

中国：网络软件与服务

2016年11月01日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**13.8%**

 日期 **2016/10/31**

收盘价	RMB32.50
十二个月目标价	RMB37.00
前次目标价	RMB45.00
深圳 A 股指数	2,144.9

信息更新：

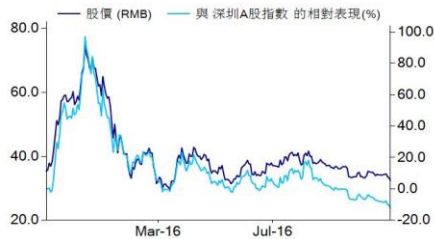
- ▶ 本中心重申买入评级，目标价由人民币 45 元调降至 37 元，以反映第三季获利能力略低于本中心预期，但仍维持对中国云计算市场的乐观展望。

本中心观点：

- ▶ 我们预期获利能力将能在 IDC 基地逐步投产后顺利提升。
- ▶ 中国云计算市场的成长仍能带动公司的长期投资价值。

公司简介： 光环新网为中国企业客户提供互联网宽带接入（ISP）、互联网数据中心（IDC）和其他互联网服务。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB23,503.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB384.8 百万元
总股本股数 (百万股)	723.2
流通 A 股股数比例	48.6%
自由流通股数比例	45.8%
大股东：持股比例	北京百汇达投资管理有限公司 35.4%
净负债比率 (2016F)	(11.3%)
每股净值 (2016F)	RMB1.45
市净率 (2016F)	22.39 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	592	1,933	2,876	4,063
营业利润 **	116	388	676	1,048
归母净利润 *	114	297	537	843
每股收益(元)	0.21	0.41	0.74	1.17
每股收益年增长率 (%)	(76.0)	97.3	79.8	57.1
每股股利(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率 (倍)	155.4	78.7	43.8	27.9
股利收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	14.9%	28.3%	34.5%	35.9%

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

张凯钧

+86 21 6187 3864 Kai-Chun@yuanta.com

光环新网 (300383 CH)
快速扩充导致三季报低于预期；仍看好在 IDC 市场的龙头地位
事件说明

光环新网于 2016/10/28 晚间公布第三季季报，2016 第三季营收为人民币 6.3 亿元，同比增长 315%，高于本中心预期的人民币 5.15 亿元（同比增长 239%），归母净利润为 8,000 万元。

研究中心观点

- ▶ **重申买入评级，目标价下调至人民币 37.00 元：** 第三季获利偏低是由于销售成本及营业费用较本中心预期高，导致三季度毛利率/营业利润率仅 26%/16%，低于本中心预期的 39%/32%，可看出费用率上升的趋势对获利影响明显，费用来源是 IDC 初期建造所衍生的相关成本，在尚未投产前会降低获利率。同时，市场上的激烈竞争也影响公司获利表现，因此下调目标价至人民币 37.00 元，以反映获利能力低于预期。
- ▶ **市场激烈竞争下，公司力保增长：** IDC 市场竞争激烈，公司单季/前三季营收同比大幅增长 315%/255%，系中金云网及无双科技并入报表所导致；随着中国公有云市场 2015-2020 年 CAGR 达 20.8%，且公司作为中国民营 IDC 龙头的角色地位不变，在未来共 40,000 个机柜顺利投产并逐渐提高产能利用率后，营收可望保有长期成长的空间，同时也能提升规模经济效益，以达到提高利润率的目标，在“内生+外延”的成长路线不变之下，本中心认为市场上尚未有其他公司能立即挑战光环新网的地位。
- ▶ **订单能见度高，IDC 基地投产顺利：** 公司目前在手订单总数达 2,544 个，尚未履行金额为人民币 13.42 亿元，三大业务 ISP、IDC 及 SEM 分别占总金额的 2.8%/67.4%/29.8%，可以看出公司的主要业务订单能见度颇高，另外，预计年内上海绿色云计算基地项目将有部分机柜可投入使用、燕郊光环云谷二期项目将于 2017/1 正式交付使用，根据公司先前预告，两个 IDC 基地应能顺利在 2016/17 年合计带入人民币 4,800 万/1.86 亿元的营收贡献，此部分已计入本中心先前预估的营收当中。随着各基地陆续完工，公司的营收得到有力支撑，并能覆盖各项营运成本，达到逐步提升获利能力的目标。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

