

光环新网 (300383)

证券研究报告
2017年03月09日

国内领先 IDC 服务商，携手 AWS 打造 A 股云计算龙头

领先的 IDC 服务商，立足数据中心，展望云计算：

公司目前主要业务为 IDC 数据中心业务，是国内领先的第三方 IDC 数据中心提供商，受益于行业的快速发展有望实现 30%以上年增长。同时，由于国家对云计算业务安全性的保护，外资公司需找国内公司落地具体业务，公司得以携手 AWS 向云计算业务进军。

经营业绩方面，公司 2016 年业绩快报显示，2016 年公司实现营业收入 23.25 亿元，同比增长 293.11%；实现归属于上市公司股东净利润 3.35 亿元，较上年同期增长 195.12%，其中云计算服务业务呈现高速增长，但仍未盈利。

IDC 业务：大力发展机柜数量，深化规格领先优势

公司目前上架 IDC 机柜数量约 10000 个（包括收购中金云网约 4000 个），预计 17 年新增约 6000 个签约机柜，初始上架率约 50%，新增上架机柜预计 2017 年将贡献新增净利润 5000-6000 万，新增签约机构上架率到 2018 年预计上升至 80%以上。房山现有可上架 10000 多个机柜的资源，为公司未来 IDC 机柜规模增长提供重要储备，不考虑并购预期，仅自建机柜预计 2017-2018 每年新增 6000 个。由于公司大部分 IDC 中心属于国内领先规格，受益于云计算需求，该部分一线 IDC 价格有望维持。

云计算业务：携手 AWS 布局云计算业务平台

公司云计算业务目前包括四个方面：SaaS，AWS，混合云服务以及增值服务。其中 SaaS 由已被收购的无双科技主导，无双科技的核心技在于数字营销能力；光环 AWS 预计 2017 年运营收入 15 亿左右（30 亿达到盈亏平衡），仍有很大的增长空间，目前单月环比增速 8%-10%，预计公司获得工信部正式运营牌照后将加大宣传力度；混合云、增值服务尚处于起步阶段。预计公司 2017 年云计算整体收入 30 亿以上，未来超预期增长点可能来自于光环 AWS 在国内市场的爆发。

此次与亚马逊合作运营光环 AWS 将使公司正式成为国内公有云领先服务商，光环 AWS 模式同微软与世纪互联的模式类似，可以在国内监管环境下运营公有云。此次授权合作特点包括：光环 AWS 是基于北京区域的基础设施、面向全国客户，但未来不排除亚马逊在其他区域继续同光环合作（亚马逊在中卫已经有 AWS 数据中心规划），或者光环选择其他的授权运营商。

盈利预测：

短期看公司作为第三方 IDC 龙头，盈利性和成长性最为确定；长期看和亚马逊的授权运营合作将使公司具备公有云服务能力，市场空间巨大。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.46 元，0.71 元和 0.97 元，首次覆盖给予“增持”评级！

风险提示：IDC 市场竞争加剧、公有云发展不及预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	434.54	591.53	2,325.37	3,864.52	6,065.37
增长率(%)	41.02	36.13	293.11	66.19	56.95
EBITDA(百万元)	141.05	157.69	869.16	718.96	937.76
净利润(百万元)	95.18	113.59	331.16	508.77	696.38
增长率(%)	41.51	19.34	191.54	53.63	36.88
EPS(元/股)	0.13	0.16	0.46	0.70	0.96
市盈率(P/E)	196.40	164.58	56.45	36.74	26.85
市净率(P/B)	26.80	24.53	3.13	2.94	2.72
市销率(P/S)	43.02	31.60	8.04	4.84	3.08
EV/EBITDA	30.64	193.97	22.58	26.68	18.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	25.85 元
目标价格	28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	723.18
流通 A 股股本(百万股)	623.75
A 股总市值(百万元)	18,694.09
流通 A 股市值(百万元)	16,123.82
每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	26.08
一年内最高/最低(元)	43.86/20.80

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1. 布局一线核心 IDC， 机柜规模处于高速增长期

IDC 机柜方面，公司目前的机柜数量约 10000 个（包括并购的中金云网），其中公司自有机柜 3500 个，代运营 2700，收购的中金云网 4000 个左右。

