

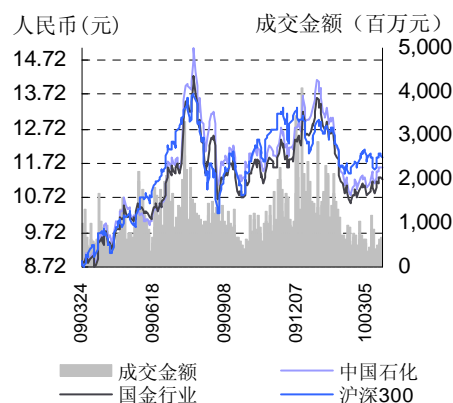
市价(人民币): 52.21元

目标(人民币): 74.49元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	27.29
总市值(百万元)	5,699.24
年内股价最高最低(元)	119.89/42.09
沪深300指数	3193.23



行业拐点的整合者 转型云计算的革命者

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.507	0.616	0.958	1.131	2.483
每股净资产(元)	4.436	5.479	6.724	8.877	11.443
每股经营性现金流(元)	1.156	1.643	2.215	3.472	4.696
市盈率(倍)	N/A	N/A	52.08	44.11	20.10
行业优化市盈率(倍)	N/A	208.97	233.29	233.29	233.29
净利润增长率(%)	31.64%	21.46%	55.46%	18.07%	119.51%
净资产收益率(%)	22.07%	21.84%	25.72%	23.56%	34.34%
总股本(百万股)	45.80	45.80	109.16	109.16	109.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **IDC行业面临两大变局, 抓住机遇者将有望成为中国的 Rackspace:**
 - ◆ **IDC行业整合, 集中化大势所趋:** 中国IDC行业市场一直不够规范, 大量落后产能依托出口带宽资源生存, 扰乱市场价格体系。随着互联网客户集中化、单体客户规模化、需求正规化以及云计算的发展, 拥有自有机房、规模较大的IDC运营商将胜出, 行业集中化的拐点已经出现。
 - ◆ **云计算迅猛发展, 补足短板成就中国 Rackspace:** 中国: 云计算在2014年进入加速期, 表现为国内云计算企业四大阵营(互联网企业、专业云计算企业、IT企业和IDC企业)加速布局、政府采购机制转换引导云计算需求、国外巨头纷纷抢滩。我们认为光环新网有望打造中国版的Rackspace。
- **光环新网具备三大优势, 有望脱颖而出:**
 - ◆ **上市公司整合平台稀缺性:** 目前在国内外证券市场上市的国内IDC企业一共有5家, 而全国第三方IDC企业共有数十家。无论是当前的传统IDC还是未来的云计算IAAS服务, 都是资金密集型业务, 上市公司融资、资本整合的平台作用将成为不可或缺的稀缺性资源;
 - ◆ **公司虽小, 体系俱全:** 光环新网拥有完整的基础设施体系, 除机房外, 还有北京城区环网以及较为丰富的出口带宽资源。同时公司业务遍及企业宽带接入和IDC各项业务, 积累的多年服务经验成为公司未来转型云计算的雄厚支撑;
 - ◆ **占据一线城市稀缺资源:** 北京从2013年开始停止审批新的IDC用地申请, 我们考虑到节能减排, 目前IDC供需两方面集中的一线城市都将停止审批, 而公司于今年在上海通过收购获得重要土地资源, 将成为发展的重要支撑。

投资建议

- 我们认为IDC行业将加速走向集中, 并加速云计算转型, 而公司兼具三大优势, 面临行业、公司两大拐点, 可长期看好。我们预计公司2014~2016年EPS分别为0.958元、1.131元和2.483元。

估值

- 我们给予公司2016年30倍EPS, 目标价74.49元。

风险

- 扩产、整合不达预期。

邢开允 联系人
(8621)60230250
xingky@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

IDC 行业面临两大变局，抓住机遇者将有望成为中国的 Rackspace. 4	
IDC 行业迎来最好时：竞争环境改善 行业迎来整合时刻.....	4
云计算迅猛发展，助推 IDC 整合+转型	5
光环新网具备三大优势，有望脱颖而出	8
优势一：上市公司整合平台稀缺性.....	8
优势二：公司虽小，体系俱全	9
优势三：占据一线城市稀缺资源	9
收入和盈利预测.....	10
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：中国互联网网民数量增长情况.....	4
图表 2：2008 年-2013 年中国 IDC 市场规模及增长（单位：亿元）	4
图表 3：2013 年-2016 年中国 IDC 市场规模预测（单位：亿元）	4
图表 4：2011 年中国 IDC 公司的机房服务器数量	5
图表 5：2012 年中国 IDC 公司的机房服务器数量	5
图表 6：2012 年中国 IDC 市场结构：自有机房已三分天下有其一	5
图表 7：阿里云首页	6
图表 8：金山云首页	6
图表 9：Ucloud 首页	6
图表 10：上海有孚首页	6
图表 11：华为云首页	7
图表 12：浪潮云首页	7
图表 13：世纪互联-微软 Windows Azure 服务.....	7
图表 14：世纪互联-IBM：基于 CMS 的云计算服务.....	7
图表 15：中国公有云市场仅占全球的不足 1%.....	8
图表 16：第一批通过可信云服务认证的企业信息披露：无一外企入围	8
图表 17：国内主要上市的 IDC 服务企业比较.....	9
图表 18：宽带接入服务示意图	9
图表 19：IDC 及其增值服务示意图	9
图表 20：《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》相关内容.....	10
图表 21：光环新网已建、在建和正在规划中的 IDC 项目	10
图表 22：北京、上海 IDC 市场对比（单位：亿元）	11
图表 23：光环新网 IDC 产能及预测（单位：柜）	11
图表 24：公司收入预测（单位：百万元）	11
图表 25：光环新网主营业务收入及其增速（单位：百万元）	12

