



联讯证券

A

2016年08月12日

买入(首次评级)

当前价: 37.66 元
目标价: 38.01 – 73.86 元

传媒组&中小市值组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-84903252
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

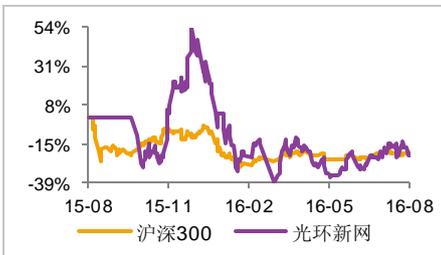
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
电话: 010-64814022
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王瑛

电话: 010-64408918
邮箱: Wangying_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 联讯证券研究所

光环新网(300383)

与 AWS 合作开始, 云计算业务成未来业绩爆发点

投资要点

◇ 中金云网并表后 IDC 及增值服务营收同比增长 32.78%, 毛利率小幅提升

目前 IDC 及其增值服务业务仍然是公司营收的主要来源, 贡献收入占比在 37.09%, 营业利润贡献占比在 63.42%。根据公司中报显示, 上半年 IDC 及增值服务业务平稳增长, 并表中金云网后实现 3.02 亿收入, 同比增长 32.78%, 毛利率与去年报表数据相比提升 1 个点; 公司目前在建 3 个新数据中心, 分别由公司的 3 个全资子公司光环云谷, 光环新网(上海)和德信致元来具体实施。募投项目完工后, 公司 IDC 数据中心规模进一步扩大, 客户服务能力将进一步提升; 公司主要客户群体为亚马逊、当当网等互联网客户, 通过收购中金云网, 公司获得了一批稳定而优质的金融行业高端客户, 行业实力进一步夯实。

◇ 未来最大看点-和 AWS 合作落地, 布局云计算全产业链

上半年公司 IaaS 云计算服务收入实现 4113 万元, 规模大幅增长, 毛利率 95.72%, 毛利率较上年同期增长 38.84%。

AWS 和公司合作落地, 解决了 AWS 在中国运营受限的问题。未来公司将按照双方的约定向亚马逊付费, 而亚马逊将向公司提供技术服务、支持以及授权, AWS 领先的技术和公司在国内积累多年的运营能力, 客户服务能力结合, 以及未来中国云计算市场广阔的空间, 都将为公司业绩高速增长提供强有力的保证。2015 年 AWS 给亚马逊贡献全球收入 78.8 亿美金, 同比增长接近 70%。未来三年若 AWS 维持 60% 以上的增长, 则其 2016, 2017, 2018 年的全球收入可以达到 126.08/201.73/322.76 亿美元。在运营受限的情况下, 2015 年 AWS 在中国收入规模在 1.56 亿人民币左右, 在中国公有云 IaaS 市场占有率仅约为 2%, 在 AWS 全球收入中仅占 0.3% (粗略以 1 美元=6 人民币的数值来进行估算), 假设未来三年 AWS 中国在运营问题得到解决后, AWS 中国区收入在全球收入占比得到提升, 保守预测为 4%, 6%, 8%, 而目前光环新网和 AWS 签约北京的运营权, 假设未来北京地区的收入在中国区收入中占比 50%, 则未来三年北京地区 AWS 的营业收入将大约达到 15.13 亿元, 36.3 亿元, 77.46 亿元, 公司可以从中分得一部分运营收入, 假设为 10%, 则公司 2016-2018 年从 AWS 合作中获得的收入将可能达到 1.51/3.63/7.74 亿元。

◇ 估值

预计公司 2016~18 年营业收入增长率分别为 175.40%、50.99%、49.15%、净利润增速 101.99%、77.34%、87.83%; 净利润分别为 2.29、4.06、7.63 亿元, 预测 2016 年、2017 年、2018 年 PE 为 120 倍、100 倍、70 倍, 对应目标股价 38.01 元, 56.17 元, 73.86 元, 未来股价仍然有翻倍空间, 首次覆盖给予“买入”评级。



目 录

一、中报业绩：营业总收入和净利润大幅增长	3
二、IDC 业务平稳增长，收购中金云网实力进一步增强	3
1.行业特征：竞争日益激烈，客户服务能力十分重要	3
2.中报点评：中金云网并表后 IDC 及增值服务营收同比增长 32.78%，毛利率小幅提升	5
3.IDC 募投项目稳步进行，客户服务能力将进一步增强	6
（1）光环云谷项目进展情况	6
（2）光环新网（上海）项目进展情况（原上海明月光学有限公司）	7
（3）德信致元项目进展情况	7
4.收购中金云网，客户资源实现互补	7
三、未来最大看点：云计算全产业链布局	8
1.行业特征	8
2.IAAS 业务实现重大突破，毛利率较去年同期增长 38.84%	9
3.与 AWS 合作落地，和云计算巨头共同成长	9
3.收购无双科技，衍生布局 SAAS 领域	10
（1）SEM 全程托管服务	11
（2）SEM 营销优化服务	11
（3）基于 SaaS 平台的产品授权使用业务	11
四、股票期权激励提升公司管理层积极性	12
五、公司估值	12

