

光环新网 (300383): 成长性&确定性兼具的IDC龙头

2019年12月26日

推荐/维持

光环新网 公司报告

报告摘要:

5G及云计算发展拉动IDC需求, 中国市场天花板高。 IDC是数据存储和计算的中心, 是信息产业的基础设施。5G规模商用将带来移动流量的爆发, 我国云计算产业尚处于发展初期, 2018年公有云IaaS增速超过80%, 在云计算需求的拉动下, IDC未来高速增长确定。全球对比来看, 我国虽然有与美国相当的互联网体量, 但是我国IDC市场规模仅占全球8%, 仅为美国的1/4, 我国IDC市场天花板高。

需求高景气背景下, 一线城市供给不足是国内IDC行业中长期的核心矛盾, 未来市场集中度将进一步向龙头集聚。 需求方面, 客户结构、用户习惯以及网络资源条件使得IDC行业的需求主要集中在以北上深为代表的一线城市。供给方面, 由于数据中心耗电量大, 近年来北上深相继出台IDC建设新规, 导致核心城市新增供给难以满足需求的增长。我们认为核心城市供不应求的局面将长期存在, 提前布局一线城市的企业将持续受益。未来IDC单体规模加大, 对于资金实力及运营能力均提出更高要求, 龙头企业将强者愈强。

未来3-5年机柜增至10万, 规模扩张打开成长空间。 今年底公司预计建成机柜3.5万个, 公司在北京、上海以及周边积极储备, 大力布局一线城市及其周边, 未来3-5年机柜数将增至10万, 业绩增长确定性强。公司负债率仅34%, 远低于同行, 加上Reits或将试行, 多融资渠道助力公司快速发展。

公司自建+零售模式, 盈利能力更强。 公司机房均采用自由土地自建机房, 相比租地或租厂房模式, 成本更低, 同时公司采用零售模式, 议价能力更高。公司55%的毛利率领先国内第三方IDC企业。

投资建议: 好赛道(行业beta)+规模扩张加速(公司alpha), 公司成长性&确定性兼具。 由于今年机柜上架率稍慢, 我们调低2019年利润至8.80亿, 预计19-21年公司归母净利润分别为8.80/11.50/15.02亿, 对应PE分别为35X/26X/19X, 维持“推荐”评级。

风险提示: IDC行业竞争加剧, AWS进展不及预期

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(亿元) | 4,077.17 | 6,023.16 | 7,700.03 | 9,902.65 | 12,693.6 |
| 增长率(%) | 75.92% | 47.73% | 27.84% | 28.61% | 28.18% |
| 净利润(万元) | 435.86 | 667.45 | 880.28 | 1,150.29 | 1,502.47 |
| 增长率(%) | 34.14% | 53.95% | 36.69% | 29.30% | 29.99% |
| 净资产收益率(%) | 6.78% | 8.90% | 11.13% | 13.02% | 15.01% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.46 | 0.59 | 0.77 | 1.01 |
| PE | 62.83 | 40.98 | 34.61 | 25.84 | 19.38 |
| PB | 4.24 | 3.87 | 3.54 | 3.18 | 2.81 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

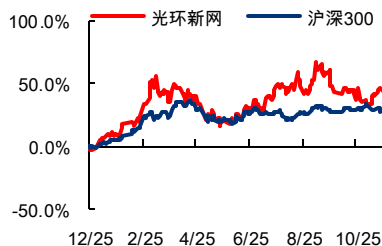
公司简介:

公司是业界领先的互联网综合服务提供商, 主营业务为互联网数据中心服务(IDC及其增值服务、IDC运营管理服务)、互联网宽带接入服务(ISP)以及云计算等互联网综合服务, 是北京最具影响力的互联网服务商之一。公司建设的IDC机房相对于基础运营及其他网络资源, 更能适应商企用户的高端需求, 几大数据中心无论在地理位置上还是在硬件设施上均具有突出优势。随着国家“互联网+”行动计划的深入开展, 公司主营业务具有更为广阔的市场空间。

交易数据

| | |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(港元) | 19.1-12.75 |
| 总市值(亿港元) | 294.59 |
| 流通市值(亿港元) | 284.1 |
| 总股本/流通A股(万股) | 154237/148742 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 1.58 |

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘慧影

010-66444130

liuhy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519040002

研究助理: 于文龙

010-66555481

yuwl@dxzq.net.cn

研究助理: 李娜

010-66554021

lina_yjs@dxzq.net.cn

研究助理: 李美贤

010-66554020

limx_yjs@dxzq.net.cn

目 录

| | |
|---|----|
| 1. 好行业：IDC 行业景气度高，头部企业强者愈强 | 4 |
| 1.1 云计算高速发展拉动 IDC 高增长，行业增长确定性强 | 4 |
| 1.2 一线城市供需失衡，利好提前布局者 | 6 |
| 1.3 行业走向规模化，门槛提升，强者越强 | 8 |
| 2. 好公司：优质项目储备丰富，盈利能力突出，AWS 业务值得期待 | 9 |
| 2.1 一线城市及周边项目储备丰富，未来成长确定性高 | 10 |
| 2.2 自建+零售相结合，公司毛利率突出 | 11 |
| 2.3 AWS 代运营业务值得期待 | 13 |
| 3. 盈利预测及投资建议 | 14 |
| 4. 风险提示 | 15 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1：国内第三方 IDC 地理位置及客户结构 | 7 |
| 表 2：一线城市相继出台 IDC 建设新规 | 7 |
| 表 3：光环新网目前在建 IDC 项目 | 10 |
| 表 4：光环新网储备项目 | 11 |
| 表 5：IDC 项目收入成本详细拆分 | 12 |
| 表 6：盈利预测详细分拆 | 14 |
| 表 7：第三方 IDC 估值对比（估值来自 wind 一致预期，截至 2019 年 12 月 23 日） | 15 |

