

2018年9月28日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元)

18.0

公司基本资讯

产业别	通信
A 股价(2018/9/27)	14.38
深证成指(2018/9/27)	8334.75
股价 12 个月高/低	19.14/11.45
总发行股数(百万)	1494.59
A 股数(百万)	1388.38
A 市值(亿元)	199.65
主要股东	舟山百汇达股权投资管理合伙企业(有限合伙)(34.27%)
每股净值(元)	4.87
股价/账面净值	2.95
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.0 0.5 4.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

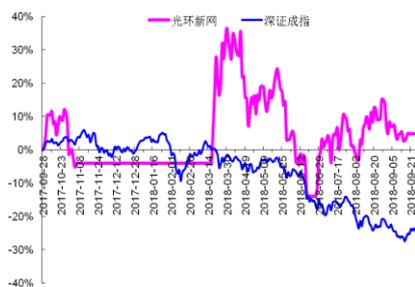
产品组合

IDC 业务	27%
云计算	70%
其他	3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.0%
一般法人	40.2%

股价相对大盘走势



光环新网(300383.SZ)

买入 (BUY)

IDC业务风头正劲，云计算锦上添花

结论与建议：

公司是国内第三方IDC龙头企业，资产集中在北京、上海，属最为核心的区域，并且公司经营管理能力出众，盈利能力同业有明显优势，受益于云计算产业的高速发展，公司IDC业务内延外生同步增长，预计到2020年机柜数量将上升至近5万个，为IDC业务的强劲增长提供有力保证。

除IDC业务外，公司云计算业务涵盖AWS（北京）、无双科技两部分，未来有望依托中国云计算产业的发展而持续成长。我们预计公司2018、2019年可实现净利润6.3亿元、9.4亿元，YOY为43%和50%，EPS为0.42元和0.63元；目前股价对应2018-19年PE分别为37倍、24倍，估值较低，给予买入投资建议。

- **群益乐观看待中国IDC产业发展：**政府于数字经济关注度加大，预计未来数字经济在GDP中的比重将大幅提高。同时，受益于移动网络的提速与降费，中国移动端数据流量增长迅猛，2017年增幅达162%，数据流量的增长将大幅促进IDC产业的需求提升，核心区域IDC价格稳定乃至上升亦佐证这一点，我们预计未来三年中国IDC产业产值增长率达30%。
- **IDC业务增长快、盈利强：**相较同业，公司在IDC运营管理方面表现出色，毛利率水平远超同侪。公司现201年底机柜数量将达3.28万个，预计到2020年机柜数量将接近5万个，同时由于所处的北京上海区域IDC需求旺盛，预计未来两年公司IDC增值业务收入增速将分别达到59%和50%，同时由于上架率的持续提升，毛利率将稳步增长。
- **云计算业务优势突出，带动公司规模进一步增长：**公司作为AWS（北京）落地的代理，云计算业务将受益于亚马逊在中国的拓展。尽管政府对外资云计算企业实施监管措施，但我们亦正面看待，一方面亚马逊AWS是目前最为强大的公有云，并且在中国的市场份额较小，伴随中国云计算产业发展，其收入及份额均有提升的动力；另一方面，我们认为正是由于监管措施的存在，AWS落地亦有赖于中国本土企业的帮助，在这方面公司具先发优势。除亚马逊外，公司收购的SaaS企业无双科技在收入端亦处于较快增长状态。预计公司云计算业务未来两年增速将分半达到60%和38%，助力公司经营规模提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2018、2019年可实现净利润6.3、9.4亿元，YOY为43%和50%，EPS为0.42元和0.63元；目前股价对应2018-19年PE分别为37倍、25倍，估值较低，给予买入的投资建议。
- **风险提示：**无双科技付费用户增长低于预期，IDC业务盈利能力不及预期。