图表目录

图表 1： 2009-2015 全球 IDC 行业市场规模（亿美元）	3
图表 2： 2009-2015 年中国 IDC 行业市场规模（亿元）	4
图表 3： 2016-2018 年中国 IDC 行业市场规模预测（亿元）	5
图表 4： IDC 及其增值服务收入和增长率	5
图表 5： IDC 及其增值服务毛利率	5
图表 6： IDC 运营管理服务收入及毛利率	6
图表 7： 公司前五大客户收入占比	8
图表 8： 中国云计算市场规模	8
图表 9： 2014 年云计算全球市占份额	10
图表 10： 2015 年全球云计算市占份额	10
图表 11： 公司网站上关于 AG 助手的产品效果展示	11
图表 12： 公司服务过的客户	11
图表 13： 无双科技分业务报表	11
图表 14： 公司业绩考核目标	12
图表 15： 分业务收入预测	13
图表 16： 预测利润表	13



一、 中报业绩：营业总收入和净利润大幅增长

2016 年上半年，公司的营业收入为 83,779.65 万元，同比增长 219.54%；营业利润 16,683.46 万元，同比增长 207.74%；归属于上市公司股东净利润 13,234.98 万元，同比增长 183.83%。；扣除非经常性损益净利润 132,97.30 万元，同比增长 185.66%；基本每股收益 0.21 元，同比增长 133.33%。

二、 IDC 业务平稳增长，收购中金云网实力进一步增强

1. 行业特征：竞争日益激烈，客户服务能力十分重要

根据中国 IDC 圈子的数据显示,2014 年全球尤其是亚太地区云计算拉动的新一代基础设施建设进入加速期。2015 年全球 IDC 整体市场规模达到 384.6 亿美元,增速为 17.3%。

图表1： 2009-2015 全球 IDC 行业市场规模（亿美元）



资料来源:中国 IDC 圈, 联讯证券

2014 年中国 IDC 行业增长重回快车道。中国 IDC 行业市场规模在经历过 2011 年的高达 67.1% 的高速增长后, 2012、2013 年 IDC 增速明显下滑, 两年的增速分别为 23.4% 和 24.5%。2014 年政府加强政策引导、开放 IDC 牌照, 同时移动互联网、视频、游戏等新兴行业发展迅速, 重振 IDC 行业, 市场规模提升到 372.2 亿元, 增长 41.8%。**2015 年中国 IDC 市场延续了高速增长态势, 市场总规模为 518.6 亿元人民币, 同比增长 39.3%。**



图表2: 2009-2015 年中国 IDC 行业市场规模 (亿元)



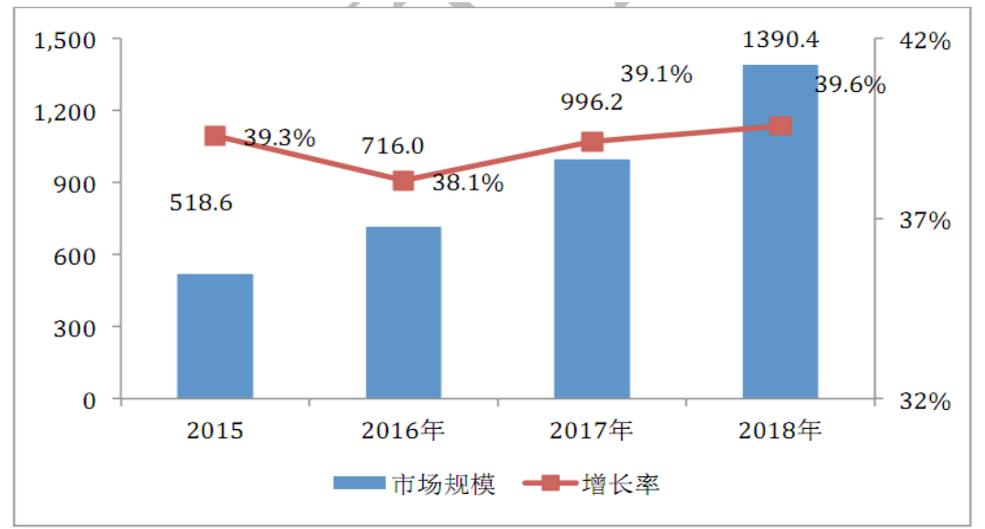
资料来源:中国 IDC 圈, 联讯证券

未来三年行业大概率保持稳定增长。根据中国 IDC 圈预测, 国家宽带提速, 互联网行业获得持续快速增长; 此外, “互联网+” 向产业加速渗透, 带来互联网流量快速增长, 这些都将拉动对数据中心等互联网基础设施需求的增长。**未来三年, 市场规模将保持 30% 以上的市场增速, 到 2017 年, 达到千亿的市场规模。**