插图目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1：全球网络数据流量持续增长 | 4 |
| 图 2：全球公有云市场规模及增速 | 4 |
| 图 3：全球 IDC 市场规模及增速 | 4 |
| 图 4：摩尔定律日渐失效，芯片性能提升速度放缓 | 5 |
| 图 5：2018 年全球超大型数据中心分布情况 | 5 |
| 图 6：全球 IDC 市场份额结构 | 5 |
| 图 7：我国公有云市场规模及增速 | 6 |
| 图 8：我国 IDC 市场规模及增速 | 6 |
| 图 9：我国 IDC 市场份额占比 | 6 |
| 图 10：我国典型第三方 IDC 企业营收增速 | 6 |
| 图 11：全球数据中心分布（按千瓦 IT 负载） | 8 |
| 图 12：全球在建数据中心分布（兆瓦） | 8 |
| 图 13：Equinix 客户所在行业分布 | 8 |
| 图 14：Equinix 重点布局全球热点城市 | 8 |
| 图 15：单个 IDC 规模持续扩张 | 9 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 16：全球超大型数据中心数量预测 | 9 |
| 图 17：光环新网营收及归母净利润规模 | 9 |
| 图 18：光环新网分业务营收占比（2018） | 9 |
| 图 19：光环新网分业务毛利率 | 10 |
| 图 20：光环新网分业务净利贡献占比（2018） | 10 |
| 图 21：我国典型第三方 IDC 企业毛利率 | 13 |
| 图 22：光环新网 2018 年前五大客户 | 13 |
| 图 23：2017 年全球公有云 IaaS 市场份额 | 13 |
| 图 24：AWS 营收规模及增速 | 13 |
| 图 25：2018 年我国公有云市场份额 | 14 |
| 图 26：光环 AWS 营收规模及增速 | 14 |

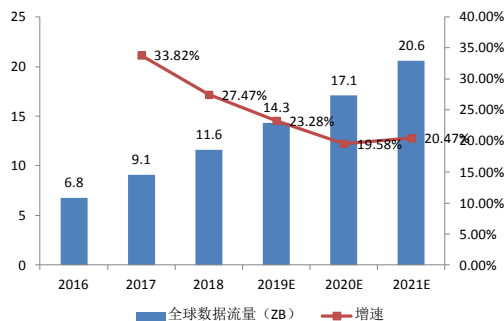
1. 好行业：IDC 行业景气度高，头部企业强者愈强

1.1 云计算高速发展拉动 IDC 高增长，行业增长确定性强

我们研究发现，IDC 产业的驱动力包含两部分：网络数据流量+技术进步。数据流量随着 5G 的商用和云计算的高速发展将维持较高增速，技术进步方面，云计算技术的发展和摩尔定律的失效都将使得未来 IDC 产业需求高增速。

数据流量是 IDC 行业发展的底层驱动力，5G 及云计算驱动未来流量高增长。5G 网络建设将在明年规模展开，5G 其 eMBB（增强移动宽带）、URLLC（低时延高可靠）、mMTC（超大规模连接）三大应用场景，相比 4G 极大的拓宽了未来应用领域。5G 不仅在 To C 端实现更高流量的 AR/VR、高清直播等应用，其 To B 端万物互联也将极大的增大数据流量。其次，云计算近年来高速增长，企业上云成为未来发展趋势，这就使得原本处在网络各个角落的数据进入数据中心，产生大量的数据流量。IDC 作为数据流量的存储和计算中心，深度受益于数据流量的增长。据思科预计，未来五年全球数据流量的复合增速将达到 25%。

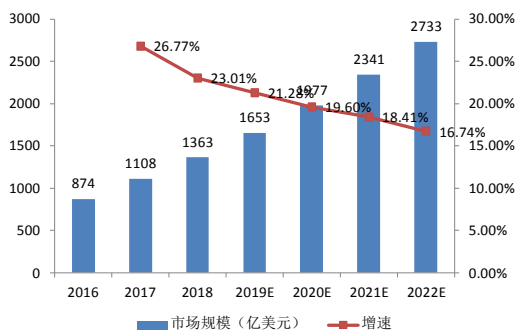
图 1：全球网络数据流量持续增长



资料来源：思科，东兴证券研究所

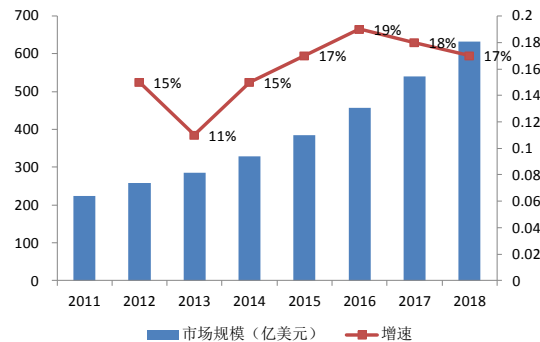
云计算成为全球 IDC 行业的主要需求方，且目前看不到明显天花板。从全球 IDC 企业的客户来看，近年来主要的签约客户均为大型云计算厂商。在云计算的带动下，超大型的 IDC 将成为未来市场的主流发展形态，到 2021 年，承载全球 53% 的服务器安装量。Gartner 预计 2017-2022 年全球公有云复合增速将达到 20%，带动全球 IDC 市场规模增速 15-20%。

图 2：全球公有云市场规模及增速



资料来源：Gartner，东兴证券研究所

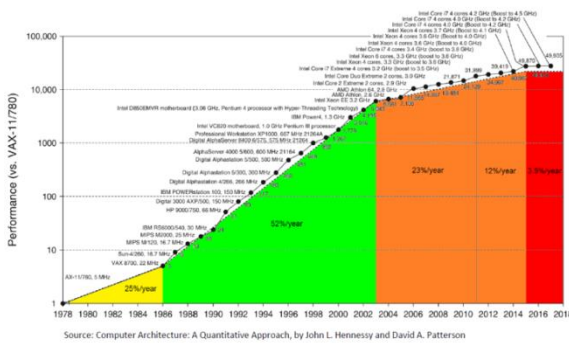
图 3：全球 IDC 市场规模及增速



资料来源：IDC，东兴证券研究所

摩尔定律日渐失效下，算力增长的模式发生变化，由“质变”向“量变”转移。摩尔定律是芯片行业发展的普遍规律，芯片计算速度每 5 年增长 10 倍，每 10 年增长 100 倍。但从 2003 年以来，芯片计算发展速度已经开始明显下滑，2015 年以来更加明显，以至于英伟达黄仁勋直言“摩尔定律已经结束”，目前来看芯片发展速度每 10 年仅增长 2 倍。在这种情况下，想要存储和计算激增的数据，就需要扩大服务器的数量，IDC 行业也随之扩大。

