

新基建浪潮，加速公司 IDC 业务扩张

——光环新网首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

张真楨(联系人)

zhangzhenzhen@xsdzq.cn

证书编号: S0280120030004

马长欣(联系人)

machangxin@xsdzq.cn

证书编号: S0280119040011

● 行业领先的 IDC 和云计算行业综合服务商，首次覆盖给予“推荐”评级

光环新网二十年耕耘与发展，积累了丰富的行业经验和数据中心资源，公司在一线城市区域提供安全、高效、便捷、可信赖的企业级 IDC 和云服务。公司未来将加快 IDC 产业升级，大力发展云计算业务，不断提升研发、技术、服务水平，以专业性的产品和服务为用户提供互联网一站式综合解决方案。我们认为公司目前不断拓展北京、上海及周边 IDC 项目，投产后将会对公司股价产生较大有利影响，同时疫情期间，短期需求增加，公司机柜上架率提升，利好公司。预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 8.49、10.11 和 12.53 亿元，EPS 分别为 0.55、0.66 和 0.81 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 市场前景广阔，新基建叠加疫情短期需求加速行业发展

政策引领新基建浪潮，不断强调加快数据中心建设速度，产业链景气度持续上升；同时疫情期间，居民生活消费方式改变，“宅”经济、线上办公等方式也助推行业发展，导致行业需求旺盛，

● 行业壁垒不断提高，公司市场份额或将不断提升

我国对电信行业实行行政许可制度，在国内政策上，出于对一线城市能耗、环保等考虑，北京、上海等中心城市已明文规定限制 IDC 建设，一线城市 IDC 政策趋紧是常态，在一线城市及其周边有 IDC 资源储备和优势的厂商将更有竞争优势，公司作为第三方 IDC 龙头企业，不仅拥有核心城市 IDC 资源，同时又能为客户提供多样化的服务，未来市场份额将不断提升。

● 二十年一线城市建设运维经验，IDC 毛利持续领先

公司在数据中心建设及运营方面已经积累了二十年的经验，时刻紧跟互联网技术发展趋势，保持技术领先优势，服务能力达到国际先进水平。公司依靠自建机房+零售型的模式，IDC 业务毛利率在同比厂商中最高，是国内零售型第三方 IDC 厂商中的优质标的和龙头厂商。

● **风险提示:** 云计算发展不及预期，公司机房建设进展不及预期，子公司商誉减值风险。

财务摘要和估值指标

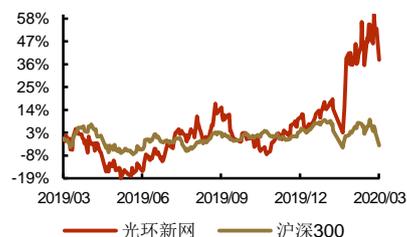
| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,077 | 6,023 | 7,153 | 9,231 | 11,594 |
| 增长率(%) | 75.9 | 47.7 | 18.8 | 29.1 | 25.6 |
| 净利润(百万元) | 436 | 667 | 849 | 1,011 | 1,253 |
| 增长率(%) | 30.0 | 53.1 | 27.2 | 19.1 | 24.0 |
| 毛利率(%) | 20.8 | 21.3 | 23.0 | 23.0 | 22.0 |
| 净利率(%) | 10.7 | 11.1 | 11.9 | 11.0 | 10.8 |
| ROE(%) | 6.5 | 9.1 | 10.3 | 11.0 | 12.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.28 | 0.43 | 0.55 | 0.66 | 0.81 |
| P/E(倍) | 100.5 | 65.6 | 51.6 | 43.3 | 35.0 |
| P/B(倍) | 6.8 | 5.8 | 5.3 | 4.7 | 4.2 |

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2020.03.16

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元): | 25.6 |
| 一年最低/最高(元): | 14.63/31.5 |
| 总股本(亿股): | 15.43 |
| 总市值(亿元): | 395.04 |
| 流通股本(亿股): | 14.88 |
| 流通市值(亿元): | 380.98 |
| 近 3 月换手率: | 240.87% |

股价一年走势



收益涨幅(%)

| 类型 | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | 9.99 | 46.81 | 36.46 |
| 绝对 | 8.36 | 44.97 | 41.05 |

相关报告

投资要件

关键假设

1. 公司 IDC 龙头地位进一步巩固，云计算业务稳定成长；
2. 数据流量爆发式增长行业需求确定性很强；
3. 一线城市 IDC 项目监管审批趋严，一线城市存量 IDC 项目稀缺性将日益提升，公司或将长期收益；

我们区别于市场的观点

市场可能认为很多非一线城市数据中心开始审批建设，一线城市 IDC 的重要性和稀缺性或将下降，从而影响公司未来业绩。我们认为一线城市的 IDC 审批越来越严格，用户对网络需求的体验越来越高，把 IDC 布放到一线城市，更能满足用户需求，不会影响公司业绩。

股价上涨的催化因素

1. 公司目前不断拓展北京、上海及周边 IDC 项目，投产后将会对公司股价产生较大有利影响。
2. 疫情期间，短期需求增加，公司机柜上架率提升，利好公司。

盈利预测与估值

预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 8.49、10.11 和 12.53 亿元，EPS 分别为 0.55、0.66 和 0.81 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

云计算发展不及预期，公司机房建设进展不及预期，子公司商誉减值风险。

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、 公司介绍：行业领先的 IDC 和云计算行业综合服务商 | 5 |
| 2、 行业分析：市场前景广阔，新基建加速行业发展 | 7 |
| 2.1、 流量高速增长，数据中心价值凸显 | 7 |
| 2.2、 我国 IDC 市场潜力巨大，增速远超全球平均水平 | 9 |
| 2.3、 行业进入壁垒增高，头部效应更加明显 | 9 |
| 2.4、 第三方厂商市场份额正在快速提升 | 10 |
| 3、 公司优势：一线城市核心资源，积极布局云计算 | 12 |
| 3.1、 IDC 业务毛利领先行业，稳居行业龙头 | 12 |
| 3.2、 二十年建设运维经验，拥有一线城市核心资源 | 12 |
| 3.3、 与 AWS 强强联合，布局中国广阔的云计算市场 | 13 |
| 4、 盈利预测 | 15 |
| 5、 公司估值 | 16 |
| 5.1、 绝对估值 | 16 |
| 5.2、 相对估值 | 17 |
| 5.3、 估值结论与投资评级 | 18 |
| 6、 风险分析 | 18 |
| 附：财务预测摘要 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 公司股权结构 | 6 |
| 图 2： 2018 年各业务营收占比 | 7 |
| 图 3： 营业收入 | 7 |
| 图 4： 归母净利润 | 7 |
| 图 5： 全球 IP 流量（单位：ZB） | 8 |
| 图 6： 全球数据中心流量（单位 ZB） | 8 |
| 图 7： 全球数据中心数量（单位：万个） | 8 |
| 图 8： 全球数据中心总机架数（单位：万架） | 8 |
| 图 9： 全球数据中心市场收入规模（单位：亿元） | 9 |
| 图 10： 中国数据中心市场收入规模（单位：亿元） | 9 |
| 图 11： 全球 IDC 分布（按收入） | 10 |
| 图 12： 中国 IDC 分布（按收入） | 10 |
| 图 13： 国内 IDC 市场份额（2018 年，含电信运营商） | 11 |
| 图 14： 2018 年国内三方 IDC 厂商市场份额 | 11 |
| 图 15： IDC 业务毛利率对比（单位：%） | 12 |
| 图 16： 网不同类型机房占比情况（单位：%） | 12 |
| 图 17： 服务优势 | 13 |
| 图 18： 全球云计算市场规模和增速 | 14 |
| 图 19： 中国云计算市场规模（亿元） | 14 |
| 图 20： 公司云计算业务营收 | 15 |
| 图 21： FCFE 估值敏感性分析 | 17 |
| 图 22： 光环新网历史估值 | 17 |
| 表 1： 公司发展历程 | 5 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 2: 公司业务分类..... | 6 |
| 表 3: IDC 行业壁垒政策梳理..... | 9 |
| 表 4: IDC 行业模式分类..... | 11 |
| 表 5: IDC 运营模式分类..... | 12 |
| 表 6: 机柜统计情况 (2018 年底) | 13 |
| 表 7: AWS 与光环新网合作历程 | 15 |
| 表 8: 收入分类预测..... | 16 |
| 表 9: FCFE 估值关键假设 | 16 |
| 表 10: FCFE 估值结果 | 16 |
| 表 11: PE 估值法 | 18 |

