



IDC 和云计算业务双轮驱动，2018 年有望继续保持高增长

2018.3.2

肖明亮(分析师)	刘旭峰(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88831179
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	liu.xufeng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310117090002

投资要点:

- **外资云入华获初步认可，公司 17 年底正式获得云牌照。**2017 年下半年微软与世纪互联合作获得云牌照，苹果 iCloud 通过与云上贵州合作进入中国，12 月 AWS（宁夏区域）正式运营，公司公告将不超过 20 亿收购亚马逊北京区域固定资产，17 年 12 月 23 日公司正式获得工信部颁发的云服务牌照，外资云获得初步认可相继进入中国市场。国内公有云市场已进入高速增长阶段，2017H1 国内公有云 IaaS 市场整体规模超过 10 亿美元，同比去年增长近七成。自 2016 财年以来，阿里云连续 8 个季度保持 100% 的高速增长，17Q2 营收达到 29.75 亿元。同时阿里、腾讯云不断在全球市场扩张，在北美市场建立多个数据中心，我们认为外资云进入中国市场、中国云计算企业全球布局大势所趋，光环云计算牌照落地，云计算业务进入高速增长阶段。
- **公司运营能力强，毛利高达 52%，停牌收购太和桥数据中心，18 年 IDC 机柜将达到 3 万个。**公司作为 IDC 龙头运营能力强，其高毛利首先源于公司 IDC 处于北京、上海等一线城市，公司以零售为主，出租价格较高；其次，IDC 物业基本为早期收购，其自建数据中心大多通过自有资金，公司资产负债率仅有 24%，全行业最低；并且公司白天通过燃气发电，晚上利用电源储能降低电力成本。公司不断通过收购高等级 IDC 和物业自建扩大 IDC 规模 16 年收购中金云网，17 年新增酒仙桥二期 2300 个、光环云谷二期 1300、上海嘉定二期 3500，近 7000 个机柜，此次停牌收购太和桥 IDC 有望再新增 8100 个机柜，同时公司正在建设房山 12000 个机柜，未来 3 年 IDC 机柜数量有望达到 3-4 万个，每年为公司新增 4-5 亿营收。
- **背靠上市公司平台，低价策略无双科技 SaaS 业务快速增长。**公司 16 年收购无双科技布局互联网 SaaS 营销，受益短视频信息流广告大规模增长，2017Q2 中国搜索引擎企业收入规模为 265.9 亿元，创近八个季度以来新高，同比增速为 15.6%，环比增速高达 20.5%。公司通过低价和返点策略，抢夺市场份额，大力推广无双科技 DSP 搜索营销，公司前三季度营收超过 10 亿，同比增长超过 100%，全年营收有望达到 13-15 亿。
- **盈利预测与建议：**看好公司云牌照落地，未来公有云业务有望达到 30-50 亿规模，同时公司不断通过自建和收购扩大数据中心，未来几年有望达到 4-5 万个左右规模。我们预计公司在 2018-2019 年归母净利润分别为 7.58/10.36 亿，对应的 PE 分别为 25x、18x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**AWS 云业务存在政策风险、IDC 机架销售不及预期。

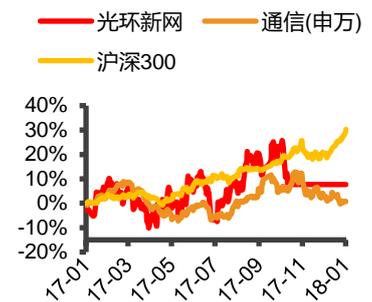
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2317.63	4087.02	6585.42	9491.34
同比(%)	291.80%	76.35%	61.13%	44.13%
归属母公司净利润	335.16	434.03	758.62	1036.37
同比(%)	195.07%	29.50%	74.78%	36.61%
毛利率(%)	27.62%	25.18%	26.21%	25.89%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.52	0.72
P/E	28.46	43.95	25.15	18.41
P/B	1.58	2.97	3.38	3.73
EV/EBITDA	23.57	25.39	17.37	13.95

强烈推荐 (维持)

现价:	13.19
目标价:	18.2
股价空间:	37.9%

通信行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
光环新网	0.0	-12.6	15.1
申万通信	-8.12	-12.2	-6.9
沪深 300	-7.4	0.08	6.93

基本资料

总市值(亿元)	191 亿
总股本(亿股)	14.46 亿
流通股比例	94.4%
资产负债率	30.23%
大股东	北京百汇达 投资管理有 限公司
大股东持股比例	35.42%



目录

目录	2
图表目录	3
1. 云牌照落地，云计算业务有望取得高速增长	5
1.1 全球云计算市场已呈现爆发式增长，AWS 全球市场份额达 45%	5
1.2 外资云入华获初步认可，购买 AWS（北京）固定资产，正式获得云服务牌照	6
1.3 AWS 技术优势明显，国内公有云业务有望实现翻倍式增长	9
2. 数据中心数量稳步增长，为公司业绩提供保障	10
2.1 美国数据中心投资大规模增长，数据中心规模化成趋势	10
2.2 一线城市大规模高品质 IDC 较为稀缺，出租价格稳步上升	11
2.3 品牌和运营成本管理能力是核心，光环 IDC 毛利高达 52%	13
2.4 停牌收购太和桥数据中心，明年机柜数量将达到 3 万个	16
3. 背靠上市平台，无双科技 SaaS 营销快速增长	19
3.1 信息流广告热度持续攀升，搜索引擎广告企业营收创近八季度新高	19
3.2 加大营销力度打造 DSP 营销平台，SaaS 业务收入高速增长	21
4. 盈利预测与估值	23
附录：公司财务预测表	25



图表目录

图表 1.	新兴技术成熟度曲线	5
图表 2.	2016 年全球公有云企业业绩增长情况 (IaaS) (单位: Million)	5
图表 3.	阿里云季度营收情况	5
图表 4.	金山云季度营收情况	5
图表 5.	2016 年全球公有云市场份额占比	6
图表 6.	2017 年上半年中国公有云市场份额 (IaaS)	6
图表 7.	云计算行业政策监管变动情况	6
图表 8.	阿里云全球 14 个地域 200 多个数据中心部署情况	7
图表 9.	腾讯云全球数据中心部署情况	7
图表 10.	2017 年工信部颁发互联网资源协作服务牌照 (云牌照)	8
图表 11.	AWS 北京区域运营示意图	8
图表 12.	AWS 每年推出的新服务和功能	9
图表 13.	阿里云、腾讯云、AWS 平均时延	9
图表 14.	阿里云、腾讯云、AWS 价格对比	9
图表 15.	全球 IDC 市场规模历年增速与预测	10
图表 16.	2011 到 2017 美国数据中心投资规模 (单位: 十亿美元)	10
图表 17.	全球 IDC 市场规模变化	10
图表 18.	中国 IDC 市场规模历年增速与预测	10
图表 19.	全球超级数据中心数量增速预测	11
图表 20.	2015-2020 年全球超级数据中心占比	11
图表 21.	全球 IDC 市场份额占比情况	11
图表 22.	全球 IDC 前十五大城市销售占比情况	11
图表 23.	互联网企业巨头服务数量	12
图表 24.	BAT 租赁数据港数据中心情况	12
图表 25.	BAT 租赁数据港数据中心情况	13
图表 26.	中心电力消耗明细	13
图表 27.	光环运营成本构成	13
图表 28.	第三方 IDC 行业毛利率对比 (%)	14
图表 29.	光环 T4 级别大公司	14
图表 30.	北京市城区非居民销售电价表 (单位: 元/千瓦时)	15
图表 31.	公司收购获得物业资产 (平米)	15
图表 32.	IDC 行业资产负债率情况	16
图表 33.	IDC 国内市场格局	16
图表 34.	Equinix 横向整合情况	16
图表 35.	国内第三方 IDC 行业扩张情况	17
图表 36.	光环 IDC 扩张情况	17
图表 37.	科信盛彩数据中心规划以及出租情况	18
图表 38.	2010-2019 年中国五大媒体广告收入规模及预测	19
图表 39.	2012-2019 年中国网络广告市场规模及预测	19
图表 40.	2012-2019 中国不同媒体市场广告及份额预测	20
图表 41.	2012-2019 年中国网络广告市场搜索引擎网站广告规模	20
图表 42.	2017 上半年中国网络短视频带宽总量增长情况	20



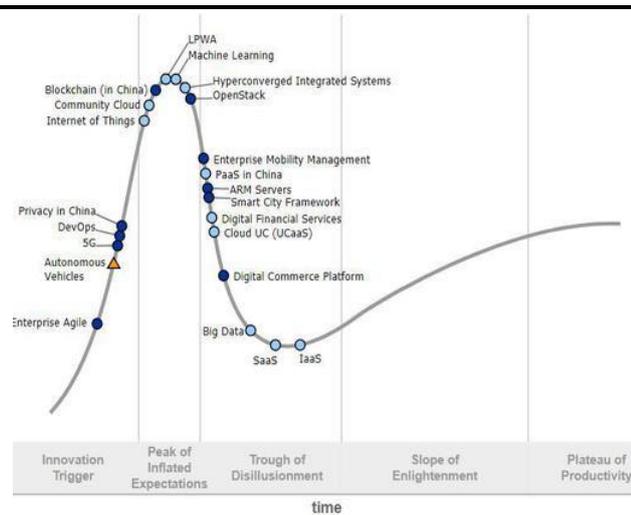
图表 43.	2017 上半年中国网络短视频观众独立 IP 增长情况	20
图表 44.	201Q3-2017 中国不同形式网络广告市场份额	21
图表 45.	2015Q3-2017Q2 中国搜索引擎企业收入规模.....	21
图表 46.	AnG 产品矩阵.....	21
图表 47.	百度返点情况	22
图表 48.	百度五星客户营收毛利情况	22
图表 49.	搜索引擎营销关系图	22
图表 50.	百度五星代理商	23
图表 51.	无双科技 SEM 托管业务增长	23