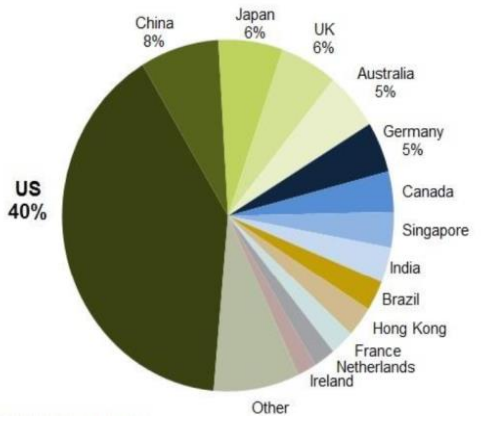
图 4：摩尔定律日渐失效，芯片性能提升速度放缓



资料来源：中国信通院，东兴证券研究所

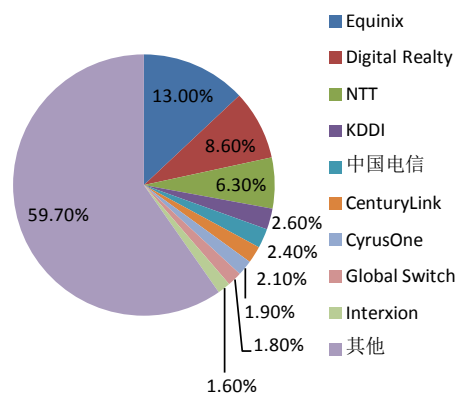
我国 IDC 行业发展尚处于早期，大型数据中心拥有量与我国互联网体量严重不匹配。2018 年 Synergy 发布的数据显示，我国大型数据中心拥有量仅占全球的 8%，而美国的大型数据中心拥有量占全球的 40%。相比于我国的互联网体量来讲，我国大型数据中心数量存在极大的发展空间。从全球的 IDC 企业来看，美国公司 Equinix、Digital Realty 占据前两位，总份额占比超过 20%，我国体量最大的是中国电信，份额占比仅 2.4%。

图 5：2018 年全球超大型数据中心分布情况



资料来源：Synergy，东兴证券研究所

图 6：全球 IDC 市场份额结构



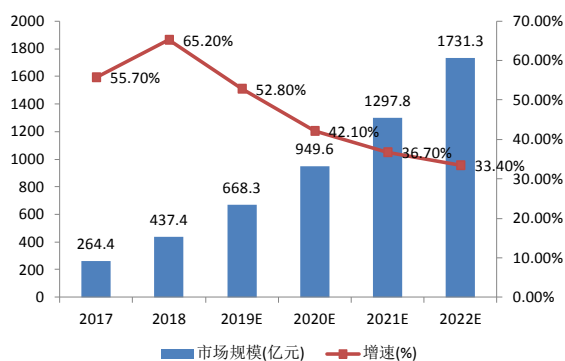
资料来源：Synergy，东兴证券研究所

对标国外，第三方 IDC 优势明显。同国内 IDC 市场一样，国外 IDC 市场开始同样由运营商把控，但是 IDC 业务并非运营商主营业务，其营收贡献占比较低，加之第三方 IDC 企业在定制化等方面灵活性更高，第三方 IDC 发展迅速，持续收购运营商拥有的数据中心资源，目前全球范围内 IDC 市场已经以第三方 IDC 企业为主导，代表性企业就是 Equinix 和 Digital Realty。IDC 产业对于资金实力和技术实力要求较高，未来行业内兼并收购将是常态。

我国云计算处于发展初期，体量较小，但是增速高、冲劲足。我国云计算尚处于发展早期，但增速明显

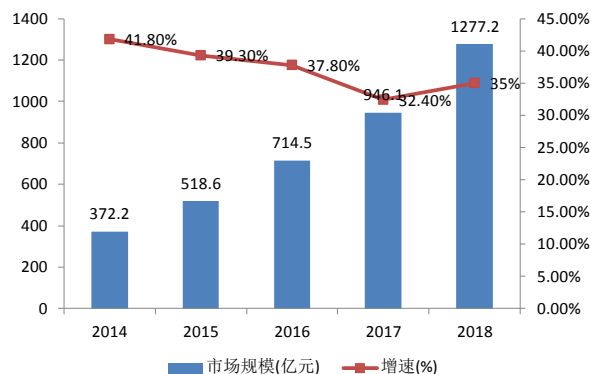
高于全球平均增速。中国信通院发布的云计算白皮书显示，2018 年我国公有云增速达到 65.20%，其中 IaaS 和 PaaS 增速均超过 80%。代表企业来看，2018 年阿里云全球规模占比 7.7%，虽仅为亚马逊的 1/6，但增速高达 92.6%，远高于亚马逊的 26.8%。在我国云计算的高速增长带动下，我国 IDC 市场增速亦明显高于全球平均增速，近年来增速普遍在 30% 以上，我们预测，未来五年我国 IDC 市场增速将维持在 30% 左右。

图 7：我国公有云市场规模及增速



资料来源：中国信通院，东兴证券研究所

图 8：我国 IDC 市场规模及增速

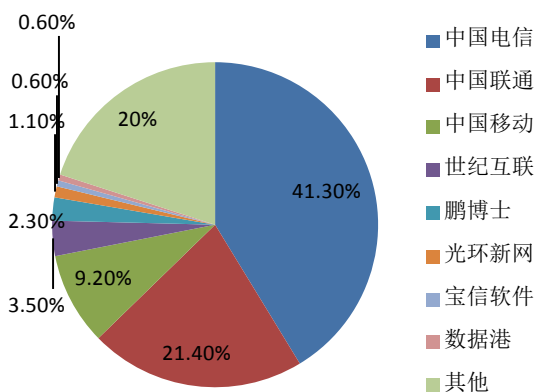


资料来源：IDC 图，东兴证券研究所

1.2 一线城市供需失衡，利好提前布局者

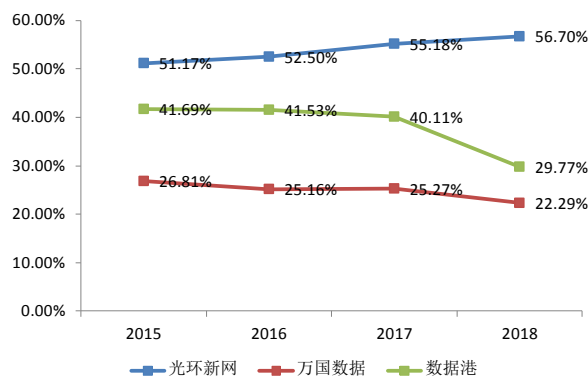
我国 IDC 企业以运营商为主导，第三方 IDC 近年来异军突起。运营商凭借着网络资源优势和资金规模优势，取得了 IDC 市场的先发优势，目前我国 IDC 市场占据主要市场份额，三家运营商市场份额占比超过 70%。但是第三方 IDC 可以为客户进行定制化设计，因此近年来获得云计算客户认可，营收增速较高，未来我们看好第三方 IDC 的增长。