1、公司介绍：行业领先的 IDC 和云计算行业综合服务商

光环新网二十年耕耘与发展，积累了丰富的行业经验和数据中心资源。公司在北京上海等主要区域自建高品质数据中心，为用户提供高定制化、高可用性、高安全性的数据中心服务。光环新网充分利用自身资源，为客户提供包括 AWS 云计算在内的云服务一体化解决方案，打造安全、高效、便捷、可信赖的企业级 IDC 和云服务。同时，作为北京地区较早提供 ISP 服务的企业之一，公司拥有丰富的电信合作资源，可根据用户个性化需求，提供多样化定制宽带接入服务。

光环新网未来将加快 IDC 产业升级，大力发展云计算业务。公司不断提升研发、技术、服务水平，以专业性的产品和服务为用户提供互联网一站式综合解决方案，成为行业领先的 IDC 和云计算行业综合服务商。

表1：公司发展历程

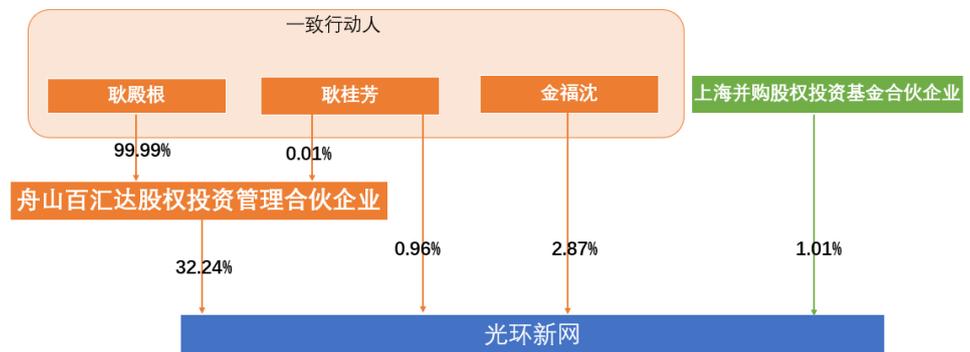
| 年份 | 大事 |
|--------|---|
| 1999 年 | 北京光环新网数字技术有限公司成立； |
| 2000 年 | 获准经营计算机信息网络国际联网业务（ISP 服务资质）； |
| 2001 年 | 获得中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证； |
| 2002 年 | 参加弱电资质重新就位核定工作，由综合布线二级资质定位为建筑智能化工程专业承包二级资质； |
| 2002 年 | 建设自有东环 B2 互联网数据中心，在北京市场率先开展 IDC 业务； |
| 2006 年 | 中标成为北京市 2007-2008 年度电子政务互联网接入服务定点采购商； |
| 2007 年 | 光环新网东环 B1 互联网数据中心（IDC）建成投入运营，光环新网自建数据中心面积达到 3000 平米； |
| 2007 年 | 获颁中华人民共和国增值电信业务北京地区因特网接入服务业务、因特网数据中心业务经营许可； |
| 2007 年 | 获颁中华人民共和国增值电信业务（因特网接入服务业务、因特网数据中心业务）全网跨地区经营许可，获准在全国主要城市经营相关业务； |
| 2008 年 | 中标成为北京市 2009-2010 年度电子政务互联网接入服务定点采购商； |
| 2008 年 | 通过严格的重新认定，第一批获得北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》 |
| 2009 年 | 进行股份制改造，更名为：北京光环新网科技股份有限公司，注册资本增资为 4100 万； |
| 2010 年 | 光环新网酒仙桥数据中心建成并投入运营； |
| 2014 年 | 1 月 29 日北京光环新网科技股份有限公司在深交所挂牌上市，证券代码 300383； |
| 2015 年 | 9 月全资收购中金云网、无双科技，在扩大基础 IDC 服务规模的同时向大数据分析领域迈进； |
| 2016 年 | 8 月光环新网与亚马逊 AWS 签订协议，运营亚马逊 AWS 中国（北京）区域云服务； |
| 2017 年 | 获工信部发放“互联网资源协作服务业务”经营许可，即“云服务业务许可”； |
| 2018 年 | 荣获中国互联网协会及工业和信息化部信息中心颁发的“2018 年中国互联网百强企业”荣誉； |
| 2018 年 | 荣获 2018 年度中国 IDC 产业最具影响力企业奖； |
| 2019 年 | 房山大型云计算基地部分投入运营； |

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

股权结构相对集中，拥有专业的管理团队。创始人耿殿根及一致行动人耿桂芳通过舟山百汇达股权投资管理合伙企业持有公司 32.24% 的股权。公司具有精干、

专业、稳定的核心管理团队，具有敏锐的市场嗅觉，能够快速把握行业市场发展趋势及需求，顺应行业和政策的变化，制定经营规划，增强公司持续盈利能力，稳固公司行业地位。

图1： 公司股权结构



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司主营业务为互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）、云计算服务、互联网宽带接入服务（ISP）等互联网综合服务。光环新网致力于以先进技术、优质资源 and 高品质服务推动互联网创新发展。公司聚拢优质资源和技术，为用户提供安全、稳定、高速的互联网服务，在市场上赢得了良好的品牌信誉和较高的市场份额。