1. 云牌照落地，云计算业务有望取得高速增长

1.1 全球云计算市场已呈现爆发式增长，AWS 全球市场份额达 45%

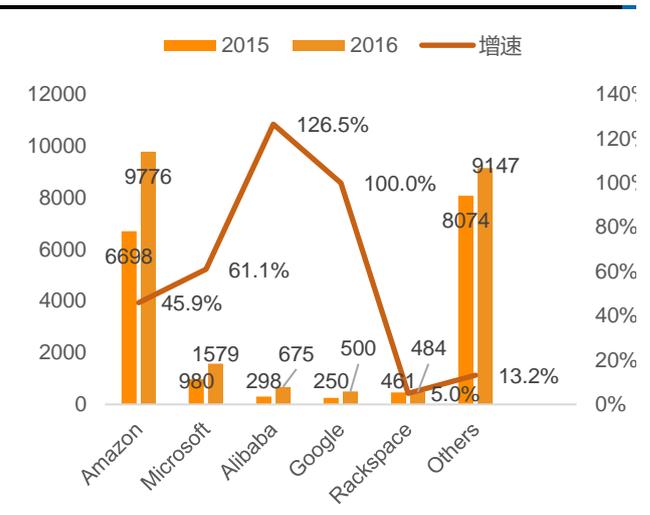
云计算行业进入“黄金时期”，美国云计算市场已率先呈现爆发式增长。云计算作为互联网基础设施，根据 Gartner 发布的技术成熟度曲线，云计算技术 IaaS 和 SaaS 技术均已相对成熟，全球开始进入爆发式增长阶段。北美作为全球发展最快的地区，亚马逊 2016 年公有云 AWS 营业收入达到 97.75 亿美元，同比增长 45.9%，微软公有云营收 15.79 亿美元，同比增长 61%，谷歌公有云营收 5 亿美元，同比增长 100%。

图表1. 新兴技术成熟度曲线



资料来源：Gartner、广证恒生

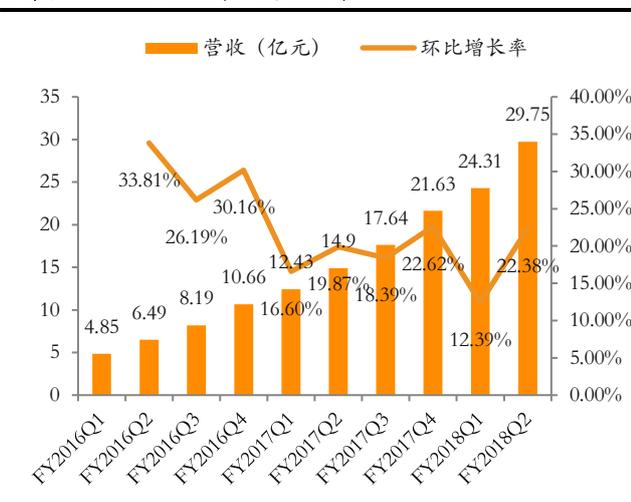
图表2. 2016 年全球公有云企业业绩增长情况 (IaaS) (单位: Million)



资料来源：Gartner、广证恒生

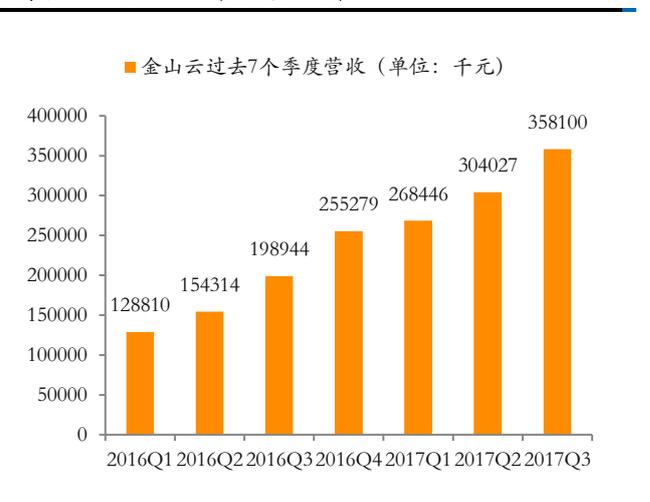
中国互联网行业仅次于美国市场，2017 年上半年中国公有云 IaaS 市场同比增长近 7 成。2017 年上半年国内公有云 IaaS 市场整体规模超过 10 亿美元，同比去年增长近七成。自 2016 财年以来，阿里云连续 8 个季度保持 100% 的高速增长，截止 2017 年 3 月底，阿里云付费用户数量达到 87.4 万。17 年阿里云第二季度同比增长 99%，达到 29.75 亿元人民币。腾讯云位居第二，营收约 1 亿美元左右；金山云位居第三，营收 6839 万美元；中国电信位居第四，营收 6254 万美元；Ucloud 营收 5774 万美元，排名第五。

图表3. 阿里云季度营收情况



资料来源：WIND、广证恒生

图表4. 金山云季度营收情况

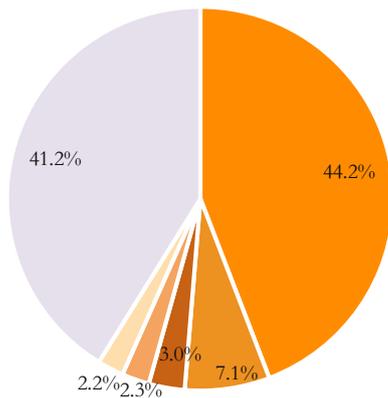


资料来源：IDC、广证恒生

全球市场公有云市场亚马逊继续碾压谷歌和微软，国内阿里云占据半壁江山。据 Gartner 数据统计，2016 年亚马逊 AWS 全球公有云市场份额占比 44.2%，微软 Azure 占比 7.1%，阿里云超越谷歌 Cloud Platform，跻身全球前三，占比 3%。而国内市场今年上半年阿里云占中国市场的 47.6%，相比 2016 年同比上升 7 个百分点，其次分别是腾讯 9.6%，金山云 6.5%，中国电信 6.0%，Ucloud 5.5%。

图表5. 2016 年全球公有云市场份额占比

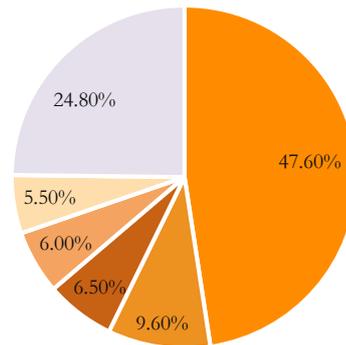
■ Amazon ■ Microsoft ■ Alibaba ■ Google ■ Rackspace ■ Others



资料来源：Gartner、广证恒生

图表6. 2017 年上半年中国公有云市场份额 (IaaS)

■ 阿里巴巴 ■ 腾讯 ■ 金山云 ■ 中国电信 ■ Ucloud ■ 其他



资料来源：IDC、广证恒生

1.2 外资云入华获初步认可，购买 AWS（北京）固定资产，正式获得云服务牌照

政策监管要求变动，云服务牌照成为经营许可。2015 年年底，工信部出台新版《电信业务分类目录》，提供 IaaS、PaaS 的云服务商，必须持有 IDC 牌照。2016 年 8 月，AWS 与公司签订《运营协议》，解决了 IDC 牌照的问题。2017 年 7 月可信云大会上，云服务作为新的服务模式，加入到新版《电信分类目录》中，对于原来持有 IDC 牌照的企业，如果事先已经从事云服务或 CDN 服务，要求以书面承诺在年底之前达到相应的经营许可，并获得相应的经营许可证，即云牌照，否则 2018 年 1 月 1 日起，不得经营相应的业务。

图表7. 云计算行业政策监管变动情况

时间	部门	文件	内容	具体解释
2016.3	工信部	《电信业务分类目录（2015 年版）》	第一类增值电信业务互联网数据中心业务定义中增加 互联网资源协作服务业务 的表述，进一步明确上述业务属性范围	企业开展互联网资源协作服务业务（云服务），数据必须必须留在中国，还必须取得 IDC 牌照，方可开展云计算服务
2017.1	工信部	《关于清理规范互联网网络接入服务市场的通知》	依法查处互联网数据中心（IDC）业务、互联网接入服务（ISP）业务和内容分发网络（CDN）业务市场存在的无证经营、超范围经营等违法行为。	新版《目录》发布前就持有 IDC 牌照的企业，已经从事了云服务或 CDN 服务，要求以书面形式承诺在年底之前达到相应的经营许可要求，并获得相应的经营许可证。若已承诺，然而在年底之前未持证的企业，自 2018 年 1 月 1 日起，不得经营相应的业务

资料来源：互联网、广证恒生

云计算产业全球化大势所趋，阿里、腾讯皆在北美、欧洲大规模布局，外资云通过技术服务和授权方式进入中国获得工信部认可。全球云计算产业链才刚刚起步，渗透率不足3%，外资云纷纷选择与国内IDC企业合作进入中国市场，比如微软和世纪互联、AWS和光环新网、甲骨文和腾讯云以及IBM和万达等，最近苹果也选择投资10亿美元与云上贵州合作，在贵州建立大规模数据中心。同样阿里云、腾讯云等国内云计算企业也在大力进行全球化部署云数据中心，迄今为止，阿里云已经在全球14个地域部署了200多个数据中心，为全球数十亿用户提供可靠的计算支持。微软的SaaS服务Office365在国内也积累了120多万付费企业和超过2000万教育行业用户，并以23%的市场份额位居中国SaaS云应用市场第一，累计实现三位数的年度平均增长，获得中国市场和工信部认可。我们认为经济全球化，国内跨国企业众多，中国云计算龙头企业进行全球化部署大势所趋，同样外资云进入中国只要满足相关政策要求，也可以进入中国市场。

图表8. 阿里云全球14个地域200多个数据中心部署情况



资料来源：阿里云、广证恒生

图表9. 腾讯云全球数据中心部署情况



资料来源：腾讯云、广证恒生

2017年下半年牌照发放加速，多家企业获得云服务牌照。根据工信部最新审核披露情况统计，相继有35家企业获得互联网资源协作服务牌照（云牌照），截至17年11月13日，下半年获得云牌照企业数量达到25家，而上半年仅有7家通过，审核速度明显加快。

图表10. 2017年工信部颁发互联网资源协作服务牌照（云牌照）

时间	企业名称
2017/12/28	天鸿汇通
2017/12/15	国富瑞数据
2017/12/9	中国电信、中国联通、七牛云、万国长安、牛盾网络、银盾泰安、傲然诚创、中宇联、群英网络
2017/11/13	太平洋电信、华为软件、浪潮软件、互联港湾、闪讯网联
2017/11/3	美橙互联、云际视界科技、润泽科技、唯一网络、迅达云
2017/10/24	太平洋电信、华为软件、浪潮软件、互联港湾、闪讯网联
2017/10/16	天津卓朗科技
2017/9/15	赛拍特通信
2017/9/5	森华易腾、上海宽惠网络
2017/8/18	中国移动、北京金山云
2017/7/	网宿科技、北京联想调频、上海蓝云、宁夏西云
2017/6/30	上海有孚网络、北京三快云计算、鹏博士、中企通信
2017/4/1	百度云
2017/3/17	福虎信息、帕摩数据科技
2016/12/27	腾讯云
2016/12/7	上海优刻（Ucloud）
2016/10/21	阿里云