图 9：我国 IDC 市场份额占比



资料来源：IDC 图，东兴证券研究所

图 10：我国典型第三方 IDC 企业营收增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

我国一线城市供需关系失衡，提前布局的第三方 IDC 有望强者恒强。

- **需求端：网络资源、客户结构、用户习惯三因素决定需求主要位于一线城市。**北京、上海、广州是我国三个网络核心节点，网络资源优势最为突出，网络延迟最低，因此布局于一线城市将享受最优质的网络资源。客户结构方面，IDC 的主要客户为云计算厂商和金融客户等，客户主要集中于一线城市，为了维护方面等因素，客户也希望其服务器能够近距离布置。

表 1：国内第三方 IDC 地理位置及客户结构

| 代理业务 | 光环新网 | 宝信软件 | 万国数据 | 数据港 |
|------|--|-------------------|-----------------------------|----------|
| 地理位置 | 北京 84% 上海 9% 北京周边 7% | 上海 100% | 北京 上海 广州等 | 跟随阿里 |
| 客户结构 | 金融 30% 云计算 30% 互联网 30% 企业 15% | 云计算 90% 金融 10% | 云计算 80% 金融 10% 企业 10% | 云计算 100% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **供给端：IDC 耗电量巨大，一线城市相继出台 IDC 建设新规，严控新建 IDC。**2015 年，我国 IDC 耗电量超过 1000 亿千瓦时，占全国用电量约 1.8%。近年来北上深相继出台 IDC 新增，供需剪刀差或将加大。

表 2：一线城市相继出台 IDC 建设新规

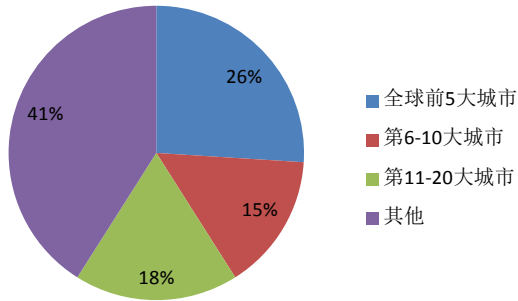
| 城市 | 文件名称 | 核心内容 |
|----|--|--|
| 北京 | 《北京市新增产业的禁止和限制目录（2018 年版）》 | 北京全市范围内禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心（PUE 值低于 1.4 以下的云计算数据中心除外）；禁止新建和扩建信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的数据中心除外）。中心城区禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心、信息处理和存储支持服务中的数据中心。 |
| 上海 | 《上海市经济信息化委、市发展改革委关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》 | 主要目标：到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；减持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。 规模布局：本市新建互联网数据中心，单项目规模原则上应不低于 3000 个机架，且平均单机架功率不低于 6 千瓦。 |
| 深圳 | 《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》 | 实施减量替代，加强数据中心建设政策引导，促进老旧数据中心（含公共机构数据中心）绿色化改造，新建数据中心需按照“以高代低、以大代小、以新代旧”等减量替代方式，严格控制数据中心年综合能源消费新增量，推进全市绿色数据中心建设。 |

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

一线城市机柜上架率高，机柜供需缺口大，未来一线城市供需失衡将长期存在。2017 年北京、上海、广东三地机架占比达 37%，上架率达到 70%；西部地区 IDC 机架全国占比为 22%，上架率仅 30%以上。另外据中国信通院报告显示，2018 年北京地区 IDC 机柜需求量 30 万，而可用机柜仅 18.6 万，上海、广深供需缺口亦在 4-5 万。未来随着云计算成为主要需求拉动点，一线城市的需求将继续持续增加，而由于能耗问题带来的一线城市 IDC 建设缩紧，未来一线城市供需失衡将长期存在。

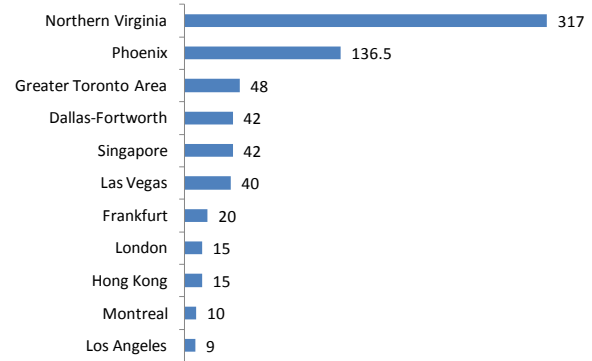
对标国外，IDC 建设时地理位置同样是首要考虑因素，其次才是运营成本。作为数字地产，地理位置仍然是数据中心最重要的因素，从全球数据中心分布以及在建数据中心选址来看，靠近一线业务需求方是第一考量因素。全球前五大城市的数据中心负载量占比达到 26%。全球在建的数据中心统计来看，同样是处于核心城市。

图 11：全球数据中心分布（按千瓦 IT 负载）



资料来源：Synergy，东兴证券研究所

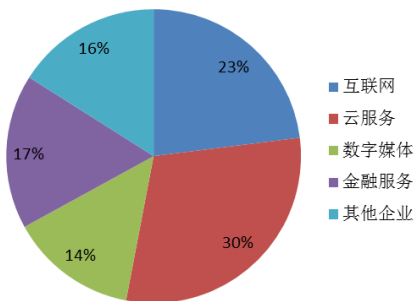
图 12：全球在建数据中心分布（兆瓦）



资料来源：JLL，东兴证券研究所

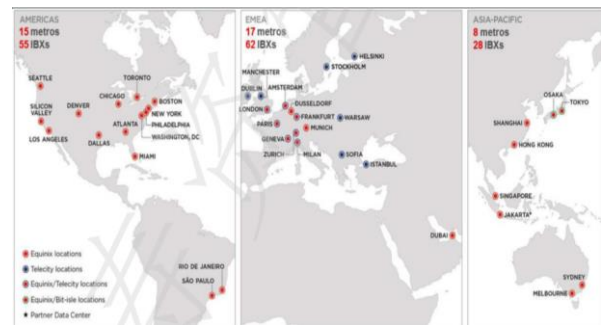
以全球龙头 Equinix 为例，其数据中心主要布局全球核心城市。Equinix 客户中，互联网占比 23%，云计算占比 30%，客户结构决定了需求集中在核心城市。从 Equinix 在布局来看，其数据中心选址也集中在全球的核心城市。

