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 13 年平均 PE 为 163 倍，如果参考网宿科技的 PE 倍数为 77 倍。

表 7 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2011A	2012A	2013E	2014E	2011A	2012A	2013E	2014E
300017.SZ	网宿科技	93.05	0.35	0.67	1.22	1.82	265.86	138.88	76.53	51.03
600804.SH	鹏博士	14.61	0.12	0.15	0.37	0.51	775.42	620.33	249.13	184.15

2014 年 01 月 13 日

平均	521	380	163	118
----	-----	-----	-----	-----

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 1 月 13 日收盘价计

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

考虑到行业 2013 年的平均 PE 为 163 倍, 我们给予 40-48 倍的 PE, 不考虑承销费用的影响, 发行价格区间为 53.39-65.42 元, 对应发行后的总股本为 5162-5055 万股, 我们取中间值 5109 万股, 作为发行后的总股本。公司按照中证行业分类为信息传输、软件和信息技术服务业, 最近一个月静态平均市盈率为 53.36 倍。2013-2015 年摊薄后的每股收益为 1.35 元, 1.59 元和 2.25 元。

分析师承诺

分析师 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。