

# 光环新网 (300383.SZ)

## 深度分析

### 内生与外延双管齐下，打造公司利润增长新引

#### 投资要点

- ◆ **经营质量优于同行，有望成为中国领先的 IDC 专业服务商：**公司 2011 年-2015 年收入 CAGR 约 36.14%，经营业绩的整体增速显著高于北京地区的平均水平；与主要竞争对手（上市公司）高升控股、宝信软件、科华恒盛以及世纪互联的毛利率相比，公司的毛利率处于领先水平，显著高于高升控股、科华恒盛以及世纪互联；与世纪互联、宝信软件以及科华恒盛相比，公司的机架资源处于大幅领先水平。考虑公司的经营业绩较好，销售能力较强，我们认为公司有望成为中国领先的专业 IDC 服务商，分享国内高速增长 IDC 运营市场的行业红利。
- ◆ **IDC 专业服务商迎来发展风口，公司营收有望高速增长：**预计到 2018 年中国 IDC 运营服务市场规模将超过 1390 亿元，CAGR 约 39%；随着电信服务商市场占比逐渐下降，专业服务商将崭露头角；此外，国家政策导向使得北上广 IDC 基础资源更加珍贵。因此，公司通过收购明月光学、德信致远以及中金云网获得了大量的 IDC 建设基础资源，具有了先发优势，营收有望高速增长。
- ◆ **内生与外延进军云计算市场，全方位提升公司的盈利能力：**云计算作为云、网和终端信息基础设施的核心引擎，有如第二次工业革命的电一样，会成为社会的公共基础设施服务。因此，公司也是加大了云计算业务的投入。牵手亚马逊 AWS 和 UNITEDSTACK 进入 IaaS 细分市场和收购无双科技进入 SaaS 市场，将提升公司盈利能力。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.54 元、0.72 元和 1.39 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 48 元。
- ◆ **风险提示：**1、朝北云计算数据中心、太和桥云计算基地以及上海嘉定云计算基地的数据中心机架销售不及预期；2、酒仙桥二期、光环云谷二期、房山云计算基地（1 期和 2 期）建设进度不及预期，错过市场窗口期；3、云计算市场增长不及预期；4、宏观经济发展不及预期，使行业需求增速下降。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	434.5	591.5	1,813.1	2,252.6	3,596.7
同比增长(%)	41.0%	36.1%	206.5%	24.2%	59.7%
营业利润(百万元)	112.4	110.0	431.1	585.3	1,155.6
同比增长(%)	42.8%	-2.2%	292.1%	35.8%	97.4%
净利润(百万元)	95.2	113.6	387.5	521.6	1,006.9
同比增长(%)	41.5%	19.3%	241.1%	34.6%	93.1%
每股收益(元)	0.13	0.16	0.54	0.72	1.39
PE	252.6	211.7	62.1	46.1	23.9
PB	34.5	31.6	14.0	11.3	8.2

数据来源：Wind，华金证券研究所

通信 | 电信运营 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

48 元

股价(2016-09-28)

33.25 元

#### 交易数据

总市值(百万元)

24,045.59

流通市值(百万元)

11,693.08

总股本(百万股)

723.18

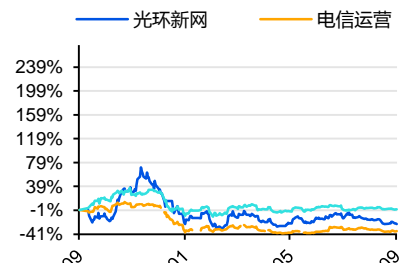
流通股本(百万股)

351.67

12 个月价格区间

28.84/78.50 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-5.86

-8.93

-34.12

绝对收益

-8.15

-11.31

-28.25

#### 分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20655640

#### 报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsec.cn

021-20655647

#### 相关报告

光环新网：公司顺利完成定增事项，主营业务进入高速发展期 2016-06-20

光环新网：潜龙在渊，2015 年归母净利润同比增长 19.34% 2016-02-24

光环新网：外延与内生战略助力公司收入能级跃迁 2015-11-03

光环新网：北京光环新网科技股份有限公司 2015 年半年度业绩预告点评 2015-08-03

## 内容目录

<b>一、经营质量优于同行，有望成为中国领先的 IDC 专业服务商</b>	<b>4</b>
(一) 收入增速领先北京地区市场平均水平，市场占有率稳步提高	5
(二) 毛利率水平稳步提升，处于业内领先水平	6
(三) 丰富的网络资源，可以降低公司的网络成本	7
(四) 基础资源丰富，有望成为中国领先的 IDC 专业服务商	7
<b>二、IDC 专业服务商迎来发展风口，公司营收有望高速增长</b>	<b>8</b>
(一) 中国 IDC 运营服务高速增长，预计 2018 年达到 1390 亿元	9
1、2015 年中国 IDC 运营服务增速约 39.3%，领先全球增速	9
2、预计 2018 年市场规模超过 1390 亿元，CAGR 约 39%	9
(二) 电信服务商市场占比逐渐下降，专业服务商崭露头角	10
1、电信服务商无法满足用户需求	11
2、IDC 牌照审批放宽使得更多专业服务商进入市场	11
(三) 具有北上广 IDC 基础资源的企业将更易分享行业发展红利	12
1、IDC 运营服务市场主要集中在北上广	12
2、从国际经验来看，IDC 建设选址更倾向在大城市	12
3、国家政策导向使得北上广 IDC 基础资源更加珍贵	13
(四) 公司战略布局筑就先发优势，营收有望快速增长	13
1、收购明月光学和德信致远，获得上海和北京 IDC 基础设施建设资源	13
2、收购中金云网，切入金融行业 IDC 运营服务市场	14
<b>三、内生与外延进军云计算市场，全方位提升公司的盈利能力</b>	<b>14</b>
(一) 2015 年中国公有云服务快速增长，2020 年将超 50 亿美元	14
1、IaaS 服务得到国内企业用户的充分认可	15
2、国内 SaaS 市场仍然缺乏领导者	15
3、未来 5 年公有云将保持 33.2%的增速，2020 年将达到 52.42 亿美元	15
(二) 牵手亚马逊 AWS 和 UNITEDSTACK，进入 IaaS 细分市场	16
1、2015 年 AWS 中国区收入达到 3610 万美元，同比增长 157.9%	16
2、光环有云助力 IaaS 业务发展	17
(三) 收购无双科技，进入 SaaS 细分市场	17
<b>四、未来 3 年净利润 CAGR 约 106.6%，维持买入-A 评级</b>	<b>17</b>
(一) 预计 2018 年营业收入可超 35 亿元，同比增速 59.7%	17
1、IDC 及其增值服务收入	18
2、IDC 运营管理服务收入	19
3、互联网宽带接入服务收入	19
4、IaaS 服务收入	19
5、SaaS 服务收入	20
6、广告托管收入	21
(二) 对比行业 PEG 平均水平，给予 2017 年 67 倍 PE	21
(三) 未来 3 年净利润 CAGR 约 106.6%，维持买入-A 评级	22
<b>五、风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

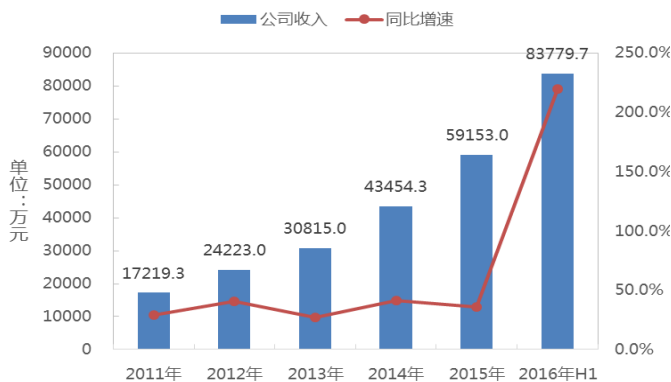
图 1：2011 年-2016 年 H1 公司营业收入情况.....	4
图 2：2011 年-2016 年 H1 公司归母净利润情况.....	4
图 3：2016 年 H1 主要业务同比增速.....	5
图 4：2016 年 H1 公司分项业务毛利率情况.....	5
图 5：2011 年-2015 年公司收入增速与北京地区市场增速对比.....	5
图 6：2011 年-2015 年公司在北京地区 IDC 市场占有率.....	5
图 7：2013 年-2016 年 H1 公司与主要竞争对手毛利率对比.....	6
图 8：2013 年-2016 年 H1 公司与新三板类似公司毛利率对比.....	6
图 9：公司网络架构逻辑示意图.....	7
图 10：2011 年-2015 年中国 IDC 运营服务市场规模.....	9
图 11：2011 年-2015 年全球 IDC 运营服务市场规模.....	9
图 12：2016 年-2018 年中国 IDC 运营服务市场规模预测值.....	10
图 13：2014 年中国 IDC 运营服务市场服务商占比情况.....	11
图 14：2014 年电信服务商中国 IDC 运营服务市场占比情况.....	11
图 15：2014 年 3 月至 2016 年 3 月具有 IDC 运营服务牌照的企业数量.....	11
图 16：2014 年中国 IDC 运营服务市场分区域结构.....	12
图 17：2014 年中国 IDC 运营服务市场分城市结构.....	12
图 18：2000 年-2010 年东京都 IDC 机房面积变化情况.....	13
图 19：2015 年中国公有云服务市场情况.....	14
图 20：2016 年-2020 年中国公有云市场规模.....	16
图 21：2016 年-2020 年中国公有云三大细分市场年化增长率.....	16
图 22：2016 年-2018 年公司营业收入预测.....	18
图 23：2016 年-2018 年公司收入结构预测.....	18
图 24：2016 年-2018 年 IDC 及其增值服务收入预测.....	18
图 25：2016 年-2018 年 IDC 及其增值服务毛利预测.....	18
图 26：2016 年-2018 年 IDC 运营管理服务收入预测.....	19
图 27：2016 年-2018 年 IDC 运营管理服务毛利预测.....	19
图 28：2016 年-2018 年互联网宽带接入服务收入预测.....	19
图 29：2016 年-2018 年互联网宽带接入服务毛利预测.....	19
图 30：2016 年-2018 年 IaaS 服务收入预测.....	20
图 31：2016 年-2018 年 IaaS 服务毛利预测.....	20
图 32：2016 年-2018 年 SaaS 服务收入预测.....	20
图 33：2016 年-2018 年 SaaS 服务毛利预测.....	20
图 34：2016 年-2018 年广告托管收入预测.....	21
图 35：2016 年-2018 年广告托管毛利预测.....	21
表 1：2011 年-2015 年世纪互联自建与租用机架情况.....	6
表 2：光环新网机架数量（不含中金云网）.....	8
表 3：光环新网与可比公司 PEG 对比.....	21