图 13：Equinix 客户所在行业分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

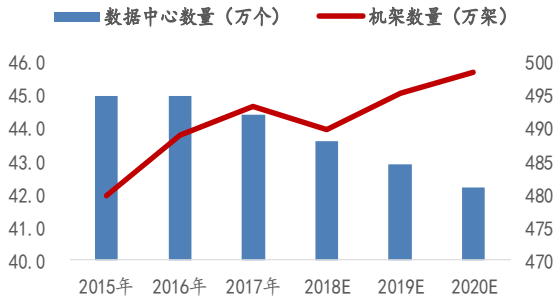
图 14：Equinix 重点布局全球热点城市



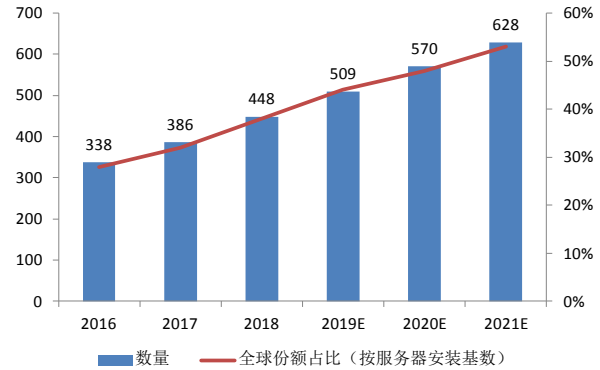
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

1.3 行业走向规模化，门槛提升，强者越强

集中化和规模化成为未来数据中心发展趋势。据 IDC 圈预测，全球数据中心数量在未来几年将持续下滑，而全球机架数量则会持续上升，说明小型数据中心将逐步退出，数据中心向大型化方向发展。思科预测到 2021 年，全球超大型数据中心将增长到 628 个，而超大型数据中心的服务器安装也将达到 53%，少数的数据中心集中了更多的服务器数量。

图 15：单个 IDC 规模持续扩张


资料来源：IDC 圆，东兴证券研究所

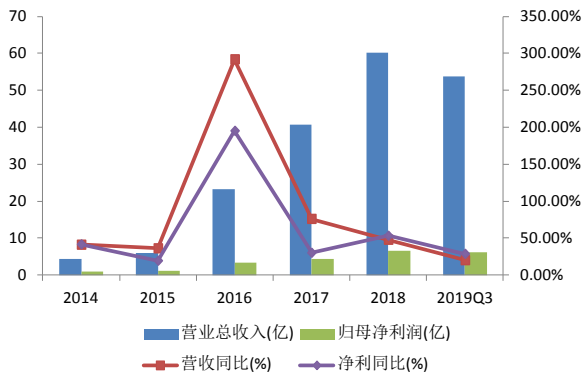
图 16：全球超大型数据中心数量预测


资料来源：思科，东兴证券研究所

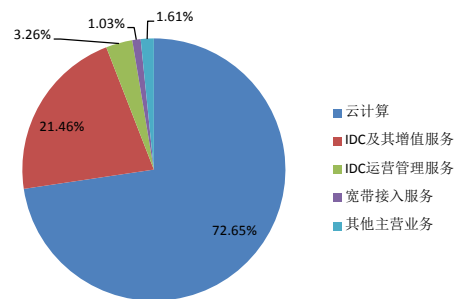
行业专业化能力将提升，优势向具有规模效应的企业集中。IDC 规模化具有诸多优点：单体项目投资增加，提升资金壁垒；促使成本下降，同时更符合节能化和绿色化；稳定性、安全性要求高，波耐蒙研究所的数据显示，大型数据中心中断一次的成本将达到 70 万美元（网络中断、电力中断等）。这都将使新进入者越来越困难，存量市场也向头部集中。

2. 好公司：优质项目储备丰富，盈利能力突出，AWS 业务值得期待

光环新网是我国领先的第三方 IDC 厂商，自上市以来，公司通过持续的并购，营收增速高速发展。目前公司主要业务为 IDC 和云计算。2018 年云计算营收占比达到 72.65%。截止 2019Q3，公司营收 53.82 亿，净利润 5.89 亿。

图 17：光环新网营收及归母净利润规模


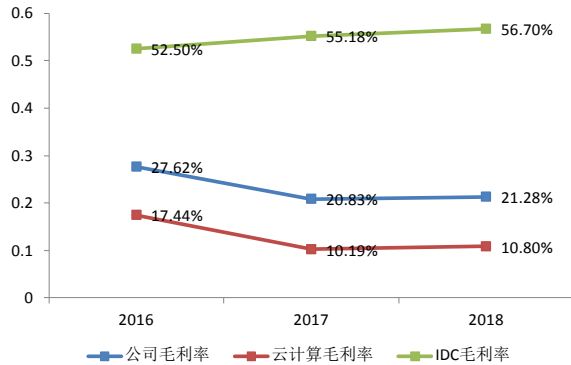
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 18：光环新网分业务营收占比（2018）


资料来源：wind，东兴证券研究所

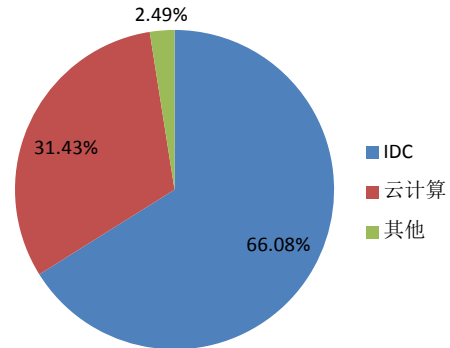
公司 IDC 项目主要集中于北京和上海及其周边，其中北京及周边占比 90% 以上，未来上海及周边是公司重点布局的地区之一。公司通过收购和自建 IDC 项目，使得近年来 IDC 营收持续高增长，同时 IDC 资产毛利较高，常年位于 55% 左右，贡献了大部分利润。IDC 客户方面，公司客户以互联网公司、云计算厂商以及金融机构为主。典型的客户包括 AWS、三星、美团网、小米、中国移动、阿里、农业银行等。公司云计算包括 AWS 代运营和无双科技两部分，公司是 AWS 运营商，负责运营北京区域 AWS 云服务，同时为其提供 IDC、服务器、宽带等基础资源；无双科技是公司 2015 年收购的一家专注于网络营销技术的全资子公司。

图 19：光环新网分业务毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 20：光环新网分业务净利贡献占比（2018）



