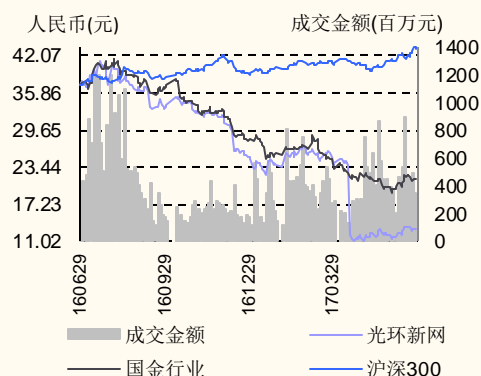


市场价格 (人民币): 13.55 元
 目标价格 (人民币): 16.00-16.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 351.67
 总市值(百万元) 9,799.03
 年内股价最高最低(元) 41.60/11.02
 沪深 300 指数 3646.17



亚马逊 AWS 快速拓展，带动 IDC 持续增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.208	0.463	0.311	0.451	0.551
每股净资产(元)	1.40	8.37	8.93	9.83	10.93
每股经营性现金流(元)	0.17	0.65	3.84	1.74	0.96
市盈率(倍)	267.69	53.86	43.53	30.02	24.58
行业优化市盈率(倍)	0.00	28.60	28.60	28.60	28.60
净利润增长率(%)	19.34%	195.07%	34.32%	44.99%	22.15%
净资产收益率(%)	14.91%	5.53%	6.97%	9.18%	10.09%
总股本(百万股)	545.80	723.18	1,446.36	1,446.36	1,446.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **一线城市基础资源明显，产能释放推动 IDC 业绩增长：**光环新网是业界领先的互联网数据中心服务商，公司拥有北京、上海等一线互联网交换节点城市基础资源，分布区位优势明显，毛利率领先行业内竞争企业。我们预计，2017 年公司自建机柜总数有望超过 6000 个，未来 3-5 年公司将拥有接近 4 万台机柜分布在北京、上海等地，有望推动 IDC 业绩快速增长。同时我们预测，公司 IDC 及其增值服务（包括中金云网）2017 年收入有望达到近 10 亿元。
- **公司获得亚马逊 AWS 运营授权，占据云计算风口：**云计算作为移动互联网、物联网、大数据、智能硬件和工业 4.0 等新兴方向的底层支撑，近年来发展迅速。根据中国信通院预测，2018 年国内云计算市场规模有望达 540 亿。在阿里云过去 7 个季度营收增速都保持 100% 以上的情况下，我们预测，未来三年国内公有云市场维持 100% 以上高增长。亚马逊将 AWS 中国区（北京）的经营权交给光环新网，AWS 中国区（北京）的收入将迅猛增长，依托 AWS，我们预测，公司 2017 年云计算收入有望达到 18 亿，2018 年有望超过 30 亿。
- **合作与收购优化营收结构：**公司收购中金云网切入细分金融 IDC 领域，在 2016 年实现净利润 1.5 亿元，超额完成业绩承诺。中金云网 2017、2018 年承诺净利润 2.1 亿元、2.9 亿元。同时，公司通过并购打造云计算生态圈，通过合作不断扩大数据中心规模，与亚马逊 AWS 深度绑定大力布局云服务；公司通过收购无双科技切入 SaaS 云计算领域，无双科技 2017 年承诺净利润 5915 万元；通过与 UnitedStack 合作成立光环有云，大力开拓公有云增值服务市场。

投资建议

- 我们认为公司作为 IDC 行业龙头标的，内生增长性强。预计产能释放带动公司今明两年近 40% 的净利润复合增速，给予公司“买入”评级，目标价 16 元。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 4.50 亿，6.53 亿，7.97 亿，对应 EPS 为 0.31，0.45，0.55 元，对应 43，30，25 倍 PE。

风险提示

钱路丰 分析师 SAC 执业编号: S1130517060003
 qianlufeng@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人
 linsx@gjzq.com.cn

- IDC 行业竞争加剧；
- 定增解禁风险；
- 云计算产业政策变化。

内容目录

IDC 行业龙头，业绩增长迅速	5
公司是领先互联网服务商.....	5
云计算带来收入增长.....	5
IDC 持续高成长，公司有望成为中国领先 IDC 专业服务商	7
移动互联网和大数据促进 IDC 行业发展	8
行业竞争加剧，第三方服务商成为趋势.....	10
内生外延筑就先发优势	14
牵手亚马逊 AWS，国内云计算龙头雏形显现	17
国内云计算市场空间巨大，AWS 优势明显	17
云计算重构 IDC 价值，提升使用效率	20
业务延伸助力公司成为中国版 Rackspace	22
盈利预测与投资建议.....	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：公司营业收入 2016 年增长 291%.....	6
图表 3：公司净利润 2016 年增长 195%.....	6
图表 4：公司毛利率和净利率略有下滑.....	6
图表 5：公司主营 IDC 增值服务及云计算	6
图表 6：中金云网及云计算并表带来收入增长.....	7
图表 7：IDC 及增值服务毛利率处于高位	7
图表 8：北京地区收入持续增长.....	7
图表 9：IDC 行业下游应用丰富	8
图表 10：互联网基础资源增速明显.....	8
图表 11：我国互联网普及率超过 50%	8
图表 12：我国手机网民规模近 7 亿人.....	9
图表 13：全球移动流量年均复合增长率达 53%.....	9
图表 14：2020 年大数据相关业务的收入突破 1 万亿	9
图表 15：中国 IDC 市场规模在 2018 年达 1400 亿元.....	10
图表 16：2015 年全球 IDC 市场规模达 384 亿美元.....	10
图表 17：Equinix 为海外 IDC 龙头企业.....	10
图表 18：海外 IDC 企业持续并购整合	11
图表 19：大量 A 股企业转型 IDC 企业.....	11
图表 20：第三方 IDC 服务商定制化能力强	12
图表 21：第三方 IDC 服务商市场占比达 35%（2016 年）	12
图表 22：第三方 IDC 运营商概况.....	12

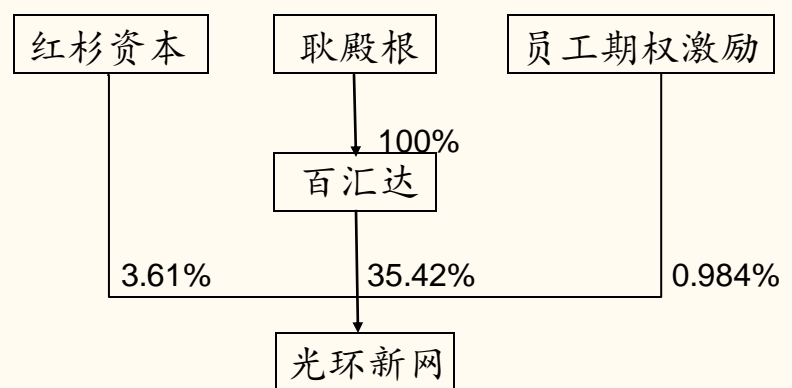
图表 23: IDC 运营服务商集中在北京、上海等互联网交换节点城市 (2016 年)	13
图表 24: 光环新网拥有北京城域网光纤资源	14
图表 25: 光环新网积极收购成熟 IDC 企业	14
图表 26: 预计未来 3-5 年公司将拥有接近 4 万台机柜	15
图表 27: 中金云网主要客户为金融企业	15
图表 28: 公司毛利率水平在行业内领先	16
图表 29: 2016 年末公司大额未履行订单众多	16
图表 30: 云服务发展进入成熟阶段	17
图表 31: 2020 年全球云服务市场规模超 1435 亿美元	17
图表 32: 云计算相关政策推动行业发展	17
图表 33: 2016 年国内公有云市场规模达 147 亿元	18
图表 34: 2018 年国内云计算市场规模达 540 亿元	18
图表 35: 光环新网与亚马逊 AWS 签订《运营协议》	18
图表 36: 亚马逊 AWS2016 年营业收入同比增长 55%	19
图表 37: 亚马逊 AWS 经营利润持续上升	19
图表 38: 亚马逊 AWS 新产品丰富	19
图表 39: 亚马逊 AWS 全球占有率领先 (2016 年)	19
图表 40: 国内云计算市场阿里云份额最大 (2016 年)	19
图表 41: 阿里云付费用户数量持续上升	20
图表 42: 阿里云营业收入连续八个季度超过 100%	20
图表 43: 光环新网向亚马逊支付技术支持与服务费用	20
图表 44: 云计算对 IDC 产生正面影响	21
图表 45: 传统架构 IT 资源得不到有效利用	21
图表 46: 云架构下 IT 资源利用率得到提高	21
图表 47: 云服务器存在诸多优势	22
图表 48: Rackspace 营业收入持续上升	22
图表 49: Rackspace 净利润稳步上升	22
图表 50: Rackspace 转型为云服务商提供托管与运营	23
图表 51: 光环有云提供企业混合云服务	23
图表 52: 无双科技提供精准营销解决方案	23
图表 53: 盈利预测	25
图表 54: 收购标的承诺净利润	26

IDC 行业龙头，业绩增长迅速

公司是领先互联网服务商

- 光环新网成立于 1999 年，是业界领先的互联网综合服务提供商，主营业务为互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）、互联网宽带接入服务（ISP）以及云计算等综合服务，是北京最具影响力的互联网服务商之一。公司于 2014 年 1 月在创业板上市。
- 公司的实际控制人为耿殿根，通过百汇达投资持有公司 46.92% 的股份。红杉资本持有公司 3.61% 的股份。2016 年，公司实行首期股票期权激励计划，授予公司成员包括总裁在内 100 人共 537 万股，行权条件为以公司 2015 年净利润为基数，2016-2018 年分别实现不低于 180%、300%、500% 的净利润增长率，行权价格经调整后为 18.06 元/股。

图表 1：公司股权结构



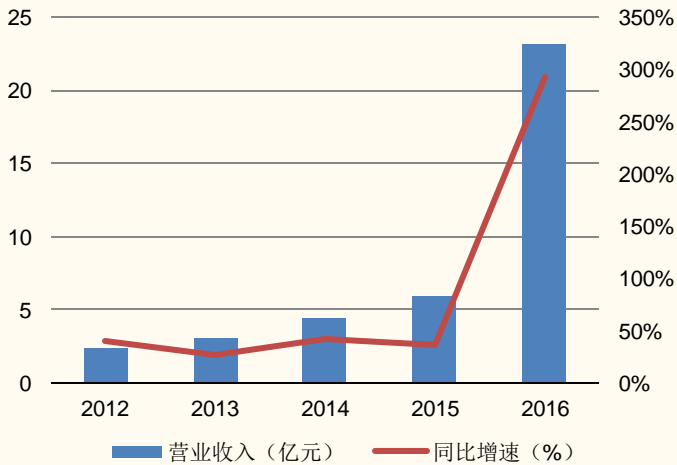
来源：公司公告，国金证券研究所

- 光环新网成立至今，在面向商企用户数据通讯及增值服务领域取得了长足的发展。同时，作为北京地区最早涉足互联网接入及数据中心业务的企业之一，光环新网探索行业发展规律及用户的各层次需求，同步于最先进的互联网服务发展趋势。