## 一、经营质量优于同行，有望成为中国领先的 IDC 专业服务商

公司的主要业务范围包括互联网宽带接入、IDC 及其增值服务、IDC 运营管理服务、云计算、SEM 业务（即广告托管服务和 SaaS 云计算服务）。

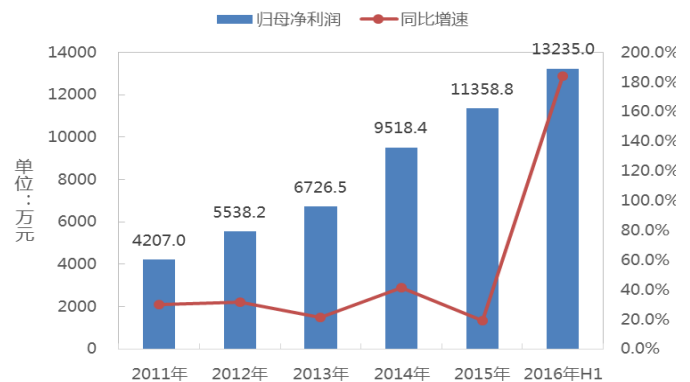
2016 年 H1，公司实现营业收入 83779.65 万元，比上年同期增长 219.54%；利润总额为 16569.24 万元，比上年同期增长 206.77%；归属于上市公司股东的净利润为 13234.98 万元，比上年同期增长 183.83%。IDC 及其增值服务收入大幅增长和新增 SEM 收入，是净利润增长的主要驱动因素。

图 1：2011 年-2016 年 H1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2011 年-2016 年 H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

**互联网宽带接入服务：**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。

**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。

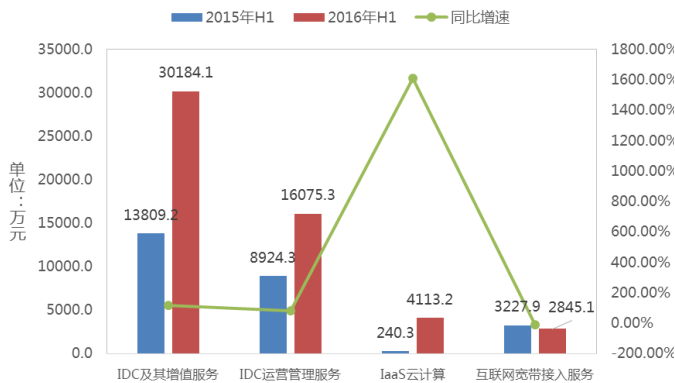
**云计算：**公司提供的云计算服务包括 IaaS、PaaS、SaaS 及相关技术服务。IaaS：即设施即服务，向客户提供处理、存储、网络以及其他基础计算资源，客户可以在其上运行任意软件，包括操作系统和应用程序。PaaS：平台即服务，客户使用云供应商支持的开发语言和工具，开发出应用程序，并发布到云基础架构上。SaaS：即软件即服务，客户所使用的服务商提供的运行在云基础设施上的应用程序。

**广告托管：**公司接受客户的委托，为客户在互联网进行广告投放。广告投放前，本公司与客户确认投放的金额、时间以及投放媒体。与客户一般采取预付费模式，即客户预先将充值金额支付给本公司，由本公司帮助客户进行账户充值。

**营销优化收入 (SaaS)：**公司与客户签订技术服务合同，约定本公司为客户提供 SEM 营销技术，客户以广告投放额度为基数按照合同约定的比率向公司支付技术服务费。或公司将其基于 SaaS 平台的 SEM 营销优化产品授权客户使用，客户自行进行账户开立、账户重组/扩展、营销效果分析、营销优化等活动。

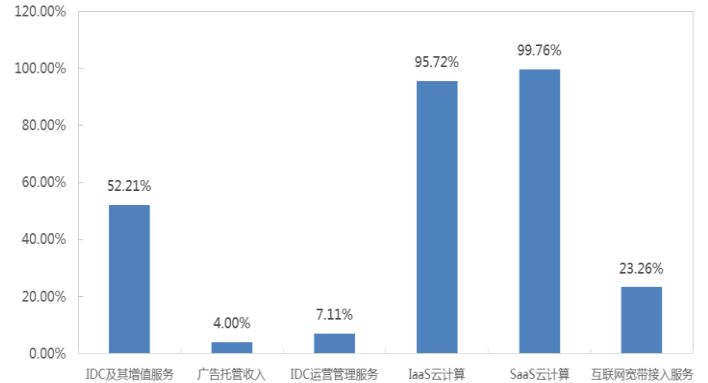
2016 年 H1：IDC 及其增值服务收入为 30184.12 万元，较去年同期增长 118.58%，主要原因因合并范围增加北京中金云网科技有限公司；IDC 运营管理服务收入为 16075.26 万元，较去年同期增长 80.13%；增加北京无双科技有限公司 SEM 业务，即广告托管服务和 SaaS 云计算服务，收入金额为 28167.03 万元。

图 3：2016 年 H1 主要业务同比增速



资料来源：Wind，公司年报，华金证券研究所

图 4：2016 年 H1 公司分项业务毛利率情况



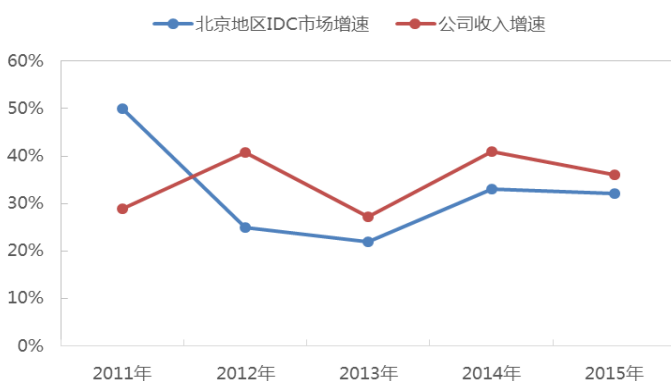
资料来源：Wind，公司年报，华金证券研究所

## （一）收入增速领先北京地区市场平均水平，市场占有率稳步提高

根据中国 IDC 圈以及 IDC 圈 2015 年年会发布的数据显示，2015 年北京地区 IDC 运营市场的规模达到了大约 160 亿元，同比增速约 32%，2011 年-2015 年 CAGR 约 27.8%。

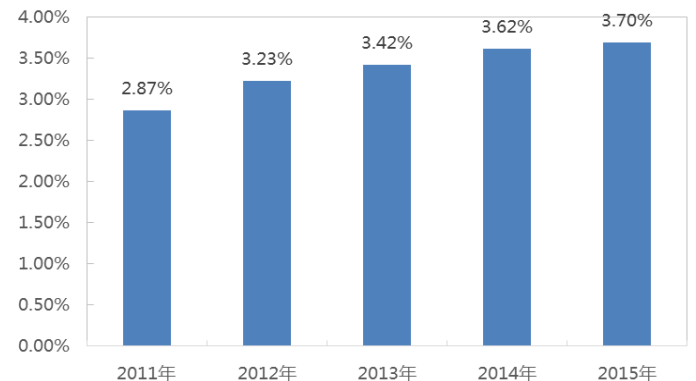
2015 年公司收入达到了约 5.91 亿元，同比增速约 36.13%，2011 年-2015 年 CAGR 约 36.14%。经营业绩的整体增速显著高于北京地区的平均水平。除了 2011 年，2012 年-2015 年各个年度公司的经营业绩增速均领先平均水平。

图 5：2011 年-2015 年公司收入增速与北京地区市场增速对比



资料来源：IDC 圈 2015 年年会，Wind，华金证券研究所

图 6：2011 年-2015 年公司在北京地区 IDC 市场占有率



资料来源：IDC 圈 2015 年年会，Wind，华金证券研究所

此外，公司在北京地区 IDC 运营市场的占有率，也在逐步提升，从 2011 年 2.87% 增长到了 2015 年的 3.70%。根据公司 2016 年半年报提供的数据显示，公司目前在手订单尚未履约金额有大约 6.8 亿元人民币，其中：亚马逊通技术服务（北京）有限公司及其关联公司的 IDC 及其增值服务订单尚未履约金额 0.97 亿元；中国移动通信集团北京有限公司的 IDC 及其增值服务订单