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.1 一线城市及周边项目储备丰富，未来成长确定性高

公司在北京及周边已建成机柜近 3.5 万个。公司是北京地区规模最大的第三方 IDC 企业，已建成机房主要位于东直门、酒仙桥、亦庄、房山以及河北燕郊等地。

表 3：光环新网目前在建 IDC 项目

| 地区 | 项目名称 | 规划机柜数/个 | 2019 年底建成机柜数/个 |
|------|---------|---------|----------------|
| 北京地区 | 东直门 | 600 | 600 |
| | 酒仙桥一期 | 860 | 860 |
| | 酒仙桥二期 | 1467 | 1467 |
| | 酒仙桥三期 | 1673 | 1673 |
| | 燕郊一期 | 1220 | 1220 |
| | 燕郊二期 | 2300 | 2300 |
| | 房山一期 | 6000 | 3000 |
| | 中金云网 | 11000 | 10000 |
| | 科信盛彩 | 8100 | 6000 |
| | 亦庄 KDDI | 2700 | 2700 |
| 上海地区 | 嘉定一期 | 4300 | 4300 |
| 合计 | 合计 | 40220 | 34120 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在北京地区公司将进一步拓展 IDC 项目，除继续扩容中金云网之外，房山二期计划将于明年投入使用，此外燕郊三期、四期规划机柜数达 2 万个，未来北京地区新增机柜规划将达 2.7 万个，燕郊项目最快将于明年底开始逐步上架。

上海地区是公司继北京之后第二个重点布局的区域，目前建设了嘉定二期，未来嘉定二期、昆山项目均在规划中，目前规划机柜数 2.8 万个，最快将于明年底开始上架。未来 3-5 年，公司大力布局北京和上海地区，机柜数有望从 3.5 万增加到 5 万。

表 4：光环新网储备项目

| 地区 | 项目名称 | 规划机柜数/个 | 最快上架时间 |
|------|---------|---------|--------|
| 北京地区 | 燕郊三期、四期 | 20000 | 明年底或后年 |
| | 房山二期 | 6000 | 明年建成 |
| | 中金云网扩产 | 1500 | |
| 上海地区 | 嘉定二期 | 5000 | 明年底或后年 |
| | 上海市区 | 8000 | 明年底或后年 |
| | 江苏昆山 | 15000 | 明年底或后年 |
| 合计 | 合计 | 55500 | |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前公司建成机柜上架率达 80%左右，在国内第三方 IDC 中上架率属于较高水平。当前一线城市机柜供需紧张，公司提前布局北京和上海，所规划机柜给公司未来 3-5 年的高增长带来确定性。同时公司于 2019 年 4 月与上海电信签订战略合作协议，双方将在上海及长三角地区合作建设数据中心，此次合作将极大推动公司在上海地区的市场规模，增加公司的核心竞争力。

2.2 自建+零售相结合，公司毛利率突出

公司机房以自建为主。公司除了在亦庄给 KDDI 代运营 2700 个机柜之外，其余机房基本均为自建。自建机房是指基于自由产权的土地基础上自建机房，并对外提供 IDC 服务。目前第三方 IDC 存在三种运营模式：第一种是自有土地产权并自建机房，代表企业为光环新网；第二种是租赁土地并自建机房；第三种是代建，即云计算企业出地建房，第三方 IDC 企业代投机电设备，万国数据和数据港同时采用了第二种和第三种模式。

自建模式毛利率更高。从成本结构拆分来看，由于不用支付地租，自有土地的模式相比于租赁土地的模式成本更低；同时由于不用支付厂房租金，自建厂房要比代建模式成本更低，因此综合来讲，光环新网这种自有土地并自建厂房的模式是第三方毛利率中最高的。当然此种模式亦有缺点，即项目初期土地购买资金占用量大，需要企业拥有较为强大的资金实力。

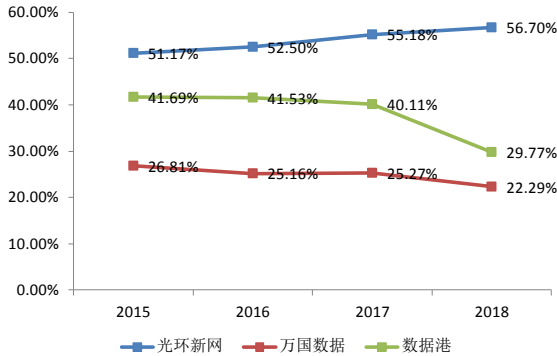
表 5：IDC 项目收入成本详细拆分

| 地区 | 项目名称 | 最快上架时间 | |
|--------|-------|----------|-----------------|
| 收入 | 单机柜租金 | IDC 地理位置 | |
| | | 客户议价能力 | |
| | | 机柜功率标准 | |
| | 机柜规模 | 可用机柜数 | |
| | 成本 | 上架率 | IDC 地理位置 |
| | | | IDC 运营稳定性（运维能力） |
| 下游客户需求 | | | |
| CAPEX | | 土木工程 | |
| | | 制冷设备 | |
| OPEX | 供电设备 | | |
| | 电力成本 | | |
| | 折旧摊销 | | |
| | | 地租 | |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

零售模式提高公司议价能力。IDC 企业根据销售模式不同，主要分为批发型和零售型。批发型企业主要对接云厂商，客户地位较强势，IDC 企业议价能力弱，代表性厂商包括数据港和万国数据。而零售型厂商同时面向云厂商和中小客户，客户议价能力不强，代表性厂商包括光环新网。公司 2018 年单一客户占比不超过 6%，前五大客户占比仅 20%左右。

光环新网毛利率近年来高于 55%，并随着公司机柜规模的增加毛利持续增加。数据港作为阿里的重要合作商，主要采用了代建等模式，由于其上架率较高，高于 90%，其毛利率处于 40%左右（由于 2018 年公司增加了一部分代运营业务导致毛利率下降）。万国数据毛利率处于 25%左右，主要原因是其扩张速度较快，导致上架率较低，仅 60%左右。粗略测算，若达到 90%上架率，万国数据毛利率能达到 45%左右。综合来看光环新网毛利率处于最高水平。

图 21：我国典型第三方 IDC 企业毛利率


资料来源：wind，东兴证券研究所

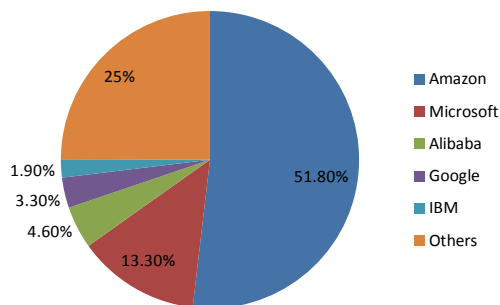
图 22：光环新网 2018 年前五大客户

| 客户名称 | 销售额 (万元) | 占年度销售占比 |
|------|----------|---------|
| 客户一 | 34132.39 | 5.67% |
| 客户二 | 23315.92 | 3.87% |
| 客户三 | 22519.27 | 3.74% |
| 客户四 | 21600.45 | 3.59% |
| 客户五 | 20859.71 | 3.46% |
| 合计 | 122427.7 | 20.33% |