行业竞争加剧, 做好客户服务是关键。由于进入 IDC 行业的壁垒主要是资质壁垒, 但对于资金和技术没有太高的要求, 因此 IDC 行业参与者较多; 2014 年 1 月国务院发布《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》(国发[2014]5 号文), “取消基础电信和跨地区增值电信业务经营许可证备案核准”, 吸引更多企业进入 IDC 行业; 而 2015 年地产、金融等行业企业凭借着资本和基础资源整合能力不断渗透进入 IDC 市场, 互联网巨头也为推进云服务战略投资建设大规模数据中心, 未来有可能导致市场行业竞争进一步加剧。**公司在行业里已经积累了丰富的客户资源, 服务能力得到认可, 在北京地区形成了较高的知名度, 拥有包括中国移动通信集团北京有限公司(中国移动)、中国联合网络通信有限公司(中国联通)、亚马逊通技术服务(北京)有限公司、北京凯迪迪爱通信技术有限公司(凯迪迪爱)、北京当当网信息技术有限公司(当当网)、凡客诚品(北京)科技有限公司(凡客诚品)等 3,000 多家忠诚度较高、消费能力较强的企业客户。2016 年上半年, 公司又与北京三快科技有限公司(美团网)也签订了 IDC 服务合同。**



图表3: 2016-2018 年中国 IDC 行业市场规模预测 (亿元)



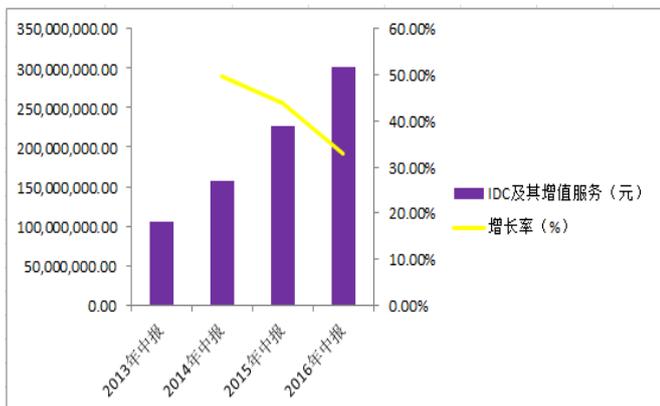
资料来源:中国 IDC 圈, 联讯证券

公司下游客户仍然处在高速增长期, 需求旺盛。中国互联网行业增长速度目前在全球范围内位于前列, 应用市场规模庞大, 未来中长期内成为 IDC 行业的核心下游需求提供者。而公司原来服务的客户也主要是位于互联网行业, 未来公司能够利用品牌和口碑优势, 开拓更多互联网行业客户资源。

2. 中报点评: 中金云网并表后 IDC 及增值服务营收同比增长 32.78%, 毛利率小幅提升

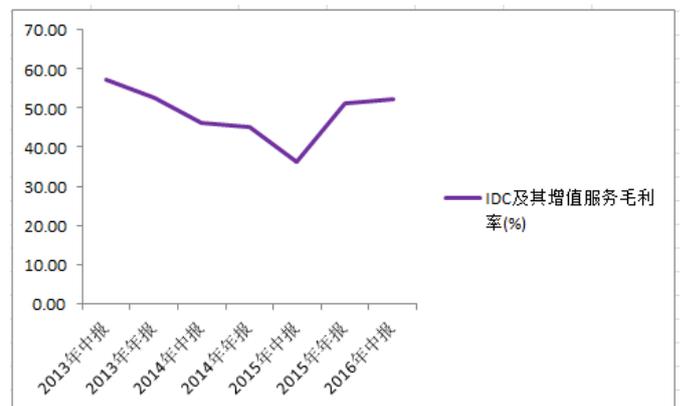
目前 IDC 及其增值服务业务仍然是公司营收的主要来源, 贡献收入占比在 37.09%, 营业利润贡献占比在 63.42%。根据公司中报显示, 上半年 IDC 及增值服务业务平稳增长, 并表中金云网后实现 3.02 亿收入, 同比增长 32.78%, 毛利率与去年报表数据相比提升 1 个点。

图表4: IDC 及其增值服务收入和增长率



资料来源:Choice, 联讯证券

图表5: IDC 及其增值服务毛利率



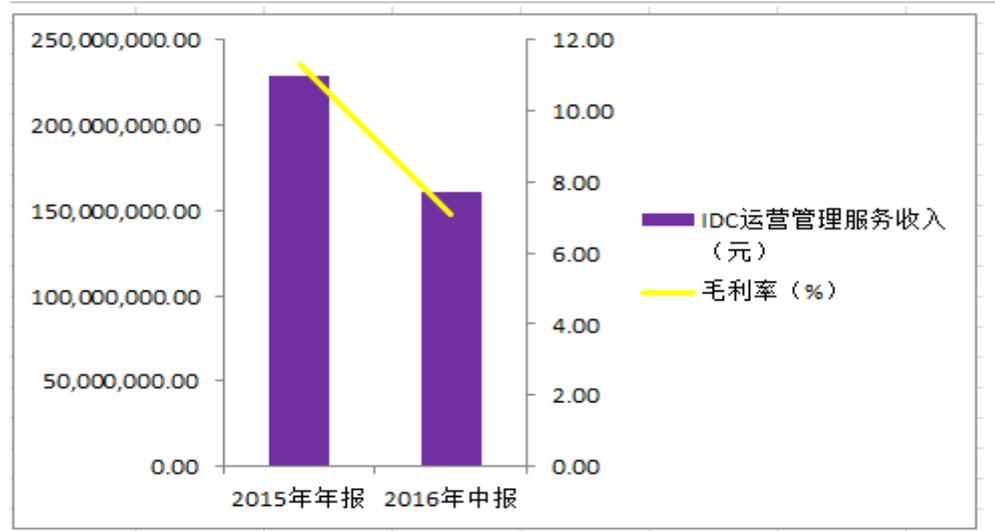
资料来源:Choice, 联讯证券



同时，多年来公司在 IDC 行业沉淀了丰富的经验，拥有专业的团队，**2015 年起开始帮助客户进行 IDC 的代运营服务**，比如公司与 KDDI 在北京亦庄地区合作的机房主要由公司负责运营维护，这一块的收入计入 IDC 运营管理服务一项。