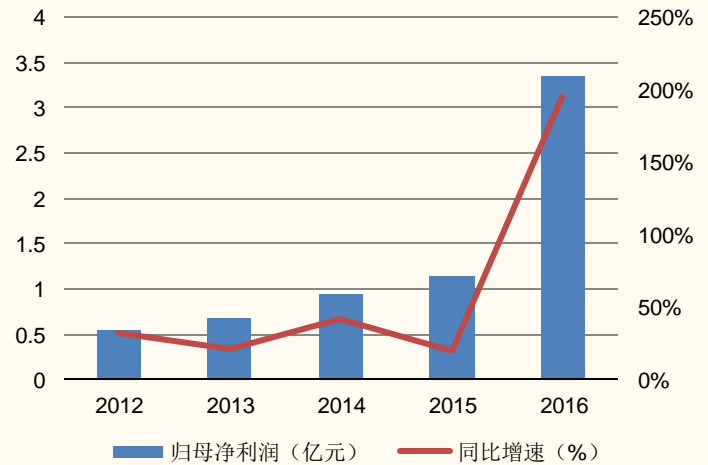
云计算带来收入增长

- 公司近年来业绩增长迅速，主要由于公司云计算服务的收入大幅增加的同时，通过收购中金云网和无双科技合并报表。
 - 2016 年，公司营业收入同比增长 291%，达到 23.18 亿元；归母净利润增长 195%，达到 3.35 亿元，营收和净利润均实现三位数增长。
 - 近五年来，公司整体毛利率和净利率略有降低，主要是由于公司经营规模和资产规模的扩大，子公司数量增加，技术研发、销售方面员工人数的增长，产能的扩大将会带来相应的各项成本费用增加所导致。2016 年，公司销售毛利率为 29.58%，销售净利率为 14.56%。

图表 2：公司营业收入 2016 年增长 291%



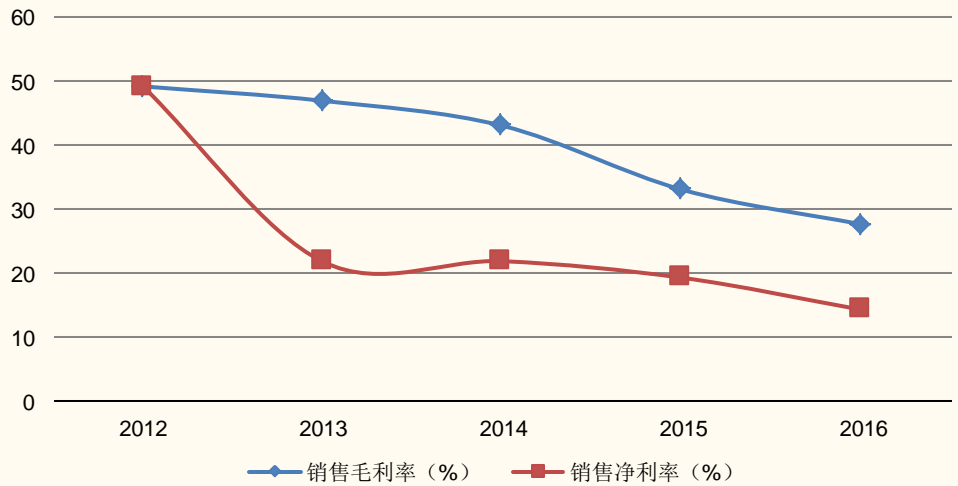
图表 3：公司净利润 2016 年增长 195%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司毛利率和净利率略有下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司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）。

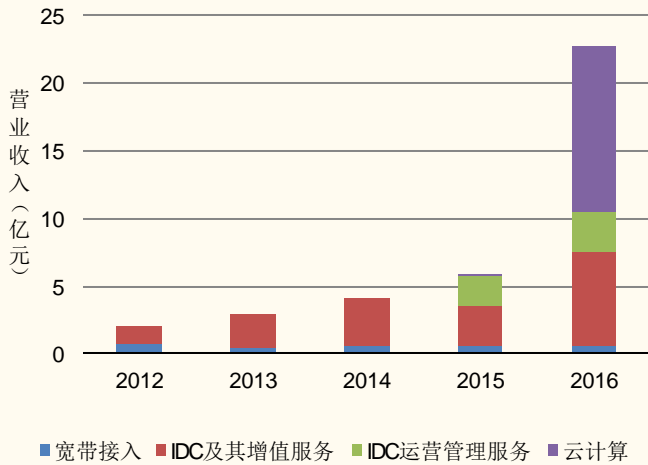
图表 5：公司主营 IDC 增值服务及云计算

主营业务	应用领域
互联网宽带接入	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	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
云计算	包括 IaaS、PaaS、SaaS 及相关技术服务
SEM 业务	公司接受客户的委托，为客户在互联网进行广告投放

来源：公司公告，国金证券研究所

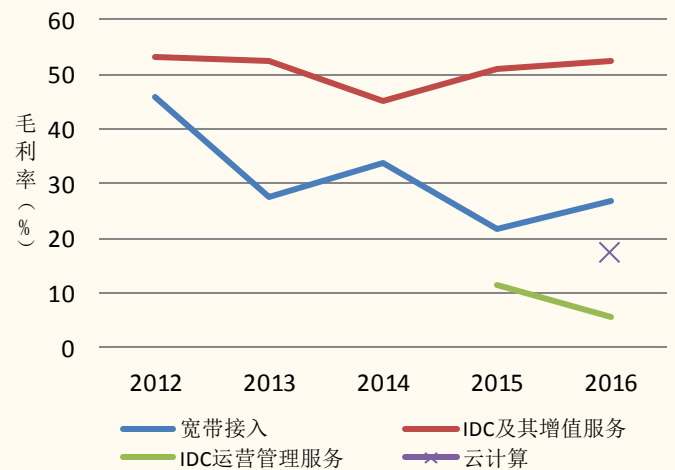
- 从分产品看，2016 年 IDC 及其增值服务收入 6.98 亿元，同比增长 146%，主要由于并表收购的子公司中金云网；IDC 运营管理服务收入 2.85 亿元，同比增长 25%，主要是增加子公司无双科技的 SEM 业务；云计算收入达 12.3 亿元，主要原因是公司云计算板块收入增长迅速。
- 2016 年，IDC 及其增值服务毛利率较上年同期增长 1.4%，主要原因是合并范围增加北京中金云网科技有限公司，为政府和金融客户提供更加优质的 IDC 服务，具有较高的毛利率水平。云计算服务的毛利率为 17%。

图表 6：中金云网及云计算并表带来收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

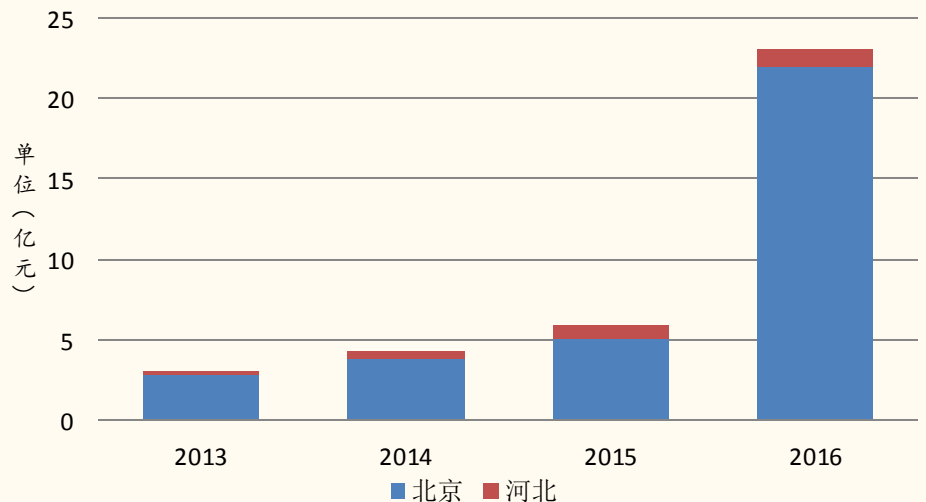
图表 7：IDC 及增值服务毛利率处于高位



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司原有机房主要集中在北京地区，因此北京区域占据公司大部分营收，预计随着公司上海数据中心和云计算中心的建成，未来将构成北京、上海和河北三地的主要收入来源结构。

图表 8：北京地区收入持续增长

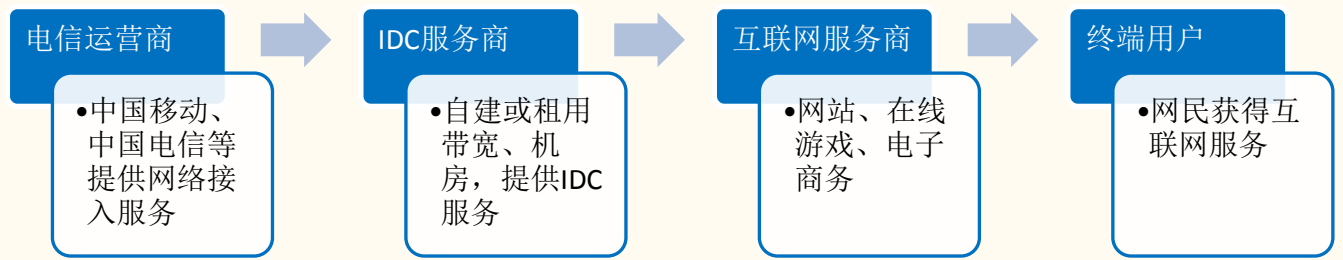


来源：公司公告，国金证券研究所

IDC 持续高成长，公司有望成为中国领先 IDC 专业服务商

- 互联网数据中心 (Internet Data Center, 简称“IDC”) 是互联网的底层应用支持。IDC 服务商通过向电信运营商租用或自建基础网络资源如带宽、机房，为互联网应用公司提供服务器托管、租用、运营服务，而互联网企业使用 IDC 服务商提供的硬件、带宽资源为终端个人用户提供各种互联网应用服务。

图表 9: IDC 行业下游应用丰富



来源：百度百科，国金证券研究所

移动互联和大数据促进 IDC 行业发展

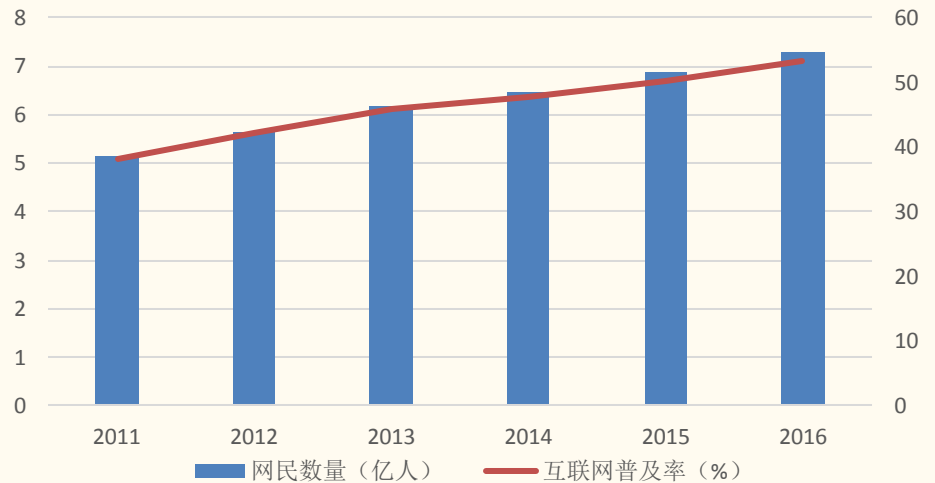
- 我国互联网用户数的年增长率已经日趋放缓，取而代之的则是普及程度的进一步加深，互联网行业与传统行业的结合也越发紧密。我国网络渗透率与日韩、新加坡等国相比，仅为一半左右。我们认为互联网的深入发展将产生对 IDC 行业的生长需求，有正面的促进作用。