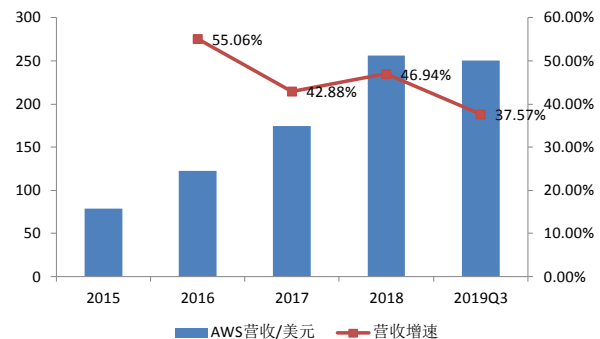
资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 AWS 代运营业务值得期待

AWS 是全球领先的云计算服务提供商，具备极强竞争力。2017 年全球公有云 IaaS 市场份额中，亚马逊云份额 51.8%，处于全球绝对龙头地位。近年来全球云计算市场发展迅速，数据流量的增长以及企业上云的需求使得云计算企业均获得了快速的成长。考虑到目前全球企业上云渗透率仍较低，未来云计算发展仍然存在较大空间。AWS 近年来营收增速持续高于 40%，今年以来由于受到宏观经济的影响，前三季度营收增速同比 37.57%，略低于以往。

图 23：2017 年全球公有云 IaaS 市场份额


资料来源：Gartner，东兴证券研究所

图 24：AWS 营收规模及增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

我国公有云增速高于全球平均，前五格局稳定，市场将继续向龙头聚集。我国公有云市场以阿里为龙头，前五家企业市场份额占比近 75%，并且近年来前五份额持续增加。目前我国云计算发展尚处早期，各家均采取降价获客的策略，今年上半年 AWS 各项业务均降价 20%-50% 不等。在这种环境下，新厂商将很难进入，头部厂商有望继续稳固。同时我国云计算市场发展较快，2018 年阿里云营收增速超过 90%，远高于世界平均水平。我们看好 AWS 在国内的业务未来取得较好增速。

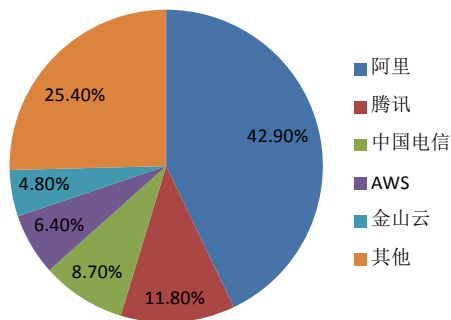
光环 AWS 营收低于行业平均，看好未来增速回暖。光环 AWS2019 年前三季度同比增速仅 16% 左右，主要有几个原因：

- AWS 在国内运营服务品类较少，AWS 共有服务品类 5000 多种，但是目前在国内运行的仅 200 多种，国内云计算市场尚处初期，是 AWS 在国内运行服务品类较少的原因，未来随着国内云计算市场逐步

发展，AWS 提供服务种类有望持续增多，营收增速将回升。

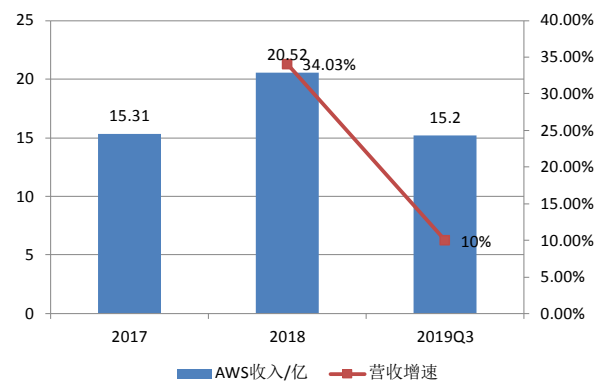
- AWS 宁夏的启用，处于对成本的考虑，某些对时延要求不高，对价格敏感的企业或将迁移至宁夏区域，对北京区域带来一定的分流影响，使得营收增速低于行业平均，未来随着这部分客户迁移完毕，北京区域营收增速将回升。
 - 贸易战使得国内企业对于美国的云计算服务的稳定性和持续性存在一定疑虑，随着贸易战的逐步缓和，这种疑虑有望逐步减轻，将有利于客户选择 AWS 云计算服务。
- 综上，我们认为未来 AWS 北京区域的营收将具有逐步回暖的趋势。

图 25：2018 年我国公有云市场份额



资料来源：IDC 图，东兴证券研究所

图 26：光环 AWS 营收规模及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

核心假设：

(1) **IDC 及其增值业务。**在云计算和 5G 的拉动下，我国 IDC 行业将持续高速发展，公司凭借 IDC 储备资源项目，保障 IDC 业务营收增速，预计 2019-2021 年 IDC 业务利润贡献为 6.06 亿、7.95 亿、10.45 亿。

(2) **云计算业务。**云计算业务主要包括无双科技和 AWS 两部分。无双科技未来增速有一定放缓，假设未来三年业绩增速为 40%、20%、15%。AWS 预计未来三年业绩增速为 10%、40%、40%。综合来看，云计算业务未来三年利润贡献为 2.62 亿、3.43 亿、4.45 亿。

(3) **其他业务。**公司其他业务主要包括互联网接入服务，此部分业务营收占比较小，近年来营收维持稳定，假设未来三年营收稳定。

表 6：盈利预测详细分拆

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| 云计算业务 | | | | |
| 净利润/亿元 | 2.15 | 2.62 | 3.43 | 4.45 |
| 增速 (%) | | 21.86% | 30.92% | 29.74% |

| | | | | | |
|--------|--------|------|--------|--------|--------|
| IDC 业务 | 净利润/亿元 | 4.41 | 6.06 | 7.95 | 10.45 |
| | 增速 (%) | | 37.41% | 31.19% | 31.45% |
| 其他业务 | 净利润/亿元 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 |
| | 增速 (%) | | | | |
| 合计 | 净利润/亿元 | 6.68 | 8.80 | 11.50 | 15.02 |
| | 增速 (%) | | 31.85% | 30.57% | 30.62% |

资料来源: 东兴证券研究所

根据上述假设条件, 我们测算光环新网 2019-2021 年净利润为 8.80 亿、11.50 亿、15.02 亿, 净利润增速为 31.85%/30.57%/30.62%, 对应 PE 为 35/26/19 倍, 维持“推荐”评级。

表 7: 第三方 IDC 估值对比 (估值来自 wind 一致预期, 截至 2019 年 12 月 26 日)

| 公司名称 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|-------|-------|-------|
| 数据港 | 51.60 | 38.76 | 23.08 |
| 宝信软件 | 43.37 | 34.00 | 27.42 |
| 平均 | 47.49 | 36.38 | 25.25 |
| 光环新网 | 34.61 | 25.84 | 19.38 |