预计 17 年新增约 6000 个签约机柜，主要包括酒仙桥 1600 个、燕郊 1300 个 10K 高密度机柜、上海 2000 个以及房山的部分机柜，今年上架率在 50%左右。预计 2017 年全年新增净利润 5000-6000 万。预计 2018 年上架率能够上升到 80%以上。

目前公司在房山拥有将近 150 亩可上架 10000 多个机柜的资源，将是公司未来 IDC 资源的重要储备；由于公司的 IDC 战略是自建和并购双向，不考虑其他并购预期，预计 2017-2018 每年新增 6000 个自建机柜。

从新签约的 IDC 订单来看，目前一线 IDC 价格基本稳定。我们认为后续将出现分化，新建的大规模 IDC 中心受益于云计算需求价格有望维持，落后的 IDC 在需求减少的情况下价格可能出现下跌。公司的大部分 IDC 中心的规格在国内处于领先，影响较小。

2. 携手 AWS 开拓国内云计算市场，2016 初露锋芒

公司去年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的《运营协议》。此次合作将使公司正式成为国内公有云领先服务商，公司与亚马逊授权运营模式的合作同微软与世纪互联的模式类似，可以在国内监管环境下开展公有云的计算服务。

公司与亚马逊的合作是基于北京区域的基础设施、面向全国客户，未来不排除其他区域继续同光环合作，或者选择其他的授权运营商（亚马逊在中卫已经有 IDC 规划）；2、国内运营的 AWS 同国际上的 AWS 云服务是隔离的，在计算资源和功能模块上目前也是相对独立的。

图 1：AWS-DX 产品示意图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

光环 AWS 收入确定方式：公司与亚马逊的授权运营方式中，公司获得的 AWS 云服务收入将全部计入公司的营业收入，给亚马逊支付的技术支持费用计入公司云计算的成本。实质是光环可以从 AWS 国内运营中拿到一定分成。

光环 AWS 的估值可以采用市销率 PS；目前亚马逊 AWS 和阿里云的 PS 估值分别在 15 和 30 倍左右，参考其增速介于亚马逊和阿里云之间，假设光环 AWS 按照 20 倍 PS 估计。光

环 AWS 运营收入预计 2017 年 15 亿收入左右，估值在 300 亿；考虑到光环只能拿到分成利润，假设分成比例 10%，则对应光环估值在 30 亿元。

3. 盈利预测和估值

短期看，公司作为第三方 IDC 龙头，盈利性和成长性较为确定；长期看，和亚马逊的授权运营合作将使公司具备公有云服务能力，市场空间巨大。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.46 元，0.71 元和 0.97 元，首次覆盖给与“增持”评级！

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	238.98	184.83	726.60	1,207.54	1,895.23
应收账款	46.99	168.35	249.57	467.71	658.05
预付账款	2.56	9.18	29.42	36.95	70.02
存货	1.15	1.31	9.44	9.04	20.75
其他	6.40	11.45	1,629.88	1,481.71	1,041.01
流动资产合计	296.08	375.12	2,644.91	3,202.94	3,685.06
长期股权投资	0.00	1.38	12.18	12.18	12.18
固定资产	362.39	509.17	2,452.69	2,536.76	2,541.98
在建工程	14.32	286.36	488.83	341.30	234.78
无形资产	37.74	245.68	573.22	559.53	545.85
其他	152.21	157.93	2,634.66	2,598.22	2,592.91
非流动资产合计	566.66	1,200.52	6,161.58	6,047.99	5,927.70
资产总计	862.74	1,575.64	8,806.49	9,250.93	9,612.76
短期借款	42.40	131.00	1,474.24	1,503.92	394.24
应付账款	60.12	117.69	514.32	577.19	1,221.98
其他	58.92	68.22	279.03	250.36	523.57
流动负债合计	161.44	316.91	2,267.59	2,331.47	2,139.79
长期借款	0.00	0.00	30.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.23	106.30	147.80	170.08	191.34
非流动负债合计	3.23	106.30	177.80	170.08	191.34
负债合计	164.67	423.21	2,445.39	2,501.55	2,331.13
少数股东权益	0.49	390.38	392.06	393.80	396.97
股本	109.16	545.80	723.20	723.20	723.20
资本公积	311.16	10.97	4,788.97	4,788.97	4,788.97
留存收益	588.42	216.25	5,245.85	5,632.38	6,161.46
其他	(311.16)	(10.97)	(4,788.97)	(4,788.97)	(4,788.97)
股东权益合计	698.07	1,152.43	6,361.11	6,749.38	7,281.63
负债和股东权益总	862.74	1,575.64	8,806.49	9,250.93	9,612.76