图表 10: 互联网基础资源增速明显

	2015 年 12 月	2016 年 12 月	年增长率
IPV4 地址 (个)	336519680	338102784	0.5%
IPV6 地址 (块/32)	20594	21188	2.9%
域名 (个)	31020514	42275702	36.3%
网站 (个)	4229293	4823918	14.1%
国际出口宽带 (Mbps)	5392116	6640291	23.1%

来源：CNNIC, 国金证券研究所

图表 11: 我国互联网普及率超过 50%

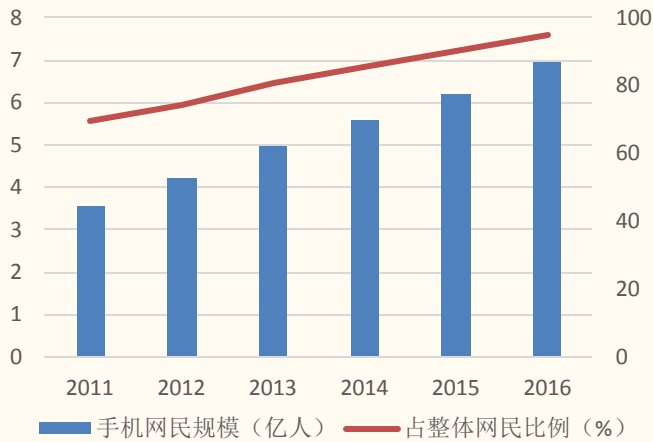


来源：CNNIC, 国金证券研究所

- 3G 时代开启了对移动数据的海量需求，4G 使得智能手机成为用户上网、娱乐、办公和查找信息的必备设备。移动互联网的高速发展首先带来了互联网上的海量的大增，其次，手机应用的数量受移动互联网网络效应的驱动而高速增长，我们认为这些流量和应用的增长的最终承载依然是 IDC 机房。

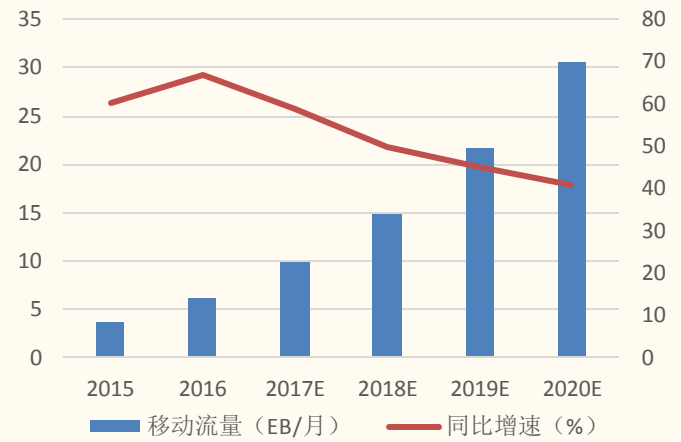
- 根据思科全球移动数据流量报告预测，到 2020 年全球移动流量达 30.4EB 每月，年均复合增长率达 53%。其中亚太地区流量占比达 45%，移动流量为 IDC 行业提供中长期的增长动力。

图表 12：我国手机网民规模近 7 亿人



来源：CNNIC, 国金证券研究所

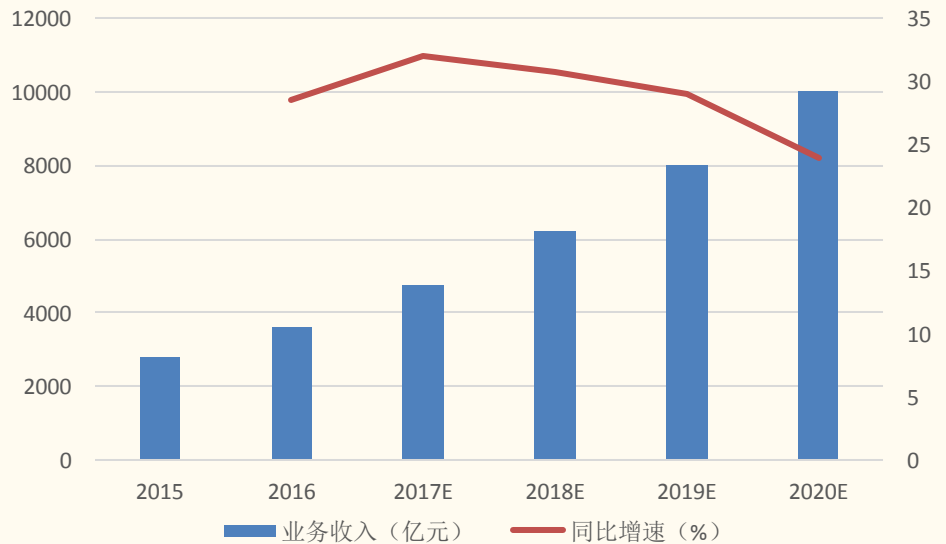
图表 13：全球移动流量年均复合增长率达 53%



来源：CISCO, 国金证券研究所

- 2017 年 1 月，工信部印发了《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》、《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》、《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》三大规划，提出到 2020 年大数据相关业务的收入要突破 1 万亿元，而根据电子信息产业统计数据，2015 年我国大数据产业业务收入只有 2800 亿元，这意味着未来五年大数据产业年复合增长率有望达到 28.47%，IDC 产业作为数据的物理承载将长期景气。因此，信息产业走向“数据爆炸”时代是看好 IDC 行业的长期逻辑。

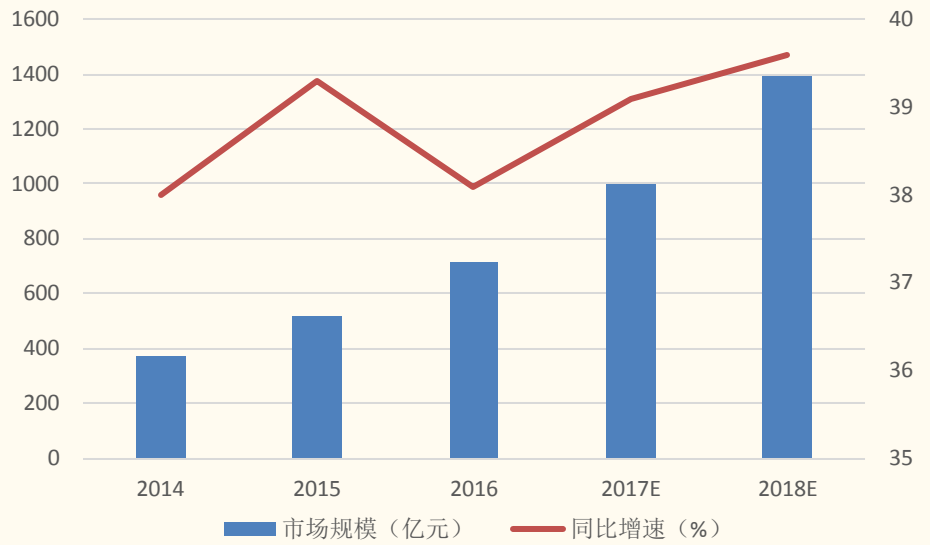
图表 14：2020 年大数据相关业务的收入突破 1 万亿



来源：电子信息产业网，国金证券研究所

- 随着宽带中国、云计算、在线存储、VR、传统企业转型互联网+以及电子政务等需求拉动，IDC 业务将引来新一轮确定性成长，根据预测，未来几年 IDC 行业将继续保持 30%-40% 的增长率。
- 中国 IDC 市场规模在 2011-2015 年间增长 4 倍，占全球总规模的 22%，与全球 16% 的年均增长率相比，中国 IDC 运营服务仍处于高速增长状态，根据中国 IDC 圈预测，到 2018 年中国 IDC 市场规模近 1400 亿元。

图表 15: 中国 IDC 市场规模在 2018 年达 1400 亿元

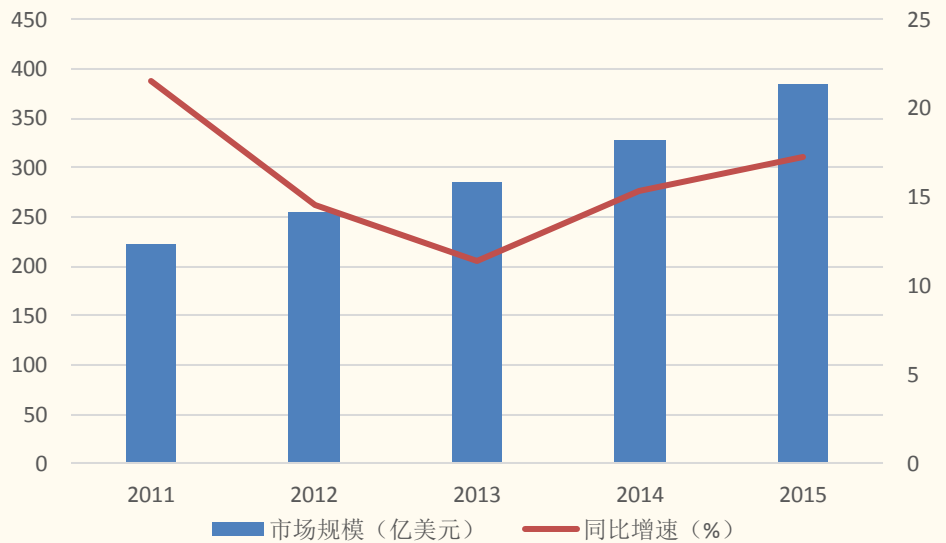


来源: 中国 IDC 圈, 国金证券研究所

行业竞争加剧, 第三方服务商成为趋势

- 从全球市场来看, 近年来 IDC 需求热度不减, 根据 IDC 圈的数据, 2015 年整体市场规模达到 384.6 亿美元, 增速为 17.3%。

图表 16: 2015 年全球 IDC 市场规模达 384 亿美元



来源: 中国 IDC 圈, 国金证券研究所

- 海外 IDC 行业主要由专业服务商运营。随着数据中心的不断细化发展, 海外企业通过并购持续做大, 进入整合阶段。
 - 美国市场龙头 Equinix 在 2015 年以 35 亿美元并购 Telecity Group 在欧洲市场占有率从 8% 提升至 18%, Centurylink 在 2011 年以 35 亿美元收购 Savvis, 成为北美 Colocation Guard 数据中心第二大提供商。

