

光环新网 (300383)

证券研究报告

2019年01月31日

EBITDA 增长靓丽超预期，IDC 龙头估值国际比较仍偏低

事件：公司公告 2108 年业绩预告，预计实现归属上市公司净利润 6.5-7 个亿，同比增长 49.13%-60.6%。

点评：

一、净利润基本符合预期，EBITDA 超预期，云计算维持高增长

净利润维持高增长，符合预期。增长主要来源于云服务、自身机柜逐渐上架以及科信盛彩于 2018 年 8 月并表。同时公司首期股票期权激励费用减少当期损益 500 万元。公司预计 2018 年营收 60 亿元，同比增长约 50%。

公司预计 2018 年 EBITDA 13.1-13.6 亿元，同比增长约 70%，超我们预期。2018 年 EBITDA 增速高于净利润增速，我们预计主要是公司报告期内上海以及北京的机房逐渐完工上架，在建工程转固定资产，导致折旧快速增加。2019 年随着上架率提升，收入利润端增长将开始显现。

云计算领域，公司预计 2018 年云计算及相关服务收入同比增长约 50%，占营业收入 70%，云计算业务继续保持高速增长。

我们在此前周报专题中分析了光环和美股 IDC 估值的国际比较。目前光环 2018 年 EV/EBITDA 约 18 倍，19 年预计约 13 倍，低于美股 EQIX15 倍、万国 GDS19 倍、以及 LDR17 倍的估值。

二、IDC 规模持续扩张，携手 AWS 分享国内云计算红利

公司目前的机柜分布主要在北京、上海两个区域。截止 2018 半年报，公司上海嘉定及北京酒仙桥三期项目均已完成全部机柜预销售工作，正完成后期项目的建设。公司未来的 IDC 新增规划中，规模增长较大的主要是房山区区域的机房。公司的机柜规模在第三方 IDC 厂商中居于领先地位。

云计算领域，光环与 AWS 达成正式战略合作。公司 2017 年 11 月公告，与亚马逊签订了《分期资产出售主协议》，公司将不超过人民币 20 亿元向亚马逊（北京）购买基于 AWS 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）。这是为了符合国内云服务相关法律规定而采取的措施，公司随后于 2017 年 12 月公告拿到云服务牌照，自此 AWS 中国北京区域的云服务正式由公司来运营。

成立光环云，拓展国内云计算业务。公司半年报公告，与霍尔果斯百达汇有限合伙、天津若水有限合伙共同投资成立光环云数据有限公司，持股比例分别为 30%、30%和 40%。光环云为 AWS 提供包括直销和渠道销售 AWS 产品与服务、AWS 相关解决方案与服务集成、AWS 生态系统服务支持与推广等全方位的营销与服务支持。

三、盈利预测及估值

由于公司 2018 年机柜上架部分延后至 2019 年，我们略下调公司 2018 年业绩，预计公司 2018 年净利润由 7.02 亿元调整至 6.77 亿元，2019-2020 年净利润分别为 9.59 和 12.78 亿元，对应估值 2018-2020 年分别为 32、23 和 17 倍，维持“增持”评级，IDC 龙头继续重点推荐。

风险提示：收购业绩不及承诺；云计算发展不及预期；上架不及预期

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	14.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,539.68
流通 A 股股本(百万股)	1,367.28
A 股总市值(百万元)	21,878.79
流通 A 股市值(百万元)	19,429.03
每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	40.61
一年内最高/最低(元)	19.17/11.50

作者

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《光环新网-季报点评:业绩符合预期高增长，IDC+云计算持续发展》 2018-10-26
- 《光环新网-半年报点评:业绩持续增长，IDC 龙头持续扩张》 2018-08-16
- 《光环新网-公司点评:业绩持续增长，云计算及 IDC 规模不断扩大》 2018-07-10



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,317.63	4,077.17	6,059.82	8,770.40	12,106.14
增长率(%)	291.80	75.92	48.63	44.73	38.03
EBITDA(百万元)	530.69	731.44	1,319.40	1,701.64	2,160.71
净利润(百万元)	335.16	435.86	676.91	958.54	1,277.62
增长率(%)	195.07	30.05	55.30	41.60	33.29
EPS(元/股)	0.22	0.28	0.44	0.62	0.83
市盈率(P/E)	65.28	50.20	32.32	22.83	17.12
市净率(P/B)	3.61	3.40	3.04	2.68	2.32
市销率(P/S)	9.44	5.37	3.61	2.49	1.81
EV/EBITDA	36.57	27.79	17.67	13.08	10.69