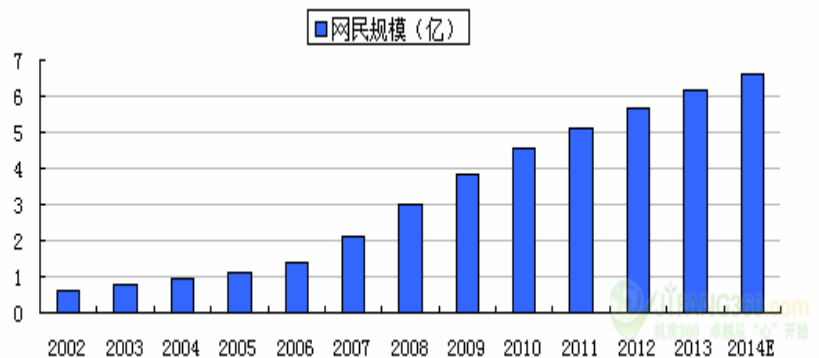
图表 26: 光环新网全面摊薄 EPS 及其增速 (单位: 元/股)	12
图表 28: 公司收入预测	13

IDC 行业面临两大变局，抓住机遇者将有望成为中国的 Rackspace

IDC 行业迎来最好时：竞争环境改善 行业迎来整合时刻

- 中国 IDC 行业市场一直不够规范，大量落后产能依托出口带宽资源生存，扰乱市场价格体系。随着互联网客户集中化、单体客户规模化、需求正规化以及云计算的发展，拥有自有机房、规模较大的 IDC 运营商将胜出，行业集中化的拐点已经出现。
- 行业发展欣欣向荣：中国信息消费，工信部数据显示 2014 年上半年我国信息消费 1.34 万亿元，同比增长 20%，与 2013 年增速基本持平。目前，我国网民规模稳步增加。受益于宽带中国的实施，网络带宽快速提升，4G 基站的建设方兴未艾，电子商务、移动互联网、视频和游戏等下游应用也在快速发展，这些推动数据中心市场发展的驱动力依然非常强劲。

图表1：中国互联网网民数量增长情况



来源：国金证券研究所 机房 360

图表2：2008 年-2013 年中国 IDC 市场规模及增长 (单位：亿元)



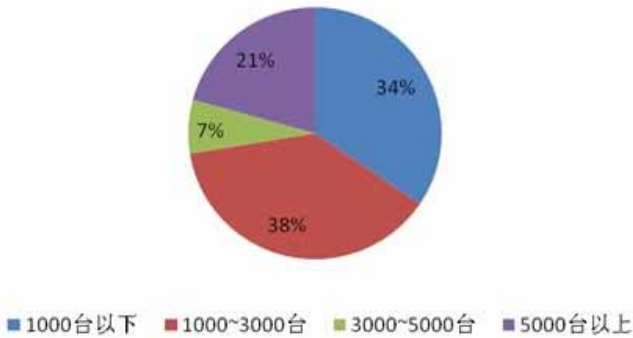
来源：国金证券研究所 IDC 圈

图表3：2013 年-2016 年中国 IDC 市场规模预测 (单位：亿元)



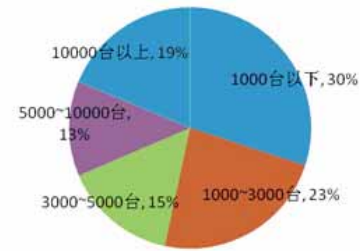
- 格局分散初步改善：中国民营第三方 IDC 的典型经营策略是获取出口带宽资源然后租用外部机房提供主机托管等服务，但由于这种模式缺乏核心竞争力和壁垒，往往导致市场价格体系混乱。而随着互联网企业客户在近几年实现飞速发展，企业规模大大扩展，对 IDC 服务的要求极大提高，大型机房由此受益。据 IDC 圈统计，2012 年相对于 2011 年，中国 IDC 的市场结构有所改善，5000 台以上的大型机房数量占比从 21% 提升到 32%，而 5000 万服务器以下的小型机房仍然占有全部 IDC 数量的 68%。我们认为中国第三方 IDC 机房市场的拐点已经到来，规模化、集中化将成为未来几年行业发展最大的关键词。

