

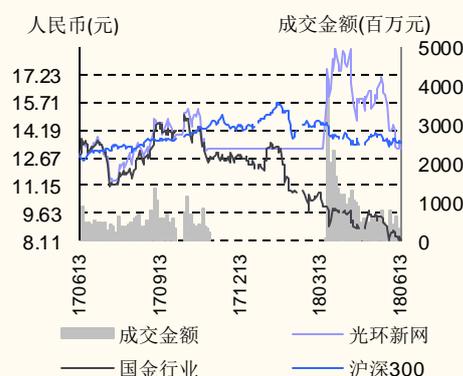
# 光环新网 (300383.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.17 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,388.38
总市值 (百万元)	19,048.45
年内股价最高最低 (元)	18.72/11.33
沪深 300 指数	3788.34



## IDC 龙头、云计算先锋，双轮驱动业绩高增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.463	0.302	0.494	0.731	0.981
每股净资产 (元)	8.37	4.45	4.94	5.67	6.65
每股经营性现金流 (元)	0.65	0.27	0.54	1.76	1.30
市盈率 (倍)	53.86	43.61	27.40	18.54	13.82
净利润增长率 (%)	195.07%	30.52%	63.49%	47.77%	34.23%
净资产收益率 (%)	5.53%	6.80%	10.01%	12.88%	14.74%
总股本 (百万股)	723.18	1,446.35	1,446.35	1,446.35	1,446.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **IDC 业务现金流优质，产能释放下保持高速增长：**IDC 与商业地产高度类似，租金回报稳定、现金流优质，国外 IDC 企业多已转型为 REITs，历史回报率较高。国内 IDC 行业总体将保持 30% 左右的高速增长，其中一线城市 IDC 属于核心稀缺资源，整体供不应求，全球 IDC 收入不断向核心城市集中。光环新网专注于北京上海自建高等级 IDC，毛利率不断提升高达 55%，行业领先。并购科信盛彩后，公司机柜储备达 5 万个，2018 年-2020 年每年新增机柜约 8000 个左右，产能释放下 IDC 业务保持高速增长。
- **牌照落地、业务理顺，云计算业务爆发式增长可期：**2017 年底公司正式取得云服务牌照，收购亚马逊云服务相关资产后，AWS 业务合规和安全性进一步增强，业务发展的制约因素解除，一季度增长超 60%。国内云计算规模和渗透率仍然较低，行业正处于爆发式增长期，多方玩家入场，行业格局未定，价格战成为常态。AWS 作为实际上的行业标准制定者，份额、技术和生态均绝对领先。结合海外经验，我们认为，低价不是取胜的关键，技术和生态仍将是云业务的最终制胜因素，看好 AWS 成为国内云计算前三。
- **快速扩张规模，无双科技 SEM 业务成长有望高于行业：**聚焦 SEM 搜索引擎营销业务，无双科技 2015-2017 三年对赌期内业绩承诺均足额完成，保持高速增长。受电商、信息流广告等分流影响，搜索引擎广告占整体网络广告的份额总体在不断降低，行业增速预计在 20% 左右。无双科技目前采取快速扩张规模的策略，一季度收入增速达 62%，未来总体增速有望高于行业。

### 投资建议

- 我们认为公司 IDC 资源储备丰厚，产能稳步释放下保持高速增长，同时现金流优质、确定性高；看好云牌照落地、收购亚马逊云相关资产后，业务理顺的 AWS 业务迎来爆发式增长。

### 估值

- 们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.15 / 10.57 / 14.19 亿元，对应当前 PE 分别为 27 倍、19 倍、14 倍，维持“买入”评级。

### 风险

- 公有云业务发展可能不达预期，贸易摩擦或国家对外资企业开展云业务政策的变化，可能影响公司与 AWS 合作。
- IDC 机房建设与销售可能不及预期，目前房山、酒仙桥、太和桥等在建 IDC 工程较多，投产进度可能不达预期。

### 相关报告

1. 《产能释放推动 IDC 持续增长-光环新网公司点评》，2017.8.25
2. 《20170622-光环新网风控会议纪要-2017 年 06 月 22...》，2017.7.12
3. 《亚马逊 AWS 快速拓展，带动 IDC 持续增长-光环新网公司深度研...》，2017.6.28

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

王坤

联系人  
wang\_kun@gjzq.com.cn

罗露

联系人  
luolu@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 光环新网：IDC 业务龙头，云计算先锋.....	4
1.1 公司基本情况和主要业务介绍.....	4
1.2 营收和净利润稳步增长，云计算收入占比超 70%.....	5
二、 IDC 业务现金流优质，产能释放下保持高速增长.....	7
2.1 现金奶牛业务，行业仍处于高速增长状态.....	7
2.2 核心城市 IDC 资源稀缺，整体供不应求.....	9
2.3 专注于核心城市，自建高等级 IDC，公司毛利率行业领先.....	10
2.4 并购科信盛彩增厚资源储备，产能释放 IDC 保持高增长.....	11
三、 牌照落地、业务理顺，云计算业务爆发式增长可期.....	12
3.1 云牌照落地，亚马逊 AWS 合作模式进一步理顺.....	12
3.2 国内云计算行业正处于爆发式增长期，行业格局未定.....	14
3.3 低价竞争已成云市场常态，但技术和服务仍将是最终制胜因素.....	15
3.4 份额、技术与生态绝对领先，AWS 有望在国内重现全球雄风.....	16
3.5 快速扩张规模，无双科技 SEM 业务成长有望高于行业.....	18
四、 盈利预测与投资建议.....	19
五、 风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：公司发展重大事件.....	4
图表 2：光环新网股权结构.....	4
图表 3：IDC 业务主要服务内容.....	4
图表 4：并购及数据中心建设进程.....	5
图表 5：公司营业收入及增速.....	6
图表 6：公司净利润及增速.....	6
图表 7：公司云计算业务营收及占比.....	6
图表 8：公司 IDC 业务营收及占比.....	6
图表 9：各业务毛利率对比.....	7
图表 10：分业务营收占比变化.....	7
图表 11：分业务毛利占比变化.....	7
图表 12：中国 IDC 市场规模及预测.....	8
图表 13：全球 IDC 市场主要厂商份额（2018Q1）.....	8
图表 14：美股不同类型 REITS 年度股价表现.....	9
图表 15：一线城市数据中心规模及需求情况（万架）.....	9
图表 16：全球 IDC 托管业务分城市收入分布（2017Q3）.....	10
图表 17：AWS 租用面积及占比.....	10
图表 18：国内获得 Uptime Tier IV 设计认证的数据中心明细.....	11
图表 19：国内主要厂商 IDC 业务毛利率对比.....	11

图表 20: 科信盛彩 IDC 规划机柜数及目前上架情况 (截至 2018.6.1) .....	12
图表 21: 光环新网 IDC 规模测算 .....	12
图表 22: 云计算业务相关法律和监管政策 .....	13
图表 23: 目前 AWS 业务公司与亚马逊合作模式 .....	14
图表 24: 中国公有云市场规模和增速 .....	14
图表 25: 国内公有云厂商份额 (2017H1) .....	15
图表 26: 海外主要云厂商价格对比 (2017.11) .....	16
图表 27: 2016 年全球公有云主要厂商营收 (百万美元) .....	16
图表 28: AWS 每年新增服务和特性数量 .....	17
图表 29: 传统架构与无服务器架构对比 .....	17
图表 30: AWS 云全球基础设施布局 .....	18
图表 31: 无双科技运营模式 .....	18
图表 32: 中国搜索引擎广告市场规模 .....	19

## 一、光环新网：IDC 业务龙头，云计算先锋

### 1.1 公司基本情况和主要业务介绍

北京光环新网科技股份有限公司成立于 1999 年 1 月，是业界领先的互联网综合服务提供商。公司主营业务为互联网数据中心（IDC）服务、云计算服务、互联网宽带接入服务（ISP）等互联网综合服务。

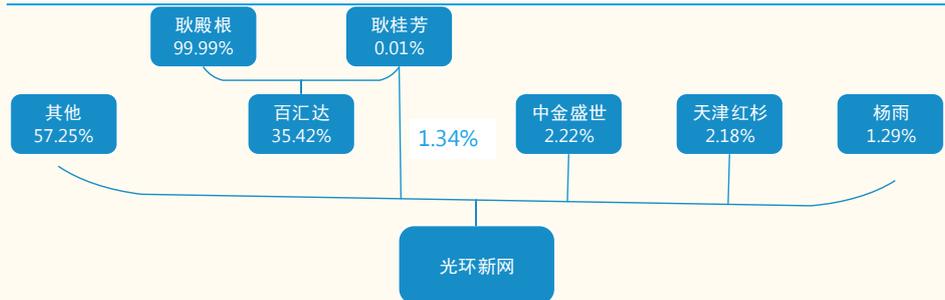
图表 1：公司发展重大事件



来源：公司官网、国金证券研究所

公司第一大股东为百汇达投资管理有限公司，公司董事长耿殿根持有百汇达 99.99% 股份并间接持股光环新网 35.42%，为公司实际控制人；第二大股东中金盛世是公司在 2016 年收购中金云网时引入；第三大股东天津红杉隶属红杉资本，2010 年通过增发进入；第四大股东耿桂芳为耿殿根的姐姐，同时也是百汇达法人，持有百汇达 0.01% 股份，并持有光环新网 1.34% 股份；第五大股东杨雨与中金盛世为一致行动人。