尚未履约金额 2.66 亿元；中国联合网络通信有限公司北京市分公司的 IDC 及其增值服务订单尚未履约金额 3.17 亿元。

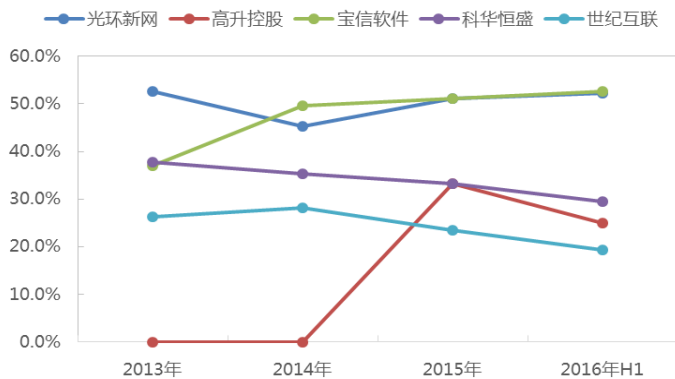
随着在手订单的逐步消化、公司新建机房资源的逐步投产以及中金云网的机房逐步销售，我们认为公司在 IDC 运营市场的占有率仍将逐步提升。

## （二）毛利率水平稳步提升，处于业内领先水平

自 2014 年上市以来，公司的 IDC 及其增值服务毛利率水平就处于稳步提升状态，从 2014 年的 45.3%提升到了 2015 年的 52.2%，基本上与 2013 年的毛利率水平相当。2014 年公司的毛利率水平下降的原因主要是因为公司新建了燕郊机房，由于机房收入是逐渐增加，因此会使得毛利率下降。到 2015 年，公司的毛利率回到了 52.2%的水平，说明燕郊机房仅仅用了 1 年左右就完成了产能爬坡。

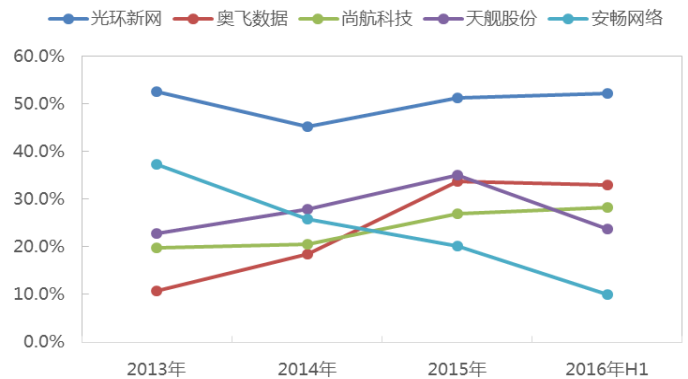
因此，我们认为公司 IDC 及其增值服务的销售进度不错，新建机房的机架资源在较短时间内就能销售完毕。

图 7：2013 年-2016 年 H1 公司与主要竞争对手毛利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：2013 年-2016 年 H1 公司与新三板类似公司毛利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

与主要竞争对手（上市公司）高升控股、宝信软件、科华恒盛以及世纪互联的毛利率相比，公司的毛利率处于领先水平，显著高于高升控股、科华恒盛以及世纪互联；与新三板类似公司奥飞数据、尚航科技、天舰股份以及安畅网络的毛利率相比，公司的毛利率遥遥领先。

我们认为公司的毛利率在业内处于领先水平主要原因有：1) 公司大部分的机房都是自建，因此成本来说，相对较低，能够提升毛利率；2) 公司的新建机房能够快速销售完毕，缩短了机房产能的爬坡时间，提早了机房的盈利时间点。

表 1：2011 年-2015 年世纪互联自建与租用机架情况

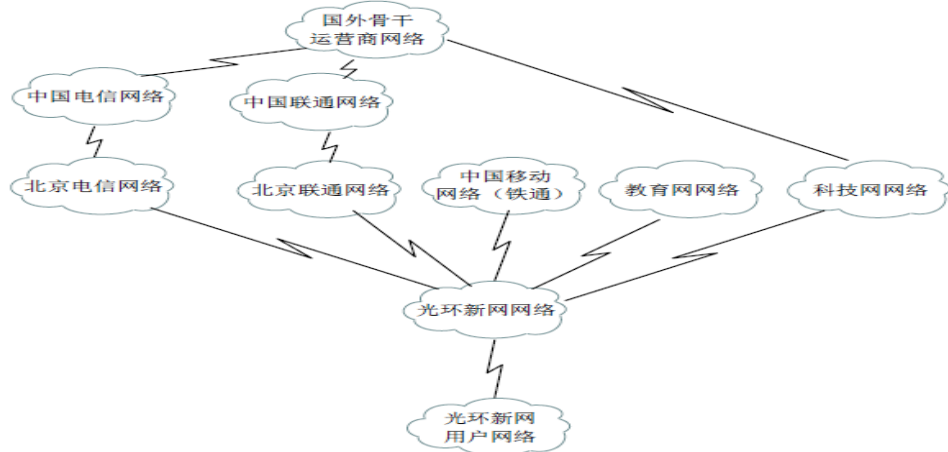
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
自建	4055	7404	9131	14572	15998
租用	3761	4513	4910	6950	7558
合计	7816	11917	14041	21522	23556

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）丰富的网络资源，可以降低公司的网络成本

公司拥有 2800 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。

图 9：公司网络架构逻辑示意图



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

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。

公司拥有自己的光纤城域网资源和 IDC 机房，同时提供宽带接入服务和 IDC 及其增值服务。客户选择一个专业运营商，能够避免多运营商间网络接口瓶颈，降低故障发生的概率，满足业务数据传输对速度、安全等的要求。

### （四）基础资源丰富，有望成为中国领先的 IDC 专业服务商

根据公司网站以及发布的公告数据显示，在不统计中金云网机架资源的情况下，公司共拥有在建和在用机架资源 34238 架。若将中金云网的机架资源统计进来，同时考虑现有机房潜力挖掘的情况，公司将拥有 50000 个机架资源。

与世纪互联、宝信软件以及科华恒盛相比，公司的机架资源处于大幅领先水平。考虑公司的经营业绩较好，销售能力较强，我们认为公司有望成为中国领先的专业 IDC 服务商，分享国内高速增长 IDC 运营市场的行业红利。

表 2：光环新网机架数量（不含中金云网）

机房所在地	机房名称	机架数量
北京地区	酒仙桥数据中心	4000
	光环云谷数据中心	2500
	东直门数据中心	568
	亦庄数据中心	2670
	太和桥云计算基地	6000
	朝北云计算数据中心	2000
上海地区	房山云计算基地	12000
	上海嘉定云计算基地	4500
机架总数		34238

资料来源：公司网站，公司公告，华金证券研究所

## 二、IDC 专业服务商迎来发展风口，公司营收有望高速增长

根据工信部颁布的《电信业务分类目录》(2015年)，互联网数据中心(IDC)的定义为：“互联网数据中心(IDC)业务是指利用相应的机房设施，以外包出租的方式为用户的服务器等互联网或其他网络相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务，以及提供数据库系统或服务器等设备的出租及其存储空间的出租、通信线路和出口带宽的代理租用和其他应用服务；”“互联网数据中心业务经营者应提供机房和相应的配套设施，并提供安全保障措施；”“互联网数据中心业务也包括互联网资源协作服务业务。互联网资源协作服务业务是指利用架设在数据中心之上的设备和资源，通过互联网或其他网络以随时获取、按需使用、随时扩展、协作共享等方式，为用户提供的数据存储、互联网应用开发环境、互联网应用部署和运行管理等服务。”

根据《中华人民共和国行政许可法》、《中华人民共和国电信条例》、《电信业务经营许可管理办法》(工业和信息化部令第5号)等法律法规和相关通信行业标准，经营IDC服务需要申请《增值电信业务经营许可证》。《增值电信业务经营许可证》分为《跨地区增值电信业务经营许可证》和省、自治区、直辖市范围内的《增值电信业务经营许可证》。《跨地区增值电信业务经营许可证》由工业和信息化部审批。省、自治区、直辖市范围内的《增值电信业务经营许可证》由省、自治区、直辖市通信管理局审批。

国内IDC市场参与者的划分，可以分为电信级服务供应商和专业型服务供应商。

### 1、电信级服务供应商

拥有覆盖全国的通讯骨干网络，具有独立的国际通讯信道出口的大型运营商。这类企业资金、技术实力极为雄厚，一般拥有特殊的国家政策优惠与扶持，提供范围广泛的业务，涵盖基础电信业务和增值电信业务等。在互联网领域则相对而言更多的集中于基础线路运营服务；从地域范围上看，覆盖全国各个地区，同时以跨地区的骨干网络建设为重点。

### 2、专业型服务供应商

没有自己独立的基础运营线路，需要从电信级服务供应商租用线路、批发带宽，然后以此为基准提供进一步服务的IDC服务供应商。这类服务供应商，其主要业务领域是专注于各种增值服务，面向企业级用户，围绕着互联网接入开展一系列的综合服务。从企业规模上看，专业型服



务供应商一般拥有比较强的实力，拥有设备完善、管理先进的标准化 IDC 机房，同时与电信级服务供应商之间建立了比较稳定的战略合作伙伴关系。这样，虽然没有自己的骨干网络，但在资源、速度、稳定性方面依然都有保证。从地域上看，由于熟悉市场，拥有较强的本地资源，专业服务供应商通常在一定地区内或者在某些行业领域中占有比较明显的优势。