图表 17: Equinix 为海外 IDC 龙头企业

国家	龙头企业		
美国	Equinix	CenturyLink	Verizon

英国	Equinix	Telecity	BT
德国	Equinix	DT	Interxion
日本	NTT	atTokyo	KDDI

来源: Synergy, 国金证券研究所

图表 18: 海外 IDC 企业持续并购整合

时间	公司	并购金额	被并购企业
2011	CenturyLink	35 亿美元	Savvis
2011	Verizon	14 亿美元	Terremark
2013	NTT	3.5 亿美元	RagingWire
2015	Digital Realty	19 亿美元	Telx
2015	Equinix	36 亿美元	Telecity Group

来源: Synergy, 国金证券研究所

- 目前国内 IDC 行业竞争激烈, 随着 2012 年底工信部再次开放 IDC 及 ISP 资质的审批, IDC 牌照重启使得大量的中小型 IDC 企业进入市场, 市场竞争趋于激烈。IDC 牌照重启以来, 国内 IDC 建设保持 30%-40% 增速, 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 年的 41 家增加到 2016 年的 241 家, 增长近 5 倍。南都电源、四川金顶、广东榕泰、高升控股及科华恒盛等多家 A 股上市企业转型 IDC, 同时内蒙、贵州、宁夏、云南、新疆等偏远地区大量新建 IDC, 市场供给迅速提升。

图表 19: 大量 A 股企业转型 IDC 企业

公司名称	IDC 业务概述
南都电源	储能联手中国移动, 进军 IDC 领域
广东荣泰	收购森华易腾, 进军 IDC 市场
高升控股	蓝鼎控股收购高升控股, 进军 IDC、CDN
四川金顶	收购德利迅达, 进军 IDC、CDN
迪威视讯	在鄂尔多斯投资云计算光缆传输网络
宁波建工	12.6 亿跨界收购进军 IDC 领域

来源: wind, 国金证券研究所

- 根据目前 IDC 行业的相关特征, 我们认为地理位置、规模、运营效率及运营商资源是行业核心竞争要素。目前 IDC 市场主要竞争者包括基础电信运营商、第三方 IDC 服务商及云服务商。

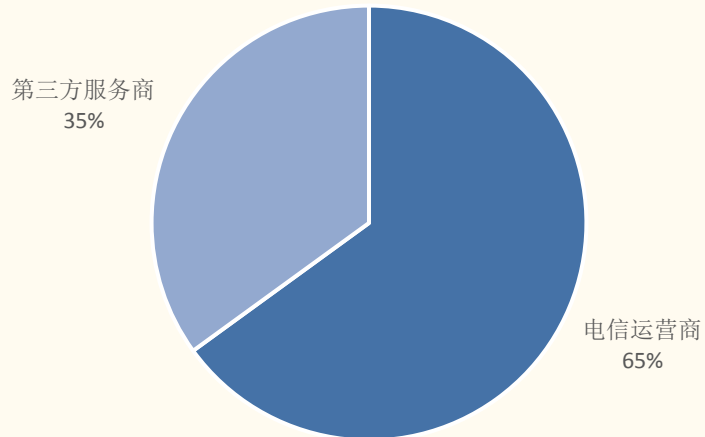
图表 20：第三方 IDC 服务商定制化能力强

基础电信运行商	<ul style="list-style-type: none"> •包括中国电信、中国联通和中国移动等 •特点是拥有大量基础资源，在骨干网络等方面具有比较大的优势
第三方IDC服务商	<ul style="list-style-type: none"> •包括光环新网、世纪互联和鹏博士 •特点是可同时引进多家运营商资源，产品丰富，定制化能力强
云服务商	<ul style="list-style-type: none"> •包括阿里云、UCloud、华为云和腾讯云 •特点在于技术领先，部分垂直细分行业有较大优势

来源：国金证券研究所

- 电信运营商在 IDC 市场拥有大量的基础设施资源，中国电信、中国移动、中国联通三家电信运营商的 IDC 市场占有率之和接近 65%。传统电信运营商拥有三大天然优势，第一，拥有带宽优势，可以直接连接主干网络；第二，具有客户资源，对网络运营商形成吸引力；第三，拥有区位优势，实现全国范围布局。

图表 21：第三方 IDC 服务商市场占比达 35%（2016 年）



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

- 第三方 IDC 运营商凭借专业能力和产品的丰富性，提供灵活多样的服务，他们可以同时引进多家运营商资源，定制化能力强，主要包括世纪互联、蓝汛、鹏博士、网宿科技、光环新网和高升控股等，为客户提供主机托管、服务器租赁和机房运维等服务。（注：部分运营机柜数量为预估数量）

图表 22：第三方 IDC 运营商概况

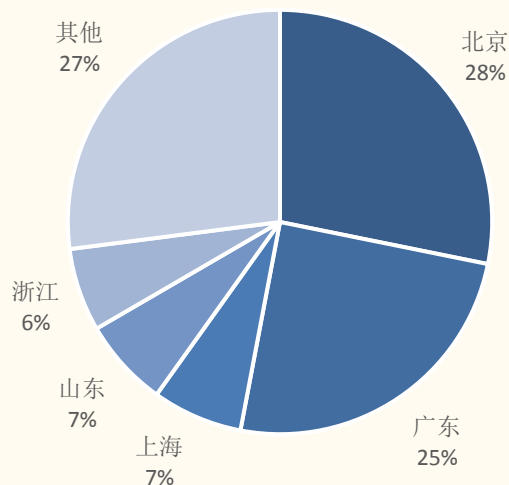
IDC 服务商	基本情况	运营机柜数量（个）
世纪互联	成立于1996年，是全球具有重要影响力的网络空间基础设施服务提供商，中国市场占有率最高的专业IDC企业。	23000
蓝汛	蓝汛在全球部署1.7万台服务器，带宽规模超过3T。	17000
中国联通	电信运营商，IDC运营中心成立于2008年3月，拥有IDC机房数量196个。	36000
中国移动	电信运营商，2011年大力发展IDC业务	22000
光环新网	北京地区的区域性龙头IDC，获得了亚马逊北京区域运	15000

	营代理权。	
高升控股	IDC、CDN、APM 等云基础服务提供商，在100 多个城市积累了200个机房、4500G带宽的IDC资源储备。	9000
网宿科技	以IDC业务起家，2010借助其在IDC 行业的经验和优势，发力CDN 行业，目前是CDN行业龙头。	15000
鹏博士	从事电信增值服务、安防监控、网络传媒业务。作为国内较早的民营IDC运营商，鹏博士从宽带接入业务进入IDC市场。	20000
宝信软件	宝之云共三期项目总计将达到12500个机柜	9500
科华恒盛	主营高端电源，2015年收购众生网络进入IDC行业	4000
三五互联	互联网应用服务类公司，提供企业邮箱、OA、CRM、云办公系统	n. a

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，电信运营商提供 IDC 服务主要为服务器托管、机房租用等基础服务，业务实施难度较低，技术性要求不高。未来互联网应用必将对 IDC 服务商提出更高要求，尤其是对具有定制化需求的大客户。拥有技术优势的非运营商 IDC 龙头企业提高行业渗透率，占领高端 IDC 市场将会是未来趋势。但是，现阶段大多数第三方 IDC 服务商存在资源受限的问题，租用机房的第三方 IDC 服务商基础资源受制于运营商，自有机房的第三方 IDC 服务商普遍面临土地、水电资源不足，且业务发展受融资能力的影响。
- 为第三方服务的 IDC 提供商基于业务量、带宽资源以及近距离服务优势等原因，主要集中在北京、上海、广东等互联网交换节点城市，占比超过 80%。IDC 必须接入骨干网络，而我国骨干网的节点均在一二线城市。所以我们认为，IDC 模式类商业地产，尽管近年来出现了能源丰富的边远地区，如内蒙、贵州、宁夏、云南、新疆等地区投资建设数据中心热潮，但中心城市 IDC 区位优势依然显著，拥有北上广基础资源的 IDC 服务商更易脱颖而出。

图表 23：IDC 运营服务商集中在北京、上海等互联网交换节点城市（2016 年）



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

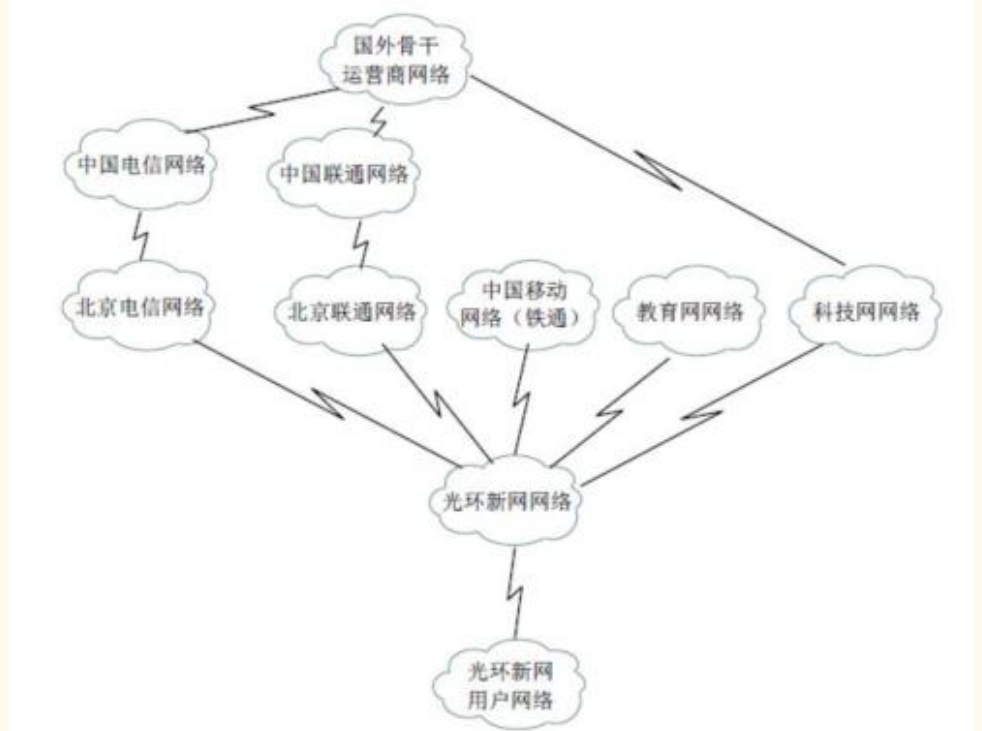
- 同时我们认为，第三方 IDC 服务商目前有从标准化向细分化领域发展的趋势。例如金融行业对于 IDC 服务商有更多的安全性要求，对信息安全、物理安全和人员安全均有要求。而电商行业对于 IDC 有峰值高带宽要求。IDC 服务商细分化将成为未来 IDC 服务的重点。
- IDC 机房建设包括前期规划、征地、政府审批立项，机房土方建设，最后是机房的线路、UPS、发电机布设。单机柜的投资成本在 10-20 万之间，

一个拥有 1000 台标准机柜的 IDC 机房总投资往往在 1 亿元以上。因此 IDC 服务商具有明显规模效应，大型 IDC 服务商分摊到单机柜的运营成本更低，同时进入行业的资金门槛较高，行业内竞争者表现出强者恒强特性。