资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

IDC 行业竞争加剧、AWS 业务发展不及预期。

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计 | 2922 | 3253 | 3932 | 5032 | 6308 | 营业收入 | 4077 | 6023 | 7,700 | 9,903 | 12,694 |
| 货币资金 | 494 | 731 | 915 | 1171 | 1505 | 营业成本 | 3228 | 4741 | 6100 | 7836 | 9874 |
| 应收账款 | 987 | 1618 | 1927 | 2529 | 3208 | 营业税金及附加 | 27 | 28 | 42 | 49 | 66 |
| 其他应收款 | 135 | 220 | 276 | 353 | 453 | 营业费用 | 52 | 45 | 71 | 106 | 148 |
| 预付款项 | 228 | 302 | 357 | 451 | 557 | 管理费用 | 237 | 138 | 180 | 239 | 320 |
| 存货 | 5 | 9 | 10 | 14 | 17 | 财务费用 | 68 | 120 | 131 | 162 | 157 |
| 其他流动资产 | 1067 | 366 | 443 | 506 | 561 | 资产减值损失 | 0 | 183 | 245 | 323 | 422 |
| 非流动资产合计 | 7692 | 8134 | 8738 | 9183 | 9457 | 公允价值变动收益 | 4.00 | 9.21 | 5.09 | 6.10 | 6.80 |
| 长期股权投资 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 3854 | 4040 | 4754 | 5304 | 5678 | 营业利润 | 43.47 | 25.61 | 29.85 | 32.98 | 29.48 |
| 无形资产 | 405 | 397 | 378 | 365 | 358 | 营业外收入 | 0.17 | 1.09 | 0.42 | 0.56 | 0.69 |
| 其他非流动资产 | 75 | 73 | 75 | 74 | 74 | 营业外支出 | 504 | 785 | 983 | 1265 | 1639 |
| 资产总计 | 10614 | 11387 | 12670 | 14214 | 15765 | 利润总额 | 6.40 | 3.84 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 流动负债合计 | 1352 | 1753 | 2939 | 3549 | 3878 | 所得税 | 0.19 | 1.20 | 0.89 | 0.76 | 0.95 |
| 短期借款 | 80 | 140 | 1015 | 1246 | 973 | 净利润 | 510 | 788 | 929 | 1207 | 1571 |
| 应付账款 | 919 | 1165 | 1549 | 1899 | 2484 | 少数股东损益 | 66 | 104 | 49 | 57 | 69 |
| 预收款项 | 141 | 153 | 153 | 162 | 168 | 归属母公司净利润 | 444 | 684 | 880 | 1150 | 1502 |
| 一年内到期的非流动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 8 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| 非流动负债合计 | 2434 | 2128 | 1489 | 1489 | 1489 | EV/EBITDA | 436 | 667 | 915 | 1189 | 1551 |
| 长期借款 | 1545 | 1488 | 1488 | 1488 | 1488 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 3786 | 3882 | 4428 | 5038 | 5367 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 396 | 5 | 25 | 45 | 65 | 营业收入增长 | 75.92% | 47.73% | 27.84% | 28.61% | 28.18% |
| 实收资本(或股本) | 1446 | 1540 | 1542 | 1542 | 1542 | 营业利润增长 | 47.28% | 55.78% | 31.89% | 30.67% | 30.62% |
| 资本公积 | 4092 | 4429 | 4429 | 4429 | 4429 | 归属于母公司净利 | 30.05% | 53.13% | 31.89% | 30.67% | 30.62% |
| 未分配利润 | 832 | 1453 | 2145 | 3031 | 4195 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 6431 | 7501 | 8217 | 9132 | 10334 | 毛利率(%) | 20.83% | 21.28% | 21.56% | 21.93% | 22.01% |
| 负债和所有者权益 | 10614 | 11387 | 12670 | 14214 | 15765 | 净利率(%) | 10.90% | 11.36% | 12.39% | 12.52% | 12.67% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 4.11% | 5.86% | 7.22% | 8.36% | 9.84% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 6.78% | 8.90% | 11.13% | 13.02% | 15.01% |
| 经营活动现金流 | 406 | 587 | 1266 | 1376 | 1934 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 444 | 684 | 935 | 1209 | 1571 | 资产负债率(%) | 36% | 34% | 35% | 35% | 34% |
| 折旧摊销 | 174.19 | 388.90 | 422.14 | 499.42 | 570.59 | 流动比率 | 2.16 | 1.86 | 1.34 | 1.42 | 1.63 |
| 财务费用 | 68 | 120 | 131 | 162 | 157 | 速动比率 | 2.16 | 1.85 | 1.33 | 1.41 | 1.62 |
| 应收账款减少 | -427 | -631 | -309 | -602 | -679 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | -102 | 11 | 0 | 9 | 6 | 总资产周转率 | 0.42 | 0.55 | 0.63 | 0.72 | 0.83 |
| 投资活动现金流 | -190 | -784 | -1008 | -917 | -821 | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 5.53 | 5.78 | 5.56 | 5.60 | 5.66 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 4 | -2 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 43 | 26 | 30 | 33 | 29 | 每股收益(最新摊) | 0.30 | 0.46 | 0.59 | 0.77 | 1.01 |
| 筹资活动现金流 | 14 | 434 | -74 | -204 | -780 | 每股净现金流(最新) | 0.16 | 0.15 | 0.12 | 0.17 | 0.22 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 4.45 | 4.87 | 5.33 | 5.92 | 6.70 |
| 长期借款增加 | 159 | -57 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 723 | 93 | 3 | 0 | 0 | P/E | 62.83 | 40.98 | 34.61 | 25.84 | 19.38 |
| 资本公积增加 | -711 | 338 | 0 | 0 | 0 | P/B | 4.24 | 3.87 | 3.67 | 3.28 | 2.94 |
| 现金净增加额 | 230 | 237 | 184 | 256 | 334 | EV/EBITDA | 38.89 | 23.57 | 20.39 | 16.14 | 12.81 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师：刘慧影

4 年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员，2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究。

研究助理简介

单击此处输入文字。

研究助理：于文龙

清华大学硕士，西北工业大学学士。曾在国寿养老保险任职三年，2019 年 6 月加入东兴证券。

研究助理：李娜

理论经济学硕士，电子信息工程学士，2018 年加入东兴证券从事通信行业研究。

研究助理：李美贤

中国人民大学硕士，2019 年加入东兴证券通信组。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。