资料来源：工信部、广证恒生

收购 AWS（北京区域）固定资产，正式获得云服务牌照。2016年8月公司与 AWS 签署《运营协议》当时的措辞为“亚马逊授权公司依据双方达成的协议向中国客户提供并运营 AWS 云服务，并向客户承担相应责任”，可见当时光环新网只承担“运营者”角色，在服务器等 IT 设备上并不具有所有权，难以满足监管层对云服务基础设施必须可管可控要求。公司17年11月13日发布公告，以不超过人民币20亿元收购 AWS 中国（北京区域）相关的特定经营资产，此次20亿元特定资产收购完成后，光环新网将由提供 IDC 机柜升级为提供 AWS 中国运营的硬件、能源、带宽等基础设施，解决了服务器等固定资产问题。12月23日，公司正式发布公告获得工信部颁发的互联网资源协作服务牌照，即云计算服务牌照。

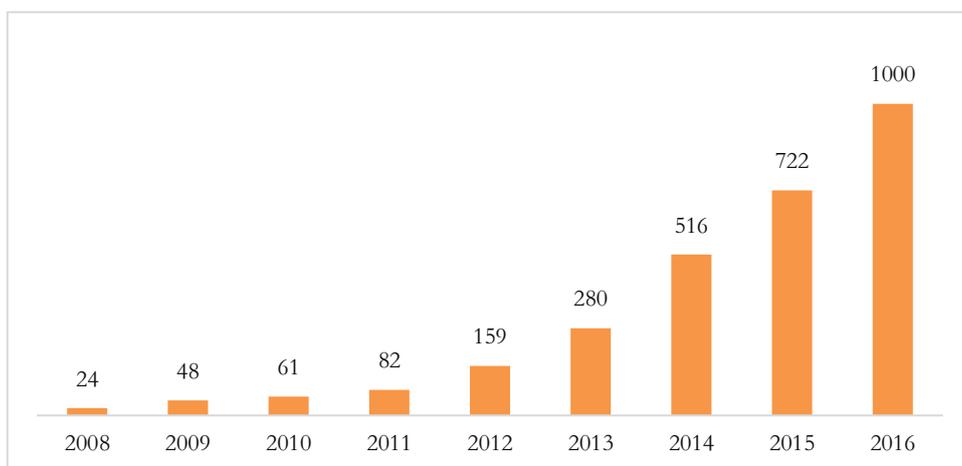
图表11. AWS 北京区域运营示意图


资料来源：光环新网官网、广证恒生

1.3 AWS 技术优势明显，国内公有云业务有望实现翻倍式增长

AWS 先发优势明显，已形成全球化大规模布局。截止到 2017 年 12 月 31，AWS 在全球 18 个地区总共有 49 个可用区域。已经公布计划建设的区域还包括在中国香港特别行政区、法国、瑞典、巴林和美国的 5 个区域、15 个可用区。2018 年将再开放四个地区，此外到 2019 年美国还会再开放一个 AWS GovCloud 地区。目前在欧洲有德国、爱尔兰、英国和法国四个地区正式运营。在亚洲形成了北京、孟买、首尔、新加坡、悉尼、东京和宁夏七个 AWS 区域。先发优势明显，目前全球市场份额高达 45%，16 年 AWS 新推出近 1000 项服务和功能。

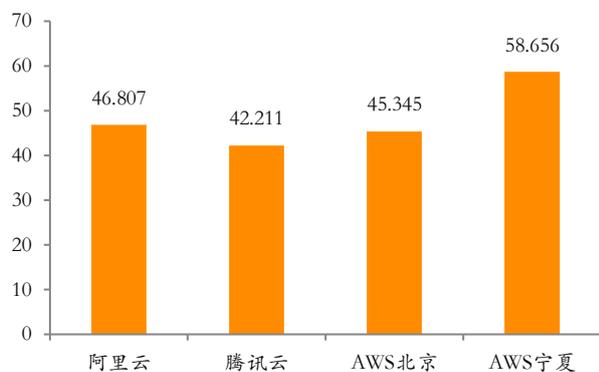
图表12. AWS 每年推出的新服务和功能



资料来源：AWS 官网、广证恒生

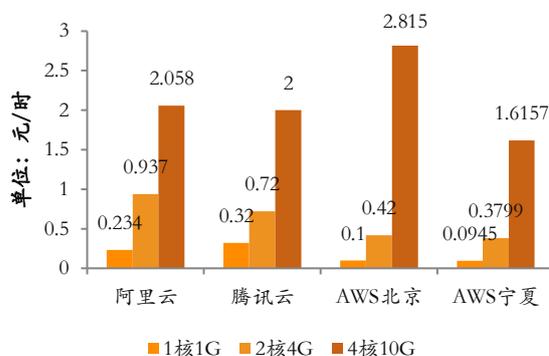
中国是 AWS 在美国外唯一部署两个区域的国家，北京、宁夏区域各有优势。2016 年 7 月 30 日，亚马逊授权光环新网在中国境内提供并运营北京区域的亚马逊云技术及相关服务。这标志着 AWS 在中国正式商用，北京前店计划先落地。同时公司计划新建房山 12000 个数据中心，计划用于 AWS 北京区域。北京区域地理位置优越，地处核心节点位置，网络、人才优势明显。西部云基地为亚马逊定制的数据项目在中卫工业园区（A3）、迎水桥（B3）、宣和寺口子（D）三个点同时建设，占地 923 亩，一期项目计划投资 30 亿元，建筑面积 30 万平方米，部署 10800 个机架，设计服务器容量 40 万台。宁夏区域年平均气温 8.8℃，具有低廉的能源成本，清洁能源占比 50% 以上，水和天然气价格相对低廉，成本优势明显。2017 年 12 月 12 日，由西云数据运营的 AWS 中国（宁夏）区域正式开放。从测试对比结果发现，宁夏区域时延比北京多 10-15ms 左右，而宁夏区域价格则相对低廉。

图表13. 阿里云、腾讯云、AWS 平均时延



资料来源：互联网、广证恒生

图表14. 阿里云、腾讯云、AWS 价格对比



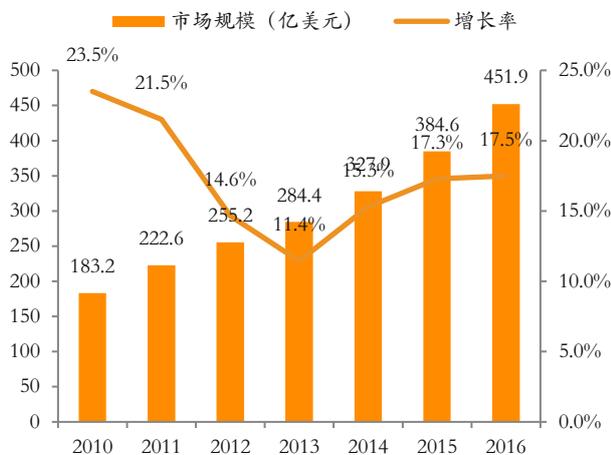
资料来源：互联网、广证恒生

2. 数据中心数量稳步增长，为公司业绩提供保障

2.1 美国数据中心投资大规模增长，数据中心规模化成趋势

全球 IDC 行业继续高速增长，美国数据中心今年投资已超 182 亿美元，超前三年总和。2016 年全球 IDC 整体市场规模达到 451.9 亿美元，增速为 17.5%。受益于云计算行业大规模增长，2017 年美国数据中心建设资金规模创下新纪录，据房地产 CBRE 的最新数据显示，目前企业和基金在美国的数据中心建设的投资规模已经达到 182 亿美元，是 2016 年的 2 倍，并且到年底的时候有望超越三年的总和。

图表15. 全球 IDC 市场规模历年增速与预测



资料来源：中国 IDC 圈、广证恒生

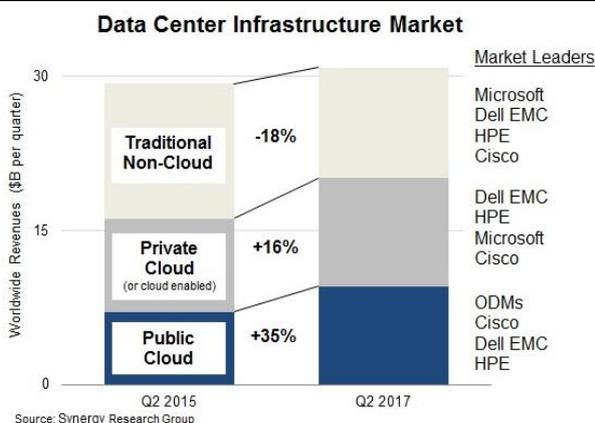
图表16. 2011 到 2017 美国数据中心投资规模 (单位：十亿美元)



资料来源：CBRE、广证恒生

云计算、大数据、物联网驱动 IDC 行业长期高速增长，传统数据中心出现下滑，云数据中心占比不断提升，16 年同比增长 37.8%。2016 年中国 IDC 市场继续保持高速增长，市场总规模为 714.5 亿元人民币，同比增长 37.8%，据 IDC 预测，移动互联网、视频、网络游戏、物联网、AI 等持续驱动对 IDC 基础设施的需求，预计未来三年中国 IDC 市场规模将持续上升，预计 2019 年将接近 1900 亿元。