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	264.65	494.25	484.79	701.63	968.49
应收账款	647.31	1,121.37	1,908.54	2,963.91	5,106.85
预付账款	218.64	228.26	496.68	642.10	1,161.65
存货	3.12	4.73	7.08	10.20	13.85
其他	1,603.68	1,073.05	1,073.80	1,073.80	1,073.80
流动资产合计	2,737.39	2,921.66	3,970.88	5,391.64	8,324.65
长期股权投资	10.43	8.76	8.76	8.76	8.76
固定资产	2,724.52	3,854.19	4,161.05	4,077.78	3,946.08
在建工程	425.57	748.41	629.05	663.24	610.59
无形资产	410.16	405.03	398.45	391.86	385.27
其他	2,609.54	2,675.51	2,691.27	2,707.15	2,715.76
非流动资产合计	6,180.23	7,691.91	7,888.58	7,848.78	7,666.46
资产总计	8,917.62	10,613.57	11,859.46	13,240.42	15,991.11
短期借款	60.00	80.00	222.86	352.37	1,255.65
应付账款	652.93	1,009.96	1,245.40	2,053.14	2,538.25
其他	314.38	262.41	315.37	752.94	630.42
流动负债合计	1,027.31	1,352.37	1,783.63	3,158.45	4,424.31
长期借款	1,386.19	1,544.92	1,576.38	604.42	785.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.41	888.87	888.00	888.00	888.00
非流动负债合计	1,446.60	2,433.80	2,464.38	1,492.42	1,673.54
负债合计	2,473.91	3,786.16	4,248.00	4,650.87	6,097.86
少数股东权益	387.93	396.35	410.17	429.73	455.80
股本	723.18	1,446.35	1,539.68	1,539.68	1,539.68
资本公积	4,803.09	4,091.61	4,091.61	4,091.61	4,091.61
留存收益	5,332.61	4,984.70	5,661.61	6,620.15	7,897.78
其他	(4,803.09)	(4,091.61)	(4,091.61)	(4,091.61)	(4,091.61)
股东权益合计	6,443.72	6,827.40	7,611.45	8,589.56	9,893.25
负债和股东权益总	8,917.62	10,613.57	11,859.46	13,240.42	15,991.11

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	331.21	444.28	676.91	958.54	1,277.62
折旧摊销	135.56	174.19	419.09	455.67	490.93
财务费用	68.81	68.60	110.37	129.52	178.78
投资损失	(20.48)	(43.47)	(40.00)	(35.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,619.16)	1,167.81	(786.11)	25.52	(2,312.18)
其它	1,583.57	(1,405.70)	13.81	19.56	26.07
经营活动现金流	479.52	405.70	394.07	1,553.80	(388.77)
资本支出	5,095.10	775.36	600.87	400.00	300.00
长期投资	9.05	(1.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,244.17)	(963.59)	(1,161.67)	(765.00)	(550.00)
投资活动现金流	(3,140.02)	(189.90)	(560.80)	(365.00)	(250.00)
债权融资	1,446.19	1,624.92	1,799.23	956.79	2,041.20
股权融资	4,906.09	(55.97)	(17.04)	(129.52)	(178.78)
其他	(3,605.53)	(1,555.16)	(1,624.92)	(1,799.23)	(956.79)
筹资活动现金流	2,746.75	13.79	157.26	(971.96)	905.63
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	86.25	229.59	(9.46)	216.85	266.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,317.63	4,077.17	6,059.82	8,770.40	12,106.14
营业成本	1,677.49	3,227.87	4,832.89	7,068.29	9,838.68
营业税金及附加	12.08	26.77	36.36	52.62	72.64
营业费用	22.42	51.94	42.42	43.85	48.42
管理费用	218.26	236.74	287.84	394.67	526.62
财务费用	63.40	67.68	110.37	129.52	178.78
资产减值损失	2.07	4.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.48	43.47	40.00	35.00	50.00
其他	(40.96)	(85.54)	(80.00)	(70.00)	(100.00)
营业利润	342.38	504.24	789.94	1,116.46	1,491.00
营业外收入	50.12	6.40	6.00	10.00	9.50
营业外支出	1.29	0.19	2.00	2.20	2.00
利润总额	391.21	510.45	793.94	1,124.26	1,498.50
所得税	60.00	66.17	103.21	146.15	194.81
净利润	331.21	444.28	690.73	978.10	1,303.70
少数股东损益	(3.95)	8.42	13.81	19.56	26.07
归属于母公司净利润	335.16	435.86	676.91	958.54	1,277.62
每股收益(元)	0.22	0.28	0.44	0.62	0.83

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	291.80%	75.92%	48.63%	44.73%	38.03%
营业利润	211.36%	47.28%	56.66%	41.33%	33.55%
归属于母公司净利润	195.07%	30.05%	55.30%	41.60%	33.29%
获利能力					
毛利率	27.62%	20.83%	20.25%	19.41%	18.73%
净利率	14.46%	10.69%	11.17%	10.93%	10.55%
ROE	5.53%	6.78%	9.40%	11.75%	13.54%
ROIC	36.46%	6.71%	10.20%	12.56%	17.02%
偿债能力					
资产负债率	27.74%	35.67%	35.82%	35.13%	38.13%
净负债率	1.67%	11.18%	21.90%	22.86%	30.25%
流动比率	2.66	2.16	2.23	1.71	1.88
速动比率	2.66	2.16	2.22	1.70	1.88
营运能力					
应收账款周转率	5.68	4.61	4.00	3.60	3.00
存货周转率	1,048.39	1,039.06	1,025.89	1,015.21	1,006.74
总资产周转率	0.44	0.42	0.54	0.70	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.28	0.44	0.62	0.83
每股经营现金流	0.31	0.26	0.26	1.01	-0.25
每股净资产	3.93	4.18	4.68	5.30	6.13
估值比率					
市盈率	65.28	50.20	32.32	22.83	17.12
市净率	3.61	3.40	3.04	2.68	2.32
EV/EBITDA	36.57	27.79	17.67	13.08	10.69
EV/EBIT	47.83	35.45	25.89	17.86	13.83

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com