图表4: 2011年中国IDC公司的机房服务器数量



来源: 国金证券研究所 IDC 圈

图表5: 2012年中国IDC公司的机房服务器数量



图表6: 2012年中国IDC市场结构: 自有机房已三分天下有其一



来源: 国金证券研究所 IDC 圈

云计算迅猛发展, 助推 IDC 整合+转型

- 中国: 云计算在 2014 年进入加速期, 表现为国内云计算企业四大阵营 (互联网企业、专业云计算企业、IT 企业和 IDC 企业) 加速布局、政府采购机制转换引导云计算需求、国外巨头纷纷抢滩。
- 互联网企业: 以 BAT 为主, 强在多年运营的技术和服务优势、伴随互联网大发展带来的资金优势以及近年来 BAT 在搜索、电商、社交娱乐等领域做大平台积累的对中小型 B 端用户 (如阿里的商户或百度、腾讯的开发者) 的服务经验, 但相对于整个云计算政企客户群, 一直面相个人互联网用户和中小 B 端用户的渠道能力是 BAT 等互联网企业的弱点。阿里凭借多年电商 IT 系统地运营经验实现了 X86 服务器+飞天操作系统架构下的云计算体系, 并开始进行外溢, 为布局云计算收购万国数据、PHPWind, 和华数合作在多个省份推动政务云落地; 金山-小米系则通过金山云布局 IAAS 并面向 B 端用户、小米云布局 PAAS/SAAS 并面向 C 端用户, 形成体系, 并计划未来 3~5 年投入 10 亿美元支撑云计算业务的发展;

图表7: 阿里云首页



来源: 国金证券研究所 阿里云 金山云

图表8: 金山云首页



- 专业云计算企业: 布局云计算的第二类公司是专业云计算厂商, 如 Ucloud 和上海有孚, 其将重点放在技术和服务上, 多终端布局 IAAS 领域, 多面向初创型互联网企业。专业云计算企业从一开始就是云计算服务企业, 因此其中的强者在产品、服务方面也积累了一定的经验;

图表9: Ucloud 首页



来源: 国金证券研究所 UCloud 上海有孚

图表10: 上海有孚首页



- IT 企业: 华为、浪潮等传统 IT 硬件厂家在云计算时代面临被颠覆的风险, 因此主动从硬件模式转型服务模式是其首选。但硬件企业在对 B 端用户的服务经验和渠道资源上较为欠缺;

图表11: 华为云首页



图表12: 浪潮云首页



来源: 国金证券研究所 华为云 浪潮云

- IDC 企业和电信运营商: 现成的机房、光纤等基础设施、长期面向政企客户的渠道市场资源以及多年来的服务和运营经验是其优势, 而技术能力相对欠缺是其弱点。对于电信运营商而言, 资源和客户积累都是天然的优势, 但内部条块割裂和机制是其弱势。而对于民营第三方 IDC 来说, 通过良好和上规模的 IDC、传输网布局减少对基础电信运营商的依赖性, 充分发挥自身在政企客户资源和运营服务经验, 通过内部研发或外部收购解决自身的技术短板则是其取得突破的路径。