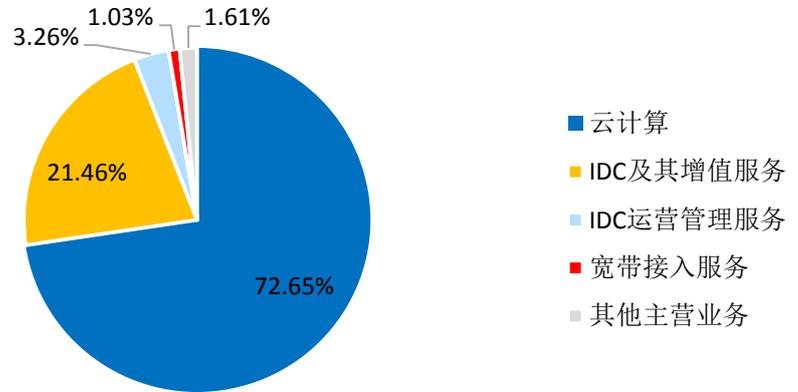
表2： 公司业务分类

| 业务分类 | 概况 |
|----------------|--|
| 互联网数据中心服务（IDC） | 互联网数据中心业务是伴随着互联网发展而兴起的服务器托管、租用、运维以及网络接入服务的业务，亦是云计算业务发展必不可少的组成部分，为互联网应用发展提供了基础设施。公司在数据中心建设及运营方面已经积累了二十年的经验，时刻紧跟互联网技术发展趋势，保持技术领先优势，服务能力达到国际先进水平。公司目前在北京、上海及其周边地区正在运营的数据中心有东直门、酒仙桥、亚太中立亦庄、科信盛彩、中金云网、上海嘉定、房山一期（部分投产）、燕郊一期、燕郊二期等多处高品质的数据中心，可供运营的机柜超过 3 万个。 |
| 云计算业务 | 公司积极布局云计算市场，2016 年公司与亚马逊通签署了《运营协议》，获得亚马逊授权开始独立运营 AWS 中国（北京）区域云服务，利用公司北京及周边地区的基础设施面向中国境内客户提供服务。2017 年公司与亚马逊通签署了《分期资产出售主协议》，向亚马逊通购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产，确保公司持续稳定地提供并运营基于 AWS 技术的云服务。2017 年末，公司获得云服务牌照，进一步促进公司云计算业务的发展。报告期内，公司投资成立了控股子公司光环云数据有限公司，专注于 AWS 服务在华的营销与服务支持，有助于公司云计算业务的持续发展。 |
| 互联网宽带接入服务（ISP） | 作为行业领先的企业互联网接入服务商，光环新网经过近二十年的发展和完善，拥有完备多样的电信合作资源，可根据用户需求提供丰富多样的带宽接入服务。同时，光环新网还为客户提供 PCM、EDSL、微波等多种接入方式以满足客户不同需求。 |

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

IDC 业务和云计算业务两者占营收比例最高。公司自 2016 年与亚马逊合作后，云计算也成为公司主要收入贡献之一，2018 年云计算营收占比 72.65%，与 IDC 业务合计占比 97.37%。

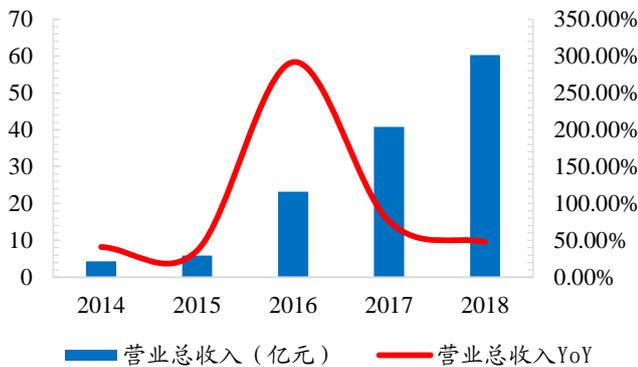
图2： 2018 年各业务营收占比



资料来源：wind，新时代证券研究所

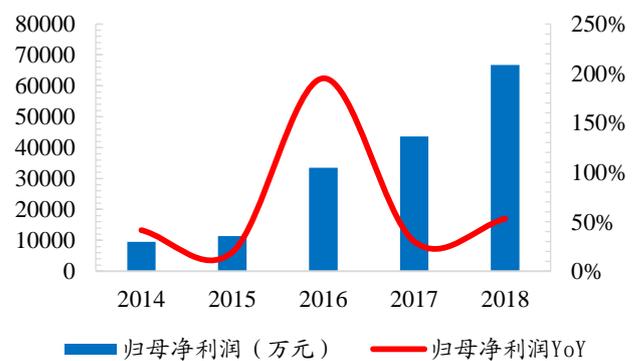
业绩高速增长,2014-2018 年营收复合增速为 92.95%。随着互联网流量的爆发，IDC 及增值服务收入比重迅速上升，2015-2018 年公司通过并购迅速扩大收入规模，2018 年公司营业收入 60.23 亿元，同比增长 47.73%，2014-2018 年复合增长率为 92.95%；2018 年归母净利润 6.67 亿元，同比增长 53.95%，2014-2018 年复合增长率为 63.73%。

图3： 营业收入



资料来源：wind，新时代证券研究所

图4： 归母净利润



资料来源：wind，新时代证券研究所

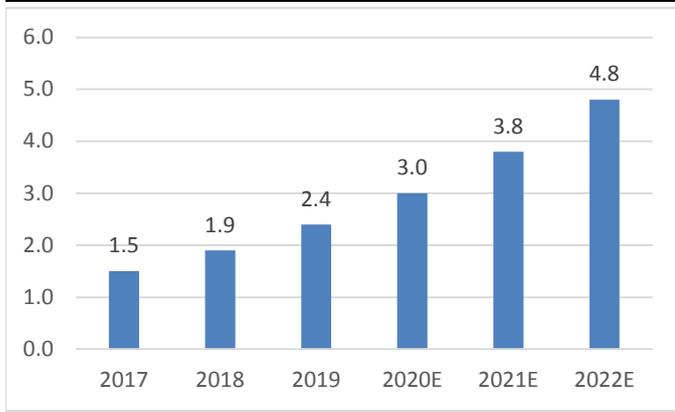
2、 行业分析：市场前景广阔，新基建加速行业发展

2.1、 流量高速增长，数据中心价值凸显

IDC 行业受全球数据量增长驱动,数据中心流量主导全球数据流量。基于 IDC、Synergy Research 等机构预测，全球数据量每 40 个月将翻一番。其中大数据中心成为数据的主要承载中心。进入互联网时代后，大部分数据流量发生或终止于数据中

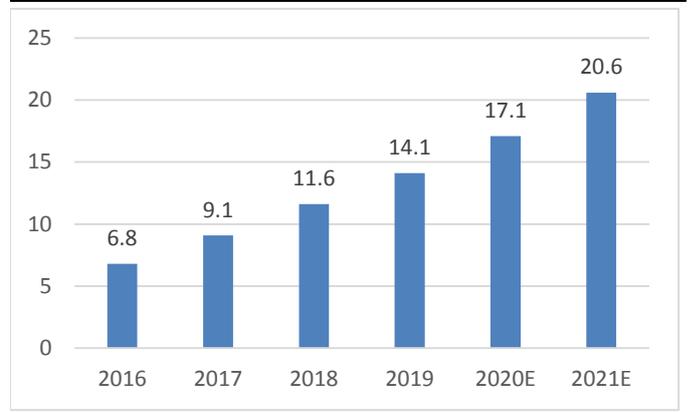
心。根据 CISCO2018 年 12 月颁布的《全球云指数 (2016-2021)》以及《移动网络可视化网络指数 (2017-2022)》预测, 2022 年全球互联网数据量将达到 4.8ZB, 而数据中心数据流量在 2016 年已经达到 6.8ZB。预计数据中心流量将从 2016 年的 6.8ZB 增长到 2021 年的 20.6ZB, 年复合增速将超过 25%。可见数据中心将承载大部分流量数据的增长。

图5: 全球 IP 流量 (单位: ZB)



资料来源: CISCO, 新时代证券研究所

图6: 全球数据中心流量 (单位 ZB)