图表17. 全球 IDC 市场规模变化



资料来源：Synergy Research、广证恒生

图表18. 中国 IDC 市场规模历年增速与预测

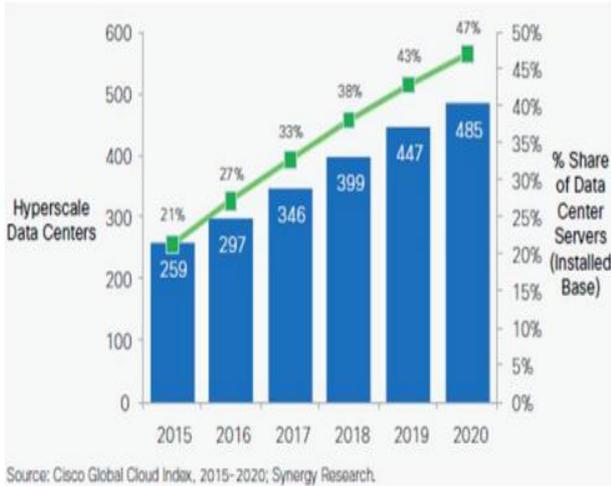


资料来源：中国 IDC 圈、广证恒生

数据中心规模化成趋势，超级数据中心份额将在 2020 年接近一半。根据 Cisco 预测，超大规模数据中心数量将从 2015 年的 259 个增长到 2020 年的 485 个，份额将从 2015 年 21% 增长到 2020 年 47%，届时 83% 的公有云服务器和 86% 的公有云负载将承载在超级数据中心，处理能力占比从 39% 提升到 68%，流

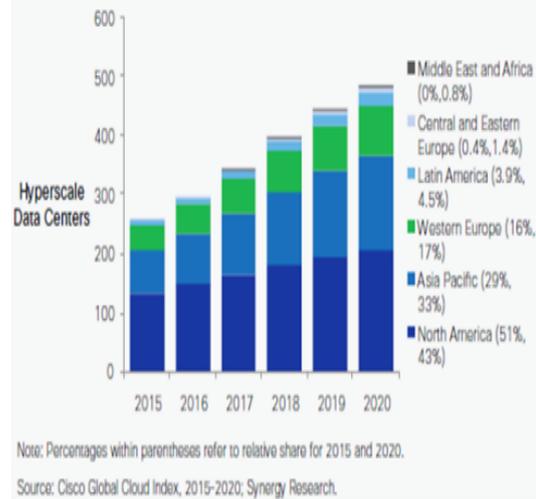
量占比从 34%提升到 53%。近年来，国际领先云服务提供商 AWS、Azure 和 Google 纷纷在世界各地战略部署超级数据中心，国内的云计算龙头企业阿里云和腾讯云也开始布局海外数据中心，在渗透国内市场的同时争取国际市场份额。云计算驱动的超级数据中心成为数据中心发展的主要形式。

图表19. 全球超级数据中心数量增速预测



资料来源：Cisco、广证恒生

图表20. 2015-2020 年全球超级数据中心占比

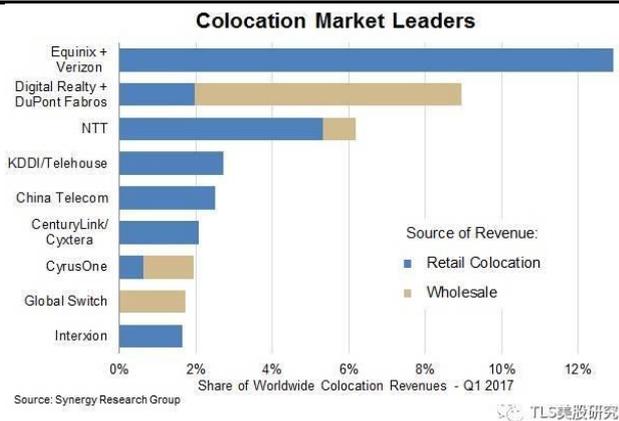


资料来源：Cisco、广证恒生

2.2 一线城市大规模高品质 IDC 较为稀缺，出租价格稳步上升

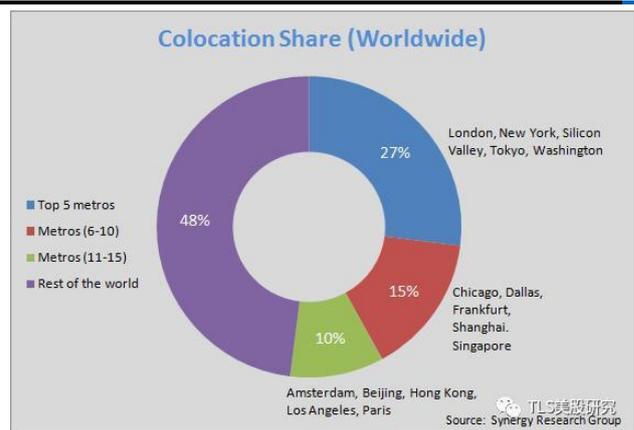
一线城市大规模、高品质数据中心成为稀缺资源，零售需求远超批量需求，全球前十五大城市数据中心营收占比达到一半。数据中心类似商业地产，地理位置位置是关键，偏远地区数据中心依靠低成本电力和地价优势，往往是选择备灾和大型云计算企业，和其他互联网企业和私有云往往部署在一线城市及周边，根据 Synergy Research Group 统计数据发现，全球前十大 IDC 企业，IDC 零售量远超批量销售，Equinix 作为全球第一大 IDC 企业，商业模式全部为零售。全球前十五大城市数据中心营收占比达到一半。

图表21. 全球 IDC 市场份额占比情况



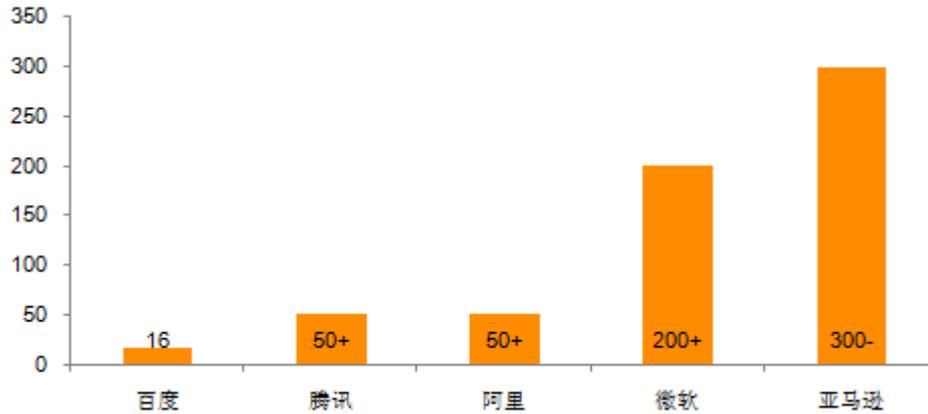
资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

图表22. 全球 IDC 前十五大城市销售占比情况



资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

BAT 数据中心总和不及亚马逊一半，BAT、金融、国企等大企业在一线城市机房难以满足需求，大量租用第三方数据中心。数据中心的数量是衡量科技公司提供云计算服务能力的重要指标之一，腾讯是中国拥有服务器数量最多的公司，但腾讯数据中心的服务器规模也仅有 50 多万台，而亚马逊的数据中心有接近 300 万台的服务器，微软也有 200 万台，BAT 数据中心总和不及亚马逊一半。

图表23. 互联网企业巨头服务数量


资料来源：互联网、广证恒生

图表24. BAT 租赁数据港数据中心情况

序列	数据中心名称	地址	面积 (m ²)	服务器数量	运营机柜数量	电力容量 (KVA)	直接客户	最终用户	运营时间
1	185-5	杭州	11,333.85	22,263	1,071	16,000	杭州电信	百度	2013.5
2	185-7	杭州	6,043.24	11,301	816	12,800	杭州电信	百度	2012.9
3	628	杭州	10,573.00	12,781	1,199	16,000	杭州电信	阿里巴巴、网易、平安保险	2013.5
4	223-1F、2F	上海	2,015.57	2,385	250	6,400	上海电信	腾讯	2011.1
5	217-4F	上海	1,345.26	3,326	304	6,400	上海电信	腾讯	2011.7
6	223-3F、219-3F	上海	2,160.19	3,714	463	6,400	上海电信	腾讯	2012.5
7	219-1F	上海	864.66	414	139	2,000	付费通、263等	付费通、263网络等	2010.8
8	69-2	上海	14,500.00	7,801	929	24,000	上海联通	阿里巴巴	2015.7
9	69-3	上海	5,500.00	3,390	394	10,400	上海联通	阿里巴巴	2016.3

资料来源：数据港、广证恒生

IDC 类似商业地产，一线城市政策限制，土地、电力相对紧张，出租价格逐步上升。 IDC 行业类似商业地产，出租价格与房屋出租价格密切相关，虽然受到供给端影响，IDC 出租价格下滑，部分城市 IDC 机房上架率低，按照《北京市新增产业的禁止和限制目录（2015 年版）》，北京市城六区内严禁新建扩建任何

形式的数据中心,根据数据港与BAT签订的数据中心合同长期分析发现,价格从09年的6138元/月/机柜,最高上涨到10640元/月/机柜。因此,我们认为一线城市IDC机房因为政策限制,具有稀缺优势,长期供给不足,市场零售需求旺盛,价格长期有上升趋势,二线城市数据中心最容易受到供给过剩,风险较大,偏远地区数据中心往往是互联网企业选择和政府当地企业合作,以自建为主。

图表25. BAT 租赁数据港数据中心情况

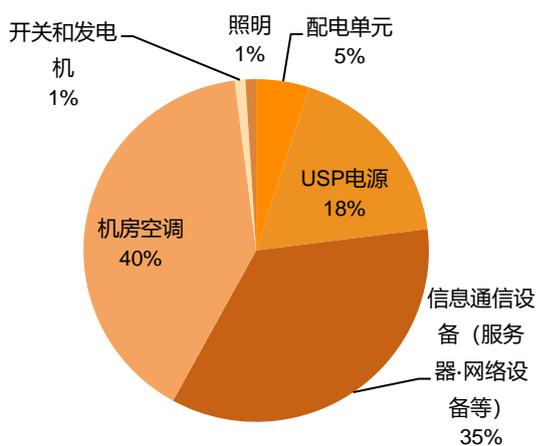
序列	数据中心名称	签署对方	最终用户	合同销售价格	期限
1	536	杭州电信	阿里巴巴	6138 元/月/机柜	2009/11/30-2015/11/29
2	223-1F、2F	上海电信	腾讯	5687 元/月/机柜	2010/7/1-2018/9/30
3	217-4F	上海电信	腾讯		2011/1/1-2019/4/30
4	223-3F、2019-3F	上海电信	腾讯		2011/1/1-2019/4/30
5	185-5、185-7	浙江省公众信息产业有限公司	百度	7000 元/月/机柜	2012/6/1-2018/12/31
6	628	杭州电信	阿里巴巴	6264 元/月/机柜	2012/11/10-2020/5/10
			网易	1630 元/月/KW	2013/1/15-2021/1/15
			平安保险	7600 元/月/机柜	2014/5/1-2017/12/31
7	69-2、69-3	上海联通	阿里巴巴	正式上电: 10640 元/月/机柜, 测试机柜 500 元/月/机柜	2015/10/10-2021/10/10