图表13: 世纪互联-微软 Windows Azure 服务



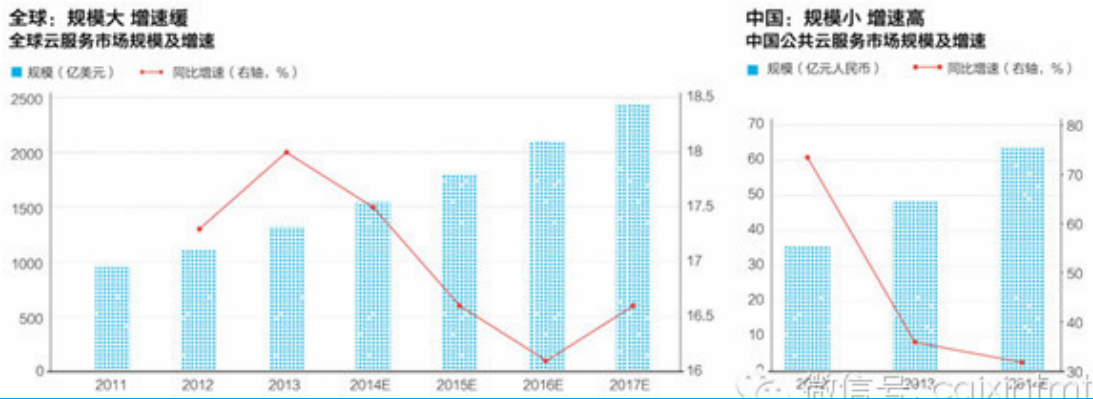
来源: 国金证券研究所 世纪互联

图表14: 世纪互联-IBM: 基于 CMS 的云计算服务



- 国外巨头纷纷抢滩: 目前已经有 IBM、微软、亚马逊等国外云计算巨头进入中国, 技术积累、产品运营经验是其主要优势, 但面临着信息安全壁垒而无法直接开战云计算服务, 往往需要通过国内合作伙伴和代理商进行;
- 政府修订采购标准, 云计算服务纳入采购范围, 需求有望得到启动, 据工信部电信研究院相关人员估计政府云服务采购规模有望达到 500 亿元, 相当于当前共有云市场规模的十倍;
- 2013 年 3 月杭州市政府从四个项目开始了政务云试点, 之后为推动云采购要求政府各部门非涉密项目原则上不再采购 IT 硬件设备;
- 2014 年 6 月, 工信部电信研究院标准所互联网中心主任何宝宏对媒体表示在财政部、工信部、中央国家机关政府采购中心等单位支持下, 《政府采购云服务指南》已完成编写, 以推动云服务在政府和公用事业机构中的应用;

图表15: 中国公有云市场仅占全球的不足1%



来源: 国金证券研究所 财新 TMT

- 信息安全壁垒耸立, 中国企业有望受益云计算: 信息安全是一道红线, 除了外企难以直接进入中国市场, 政府云服务采购也要依据可信云计算体系, 从通过认证的企业中选取服务商。
- 从目前通过第一批可信云计算的厂家中可以看出, 包含了互联网企业 5 家、IDC/CDN 企业/电信运营商 7 家、专业云计算厂家 2 家、IT 硬件厂家 2 家;
- 除政府采购外, 可信云服务认证也为整个行业树立了标准, 通过可信云服务认证的企业在未来竞争中会占据优势;

图表16: 第一批通过可信云服务认证的企业信息披露: 无一外企入围

项目	评测企业名称										
	阿里巴巴	百度	京东	腾讯	世纪互联	腾讯	Ucloud	新浪	中国电信	中国移动	
IDC	自有	租用有IDC牌照的机房	租用有IDC牌照的机房	自有	自有	自有	租用有IDC牌照的机房	租用	自有	自有	
已经通过的认证	ISO27001	---	---	---	ISO27001	---	---	---	---	ISO9000、ISO27001	

项目	评测企业名称								
	苏州园科	浪潮	华为	上海有孚	甘肃移动	万国数据	奇虎360	金山云	网宿
IDC	自有	自建	自有	自有	自有	自有	自有	租用有IDC牌照的机房	租用
已经通过的认证	ISO9000-1:2008/ISO27001:2005/ISO9001:2008	---	---	ISO9001、ISO7001	---	---	---	---	---

来源: 国金证券研究所 数据中心联盟

光环新网具备三大优势, 有望脱颖而出

优势一: 上市公司整合平台稀缺性

- 上市公司整合平台稀缺性: 目前在国内外证券市场上市的国内 IDC 企业一共有 4 家 (世纪互联/美股、鹏博士/A 股、光环新网/A 股、首都在线/新三板、太平洋电信/港股), 就未来跟传统 IDC 业务重合度较高的 IAAS 服务, 也是典型的资金密集型业务, 因此充分发扬上市公司融资、资本整合的平台作用将成为不可或缺的稀缺性资源;
- IAAS 业务是典型的重资产业务: 用户不再自己购买服务器或路由器等 IT 设备, 而是直接 IAAS 服务商租赁服务, 因此必须由 IAAS 服务商自己购买设备、自建机房或向 IDC 租赁机房。本质上仍属于重资产行业, 规模效应比传统 IDC 更加突出, 能否发挥上市公司低成本融资、并购重组的优势更加重要;

图表17: 国内主要上市的 IDC 服务企业比较

	上市地点	公司当前规模	公司市值	公司大股东持股比例
光环新网	A股创业板	6000机柜	57.6亿	46.90%
鹏博士	A股主板	1.3万机柜	237.7亿	7.26%
世纪互联	纳斯达克	1.8万机柜	74.1亿	11%
首都在线	新三板	8300万元收入	6.3亿	46.50%