内生外延筑就先发优势

- 光环新网提供城域网宽带接入服务，目前拥有 2800 公里北京城域网光纤资源，公司光纤城域网以两个核心节点为中心，与电信、联通、移动（铁通）、教育网、科技网等骨干网相连，采用光纤接入的方式为企业提供专线接入服务，形成丰富的网络资源。

图表 24：光环新网拥有北京城域网光纤资源



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 光环新网通过自建机房机柜扩充产能、为其他数据中心代运营和收购成熟数据中心实现机柜数量增加，进一步丰富基础设施资源，筑就核心优势。公司上市以来外延并购活跃，拥有优秀的资本运作能力。公司收购多处北京、上海工业园区地产，以支撑内生 IDC 产能扩张。同时积极收购成熟 IDC 企业，拓展市场空间，补充技术储备。

图表 25：光环新网积极收购成熟 IDC 企业

时间	收购标的	主要资产	收购作价
2014	上海明月光学	上海嘉定数据中心基础设施	9380 万元
2015	科信盛彩 15%股权	亦庄数据中心	6870 万元
2015	德信致远	房山数据中心	1.4 亿元
2015	中金云网	金融 IDC 专业服务行业	24.14 亿元
2016	亚逊新网	酒仙桥数据中心	1.6 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在北京地区拥有七大优质数据中心。北京占据中国主干网核心枢纽位置，战略意义非凡。酒仙桥、燕郊云谷、东直门、中金云网四处数据中心为公司或者全资子公司所有。亦庄为联营公司科信盛彩经营建设，公司与

控股股东拥有科信盛彩 51%股份。太和桥、朝北数据中心为公司代为运营管理。房山、上海嘉定数据中心是规划的两处新增数据中心，未来将逐步释放产能。

- 根据统计，公司目前在运营机柜数（包括中金云网）约 17000 万台。我们预计，未来 3-5 年公司将拥有接近 4 万台分布在北京、上海接入核心主干网的高标准机柜产能，IDC 机柜产能快速释放保证未来公司业绩持续增长。

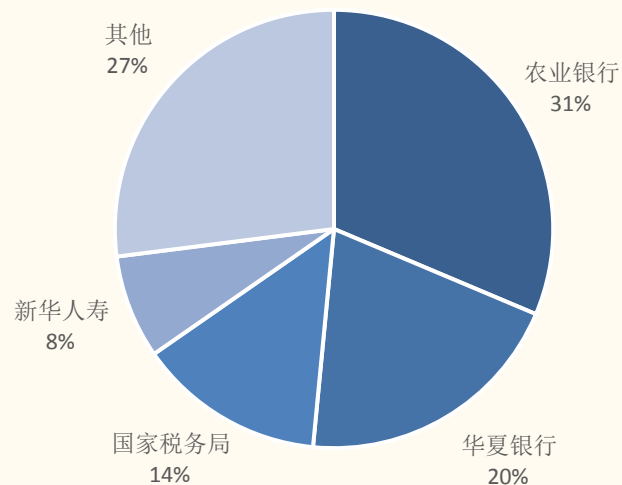
图表 26：预计未来 3-5 年公司将拥有接近 4 万台机柜

机房	运营数量（台）	预计未来 3-5 年计划新增数量（台）	相关信息
东直门	400		最早机房，逐步弃用
酒仙桥	3400		部分为美团定制机柜
燕郊	2500		AWS 定制
亦庄	2800	3200	KDDI 定制
房山		6000	2018 年投产
太和桥		6000	代运营
上海嘉定	4500	1250	陆续投产
中金云网	4000	5000	T4 最高标准定制，陆续投产
合计	17600	21450	

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 公司于 2015 年 9 月收购中金云网 100%股权，成功切入金融行业 IDC 服务市场。中金云网的大型高级数据中心充分满足高端金融机构对于安全性的严格要求，同时其扩建计划可支撑金融 IDC 行业机柜数量扩充需求，是全国专业金融数据中心领域的稀缺标的。中金云网是国内第三大金融行业 IDC 服务商，在同行业内有巨大的竞争优势。
- 根据业绩承诺，中金云网在 2016、2017 及 2018 年将分别实现净利润 1.2 亿、2.1 亿及 2.9 亿元。

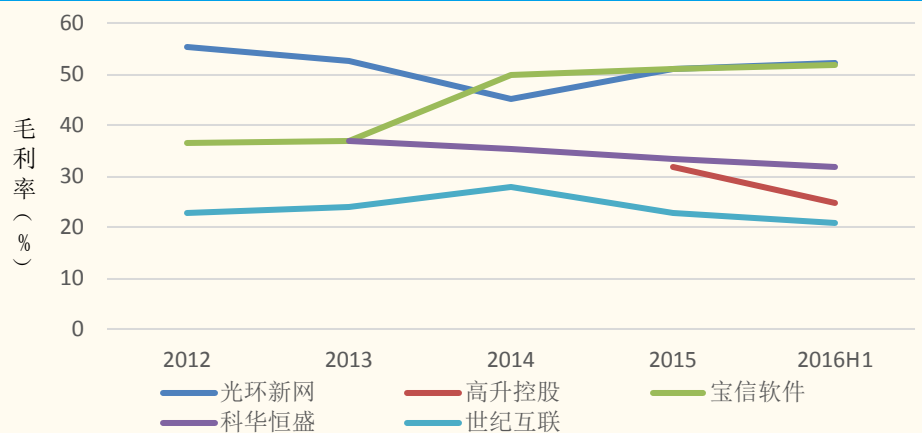
图表 27：中金云网主要客户为金融企业



来源：公司公告，国金证券研究所

- 除了外延并购外，公司自身诸多亮点。光环新网拥有电商为主的客户结构。商企用户对单体业务需求量更大，利润水平更高；转移成本较高，因此客户粘性较强。公司客户的续约率一直保持在较高水平，出于降低沟通成本的考虑，商企客户通常会锁定同一服务商提供整套服务。以亚马逊、当当等电商为代表的优质客户近年来普遍业务快速发展，为公司业绩持续增长奠定了坚实基础。
- 同时公司具备带宽复用效应，将由基础运营商处租用的带宽通过多种方式（如上行流量与下行流量错开，带宽使用时间错开等）重复利用。宽带接入+IDC的业务模式，可以有效降低公司带宽成本，由于运营成本中宽带租用成本占据较大比例，公司可以有效控制运营成本获取较高毛利率。
- 公司的 IDC 及其增值服务毛利率处于较高水平，2016 年上半年达 52.5%。IDC 及其增值服务的毛利率在 2014 年出现下降，主要是由于公司扩大产能，投资新建机房。2015 年毛利率回升，我们认为主要是由于新建机房利用率高，销售进度快，短时间内完成产能爬坡。
- 公司与主要竞争对手高升控股、宝信软件、科华恒盛及世纪互联的毛利率相比，处于领先水平。我们认为这主要是由于公司自建机房，成本相对较低，带宽利用率高，以及公司销售进度快，加速盈利时间。

图表 28：公司毛利率水平在行业内领先



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，光环新网作为自营第三方 IDC 龙头标的，具有带宽复用效应，拥有庞大优质客户资源。根据公司公告显示，公司与亚马逊、中国移动和中国联通均有大额订单，大额未履行订单更是未来业绩保障。公司上市后并购活跃，未来 IDC 机柜增加至 4 万台，内生外延助推业绩快速增长，切入金融行业 IDC 细分领域将给予公司业绩成长确定性判断。

图表 29：2016 年末公司大额未履行订单众多

客户	订单总金额 (亿元)	尚未履行金额 (亿元)
中国移动	5.7	2.1
中国联通	4.1	2.8
北京三快科技	1.9	1.9
华夏银行	2.9	2.9
农业银行	2.1	1.4

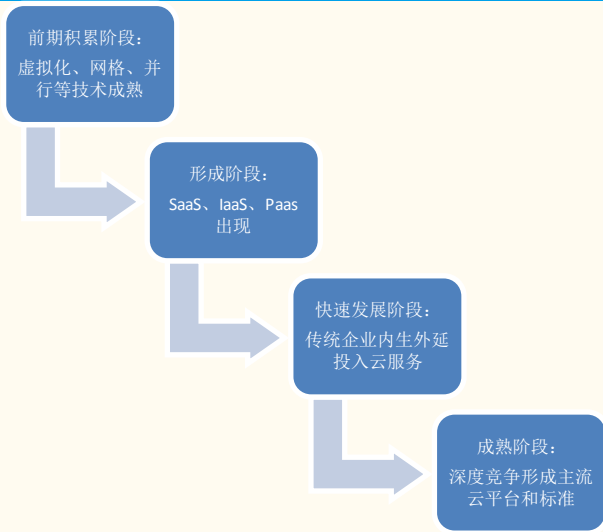
来源：公司公告，国金证券研究所

牵手亚马逊 AWS，国内云计算龙头雏形显现

国内云计算市场空间巨大，AWS 优势明显

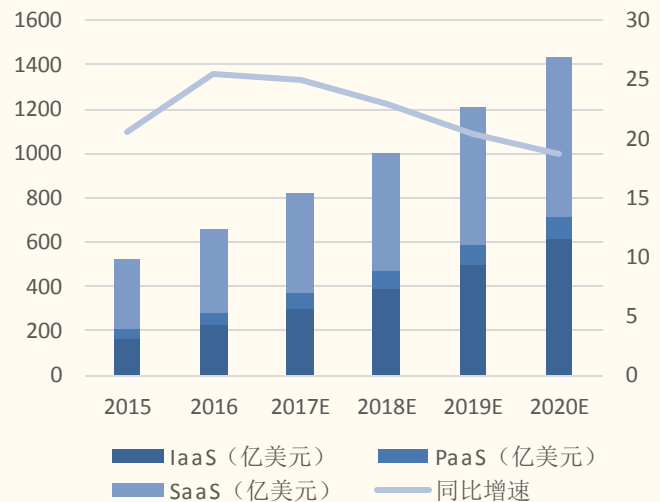
- 全球云计算市场目前正逐渐成熟，从虚拟化、并行等技术成熟的前期积累阶段到 SaaS、IaaS、PaaS 三种形式出现的形成阶段再到当前通过深度竞争形成主流平台和标准的成熟阶段。
- 云计算作为移动互联网、物联网、大数据、智能硬件和工业 4.0 等新兴方向的底层支撑，近年来发展迅速。根据 Gartner 预测，2015 年，全球云服务市场规模达到 522.38 亿美元，预计到 2020 年，全球云服务市场规模有望达 1435 亿美元，年均复合增速为 22%。