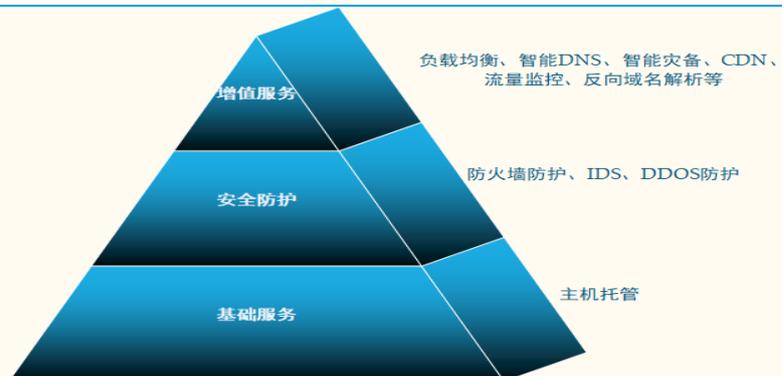
图表 2：光环新网股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

公司是国内 IDC 业务龙头之一。IDC 为互联网数据存储和交换中心，也是承载云计算发展的载体。IDC 及其增值服务包括基础性服务和增值服务，基础性服务以主机托管和 VIP 机房出租为主要方式，增值服务为客户提供负载均衡、智能 DNS、智能灾备、CDN、反向域名解析、VPN、流量监测，同时提供空调防火墙防护、入侵检测服务、DDOS 防护等安全防护服务。公司 IDC 及其增值服务的主要客户包括各类有数据托管需求的企事业单位，由专业的团队提供全时服务。

图表 3：IDC 业务主要服务内容



来源：公司公告、国金证券研究所

**并购改建为主，IDC 产能稳步扩张。**作为国内较早开始第三方数据中心业务的企业，公司深耕北京市场，并向上海区域拓展，主要通过外延并购持续扩展 IDC 产能，操作模式一般是收购物业资产后改建为数据中心。2014 年 10 月，公司收购上海明月光学 100% 股权，改建上海嘉定工业园区绿色云计算数据中心项目；2015 年 6 月收购科信盛彩 15% 股权，新建太和桥数据中心；2015 年 6 月收购德信致远，新建房山数据中心；2015 年 9 月收购中金云网 100% 股权，获得中金云网北京地区数据中心；2016 年 3 月收购亚逊新网 100% 股权，扩建酒仙桥数据中心。目前公司运营东直门、酒仙桥、光环云谷、亦庄、太和桥、上海嘉定、房山七处数据中心，子公司中金云网拥有位于北京经济技术开发区的高等级数据中心。

**图表 4：并购及数据中心建设进程**



来源：公司公告、国金证券研究所

**全资子公司中金云网在金融客户细分领域国内领先。**中金云网主要针对金融行业，提供高等级数据中心基础设施外包服务和 IT 外包服务，以及云主机、云存储、云桌面等基础的云服务产品和增值服务，同时提供包含系统集成、系统运维、IT 设备资源租赁服务等“一站式 IT 服务”，在金融客户细分领域处于国内领先的地位。

**公司运营全球领先的亚马逊 AWS 北京区域云计算业务。**AWS 是亚马逊公司旗下云计算服务平台，为企业提供云基础设施平台和云计算解决方案，可提供包括弹性计算、存储、数据库、应用程序在内的一整套云计算服务，是全球云计算行业的绝对领导者。受监管要求，目前外资厂商需通过与国内 IDC 厂商合作才能进入国内市场，公司获得亚马逊授权独立运营 AWS 中国（北京）区域云服务。2017 年底公司获得云服务牌照，并推出基于亚马逊技术的 AWS-DX 等多种产品。同时，公司继续推进光环云产品的开发和服务，以光环云和 AWS 云两大平台，为不同层次客户提供需求保障。

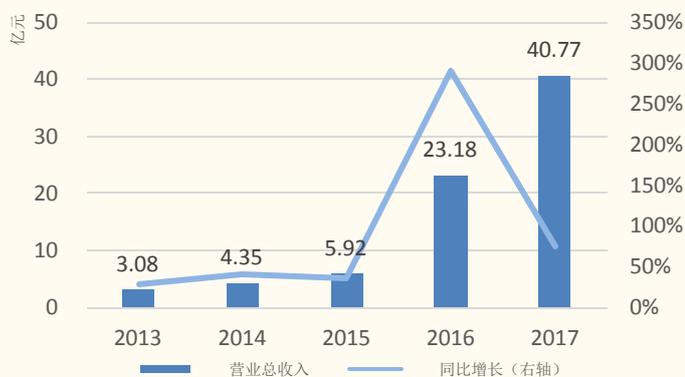
**全资子公司无双科技是 SEM（搜索引擎营销）领域领先企业。**2015 年 9 月，公司收购无双科技 100% 股权。无双科技于 2008 年在美国硅谷成立，创始团队和核心成员毕业于斯坦福、清华、人大等知名学府，且积累了丰富的产品、技术和管理经验。公司主营业务为 SEM（搜索引擎营销），提供广告搜索数据追踪、效果评估、智能投放的大数据 SaaS 服务，公司与百度、奇虎 360、搜狗等搜索引擎厂商深入合作，已成为该领域领先企业，连续三年（2015-2017 年）均超额完成业绩承诺。

## 1.2 营收和净利润稳步增长，云计算收入占比超 70%

**公司营收及净利润持续稳步增长。**公司 2013 年营收 3.08 亿，2017 年增长至 40.77 亿，CAGR 为 90.7%；2013 年净利润 0.67 亿，2017 年增长至 4.36 亿，CAGR 为 59.7%。2016 年公司业务的超高速增长，主要源自当年完成中金云网和无双科技 100% 股权收购，两家子公司业绩并表使得公司营收及利润大幅

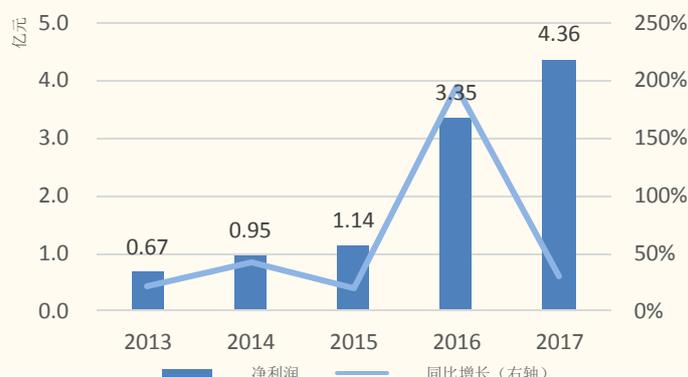
增加。2017 年公司营收实现 76% 的快速增长，主要是由于 2016 年 8 月与 AWS 签订合作协议后，AWS 云业务收入全额计入公司营收，同时 AWS 客户体量和业务量也高速增长。

图表 5：公司营业收入及增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：公司净利润及增速



来源：Wind、国金证券研究所

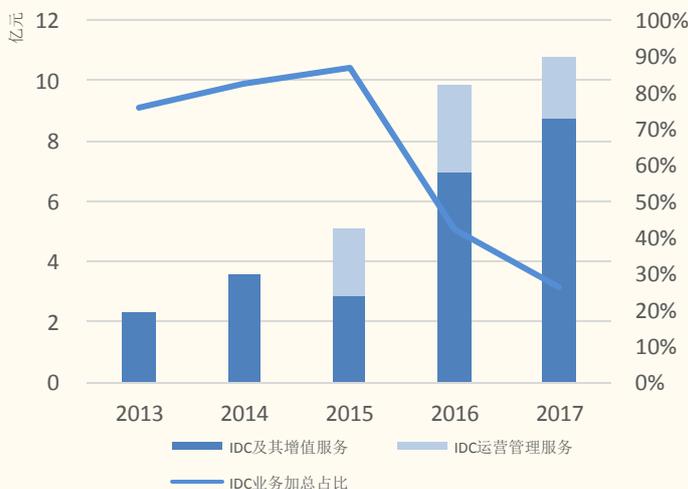
云计算逐步成为公司主要营收来源。IDC 业务为公司传统优势板块，2015 年公司将 IDC 业务中代 KDDI 运营和其他转租部分，分拆披露为 IDC 运营管理服务，随着新建数据中心的不断投产，公司 IDC 业务总体规模不断上升。由于 2016 年中金云网和无双科技并表，同时亚马逊 AWS 业务开始全额计收，导致 IDC 业务占比下降，2017 年 IDC 业务营收占比下降为 26.5%。云计算业务目前主要包括 AWS 云业务、无双科技 SaaS 业务和公司自有光环云等，2015 年来营收保持高速增长，2017 年云计算业务占比已超过 70%，成为公司主要营收来源。

图表 7：公司云计算业务营收及占比



来源：Wind、国金证券研究所

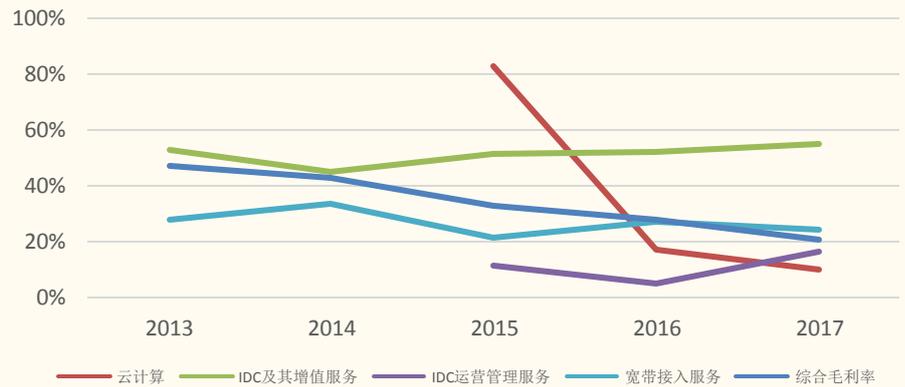
图表 8：公司 IDC 业务营收及占比



来源：Wind、国金证券研究所

毛利率方面，IDC 及增值服务毛利率稳中有升，其他业务板块占比较小且毛利率波动不大，由于占业务比重越来越大的云计算业务整体毛利率较低，导致综合毛利率被拉低。云计算毛利率自 2015 年来大幅下滑的原因是，2016 年获得亚马逊授权合作模式改变后，AWS 云收入全额计入收入，同时无双科技 SaaS 业务毛利率也较低，导致云业务毛利率大幅下滑。

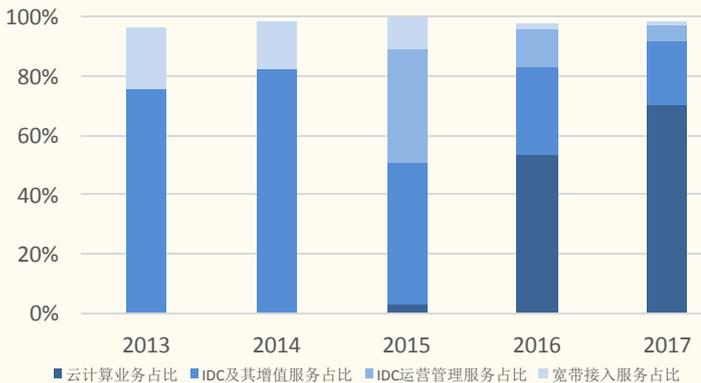
图表 9：各业务毛利率对比



来源：Wind、国金证券研究所

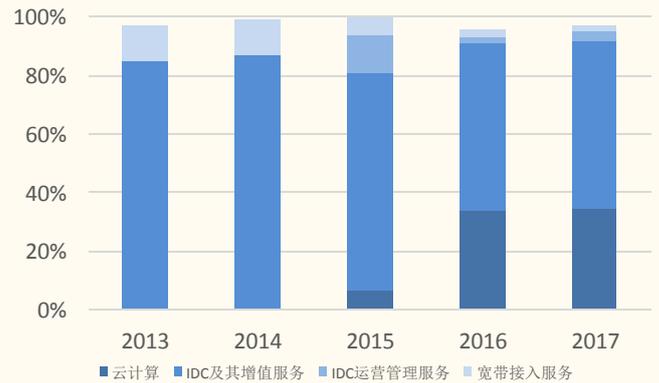
公司是国内第三方数据中心龙头，虽然 IDC 及增值服务、IDC 运营管理服务、宽带接入服务业务占比均呈逐步降低趋势，但公司机房资源主要分布在具有高需求、高资源稀缺性的一线城市，公司目前阶段主要利润来源仍为 IDC 业务。2017 年公司云计算业务比重超过 70%，但利润贡献相对较弱，毛利占比仅 35%。随着云服务牌照的落地及与 AWS 业务模式理顺，预计云计算板块业绩贡献能力将有较大提升空间。

图表 10：分业务营收占比变化



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：分业务毛利占比变化



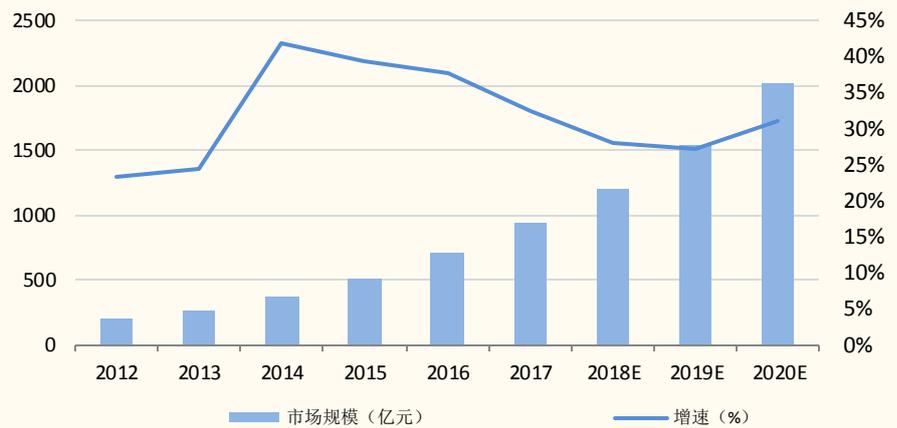
来源：Wind、国金证券研究所

## 二、IDC 业务现金流优质，产能释放下保持高速增长

### 2.1 现金奶牛业务，行业仍处于高速增长状态

作为数字社会基础设施，IDC 产业保持高速增长。IDC 是数字化时代基础承载设施，通过提供温湿度合适的环境、高可靠性的电力和网络供给、安全防护等服务，数据处理、传输、存储等 IT 设备可以集中规模放置，其出现标志着 IT 设施的规范化和组织化，目前数据中心已经成为如同交通、能源一样的经济基础设施。随着移动互联网、云计算、大数据、AI 等技术的蓬勃发展，数据处理和存储规模不断增大，带动 IDC 产业保持高速增长。根据中国 IDC 圈数据，2017 年全球 IDC 市场规模达到 534.7 亿美元，增速为 18.3%，其中中国市场总规模为 946.1 亿元，同比增长 32.4%。国内 IDC 市场总体正在从高速发展期过渡向成熟期，市场供给双方更加理性，随着互联网企业和传统企业数字化转型拉动，预计 IDC 市场规模将保持上升趋势，2018 年有望超过 1200 亿元，2020 年规模有望突破 2000 元。

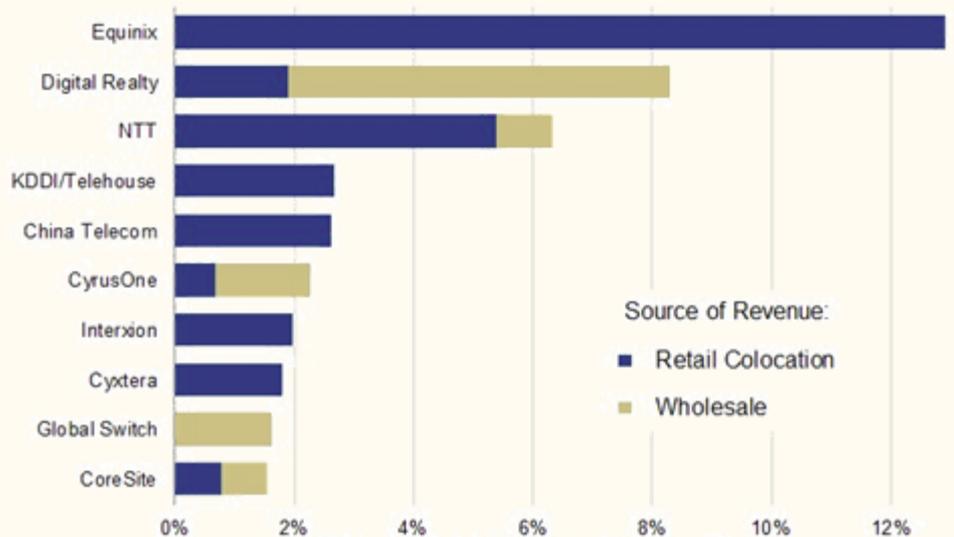
图表 12: 中国 IDC 市场规模及预测



来源: 中国 IDC 圈, 国金证券研究所

**IDC 类似与商业地产, 是现金奶牛业务。**IDC 行业的基本商业模式是出租机柜或机房面积, 同时提供电力、网络、安全等相应配套设施和运营服务, 和商业地产高度类似。从收入构成上来说, IDC 收入包括裸机柜租金、网络租金和附加增值服务收入等, 一般按月对账结算, 付款一般为月付或季付, 且客户租约变动小, 现金流非常稳定, 是科技行业比较少见的现金奶牛业务。正是由于 IDC 行业现金回报好和业务模式类似商业地产的特性, 目前国外已有多支专注于数据中心的 REITs (房地产投资信托基金), 且已经成为该领域的主要参与者, 其中 Equinix、Digital Realty 在 IDC 领域全球份额排名前二, CyrusOne、CoreSite 位列前十。

图表 13: 全球 IDC 市场主要厂商份额 (2018Q1)



来源: Synergy Research, 国金证券研究所

**数据中心 REITs 表现远好于其他类型 REITs。**REIT 通过发行股份或受益凭证来汇集资金, 由专门的托管机构进行托管, 并委托专门的投资机构进行房地产相关投资经营管理, 将投资综合收益按比例分配给投资者, 其实质是一种证券化的房地产投资基金。根据投资标的的不同, REIT 可以分为住宅、工业、办公、零售、仓储、基础设施、数据中心等类别。根据美国房地产信托协会(NAREIT)公布的数据, 数据中心 REITs 过去三年股价增速分别达到 1.4%、22.8%、25.2%, 近年来数据中心 REITs 表现远好于其他类型 REITs, 符合 IDC 产业高速发展的态势。

图表 14: 美股不同类型 REITs 年度股价表现

	2015	2016	2017
数据中心	1.4%	22.8%	25.2%
工业类	-1.3%	26.1%	17.0%
住宅类	13.6%	2.4%	3.4%
办公类	-2.6%	9.7%	2.2%
零售类	0.9%	-2.7%	-9.1%

来源: NAREIT, 国金证券研究所

## 2.2 核心城市 IDC 资源稀缺, 整体供不应求

一线城市 IDC 属于核心稀缺资源。与商业地产类似, IDC 的地理位置非常关键。一方面, IDC 需要离客户办公室较近, 方便客户技术团队到现场部署和应急维护; 另一方面, IDC 需要离骨干网络近, 以减少数据中心到用户间的业务延迟。因此北京、上海、广深等大客户集中、网络条件优异的一线城市 IDC 资源最集中, 但受限于地区承载能力, 供应也最紧缺。以北京为例, 根据工信部统计数据, 截止 2016 年年底, 北京在用数据中心机架规模为 14.6 万架, 规划在建规模为 4 万架, 预计 2018 年可用规模将达 18.6 万架, 但需求规模将超过 30 万架, 存在较大的供应缺口。上海和广州、深圳较北京的供需情况稍好, 但同样仍存在一定缺口。

图表 15: 一线城市数据中心规模及需求情况 (万架)

地区	2016 年在用机架数	2016 年在建机架数	2017 年预计可用数	2018 年预计可用数	2018 年预计需求数
北京	14.6	4.0	16.6	18.6	30
上海	18.3	11.2	23.9	29.5	35
广州及深圳	13.0	1.6	13.8	14.6	18.2

来源: 工信部《全国数据中心应用发展指引 (2017)》, 国金证券研究所

边远地区数据中心主要用作冷存储, 对核心城市 IDC 发展影响不大。伴随互联网和云计算市场的发展, 我们不断看到 Google、亚马逊、Facebook 等大型互联网公司, 在边远地区建造大型数据中心的消息。同样的, 在国内我们可以看到 BAT、运营商等纷纷在贵州、宁夏、内蒙等地区建设数据中心。边远地区低价和电价低、自然环境优越, 数据中心建设成本和运营开支都较大城市要低, 因此市场有担忧核心城市 IDC 发展可能受到影响。我们认为, 边远地区 IDC 和核心区域 IDC 定位不同, 核心城市 IDC 的发展不会受到影响。边远地区由于距离较远延迟较大, 主要定位一般是做数据冷存储, 对实时性要求高业务一般部署较少。以贵州为例, 腾讯新建的贵安七星数据中心按照规划是作为灾备, 华为新建的七星湖数据存储中心主要用作管理数据存储, 定位均不是高实时性业务。

从全球来看, IDC 行业收入仍然在向核心城市聚集。从 IDC 行业的区域收入分布来看, 也能证明我们关于上述关于边远地区和核心城市 IDC 发展的观点。根据 Synergy Research 的最新数据, 2017 年第三季度, 全球前 20 个大都市占到了全球 IDC 托管收入的 59%, 前 5 大城市 (华盛顿、纽约、东京、伦敦和上海) 占全球收入的 26%, 且收入增长速度高于其他地区, 核心城市的发展不但未受到边远地区 IDC 的影响, 反而集中度在进一步提升。

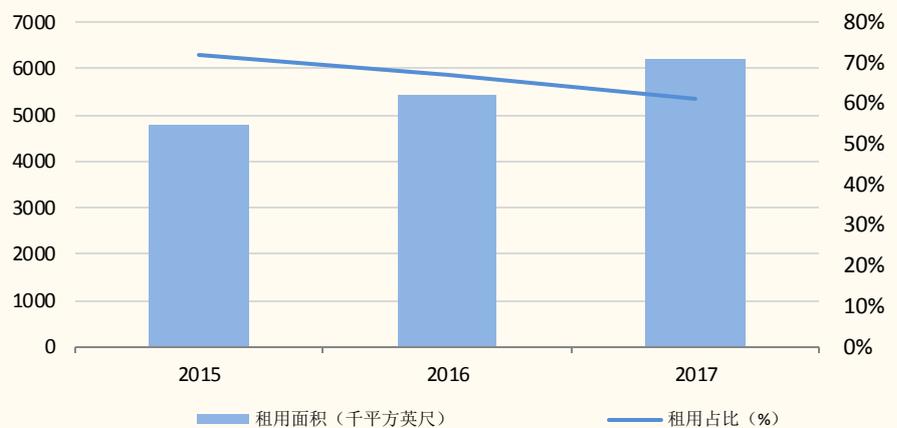
图表 16: 全球 IDC 托管业务分城市收入分布 (2017Q3)



来源: Synergy Research, 国金证券研究所

云计算公司数据中心租用部分仍占多数，租用面积仍然持续增长。大型云计算公司越来越多的自建数据中心，同时越来越多的企业从自建或租用 IDC 转向公有云，因此市场也会担忧未来 IDC 企业可能会被云计算公司甩开。我们认为，未来应该是企业自建数据中心、出租数据中心、云服务合作共赢的局面。一方面，用户重要数据本地化的需求会加快混合云、私有云的成长；另一方面，核心区域资源有限，云计算公司仍然需要和 IDC 厂商加大合作。以亚马逊 AWS 为例，作为全球最大的公有云，其数据中心租用部分仍占多数，2017 年占比达 61%，且租用面积持续增长。

图表 17: AWS 租用面积及占比



来源: 亚马逊年报, 国金证券研究所

### 2.3 专注于核心城市，自建高等级 IDC，公司毛利率行业领先

公司 IDC 集中在北京上海等地，以自建高等级 IDC 为主。光环新网 IDC 业务从北京起步，主要通过并购物业后改造自建的方式扩张，较租赁物业模式成本要低。目前公司在北京拥有七处数据中心，上海拥有一处数据中心，均位于 IDC 资源稀缺的核心城市。尤其是北京市在 2015 年 8 月颁布的《北京市新增产业的禁止和限制目录(2015 年版)》中明确规定，城六区禁止新建和扩建数据中心，全市范围内禁止新建和扩建数据中心 (PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心例外)，IDC 供给尤为紧张。此外，公司客户主要以要求较高的大客户为主，数据中心等级较高，其中上海嘉定数据中心是目前国内仅有的 8 家通过 Uptime Institute 最高等级 Tier IV 设计认证的数据中心之一。Uptime Institute 成立于 1993 年，是全球公认的数据中心标准组织和第三方认证机构，Tier IV 设计认证的通过充分说明了公司的 IDC 设计运营水平。

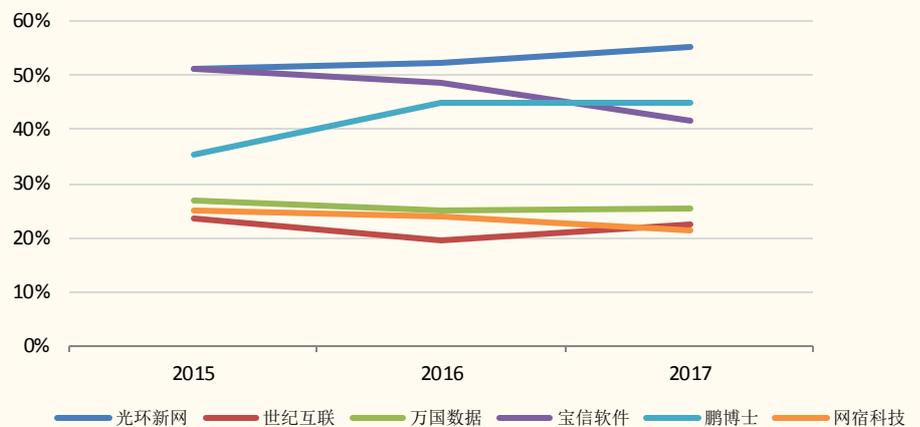
图表 18: 国内获得 Uptime Tier IV 设计认证的数据中心明细

公司	数据中心名称	位置
江苏 XDC+	GC-EB2 一期	无锡
光环新网	上海嘉定数据中心	上海
中国石油	中国石油数据中心 (克拉玛依)	克拉玛依
中国人寿	中国人寿研发中心	北京
万达集团	万达成都云数据中心二期	成都
NTT 通信	NTT 通信香港 FDC	香港
国泰君安	国泰君安证券数据中心	上海
苏州国科	苏州国科综合数据中心	苏州

来源: Uptime Institute, 国金证券研究所

**资源优势+运营能力, 公司 IDC 毛利率稳步上升, 远高于同行。**资源稀缺下, 核心城市 IDC 供不应求, 公司机柜使用率保持在较高水平。同时, 公司具备丰富的高等级机房规划设计、建设和运营管理经验, 在运营 IDC 均主要由自有队伍全称自建, 较业内普遍租用物业机房、外包设计建设的做法成本要低。优质资源和优秀的运营能力吸引了包括亚马逊、美团、三大运营商等在内的高端客户。子公司中金云网在金融云和基础设施服务领域处于国内领先地位, 2017 年成为首批面向金融行业的国家级绿色数据中心, 服务于中国人民银行、建设银行、招商银行、人保集团等大客户, 单价较高。公司 IDC 业务毛利率近几年来稳步上升, 从 2015 年的 51% 提高到 2017 年的 55%, 与同业对比, 公司毛利率也显著高于其他厂商。

图表 19: 国内主要厂商 IDC 业务毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4 并购科信盛彩增厚资源储备, 产能释放 IDC 保持高增长

**并购科信盛彩, 进一步增厚公司 IDC 资源储备。**科信盛彩此前已是由公司大股东百汇达和上市公司共同投资并实际控制, 本次交易前上市公司持有其 15% 股份, 并购剩余 85% 股份后将成为上市公司全资子公司。科信盛彩拥有亦庄绿色互联网数据中心 (即太和桥数据中心), 建筑面积为 49,458.26 万平方米, 规划标准机柜数量 8,100 个。其中, 一期 1 号楼 2264 个机柜、二期 3 号楼 2398 个机柜已经投产, 目前处于陆续出租或应客户要求预留状态, 2019 年 1 季度将会通过改造新增 328 个机柜; 二期 2 号楼 3110 个机柜正在建设当中, 预计下半年建完投产。目前科信盛彩数据中心已经为 Vivo、优帆科技、美团、阿里、亚马逊等知名互联网企业提供 IDC 服务, 在手订单数已达 5810 个, 占总规划机柜数的 71.73%, 在手订单充足, 2018-2020 年承诺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 万元、12,420 万元、16,100 万元。本次收购完成后, 公司 IDC 机柜储备将接近 5 万个, 进一步增厚

公司业绩。

图表 20: 科信盛彩 IDC 规划机柜数及目前上架情况 (截至 2018.6.1)

	规划机柜数量	机房面积	上架机柜数量	上架率	备注
1 号楼	2524	5358	1760	69.73%	已建成 2264 个, 其余预计 2019 年一季度完成扩建
3 号楼	2466	5212	1457	59.08%	已建成 2398 个, 其余预计 2019 年一季度完成扩建
2 号楼	3110	5707	--	--	预计 2018 年下半年投产
汇总	8100	16227	3217		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

机柜产能稳步释放, 2018 年将达 3 万个, 2020 年将达到近 5 万个。截至目前, 上市公司拥有东直门数据中心、酒仙桥机房、燕郊数据中心、中金云网数据中心, 代运营亦庄 KDDI 数据中心, 并在建房山绿色云计算基地、燕郊绿色云计算基地二期、酒仙桥机房三期、上海嘉定绿色云计算基地等数据中心。并购科信盛彩太和桥数据中心完成后, 2018 年预计公司运营机柜数将达 3 万个。随着 2019 年起房山云计算基地一期和其他在建扩建项目的投产, 预计 2019 和 2020 年每年机柜数增长 8000 个左右, 2020 年将达到近 5 万个。

图表 21: 光环新网 IDC 规模测算

数据中心	2018E	2019E	2020E	备注
东直门	470	470	470	公司最早建设的 IDC, 位于东环广场地下 B1、B2
酒仙桥	4000	4500	4600	一期 2010 年投产, 二期 2012 年投产, 两期总计约 3000 个机柜, 三期规划 1600 个, 目前有部分机柜投产
亦庄 KDDI	2773	2773	2773	与 KDDI 合资的公司亚太中立规划建设, 由公司代运营
中金云网	10000	11000	12000	56 个模块, 每个模块 180-200 机柜, 计划 2019 年将部分办公位置改造成新增机柜
燕郊光环云谷	2500	2500	2500	为亚马逊定制的机房, 一期 2015 年投产, 约 1200 个机柜, 在建二期机房约 1320 个
上海嘉定	4000	4500	5240	规划机柜数 5240 个, 目前有部分机柜投产
房山云计算基地	--	6000	12000	一期规划约 6000 个机柜, 预计 2019 年投产; 二期规划约 6000 个机柜, 预计 2020 年投产
太和桥	7772	8100	8100	总规划 8100 个机柜, 2016 年 9 月逐步投产, 2018 年预计投产 7772 个, 2019 年一季度完成 1、3 号楼扩建
合计	31518	39843	47683	

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

### 三、牌照落地、业务理顺, 云计算业务爆发式增长可期

#### 3.1 云牌照落地, 亚马逊 AWS 合作模式进一步理顺

云牌照正式落地, 扫除资质障碍。云服务属于增值类的电信业务, 按照《中华人民共和国电信条例》的规定, 在我国从事电信业务, 包括增值类的电信业务, 均需要获得相应的特许经营权。依据《电信业务分类目录》2015 版, 云服务(互联网资源协作服务业务)属互联网数据中心(IDC)业务的一种具体业务形态, 因此开展云服务需要拿到含有互联网资源协作服务业务的 IDC 业务经营许可。公司于 2017 年 12 月 22 日取得中华人民共和国工业和信息化部颁发的《增值电信业务经营许可证》, 许可业务范围变更及增加互联网资源协作服务, 即获得云服务业务经营许可, 从而为规模发展云计算业务扫除了资质障碍。

图表 22：云计算业务相关法律和监管政策

相关规定	
《中华人民共和国电信条例》	国家对电信业务经营按照电信业务分类，实行许可制度。经营电信业务，必须依照本条例的规定取得国务院信息产业主管部门或者省、自治区、直辖市电信管理机构颁发的电信业务经营许可证。未取得电信业务经营许可证，任何组织或者个人不得从事电信业务经营活动。
电信业务分类目录（2015年版）	在“B11 互联网数据中心业务”中，增加了“互联网数据中心业务也包括互联网资源协作服务业务”表述，明确了云服务业务属性，2016年3月1日起实施。
《工业和信息化部关于清理规范互联网网络接入服务的通知》	明确要求：在2016年3月1号新目录实施之前，持有原 IDC 许可证的企业，而事实上已经从事了云服务或 CDN 服务的，要求以书面承诺的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。如果未按期承诺的，从2017年4月1号起，不得经营相应的业务。如果已承诺，但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。
《关于规范云服务市场经营行为的通知》（征求意见稿）	云服务经营者与有关单位开展技术合作，应向电信管理机构书面报告云服务合作事项。合作过程中不得存在以下行为： （一）以任何形式向合作者变相租借、转让电信业务经营许可证，以及为合作者非法运营提供资源、场地、设施等条件； （二）由合作者直接与用户签订合同； （三）仅使用合作者的商标和品牌向用户提供服务； （四）违法向合作者提供用户个人信息和网络数据； （五）违反法律法规规定的其他行为。

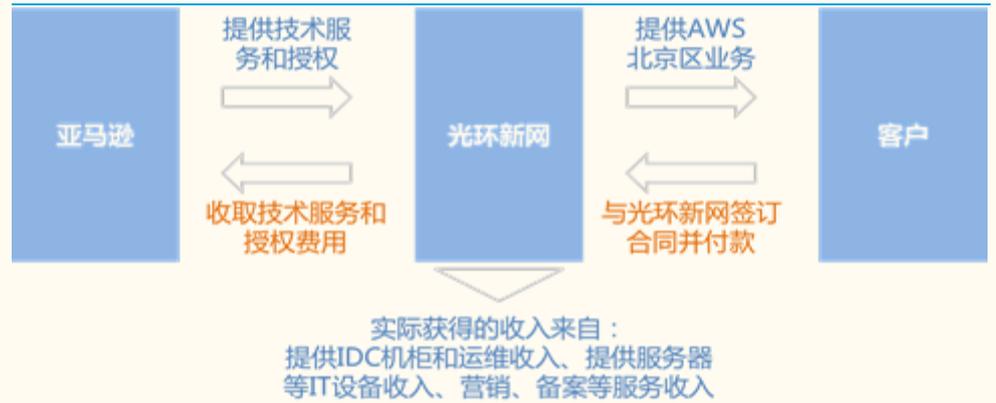
来源：国金证券研究所整理

**云业务对外资未开放，但技术合作方式获认可。**对于外资企业在境内经营云服务业务，按照我国法律法规规定、加入 WTO 的相关承诺和 CEPA 协议等政策规定，目前 IDC 业务，不属于 WTO 承诺简章表中的业务类型，因此 IDC 业务包括云业务是未对外资开放的，国内企业也必须持证经营。但对于以技术合作的方式参与云服务市场，只要是在遵守我国法律法规的前提下，与国内的持证企业合作，此前工信部明确表态持欢迎态度。

**签署《运营协议》，公司全权运营 AWS 北京区云服务基础设施和平台。**AWS 在中国布局较早，2013 年 12 月，AWS 开始在中国区域提供云计算平台服务，并于 2014 年开始有限测试，此时公司仅获得 IDC 资源和代缴税服务收入，云业务的经营主体是 AWS。2016 年 8 月，公司与亚马逊签署了《运营协议》，亚马逊授权公司依据双方达成的协议，基于公司北京及周边地区的基础设施，运营云服务基础设施和云服务平台，向中国客户提供 AWS 云服务，并向客户承担相应责任。协议主要是为了满足法律和监管要求，此后公司成为 AWS 北京区域的经营主体，云业务收入全额计入公司收入，并向亚马逊支付技术服务、支持以及授权的费用。

**收购亚马逊云服务相关资产，进一步增强 AWS 业务合规和安全性。**2017 年 11 月 13 日公司发布公告，公司与亚马逊签署了《分期资产出售主协议》，拟通过分期付款以不超过 20 亿元购买亚马逊云服务相关的特定经营性资产（包括但不限于服务器等 IT 设备），并基于该等资产在中国境内提供并运营基于亚马逊云技术的云服务。该协议主要是为了满足上述相关我国法律和监管要求，收购完成后，包括服务器、网络设备等在内的硬件资产均属于光环新网，亚马逊仅提供技术支持服务，业务的合规性和安全性得到保障。

图表 23：目前 AWS 业务公司与亚马逊合作模式

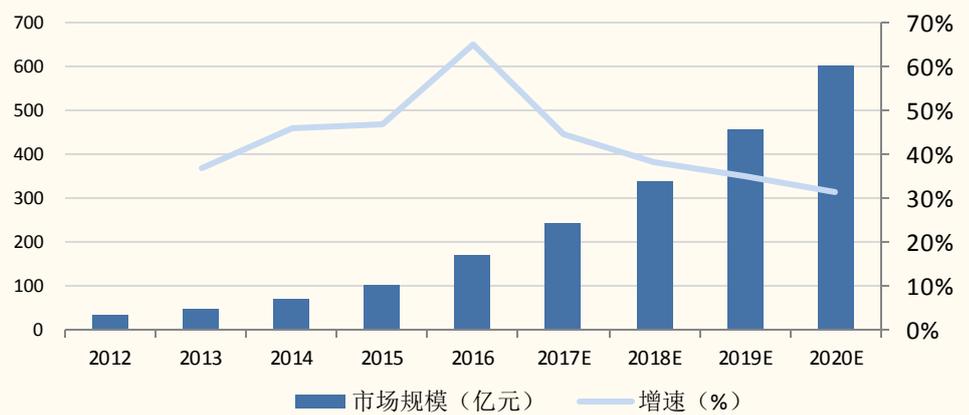


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 国内云计算行业正处于爆发式增长期，行业格局未定

国内云计算规模和渗透率仍然较低，行业正处于爆发式增长期。相比传统 IT 行业运作模式，云计算最大的优点是，屏蔽了基础设施建设和运维的过程，从而节省了客户相关的人力和时间成本，从而使得初创或小规模的公司可以专注在业务实现上。即使对于具备这些能力的大企业，云计算通过虚拟机等技术实现了硬件物理资源的切割出售，提高了基础设施利用率，通过跨实体服务器、甚至跨数据中心的大规模有效整合，提供了更有效率、更可靠、更有弹性的基础设施，因此成为 IT 基础设施行业的确定性方向。从中国公有云市场的规模来看，2017 约 250 亿元左右，虽然增速高达 50% 左右，但整体规模实际并不大，与上万亿的数据中心系统相关支出相比，体量仍然偏小。根据中国信通院的调查，2016 年云计算在企业中的渗透率仅 44.8%，而且即使是已经上云的企业，绝大多数应用和数据仍未实现向云端迁移。我们认为，经过多年的市场培养后，云计算市场空间已经打开，整个行业的目前正处于爆发式增长期，未来将持续高速增长。

图表 24：中国公有云市场规模和增速

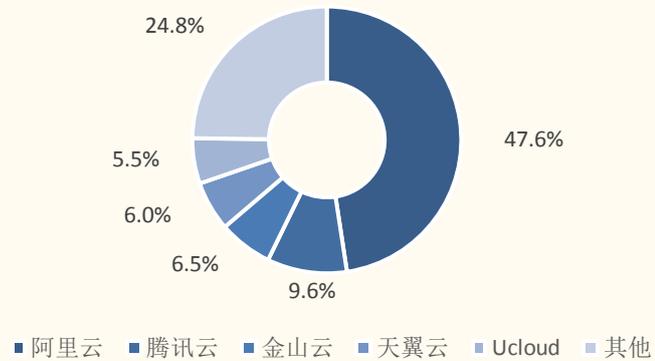


来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

国内云服务平台多方厮杀，行业格局未定。作为兼具确定性和广阔空间的云计算赛道，各方玩家纷纷看好并入市厮杀，随着 6 月 4 日工信部发布第十二批云和 CDN 牌照，目前获得云牌照的企业已达 188 家。综合来看，目前国内云计算市场玩家主要可分为互联网公司、运营商、ICT 厂商三大类。其中，互联网公司代表包括阿里云、腾讯云、亚马逊 AWS 等，具备较强的技术优势，运营服务经验丰富；运营商以中国移动、中国电信、中国联通为代表，IDC 和网络资源丰富，着力打造“云网端”一体化体系；ICT 厂商代表包括华为云、紫光云、微软 Azure 等，这类厂商 ICT 技术能力和私有云部署经验丰富，手握大量政企客户资源，力图通过公有云实现业务转型。从市场格局来看，2017 年上半年国

内公有云 IAAS 市场中，阿里云以 47.6% 的份额占据绝对领先优势，2-5 位的腾讯云、金山云、天翼云、Ucloud 份额均在 10% 以下，总体差距不大。我们认为，在云市场仍处于高速增长期的当下，行业仍处于跑马圈地阶段，市场格局决不能说是已经尘埃落定。

图表 25：国内公有云厂商份额 (2017H1)



来源：IDC，国金证券研究所

### 3.3 低价竞争已成云市场常态，但技术和服 务仍将是最终制胜因素

价格战是云计算市场竞争的最直接手段。行业高速增长、市场格局未定，国外巨头、国内互联网厂商、运营商、ICT 设备厂商等多阵营多对手，针对云计算展开激烈竞争，价格战成为厂商间份额争夺的最直接手段。年内，主要厂商纷纷紧咬竞争对手展开降价，4 月阿里云在的 2018 云栖大会·南京峰会宣布多项产品新一轮降价，最高降幅达到 50%；5 月腾讯云宣布核心产品全部降价，最高降价幅度达到 50%，数十种 AI 应用服务能够全部免费接入；6 月中国移动宣布移动云全线产品资费下调，最高降幅达 70%；青云、金山云等也都在年内进行过多轮降价。

价格因素仅短期影响长尾用户，技术和服 务仍将是最终制胜因素。对云产品价格敏感的客户主要是创业企业和个人等长尾客户，自身成本有限，对稳定性和产品丰富度的要求不是特别高，低价可能会成为其选择云平台的关键因素。但对于大企业和已经成长起来的创业企业，更关心的是功能完整性、稳定性、服务支持和生态体系等，价格因素起到的影响会非常小。这在全球云计算市场的发展上也已经得到了验证，参考多云管理公司 Rightscale 在 2017 年底的分析数据，在 AWS、谷歌、Azure、IBM 四大云平台的 46 个典型业务场景中，AWS 价格最低的场景为 0，价格最高的场景达到 15 个，显然并不以低价取胜，但从市场表现来看 AWS 却是绝对的胜利者。

图表 26：海外主要云厂商价格对比 (2017.11)

### Who Has Lowest and Highest Prices?

	AWS	Google	Azure	IBM
Lowest Price	0	24	18	4
Highest Price	15	9	6	19

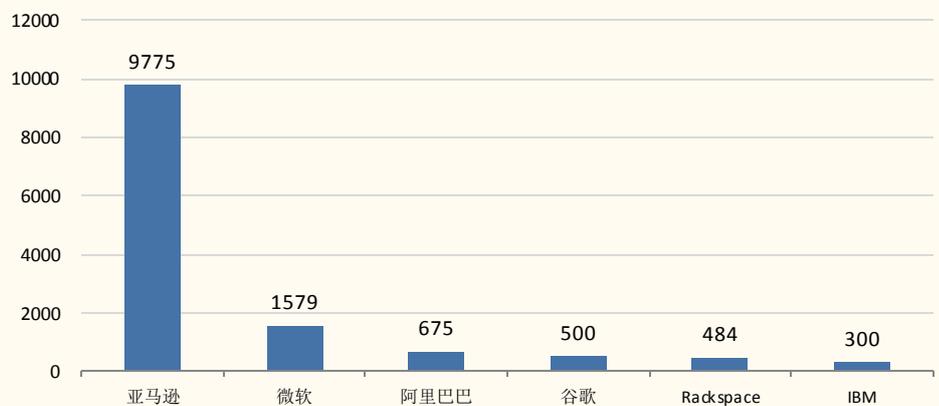
We looked at 46 scenarios for this webinar.  
(There are many more)

来源：Rightscale, 国金证券研究所

### 3.4 份额、技术与生态绝对领先，AWS 有望在国内重现全球雄风

云计算行业标准制定者，AWS 全球份额遥遥领先。从 2006 年 3 月 14 日上线至今，AWS 已经走过了 12 个年头，亚马逊在一片莽荒中，率先开启了“云计算模式”，随着业务的发展，不断根据客户的反馈，增加新的功能。从最初的虚拟服务器 EC2、存储服务 S3，目前提供包含计算、存储、网络与 CDN、数据库、大数据、管理部署、开发工具、应用程序服务、物联网、AI 等在内的全面生态体系，其产品已经成为实质上的云计算标准。从全球来看，AWS 已经占据了绝对领先的市场份额，第二梯队的微软 Azure、阿里云、谷歌云等与其相比差距巨大。

图表 27：2016 年全球公有云主要厂商营收 (百万美元)



来源：Gartner, 国金证券研究所

愈大而愈强，AWS 创新不断加速。云计算是技术和规模效应取胜的行业，甚至某种意义上，规模就意味着技术，马太效应非常显著。作为先行者，亚马逊在拥有了行业内最大的用户规模后，也就趟过了最多的坑，从而拥有了最丰富的功能和生态系统。根据 AWS 公布的数据，我们可以看到 AWS 每年新增功能数量在不断的激增，2008 年新增 24 项，2013 年新增 280 项，2017 年则超过 1,300 项。AWS 的很多功能，都是在客户的千锤百炼下开发出来的，对于新客户而言，如果遇到问题或提出新的需求，很大的可能是别的客户以前也有类似的问题，相关的解决方案在 AWS 里早已解决。而对于追赶的其他云厂商而言，可能需要耗费大量的时间来开发。

图表 28: AWS 每年新增服务和特性数量



来源: AWS 开发者大会, 国金证券研究所

**率先支持容器和无服务器架构, 引领云计算深度进化浪潮。**容器 (Docker) 和无服务器计算架构 (Serverless) 技术的发展, 使得虚拟化程度进一步升高, 资源利用率和带给用户的便利性更高。容器技术简化了业务发布和部署的过程, 使得 DevOps 开发和运维的一体化真正落地, 实际上简化了运维的难度; 无服务器架构则让用户可以真正的只关注业务逻辑, 底层基础设施的管理完全由云厂商负责, 用户不需要直接管理计算、存储等服务器设施 (无论是物理机还是虚拟机), 有望真正实现弹性伸缩、按需付费和无维护。我们认为, 剥离掉与云端资源层的耗时工作, 并将更多精力集中到业务层的开发与实现, 是云计算的愿景所在, 容器技术、尤其是无服务器架构将成为是云计算深度进化的新浪潮。早在 2014 年, AWS 就发布了支持容器的 ECS 服务和无服务器架构的 AWS Lambda, 并不断推出相关服务完善整个生态, 而国内阿里云直到 2016 年才推出类似的 ACS 和 Function Compute 服务, 实际使用效果上根据我们的调研目前仍有较大差距。

图表 29: 传统架构与无服务器架构对比

传统业务部署流程



无服务器架构

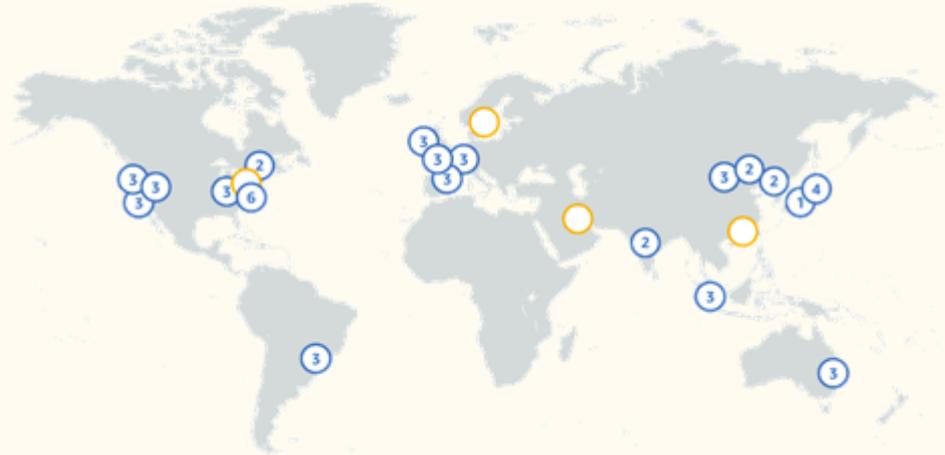


来源: Simform Solutions, 国金证券研究所

**一季度 AWS 业务增速达 60%以上, 预计下半年增速更高。**云牌照正式落地、与亚马逊业务合作模式理顺之后, 合规性问题得到解决, 一季度又获得了公安部颁发的“信息系统安全等级保护备案证明”, 安全性进一步提升, 云业务正式迈入高速发展的快车道, 一季度公司 AWS 业务增速达 60%以上。由于大客户业务部署需要一定时间进行调测, 我们预计下半年业务增速更高。从 AWS 国内客户种类来看, 从蒙牛、美的等传统企业、爱奇艺、奇虎 360 等互联网公司, 到小红书、天天果园等初创企业, AWS 凭借独有技术、完善的解决方案和生态系统, 都能够获得用户青睐。尤其是对于已在海外采用 AWS 的跨国企业, 和意图出海的国内企业, AWS 云拥有全球部署最完善的 18 个地理区域和 1 个本地区域、55 个可用区, 一旦采用 AWS, 可以使用全球统一的技术方案部署业务, 从而节省成本和降低业务系统复杂度, 这是非常有吸引力的。对于和 AWS

宁夏区域的竞争，我们认为，一方面，总体市场高速增长下两者竞争影响不大；另一方面，和选择 IDC 类似，北京区域具有距用户近、网络延迟低的优势，对于关注实时性业务的大企业而言，价格并不是关键因素。

图表 30: AWS 云全球基础设施布局



来源: AWS 官网, 国金证券研究所

### 3.5 快速扩张规模，无双科技 SEM 业务成长有望高于行业

**聚焦 SEM 业务，无双科技对赌期内业绩承诺均足额完成。**无双科技目前经营领域聚焦在 SEM（搜索引擎广告营销）业务，具体服务内容包括广告数据监测、投放管理、数据分析与优化、营销托管等，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，依托精细的大数据挖掘技术提炼大量高品质的媒体用户行为数据，为客户提供优质完整的搜索引擎营销解决方案。业务模式上，一方面通过为广告主提供服务获得服务费，另一方面则获取搜索引擎等媒体的返点收入。无双科技目前是百度的 25 家五星级代理商之一，也是搜狗、360 等搜索引擎媒体的合作伙伴，伴随整个互联网广告行业的成长，2015 年-2017 年的三年对赌期中业绩保持高速增长，经审计的扣非归母净利润分别为 3,607.91 万元、4,840.47 万元和 8,445.68 万元，均高于业绩承诺利润金额，增速达到 34%、74%。

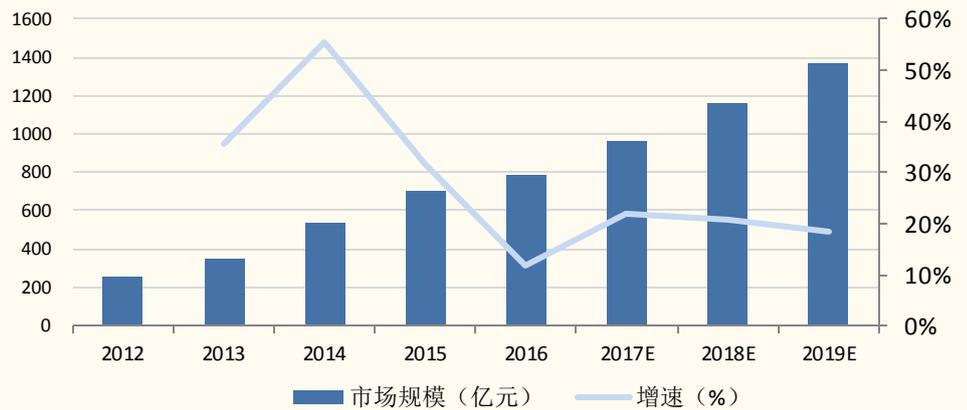
图表 31: 无双科技运营模式



来源: 公司公告、国金证券研究所

**快速扩张规模，公司业务增长预计高于行业。**受电商广告、信息流广告等的分流影响，搜索引擎广告占整体网络广告的份额总体在不断降低，行业增速有所放缓。根据艾瑞咨询的数据，2017 年国内搜索引擎广告市场规模约为 963 亿元，预计 2019 年有望达到 1375 亿元，年均增速在 20%左右。其中，整个市场的核心控制点是搜索引擎网站，无双科技作为服务和代理商主要成本就是付给搜索引擎的广告投放费用，2017 年净利润率为 6.3%。对赌期结束后，无双科技目前采取快速扩张规模的策略，一季度收入增速达 62%，未来总体增速有望高于行业水平。

图表 32：中国搜索引擎广告市场规模



来源：艾瑞，国金证券研究所

#### 四、盈利预测与投资建议

**云业务：**公司 2017 年底收购亚马逊相关资产，并获得云服务牌照，AWS 云业务踏上全力发展的快车道。目前国内云市场处于高速增长的爆发期，我们看好 AWS 云的技术和生态优势，长期有望成为国内云市场前三，预计 2018-2020 年增速为 90%、80%、60%。无双科技目前处于全力扩张规模阶段，长期看增速有望较行业略高，预计 2018-2020 年增速为 60%、30%、20%。

**IDC 及其增值服务：**预计 2018 年-2020 年每年新增机柜约 8000 个左右，考虑新建 IDC 一般三年内逐步上架完成，我们预计营收增速为 61.6%、37.4%、27.8%。

**IDC 运营管理服务及其他：**IDC 运营管理服务主要是代运营 KDDI 亦庄机房，公司总体以自建 IDC 为主，预计未来代运营规模不变，营收保持相对稳定。互联网宽带接入业务面临基础运营商提速降费竞争压力，预计总体保持 10% 的稳定增长。

不考虑科信盛彩并表影响下，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.15 亿元、10.57 亿元、14.19 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.73 元、0.98 元，对应当前股价 PE 为 27 倍、19 倍、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 五、风险提示

- 公有云业务发展可能不达预期，贸易摩擦或国家对外资开展云业务政策的变化，可能影响公司与 AWS 合作。
- IDC 机房建设与销售可能不及预期，目前房山、酒仙桥、太和桥等在建 IDC 工程较多，投产进度可能不达预期。

**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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>592</b>	<b>2,318</b>	<b>4,077</b>	<b>6,792</b>	<b>10,319</b>	<b>14,583</b>	货币资金	185	265	494	522	1,910	3,138
增长率		291.8%	75.9%	66.6%	51.9%	41.3%	应收账款	168	647	1,121	1,507	2,262	3,196
主营业务成本	-396	-1,677	-3,228	-5,383	-8,262	-11,813	存货	1	3	5	6	10	14
%销售收入	67.0%	72.4%	79.2%	79.3%	80.1%	81.0%	其他流动资产	21	1,822	1,301	446	580	829
毛利	195	640	849	1,409	2,057	2,770	流动资产	375	2,737	2,922	2,482	4,762	7,177
%销售收入	33.0%	27.6%	20.8%	20.7%	19.9%	19.0%	%总资产	23.8%	30.7%	27.5%	21.0%	35.3%	44.8%
营业税金及附加	-1	-12	-27	-41	-62	-87	长期投资	17	56	64	64	62	61
%销售收入	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	796	3,150	4,603	5,099	5,560	5,724
营业费用	-16	-22	-52	-88	-134	-190	%总资产	50.5%	35.3%	43.4%	43.1%	41.2%	35.7%
%销售收入	2.6%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	无形资产	309	2,894	2,938	2,989	3,028	3,059
管理费用	-63	-218	-237	-394	-598	-846	非流动资产	1,201	6,180	7,692	9,353	8,729	8,847
%销售收入	10.7%	9.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	%总资产	76.2%	69.3%	72.5%	79.0%	64.7%	55.2%
息税前利润 (EBIT)	116	387	534	886	1,262	1,647	<b>资产总计</b>	<b>1,576</b>	<b>8,918</b>	<b>10,614</b>	<b>11,835</b>	<b>13,491</b>	<b>16,024</b>
%销售收入	19.6%	16.7%	13.1%	13.0%	12.2%	11.3%	短期借款	131	60	80	220	0	0
财务费用	-5	-63	-68	-103	-86	-56	应付账款	173	897	1,151	1,598	2,449	3,494
%销售收入	0.9%	2.7%	1.7%	1.5%	0.8%	0.4%	其他流动负债	13	71	121	197	299	502
资产减值损失	-1	-2	-4	-1	-1	-1	流动负债	317	1,027	1,352	2,014	2,748	3,995
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	1,386	1,545	1,545	1,545	1,546
投资收益	1	20	43	40	40	40	其他长期负债	106	60	889	728	589	450
%税前利润	0.4%	5.2%	8.5%	4.8%	3.3%	2.4%	<b>负债</b>	<b>423</b>	<b>2,474</b>	<b>3,786</b>	<b>4,287</b>	<b>4,882</b>	<b>5,991</b>
营业利润	110	342	506	822	1,215	1,630	<b>普通股股东权益</b>	<b>762</b>	<b>6,056</b>	<b>6,431</b>	<b>7,146</b>	<b>8,203</b>	<b>9,622</b>
营业利润率	18.6%	14.8%	12.4%	12.1%	11.8%	11.2%	少数股东权益	390	388	396	401	406	411
营业外收支	22	49	6	6	6	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,576</b>	<b>8,918</b>	<b>10,614</b>	<b>11,835</b>	<b>13,491</b>	<b>16,024</b>
税前利润	132	391	512	828	1,221	1,636	<b>比率分析</b>						
利润率	22.3%	16.9%	12.6%	12.2%	11.8%	11.2%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-17	-60	-66	-108	-159	-213	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	15.3%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.208	0.463	0.302	0.494	0.731	0.981
净利润	114	331	446	720	1,062	1,424	每股净资产	1.396	8.374	4.446	4.941	5.672	6.652
少数股东损益	1	-4	8	5	5	5	每股经营现金净流	0.165	0.648	0.269	0.540	1.758	1.296
归属于母公司的净利润	<b>114</b>	<b>335</b>	<b>437</b>	<b>715</b>	<b>1,057</b>	<b>1,419</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	19.2%	14.5%	10.7%	10.5%	10.2%	9.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	14.91%	5.53%	6.80%	10.01%	12.88%	14.74%
							总资产收益率	7.21%	3.76%	4.12%	6.04%	7.83%	8.85%
							投入资本收益率	7.83%	4.15%	5.49%	8.28%	10.81%	12.38%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	36.13%	291.80%	75.92%	66.59%	51.93%	41.32%
							EBIT增长率	3.41%	233.88%	37.81%	65.97%	42.43%	30.53%
							净利润增长率	19.34%	195.07%	30.52%	63.49%	47.77%	34.23%
							总资产增长率	82.63%	465.97%	19.02%	11.51%	13.99%	18.78%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	39.6	50.8	69.2	70.0	70.0	70.0
							存货周转天数	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
							应付账款周转天数	73.1	71.8	83.4	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	314.2	429.1	345.0	223.0	152.9	112.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-4.67%	18.34%	16.56%	16.46%	-4.24%	-15.87%
							EBIT利息保障倍数	22.1	6.1	7.9	8.6	14.6	29.4
							资产负债率	26.86%	27.74%	35.67%	36.23%	36.18%	37.39%

来源：公司年报、国金证券研究所



**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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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7GH