资料来源: 数据港、广证恒生

2.3 品牌和运营成本管理是核心, 光环 IDC 毛利高达 52%

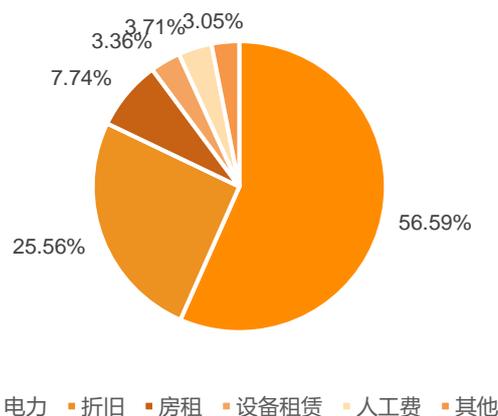
IDC 企业前期投入大, 电费是最大运营成本。数据中心前期需要建造机房、搭建机柜、服务器、铺设线缆通信网络、以及其他空调制冷系统、发电应急系统等一系列配套设施, 投资成本高, 属于重资产行业。后期运营, 能耗是最大成本, 占比超过 50%, 据统计, 目前全球数据中心的电力消耗总量已经占据了全球电力使用量的百分之三, 迫使大量数据中心选择建设在偏远电力充足便宜地区。其次是前期投资成本折旧费用, 和房屋租赁费用。

图表26. 中心电力消耗明细



资料来源: 中国 IDC 圈、广证恒生

图表27. 光环运营成本构成

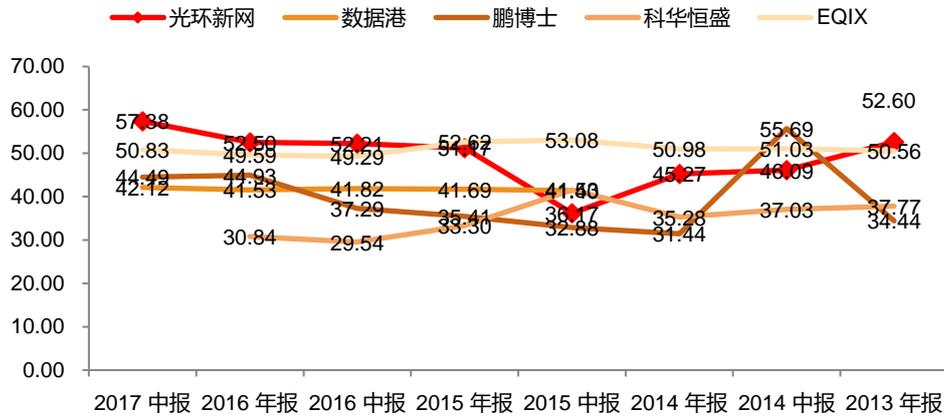


资料来源: wind、广证恒生

光环运营能力强, 毛利远高于其他 IDC 企业。IDC 行业出租主要按机柜出租, 行业整体毛利处于 30%-40% 左右水平, 与其他 IDC 行业公司毛利相比, 光环毛利稳居国内第一, 高达 52.6%, 远高于国内其他第三方 IDC 企业。主要源于光环数据中心品质高, 服务客户以高端客户为主, 其中部分数据中心采取零售方式, 另外, 公司运营管理能力强, 前期通过收购其他公司物业获得物业资产用来自建数据中心, 土地成本

较低，并且通过白天燃气发电来降低运营成本，晚上进行储能，满足白天能耗需求。

图表28. 第三方 IDC 行业毛利率对比 (%)



资料来源: WIND、广证恒生

光环数据中心整体等级高，以高端客户为主，上海嘉定数据中心是上海地区唯一一家获得 T4 标准认证的商用数据中心。Uptime TIER 等级认证是数据中心业界最知名、权威的认证，在全球范围得到了高度的认可。Uptime TIER 数据中心等级认证体系分为 Tier I—Tier IV 四个等级，Tier IV 为最高等级。目前，全球共有 50 多个国家，超过 350 个数据中心通过了 Uptime 颁发的认证。中国内地获得 Uptime 认证的数据中心仅有 14 个。其中，获得 Tier 4 认证数据中心 5 个，获得 Tier 3 认证数据中心 8 个，获得 Tier 2 认证数据中心 1 个。光环新网上海嘉定数据中心于 2017 年 9 月获得 Uptime T4 认证，成为中国内地仅有的 5 家获得 Uptime T4 认证的数据中心。公司定位与服务高端客户，其他北京周边地区数据中心同样都是高品质数据中心，之前收购中金云网，同样是 T4 级别高等级数据中心，中国农业银行、中国华夏银行均是公司的主要客户。

图表29. 光环 T4 级别大公司

Tier 1	Single Generator or No Generator	Basic UPS for LAN Room, non-redundant	Single Utility or on Radial line from Loop	99.671% Availability per Uptime Institute
Tier 2	Generator	N+1 UPS with redundant components	Single Utility Feeders, N+1 Mechanical System	99.741% Availability per Uptime Institute
Tier 3- Concurrently Maintainable	N+1 Generator System	N+1 UPS with redundant components	One Active, One Passive, Utility Source, N+1 Mechanical System	99.982% Availability per Uptime Institute
Tier 4- Fault Tolerant	2N Generator System	2N UPS Systems	Dual Active Utility Feeders, 2N Mechanical System, compartmentalization	99.995% Availability per Uptime Institute

资料来源: 互联网、广证恒生

一线城市工业用电昂贵，光环通过燃气发电和储能降低电力成本。一线城市相对偏于地区来说，用电紧张，特别是在高峰期，并且工业用电价格远高于普通家庭用电价格，北京等一线城市均实行阶梯电价，根据最新北京电价，在北京晚上一般工商业低谷时每度电价最低 0.3208，白天高峰电价最高达到 1.5295。

白天价格最高是晚上低估的 5 倍，光环选择在白天通过燃气发电降低运营成本，晚上用公网电力，并进行储能，供白天使用，节约电力成本。

图表30. 北京市城区非居民销售电价表 (单位: 元/千瓦时)

用电分类	电压等级	电度电价				基本电价	
		尖峰	高峰	平段	低谷	最大需量 (元/千伏安·月)	变压器容量 (元/千伏安·月)
一、一般工商业	不满 1 千伏	1.5295	1.4002	0.8745	0.3748		
	1-10 千伏	1.5065	1.3782	0.8595	0.3658		
	20 千伏	1.4995	1.3712	0.8525	0.3588		
	35 千伏	1.4915	1.3632	0.8445	0.3508		
	110 千伏	1.4765	1.3482	0.8295	0.3358		
	220 千伏及以上	1.4615	1.3332	0.8145	0.3208		
二、大工业用电	1-10 千伏	1.0761	0.9864	0.677	0.3766	48	32
	20 千伏	1.0611	0.9724	0.667	0.3706	48	32
	35 千伏	1.0451	0.9584	0.657	0.3646	48	32
	110 千伏	1.0181	0.9334	0.637	0.3496	48	32
	220 千伏及以上	0.9951	0.9104	0.617	0.3316	48	32
三、农业生产用电	不满 1 千伏		0.9292	0.6255	0.3378		
	1-10 千伏		0.9142	0.6105	0.3218		
	20 千伏		0.9062	0.6035	0.3158		
	35 千伏		0.8982	0.5955	0.3088		

资料来源: 互联网、广证恒生

光环前期收购大量物业扩充数据中心，机房自有为主将长期受益。不同于其他第三方 IDC 企业，土地物业以租赁为主，光环数据中心物业大多通过前期收购公司物业资产，用来自建数据中心。公司 2014 年收购明月光学 100% 股权，新建上海嘉定数据中心，2015 年收购科信盛彩 15% 股权，用来新建太和桥数据中心，2016 年收购亚逊新网 100% 股权，扩建酒仙桥数据中心。公司数据中心物业自有，将长期受益。

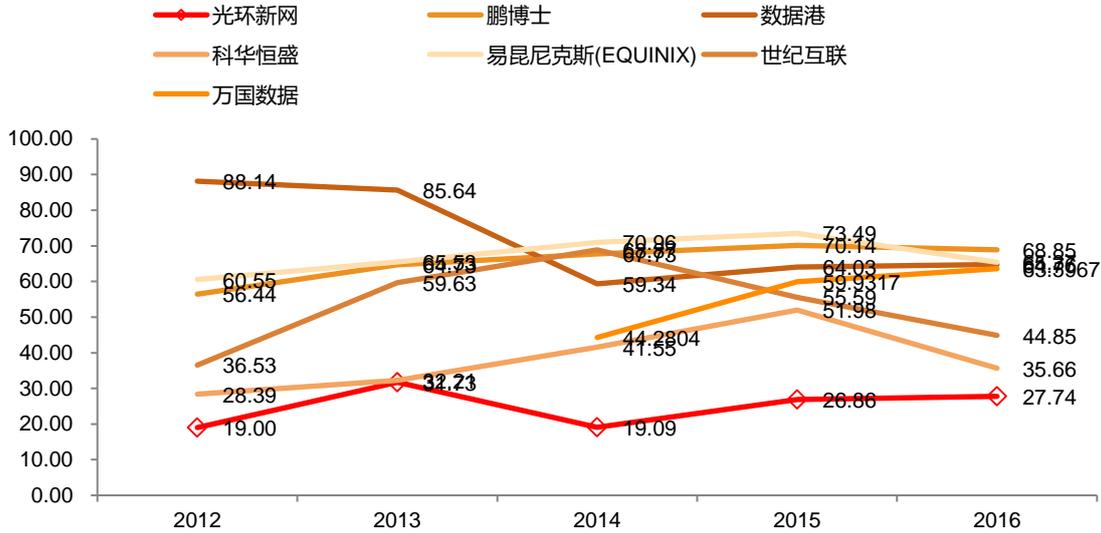
图表31. 公司收购获得物业资产 (平米)