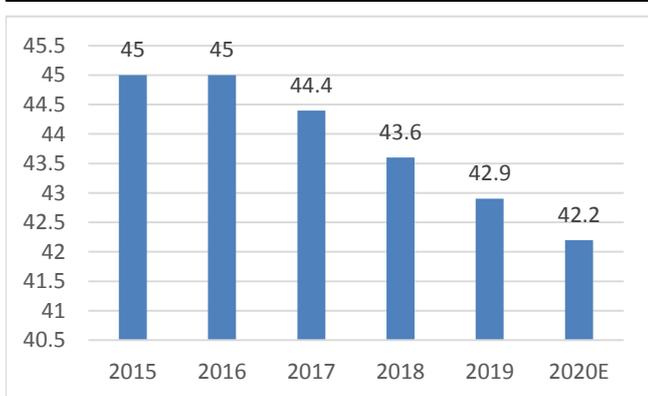


资料来源: CISCO, 新时代证券研究所

数据中心网络重要性逐渐超过运营商网络。大数据、云计算时代来临后, 对于复杂应用场景算法的实现如图像识别、人工智能等, 需要更复杂的硬件架构来实现, 而数据中心可以给大数据分析提供最基础的架构。这也意味着数据中心网络相比运营商网络不仅具有传输功能, 更要有高性能计算处理以及存储的能力。简单的举例来讲, 公安交通用的人脸识别系统中, 上传的图片可能只有几兆数据量; 但是图片进入数据中心进行分析, 需要经过一系列复杂的计算流程, 再与数据库中的海量数据进行比对, 这个中间过程产生的运算和数据量远远超过原有信息大小; 最后返回给用户的仅仅是身份信息, 而这个身份信息可能只有几十 K 数据量。

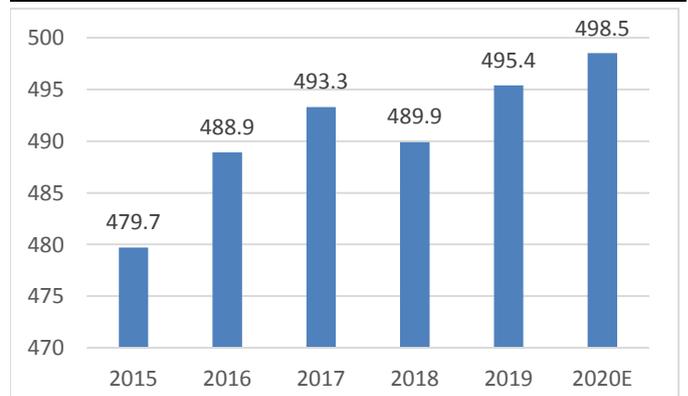
大型、超大型数据中心优势将进一步显现, 行业玩家减少。2017 年开始, 伴随大型化、集约化的发展, 全球数据中心开始缩减。据 Gartner 统计, 截至 2017 年底, 全球数据中心总计 44.4 万个, 其中大型数据中心 1341 个。预计到 2020 年全球数据中心将减少到 42.2 万个。我国的数据中心数量在 2017 年底达到 1844 个, 规划在建数量 463 个, 其中以大型数据中心为建设主力。

图7: 全球数据中心数量 (单位: 万个)



资料来源: Gartner, 新时代证券研究所

图8: 全球数据中心总机架数 (单位: 万架)



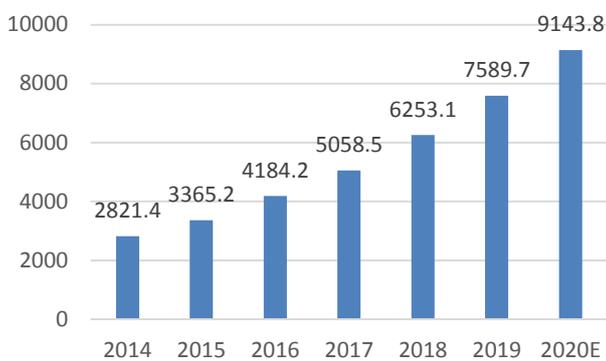
资料来源: Gartner, 新时代证券研究所

2.2、我国 IDC 市场潜力巨大，增速远超全球平均水平

我国的数据流量年复合增长率远超全球平均水平。据中国产业信息网预测，我国的数据流量年均复合增长率接近 50%，远高于全球 36% 的平均水平。庞大的数据流量增量为大型数据中心发展建设打下坚实基础。数据中心机柜数 2018 年已达到 210 万个，年增长率为 26%。

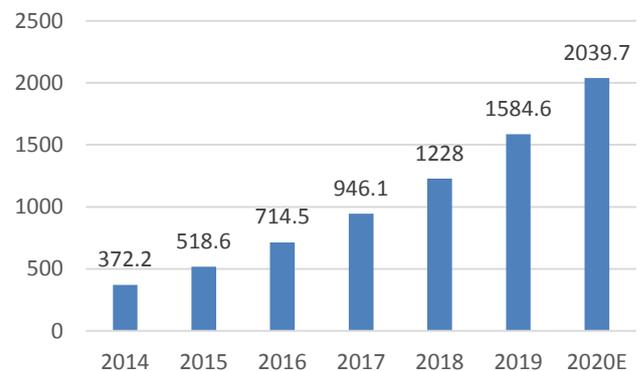
2012 年-2019 年，我国 IDC 业务收入保持快速增长态势，年复合平均增长率接近 30%。据中国信通院预测，未来三年我国 IDC 业务收入将继续保持快速增长，预计 2020 年我国 IDC 业务收入将超过 2000 亿元。

图9：全球数据中心市场收入规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图10：中国数据中心市场收入规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

2.3、行业进入壁垒增高，头部效应更加明显

IDC 行业具有明显的资源约束性。水电能耗指标和市场准入构成了 IDC 行业的行业壁垒。经营基础电信业务，须经国务院信息产业主管部门审查批准，取得《基础电信业务经营许可证》。电信主管部门受理申请并对申请企业是否满足申请条件进行审查，依法做出予以批准或者不予批准决定。行业进入许可制度构成进入 IDC 行业及云计算行业的主要障碍。此外，一线城市由于能源、土地等资源稀缺，对于数据中心开发建设监管趋严。在国内政策上，出于对一线城市能耗、环保等考虑，北京、上海等中心城市已明文规定限制 IDC 建设，一线城市 IDC 政策趋紧是常态。在一线城市及其周边有 IDC 资源储备和优势的厂商将更有竞争优势。

表3：IDC 行业壁垒政策梳理

| 政策标题 | 内容简介 |
|-------------------------------|--|
| 《北京市新增产业的禁止和限制目录》 (2018 版) | 全市范围内，禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外），中心城区（包括东城区、西城区、朝阳区、海淀区、丰台区、石景山区）全面禁止新建和扩建数据中心。 |
| 《上海市互联网数据中心建设导则》 (2019) | 选址布局：严禁在中环以内区域新建 IDC，原则上选择在外环外符合配套条件的既有工业区内，采用先进节能技术集约建设，并将区域经济密度要求。 |

政策标题

内容简介

资质资历：鼓励基础电信运营商、大型 IDC 专业运营商、专业云服务商（含大型人工智能专业服务企业）申报，申报主体须具备大规模数据中心运营经验。

设计指标：单项目规模应控制在 3000 至 5000 个机架，平均机架设计功率不低于 6kW，机架设计总功率不小于 18000kW，PUE 值严格控制不超过 1.3。

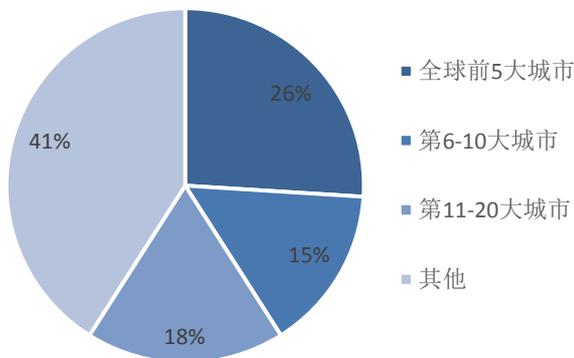
《关于加强上海互联网数据中心统筹建设的指导意见》（2019）

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；坚持用能限额，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。