## （一）中国 IDC 运营服务高速增长，预计 2018 年达到 1390 亿元

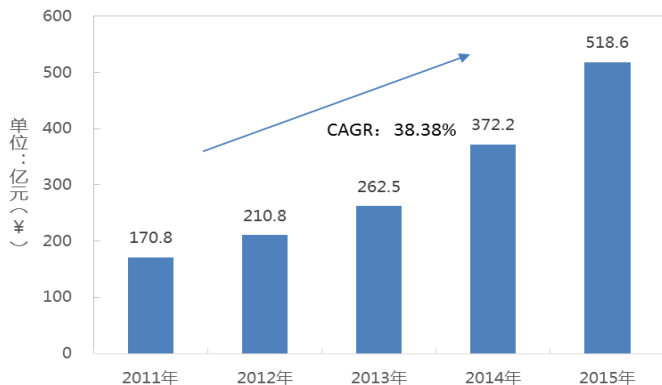
### 1、2015 年中国 IDC 运营服务增速约 39.3%，领先全球增速

随着国家对战略性新兴产业的重视，对云计算、下一代网络的积极推进，中国的 IDC 市场迎来了前所未有的发展机遇。一方面，基于云计算的 IDC 建设进一步推进，并成为不少政府园区关注引进的重点，另一方面，移动互联网的迅速发展带来了 SNS、电子商务、视频等业务的大规模增长，给 IDC 市场带来了持续的需求。

根据中国 IDC 圈统计，2011 年-2015 年中国 IDC 市场规模相比 2010 年 102.2 亿元的规模增长了 4 倍，年化增长率超过了 38%，2015 年市场规模达到 518.5 亿元。与全球 15.99% 年化增长率相比，中国 IDC 运营服务处于高速增长状态。

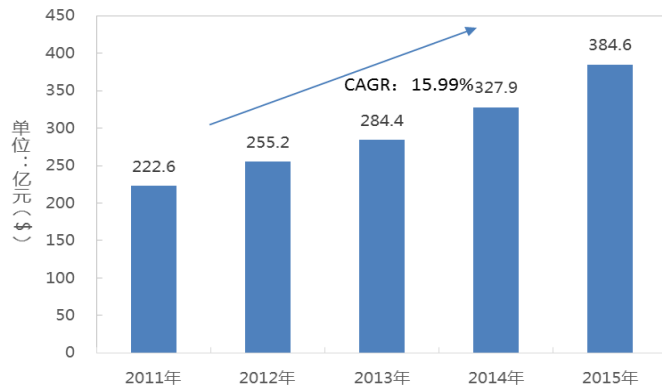
目前，中国 IDC 运营服务市场规模约占全球总规模的 22%。相比于中国的经济体量在全球的规模来看，中国的 IDC 运营服务市场规模具有较大的增长空间。

图 10：2011 年-2015 年中国 IDC 运营服务市场规模



资料来源：IDC 圈，华金证券研究所

图 11：2011 年-2015 年全球 IDC 运营服务市场规模



资料来源：IDC 圈，华金证券研究所

### 2、预计 2018 年市场规模超过 1390 亿元，CAGR 约 39%

根据 CNNIC 在 2016 年 7 月份发布的《中国互联网络发展状况统计报告》数据显示：1) 我国网民规模突破 7 亿，互联网普及率增长稳健。截至 2016 年 6 月，我国网民规模达 7.10 亿，上半年新增网民 2132 万人，增长率为 3.1%。我国互联网普及率达到 51.7%，与 2015 年底相比提高 1.3 个百分点，超过全球平均水平 3.1 个百分点，超过亚洲平均水平 8.1 个百分点；2) 我国手机网民规模达 6.56 亿，手机上网主导地位强化。截至 2016 年 6 月，我国手机网民规模达 6.56 亿，网民中使用手机上网的人群占比由 2015 年底的 90.1% 提升至 92.5%，仅通过手机上网的网民占比达到 24.5%，网民上网设备进一步向移动端集中。随着移动通讯网络环境的不断完善

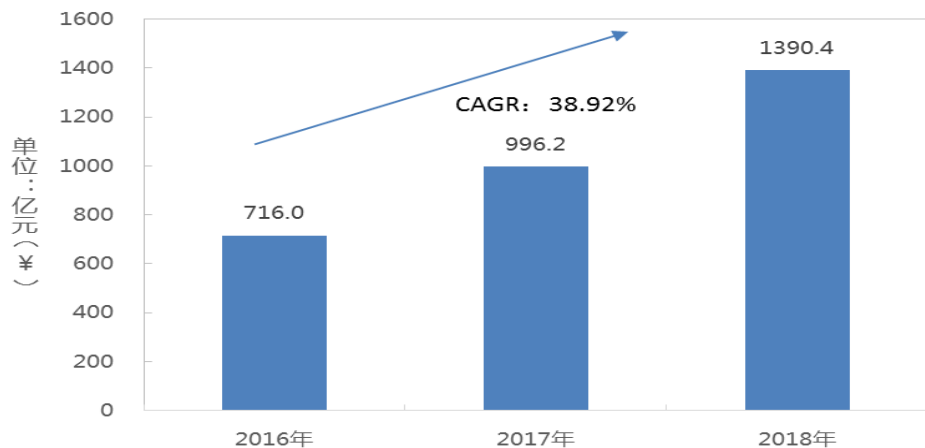
以及智能手机的进一步普及，移动互联网应用向用户各类生活需求深入渗透，促进手机上网使用率增长。

此外，随着物联网和云计算的迅猛发展，以及大数据的广泛应用，4G 业务的推广，网络信息和流量将快速增加。移动互联网和智能终端的结合，使用户使用网络时间大幅度增加。互联网、电信网、广电网的三网融合将使所有信号特别是视频信号全部通过 IP 形式传输，将极大增加网络流量。

互联网应用的多元化，需要稳定、高效的业务平台为基础。不同行业、不同客户对业务平台的机房环境、带宽环境的要求各不相同，这就需要互联网综合业务服务商能够根据客户所处行业的特点、客户的规模大小以及最终用户的访问特征等因素，为客户量身定制互联网综合服务业务平台解决方案，这将会引起各类企业对 IDC 业务需求的新一轮扩张。

根据 IDC 圈发布的数据显示，2016 年-2018 年中国 IDC 运营服务市场将保持 38% 以上增速，预计到 2019 年将达到 1390.4 亿元。同比 2015 年，新增市场规模超过了 800 亿元。

图 12：2016 年-2018 年中国 IDC 运营服务市场规模预测值

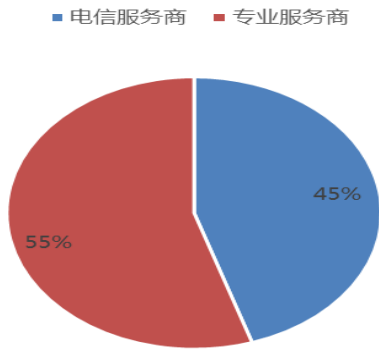


资料来源：IDC 圈，华金证券研究所

## (二) 电信服务商市场占比逐渐下降，专业服务商崭露头角

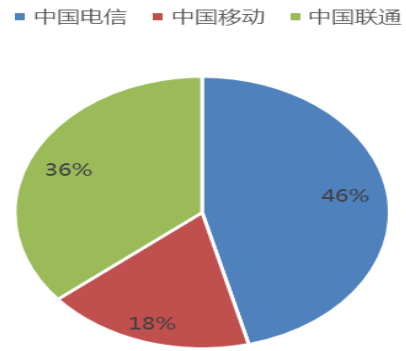
根据 CCID 发布的报告数据显示，2014 年专业服务商的市场占比达到了 55%。

图 13 : 2014 年中国 IDC 运营服务市场服务商占比情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 14 : 2014 年电信服务商中国 IDC 运营服务市场占比情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

## 1、电信服务商无法满足用户需求

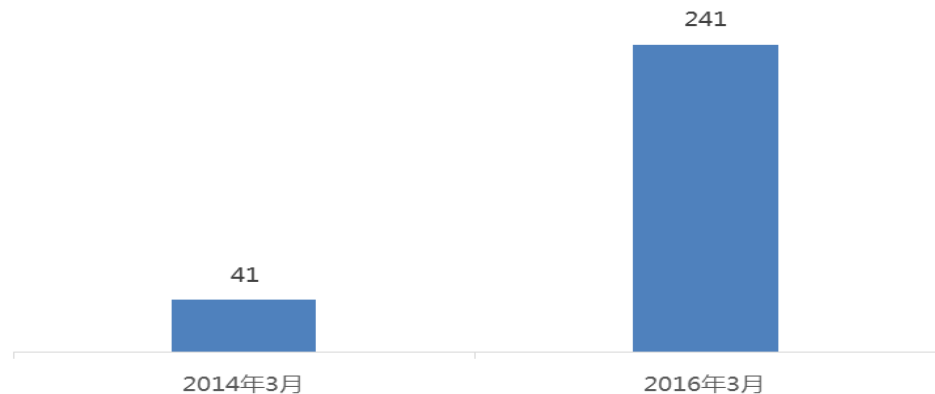
由于决策机制的不灵活以及审批流程的过于冗长，电信服务商 IDC 机房的建设周期过长，一般需要 2-3 年时间，无法快速满足用户的需求。因此，电信服务商已经开始选择与专业服务商合作进行 IDC 运营服务的经营。

例如，中国电信上海公司以及中国移动上海公司就与宝信软件相继签署战略合作协议，共同进行 IDC 运营服务的经营。电信服务商通过租用专业服务商的机房，并匹配自己的带宽，进行 IDC 运营服务的运营，以快速满足用户的需求。

## 2、IDC 牌照审批放宽使得更多专业服务商进入市场

2012 年 12 月 1 日，为促进互联网行业健康发展，营造健康有序的市场环境；工信部再次开放 IDC 及 ISP 资质的审批，鼓励符合条件的民营资本进入 IDC 和 ISP 运营领域；2014 年初，国务院决定再取消和下放 64 项行政审批项目和 18 个子项，其中就包括运营 IDC 所需要的基础电信和跨地区增值电信业务经营许可证备案核准。根据工信部公布的相关数据显示，具有 IDC 运营资格的企业从 2014 年 3 月 41 家增加到 2016 年 3 月的 241 家。

图 15 : 2014 年 3 月至 2016 年 3 月具有 IDC 运营服务牌照的企业数量



资料来源：工信部，华金证券研究所

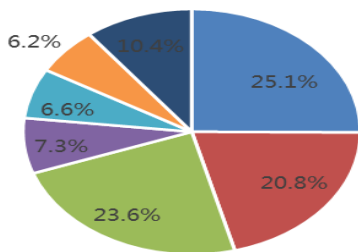
### （三）具有北上广 IDC 基础资源的企业将更易分享行业发展红利

#### 1、IDC 运营服务市场主要集中在北上广

从区域结构上来看，华东、华北和华南是 IDC 运营服务市场的主要集中地。根据 CCID 发布的报告数据显示，TOP200 的互联网大客户中有 80% 分布在这三个区域。虽然，IDC 机房建设有向中西部转移的趋势，但是由于西部网络条件的限制，华东、华北和华南区域仍将保持主体地位。从城市结构上来看，一二线城市占据了市场的绝大部分份额，占比约 78.5%。

图 16：2014 年中国 IDC 运营服务市场分区域结构

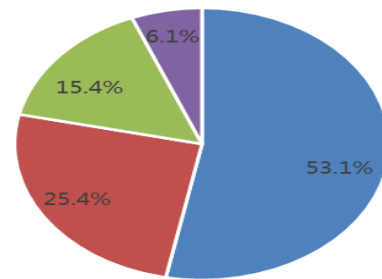
■ 华东区域 ■ 华南区域 ■ 华北区域 ■ 东北区域  
 ■ 西南区域 ■ 西北区域 ■ 华中区域



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 17：2014 年中国 IDC 运营服务市场分城市结构

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线城市 ■ 四线及以下城市



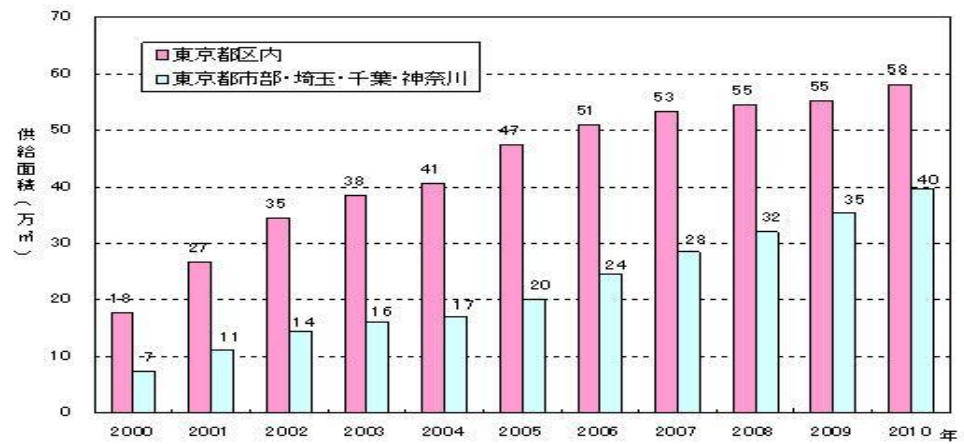
资料来源：CCID，华金证券研究所

#### 2、从国际经验来看，IDC 建设选址更倾向在大城市

根据野村综研发布的报告数据显示，东京都是日本 IDC 建设的主要选址地点，50%以上的 IDC 机房都设置在东京都。随着用地紧张以及地价过高等原因，IDC 机房建设开始向东京都的外围发展。

东京都外围的 IDC 机房面积已经从 2000 年的 7 万平方米增加到 2010 年的 40 万平方米，年化增长率约 19%；而东京都内的年化增长率只有 12%。说明 IDC 机房的建设选址已经有向城市外围区域发展的趋势。

图 18：2000 年-2010 年东京都 IDC 机房面积变化情况



资料来源：野村综研，华金证券研究所

### 3、国家政策导向使得北上广 IDC 基础资源更加珍贵

工信部于 2013 年 1 月发布《关于数据中心建设布局的指导意见》，提出数据中心的布局导向：对于新建超大型数据中心，“重点考虑气候环境、能源供给等要素，鼓励超大型数据中心，优先在气候寒冷、能源充足的一类地区建设，也可在气候适宜、能源充足的二类地区建设”；对于新建大型数据中心，“重点考虑气候环境、能源供给等要素，鼓励大型数据中心，优先在一类和二类地区建设，也可在气候适宜、靠近能源富集地区的三类地区建设”。

从国家政策来看，北上广不宜发展大型数据中心，在这三个城市建设大型数据中心将不易获得土地和电力资源。因此，北上广 IDC 基础资源更加珍贵。

#### （四）公司战略布局筑就先发优势，营收有望快速增长

根据工信部 2016 年 3 月发布的文件显示，公司获得了北京市、天津市、上海市、重庆市 4 个直辖市以及以及廊坊市、广州市、深圳市 3 个城市的 IDC 运营服务的牌照资格。从目前公司的战略来看，IDC 运营服务的重心仍然集中在北京和上海两个城市。为了促进公司 IDC 运营服务的快速发展，公司在 2014 年和 2015 年采取了一系列资本运作，一方面获得北京和上海的 IDC 基础设施建设资源，另一方面切入了金融行业 IDC 运营服务市场。

#### 1、收购明月光学和德信致远，获得上海和北京 IDC 基础设施建设资源

2014 年 10 月 10 日，光环新网发布公告，公司拟在上海市嘉定区投资建设绿色云计算基地项目，为落实该项目，公司拟以 9380 万元的价格收购上海明月光学有限公司（简称“明月光学”）100%股权，同时其拥有的厂房、办公室等设施将改建成为数据中心基础设施。目前，此项收购已经顺利完成，根据公司网站发布的数据显示，将建成 4500 个机架。

2015 年 6 月 3 日，光环新网发布公告，公司拟以不超过 1.4 亿元人民币的规模收购北京德信致远科技有限公司 100%股权，以获取该公司 2014 年 5 月通过其母公司德信无线以竞拍方式取得的北京高端制造业（房山）基地 03 街区 O 区 69999.3 平方米一类工业用地的国有土地使用

权。目前，此项收购已顺利完成。光环新网将在此地块建设 8 栋云计算中心。每栋云计算中心规划建设为 4 层建筑，内部划分 6 个模块，提供 1500 个 5KVA 标准的中密机柜服务。共计可建设 12000 个机柜。

我们估算，两处机房全部投产后，预计每年可新增收入 16.5 亿元，净利润约 5 亿元左右。

## 2、收购中金云网，切入金融行业 IDC 运营服务市场

2015 年 9 月 16 日，光环新网发布公告，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买中金云网 100% 股权。目前，此项收购已经顺利完成。

中金云网拥有占地面积约 100 亩，建筑面积 10.15 万平方米的优质数据中心资产，主要为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在内的大型优质客户提供数据中心外包服务与云计算等在内的综合服务。

中金云网的大型高等级数据中心充分满足了高端大客户特别是金融机构对安全性的严格要求，并可支撑大客户机柜数量的扩充需求，在全国数据中心领域属于稀缺资源，中金云网以多年的大型数据中心稳定运营管理和大客户服务经验，在同行业形成了相对竞争优势。

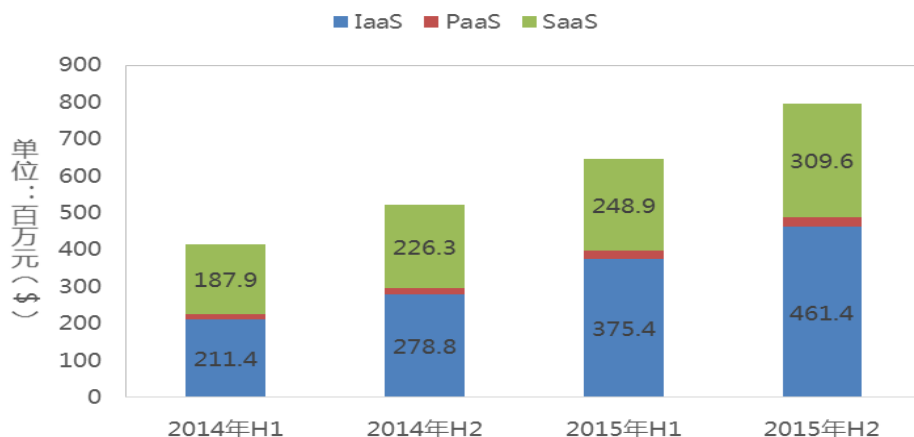
根据业绩承诺，中金云网在 2016 年、2017 年及 2018 年将分别实现净利润 13000.00 万元、21000.00 万元和 29000.00 万元。

