

市场价格 (人民币): 12.80 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)	19,130.71
年内股价最高最低 (元)	18.72/11.81
沪深 300 指数	3194.31

IDC 及云业务高速增长，光环新网价值相对低估

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	0.30	0.49	0.67	0.94
每股净资产 (元)	8.37	4.45	4.94	5.61	6.55
每股经营性现金流 (元)	0.65	0.27	0.53	1.70	1.25
市盈率 (倍)	53.86	43.61	26.16	19.07	13.56
行业优化市盈率 (倍)	22.77	22.77	22.77	22.77	22.77
净利润增长率 (%)	195.07%	30.52%	61.77%	37.19%	40.68%
净资产收益率 (%)	8.37	4.45	4.94	5.61	6.55
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

事件

- 10月25日，光环新网发布三季报公告。2018年三季度实现营业收入17.00亿元，同比增长55.72%；归母净利润1.83亿元，同比增长58.61%；2018年前三季度共实现营业收入44.82亿元，同比增长54.78%；归母净利润4.75亿元，同比增长46.14%。

经营分析

- 业绩整体符合预期，受益于 IDC 及云计算业务增速显著。公司 Q3 实现销售毛利率 19.80%，上涨 1.27pp；销售净利率 10.77%，同比上涨 0.15pp。公司前三季度云计算及相关服务 (AWS+无双科技) 实现收入超 31 亿元，较上年同期增长约 60%；IDC 及其他业务收入近 14 亿元。受收购科信盛彩影响，公司资产负债率由去年同期的 30.23% 提升至当前的 40.61%，主要由于尚未支付的收购对价产生其他应付款 6.88 亿元。此外，公司在公有云、IPv6 及区块链方面持续加大研发，前三季度投入研发费用 1.11 亿元，同比增长 63.75%。
- 并购科信盛彩，IDC 资源进一步增厚。公司收购科信盛彩拥有亦庄绿色互联网数据中心，规划标准机柜数量 8,100 个，上架率约 80%。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，在手订单充足。2018-2020 年业绩承诺净利润分别不低于 9,210 万元、12,420 万元、16,100 万元。本次收购完成后，公司 IDC 机柜储备将达近 5 万个，进一步增厚公司业绩。
- 中美 IDC 龙头对比，光环新网相对低估。我们采用 P/FFO 倍数对中美 IDC 龙头估值水平进行了对比。目前估值 18 年 P/FFO 倍数为：DLR < 光环新网 = Equinix < 宝信 < 万国数据，分别是 18 倍、22 倍、22 倍、24 倍、154 倍。光环新网目前估值与 Equinix 相当，18 年 P/FFO 值仅 22 倍左右，但近三年的 FFO 年均增速高达 44%，远高于海外厂商，理应给与更高的估值倍数。从公司历史水平看，P/FFO 估值基本在 30 倍左右，我们认为光环新网目前处于相对低估状态，持续看好。

盈利调整和投资建议

- 当前我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年实现净利润分别为 7/10/14 亿元，EPS 0.49/0.67/0.94 元，对应当前 PE 分别为 26 倍、19 倍和 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 公有云业务发展不及预期；贸易摩擦影响 AWS 合作；IDC 机房建设不及预期



相关报告

- 《扣非利润增速达 41.62%，云及 IDC 业务均保持高速增长-光...》，2018.8.16
- 《新外资准入负面清单出炉，持续看好 AWS 业务高速发展 - 《201...》，2018.8.20
- 《IDC 龙头、云计算先锋，双轮驱动业绩高速增长 - 《2018-06...》，2018.6.14