资料来源：国家政务服务平台官网，上海市经信委官网，新时代证券研究所

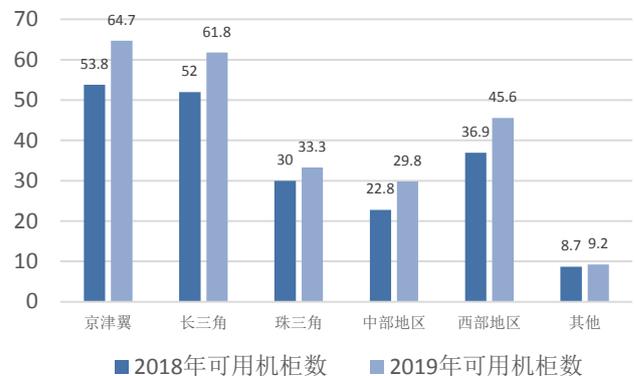
IDC 数据中心区位稀缺性将变得越来越明显。IDC 下游用户分布与其所在地区的经济发达程度呈现明显正相关性。经济发达地区基础设施的完整性和数据业务的需求集中性使得 IDC 行业的头部效应更加明显。据 Synergy 统计，2017 年全球前 20 大城市的 IDC 收入占比占全行业的 57%。据工信部发布的《全国数据中心应用发展指引（2018）》数据，我国 IDC 资源主要集中在京津冀、长三角和珠三角地区。

图11: 全球 IDC 分布 (按收入)



资料来源：Synergy，新时代证券研究所

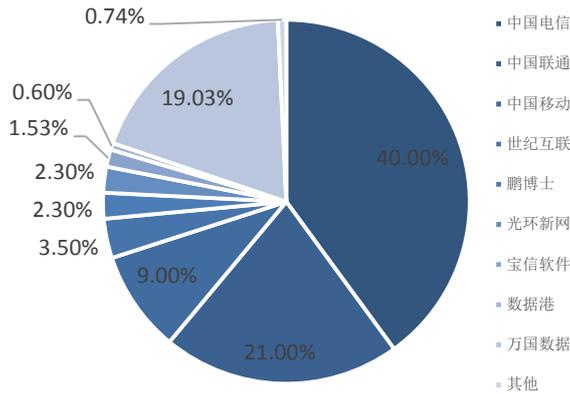
图12: 中国 IDC 分布 (按收入)



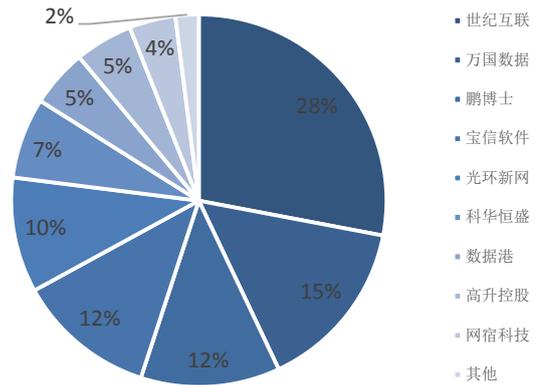
资料来源：Synergy，新时代证券研究所

2.4、第三方厂商市场份额正在快速提升

目前国内三大运营商占据 72% 的市场份额，其余市场份额被第三方 IDC 厂商瓜分。国内 IDC 服务方主要包括运营商，第三方 IDC 厂商和云计算厂商等。目前运营商占据大部分市场份额。第三方 IDC 厂商受益于政策支持，业务规模逐步扩大，服务专业化成为最大优势。国内 A 股市场中公司市场份额稳居前列，通过外延+并购的方式，其市场份额有望不断扩大。

图13: 国内 IDC 市场份额 (2018 年, 含电信运营商)

资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图14: 2018 年国内三方 IDC 厂商市场份额

资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

自行建设并运营 IDC 机房与租用基础通信运营商机房和合建机房相比, 该模式拥有较高溢价。 IDC 行业的经营模式有三类: 1) 自行建设并运营 IDC 机房, 即不依靠基础通信运营商, 也称中立 IDC (第三方 IDC 运营)。自行建设并运营 IDC 机房的各类硬件设施、计算机及网络设备均由企业自行购置, 自行或委托具有专业资质的集成商建设机房, 机房建成后接入基础运营商网络, 对外提供机柜租用、带宽租用、IP 地址租用等基础服务及其他增值服务并收取相关费用。由于自建 IDC 机房资金投入大, 此种模式对专业 IDC 服务商的资本实力有较高要求。2) 与基础通信运营商合作, 租用基础通信运营商机房; 3) 与基础通信运营商合作运营 IDC 机房

第三方 IDC 优势明显, 市场份额或将快速提升。 根据数据显示, 当前第三方 IDC 的市场份额在 38% 左右。与运营商 IDC 比较, 第三方 IDC 竞争优势明显, 主要表现在以下几个方面: 1) IDC 业务并非三大运营商的主要业务, 其业务收入通常约占总收入的 1%~3%, 主要用来支持核心网络宽带服务; 2) 运营商数据中心建设较早, 机房性能不足, 只能接入本公司网络, 服务灵活性和细致性程度都不如中立 IDC 厂商。而第三方 IDC 厂商运维团队更为专业, 网络带宽接入更为综合, 运维响应速度更快, 正常运行时间更长; 3) 中立 IDC 能够满足客户的定制化需求, 还能提供其他增值服务。同时, 对 IDC 服务商而言, 自建 IDC 机房与租用基础通信运营商机房相比拥有更高的利润水平。第三方厂商由于更能适应企业的个性化需求、保持网络中立且在建设速度、定制设计、成本节约以及运维管理等方面更具优势, 市场份额正在快速提升。

表4: IDC 行业模式分类

| IDC 厂商 | 优势 | 劣势 | 代表厂商 |
|-------------|--|---|--------------------|
| 基础电信运营商 | 1. 自有带宽业务 2. 利用原有大客户资源 3. 原有大型机房可用 | 1. 定制化功能不足 2. 流程漫长、响应缓慢 3. 三网互通受限 | 中移动 中电信 中国联通 |
| 第三方 IDC 运营商 | 1. 可个性化定制 2. 机制灵活, 个性化定制 | 1. 需寻找机房条件 2. 依靠运营商运行宽带 | 宝信软件 光环新网 |

资料来源: 新时代证券研究所

按业务模式划分, 第三方 IDC 厂商可分为批发型和零售型。 批发型 IDC 厂商的客户群主要是大型的互联网企业和高科技企业, 为企业提供个性化或者标准化服务。而零售型 IDC 厂商的客群主要为中小型企业, 主要为企业提供标准化服务。

公司为零售型厂商龙头企业。

表5: IDC 运营模式分类

| | 批发型数据中心 | 零售型数据中心 |
|-------|----------------------------|----------------|
| 客群 | 大型互联网公司, 电信运营商 | 中小企业, 新兴企业 |
| 合同期限 | 长期合同, 一般 5-10 年, 或者 10 年以上 | 年度合同 |
| 客户黏度 | 高 | 低 |
| 租售单位 | 一个机房模块 | 单个机柜 |
| 单机柜功率 | 高, 4.5kw-8kw | 低, 1.5kw-5kw |
| 满租期 | 1 年 | 2-4 年 |
| 单机柜均价 | 低 | 高 |
| PUE | 低, 一般在 1.7 以下 | 高, 一般在 1.8-2.5 |
| 能效 | 高 | 低 |
| 可定制性 | 高 | 低 |
| TCO | 低 | 高 |
| 代表厂商 | 宝信软件、数据港、万国数据 | 光环新网、鹏博士 |