上半年 IDC 运营管理服务一项实现 1.61 亿元收入，贡献收入占比 19.75%；毛利率为 7.11%，贡献利润占比 4.6%。2015 年全年该项实现收入为 2.29 亿元，今年仅上半年就已经实现去年全年业绩的 70%。

图表6： IDC 运营管理服务收入及毛利率



资料来源:Choice, 联讯证券

3. IDC 募投项目稳步进行，客户服务能力将进一步增强

公司目前主要在建 3 个新数据中心，分别由公司的 3 个全资子公司光环云谷，光环新网（上海）和德信致元来具体实施。今年 5 月底在公司重大资产重组募集配套资金到位后，公司使用募集资金置换了预先投入募投项目的自筹资金，并向光环云谷、光环新网（上海）、德信致远三家全资子公司进行增资。

目前公司各在建机房已经基本都采用分模块建设的方式，边建设边投产的方式能够有效地提高资金使用率。云计算技术的出现，使数据中心的建设呈现出大型化、集约化的趋势。按照传统建设模式建设一个大型数据中心需要花费纪念的时间。而互联网、大数据等行业客户业务变化快，需求随着业务的变化会有所不同，最初的设计很可能无法满足业务需求。因此在新建数据中心时采用模块化数据中心产品，使得公司在建设周期、能耗及全生命周期成本方面获得收益，能够更好地使用下游客户的需求。

（1）光环云谷项目进展情况

公司公告显示，2016 年 6 月 3 日公司第三届董事会 2016 年第四次会议同意公司使用募集资金 22,845 万元对全资子公司光环云谷科技有限公司进行增资，增资将根据燕



郊光环云谷二期项目的进度分期拨付到位。增资后，光环云谷注册资本由 5,180 万元增加至 28,025 万元，资本实力有较大提高。

根据公司 2016 年中报显示：燕郊光环云谷二期项目总投资 22,844.04 万元，报告期内已经投入 3,506.55 万元，截至报告期末累计投入 3,506.55 万元，投入进度 15.35%。

(2) 光环新网（上海）项目进展情况（原上海明月光学有限公司）

公司公告显示，2016 年 6 月 3 日公司第三届董事会 2016 年第四次会议同意公司使用募集资金 38,000 万元对全资子公司光环新网（上海）信息服务有限公司进行增资，增资将根据上海嘉定绿色云计算基地项目的进度分期拨付到位。本次增资后，光环新网（上海）注册资本由 9,500 万元增加至 47,500 万元。

本次所募集的资金按原定计划应投向宽带接入服务拓展项目，但是由于近几年市场环境的较大变化，公司及时调整自身战略，变更该项目募集资金投向收购光环新网（上海）信息服务有限公司（原上海明月光学有限公司）100%股权，并已于 2015 年 1 月完成了收购工作。

2016 年中报显示：上海嘉定绿色云计算基地项目总投资 57,354.83 万元，报告期内投入 4,950.85 万元，截至报告期末累计投入 4,950.85 万元，投入进度 8.63%

(3) 德信致远项目进展情况

公司公告显示，公司在报告期内使用募集资金 38,000 万元对全资子公司北京德信致远科技有限公司进行增资，增资将根据房山绿色云计算基地项目的进度分期拨付到位。本次增资后，德信致远注册资本由 10,000 万元增加至 48,000 万元。

2016 年中报显示：房山绿色云计算基地项目总投资 124,055.65 万元，本报告期内投入 846.27 万元，截至本报告期末累计投入 846.27 万元，投入进度 0.68%。

上市前公司利用自有资金完成了东直门机房、酒仙桥一期、燕郊一期机房的建设；上市后，公司利用 IPO 募集到的资金投资建设了酒仙桥二期机房（2015 年公司酒仙桥二期机房已全部竣工可为公司增加近 900 个机柜的服务能力）；随着本次募集资金的到位，公司将按照规划完成上海（嘉定）、燕郊二期、房山一期的项目建设。

募投项目完工后，公司 IDC 数据中心规模进一步扩大，客户服务能力将进一步提升。大力发展数据中心业务，除了拥有土地资源外，电力也是先决条件，此外《北京市新增产业的禁止和限制目录(2015 年版)》已经明确禁止新建 PUE 值在 1.5 以上的数据中心，这些对于运营能力较弱的 IDC 企业都造成了一些不利的影响，而公司在行业里已经拥有经验丰富的团队和完善的机房运营制度。

4. 收购中金云网，客户资源实现互补

2016 年上半年，中金云网完成了工商变更登记手续成为公司全资子公司，已于 2016



年 2 月并入公司财务报表。中金云网股东承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度公司净利润数分别不低于 **13,000 万元、21,000 万元、29,000 万元**，年复合增长率接近 **50%**。截至 **2016 年 6 月 30 日**，中金云网净利润为 **6156 万元**，已按计划实现了半年度业绩指标。