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	592	2,318	4,077	6,920	9,962	13,846
增长率		291.8%	75.9%	69.7%	44.0%	39.0%
主营业务成本	-396	-1,677	-3,228	-5,521	-8,037	-11,200
%销售收入	67.0%	72.4%	79.2%	79.8%	80.7%	80.9%
毛利	195	640	849	1,399	1,925	2,646
%销售收入	33.0%	27.6%	20.8%	20.2%	19.3%	19.1%
营业税金及附加	-1	-12	-27	-42	-60	-83
%销售收入	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-16	-22	-52	-86	-125	-173
%销售收入	2.6%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-63	-218	-237	-401	-578	-803
%销售收入	10.7%	9.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	116	387	534	869	1,163	1,586
%销售收入	19.6%	16.7%	13.1%	12.6%	11.7%	11.5%
财务费用	-5	-63	-68	-103	-86	-56
%销售收入	0.9%	2.7%	1.7%	1.5%	0.9%	0.4%
资产减值损失	-1	-2	-4	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	20	43	48	40	40
%税前利润	0.4%	5.2%	8.5%	5.9%	3.6%	2.5%
营业利润	110	342	506	813	1,116	1,569
营业利润率	18.6%	14.8%	12.4%	11.8%	11.2%	11.3%
营业外收支	22	49	6	6	6	6
税前利润	132	391	512	819	1,122	1,575
利润率	22.3%	16.9%	12.6%	11.8%	11.3%	11.4%
所得税	-17	-60	-66	-106	-146	-205
所得税率	13.3%	15.3%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	114	331	446	713	976	1,371
少数股东损益	1	-4	8	5	5	5
归属于母公司的净利润	114	335	437	708	971	1,366
净利率	19.2%	14.5%	10.7%	10.2%	9.7%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	114	331	444	713	976	1,371
少数股东损益	1	-4	8	5	5	5
非现金支出	44	127	162	210	233	253
非经营收益	6	49	18	-1,148	1,187	138
营运资金变动	-73	-38	-234	996	70	49
经营活动现金净流	90	469	390	770	2,466	1,811
资本开支	-104	-678	-816	-678	-725	-441
投资	-166	-2,473	573	-1	0	0
其他	1	11	53	48	40	40
投资活动现金净流	-269	-3,140	-190	-631	-685	-401
股权募资	16	2,881	0	0	0	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	185	265	494	522	1,830	2,995
应收款项	168	647	1,121	1,536	2,184	3,035
存货	1	3	5	7	10	14
其他流动资产	21	1,822	1,301	455	565	786
流动资产	375	2,737	2,922	2,520	4,588	6,829
%总资产	23.8%	30.7%	27.5%	21.2%	34.5%	43.6%
长期投资	17	56	64	64	62	61
固定资产	796	3,150	4,603	5,099	5,560	5,724
%总资产	50.5%	35.3%	43.4%	42.9%	41.7%	36.5%
无形资产	309	2,894	2,938	2,989	3,028	3,059
非流动资产	1,201	6,180	7,692	9,353	8,729	8,847
%总资产	76.2%	69.3%	72.5%	78.8%	65.5%	56.4%
资产总计	1,576	8,918	10,614	11,873	13,318	15,676
短期借款	131	60	80	223	0	0
应付款项	173	897	1,151	1,637	2,379	3,313
其他流动负债	13	71	121	201	289	480
流动负债	317	1,027	1,352	2,060	2,668	3,793
长期贷款	0	1,386	1,545	1,545	1,545	1,546
其他长期负债	106	60	889	728	589	450
负债	423	2,474	3,786	4,333	4,802	5,789
普通股股东权益	762	6,056	6,431	7,139	8,109	9,475
少数股东权益	390	388	396	401	406	411
负债股东权益合计	1,576	8,918	10,614	11,873	13,318	15,676

比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.208	0.463	0.302	0.489	0.671	0.944
每股净资产	1.396	8.374	4.446	4.936	5.607	6.551
每股经营现金净流	0.165	0.648	0.269	0.533	1.705	1.252
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.91%	5.53%	6.80%	9.91%	11.97%	14.41%
总资产收益率	7.21%	3.76%	4.12%	5.96%	7.29%	8.71%
投入资本收益率	7.83%	4.15%	5.49%	8.13%	10.06%	12.07%
增长率						
主营业务收入增长率	36.13%	291.80%	75.92%	69.72%	43.97%	38.98%
EBIT 增长率	3.41%	233.88%	37.81%	62.85%	33.79%	36.40%
净利润增长率	19.34%	195.07%	30.52%	61.77%	37.19%	40.68%
总资产增长率	82.63%	465.97%	19.02%	11.87%	12.16%	17.71%
资产管理能力						
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	218.8	158.3	117.9

债权募资	161	-35	179	2	-362	-138	偿债能力						
其他	-69	-100	-165	-114	-111	-107	净负债/股东权益	-4.67%	18.34%	16.56%	16.52%	-3.35%	-14.65%
筹资活动现金净流	109	2,747	14	-112	-473	-245	EBIT 利息保障倍数	22.1	6.1	7.9	8.4	13.5	28.4
现金净流量	-70	76	214	28	1,308	1,164	资产负债率	26.86%	27.74%	35.67%	36.50%	36.06%	36.93%

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	11	17	31	53
增持	0	2	4	8	21
中性	0	1	4	5	8
减持	1	1	1	1	2
评分	4.00	1.47	1.58	1.47	1.51

来源：贝格数据

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。

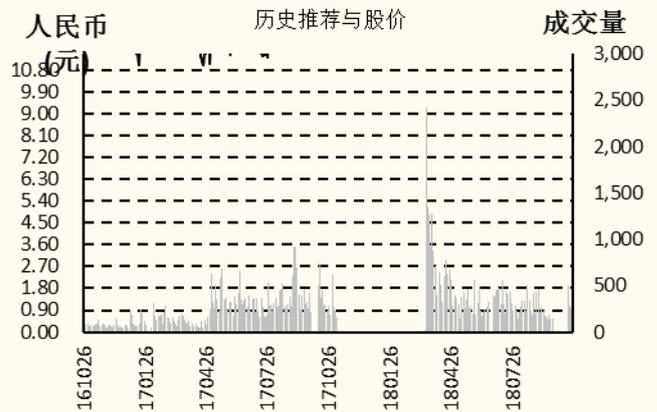
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-28	买入	13.11	16.00~16.00
2	2017-07-12	买入	12.70	N/A
3	2017-08-25	买入	12.75	N/A
4	2018-06-14	买入	13.17	17.29~21.93
5	2018-06-29	买入	12.19	N/A
6	2018-08-16	买入	14.58	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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