时间	收购	金额 (万元)	土地面积	建筑面积	使用面积	机房面积
2014/10/11	收购明月光学 100% 股权，新建上海嘉定中心	9,380		33,765.66	29,999.99	
2015/4/21	收购科信盛彩 15% 股权，新建太和桥数据中心	6,870	49,081	69,657		
2015/6/4	收购德信致远 100% 股权，新建房山数据中心	12097.54	69999.3			
2015/9/16	收购中金云网 100% 股权，增加中金云网数据中心	241,359.59	66,100	101,500		22,000
2016/3/14	收购亚马逊新网 100% 股权，扩建酒仙桥数据中心	16,000		12,000		

资料来源：WIND、广证恒生

公司扩建数据中心主要来源于自有资金，财务费用相对较低。IDC 行业属于重资产行业，前期投入较大，类似商业地产，后期回收周期长，美国金融业相对更加发达，部分 IDC 企业选择进行资产证券化，降低财务压力。而国内企业更多选择自有资金和加大财务杠杆，相比其他 IDC 企业，光环资产负债率远低于其他几家企业，财务费用低，盈利能力明显强于竞争对手。

图表32. IDC 行业资产负债率情况

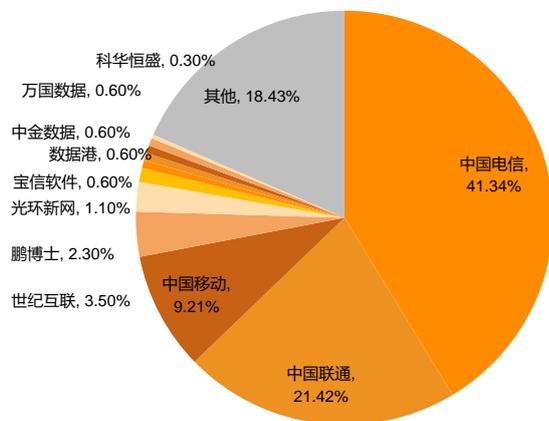


资料来源：WIND、广证恒生

2.4 停牌收购太和桥数据中心，明年机柜数量将达到 3 万个

国内数据中心主要为三大运营商，第三方数据中心占比较少，国外数据中心龙头企业不断横向整合扩大市场份额。从市场格局来看，三大运营商占据网络优势，且发展较早，市场份额最大，其他第三方数据中心主要是美国上市的万国数据、世纪互联，其他就是 A 股上市的鹏博士、光环新网等企业，14/15 年有大量其他行业公司如美利纸业、广东荣泰开始进入 IDC 行业，第三方 IDC 行业整体格局分散。国外 IDC 龙头 Equinix 已经开始进行横向整合，通过不断进行大量整合。

图表33. IDC 国内市场格局



资料来源：互联网、广证恒生

图表34. Equinix 横向整合情况

收购时间	收购公司名称	收购金额
2015.9-2016.10	Bit-isle	
2015.5-2016.6	TelecityGroup	
2015.1	Nimbo	
2014.7	ALOG	
2013.1	Frankfurt Kleyer 90 Carrier Hotel	
2012.11	Dubai IBX Data center	
2012.7	Asia Tone	
2012.6	Ancotel	
2011.4	ALOG	
2010.12	Amsterdam IBX Property	
2010.4	Switch and Data	

资料来源：互联网、广证恒生

国内第三方 IDC 行业格局相对分散，企业不断通过自建和收购扩大数据中心规模。与三大运营商相比，国内上市公司机柜体量明显不足，但与运营商相比，第三方数据中心位置优越，定制化服务能力强，更加能满足大型企业的定制化需求，上架率高，同时能够供应电信、联通等多个运营商网络。国内 IDC 上市企业不断通过自建或者收购的方式，扩大其市场规模。

图表35. 国内第三方 IDC 行业扩张情况

	现有机房规模	未来规划	机房位置	毛利率
光环新网	约 23000 机柜	预计 2018 年太和桥并入后达到 30000	北京、上海	52.50%
鹏博士	超过 28000 机柜	预计 2020 年达到 50000 个	北京、上海、广州、武汉	44.93%
万国数据	约 12000 机柜	预计未来建成 30000 机柜	北京、上海、深圳、广州、香港、成都	26.00%
宝之云	13000 机柜	预计 18 年新增 17500 个机柜	上海	
世纪互联	超过 27000 机柜	预计 18 年新增 4000-5000 机柜	北上广等 80 多个城市	21.00%
美利云		云创机房建成后预计达到 19700 机柜	宁夏	
科华恒盛	约 10000 机柜	预计 2018 年达到 13600 机柜，未来预计达到 17000 机柜	北京、上海、广州、成都	30.84%
数据港	7017 机柜		上海、杭州、张家口	41.93%
华星创业	约 10000 机柜		北京、上海、广州	30.17%
高升控股	约 8034 机柜			32.90%
浙大网新	约 10000 机柜	约 1 万个 4.5KW 机柜，容纳 16 万台服务器	上海、杭州	
奥飞数据	约 1500 机柜	两个新机房建成后将新增可用机柜 3,500 个左右，数量将接近 5,000 个	广州、深圳	34%

资料来源：WIND、广证恒生

公司不断通过自建和收购扩大数据中心规模，停牌收购太和桥资产，今年机柜有望接近 3 万个。公司前期不断扩大数据中心规模，今年新增酒仙桥二期 2300 个、光环云谷二期 1300、上海嘉定二期 3500，近 7000 个数据中心，16 年收购中金云网，此次停牌收购太和桥数据中心有望再新增 8100 个数据中心，同时公司正在建设房山数据中心，未来几年数据中心有望达到 3-4 万个。

图表36. 光环 IDC 扩张情况

数据中心	光环新网官网	2016	2017	2018E	2019E
酒仙桥	机柜数约 4000 个，建筑面积 12000 平米	1700	4000	4000	4000
光环云谷	一期机柜约 1200 台，二期在建机柜预计约 1300 台，预计 2017 年秋投入运营，总面积超过 11,000 m ²	1200	2500	2500	2500
东直门	数据中心机房可用总建筑面积约为 3160 平方米。设有 2 个数据机房	520	520	520	520
亦庄（与 KDDI 合作运营）	建筑面积约 25,000 m ² ，机柜数量约 2700 个	2700	2700	2700	2700
北京太和桥（科信盛彩）	首期投入运营一栋数据机房楼，建筑面积 1.6 万平方米，建设 12 个模块，可提供 2000 台 42U 标准服务器机柜。二期规划建设两栋数据中心，建筑面积共 3.2 万平方米，共有 24 个模块，可提供 4000 台标准服务器机柜。			4990	8100
上海嘉定	建筑面积 28657 m ² ，建设 16 个模块，可提供 4500 台 42U 标准服务器机柜。	1000	4500	4500	4500
北京房山	项目一期规划建设设计机柜数量 6000 个；二期规划建设 4 栋云技				6000

	术中心,设计机柜数量 6000 个;整体建设 8 栋云计算中心,规划机柜数量 12000 个。				
中金云网	一期工程建筑面积为 5.48 万平方米,二期工程建筑面积为 4.67 万平方米,二期工程投入使用后,中金云网数据中心机房面积将达到 2.2 万平方米,成为超大型的数据中心。	8790	8790	8790	8790
合计		15910	23010	28000	37110

资料来源: WIND、广证恒生

收购酒仙桥数据中心 8100 个机柜,进一步增厚公司业绩。目前酒仙桥科信盛彩数据中心一期 1 号楼和二期 3 号楼已经基本建成并投入运营,建筑面积 32,756.42 平方米,可提供机柜 4,990 架,共 30 个独立机房模块区域;二期的 2 号楼正在建设中,建筑面积 16,378.21 平方米,届时将可提供另外 3,110 架机柜容量。2018 年、2019 年、2020 年,标的公司所对应的每年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别不低于 9,210.00 万元、12,420.00 万元、16,100.00 万元。科信盛彩数据中心位于北京经济技术开发区,此次收购进一步扩展了上市公司在北京地区的数据中心布局,增加了上市公司机房的可租用面积,提高了上市公司在北京地区数据中心的市场占有率,本次交易完成后上市公司净利润将得到进一步提高。

图表37. 科信盛彩数据中心规划以及出租情况

项目	2017.12.31				
	规划机柜数	签约机柜数	上架机柜数	出租率	上架率
一期 1 号楼	2,524	1,979	1,520	78.41%	60.22%
二期 3 号楼	2,466	745	642	30.21%	26.03%
二期 2 号楼	3,110	-	-	-	-
项目	2016.12.31				
	规划机柜数	签约机柜数	上架机柜数	出租率	上架率
一期 1 号楼	2,524	1,118	250	44.29%	9.90%
二期 3 号楼	2,466	-	-	-	-
二期 2 号楼	3,110	-	-	-	-

注:出租率=签约机柜数/机柜总数;上架率=上架机柜数/机柜总数

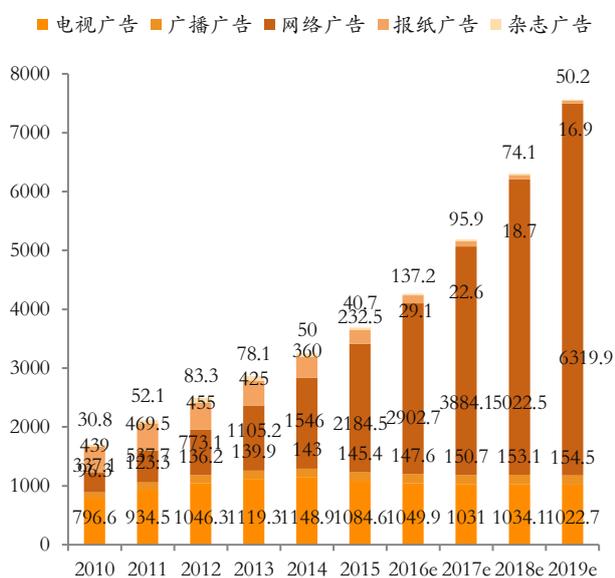
资料来源: WIND、广证恒生

3. 背靠上市平台，无双科技 SaaS 营销快速增长

3.1 信息流广告热度持续攀升，搜索引擎广告企业营收创近八季度新高

互联网营销保持高速增长，网络广告收入占五大媒体广告收入近七成。互联网营销按照所采用的互联网媒体类型和实现方式，可分为展示类营销、搜索引擎营销、内容营销、精确营销、移动互联网等类型。2016 年互联网营销收入市场逼近 3000 亿元，在五大媒体广告收入中的占比已达到 68%。

图表38. 2010-2019 年中国五大媒体广告收入规模及预测



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表39. 2012-2019 年中国网络广告市场规模及预测