收购后上市公司将拥有中金云网占地面积约 **100 亩**，建筑面积 **10.15 万平方米**的优质数据中心资产。

中金云网所服务的客户主要为**对安全性要求较高的大型金融机构**，包括中国农业银行股份有限公司、华夏银行股份有限公司、北京农商银行、中国人民保险集团股份有限公司、新华人寿保险股份有限公司、国家税务总局、中国国际航空股份有限公司、天安人寿保险股份有限公司、弘康人寿保险股份有限公司、河北省新华书店有限责任公司等。此类客户相对于一般客户对价格的敏感度较低，而对安全性比较看重。

而公司主要客户群体为亚马逊、当当网等互联网客户，中金云网所服务的客户和公司资源实现互补，通过收购中金云网，公司获得了一批稳定而优质的金融行业高端客户，行业实力进一步夯实。

从公司中报数据上可以看到，上半年公司前五大客户收入比去年同期下降 **19.31%**，客户行业来源更加丰富，集中度进一步降低。

图表7： 公司前五大客户收入占比

报告期前五大客户收入总额	占公司全部收入比例	较上年同期增减
292211112.7	34.88%	-19.31%

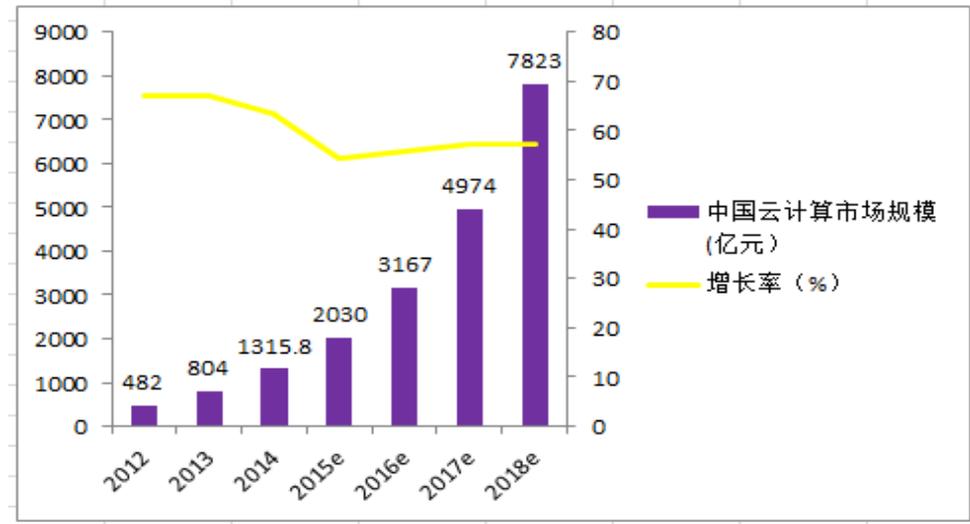
资料来源：公司公告，联讯证券

三、 未来最大看点：云计算全产业链布局

1. 行业特征

近三年中国云计算市场年均复合增长率高达 **61.5%**。一方面国内互联网的蓬勃发展，IT 企业向云计算转型的需求旺盛，另一方面，在《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》、《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》、《云计算综合标准化体系建设指南》等相关利好政策的推动下，2012~2015 年，我国云计算市场保持高速增长态势，年均复合增长率高达 **61.5%**。根据赛迪顾问预测，2016 年我国云计算市场整体规模可达到 **3167 亿元**，同比增长 **56%**。

图表8： 中国云计算市场规模



资料来源:赛迪顾问, 联讯证券

三类企业主导云计算市场。根据赛迪顾问的报告,目前市场形成三股强有力的竞争力量,即全球IT巨头(亚马逊、IBM、微软等)、国内互联网巨头(百度、阿里、腾讯),以及电信运营商(中国电信、中国移动、中国联通)。

亚马逊、微软、IBM等全球IT巨头与国内IDC厂商建立战略联盟,利用其技术优势及市场影响力,布局中国云计算市场;BAT等国内互联网巨头也在充分发挥其互联网资源优势的基础上进军云计算市场;基于强大的带宽、IDC、政企客户资源,以及技术、运营实力,移动、电信、联通三大运营商也纷纷进入我国云计算市场。

从IDC业务出发,公司积极布局云计算业务,一方面,IDC机房可以根据本地化的优势,直接对现有客户进行转化。另外,公司和AWS合作落地,学习其优秀技术,与巨头共成长,进一步增强自身实力。

2. IAAS 业务实现重大突破, 毛利率较去年同期增长 38.84%

公司IaaS云计算服务收入实现4113万元,规模大幅增长,毛利率95.72%,毛利率较上年同期增长38.84%。贡献收入占比5.05%,贡献利润占比15.84%。

2016年度公司持续进行网络安全防护和云计算功能模块的研发,并致力于混合云解决方案的开发。截止2016年6月,公司已经完成基于流量检测的DDOS自助防护系统项目的平台建设,正在进行深入开发以及系统测试。报告期内,公司针对多项云计算功能模块进行规划设计以及深入开发,截止2016年6月,云计算研发项目中已经完成虚拟路由器模块的开发工作,正在进行初期测试阶段。公司针对云计算产品的持续深入开发正在不断增强公司在公有云、混合云领域的服务能力。

3. 与 AWS 合作落地, 和云计算巨头共同成长

近日,公司与亚马逊签订了关于亚马逊授权公司基于公司北京及周边地区的基础设施,在中国境内提供并运营北京区域的亚马逊云技术及相关服务(AWS云服务)的《运营协议》。根据本协议,在亚马逊的授权和技术支持下,公司将基于北京及周边地区的基础设施在中国境内运营云服务基础设施和云服务平台,向中国客户提供AWS云服务。

AWS为全球市占率第一的云计算提供商。AWS(Amazon Web Services)是亚马

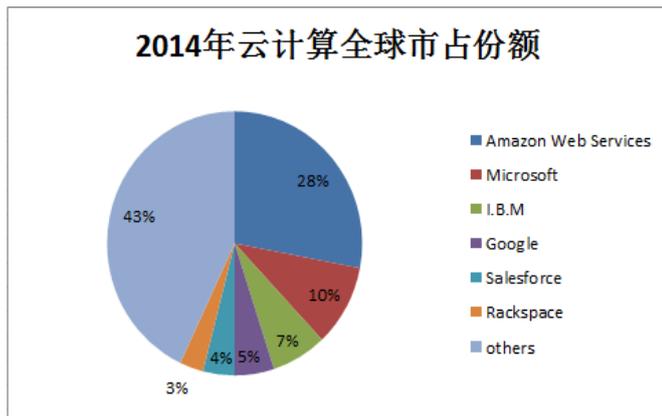


逊公司旗下面对全世界众多客户提供一整套云计算服务的公有云平台，近年来 AWS 迅速崛起，2014 年 AWS 在全球云计算的市占份额排在第一，为 28%，而在 2015 年，这个数据又一次被提升，AWS 全球市占份额达到了 31%，大大超过微软，谷歌等竞争对手。2015 年 AWS 给亚马逊贡献全球收入 78.8 亿美金，同比增长接近 70%。

AWS 中国的发展和其全球发展态势形成落差。由于营运牌照的问题，AWS 在中国的运营开始并不顺利，国外云计算提供商进入中国市场，IAAS 层面必须由本土企业提供运营服务，此前也已经有类似案例出现，比如甲骨文签约腾讯云进入中国云服务市场，微软借助世纪互联进军中国。根据咨询机构 IDC 分析报告，2015 年 AWS 在中国收入规模在 1.56 亿人民币左右，在中国公有云 IAAS 市场占有率仅约为 2%，在 AWS 全球业务收入中占比也十分微小，大大落后 AWS 在全球的收入增长。

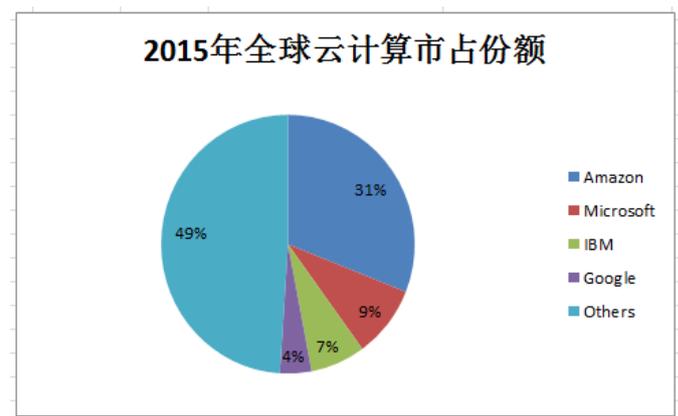
AWS 和公司合作，解决了运营受限的问题，未来发展空间潜力巨大。未来公司将按照双方的约定向亚马逊付费，而亚马逊将向公司提供技术服务、支持以及授权，AWS 领先的技术和公司在中国积累多年的运营能力，客户服务能力结合，以及未来中国云计算市场广阔的空间，都将为公司业绩高速增长提供强有力的保证。

图表9： 2014 年云计算全球市占份额



资料来源:Synergy Research,联讯证券

图表10： 2015 年全球云计算市占份额



资料来源: Synergy Research,联讯证券

3.收购无双科技，衍生布局 SAAS 领域

报告期内，公司完成对无双科技 100%股权的收购工作，无双科技已经完成了工商变更登记手续成为公司全资子公司，并已于 2016 年 3 月并入公司财务报表。无双科技股东承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度的净利润数分别不低于 3,500 万元、4,550 万元、5,915 万元，年复合增长率接近 30%。截至 2016 年 6 月 30 日，无双科技实现净利润为 2399.5 万元，已按计划实现了半年度业绩指标。其中，无双科技的广告托管服务毛利率为 4%，SaaS 云计算服务毛利率为 99.76%。

无双科技主要为广告主和广告代理公司提供专业的一站式搜索引擎营销服务解决方案，为客户提升广告投放效率。主要产品包括 AG 竞价助手、AG360 营销助手、AG 搜狗竞价助手 AG 网盟、AG 网站分析平台等。