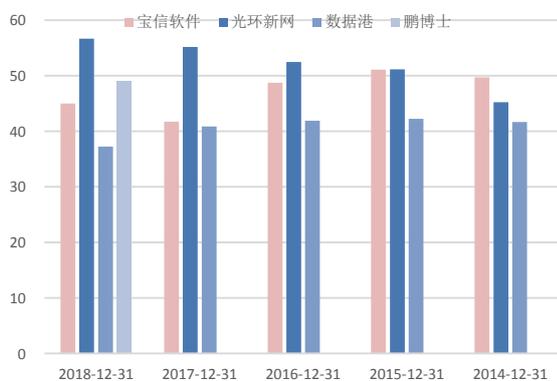
资料来源: 上市公司招股说明书, 新时代证券研究所

3、公司优势: 一线城市核心资源, 积极布局云计算

3.1、IDC 业务毛利领先行业, 稳居行业龙头

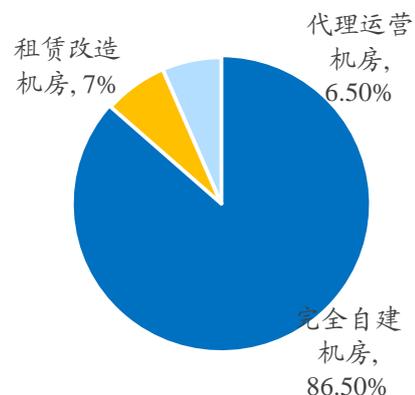
公司依靠自建机房, IDC 业务毛利率在同比厂商中最高。国内主要竞争者中, 光环新网专注于零售型业务。鹏博士正从宽带业务向全面 IDC 业务转型, 相关业务占比较小。数据港目前机贵数量较少。网宿科技正退出 IDC 市场, 公司是国内零售型第三方 IDC 厂商中的优质标的和龙头厂商。

图15: IDC 业务毛利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图16: 网不同类型机房占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、二十年建设运维经验, 拥有一线城市核心资源

二十年数据中心建设及运营方经验, 拥有绝对服务优势。互联网数据中心业务

是伴随着互联网发展而兴起的服务器托管、租用、运维以及网络接入服务的业务，亦是云计算业务发展必不可少的组成部分，为互联网应用发展提供了基础设施。公司在数据中心建设及运营方面已经积累了二十年的经验，时刻紧跟互联网技术发展趋势，保持技术领先优势，服务能力达到国际先进水平。

图17: 服务优势

| | |
|--|--|
| <p>1 高标准数据中心设计</p> <p>T3+数据中心设计，防震机柜、舒适宽敞托管空间； 高应用性模块化设计； 精密空调以及机房水冷及风冷空调系统保证机房内恒温；</p> | <p>2 卓越服务</p> <p>汇聚专业人才，16年IDC运维管理经验； 通过ISO9001、2008质量管理体系认证； 7*24小时客户服务，工程师团队365天设备监控；</p> |
| <p>3 多重防护</p> <p>大功率UPS设备，配备柴油发电机作为后备电力支持； 先进烟感火警系统，采用FM200气体灭火设备； 建设防尘、防静电等环境保护设施；</p> | <p>4 7*24安防守护</p> <p>数据中心7*24小时安保值守； 门禁系统与指纹识别系统双重保证； 严格的机房管理制度，保证托管设备的安全；</p> |

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

拥有一线城市核心资源，竞争优势明显。公司目前在北京、上海及其周边地区正在运营的数据中心有东直门、酒仙桥、亚太中立亦庄、科信盛彩、中金云网、上海嘉定、房山一期（部分投产）、燕郊一期、燕郊二期等多处高品质的数据中心，可供运营的机柜超过3万个。同时公司积极推进IDC全国战略布局，房山二期、河北燕郊三期、燕郊四期、上海嘉定二期、江苏昆山园区等绿色云计算基地项目的筹划及建设等正在积极进行中。上述各项目全部达产后，公司将拥有约10万个机柜的服务能力，公司数据中心资源优势明显。截至2018年底，公司是北京区域规模最大的第三方IDC服务商，目前在北京东直门、酒仙桥、亦庄、房山、河北燕郊等地运营近3.8万个机柜。

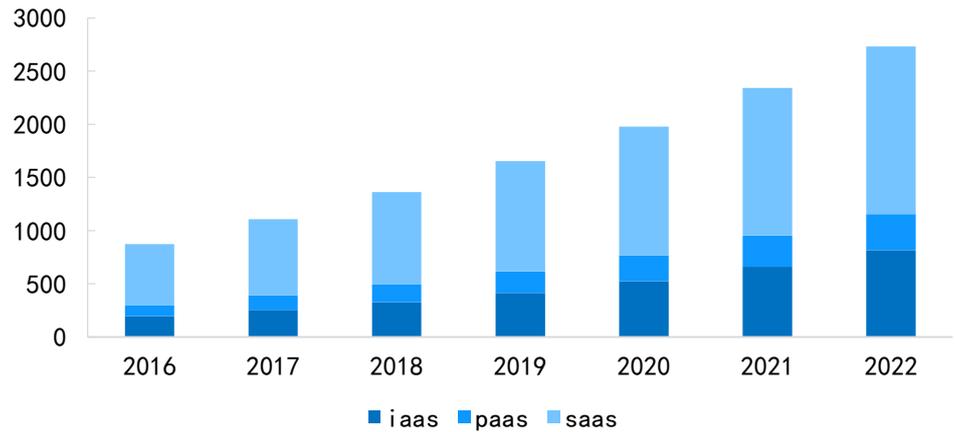
表6: 机柜统计情况（2018年底）

| 公司名称 | 分布区域 | 机柜数量（架） |
|------|--------------------------|---------|
| 光环新网 | 东直门、太和桥、酒仙桥、房山、燕郊 | 38000 |
| 鹏博士 | 酒仙桥、国贸、三元桥、中关村、苏州桥、亦庄、双桥 | 18000 |
| 世纪互联 | 酒仙桥、亦庄、大红门、顺义等 | 20000 |
| 万国数据 | 大兴、昌平、廊坊、顺义 | 14000 |

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3、与 AWS 强强联合，布局中国广阔的云计算市场

全球云计算持续增长，中国市场空间广阔。据Gartner统计，全球云计算服务市场保持稳定增长态势，2018年全球公有云服务市场规模达1363亿美元，增速23%，预计2022年市场规模将超过2700亿美元。

图18: 全球云计算市场规模和增速

资料来源: Gartner, 新时代证券研究所

受益于政策利好和产业发力,我国云计算行业成长迅速。根据国务院发展研究中心报告,2019年我国云计算市场规模已达1290.7亿元,同比增长34.1%,过去四年复合增速达35.11%。未来,中国人工智能和边缘计算等高新技术的迅速发展将继续带动云计算的市场需求和技术进步,5G等前沿科技的落地将全面促进云计算和相关领域的结合与发展,所以我国云计算行业仍将维持较高增速。根据报告预测,2023年,中国云计算产业规模将达到3097亿元,未来四年复合增速达24.46%。

图19: 中国云计算市场规模(亿元)