估值及评价调整

2016年第三季财报回顾

公司前三季营收达 RMB1,468 mn, 较本中心预估值 RMB1,353 mn 高出 9%, 可以看到公司业务成长迅速且并表效益显著; 单季营收达 RMB630 mn 也较本中心预估值高出 22%, 然而营业成本率及营业费用率高于本中心预期, 前三季营业成本 YoY+280%, 较营业收入成长幅度 255% 更高, 这导致了第三季毛利及营业利润低于本中心预估 17%/39%, 主要是因为公司正在扩张的 IDC 基地多数尚未开始营运, 因此相关成本未被完全覆盖; 根据公司揭露, 报告期内, 燕郊光环云谷二期项目(1,320 机柜数)及上海嘉定绿色云计算基地项目(5,240 机柜数)建设进展顺利, 目前已分别进入收尾阶段, 预计今年年底可部分投产运营。房山绿色云计算基地项目一期(6,000 机柜数)目前已有 4 栋云计算中心主体建筑完成封顶, 即将进入机房内装修及机电安装阶段, 根据行业习性, IDC 基地投产三年左右可以达到产能满载, 第一年的产能利用率往往维持在较低水位, 参考公司所公布的 IDC 项目投产公告推算, 第一年的产能利用率大约在 10-20%, 但随着各项目如期进入投产, 本中心认为未来各项利润率仍将逐渐改善。

图 1: 实际值 vs. 预估值对照表

财务数据 RMB mn	3Q16 实际值	3Q16 元大预估	差异(%)	2Q16 实际值	QoQ (%)	3Q15 实际值	YoY(%)
营业收入	630	515	22%	530	119%	152	315%
营业毛利(公布)	164	199	-17%	149	110%	52	214%
营业毛利(扣除增值税后)	163	199	-18%	148	110%	52	213%
营业利润(公布)	100	163	-39%	91	110%	34	195%
营业利润(调整后)	107	164	-35%	112	95%	34	218%
税前净利润	100	163	-39%	91	110%	28	257%
归母净利润	80	140	-43%	72	110%	28	186%
EPS (RMB)	0.11	0.19	-43%	0.10	110%	0.05	116%
财务比率(%)			差异(百分点)		差异(百分点)		差异(百分点)
营业毛利率(公布)	26%	39%	-13%	28%	-2%	34%	-8%
营业毛利率(扣除增值税后)	26%	39%	-13%	28%	-2%	34%	-8%
营业利润率(公布)	16%	32%	-16%	17%	-1%	22%	-6%
营业利润率(调整后)	17%	32%	-15%	21%	-4%	22%	-5%
税前净利润率	16%	32%	-16%	17%	-1%	18%	-3%
归母净利润率	13%	27%	-14%	14%	-1%	18%	-6%

资料来源: 公司资料、元大、Bloomberg

获利预估调整

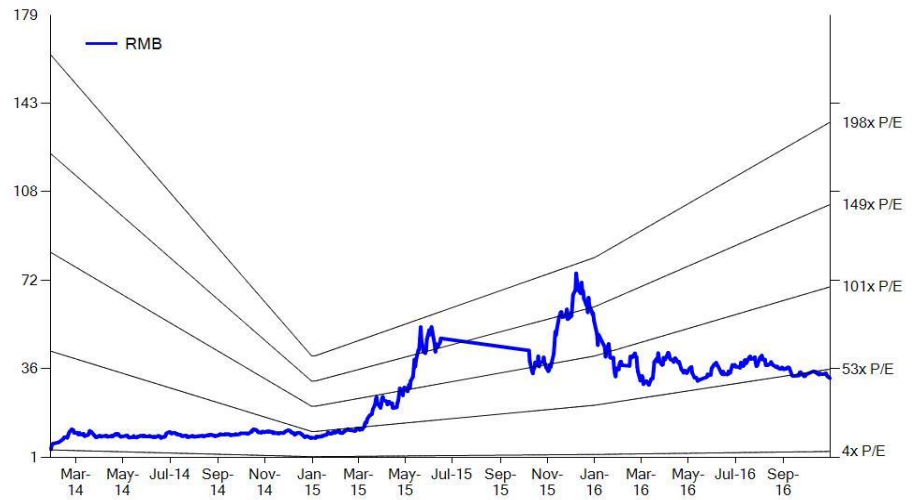
根据三季报, 本中心重新调整公司的获利能力展望, 但维持营收规模预期不变, 分别调降 2017/18F 的营业毛利 9%/4%, 营业利润率分别调降 15%/7%, 归母净利润调降 17%/9%, 2017/18 年预估 EPS 为 0.74/1.17, 虽获利调降, 但本中心持续看好 1) 云计算产业在中国的广阔成长愿景, 以及 2) 公司做为第三方 IDC 运营商的龙头地位, 维持 50x P/E, 目标价人民币 37.00, 隐含涨幅 13.8%。