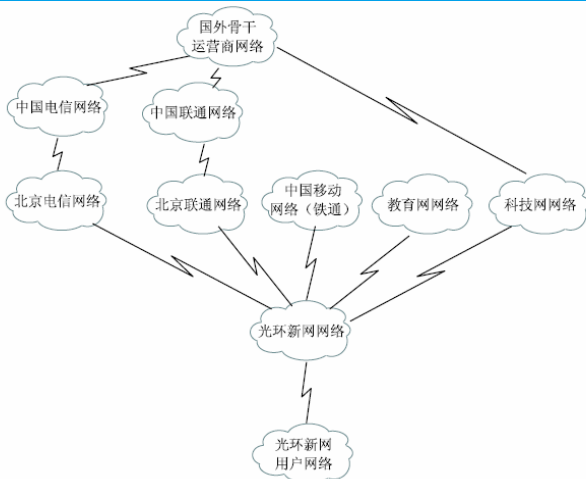
来源: 国金证券研究所

- 我们认为 A 股与外盘、新三板的估值差、国家外汇管制政策、股权稀释空间等方面来看, 光环新网拥有目前全行业最好的融资和并购条件, 如果明确整合方向、加速整合进展, 有望实现快速的赶超跨越。

优势二: 公司虽小, 体系俱全

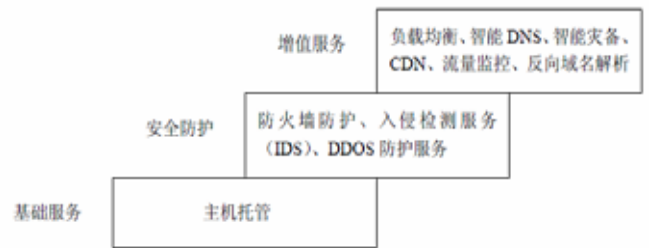
- 光环新网拥有完整的基础设施体系, 除机房外, 还有北京城区环网以及较为丰富的出口带宽资源。同时公司业务遍及企业宽带接入和 IDC 各项业务, 积累的多年服务经验成为公司未来转型云计算的雄厚支撑;

图表18: 宽带接入服务示意图



来源: 国金证券研究所 公司公告

图表19: IDC 及其增值服务示意图



- 机房资源和出口带宽资源: 公司具有高质量的 IDC 机房。目前公司拥有 6,812 平方米自建 IDC 机房。自建 IDC 本身成本较低, 再加上较高的利用率, 使得公司的 IDC 营利性较好。
- 北京地区光纤环网: 公司具备较完善的网络基础设施。公司在北京拥有 2,600 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。
- 企业宽带接入业务提高带宽复用率: 公司同时向企业用户和社区运营商提供互联网服务, 由于企业用户使用网络时间主要集中在白天工作时间, 而社区运营商主要在晚上非工作时间, 这种“错峰效应”进一步提高了带宽利用率, 降低了公司业务运营的带宽成本。
- 丰富的客户服务经验: 公司在为客户提供 IDC 基础服务的同时, 还向用户提供多样化的增值服务, 如负载均衡服务、智能 DNS 服务、CDN 服务等。公司 IDC 及其增值服务的主要客户包括亚马逊中国、当当网、凡客诚品等知名企业。

优势三: 占据一线城市稀缺资源

- 我们认为一线城市作为 IDC 需求最旺盛的地区，由于土地资源紧缺和节能减排的原因，将逐步限制 IDC 新增或扩建项目，存量的 IDC 资源稀缺性将愈加凸显。一方面，公司于今年在上海通过收购获得重要土地资源，将成为发展的重要支撑；另一方面，公司作为国内 IDC 行业最适合并购的整合平台，有望通过资本工具整合一线城市资源，加速布局。
- 北京停止审批新建和扩展 IDC 项目：根据 2014 年 9 月发布的《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》，明确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）。目前存量的 IDC 土地资源的稀缺性大大提高；

图表20: 《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》相关内容

门类(名称)	管理措施	主管部门
信息传输、软件和信息技术服务业	禁止新建和扩建： (6592)呼叫中心、(6540)数据处理和存储服务中的银行卡中心、数据中心(PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外)	市经济信息化委

来源：国金证券研究所 北京市政府网站

- 公司在上海获得大面积低成本土地：2014 年中公司通过全资收购上海明月光学有限公司在上海获得 33,765.66 平方米建筑面积的使用空间，用以建设光环新网上海嘉定绿色云计算基地。这部分土地的获取成本为 2778 元/平方米（按使用面积），经济性甚至好于鹏博士在北京酒仙桥 IDC 的租赁成本（按使用面积每平方米 667 元），项目预计将于 2015 年内建成投产，意味着公司的产能将在一年内翻番。

图表21: 光环新网已建、在建和正在规划中的 IDC 项目

	单位	建筑面积	使用面积	可租用机柜数
		平方米	平方米	个
已建成	东直门	3,160.0	1,822.4	527
	酒仙桥一期	3,773.5	3,327.9	932
小计		6,933.5	5,150.3	1,459
在建或规划中	酒仙桥二期	8,460.8	7,500.0	671
	燕郊数据中心	11,100.0	6,100.0	1,220
	亦庄数据中心	25,000.0	13,350.0	2,670
	上海数据中心	33,765.7	30,000.0	6,000
合计		60,260.0	48,750.3	9,350