图表11: 公司网站上关于 AG 助手的产品效果展示



资料来源:AnG 网站, 联讯证券

图表12: 公司服务过的客户



资料来源:AnG 网站, 联讯证券

无双科技的业务可以分为三类: SEM 全程托管服务业务、SEM 营销优化服务业务、基于 SaaS 平台的产品授权使用业务。

(1) SEM 全程托管服务

SEM 全程托管服务是在广告主提出 SEM 广告需求后, 无双科技代其进行账户开立, 并为其提供在付费搜索平台的营销账户的管理服务, 具体包括: 优化模型、预算分配、关键词出价、关键词扩展、账户重组/扩展以及下单执行等服务。无双科技通过对 SEM 竞价账户进行优化、管理、质量度优化、ROI 提升等, 最终实现广告精准展示、提升各个环节转化率、订单量、品牌曝光度等多方面提升。

(2) SEM 营销优化服务

SEM 营销优化服务是广告主在自行开立账户后, 将 SEM 竞价广告后台账户委托(外包)给无双科技, 由无双科技对 SEM 竞价账户进行优化、管理、质量度优化、ROI 提升等, 最终实现广告精准展示、提升各个环节转化率、订单量、品牌曝光度等多方面提升。与全程托管服务的主要区别为, SEM 营销优化服务相比全程托管服务, 不包含账户开立、账户重组/扩展以及下单执行等服务。

(3) 基于 SaaS 平台的产品授权使用业务

基于 SaaS 平台的产品授权使用业务指无双科技将其基于 SaaS 平台的 SEM 营销优化产品授权广告主使用, 广告主自行进行账户开立、账户重组/扩展、营销效果分析、营销优化等活动。无双科技在广告主使用过程中提供软件技术服务支持。

从公司收购草案中看到, 2015 年 1-8 月, 公司托管业务占比 91.27%, 但是该业务毛利率较低, 同时公司也积极开展毛利率较高的营销优化业务, 软件业务, 2015 年前八月公司实现扭亏为盈, 净利润为 2059 万元。

图表13: 无双科技分业务报表



2015年1-8月	收入	占比	成本	占比	毛利率
广告托管业务	27606	91.27%	24572	95.61%	10.99%
营销优化服务	597.22	1.97%	11.9	0.05%	98.01%
软件业务	134.97	0.45%			100%
其他业务	32.91	0.11%	17.64	0.07%	46.40%
DSP业务(收购时已剥离)	1874.33	6.20%	1098.59	4.27%	41.39%

资料来源：公司公告，联讯证券

四、 股票期权激励提升公司管理层积极性

公司于 2016 年 4 月 8 日召开的第三届董事会 2016 年第三次会议审议通过了《关于公司首期股票期权激励计划所涉股票期权授予相关事项的议案》。本次股权激励计划授予的期权分三个行权期行权，在行权的各会计年度中，分年度进行业绩考核，以达到业绩考核目标作为激励对象的行权条件。每一期行权的业绩条件如下表所示：

图表14： 公司业绩考核目标

行权期	公司业绩考核目标
第一个行权期	以 2015 年净利润为基数，公司 2016 年净利润增长率不低于 180%
第二个行权期	以 2015 年净利润为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 300%
第三个行权期	以 2015 年净利润为基数，公司 2018 年净利润增长率不低于 500%

资料来源：公司公告，联讯证券

这份期权激励设置了较高的公司业绩目标，在未来三年内能够最大程度地激励管理层，提升其积极性，有利于公司的长期发展。

五、 公司估值

IDC 及其增值业务：公司在行业内拥有较高的品牌知名度，团队具有 IDC 运营的丰富经验，随着公司新建数据中心的逐渐完工，以及中金云网的业绩贡献，预计 2017,2018 年该项业务的增速会大概率高于行业平均增长水平，预测值给予 48%,45%增长率。

IAAS 云计算业务：未来公司将按照双方的约定向亚马逊付费，而亚马逊将向公司提供技术服务、支持以及授权，AWS 领先的技术和公司在国内积累多年的运营能力，客户服务能力结合，以及未来中国云计算市场广阔的空间，都将为公司业绩高速增长提供强有力的保证。2015 年 AWS 给亚马逊贡献全球收入 78.8 亿美金，同比增长接近 70%。未来三年若 AWS 维持 60%以上的增长，则其 2016,2017,2018 年的全球收入可以达到 126.08/201.73/322.76 亿美元，在运营受限的情况下，2015 年 AWS 在中国收入规模在 1.56 亿人民币左右，在中国公有云 IAAS 市场占有率仅约为 2%，在 AWS 全球收入中仅占 0.3%（粗略以 1 美元=6 人民币的数值来进行估算），假设未来三年 AWS 中国在运营问题得到解决后，AWS 中国区收入在全球收入占比得到提升，保守预测为 4%,6%，8%，而目前光环新网和 AWS 签约北京的运营权，假设未来北京地区的收入在中国区收入中占比 50%，则未来三年北京地区 AWS 的营业收入将大约达到 15.13 亿元，36.3 亿元，77.46 亿元，公司可以从中分得一部分运营收入，假设为 10%，则公司 2016-2018 年从 AWS 合作中获得的收入将可能达到 1.51/3.63/7.74 亿元。

SAAS 云计算业务：这一块业务主要来自并表后无双科技的营销 SAAS 服务，去年



1-8 月，无双科技报表显示软件业务收入仅为 134.97 万元，而今年上半年实现 2319.76 万元的 SAAS 业务收入，得到较大突破，预计未来仍然会大概率高于行业平均增长水平，给予 2017 年，2018 年的增长率为 120%，80%。

广告托管收入：这一块也主要来自无双科技并表后产生的收入，预计该块业务 2017-2018 会以 30%，25%的速度平稳增长。

图表 15：分业务收入预测

	2014 年年报	2015 年年报	2016 年中报	预测：2016 年年报	预测：2017 年年报	预测：2018 年年报
IAAS 云计算						
营业收入(元)			41,132,433.74	212,264,867.48	527,529,734.96	1,103,059,469.92
毛利率(%)			95.72	96.00	90.00	89.00
毛利润(元)			39,371,965.58	203,774,272.78	474,776,761.46	981,722,928.23
IDC 及其增值服务						
营业收入(元)	357,913,286.18	283,508,452.05	301,841,201.98	362,209,442.38	536,069,974.72	777,301,463.34
毛利率(%)	45.27	51.17	52.21	53.00	50.90	50.20
毛利润(元)				191,971,004.46	272,859,617.13	390,205,334.60
IDC 运营管理服务						
营业收入(元)		228,710,801.75	160,752,621.98	321,505,243.96	417,956,817.15	543,343,862.29
毛利率(%)		11.29	7.11	9.00	7.20	7.00
毛利润(元)				28,935,471.96	30,092,890.83	38,034,070.36
SAAS 云计算						
营业收入(元)			23,197,616.84	46,395,233.68	102,069,514.10	183,725,125.37
毛利率(%)			99.76	98.00	95.30	92.10
毛利润(元)				45,467,329.01	97,272,246.93	169,210,840.47
广告托管收入						
营业收入(元)		469,302,000.00	516,945,404.00	620,334,484.80	806,434,830.24	967,721,796.29
毛利率(%)			4.00	7.00	3.90	3.80
毛利润(元)				43,423,413.94	31,450,958.38	36,773,428.26
互联网宽带接入服务						
营业收入(元)	70,037,612.54	63,210,241.31	28,450,487.94	66,370,753.38	69,689,291.04	73,173,755.60
毛利率(%)	33.72	21.58	23.26	20.20	18.70	17.60
毛利润(元)				13,406,892.18	13,031,897.43	12,878,580.98
营业总收入(元)				1,629,080,025.67	2,459,750,162.20	3,648,325,472.81
营业成本(元)				1,102,101,641.35	1,540,265,790.04	2,019,500,289.91
毛利润(元)				526,978,384.32	919,484,372.17	1,628,825,182.90

资料来源：Choice 联讯证券

假设上述条件成立，预计公司 2016~18 年营业收入增长率分别为 175.40%、50.99%、49.15%、净利润增速 101.99%、77.34%、87.83%；净利润分别为 2.29、4.06、7.63 亿元，预测 2016 年、2017 年、2018 年 PE 为 120 倍、100 倍、70 倍，对应目标股价 38.01 元，56.17 元，73.86 元，未来股价仍然有翻倍空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 16：预测利润表



	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入(元)	434,543,129.87	591,530,413.09	1,629,080,025.67	2,459,750,162.20	3,668,739,375.63
营业收入(元)	434,543,129.87	591,530,413.09	1,629,080,025.67	2,459,750,162.20	3,668,739,375.63
增速		36.13%	175.40%	50.99%	49.15%
二、营业总成本(元)	322,112,175.16	482,074,877.35			
营业成本(元)	247,699,370.31	396,217,599.80	1,101,962,455.65	1,539,546,199.96	2,018,693,940.75
毛利润			527,117,570.02	920,203,962.24	1,650,045,434.88
营业税金及附加(元)	6,323,674.12	628,110.63	2,443,620.04	3,935,600.26	7,337,478.75
销售费用(元)	17,821,544.04	15,562,104.51	37,468,840.59	63,953,504.22	146,749,575.03
管理费用(元)	50,505,213.80	63,099,216.20	133,584,562.11	233,676,265.41	366,873,937.56
财务费用(元)	-917,219.81	5,250,490.16	65,163,201.03	103,309,506.81	157,755,793.15
资产减值损失(元)	679,592.70	1,317,356.05	3,258,160.05	4,919,500.32	7,337,478.75
加:投资收益(元)	0.00	506,822.09	6,000,000.00	6,000,000.00	6,000,000.00
三、营业利润(元)	112,430,954.71	109,962,357.83	291,199,186.21	516,409,585.22	969,991,171.64
四、利润总额(元)	112,488,747.71	131,623,346.74	288,287,194.35	511,245,489.37	960,291,259.92
减:所得税费用(元)	17,302,763.63	17,444,744.49	57,657,438.87	102,249,097.87	192,058,251.98
五、净利润(元)	95,185,984.08	114,178,602.25	230,629,755.48	408,996,391.49	768,233,007.94
归属于母公司股东的净利润(元)	95,184,364.67	113,588,409.62	229,061,473.14	406,215,216.03	763,009,023.48
增速		19.34%	101.99%	77.34%	87.83%
基本每股收益(元)	0.88	0.21	0.32	0.56	1.06

资料来源: Choice, 联讯证券

风险提示: (1) IDC 数据中心建设不及预期; (2) 和 AWS 合作不及预期; (3) 市场竞争进一步加剧。



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。