图表 30：云服务发展进入成熟阶段



来源：Ucloud, 国金证券研究所

图表 31：2020 年全球云服务市场规模超 1435 亿美元



来源：Gartner, 国金证券研究所

- 我国云计算市场总体保持快速发展态势。近年来各部位陆续出台政策，支持云计算发展，使得云计算市场的创新活力得到充分释放。

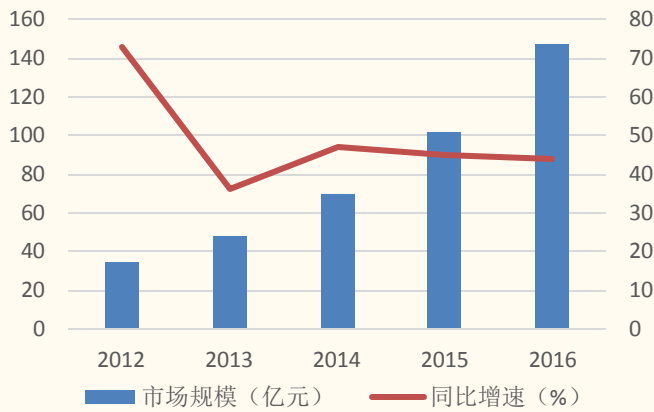
图表 32：云计算相关政策推动行业发展

出台部门	政策	主要内容
国务院	《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》	促进云计算创新发展，培育信息产业新业态，到 2017 年，云计算在重点领域的应用得到深化，产业链条基本健全
国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	云计算等新型基础设施更加完备。人工智能等技术及其产业化能力显著增强
工业和信息化部	《云计算综合标准化体系建设指南》	借鉴国际云计算技术和标准研究成果，夯实云计算发展的技术基础

来源：各部门，国金证券研究所

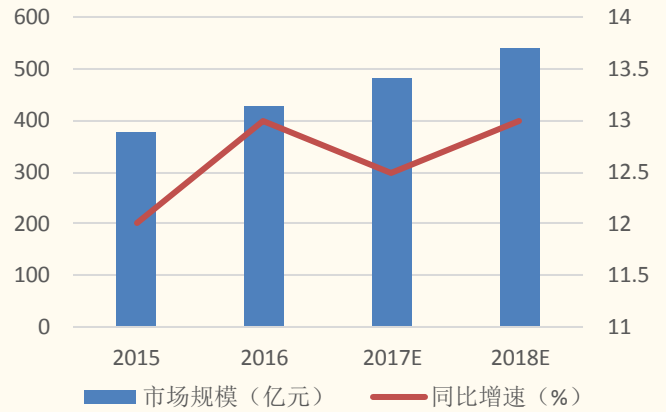
- 根据信通院预测，2015 年我国云计算整体市场规模达 378 亿元，整体增速 31.7%。其中公共云服务 2015 年市场整体规模约 102.4 亿元人民币，比 2014 年增长 45.8%，增速略有下滑。预计到 2018 年国内云计算市场规模达 540 亿元，国内云服务市场仍将保持高速增长态势。

图表 33：2016 年国内公有云市场规模达 147 亿元



来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

图表 34：2018 年国内云计算市场规模达 540 亿元



来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

- 2016 年 7 月，光环新网和亚马逊签订了关于亚马逊授权公司基于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》，光环新网将以此为契机，大力推广基于 AWS 技术的云服务。

图表 35：光环新网与亚马逊 AWS 签订《运营协议》

服务区域

- AWS 云服务基于光环新网北京及周边地区的基础设施

协议期限

- 初始期限为自生效日起两年，期满后自动续展一年，以此类推

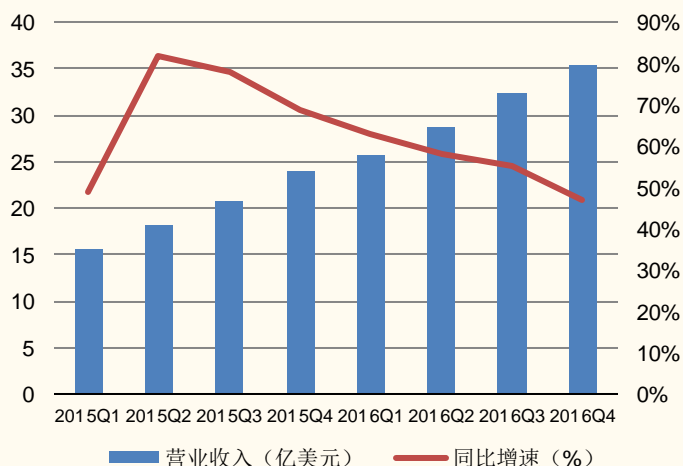
协议费用

- 环新网将按照双方的约定向亚马逊付费，作为亚马逊向公司提供技术服务、支持以及授权的对价

来源：公司公告，国金证券研究所

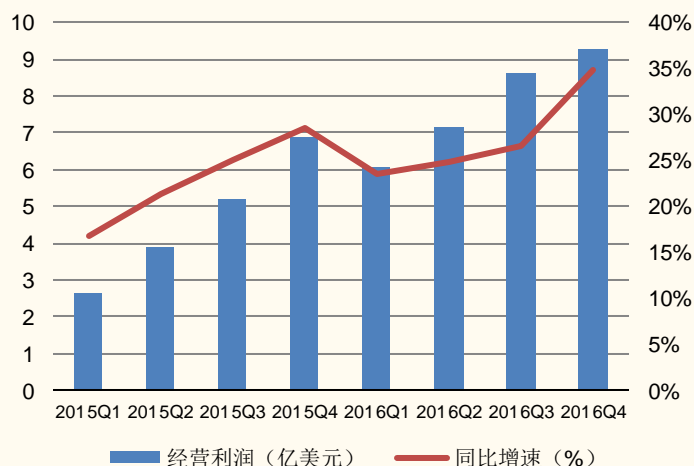
- 亚马逊 AWS 是全球云服务第一大巨头，在全球占据最大的市场份额。AWS 是亚马逊旗下的云计算服务平台，面向全世界范围的用户提供包括弹性计算、存储、数据库、应用程序在内的一整套云计算服务。亚马逊 AWS 目前拥有超过 1500 种产品和 2100 余种第三方模块，为全球 190 个国家的企业提供支持。
- 亚马逊 AWS 2015 年全球营业收入达 78.79 亿美元，同比增长 69.7%，2016 年营业收入 122 亿美元，同比增长 55%。

图表 36: 亚马逊 AWS 2016 年营业收入同比增长 55%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 37: 亚马逊 AWS 经营利润持续上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 亚马逊 AWS 提供全方位的服务, 且不断地在丰富云服务功能。AWS 提供从底层基础设施到上层企业级应用的服务, 范围涵盖 IaaS 基础设施、核心服务、安全管理、各类服务平台。同时 AWS 不断丰富云服务功能, 2016 年 AWS 发布了约 1000 项新功能, 包括分析服务、计算服务、AI、物联网、存储等方面, 云计算创新再次提速。

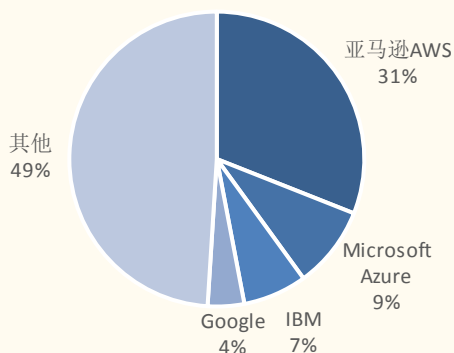
图表 38: 亚马逊 AWS 新产品丰富

分类	服务名称	内容
分析服务	Amazon Athena	交互式查询服务, 使用 SQL 分析
计算服务	Amazon EC2	具备计算优化、图形加速、存储优化等优势
	Amazon Lightsail	通过 AWS 启动和管理虚拟专有服务器
AI	Amazon Lex	语音识别服务与 AWS 平台内置集成
	Amazon Polly	文本转化为语音
	Amazon Rekognition	为应用程序添加图像分析
物联网	AWS Greengrass	执行本地计算、信息收发和数据缓存
存储	AWS Snowball Edge	将大量数据移出和移入 AWS

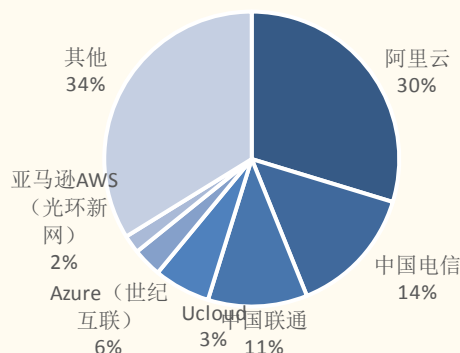
来源: AWS REINVENT 2016, 国金证券研究所

- 亚马逊 AWS 作为全球云计算领军企业, 在云计算服务领域占据 31% 的市场份额。而国内云计算市场正处于高速发展阶段, 亚马逊 AWS 占有率仅为 2%, 随着光环新网与亚马逊的合作, AWS 能在国内顺利提供完善的云服务, 未来增长潜力巨大。

图表 39: 亚马逊 AWS 全球占有率领先 (2016 年)



图表 40: 国内云计算市场阿里云份额最大 (2016 年)

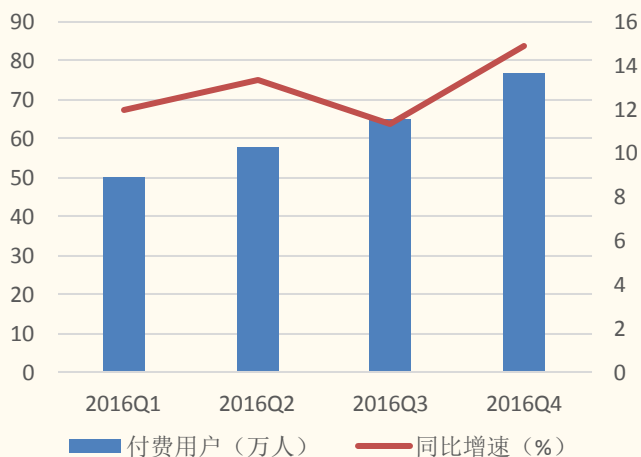


来源: Synergy Research, 国金证券研究所

来源: 中国 IDC 圈, 国金证券研究所

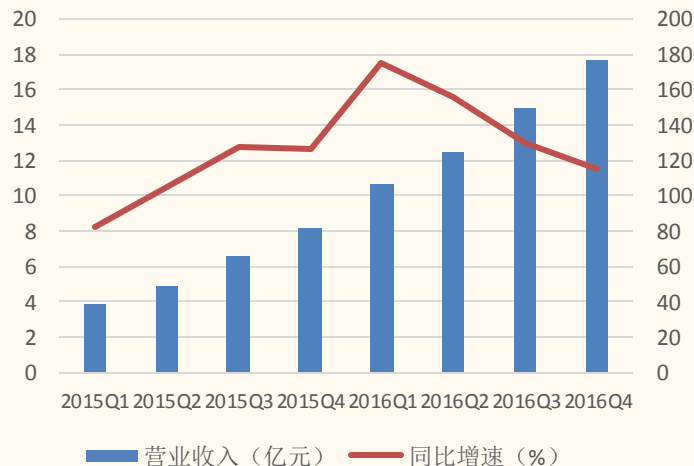
- 阿里云占中国 30% 公有云市场份额, 2016 年, 阿里云开始走出中国, 在全球新建了 8 个数据中心。从阿里巴巴公布的财报显示, 随着付费客户对于云计算服务的使用量增加, 阿里云收入连续八个季度保持三位数的增速。

