

中国：网络软件与服务

2017年01月04日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**20.6%**

 日期 **2017/01/03**

收盘价	<b>RMB23.20</b>
十二个月目标价	<b>RMB28.00</b>
前次目标价	<b>RMB37.00</b>
深圳 A 股指数	<b>2,077.6</b>

**信息更新：**

► 重申买入，但调降目标价至人民币 28 元以反映 TMT 市场估值回落。

**本中心观点：**

- 仍看好中国互联网流量成长所带动的云计算需求。
- 北京地区不再核发新的 IDC 牌照将使公司的 IDC 资源具有一定的稀缺性。

**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	<b>RMB16,777.7 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB314.0 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>723.2</b>
流通 A 股股数比例	<b>48.6%</b>
自由流通股数比例	<b>48.6%</b>
大股东；持股比例	<b>北京百汇达投资管理 有限公司, 35.4%</b>
净负债比率 (2017F)	<b>(9.3%)</b>
每股净值 (2017F)	<b>RMB2.15</b>
市净率 (2017F)	<b>11.59 倍</b>

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
税后净利润 *	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)	119.3	60.5	33.6	21.4
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)

### 大股东减持导致股价承压，但仍具成长潜力事件

公司于 12/31 公告其第二大股东天津红杉资本投资基金中心即将减持手中 4.59% 持股以实现投资回报，同时出清万家共赢红杉 1 号资产管理计划所持有的 0.4% 股份，全部出清持股达 4.99%，减持后红杉资本将不再持有公司股份。

#### 研究中心观点

**重申买入评级，目标价调整至人民币 28 元：** 光环新网作为中国最大的第三方 IDC 服务商，由于并购因素，前三季归母净利润同比增长 184.55%，预计全年将保持 161% 成长，2016-18 年净利润年复合增长率达 68.51%。考虑到中国云计算市场的增长前景以及看好公司从 IaaS 切入 SaaS 领域的策略，我们重申买入评级，目标价调整至人民币 28 元，系根据 1.5 倍同业平均 2017 年预估市盈率推得，以反映公司两倍于同业 2016-18 年 CAGR 的潜力。

**TMT 板块估值调整为系统性因素：** 2016 年 A 股市场对于 TMT 行业的估值有明显调降，公司所在的传媒(申万一级行业)板块全年下跌 32%，其他相关板块例如计算器(-30%)、通信(-16%)，以及电子(-13%)皆遭遇系统性下跌。我们认为这是投资人对于部分题材性个股有过高期待所导致，但光环新网本身透过内生成长在 2014/15 营收成长了 41%/36%，且在 2016 年透过并购使其预计营收有望成长 227%，在双轨成长模式之下，我们认为公司将能有效的达到业绩目标并使市占率持续提升。

**中国云计算市场依然快速成长：** 互联网流量的增长带动云计算市场的成长，同时提升对 IDC 的需求，根据市场研究机构的数据，中国 IDC 市场 2016-18 的年成长率皆维持约 39%，2018 年市场规模能达到人民币 1,390 亿元，而公有云市场规模则能在 2020 年达到人民币 360 亿元，公司作为北京地区领先的 IDC 运营商将能率先受惠，且当地政府限制 IDC 牌照发放，公司透过并购所取得的 IDC 机房未来将具有更高的稀缺价值。

**与亚马逊合作将增强公司云计算运营能力：** 与亚马逊在中国合作 AWS 业务除了能增加公司的 IDC 收入以外，更能拓展公司的云计算运营能力并提升公司的市场地位及品牌形象，公司将在现有基础上增设云服务运营及营销部，与 AWS 合作培养世界一流云计算服务的运营和销售人才。

#### 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。

## 持续成长的 IDC 龙头

公司的成长主要来自于互联网流量的成长及云计算市场的成长，虽然 A 股 TMT 板块遭遇系统性的调整导致公司所属的传媒板块于 2016 年下跌了 32%，但我们仍然看好公司的成长潜力，因此维持买入评级，调降目标价至人民币 28 元(见图 1)，系采用同业平均市盈率的 1.5 倍以反映公司成长动能远较同业为佳。