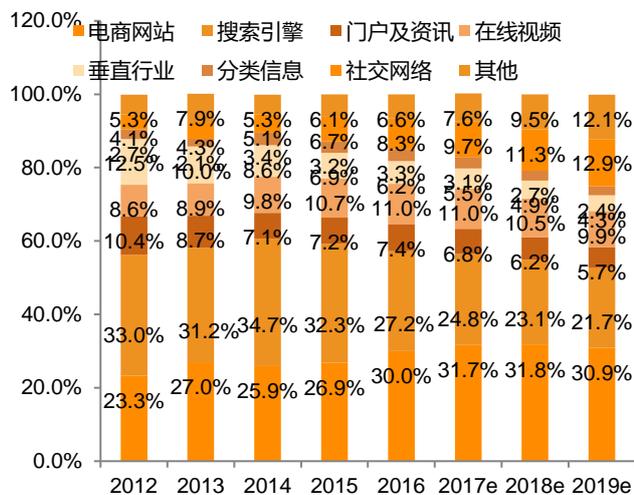


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

受广告管理从严和新兴广告形式冲击，搜索引擎营销增速放缓。搜索引擎营销通常是在互联网用户搜索特定关键词时向其展示与所搜索的关键词相关的特定营销内容的营销方式，具有易于实施、效果直接、资金门槛相对较低的特点，是一种适合各个类型营销需求方的互联网营销方式。搜索引擎营销 (SEM) 目前主要有两大流派：一种是搜索引擎优化 (SEO)，另一种是点击付费广告 (CPC)。两者一起使用，可以达到最好的网络推广营销效果。

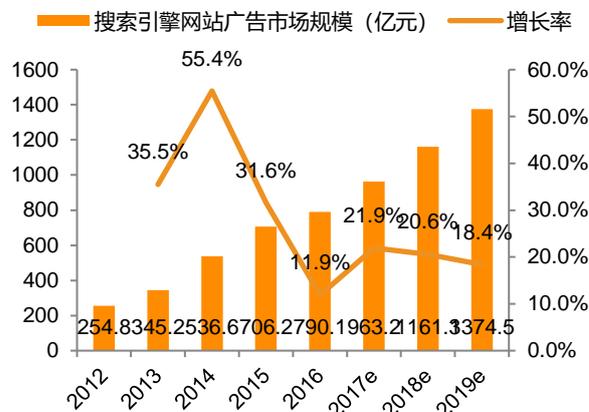
2016 年搜索引擎广告不再是占据最大市场份额的媒体形式，占比下降 5 个百分点至 27.2%，位列第二，电商网站广告上升至第一位，占比 30.0%。2016 年搜索引擎网站广告市场规模达到 790.1 亿元，同比增长 11.9%，增速明显放慢。互联网广告新规出台或是造成其增长减缓的主要原因。《互联网广告管理暂行办法》中规定除要明确标明付费搜索为广告外，还应当与自然搜索结果明确区分，医疗、药品、保健食品等广告未经审查不得发布，这使得搜索引擎网站在削弱广告位资源的同时，也失去了对其营收贡献巨大的医疗类广告主，直接导致搜索引擎网站广告市场规模明显放缓。

图表40. 2012-2019 中国不同媒体市场广告及份额预测



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表41. 2012-2019 年中国网络广告市场搜索引擎网站广告规模



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

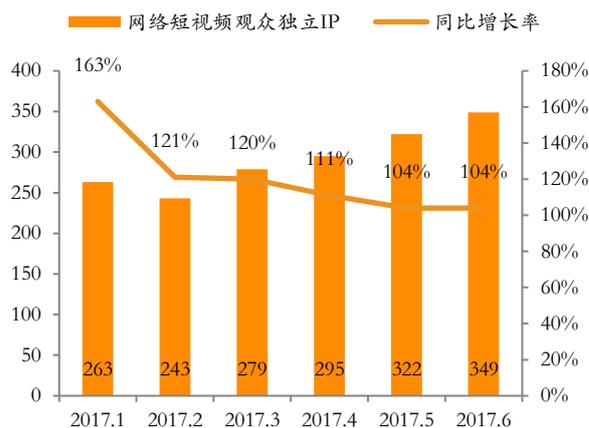
短视频热度持续攀升，信息流广告收入同比增长 89.5%。2017 年上半年中国网络短视频带宽总量同比 2016 年每月接近翻 2 倍增长，其中 2017 年 6 月，进入暑期短视频带宽呈现爆发式增长，同比增长 223%，环比增长 24.3%。2016 年信息流广告已经成为最受关注的广告形式之一，热度持续攀升，其中视频和短视频信息流广告得到高速发展，目前微信、微博、QQ 空间等社交平台均引入信息流广告，新闻资讯客户端也纷纷推出相关广告产品。2016 年，信息流广告市场份额达到 11.2%，收入达到 325.7 亿元，同比增长 89.5%。2016 年资本市场助推的直播平台、网红概念都使网络广告的形式和创新不断变化，内生广告或将成为未来发展新趋势。

图表42. 2017 上半年中国网络短视频带宽总量增长情况



资料来源：信通院、网宿科技、广证恒生

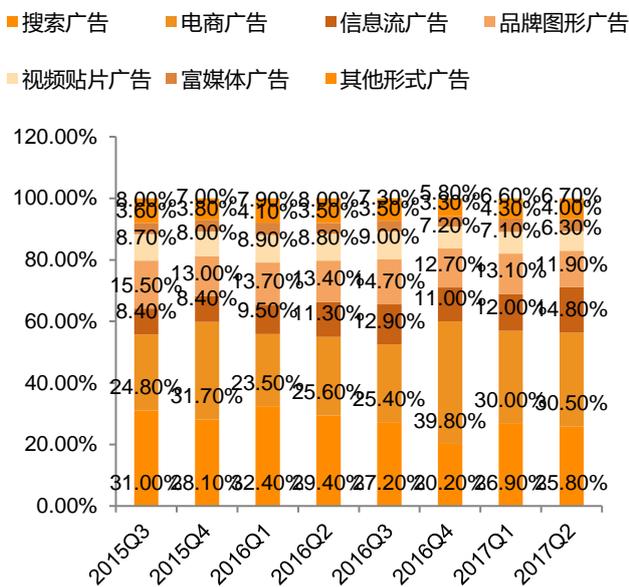
图表43. 2017 上半年中国网络短视频观众独立 IP 增长情况



资料来源：信通院、网宿科技、广证恒生

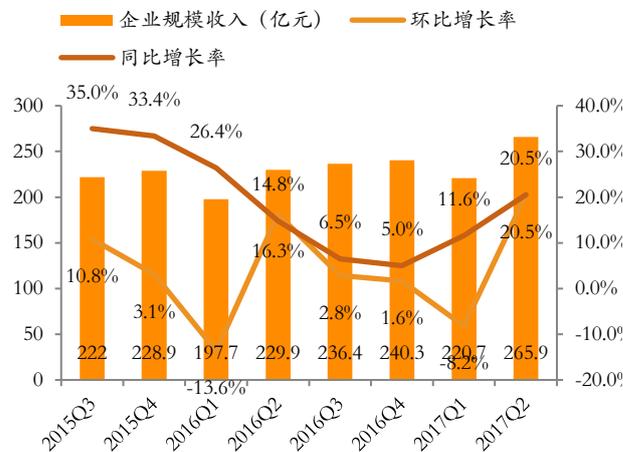
搜索企业发力信息流广告，搜索引擎企业收入创八季度新高。2017Q2 中国搜索引擎企业收入规模为 265.9 亿元，创近八个季度以来新高，同比增速为 15.6%，环比增速高达 20.5%，市场份额保持在 25% 以上，逐渐走出相对低迷阶段。搜索引擎企业收入规模增长，主要靠网络广告拉动，除传统关键词广告和联盟广告收入外，2016 年以来，搜索企业均发力信息流广告业务，在 2017Q2 该项业务增长得到初步体现。

图表44. 2015Q3-2017 中国不同形式网络广告市场份



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表45. 2015Q3-2017Q2 中国搜索引擎企业收入规模



资料来源：信通院、网宿科技、广证恒生

3.2 加大营销力度打造 DSP 营销平台，SaaS 业务收入高速增长

收购无双科技，布局云计算 SaaS 领域。公司 2016 年收购无双科技和中金云网，进一步完善公司云服务产品体系，进入云计算 SaaS 领域。无双主营业务为搜索引擎营销及相关服务，通过对广告主投放广告效果的追踪、分析，进行投放策略调整，使客户的广告效果达到最优化。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。

图表46. AnG 产品矩阵



资料来源：公司官网、广证恒生

上游媒体渠道高度集中，SEM 中间服务商毛利较低。SEM 服务商处于产业链中间环节，主要通过对接广告主和搜索引擎，帮助百度、搜狗、360 等搜索引擎对接大客户，同时帮助客户优化投放策略使客户的广告投放达到最优。搜索引擎营销媒体渠道资源高度集中，2016 年第四季度，百度搜索引擎营销占比达到 84.16%，SEM 服务商的议价能力较低，行业整体毛利均较低。服务商与媒体间计费模式主要有两种：

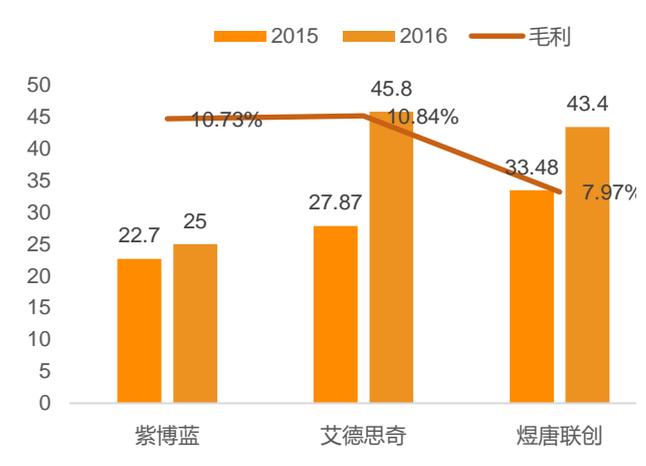
- ①对于广告投放收入部分，通常按照 CPC (CostPerClick, 通常计费标准为千次点击成本) 计费方式购买，当互联网用户点击无双科技购买的搜索关键字广告时，搜索引擎媒体会自动记录该次点击并从账户中扣费；
- ②对于代理商返点收入部分，媒体一般每季度及年度向无双科技发送返点计算表进行核对。