来源：国金证券研究所 公司公告

收入和盈利预测

- 公司前景判断：公司亦庄数据中心一期预计 2015 年将有 850 个机架、二期预计将有 1100 个机架投产。同时上海项目预计将于 2015 年底投产，规模预计为 6000 个机柜。
- 目前北上广深一线城市 IDC 受移动互联网、云计算需求牵引持续增长。考虑到中国公有云仍处于发展的初级阶段，大量分散在政企单位自有机房中的 IT 系统仍将持续迁移到运算，互联网更加发达、云计算发展前景更好的北上广深对 IDC 的需求将持续扩张。
- 另一方面，在北京之后，我们认为未来几年上海、广州、深圳等其他一线城市也将在土地、能源束缚下对 IDC 项目进行限制，在供给预期受限、需求预期持续扩张的情况下，我们看好公司加快在一线城市的布局；

图表22: 北京、上海 IDC 市场对比 (单位: 亿元)

年份		2010年	2011年	2012年	2013年
北京地区	市场规模	14.8	26.4	45.9	80.7
	增长率	62.60%	78.30%	73.80%	75.80%
	占全国市场比重	25.17%	29.07%	32.86%	36.35%
上海地区	市场规模	12.5	24.4	44.5	82
	增长率	81.10%	95.20%	82.30%	84.20%
	占全国市场比重	21.26%	26.87%	31.85%	36.94%

来源: 国金证券研究所 公司公告

图表23: 光环新网 IDC 产能及预测 (单位: 柜)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
东直门机房	495	495	495	495	495	495	495	495
酒仙桥一期	0	450	899	899	899	899	899	899
酒仙桥二期				671	671	671	671	671
燕郊数据中心					2670	2670	2670	2670
亦庄数据中心						720	1570	1570
上海数据中心								6000
合计	495	945	1394	2065	4735	5455	6305	12305

来源: 国金证券研究所 公司公告

图表24: 公司收入预测 (单位: 百万元)

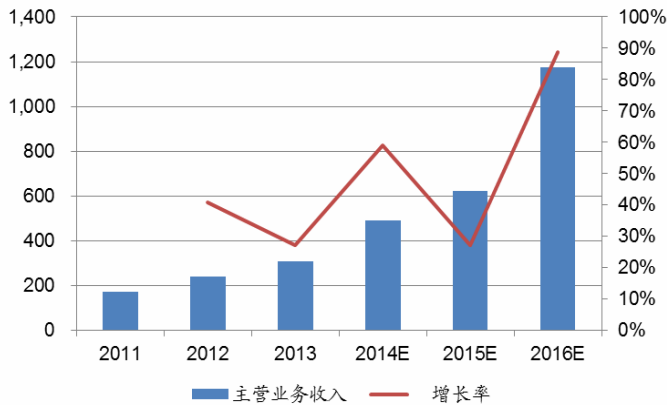
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DC 及其增值服务	37.28	79.29	144.46	233.16	407.37	531.91	1076.32
互联网宽带接入服务	92.07	87.32	80.63	64.21	70.63	77.69	85.46
其他	4.30	5.58	17.13	10.79	11.86	13.05	14.36
总计	133.65	172.19	242.23	308.15	489.86	622.65	1176.13

来源: 国金证券研究所 公司公告

■ 收入和业绩预测:

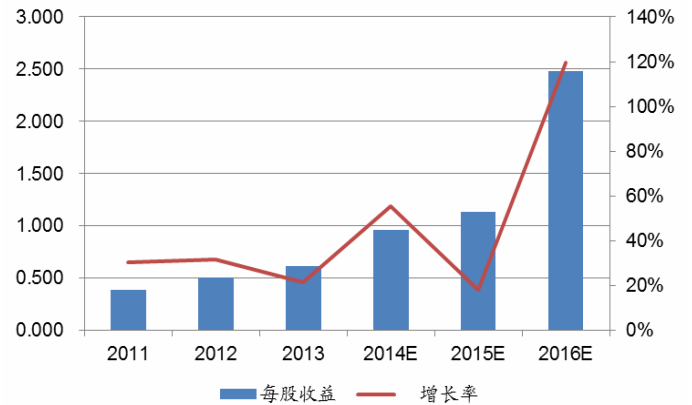
- 我们预计公司 2014~2016 年收入分别为 4.99 亿元、6.23 亿元和 1176.1 亿元, 同比增长 58.97%、27.11%和 88.89%。
- 我们预计公司同期归属净利润分别为 1.05 亿元、1.23 亿元和 2.71 亿元, 同比分别增长 55.46%、18.07%和 119.51%。对应 EPS 分别为 0.958 元、1.131 元和 2.483 元。

图表25: 光环新网主营业务收入及其增速 (单位: 百万元)