## 三、内生与外延进军云计算市场，全方位提升公司的盈利能力

云计算作为云、网和终端信息基础设施的核心引擎，有如第二次工业革命的电一样，会成为社会的公共基础设施服务。因此，公司也是加大了云计算业务的投入。

### (一) 2015 年中国公有云服务快速增长，2020 年将超 50 亿美元

图 19：2015 年中国公有云服务市场情况



资料来源：IDC，华金证券研究所

2015年，中国公有云服务增长迅猛，总市场规模达到 14.42 亿美元，比2014年同比增长 53.8%。

## 1、IaaS 服务得到国内企业用户的充分认可

2015 年国内 IaaS 市场成为游戏、视频、移动互联网等领域中小企业 IT 资源建设的首选。IaaS 市场依然是规模最大并且增速最快的基础市场，2015 年 IaaS 市场总规模达到 8.37 亿美元，年度同比增长率高达 70.7%。预计 2016 年仍将保持较高的增速，增速约 47%。

根据 CAICT 发布的报告数据显示，云主机、云存储用户采用率最高，使用比例 70%以上，同时也有 70%以上的企业表示未来将会采用云主机或云存储服务，并且云存储的比例将进一步提升。

## 2、国内 SaaS 市场仍然缺乏领导者

从 2015 年的数据来看，SaaS 是公有云的第二大细分市场，市场规模达到了 5.59 亿美元，同比增速 34.8%。

在 ERP、CRM 等核心企业管理软件服务领域，国际厂商占据主要市场份额，缺乏有力的国内竞争者，虽然畅捷通、国信灵通等国内企业都开始提供相应产品，但从产品水平、技术能力等方面，仍无法与 Salesforce、Oracle、IBM 等国际厂商竞争。

从用户应用来看，据 CAICT 统计数据显示，在采用 SaaS 服务的企业中，有将近 70%使用云邮箱、统一通信平台等基础通讯软件服务，且大多数是免费服务，采用 ERP、CRM 等企业管理软件服务和专业的行业应用软件服务的用户均低于 50%。

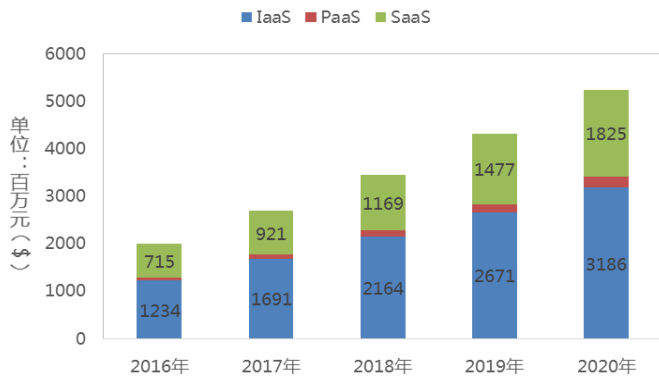
## 3、未来 5 年公有云将保持 33.2%的增速，2020 年将达到 52.42 亿美元

据 CAICT 发布的报告，当前，云计算的应用正在从游戏、电商、移动、社交等在内的互联网行业向制造、政府、金融、交通、医疗健康等传统行业转变，政府、金融行业成为主要突破口。

截至 2015 年，济南市 52 个政府部门、300 多项业务应用均采用购买云服务方式，非涉密电子政务系统在政务云中心建设和运行的比率达 80%以上。

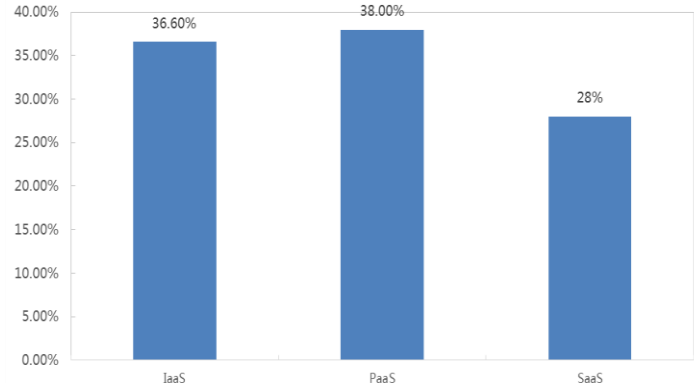
“数字福建政务外网云计算平台”建设一期按 5 年使用规模预算，拟承载 50 个省直部门、7321 项业务事项、1804 个业务线，共计 616 个应用系统应用。中国金融电子化公司的“金电云”平台可提供基于异构 IaaS 平台的灾备数据中心服务，为中小金融机构提供灾备、演练、接管、恢复、切换和回切等云服务，目前已经为中国人民银行总行和 20 多家中小金融机构提供了灾备服务。此外，蚂蚁金服、天弘基金、人人贷、宜信、众筹网、众安保险等众多互联网金融机构均已将业务迁移至云端。

图 20：2016 年-2020 年中国公有云市场规模



资料来源：IDC，华金证券研究所

图 21：2016 年-2020 年中国公有云三大细分市场年化增长率



资料来源：IDC，华金证券研究所

因此，未来五年中国公有云市场将保持快速增长，整体市场的年化增长率将达到 33.2%，总体市场规模达到 52.42 亿美元。其中 IaaS 细分市场年化增长率约 36.6%，SaaS 细分市场的年化增长率约 28%。

## （二）牵手亚马逊 AWS 和 UNITEDSTACK，进入 IaaS 细分市场

一方面，公司和亚马逊通技术服务（北京）有限公司（以下简称“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的《运营协议》，公司将以此为契机，大力推广基于 AWS 技术的云服务，并继续加强与规范基于 AWS 技术的云服务的运营管理，确保为客户提供高品质的云计算服务。

另一方面，公司作为控股股东联合国内领先的 OpenStack 开源云计算公司 UNITEDSTACK（北京）科技有限公司等共同设立了光环有云（北京）网络服务有限公司（以下简称“光环有云”），并将致力于打造领先的、适合中国市场需求的基于 AWS 技术的云服务产品，并以专业的咨询服务和整体的 DevOps 服务体系，帮助客户无缝、优化使用基于 AWS 技术的云服务产品和混合云资源，加速中国客户向云端迁移。

### 1、2015 年 AWS 中国区收入达到 3610 万美元，同比增长 157.9%

根据 IDC 提供的数据显示，2015 年 AWS 在中国区的收入达到了 3610 万美元，同比增长 157.9%，市场占比约 4.3%。在仅仅提供有限预览服务的情况下，能取得如此成绩，我们认为实属不易。

根据 D1net 网站转载的数据显示，亚马逊第二季度来自 AWS 净营收为 28.86 亿美元，比去年同期的 18.24 亿美元增长了 58%；AWS 的运营开支为 20.23 亿美元，高于去年同期的 14.33 亿美元；AWS 的运营利润为 7.18 亿美元，高于去年同期的 3.05 亿美元。

随着 AWS 与光环新网合作的落地，我们认为 AWS 在中国区业务的开展将没有政策方面的约束，已经完全合法。因此，业务收入也将随着行业的增长而增长。



## 2、光环有云助力 IaaS 业务发展

光环有云可以提供云主机、块存储、镜像以及 VDC 四大服务。

云主机服务是云计算中最基础的服务，基于 OpenStack Nova 项目建设，承载了光环云云平台所有服务的计算业务，比传统物理机更先进的是，光环云云主机可以实时添加或删除网卡、硬盘，更改主机 CPU/内存 等，也可以通过 VNC 终端在无网络的情况下管理虚拟机。

块存储服务为云主机提供持久化的云硬盘。云硬盘使用多重副本、实时复制的技术以保证您的数据安全、可靠。分布式存储将数据保存在多台服务器上，即使有服务器发生故障，也不影响数据的可靠性和可用性，让客户高枕无忧。

镜像可以实现操作系统及应用软件的快速部署，避免不必要的基础软件安装部署时间，提高生产及工作效率。

VDC 虚拟网络服务是基于 OpenStack Neutron 项目，客户可以在可视化的界面中通过鼠标构建所需的基础设施，例如路由器、私有网络、VPN，真正实现软件定义网络。

2016 年 H1，光环有云实现收入 4113.2 万元。

### （三）收购无双科技，进入 SaaS 细分市场

无双科技主要经营互联网营销服务，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。

无双科技的搜索引擎营销技术解决方案处在互联网广告的应用前沿，拥有行业领先的数据算法及综合服务能力。相较同行业其他公司，无双科技更加注重技术的研发和积累，开发出了 AG 竞价助手、AG360 营销助手、AG 搜狗竞价助手、AG 网盟、AG 网站分析平台等软件产品，形成了以技术为依托的服务加软件产品的运营模式。

公司通过收购无双科技，能够借此进军互联网营销行业，进一步拓展公司大数据服务领域和能力。无双科技拥有领先的技术能力、良好的客户资源和媒体资源，以互联网搜索引擎营销服务解决方案为自身核心业务。无双科技自运营以来业务规模快速增长，盈利增长较快。无双科技成为上市公司全资子公司后，将借助上市公司的好平台，不断提高自身的综合竞争能力，提升公司大数据服务能力和业务规模。

根据业绩承诺，2015 年、2016 年和 2017 年，无双科技扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 3500.00 万元、4550.00 万元和 5915.00 万元。从公司披露的 2015 年年报披露数据来看，无双科技已经顺利完成了 2015 年业绩承诺。

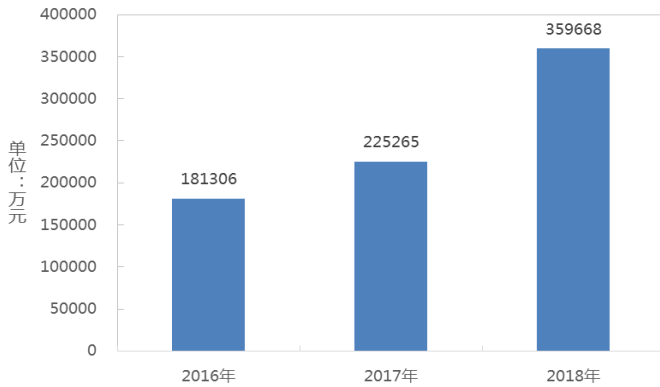
## 四、未来 3 年净利润 CAGR 约 106.6%，维持买入-A 评级

### （一）预计 2018 年营业收入可超 35 亿元，同比增速 59.7%

随着公司新建的酒仙桥二期、光环云谷二期以及房山绿色云计算基地的投产以及机架销售进程的推进，我们认为在 2018 年，公司的 IDC 及其增值服务收入会迎来一个快速的增长。

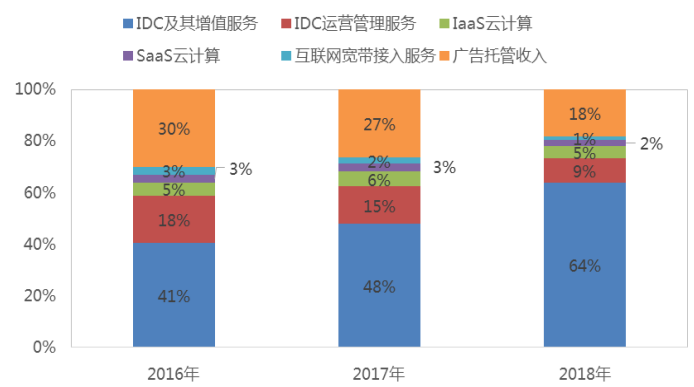
预计到 2018 年营业收入可超 35 亿元，同比增速 59.7%，IDC 及其增值服务将占据公司收入的 64%。

图 22：2016 年-2018 年公司营业收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：2016 年-2018 年公司收入结构预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

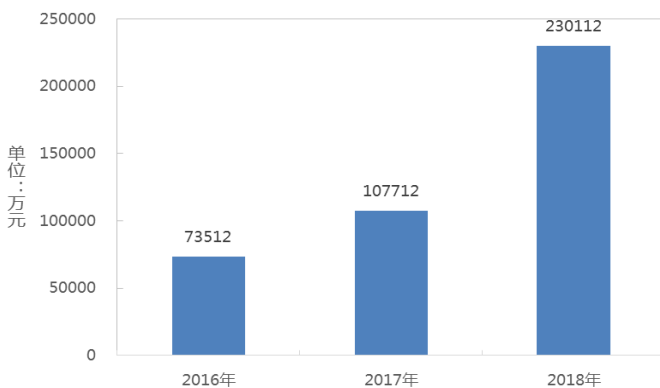
## 1、IDC 及其增值服务收入

目前，公司自身拥有酒仙桥数据中心、光环云谷数据中心、东直门数据中心、太和桥云计算基地、朝北云计算数据中心、房山云计算基地和上海嘉定云计算基地七大自建数据中心，拥有机架能力约 31568 架，加上收购中金云网的机架在内，机架能力约 36000 架左右。

朝北云计算数据中心、太和桥云计算基地以及上海嘉定云计算基地的数据中心刚刚交付机架，酒仙桥二期、光环云谷二期、房山云计算基地(1期和2期)还需要在 2017-2018 年投产。因此，我们认为在 2016 年，公司的 IDC 及其增值服务收入还不会有较大的增长。

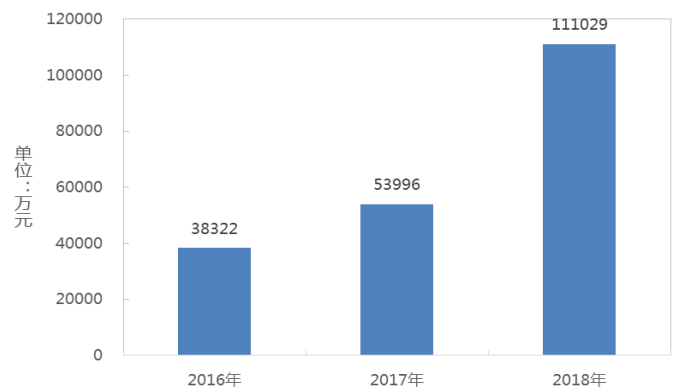
2017 年，随着朝北云计算数据中心、太和桥云计算基地以及上海嘉定云计算基地机架资源销售完成以及酒仙桥二期、光环云谷二、房山云计算基地(1期和2期)机架资源开始销售，公司的 IDC 及其增值服务收入会出现大幅增长，到 2018 年实现一个阶跃性的增长，收入达到 23 亿元。

图 24：2016 年-2018 年 IDC 及其增值服务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：2016 年-2018 年 IDC 及其增值服务毛利预测

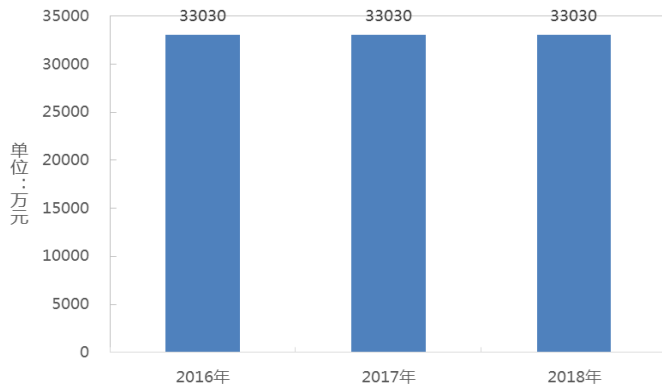


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、IDC 运营管理服务收入

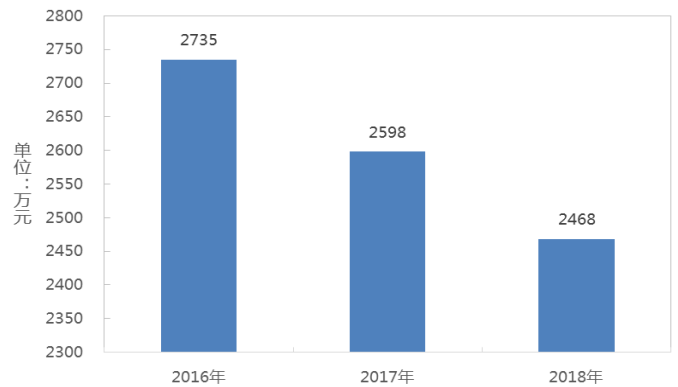
目前，公司在 KDDI 的亦庄数据中心提供 IDC 运营管理服务，机架规模约 2670 架，该项业务毛利率较低。我们认为公司不太可能扩大服务规模。因此，2016 年-2018 年收入规模保持不变，每年大约 3.3 亿元左右。另外，毛利率处于下降趋势。

图 26：2016 年-2018 年 IDC 运营管理服务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：2016 年-2018 年 IDC 运营管理服务毛利预测



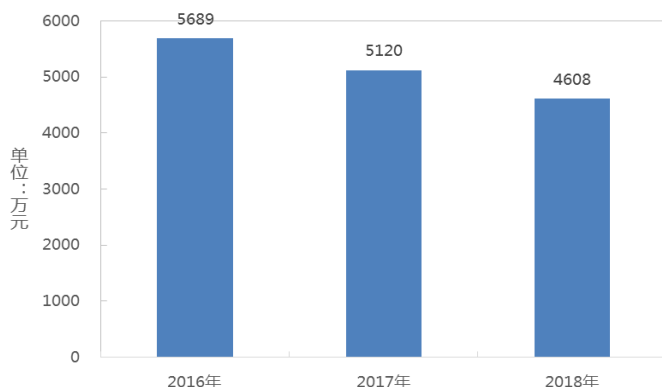
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 3、互联网宽带接入服务收入

互联网宽带接入服务曾经是公司主要业务。随着公司业务发展重心向 IDC 及其增值服务以及 IaaS、SaaS 服务的转移和宽带接入市场竞争的加剧，我们认为该项服务的收入将会下降。

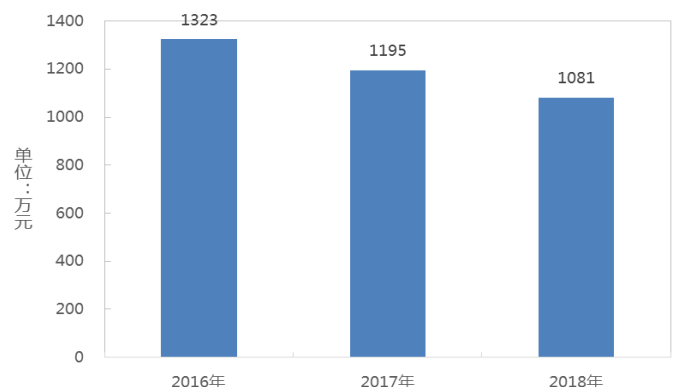
2016 年-2018 年，收入分别为 5689 万元、5120 万元和 4608 万元；毛利分别为 1323 万元、1195 万元和 1081 万元。