图表 41: 阿里云付费用户数量持续上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 阿里云营业收入连续八个季度超过 100%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 根据光环新网和亚马逊的合作声明, 我们认为光环新网获得的授权以运营为主, 中间件/操作系统/虚拟化等软件将继续使用亚马逊原有产品, 服务器/存储/网络接入等硬件设施的也不发生物理性变化, 但运维营销主体则变为光环新网。
 - 光环新网接管服务器的其他运维工作, 并对数据安全负责; 但 IaaS 层的硬件设备将大概率与 AWS 全球业务保持一致型号。
 - PaaS 层和 SaaS 层的软件开发, 包括应用/环境/中间件/操作系统等软件开发均继续由亚马逊负责。光环新网负责运维, 市场营销等部分。
 - 光环新网自行承担网络接入/机房接入/供电制冷等费用, 并向亚马逊支付技术支持与服务费用。

图表 43: 光环新网向亚马逊支付技术支持与服务费用

合作模式	收入	成本
全权运营 AWS 中国区 (北京) 云服务基础设施和平台	AWS 中国区 (北京) 云计算的收入	AWS 授权费、技术支持费、IDC 运维成本

来源: AWS REINVENT 2016, 国金证券研究所

- 2015 年亚马逊 AWS 全球收入为 78.8 亿美金, 中国市场由于限制原因还只有 1.6 亿左右。AWS 在中国市场与国际市场表现存在差异, 我们认为首先是中国市场客户对 IT 支出价格敏感程度与国际市场存在差异, 其次中国市场重要的客户组成, 包括金融在内的政府、国有事业单位处于对数据保密的敏感性问题对外资云服务存在疑虑, 这一点将随着 AWS 运营权转移至光环新网有所改善。我们预期 AWS 在解决目前在华运营合规问题解决后, 中国市场会逐步成长为 AWS 全球重要市场。光环新网与亚马逊 AWS 深度合作, 将分享 AWS 的高速增长红利, 云计算业务也将成为公司新的业绩增长点。

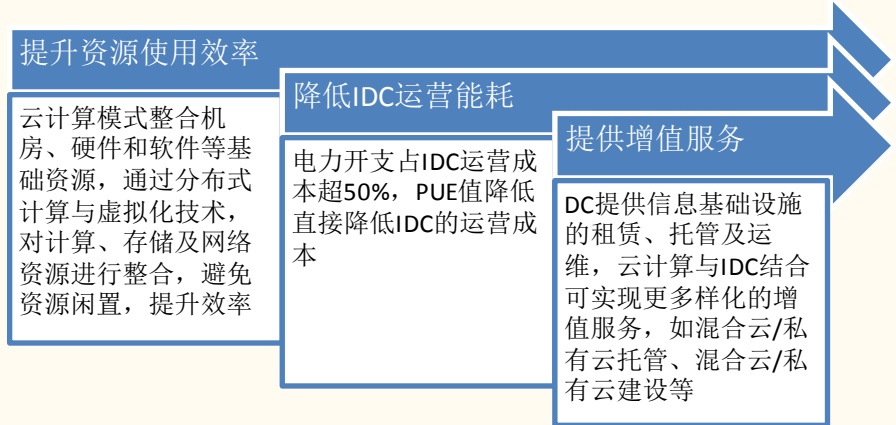
云计算重构 IDC 价值, 提升使用效率

- 我们认为, 在短期内云计算有望进入加速期, 同时带动 IDC 行业的快速增长。2013 年以来随着国内外主流云计算服务商在国内市场布局的逐步完成, 国内云计算服务种类将不断丰富, 服务质量也将进一步提高, 企业用户对

云计算接受的认可已逐步完成，云计算业务从 2015 年开始步入广泛应用阶段，整个产业将迎来快速发展。

- 云计算结合 IDC，能够产生正面影响。主要包括提升主机资源使用效率、降低 IDC 运营能耗、提供增值服务等几个方面。

图表 44：云计算对 IDC 产生正面影响



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

- 传统模式下，企业现有 IT 资源往往得不到有效利用。这是因为传统模式下，企业通常根据预计的业务需求来提前配置计算、存储及网络等 IT 资源，这些资源往往与应用系统一一对应，各应用系统处于不同工作状态，使得部分 IT 资源未达到预定载荷；同时，企业还需为应对可能的负载峰值而储备一定的额外 IT 资源，这两点都会导致企业现有 IT 资源得不到有效的运用，从而增加 IT 成本。
- 在云计算模式下，IT 资源利用率得到提高。云计算模式通过分布式计算与虚拟化技术，以“资源池”的形式对计算、存储及网络资源进行组织，通过“虚拟化”、“复用”等理念，将一组集群服务器上人为划分出来的多个“虚拟的”独立主机提供给不同客户；同时结合云平台管理技术，将池内资源按照应用系统的需求状况进行分配，既能避免对有限资源的闲置，还可在面对负载峰值时及时调配所需资源，使得企业 IT 资源配置更加有效，进而帮助企业更经济地规划并使用自身的 IT 支出。

图表 45：传统架构 IT 资源得不到有效利用



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

图表 46：云架构下 IT 资源利用率得到提高



来源：中国 IDC 圈，国金证券研究所

- 相对于 IDC 模式，云计算模式中提供基础 IT 资源的 IaaS 优势在于，通过虚拟化复用大幅提高了资源利用率，按需配置更为灵活，从而能为企业进一步降低 IT 成本。通过购买云服务商提供的 IaaS 服务，企业以更低廉的价格、更灵活的方式，向云计算服务商获取计算、存储等 IT 资源。

图表 47：云服务器存在诸多优势

	云服务器	传统 IDC
操作	在线管理，内置操作系统	自备操作系统
备份	每份数据多份副本，自动恢复故障	自行搭建，无法自动恢复故障
安全	有效防护 DDoS/ARP 攻击	相关设备需额外购买
拓展	在线升级，带宽自由升降	服务器交付周期长

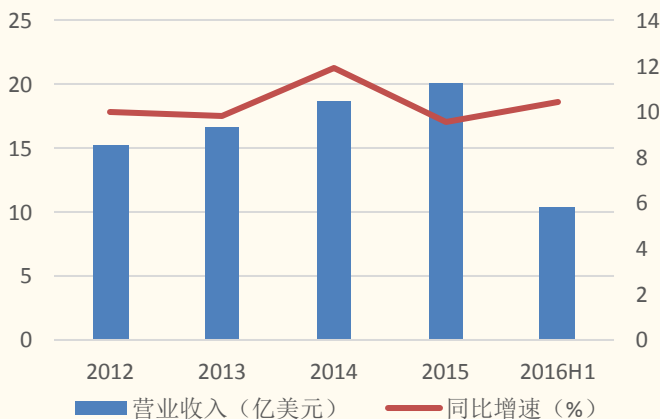
来源：云创数据，国金证券研究所

- 一般认为，通过云计算可降低 IDC 40%-60% 的软件和硬件成本。云计算模式避免了被租用服务器可能闲置、为应对峰值必须配满等问题，比租赁服务器方式更有效地利用了现有的 IT 资源；同时依靠统一的云平台管理以及灵活的扩展性，进一步消减了管理 IT 资源所需的运营成本。以 IDC 模式中的服务器租用与云计算模式中的 IaaS 服务为例进行比较，在高端配置领域，目前云计算相对于 IDC 模式的价格优势尚不明显，而在中小企业需求集中的中低端配置领域，云计算模式将能为企业节省 60% 左右的 IT 开支，这使得云计算能成为对成本较为敏感的中小企业首选的 IT 解决方案。

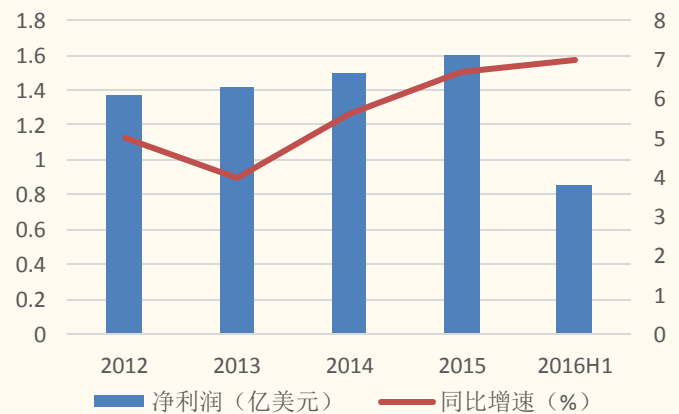
业务延伸力助公司成为中国版 Rackspace

- 目前云服务市场成为供应商资源过度消耗型市场，品牌、资本和技术服务等实力强劲的公司方能脱引而出，而部分公司逐渐向云增值服务商转型。随着企业数据中心逐步淡化，托管云正在成为大多数企业和主流公司的选择。包括 AWS 和 Azure 在内的云平台会寻求多样的基础服务设施。
- Rackspace 在 2010 年合作研发了 OpenStack，以 Apache 许可证授权的自由软件和开放源代码项目。作为 IaaS，任何人都可以在 OpenStack 自行建立和提供云端运算服务。参与研制的包括 NASA, IBM, AMD, 微软和思科等企业。
- 2015 年 Rackspace 逐渐将业务重心转向为云服务巨头提供托管与运营支持，从自建公有云逐渐转变为与 AWS、Azure 合作，成为主流云服务平台的增值服务商。因此 Rackspace 通过业务转型拓展云计算领域，获取公有云增值服务的市场份额。

图表 48：Rackspace 营业收入持续上升



图表 49：Rackspace 净利润稳步上升



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

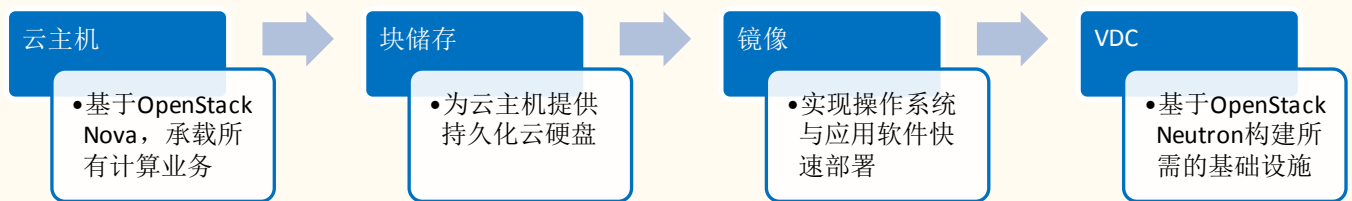
图表 50: Rackspace 转型为云服务商提供托管与运营



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，云计算服务市场，在公有云市场 IDC 企业难以匹敌行业巨头，私有云解决方案能力难以望华为项背，唯有托管云能助力 IDC 建立差异化竞争优势。
- 光环新网在 2016 年 8 月联合 UnitedStack 成立光环有云，主要提供专注于 AWS 公有云与 OpenStack 私有云结合的企业混合云服务。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，高效利用云计算平台落地“互联网+”行动计划。