来源: 国金证券研究所

图表26: 光环新网全面摊薄EPS及其增速 (单位: 元/股)



■ 投资建议

- 公司当前股价对应 2014~2016 年 EPS 为 52.55 倍、44.51 倍和 20.27 倍。我们认为公司目前处于快速投入期, 大量产能释放伴随在建工程转固, 同时新建项目招商需要过程利用率提高也需要一年左右时间释放, 因此公司业绩释放之后于基本面的改善, 故此尽管公司股价对应 2014、2015 年业绩估值较高, 但我们仍认为公司当前股价从长期来看极具投资价值。
- 此外, IDC 当前处于极度分散的结构中, 行业龙头鹏博士 (2014 年预计 6.2 亿)、世纪互联 (2014 年预计 27 亿) 在整体市场上的占有率分别仅有 1.9%、8.2%, 行业集中过程将在进行中。因此我们认为在光环新网具备极佳的整合平台要素的情况下, 公司享有一定的溢价也是有道理的。
- 我们给予公司 2016 年 30 倍, 对应目标价 74.49 元, 给予“买入”评级。

- 风险提示: 扩产、整合不达预期。

图表27: 公司收入预测

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
IDC及其增值服务							
销售收入 (百万元)	37.28	79.29	144.46	233.16	407.37	531.91	1,076.32
增长率 (YOY)		112.71%	82.19%	61.40%	74.72%	30.57%	102.35%
毛利率	54.81%	50.98%	55.44%	52.60%	50.00%	50.00%	52.00%
销售成本 (百万元)	16.85	38.87	64.37	110.52	203.69	265.96	516.63
增长率 (YOY)		130.73%	65.62%	71.68%	84.30%	30.57%	94.26%
毛利 (百万元)	20.43	40.42	80.09	122.64	203.69	265.96	559.69
增长率 (YOY)		97.84%	98.13%	53.13%	66.08%	30.57%	110.44%
占总销售额比重	27.89%	46.05%	59.64%	75.66%	83.16%	85.43%	91.51%
占主营业务利润比重	27.70%	46.09%	67.26%	83.38%	87.80%	89.52%	94.23%
互联网宽带接入服务							
销售收入 (百万元)	92.07	87.32	80.63	64.21	70.63	77.69	85.46
增长率 (YOY)		-5.16%	-7.65%	-20.38%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	54.81%	50.98%	47.10%	27.71%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	41.61	42.80	42.66	46.41	49.44	54.38	59.82
增长率 (YOY)		2.88%	-0.35%	8.81%	6.52%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	50.46	44.51	37.98	17.79	21.19	23.31	25.64
增长率 (YOY)		-11.79%	-14.68%	-53.15%	19.09%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	68.89%	50.71%	33.29%	20.84%	14.42%	12.48%	7.27%
占主营业务利润比重	68.40%	50.76%	31.89%	12.10%	9.13%	7.84%	4.32%
其他							
销售收入 (百万元)	4.30	5.58	17.13	10.79	11.86	13.05	14.36
增长率 (YOY)		29.83%	206.82%	-37.04%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	66.95%	49.49%	5.90%	61.78%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	1.42	2.82	16.12	4.12	4.75	5.22	5.74
增长率 (YOY)		98.42%	471.60%	-74.43%	15.11%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	2.88	2.76	1.01	6.66	7.12	7.83	8.61
增长率 (YOY)		-4.03%	-63.42%	559.22%	6.84%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	3.22%	3.24%	7.07%	3.50%	2.42%	2.10%	1.22%
占主营业务利润比重	3.90%	3.15%	0.85%	4.53%	3.07%	2.64%	1.45%
销售总收入 (百万元)	133.65	172.19	242.23	308.15	489.86	622.65	1176.13
销售总成本 (百万元)	59.87	84.49	123.15	161.05	257.87	325.56	582.20
毛利 (百万元)	73.77	87.70	119.08	147.10	231.99	297.09	593.94
平均毛利率	55.20%	50.93%	49.16%	47.74%	47.36%	47.71%	50.50%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	172	242	308	490	623	1,176	货币资金	72	26	43	200	220	242
增长率		40.7%	27.2%	59.0%	27.1%	88.9%	应收款项	14	26	31	55	69	131
主营业务成本	-83	-123	-164	-258	-326	-582	存货	0	0	1	1	1	2
%销售收入	48.4%	50.8%	53.1%	52.6%	52.3%	49.5%	其他流动资产	21	46	54	92	116	206
毛利	89	119	145	232	297	594	流动资产	107	98	128	348	407	581
%销售收入	51.6%	49.2%	46.9%	47.4%	47.7%	50.5%	%总资产	45.5%	59.5%	62.0%	38.0%	30.2%	30.8%
营业税金及附加	-6	-8	-11	-17	-22	-41	长期投资	0	15	15	16	15	15
%销售收入	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	117	31	24	535	900	1,263
营业费用	-13	-15	-18	-27	-34	-65	%总资产	49.8%	18.6%	11.6%	58.5%	66.9%	66.9%
%销售收入	7.5%	6.0%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	11	20	39	13	21	27
管理费用	-23	-31	-35	-54	-68	-129	非流动资产	128	67	79	567	938	1,308
%销售收入	13.2%	12.9%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	54.5%	40.5%	38.0%	62.0%	69.8%	69.2%
息税前利润 (EBIT)	47	65	81	134	173	359	资产总计	236	165	207	915	1,345	1,889
%销售收入	27.4%	26.9%	26.1%	27.4%	27.7%	30.5%	短期借款	0	0	57	349	621	733
财务费用	1	1	-2	-11	-28	-40	应付款项	22	48	74	135	171	319
%销售收入	-0.7%	-0.3%	0.5%	2.2%	4.4%	3.4%	其他流动负债	6	8	9	23	28	47
资产减值损失	0	0	0	0	0	-1	流动负债	28	55	140	508	820	1,098
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	4	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	32	59	143	508	820	1,099
营业利润	48	65	79	123	145	318	普通股股东权益	203	251	308	407	524	789
营业利润率	28.1%	27.0%	25.5%	25.1%	23.3%	27.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	236	310	452	915	1,345	1,889
税前利润	50	65	79	123	145	319	比率分析						
利润率	28.8%	27.0%	25.6%	25.1%	23.3%	27.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7	-10	-12	-18	-22	-48	每股指标						
所得税率	15.1%	15.4%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.919	1.209	1.469	0.958	1.131	2.483
净利润	42	55	67	105	123	271	每股净资产	4.436	5.479	6.724	8.877	11.443	17.230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	1.156	1.643	2.215	3.472	4.696	8.977
归属于母公司的净利润	42	55	67	105	123	271	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.130	0.130	0.130
净利率	24.4%	22.9%	21.8%	21.3%	19.8%	23.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.71%	22.07%	21.84%	25.72%	23.56%	34.34%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	17.86%	17.87%	14.89%	11.43%	9.18%	14.35%
净利润	42	55	67	105	123	271	投入资本收益率	19.55%	21.76%	18.67%	15.06%	12.81%	20.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	14	22	36	58	83	主营业务收入增长率	28.84%	40.67%	27.21%	58.97%	27.11%	88.89%
非经营收益	0	0	2	11	32	44	EBIT增长率	30.05%	37.79%	23.66%	66.46%	28.76%	107.87%
营运资金变动	1	6	10	8	2	13	净利润增长率	30.31%	31.64%	21.46%	55.46%	18.07%	119.51%
经营活动现金净流	53	75	101	159	215	411	总资产增长率	23.14%	31.52%	45.82%	341.40%	46.99%	40.48%
资本开支	-65	-98	-134	-279	-429	-452	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	18.9	26.2	29.4	35.0	35.0	35.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	1.1	0.8	1.2	1.5	1.5	1.5
投资活动现金净流	-65	-98	-134	-280	-429	-452	应付账款周转天数	28.3	36.4	47.8	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	233.3	#DIV/0!	#DIV/0!	305.6	336.9	229.1
债权募资	0	0	57	291	271	113	偿债能力						
其他	0	-8	-12	-13	-38	-50	净负债/股东权益	-35.54%	-10.38%	4.50%	36.66%	76.38%	62.25%
筹资活动现金净流	0	-8	45	278	234	62	EBIT利息保障倍数	-37.6	-94.3	49.1	12.4	6.3	9.0
现金净流量	-13	-31	13	157	20	22	资产负债率	13.75%	19.00%	31.73%	55.50%	60.99%	58.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-07	买入	12.59	N/A
2 2008-04-28	买入	11.06	N/A
3 2008-08-25	买入	10.04	N/A
4 2008-10-29	买入	7.00	N/A
5 2009-03-29	买入	9.10	N/A
6 2009-08-20	买入	12.81	N/A
7 2009-10-30	买入	11.59	N/A
8 2009-12-14	买入	13.70	N/A

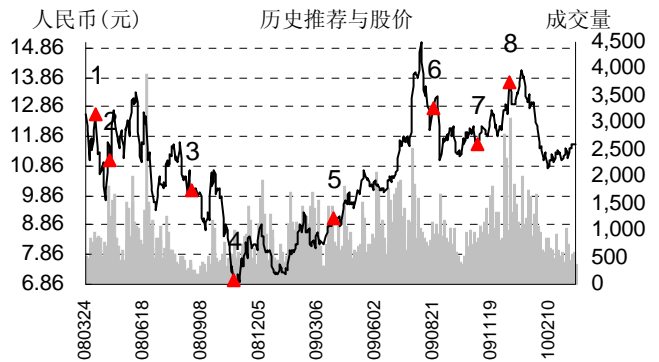
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室