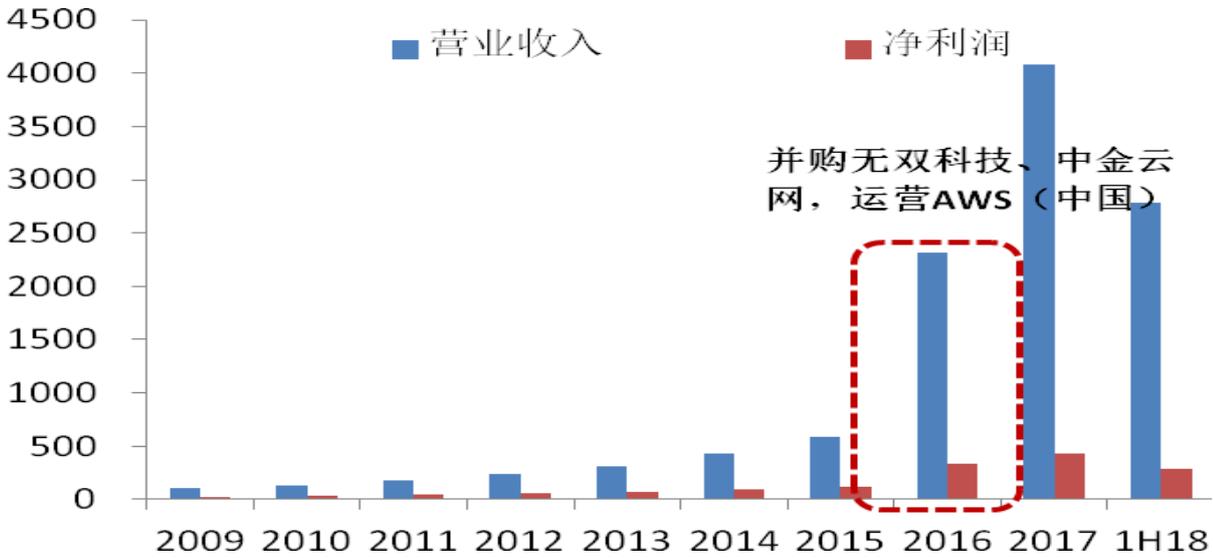
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	114	335	436	625	936
同比增减	%	19.34	195.07	30.05	43.36	49.72
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.08	0.22	0.29	0.42	0.63
同比增减	%	19.34	195.07	30.05	43.36	49.72
市盈率(P/E)	X	203.82	69.08	53.12	37.05	24.75
股利 (DPS)	RMB 元	0.07	0.11	0.05	0.15	0.18
股息率 (Yield)	%	0.45	0.71	0.30	0.97	1.16

公司概况

公司成立于1999年是中国领先的互联网综合服务提供商，IDC龙头。从公司经营规模来看（图1），自2014年上市以来，先后收购无双科技、中金云网，后又做为亚马逊AWS中国运营及服务提供商成功实现云计算业务与IDC业务规模的快速增长，营收2014-2017 CAGR为111%，2017年营收规模达到40.8亿元。随之其净利润2014-2017 CAGR为66%，2017年达到4.4亿元。总体来看，得益于资本市场助力、云计算、IDC产业的快速发展，公司实现了跨越式的增长。

图1：公司营收及净利润增长情况 单位：百万元 %



资料来源：公司年报，群益证券上海研究部

按业务类型分，目前公司主营由两大部分组成：IDC业务（包含IDC增值服务及运营服务）、云计算业务。2017年，其中IDC相关业务占据营收比例不足3成，云计算业务占据营收比例7成。从营业利润的角度看，由于IDC增值业务盈利能力较强，IDC相关业务产生的营业利润占比达6成，云计算的盈利占34%（图2/图3）。

图2、2017 各项业务营收构成 单位：%

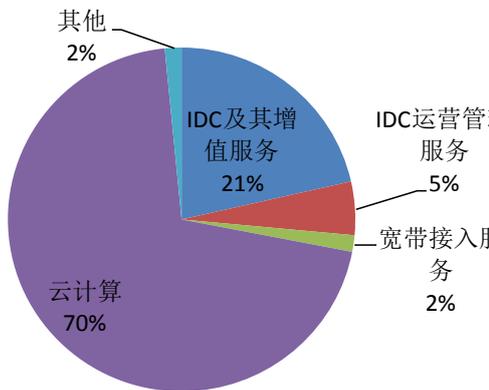
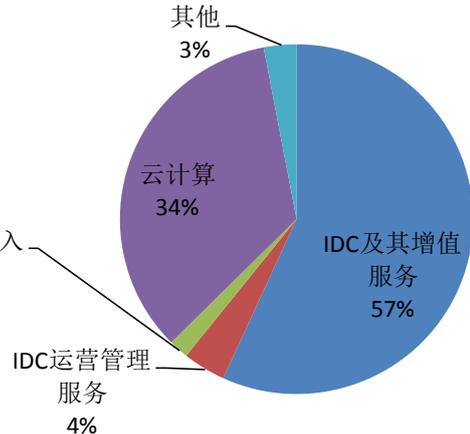


图3、2017 毛利润构成 单位：%



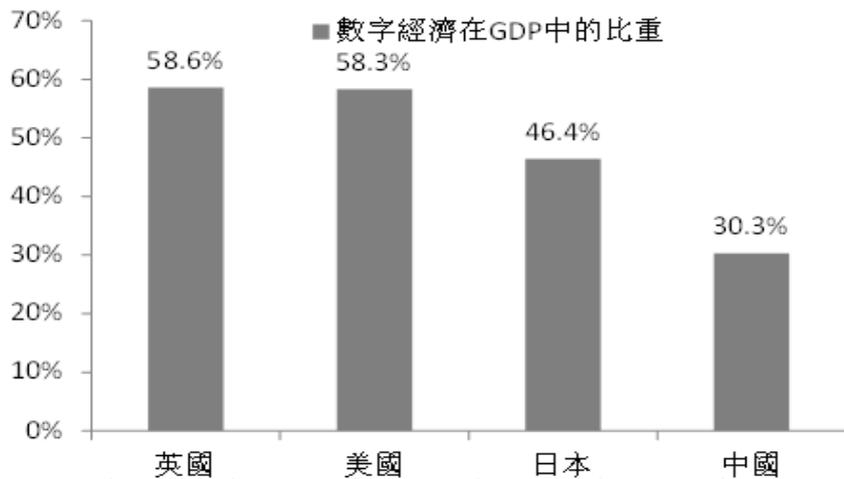
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

行业与公司成长分析

自 2017 年十九大报告提出数字中国概念，2018 年又首次写入政府工作报告，显示政府层面对于数字经济关注度加大，预计未来数字经济在 GDP 中的比重将大幅提高。

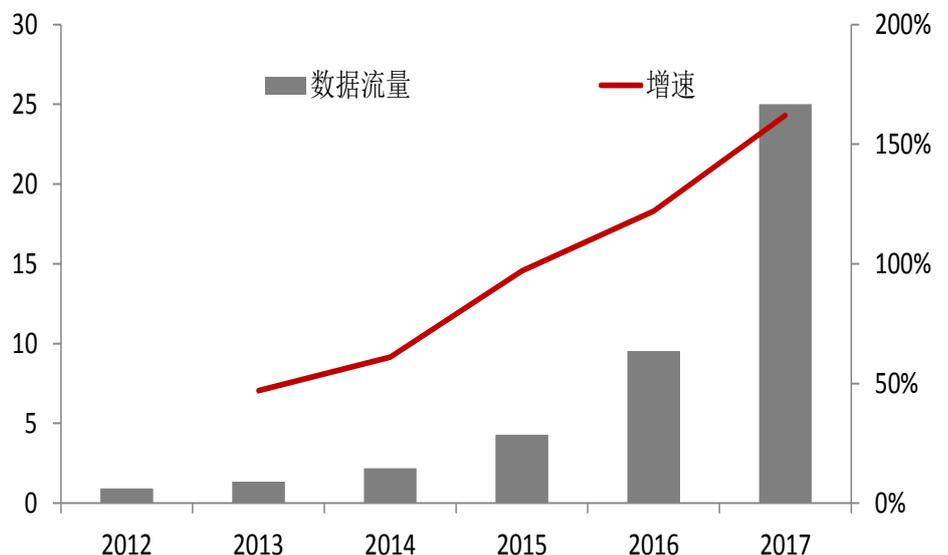
图4：数字经济在GDP中的比重 单位：%



资料来源：中国信息化百人会，群益金鼎证券

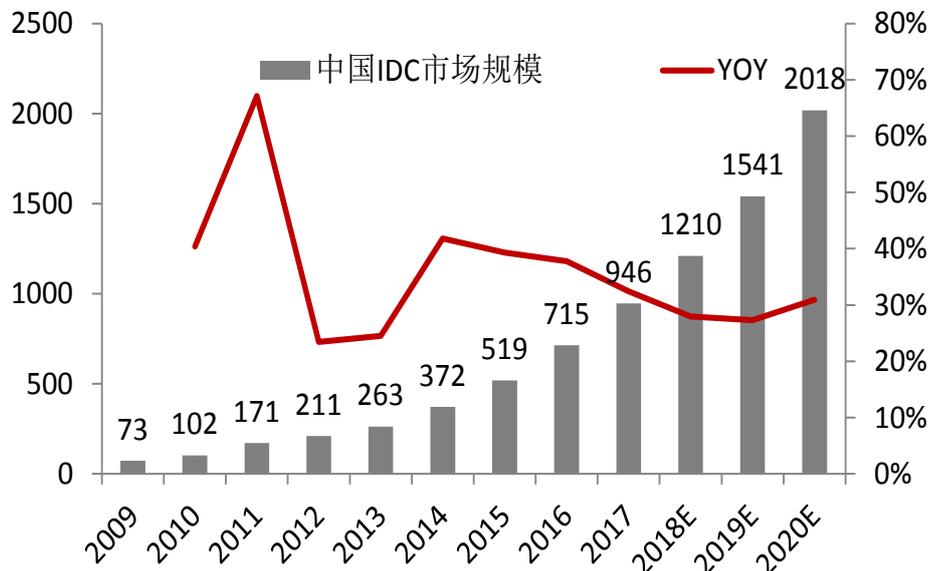
同时，受益于移动网络的提速与降费，以及抖音、快手等短视频内容的兴起，中国移动端数据流量增长迅猛，2017 年增幅达 162%（图 5），数据流量的增长将大幅促进云计算及 IDC 产业的需求提升，核心区域 IDC 价格稳定乃至上升亦佐证这一点，我们预计未来三年中国 IDC 产业产值增长率达近 3 成（图 6），云计算产业增速亦大致相当。

图 5：中国移动数据流量及增速 单位：10 亿 GB，%



资料来源：2018 互联网女王报告，群益金鼎证券

图 6：中国 IDC 市场规模 单位：亿元

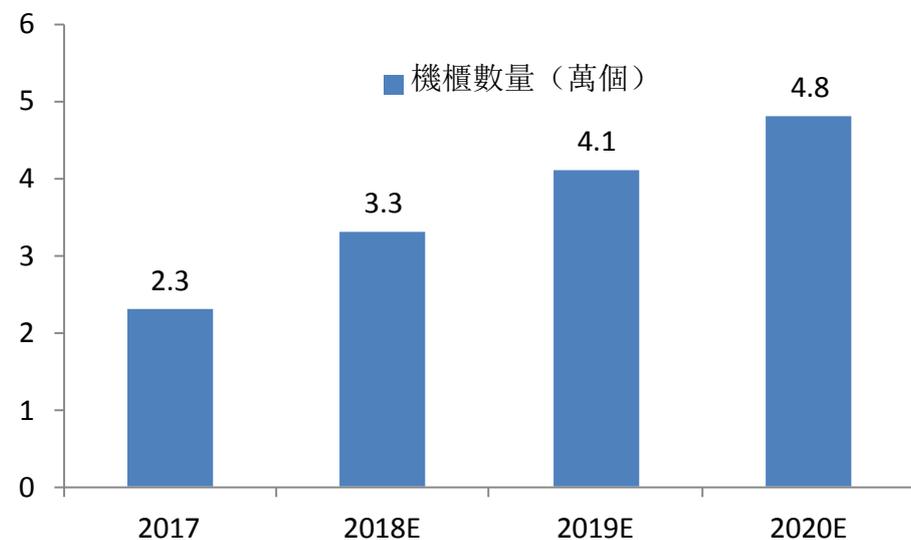


资料来源：中国 IDC 圈，群益金鼎证券

另外就第三方 IDC 厂商而言，我们认为由于第三方 IDC 服务技术能力强，迭代快，服务周到且有中立性的特点，并且所处区域更加集中在核心区域，因此龙头企业产值规模增速将更加迅捷。

作为专业的 IDC 企业，公司通过自建及收购中科金网、科信盛彩（2018 年 8 月并表），机柜数量持续较快增长。2017 年机柜数量约 2.3 万个，预计到 2018 年末机柜数量将上升至 3.3 万个，预计到 2020 年机柜数量将接近 5 万个（图 7）。

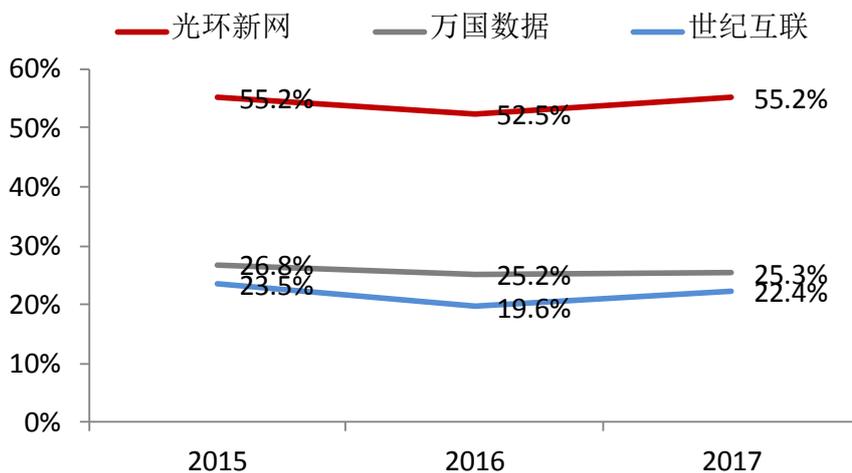
图 7：公司机柜数 单位：万个



资料来源：群益金鼎证券整理

在 IDC 运营情况来看，由于公司整体扩张步伐较为稳健，同时规模效益明显，电耗、折旧、租金、较同业有较为明显的优势，因此公司 IDC 增值业务毛利率水平较高（图 8）。

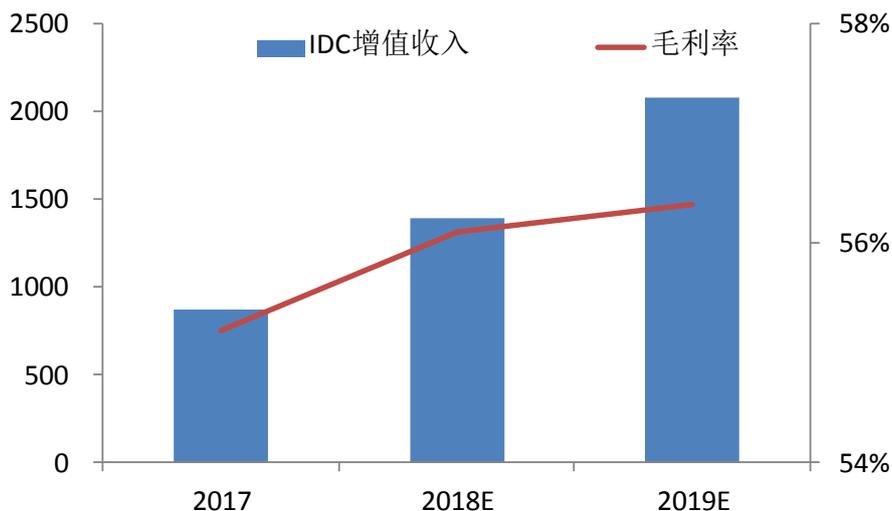
图 8：中国同业毛利率水平比较



资料来源：群益金鼎证券整理

综合判断，由于所处的北京上海区域 IDC 需求旺盛，同时价格稳定且有小幅上升，公司新增机柜的预签约率高，新增的机柜均有望在较短期内贡献收入，预计未来两年公司 IDC 增值业务收入增速将分别达到 60%和 50%，同时由于上架率的持续提升，整体毛利率亦将稳步上行（图 9）。

图 9：公司 IDC 收入及毛利率水平预测 单位：百万元，%



除 IDC 业务外，公司作为 AWS（北京）落地的代理，云计算业务将受益于亚马逊在中国的拓展。尽管政府对外资云计算企业实施监管措施，但我们亦正面看待。一方面亚马逊 AWS 是目前最为强大的公有云，并且目前在中国的市场份额较小，

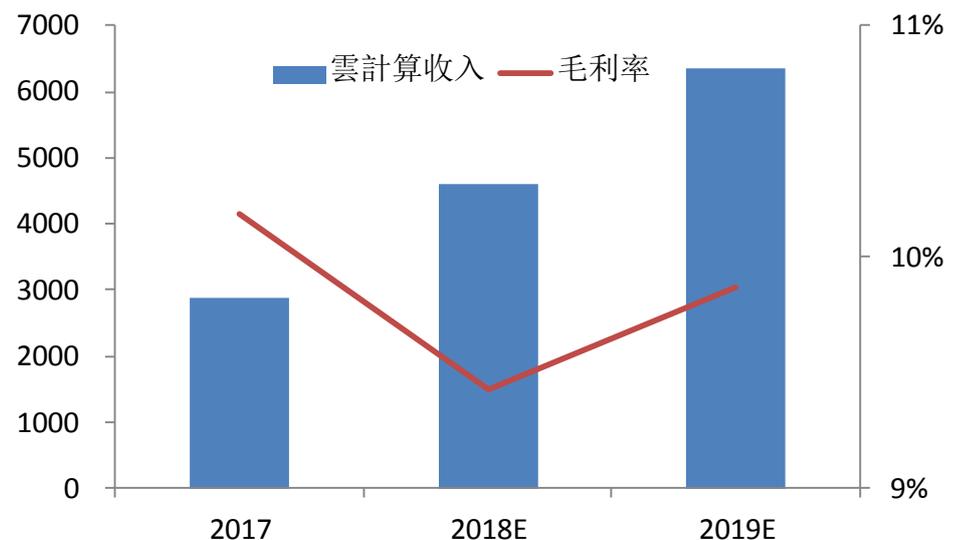
伴随中国云计算产业发展，AWS 中国收入及份额均有提升的动能，另一方面，我们认为正是由于监管措施的存在，AWS 落地亦有赖于中国本土企业的帮助，在这方面公司具先发优势。

为满足监管需求，公司 2017 年 11 月收购亚马逊云服务经营性资产，目前负责运营 AWS（北京）及提供销售服务，并认列收入，公司在扣除相关资产运营服务及销售费用后，以技术服务支持费的形式返还亚马逊，另外公司还负责 AWS（宁夏）的销售，亦有部分的销售提成。2017 年 AWS（北京）收入约 15 亿元，1H18 收入约 10 亿元，保持较快的增长态势，预计全年增速将达到 6 成的水平，2019 年增速 5 成左右。从毛利率来看，业务毛利率约 10% 左右。考虑到亚马逊投入期较长、不追求短期回报，我们认为该业务未来毛利率水平将保持稳定态势。

除亚马逊外，公司收购的 SaaS 企业无双科技（搜索引擎营销）在收入端亦处于较快增长状态。目前已完成了 3 年的业绩对赌，2017 年实际贡献 8444 万元大幅超出 5900 万元的业绩承诺。今年公司将市场占有率提升作为主要的考核指标，希冀以更低的价格吸引用户，预计将带动无双科技收入端的较快增长，但该业务毛利率将构成一定的影响。

综合来看，预计云计算业务 2018-19 年增速分别为 60% 和 38%，短期毛利率因无双科技的激进的市场策略而有小幅下降。

图 10： 公司云计算收入及毛利率 单位：百万元，%



盈利预测与估值分析

1H18 公司营收 27.8 亿元, 同比增长 54%; 实现净利润 2.92 亿元, 同比增长 39%。其中二季度实现收入 14.5 亿元, 同比增长 54%; 实现净利润 1.5 亿元, 同比增长 24%, 继续保持快速增长态势。公司上半年毛利率为 20.69%, 较一季度环比提升 0.7 个百分点, 较上年同期提升 0.4 个百分点。

我们预计 2018、2019 年可实现净利润 6.3 亿元、9.4 亿元, YOY 为 43%和 50%, EPS 为 0.42 元和 0.63 元; 目前股价对应 2018-19 年 PE 分别为 37 倍、25 倍, 估值较低, 给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
营业收入	592	2318	4077	6213	8687
经营成本	396	1677	3228	4959	6842
营业税金及附加	1	12	27	16	22
销售费用	16	22	52	73	65
管理费用	63	218	237	342	565
财务费用	5	63	68	112	130
资产减值损失	1	2	4	10	12
投资收益	0	20	43	45	45
营业利润	79	112	504	342	1097
营业外收入	22	50	6	10	10
营业外支出	0	1	0	2	2
利润总额	132	391	510	755	1105
所得税	17	60	66	104	149
少数股东损益	1	-4	8	26	20

归属于母公司所有者的净利润	114	335	436	625	936
---------------	-----	-----	-----	-----	-----

附二：合并资产负债表 6

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
货币资金	185	265	494	731	1059
应收账款	84	560	987	1391	1670
存货	1	3	5	6	8
流动资产合计	375	2737	2922	3503	4099
长期股权投资	1	10	9	2	4
固定资产	509	2725	3854	5411	7229
在建工程	286	426	748	808	881
非流动资产合计	1201	6180	7692	9013	10274
资产总计	1576	8918	10614	12516	14373
流动负债合计	317	1027	1352	1690	1860
非流动负债合计	106	1447	2434	3597	4350
负债合计	423	2474	3786	5288	6209
少数股东权益	390	388	396	422	442
股东权益合计	762	6056	6431	7228	8164
负债及股东权益合计	1576	8918	10614	12516	14373

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
经营活动产生的现金流量净额	100	480	406	524	833
投资活动产生的现金流量净额	-269	-3140	-190	-481	-999
筹资活动产生的现金流量净额	109	2747	14	194	494
现金及现金等价物净增加额	-61	86	230	237	328

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。