图 2：预估调整表

财务数据 RMB mn	2016F		2017F		2018F		差异 (%)		
	更新前	更新后	更新前	更新后	更新前	更新后	2016F	2017F	2018F
营业收入	1,933	1,933	2,876	2,876	4,063	4,063	0%	0%	0%
营业毛利(公布)	670	583	1,073	980	1,531	1,477	-13%	-9%	-4%
营业毛利(扣除增值税后)	668	580	1,071	976	1,527	1,472	-13%	-9%	-4%
营业利润(公布)	438	341	749	635	1,088	1,007	-22%	-15%	-7%
营业利润(调整后)	479	341	786	635	1,125	1,007	-29%	-19%	-11%
税前净利润	460	362	766	650	1,105	1,022	-21%	-15%	-8%
归母净利润	387	297	643	537	927	843	-23%	-17%	-9%
EPS (RMB)	0.54	0.41	0.89	0.74	1.28	1.17	-23%	-17%	-9%
财务比率(%)							差异(百分点)		
营业毛利率 (%)	35%	30%	37%	34%	38%	36%	-5%	-3%	-1%
营业利润率 (%)	25%	18%	27%	22%	28%	25%	-7%	-5%	-3%
净利润率 (%)	20%	15%	22%	19%	23%	21%	-5%	-4%	-2%

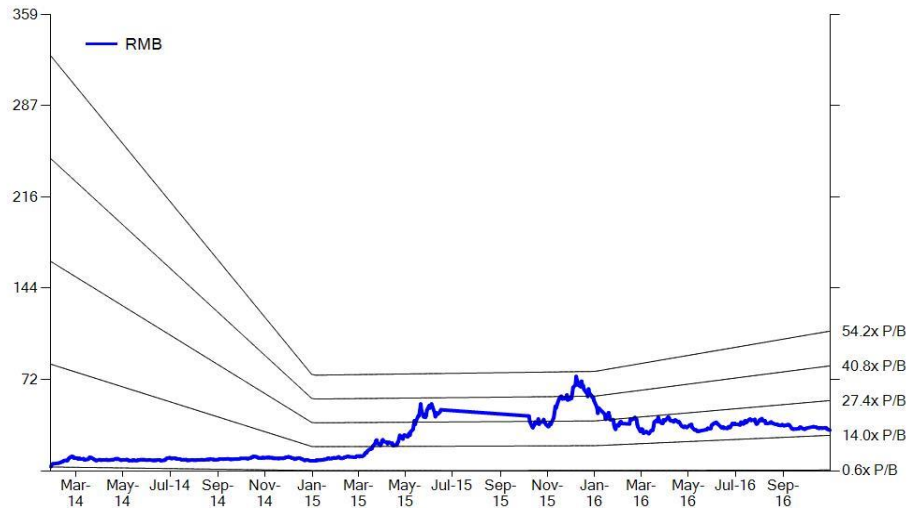
资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

图 4：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 5：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	239	185	294	312	495
存货	1	1	7	5	11
应收帐款及票据	44	84	511	641	1,313
其他流动资产	12	105	105	105	105
流动资产	296	375	917	1,062	1,924
长期投资	15	17	18	109	198
固定资产	377	796	906	1,074	1,317
什项资产	175	388	383	377	373
其他资产	567	1,201	1,306	1,560	1,888
资产总额	863	1,576	2,223	2,623	3,812
应付帐款及票据	55	104	437	323	713
短期借款	42	131	131	131	131
什项负债	64	82	109	114	120
流动负债	161	317	677	568	964
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	3	106	106	106	106
长期负债	3	106	106	106	106
负债总额	165	423	783	674	1,070
股本	109	546	546	546	546
资本公积	311	11	11	11	12
保留盈余	277	205	493	1,001	1,793
换算调整数	0	0	0	0	1
归属母公司之权益	698	762	1,050	1,558	2,351
少数股权	0	390	390	390	390
股东权益总额	698	1,152	1,440	1,948	2,742

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	95	114	298	537	843
折旧及摊提	30	42	52	63	79
本期营运资金变动	64	(66)	(73)	(236)	(282)
其他营业资产	(40)	10	0	0	0
营运活动之现金流量	149	100	277	363	640
资本支出	(141)	(104)	(156)	(226)	(317)
本期长期投资变动	0	(1)	(1)	(91)	(90)
其他资产变动	(89)	(164)	0	0	(1)
投资活动之现金流量	(230)	(269)	(157)	(317)	(407)
股本变动	319	16	0	0	1
本期负债变动	(15)	89	0	0	0
其他调整数	(24)	3	(11)	(29)	(52)
融资活动之现金流量	281	109	(11)	(29)	(51)
汇率影响数	0	0	0	0	1
本期产生现金流量	200	(61)	109	18	183
自由现金流量	(81)	(169)	120	47	233