资料来源: 2019中国云计算产业发展白皮书、新时代证券研究所

与AWS强强联合,云计算业务未来可期。2016年公司与亚马逊通签署了《运营协议》,获得亚马逊通授权开始独立运营AWS中国(北京)区域云服务,利用公司北京及周边地区的基础设施面向中国境内客户提供服务。2017年公司与亚马逊通签署了《分期资产出售主协议》,向亚马逊通购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产,确保公司持续稳定地提供并运营基于AWS技术的云服务。2017年末,公司获得云服务牌照,进一步促进公司云计算业务的发展。公司投资成立了控股子公司光环云数据有限公司,专注于AWS服务在华的营销与服务支持,有助于公司云计算业务的持续发展。同时,公司积极推进自主云产品的开发和服务内容的拓展,努力打造更为便捷、高效、安全、可信赖的企业级云产品及服务,为

客户提供更专业的云计算一体化解决方案。

表7: AWS 与光环新网合作历程

| 时间 | 合作内容 |
|------|---|
| 2010 | 与卓越网（亚马逊中国）建立合作关系 |
| 2012 | 与亚马逊通建立合作关系，成为 AWS 重要合作伙伴 |
| 2013 | 公司与亚马逊在互联网数据中心业务方面进行了合作，在国内联合推出 AWS 公有云服务 |
| 2015 | 光环云谷与亚马逊通签订租赁公司数据中心的合作协议 |
| 2016 | AWS 中国（北京）区域的云服务由光环新网运营和提供， |
| 2017 | 公司向亚马逊购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产 |
| 2017 | 成立光环云数据公司为 AWS 云服务提供销售和支持服务。 |

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

光环新网云的云计算收入包括运营 AWS 云服务、无双科技 SaaS 云业务、公司自有云产品业务，此外还有一部分私有云和混合云业务。目前公司自有云服务、中金云网私有云业务、光环有云云增值业务和混合云业务体量仍然很小，主要收入来自 AWS 和无双科技两部分。2018 年公司云计算业务收入 437,577.59 万元，较 2017 年增长 52.40%，2018 年实现营业利润 47,263.09 万元，较 2017 年同期增长 61.49%。

图20: 公司云计算业务营收



资料来源：wind，新时代证券研究所

4、盈利预测

公司主营业务为互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）及云计算业务，其他业务占比很小，IDC 业务贡献了主要利润。

主要假设：

1. 假设公司机房建设、机柜上架、机柜销售稳步推进，其中：酒仙桥、光环燕郊云谷、上海嘉定、北京房山陆续上架，同时，中金云网等成熟机房保持平稳运营，公司机柜价格销售未来维持在 8-9 万/年区间内。
2. 假设未来公司代理 AWS 云计算业务进入平稳经营期，收入增速保持在 18%-20% 水平，整体云计算板块保持平稳的增长和盈利水平。

3. 假设 IDC 机房建设、折旧成本、及电费成本随营收同比例增长、运营维护成本边际下降、税率保持不变。

表8: 收入分类预测

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| 云计算 | 287,132.87 | 437577.59 | 516341.5562 | 671244.0231 | 839055.0288 |
| YoY | | 52.40% | 18.00% | 30.00% | 25.00% |
| IDC 及其增值服务 | 87,448.70 | 129238.6 | 161548.25 | 210012.725 | 273016.5425 |
| YoY | | 47.79% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| IDC 运营管理服务 | 20,447.69 | 19632.64 | 19632.64 | 20614.272 | 21644.9856 |
| YoY | | -3.99% | 0.00% | 5.00% | 5.00% |
| 宽带接入服务 | 6,354.85 | 6192.23 | 6192.23 | 6192.23 | 6192.23 |
| YoY | | -2.56% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 其他主营业务 | 6332.75 | 9675.4 | 11610.48 | 15093.624 | 19621.7112 |
| YoY | | 52.78% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |
| 总收入 | 407,716.86 | 602,316.46 | 715,325.16 | 923,156.87 | 1,159,530.50 |
| YoY | | 47.73% | 18.76% | 29.05% | 25.60% |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、公司估值

5.1、绝对估值

采用 FCFF 绝对估值法, 假设如表 8, 得到公司目标价为 26.65 元

表9: FCFF 估值关键假设

| 关键假设 | 数值 |
|-----------------|--------|
| 债务资本成本 Kd | 5.61% |
| 有效税率 Tx (%) | 13.9% |
| 无风险利率 Rf (%) | 3.2% |
| 市场的预期收益率 Rm (%) | 12.0% |
| BETA 系数 | 0.75 |
| 债务资本比重 Wd | 23.33% |
| 股权资本成本 Ke | 9.80% |
| 加权平均资本成本 WACC | 8.82% |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

表10: FCFF 估值结果

| FCFF 估值 | 数值 (百万) |
|---------|-----------|
| 企业价值 | 43185.37 |
| 股权价值 | 41110.85 |
| 每股价值(元) | 26.65 (元) |

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图21: FCFE 估值敏感性分析

| 估值矩阵: 只适用永续增长模型 | | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 永续增长率 g WACC | 1.86% | 2.05% | 2.25% | 2.48% | 2.73% | 3.00% | 3.30% | 3.63% | 3.99% | 4.39% | 4.83% |
| 5.48% | 54.59 | 57.11 | 60.22 | 64.12 | 69.16 | 75.86 | 85.17 | 98.91 | 121.06 | 162.54 | 267.32 |
| 6.03% | 45.90 | 47.68 | 49.84 | 52.51 | 55.86 | 60.18 | 65.94 | 73.94 | 85.73 | 104.76 | 140.38 |
| 6.63% | 38.70 | 39.96 | 41.49 | 43.33 | 45.61 | 48.47 | 52.17 | 57.08 | 63.91 | 73.99 | 90.24 |
| 7.29% | 32.68 | 33.59 | 34.66 | 35.96 | 37.52 | 39.46 | 41.89 | 45.03 | 49.20 | 55.00 | 63.56 |
| 8.02% | 27.61 | 28.26 | 29.03 | 29.94 | 31.03 | 32.35 | 33.98 | 36.04 | 38.68 | 42.21 | 47.10 |
| 8.82% | 23.32 | 23.79 | 24.34 | 24.98 | 25.74 | 26.65 | 27.76 | 29.13 | 30.85 | 33.07 | 36.02 |
| 9.71% | 19.67 | 20.01 | 20.40 | 20.85 | 21.39 | 22.02 | 22.78 | 23.70 | 24.84 | 26.27 | 28.12 |
| 10.68% | 16.55 | 16.79 | 17.07 | 17.40 | 17.77 | 18.21 | 18.74 | 19.36 | 20.12 | 21.06 | 22.24 |
| 11.74% | 13.89 | 14.06 | 14.26 | 14.49 | 14.75 | 15.06 | 15.42 | 15.85 | 16.36 | 16.98 | 17.75 |
| 12.92% | 11.60 | 11.73 | 11.87 | 12.03 | 12.21 | 12.42 | 12.67 | 12.97 | 13.31 | 13.73 | 14.23 |
| 14.21% | 9.64 | 9.73 | 9.83 | 9.94 | 10.07 | 10.22 | 10.39 | 10.59 | 10.82 | 11.10 | 11.43 |

资料来源: 新时代证券研究所

5.2、相对估值

公司属于 IDC 运营服务业, 盈利相对稳定, 周期性不强, 用 PE 来对公司进行相对估值, 司行业景气度高, 公司运营良好, 谨慎保守估计, 给予 43.3 倍的历史平均估值。