图表47. 百度返点情况

年度	季度派点	年度派点	奖励返点	新客返点
2016	1.3%-8.8%	4.50%	0.71%	7-14%
2015	3%-6%	1.70%	0.36%	7-12%

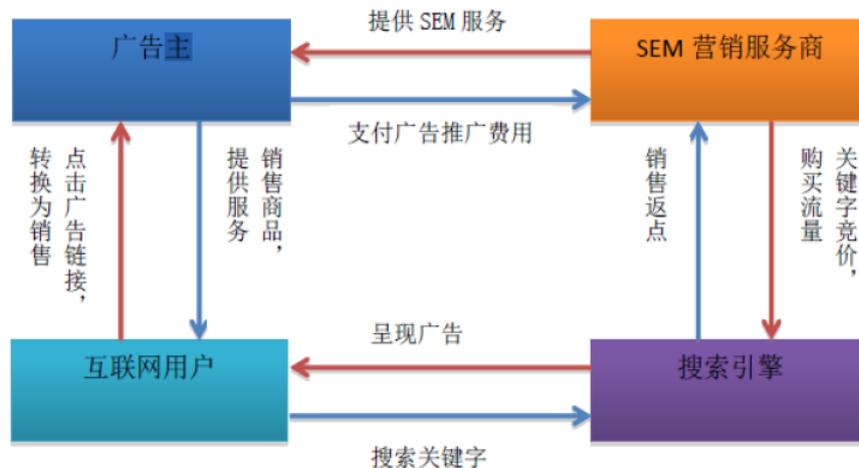
资料来源：紫博蓝、广证恒生

图表48. 百度五星客户营收毛利情况



资料来源：WIND、广证恒生

图表49. 搜索引擎营销关系图



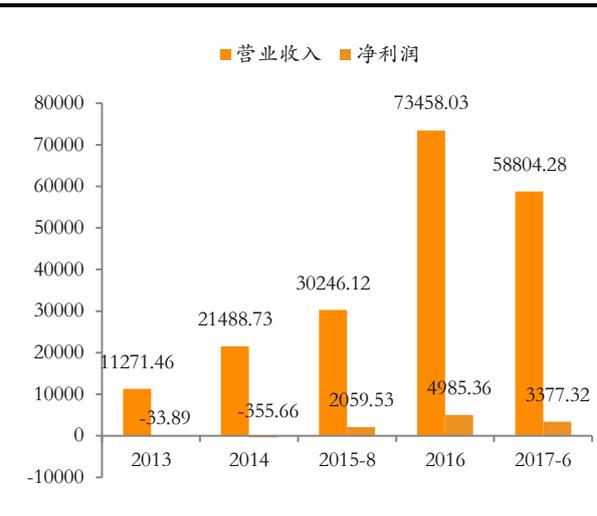
资料来源：公司公告、广证恒生

百度五星代理商，低价策略打造 DSP 营销平台，SEM 全程托管业务快速增长。SEM 全程托管服务是在广告主提出 SEM 广告需求后，无双科技代其进行账户开立，并为其提供在付费搜索平台的营销账户的管理服务。无双科技是百度数百家代理商中约 22 家核心代理商中的一员，是百度五星级代理商，拥有全部百度广告产品的投放权限，享受高等级的代理商返点水平，并且公司广告主客户中金融、旅游客户属于高潜类客户，按照百度政策享受高比例返点。受益于短视频信息流广告业务的迅速发展，同时公司今年采取低价营销策略，加大对客户的返点，SEM 营销业务营收规模迅速扩大，营收规模预计今年能够进入百度前五 KA 代理商。

图表50. 百度五星代理商

KA 代理商	2017	2016	2015
百度五星代理商	22	17	18
百度四星代理商	5	11	12
百度三星代理商	7	17	8
百度二星代理商	4	4	9
百度一星代理商		1	3

资料来源：互联网、广证恒生

图表51. 无双科技 SEM 托管业务增长


资料来源：公司公告、广证恒生

4. 盈利预测与估值

主营业务分析：

(1) **公有云业务**：公司 2017 年年底正式获得云服务牌照，而目前国内公有云业务正处于高速增长阶段，2017 年上半年国内 IaaS 同比增长超 70%，阿里云增速达 99%，AWS 公有云在国内刚刚起步，体量较小，预计 2017-2019 年增速为 150%、90%、60%。2017 年无双科技 SaaS 业务，公司采取低价策略，营业收入大幅度增加，2017-2019 年增速为 90%、40%、35%。

(2) **IDC 及增值服务**：2017 年公司新增约 7000 机柜，2018 年并表还将增加约 8100 机柜，2019 年房山一期完工，新增约 6000 个机柜。我们预计 2017-2019 年公司 IDC 机柜不断出租上电，增速分别为 40.82%，74.1%，40.5%。

(3) **IDC 运营管理及其他业务**：公司运营管理能力突出，我们预计 IDC 运营管理业务保持平稳增长，2017-2019 年保持 21%、18%、16%。

图表52. 公司营业拆分

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
IDC 及增值服务	283.51	698.05	983.00	1711.4	2404.8
YOY		146.22%	40.82%	74.10%	40.52%
毛利率	51.17%	52.50%	52.50%	57.00%	56.70%
云计算 (AWS)	14.67	497.17	1242.925	2361.5575	3778.492
YOY		3289.03%	150.00%	90.00%	60.00%
毛利率	83.01%	26.80%	25.00%	25.00%	25.00%
云计算 (SAAS)16 年并表		734.58	1395.702	1953.9828	2637.87678
YOY			90.00%	40.00%	35.00%
毛利率	15.03%	11.10%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	293.35	387.83	465.396	558.4752	670.17024
YOY		32.21%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	0.26%	0.18%	15.00%	15.00%	15.00%

总收入	591.53	2317.63	4087.023	6585.4155	9491.33902
YOY	36.13%	291.80%	76.34%	61.13%	44.13%
毛利率	33.02%	27.62%	26.44%	27.94%	28.16%

资料来源：广证恒生

我们认为，公司云牌照落地，国内公有云市场正处于高速发展阶段，阿里云连续 8 个季度保持 100% 的高速增长，公司未来 AWS 公有云业务有望达到 30-50 亿规模。同时，截至 2017 年年底，公司已有约 23000 个机柜，还在不断通过自建和收购扩大数据中心规模，2018 年将收购科信盛彩数据中心，新增 8100 个机柜，同时还在新建房山 12000 个数据中心，每年能够新增 6000-7000 个左右机柜，未来几年有望达到 4-5 万个左右规模，成为国内规模最大的第三方 IDC 企业，营收规模有望超过 30 亿。我们预计公司在 2018-2019 年归母净利润分别为 7.58/10.36 亿，对应的 PE 分别为 25x、18x，参照可比公司估值水平，我们按照 2018 年 35 倍 PE，给予 6 个月目标价 18.2 元，维持“强烈推荐”评级。

图表53. 公司营业拆分

证券代码	证券简称	总市值	股价	EPS(2017)	EPS(2018)	EPS(2019)	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)
603881.SH	数据港	77.685	36.89	0.6588	0.9668	1.32	56.00	38.16	27.90
300017.SZ	网宿科技	302.15	12.43	0.3422	0.4266	0.56	36.32	29.14	22.04
600845.SH	宝信软件	171.56	25.89	0.5384	0.7216	0.92	48.09	35.88	28.12
300212.SZ	易华录	116.78	31.1	0.602	0.9129	1.25	51.66	34.07	24.84
平均							48.02	34.31	25.73
300383.SZ	光环新网	190.77	13.19	0.3	0.52	0.72	43.97	25.37	18.32

资料来源：广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2737	3457	4013	4671	营业收入	2318	4087	6585	9491
现金	265	860	609	240	营业成本	1677	3058	4859	7034
应收账款	560	661	1199	1853	营业税金及附加	12	13	27	35
其它应收款	87	154	248	357	营业费用	22	37	79	171
预付账款	219	167	337	596	管理费用	218	432	673	956
存货	3	11	16	21	财务费用	63	75	100	133
其他	1604	1604	1604	1604	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	6180	6123	6121	6059	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	4	5	7	投资净收益	20	7	9	12
固定资产	2725	2699	2627	2513	营业利润	342	478	855	1174
无形资产	410	542	706	856	营业外收入	50	24	32	35
其他	3035	2878	2783	2684	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	8918	9580	10134	10731	利润总额	391	502	886	1208
流动负债	1027	1387	2336	3803	所得税	60	72	131	176
短期借款	60	78	90	527	净利润	331	430	755	1032
应付账款	556	730	1280	1926	少数股东损益	-4	-4	-4	-4
其他	412	580	967	1350	归属母公司净利润	335	434	759	1036
非流动负债	1447	1905	2539	2528	EBITDA	594	810	1236	1595
长期借款	1386	1848	2464	2464	EPS (摊薄)	0.23	0.30	0.52	0.72
其他	60	57	74	64					
负债合计	2474	3292	4875	6331	主要财务比率				
少数股东权益	388	384	380	376	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	723	1446	1446	1446	成长能力				
资本公积	4803	4080	2634	1187	营业收入增长率	291.8%	76.3%	61.1%	44.1%
留存收益	530	891	1563	2484	营业利润增长率	211.4%	39.7%	78.7%	37.3%
归属母公司股东权益	6056	6418	5643	5117	归属于母公司净利润增长率	195.1%	29.5%	74.8%	36.6%
负债和股东权益	8918	10094	10898	11825	获利能力				
					毛利率	27.6%	25.2%	26.2%	25.9%
					净利率	14.3%	10.5%	11.5%	10.9%
					ROE	8.8%	6.6%	11.8%	18.0%
					ROIC	5.2%	5.9%	10.2%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	27.7%	34.4%	48.1%	59.0%
					净负债比率	58.46%	58.50%	52.39%	47.25%
					流动比率	2.66	2.49	1.72	1.23
					速动比率	2.66	2.48	1.71	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.44	0.67	0.91
					应收账款周转率	7.19	6.69	7.08	6.22
					应付账款周转率	5.09	4.76	4.84	4.39
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.30	0.52	0.72
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.66	0.36	0.71	0.76
					每股净资产 (最新摊薄)	8.37	4.44	3.90	3.54
					估值比率				
					P/E	28.46	43.95	25.15	18.41
					P/B	1.58	2.97	3.38	3.73
					EV/EBITDA	23.57	25.39	17.37	13.95



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。