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	95.19	114.18	331.16	508.77	696.38
折旧摊销	38.09	52.08	512.07	157.16	164.98
财务费用	(0.80)	5.72	19.00	22.00	15.00
投资损失	0.00	(0.51)	(0.17)	(0.17)	(0.17)
营运资金变动	(72.84)	28.11	(1,131.01)	15.82	1,150.14
其它	89.52	(99.67)	1.68	1.74	3.18
经营活动现金流	149.16	99.91	(267.28)	705.32	2,029.51
资本支出	159.26	567.55	5,349.70	57.72	28.74
长期投资	(15.29)	1.38	10.80	0.00	0.00
其他	(374.12)	(837.97)	(10,751.53)	(137.55)	(78.57)
投资活动现金流	(230.15)	(269.03)	(5,391.03)	(79.83)	(49.83)
债权融资	42.40	131.00	1,504.24	1,503.92	394.24
股权融资	311.73	131.20	4,936.40	(22.00)	(15.00)
其他	(73.19)	(153.65)	(240.56)	(1,626.47)	(1,671.23)
筹资活动现金流	280.93	108.55	6,200.07	(144.55)	(1,291.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	199.94	(60.57)	541.77	480.94	687.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	434.54	591.53	2,325.37	3,864.52	6,065.37
营业成本	247.70	396.22	1,736.82	2,986.50	4,813.48
营业税金及附加	6.32	0.63	7.21	8.04	15.71
营业费用	17.82	15.56	57.19	63.02	90.75
管理费用	50.51	63.10	166.50	244.42	371.84
财务费用	(0.92)	5.25	19.00	22.00	15.00
资产减值损失	0.68	1.32	0.72	0.91	0.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.51	0.17	0.17	0.17
其他	0.00	(1.01)	(0.34)	(0.34)	(0.34)
营业利润	112.43	109.96	338.10	539.80	757.78
营业外收入	0.20	21.96	49.00	49.00	49.00
营业外支出	0.14	0.30	0.44	0.29	0.34
利润总额	112.49	131.62	386.66	588.51	806.44
所得税	17.30	17.44	53.82	78.00	106.88
净利润	95.19	114.18	332.84	510.51	699.55
少数股东损益	0.00	0.59	1.68	1.74	3.18
归属于母公司净利润	95.18	113.59	331.16	508.77	696.38
每股收益(元)	0.13	0.16	0.46	0.70	0.96

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	41.02%	36.13%	293.11%	66.19%	56.95%
营业利润	42.85%	-2.20%	207.47%	59.66%	40.38%
归属于母公司净利润	41.51%	19.34%	191.54%	53.63%	36.88%
获利能力					
毛利率	43.00%	33.02%	25.31%	22.72%	20.64%
净利率	21.90%	19.20%	14.24%	13.17%	11.48%
ROE	13.64%	14.91%	5.55%	8.01%	10.11%
ROIC	33.04%	28.48%	32.62%	7.06%	9.79%
偿债能力					
资产负债率	19.09%	26.86%	27.77%	27.04%	24.25%
净负债率	6.22%	-10.13%	1.69%	3.18%	-2.88%
流动比率	1.83	1.18	1.17	1.37	1.72
速动比率	1.83	1.18	1.16	1.37	1.71
营运能力					
应收账款周转率	11.13	5.49	11.13	10.78	10.78
存货周转率	448.27	482.47	432.68	418.18	407.22
总资产周转率	0.66	0.49	0.45	0.43	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.16	0.46	0.70	0.96
每股经营现金流	0.21	0.14	-0.37	0.98	2.81
每股净资产	0.96	1.05	8.25	8.79	9.52
估值比率					
市盈率	196.40	164.58	56.45	36.74	26.85
市净率	26.80	24.53	3.13	2.94	2.72
EV/EBITDA	30.64	193.97	22.58	26.68	18.55
EV/EBIT	38.76	265.48	54.96	34.15	22.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com