图 28：2016 年-2018 年互联网宽带接入服务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 29：2016 年-2018 年互联网宽带接入服务毛利预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

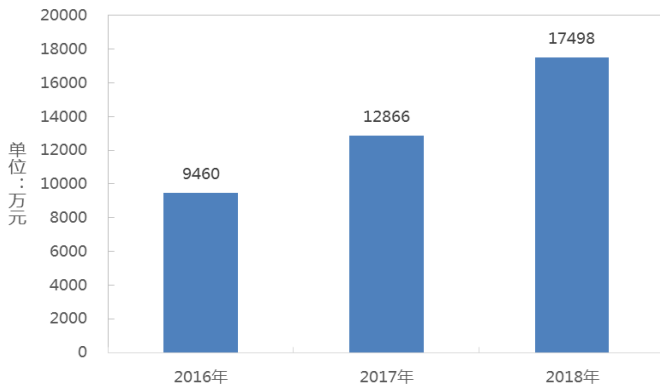
## 4、IaaS 服务收入

今年，公司作为控股股东联合国内领先的 OpenStack 开源云计算公司 UNITEDSTACK（北京）科技有限公司等共同设立了光环有云（北京）网络服务有限公司（以下简称“光环有云”），并将致力于打造领先的、适合中国市场需求的基于 AWS 技术的云服务产品，并以专业的咨询服

务和整体的 DevOps 服务体系，帮助客户无缝、优化使用基于 AWS 技术的云服务产品和混合云资源，加速中国客户向云端迁移。该项业务公司自身开展的 IaaS 服务收入，不包含 AWS 合作的业务。

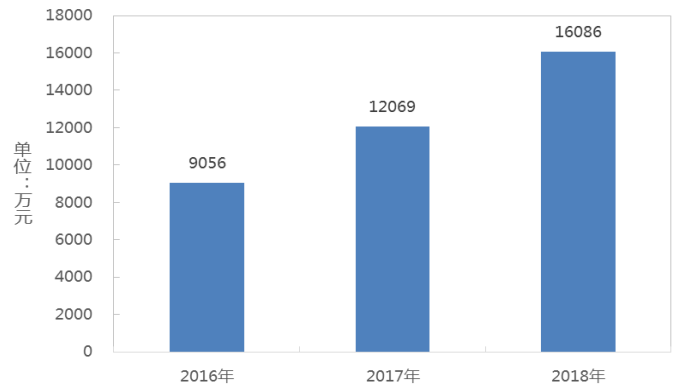
我们认为，公司此项业务收入增速能够和行业平均增速持平。预计 2016 年-2018 年该项业务的收入分别为：9460 万元、12886 万元和 17498 万元。

图 30：2016 年-2018 年 IaaS 服务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 31：2016 年-2018 年 IaaS 服务毛利预测



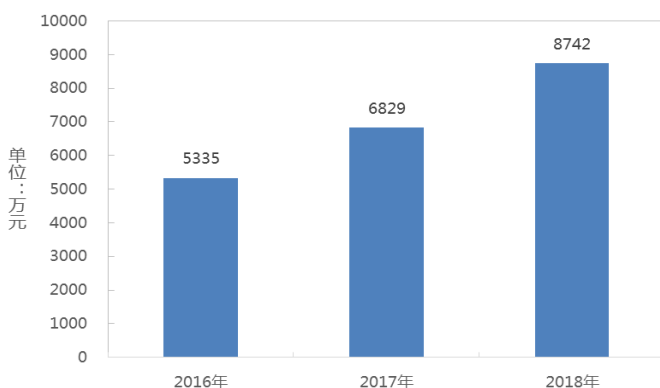
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 5、SaaS 服务收入

无双科技的搜索引擎营销技术解决方案处在互联网广告的应用前沿，拥有行业领先的数据算法及综合服务能力。相较同行业其他公司，无双科技更加注重技术的研发和积累，开发出了 AG 竞价助手、AG360 营销助手、AG 搜狗竞价助手、AG 网盟、AG 网站分析平台等软件产品，形成了以技术为依托的服务加软件产品的运营模式。

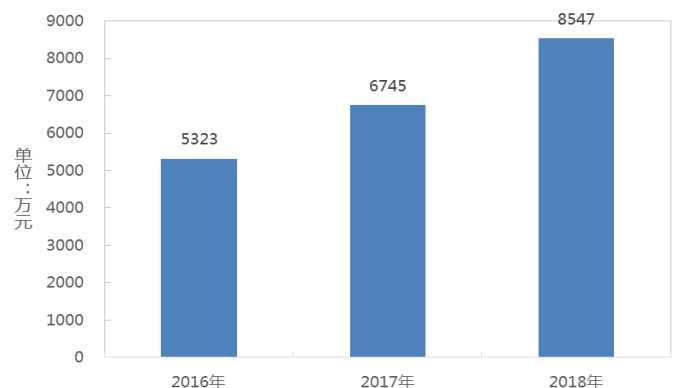
我们认为，公司此项业务收入增速能够和行业平均增速持平。预计 2016 年-2018 年该项业务的收入分别为：5335 万元、6829 万元和 8742 万元。

图 32：2016 年-2018 年 SaaS 服务收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 33：2016 年-2018 年 SaaS 服务毛利预测



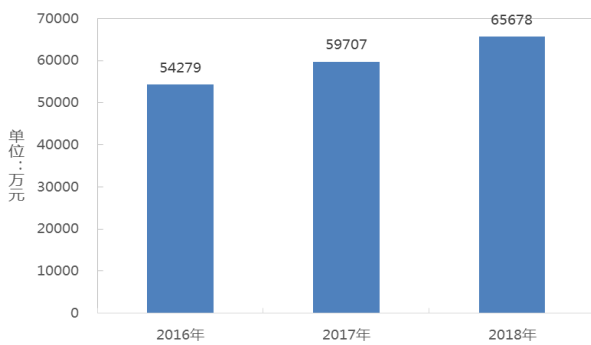
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 6、广告托管收入

无双科技与主流搜索引擎媒体建立了长期稳定的合作关系，取得了百度的核心代理商、360搜索官方技术合作伙伴、360搜索推广官方移动应用提供商、新浪广告交易平台认证接入商等资格认证。凭借着先进的技术积累、完善的产品和服务体系、与主流搜索引擎稳定的合作关系，无双科技形成较高的品牌认知度，为去哪儿、当当网、聚美优品、中国电信、中国移动等客户提供优质服务。

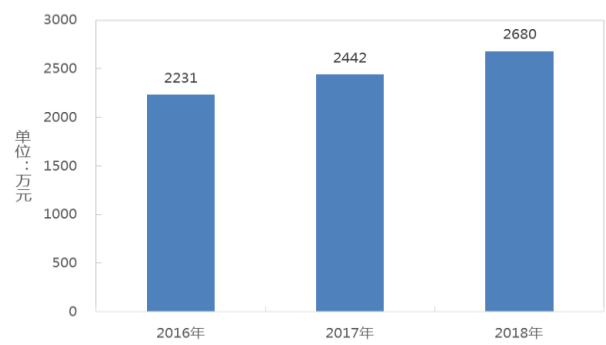
我们认为该项服务能保持一个稳定的增长。预计2016年-2018年该项业务的收入分别为：54279万元、59707万元和65678万元。

图 34：2016 年-2018 年广告托管收入预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 35：2016 年-2018 年广告托管毛利预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 对比行业 PEG 平均水平，给予 2017 年 67 倍 PE

与行业相同市值公司以及相同业务相比较，光环新网公司的 PEG 处于低位。参考 2017 年行业平均 0.88 的 PEG 以及公司 2017 年约 76.4% 年化税后利润增速，给予公司 2017 年 67 倍 PE。

表 3：光环新网与可比公司 PEG 对比

代码	名称	市值(亿元)	PEG			PE		
			2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
002517.SZ	恺英网络	290	1.81	1.00	0.87	37	29	23
300113.SZ	顺网科技	232	0.60	1.07	0.92	46	35	27
300017.SZ	网宿科技	546	0.68	0.52	0.40	41	27	18
300104.SZ	乐视网	876	2.85	1.28	1.09	111	71	49
002195.SZ	二三四五	215	0.97	0.66	0.51	37	27	19
002405.SZ	四维图新	236	1.57	1.32	1.97	108	71	55
600845.SH	宝信软件	152	1.03	0.93	0.93	40	30	24
002335.SZ	科华恒盛	111	0.47	0.49	0.61	40	26	20
000971.SZ	高升控股	138	0.01	0.64	0.78	67	41	30
	平均值		1.11	0.88	0.90	59	40	30
300383.SZ	光环新网	240	0.82	0.62	0.23	64	47	24

资料来源：Wind，华金证券研究所

### (三) 未来 3 年净利润 CAGR 约 106.6%，维持买入-A 评级

我们预测未来三年公司收入和净利润将保持高速增长。2016 年-2018 年，公司的净利润分别为 3.88 亿元、5.22 亿元和 10.07 亿元。未来三年的净利润年化增长率约为 106.6%；EPS 分别为：0.54 元、0.72 元和 1.39 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 48 元。

## 五、风险提示

- 1、朝北云计算数据中心、太和桥云计算基地以及上海嘉定云计算基地的数据中心机架销售不及预期；
- 2、酒仙桥二期、光环云谷二期、房山云计算基地（1 期和 2 期）建设进度不及预期，错过市场窗口期；
- 3、云计算市场增长不及预期；
- 4、宏观经济发展不及预期，使行业需求增速下降。







## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com