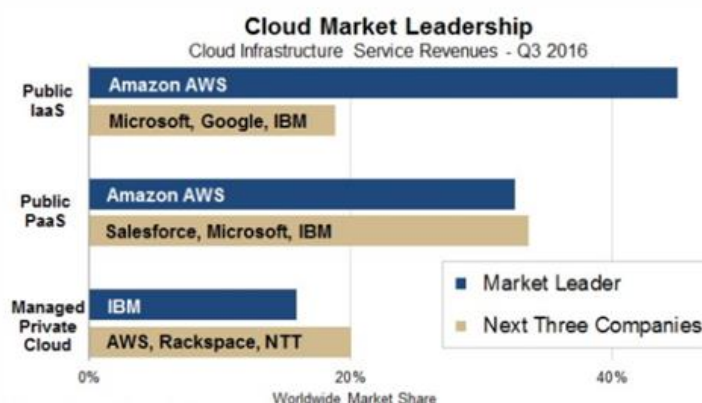
图 1：目标价调整对照表

	2016/10/31	2017/1/3
目标价	37.00	28.00
收盘价	32.50	23.20
目标市盈率(Target P/E)	50x	38x
隐含涨幅	13.8%	20.6%

资料来源：元大

本次大股东出脱持股应属于获利了结，并非对于公司前景产生疑虑；而公司持续与全球最大 IaaS 运营商-亚马逊保持紧密合作关系将能进一步巩固公司在 IDC 方面的成长动能，随着亚马逊 AWS 在全球市占率持续维持独大的优势，2016/11 达到 45%，超越微软、谷歌、IBM 三者总和(见图 2)，我们认为亚马逊在中国的市占率应能逐步提升，即使面对来自阿里巴巴等当地对手的强大竞争压力，AWS 在国际化的优势仍然明显(见图 3)，也仍是考虑走向国际化的中资企业最好的选择之一。

图 2：AWS 全球 IaaS 市占率达 45%



资料来源：Synergy Research Group、元大

图 3: AWS 全球数据中心建置



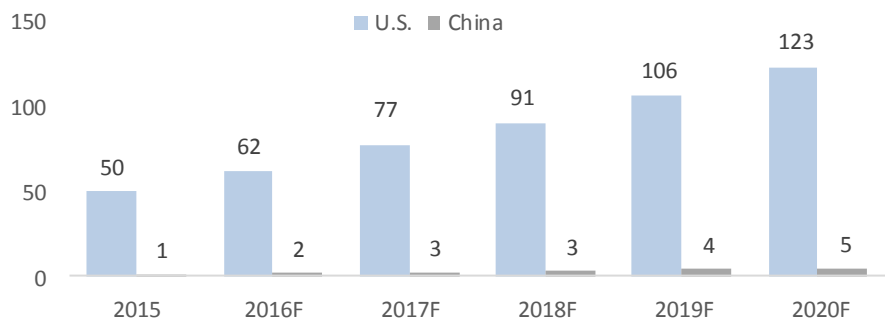
资料来源: Amazon、元大

除此之外，中国云计算市场相对于美国仍有非常大的提升空间，目前中国公有云市场约为美国的 4%(见图 4)，而根据 CiscoVNI 的研究，以中国为首的亚太地区互联网流量持续增长并拉大与北美市场的距离，到 2020 年时，有望达到每个月 67,850 Petabyte 的规模，高于北美市场的 59,088 Petabyte，而第三方 IDC 公司能提供企业更定制化的解决方案，未来将能持续得到客户的青睐并提升在整体 IDC 市场的份额。

综上所述，我们仍长期看光环新网做为第三方 IDC 市场龙头的市场地位及成长空间。

图 4: 中国公有云市场规模远小于美国市场

(USD bn)



资料来源: IDC、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
<b>流动资产</b>	<b>296</b>	<b>375</b>	<b>917</b>	<b>1,062</b>	<b>1,924</b>
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
<b>其他资产</b>	<b>567</b>	<b>1,201</b>	<b>1,306</b>	<b>1,560</b>	<b>1,888</b>
<b>资产总额</b>	<b>863</b>	<b>1,576</b>	<b>2,223</b>	<b>2,623</b>	<b>3,812</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>161</b>	<b>317</b>	<b>677</b>	<b>568</b>	<b>964</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	3	106	106	106	106
<b>长期负债</b>	<b>3</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>
<b>负债总额</b>	<b>165</b>	<b>423</b>	<b>783</b>	<b>674</b>	<b>1,070</b>
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
<b>归属母公司之权益</b>	<b>698</b>	<b>762</b>	<b>1,050</b>	<b>1,558</b>	<b>2,351</b>
<b>少数股权</b>	<b>0</b>	<b>390</b>	<b>390</b>	<b>390</b>	<b>390</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>698</b>	<b>1,152</b>	<b>1,440</b>	<b>1,948</b>	<b>2,742</b>