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	435	592	1,933	2,876	4,063
销货成本	(248)	(396)	(1,350)	(1,896)	(2,586)
营业毛利	187	195	583	980	1,477
营业费用	(75)	(79)	(195)	(304)	(429)
营业利润	112	116	388	676	1,048
利息收入	1	0	0	0	0
利息费用	0	(5)	(50)	(50)	(50)
利息收入净额	1	(5)	(50)	(50)	(50)
投资利益(损失)净额	0	1	9	9	9
其他业外收入(支出)净额	(1)	20	15	15	15
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	112	132	362	650	1,022
所得税费用	(17)	(17)	(63)	(113)	(179)
税后净利润	95	114	298	537	843
少数股权净利	0	(1)	(2)	0	0
归属母公司之净利	95	114	297	537	843
税前息前折旧摊销前净利	142	158	439	739	1,127
每股收益 (RMB)	0.9	0.2	0.4	0.7	1.2
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.9	0.2	0.4	0.7	1.2

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	41.0	36.1	226.8	48.8	41.3
营业利润	39.3	3.4	234.2	74.3	55.0
税前息前折旧摊销前净	40.2	11.8	177.2	68.1	52.5
税后净利润	41.5	19.3	161.4	80.8	57.1
每股收益	N.A.	(76.0)	97.3	79.8	57.1
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	43.0	33.0	30.2	34.1	36.4
营业利润率	25.8	19.6	20.1	23.5	25.8
税前息前 折旧摊销前净利率	32.6	26.8	22.7	25.7	27.7
税后净利润率	21.9	19.2	15.4	18.7	20.8
资产报酬率	14.5	9.4	15.7	22.2	26.2
净资产收益率	13.6	14.9	28.3	34.5	35.9
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	6.1	11.4	9.1	6.7	4.8
净负债比率 (%)	(28.2)	(4.7)	(11.3)	(9.3)	(13.3)
利息保障倍数 (倍)	N.A.	26.1	8.3	14.1	21.6
利息及短期债	2.7	1.0	2.3	3.9	5.9
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	19.0	5.6	7.3	12.9
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	3.5	0.7	1.5	2.0	3.5
流动比率 (倍)	1.8	1.2	1.4	1.9	2.0
速动比率 (倍)	1.8	1.2	1.3	1.9	2.0
净负债 (RMB 百万元)	(196.58)	(53.83)	(162.85)	(180.86)	(364.21)
每股净值 (RMB)	6.39	1.40	1.45	2.15	3.25
评价指标 (倍)					
市盈率	37.3	155.4	78.7	43.8	27.9
股价自由现金流量比	(43.8)	(104.9)	196.0	505.0	100.9
市净率	5.1	23.3	22.4	15.1	10.0
股价税前息前折旧摊销 前净利比	25.0	111.9	53.5	31.8	20.9
股价营收比	8.2	30.0	12.2	8.2	5.8

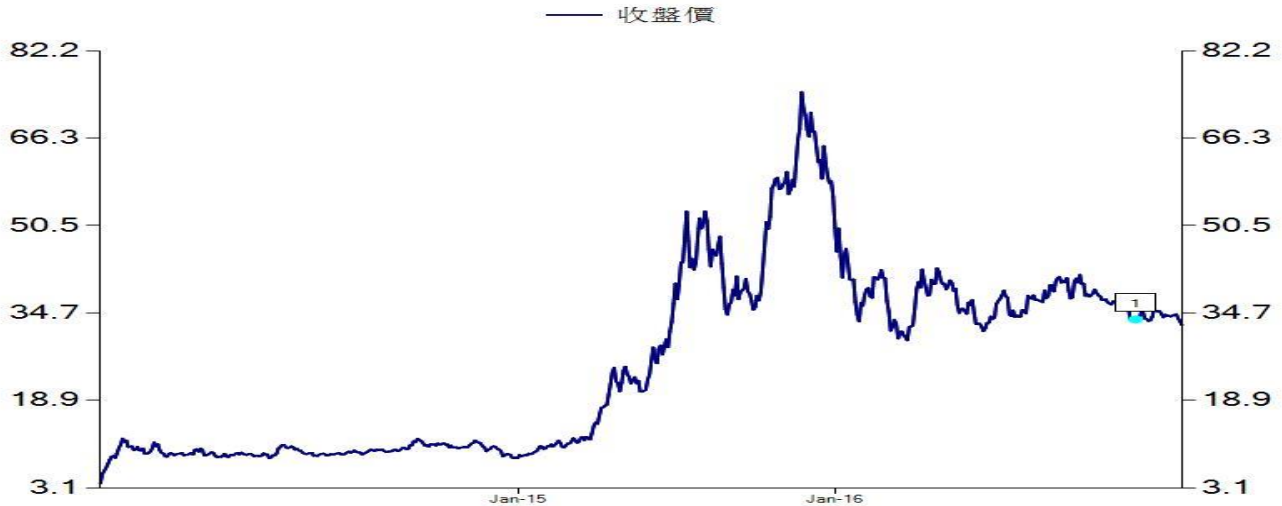
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

光环新网 (300383 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2016/09/19	33.33	45.00	45.00	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计：	492	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