图22: 光环新网历史估值



资料来源: wind, 新时代证券研究所

相对估值法下, 我们选取宝信软件和数据港作为可比公司, 取其平均一直预期未来 PE 作为比值倍数进行估值。预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 8.49、10.11 和 12.53 亿元, EPS 分别为 0.55、0.66 和 0.81 元。根据相对估值法, 参考可比公司调整后市盈率均值, 给予 2020 年 43.3 倍 PE, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表11: PE 估值法

| 公司 | A 股市价 (元/股) | 正常化的每股收益 (元/股) | | | | P/E | | | |
|------|----------------|----------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 光环新网 | 28.40 | 0.43 | 0.56 | 0.72 | 0.91 | 65.6 x | 51.6 x | 43.3 | 35.0 x |
| 数据港 | 52.00 | 0.68 | 0.52 | 0.85 | 1.55 | 36.47 x | 72.43 x | 61.21 x | 33.61 x |
| 宝信软件 | 0.76 | 0.76 | 0.98 | 1.20 | 2.45 | 27.34 x | 62.33 x | 48.30 x | 39.45 x |

资料来源: 新时代证券研究所, 比值股价日期为 2020 年 3 月 13 日收盘价

5.3、估值结论与投资评级

我们认为基于公司所在的行业分析、市场空间测算、公司各业务增长情况及估值得出的结论, 公司未来高成长性可期, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6、风险分析

云计算发展不及预期, 公司机房建设进展不及预期, 子公司商誉减值风险。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 2922 | 3253 | 2737 | 4511 | 4344 | 营业收入 | 4077 | 6023 | 7153 | 9231 | 11594 |
| 现金 | 494 | 731 | 554 | 715 | 899 | 营业成本 | 3228 | 4741 | 5508 | 7108 | 9044 |
| 应收票据及应收账款合计 | 987 | 1623 | 1273 | 2584 | 2180 | 营业税金及附加 | 27 | 28 | 31 | 48 | 60 |
| 其他应收款 | 141 | 221 | 209 | 346 | 351 | 营业费用 | 52 | 45 | 66 | 80 | 102 |
| 预付账款 | 228 | 302 | 328 | 485 | 536 | 管理费用 | 237 | 138 | 215 | 277 | 290 |
| 存货 | 5 | 9 | 7 | 14 | 13 | 研发费用 | 0 | 183 | 286 | 369 | 348 |
| 其他流动资产 | 1067 | 366 | 366 | 366 | 366 | 财务费用 | 68 | 120 | 80 | 195 | 313 |
| 非流动资产 | 7692 | 8134 | 9213 | 11232 | 13428 | 资产减值损失 | 4 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 9 | 0 | -1 | -6 | -11 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3854 | 4040 | 5043 | 6863 | 8876 | 其他收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 405 | 397 | 469 | 548 | 602 | 投资净收益 | 43 | 26 | 23 | 28 | 30 |
| 其他非流动资产 | 3424 | 3697 | 3703 | 3827 | 3961 | 营业利润 | 504 | 785 | 989 | 1182 | 1467 |
| 资产总计 | 10614 | 11387 | 11950 | 15743 | 17773 | 营业外收入 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 流动负债 | 1352 | 1753 | 1680 | 4599 | 5497 | 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 80 | 140 | 920 | 3572 | 4366 | 利润总额 | 510 | 788 | 993 | 1185 | 1470 |
| 应付票据及应付账款合计 | 919 | 1165 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 66 | 104 | 136 | 164 | 197 |
| 其他流动负债 | 353 | 448 | 759 | 1026 | 1131 | 净利润 | 444 | 684 | 857 | 1021 | 1273 |
| 非流动负债 | 2434 | 2128 | 1937 | 1851 | 1779 | 少数股东损益 | 8 | 17 | 8 | 10 | 20 |
| 长期借款 | 1545 | 1488 | 1297 | 1211 | 1139 | 归属母公司净利润 | 436 | 667 | 849 | 1011 | 1253 |
| 其他非流动负债 | 889 | 640 | 640 | 640 | 640 | EBITDA | 777 | 1262 | 1338 | 1726 | 2237 |
| 负债合计 | 3786 | 3882 | 3616 | 6450 | 7276 | EPS(元) | 0.28 | 0.43 | 0.55 | 0.66 | 0.81 |
| 少数股东权益 | 396 | 5 | 12 | 23 | 42 | | | | | | |
| 股本 | 1446 | 1540 | 1542 | 1542 | 1542 | 主要财务比率 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 资本公积 | 4092 | 4429 | 4429 | 4429 | 4429 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 893 | 1532 | 2297 | 3208 | 4377 | 营业收入(%) | 75.9 | 47.7 | 18.8 | 29.1 | 25.6 |
| 归属母公司股东权益 | 6431 | 7501 | 8321 | 9271 | 10454 | 营业利润(%) | 47.3 | 55.8 | 26.0 | 19.4 | 24.1 |
| 负债和股东权益 | 10614 | 11387 | 11950 | 15743 | 17773 | 归属于母公司净利润(%) | 30.0 | 53.1 | 27.2 | 19.1 | 24.0 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 20.8 | 21.3 | 23.0 | 23.0 | 22.0 |
| | | | | | | 净利率(%) | 10.7 | 11.1 | 11.9 | 11.0 | 10.8 |
| | | | | | | ROE(%) | 6.5 | 9.1 | 10.3 | 11.0 | 12.1 |
| | | | | | | ROIC(%) | 6.3 | 8.5 | 8.4 | 8.1 | 9.3 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 35.7 | 34.1 | 30.3 | 41.0 | 40.9 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | 29.3 | 20.2 | 31.3 | 54.6 | 54.2 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | 1.0 | 0.8 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 0.8 | 0.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 5.3 | 4.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 4.4 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.28 | 0.43 | 0.55 | 0.66 | 0.81 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.64 | 0.91 | 0.23 | 0.11 | 1.59 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.17 | 4.86 | 5.39 | 6.01 | 6.78 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 100.5 | 65.6 | 51.6 | 43.3 | 35.0 |
| | | | | | | P/B | 6.8 | 5.8 | 5.3 | 4.7 | 4.2 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 59.5 | 35.9 | 34.7 | 28.3 | 22.1 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 406 | 587 | 361 | 166 | 2446 |
| 净利润 | 444 | 684 | 857 | 1021 | 1273 |
| 折旧摊销 | 174 | 389 | 286 | 383 | 512 |
| 财务费用 | 68 | 120 | 80 | 195 | 313 |
| 投资损失 | -43 | -26 | -23 | -28 | -30 |
| 营运资金变动 | -234 | -591 | -840 | -1406 | 377 |
| 其他经营现金流 | -2 | 10 | 0 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -190 | -784 | -1343 | -2374 | -2679 |
| 资本支出 | 816 | 946 | 1080 | 2023 | 2202 |
| 长期投资 | 588 | 122 | 1 | 4 | 5 |
| 其他投资现金流 | 1215 | 284 | -262 | -347 | -472 |
| 筹资活动现金流 | 14 | 434 | 24 | -283 | -377 |
| 短期借款 | 20 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 159 | -57 | -192 | -86 | -72 |
| 普通股增加 | 723 | 93 | 3 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -711 | 338 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -177 | -1 | 213 | -197 | -305 |
| 现金净增加额 | 230 | 237 | -957 | -2491 | -610 |

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|--|
| 北京 | 郝颖 销售总监 |
| | 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕筱琪 销售总监 |
| | 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 |
| | 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>