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
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>149</b>	<b>100</b>	<b>277</b>	<b>363</b>	<b>640</b>
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)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(230)</b>	<b>(269)</b>	<b>(157)</b>	<b>(317)</b>	<b>(407)</b>
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)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>281</b>	<b>109</b>	<b>(11)</b>	<b>(29)</b>	<b>(51)</b>
<b>汇率影响数</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>200</b>	<b>(61)</b>	<b>109</b>	<b>18</b>	<b>183</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(81)</b>	<b>(169)</b>	<b>120</b>	<b>47</b>	<b>233</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>435</b>	<b>592</b>	<b>1,933</b>	<b>2,876</b>	<b>4,063</b>
销货成本	(248)	(396)	(1,350)	(1,896)	(2,586)
<b>营业毛利</b>	<b>187</b>	<b>195</b>	<b>583</b>	<b>980</b>	<b>1,477</b>
营业费用	(75)	(79)	(195)	(304)	(429)
<b>营业利润</b>	<b>112</b>	<b>116</b>	<b>388</b>	<b>676</b>	<b>1,048</b>
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)
<b>税后净利润</b>	<b>95</b>	<b>114</b>	<b>298</b>	<b>537</b>	<b>843</b>
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
<b>年成长率 (%)</b>					
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	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
<b>获利能力分析 (%)</b>					
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
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
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)	(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
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	28.6	119.3	60.5	33.6	21.4
股价自由现金流量比	(33.6)	(80.6)	150.5	387.8	77.5
市净率	3.9	17.9	17.2	11.6	7.7
股价税前息前折旧摊 销前净利比	19.2	86.0	41.1	24.4	16.0
股价营收比	6.3	23.0	9.3	6.3	4.4

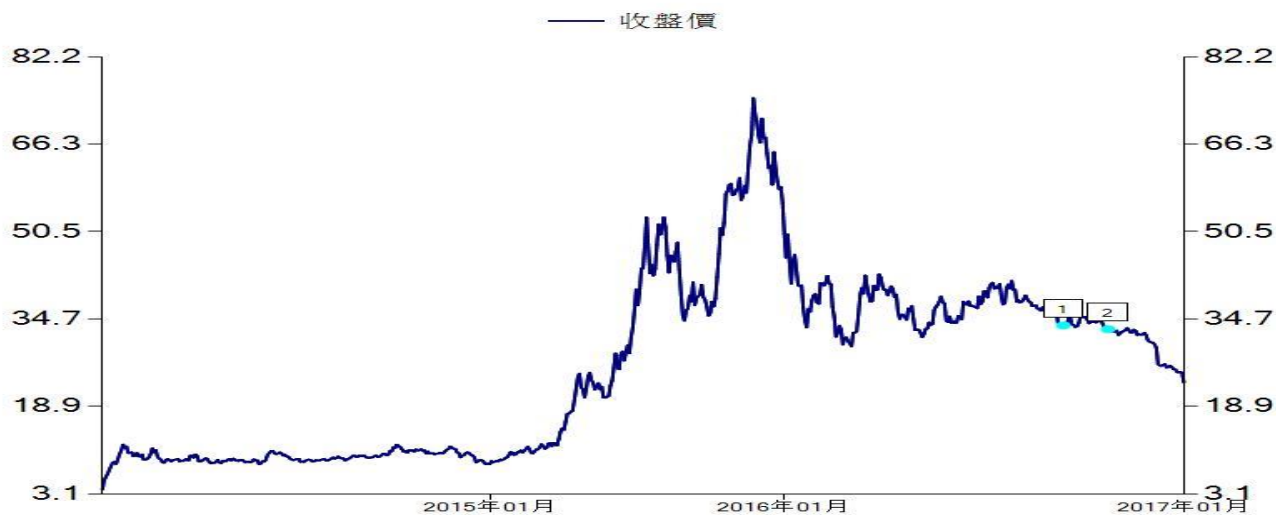
资料来源：公司资料、元大

## 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	Research 元大
2	2016/11/01	32.50	37.00	37.00	买入	Research 元大

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