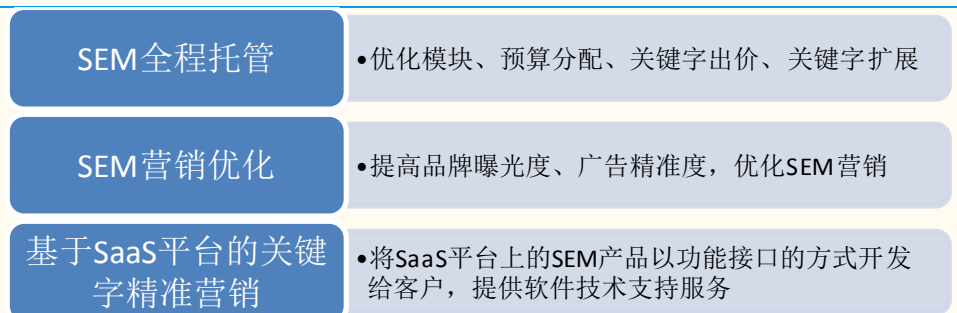
图表 51: 光环有云提供企业混合云服务



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2015 年 9 月，光环新网并购无双科技，进入搜索引擎精准营销及其 SaaS 市场。北京无双科技是一家由海归人士创立的云联网营销技术公司，拥有深厚的云联网营销和数据分析技术，主营业务为搜索引擎营销优化 (SEM)。无双科技通过其大数据挖掘技术大规模分析提炼媒体和用户数据，为搜索引擎营销的广告提供精准营销的解决方案。自 2010 年起，无双科技已经与主流搜索引擎，如百度、360 等建立了稳定的合作机制，成为了百度核心代理商和 360 搜索及搜狐的官方技术合作伙伴。完美结合了基于搜索引擎关键字的精准营销的泛人工智能分析技术与海量互联网数据。

图表 52: 无双科技提供精准营销解决方案



来源：收购公告，国金证券研究所

- 光环新网全产业链布局云计算服务，公司的发展战略可以总结为在 IAAS 层面，以数据中心为基础，建设自有云平台和建设亚马逊的云平台，公司是 AWS 在国内的唯一合作伙伴。从全球范围来看，AWS 的优势显著，目前其他云平台尚无法比拟。通过底层的两大云平台，建立 PAAS 平台，成立光环有云开拓云增值服务市场。同时公司积极关注 SAAS 层面的大机会，收购大数据运营的无双科技也是基于未来大数据领域的全面融合，并将持续通过外延方式拓展在 SAAS 领域的卡位，完善云计算产业链的布局，进一步提升公司盈利水平。

盈利预测与投资建议

- 互联网宽带接入服务：随着公司运营重心向 IDC 和云计算转移，该部分业务量会不会增加，预计 2017-2019 年收入为 0.57, 0.55, 0.53 亿元。
- IDC 及其增值服务：随着 2016 年底和 2017 年初的部分数据中心建成，2017 年该部分业务增长迅速，同时随着酒仙桥二期、光环云谷酒仙桥二期和房山云计算基地在 2017 投产，2018 年预计伴随投产和产能爬坡，2017-2019 年收入 9.5, 11, 13 亿元。
- IDC 运营管理服务：该部分业务主要为 KDDI 的亦庄数据中心提供运营管理，2017-2019 年维持在稳定水平，预计收入为 2.9, 2.9, 2.9 亿元。
- IaaS（包括光环有云）：该部分收入为公司自身云计算收入，包含光环有云，预计增速与行业增速持平，2017-2019 收入为 0.7, 1.2, 1.8 亿元。
- SaaS（无双科技）：该部分收入为无双科技的服务加软件模式的云计算收入，预计 2017-2019 年收入为 0.6, 0.7, 0.8 亿元。
- 广告托管收入（无双科技）：该部分收入为无双科技的 SEM 业务，由于无双科技 SEM 业务与百度、360、去哪儿等主流搜索引擎长期合作，品牌认知度高，能保持稳定增长，预计 2017-2019 年收入为 6, 6.5, 7 亿元。
- AWS 云计算：2017 年收入超过 18 亿，2018 年收入达 32 亿，2019 年收入 50 亿。

图表 53：盈利预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
互联网宽带接入服务	营业收入（百万元）	63	58	60	60	60
	增速（%）	-10	-8	3	0	0
	毛利率（%）	33	22	23	23	23
IDC 及其增值服务（包括中金云网）	营业收入（百万元）	284	698	950	1100	1300
	增速（%）	-20	146	36	16	18
	毛利率（%）	51	53	53	54	55
IDC 运营管理服务	营业收入（百万元）	229	285	290	290	290
	增速（%）	12	25	1.7	0	0
	毛利率（%）	12	5	6	6	6
IaaS（包含光环有云）	营业收入（百万元）	14	42	70	120	180
	增速（%）		180	67	71	50
	毛利率（%）	11	95	95	95	95
SaaS（无双科技）	营业收入（百万元）		50	60	70	80
	增速（%）			20	16	15
	毛利率（%）			98	98	98
广告托管收入（无双科技）	营业收入（百万元）		450	600	650	700
	增速（%）			33	8	7
	毛利率（%）			10	10	10
云服务（亚马逊 AWS）	营业收入（百万元）		750	1800	3200	5000
	增速（%）			140	78	56
	毛利率（%）			-	-	-
总计	营业收入（百万元）	590	2333	3830	5490	7610
	增速（%）	36	295	64	43	39
	毛利率（%）	33	30	25	24	22

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：收购标的承诺净利润

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
中金云网	承诺净利润 (亿元)		1.25	2.1	2.9	
	实际净利润 (亿元)		1.50			
无双科技	承诺净利润 (亿元)	0.35	0.45	0.59		
	实际净利润 (亿元)	0.44	0.48			

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 我们认为公司作为 IDC 行业龙头标的，内生增长性强。产能释放带动今明两年近 40% 的净利润复合增速。牵手亚马逊 AWS 将带来业绩高速增长，给予公司“买入”评级，目标价 16 元。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 4.50 亿，6.53 亿，7.97 亿，对应 EPS 为 0.31，0.45，0.55 元，对应 43，30，25 倍 PE。

风险提示

- IDC 行业竞争加剧；
- 定增解禁风险；
- 云计算产业政策变化。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	435	592	2,318	3,830	5,490	7,610	货币资金	239	185	265	1,584	1,768	1,786
增长率		36.1%	291.8%	65.3%	43.3%	38.6%	应收账款	47	168	647	682	978	1,355
主营业务成本	-248	-396	-1,677	-2,840	-4,105	-5,919	存货	1	1	3	6	9	15
%销售收入	57.0%	67.0%	72.4%	74.2%	74.8%	77.8%	其他流动资产	9	21	1,822	370	535	889
毛利	187	195	640	990	1,385	1,691	流动资产	296	375	2,737	2,642	3,289	4,044
%销售收入	43.0%	33.0%	27.6%	25.8%	25.2%	22.2%	%总资产	34.3%	23.8%	30.7%	27.0%	29.6%	33.2%
营业税金及附加	-6	-1	-12	-19	-27	-38	长期投资	15	17	56	57	56	56
%销售收入	1.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	377	796	3,150	3,732	4,214	4,496
营业费用	-18	-16	-22	-34	-49	-61	%总资产	43.7%	50.5%	35.3%	38.1%	37.9%	37.0%
%销售收入	4.1%	2.6%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	无形资产	96	309	2,894	3,355	3,570	3,571
管理费用	-51	-63	-218	-345	-494	-609	非流动资产	567	1,201	6,180	7,144	7,840	8,123
%销售收入	11.6%	10.7%	9.4%	9.0%	9.0%	8.0%	%总资产	65.7%	76.2%	69.3%	73.0%	70.4%	66.8%
息税前利润 (EBIT)	112	116	387	592	814	983	资产总计	863	1,576	8,918	9,786	11,129	12,167
%销售收入	25.8%	19.6%	16.7%	15.4%	14.8%	12.9%	短期借款	42	131	60	0	0	0
财务费用	1	-5	-63	-79	-61	-59	应付款项	110	173	897	1,108	1,602	2,274
%销售收入	-0.2%	0.9%	2.7%	2.1%	1.1%	0.8%	其他流动负债	9	13	71	450	645	213
资产减值损失	-1	-1	-2	0	0	0	流动负债	161	317	1,027	1,558	2,247	2,488
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	1,386	1,386	1,386	1,387
投资收益	0	1	20	0	0	0	其他长期负债	3	106	60	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.4%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	165	423	2,474	2,944	3,634	3,875
营业利润	112	110	342	513	752	924	普通股股东权益	698	762	6,056	6,455	7,107	7,905
营业利润率	25.9%	18.6%	14.8%	13.4%	13.7%	12.1%	少数股东权益	0	390	388	388	388	388
营业外收支	0	22	49	20	20	20	负债股东权益合计	863	1,576	8,918	9,786	11,129	12,167
税前利润	112	132	391	533	772	944	比率分析						
利润率	25.9%	22.3%	16.9%	13.9%	14.1%	12.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-17	-17	-60	-83	-120	-146	每股指标						
所得税率	15.4%	13.3%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.872	0.208	0.463	0.311	0.451	0.551
净利润	95	114	331	450	653	797	每股净资产	6.390	1.396	8.374	8.925	9.828	10.930
少数股东损益	0	1	-4	0	0	0	每股经营现金净流	1.288	0.165	0.648	3.838	1.741	0.958
归属于母公司的净利润	95	114	335	450	653	797	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	21.9%	19.2%	14.5%	11.8%	11.9%	10.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.64%	14.91%	5.53%	6.97%	9.18%	10.09%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.03%	7.21%	3.76%	4.60%	5.87%	6.55%
净利润	95	114	331	450	653	797	投入资本收益率	12.79%	7.83%	4.15%	6.08%	7.74%	8.58%
非现金支出	30	44	127	259	303	317	增长率						
非经营收益	-1	6	49	61	76	76	主营业务收入增长率	41.02%	36.13%	291.80%	65.26%	43.34%	38.62%
营运资金变动	16	-73	-38	2,006	227	-497	EBIT增长率	39.35%	3.41%	233.88%	52.74%	37.55%	20.77%
经营活动现金净流	141	90	469	2,776	1,259	693	净利润增长率	41.51%	19.34%	195.07%	34.32%	44.99%	22.15%
资本开支	-141	-104	-678	-1,206	-979	-580	总资产增长率	90.95%	82.63%	465.97%	9.74%	13.72%	9.33%
投资	-89	-166	-2,473	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	1	11	0	0	0	应收账款周转天数	29.5	39.6	50.8	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-230	-269	-3,140	-1,207	-979	-580	存货周转天数	1.4	1.1	0.5	0.8	0.8	0.9
股权募资	319	16	2,881	-51	0	0	应付账款周转天数	57.3	73.1	71.8	72.5	73.0	73.0
债权募资	-15	161	-35	-100	0	1	固定资产周转天数	304.4	314.2	429.1	238.9	152.2	99.3
其他	-24	-69	-100	-98	-96	-96	偿债能力						
筹资活动现金净流	281	109	2,747	-250	-96	-95	净负债/股东权益	-28.16%	-4.67%	18.34%	-2.89%	-5.09%	-4.80%
现金净流量	191	-70	76	1,319	184	18	EBIT利息保障倍数	-122.3	22.1	6.1	7.5	13.3	16.6
							资产负债率	19.09%	26.86%	27.74%	30.08%	32.65%	31.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	6
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD