

光环新网 (300383.SZ) “新基建”、新机遇，打开 IDC 龙头新增长空间

2020年04月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

赵良毕（分析师）

戴晶晶（联系人）

zhaoliangbi@kysec.cn

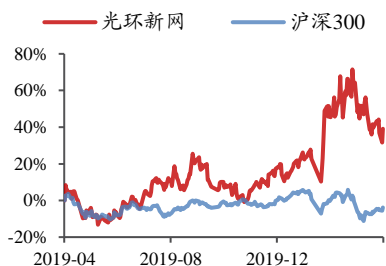
daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

日期	2020/4/14
当前股价(元)	24.06
一年最高最低(元)	31.50/14.63
总市值(亿元)	371.28
流通市值(亿元)	358.06
总股本(亿股)	15.43
流通股本(亿股)	14.88
近3个月换手率(%)	270.84

股价走势图



数据来源：贝格数据

● “新基建”提升行业话语权，IDC 龙头光环新网优先受益，首次覆盖给予“增持”评级

光环新网作为国内专业的云计算及数据中心（IDC）服务提供商，深耕行业二十年，在主要一线城市自建了较多的高品质第三方数据中心。“新基建”首次提出建设数据中心等基础设施，IDC 行业话语权提升，公司作为第三方 IDC 的龙头公司，叠加本次新冠疫情催生的企业上“云”新需求，带动数据流量急剧增长，数据中心的重要性进一步提升，公司将优先受益，“云计算+IDC”业务有望拓宽新的增长空间。我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 8.21/10.12/12.42 亿元，同比增长 23.1%/23.1%/22.8%，EPS 为 0.53/0.66/0.81 元，对应 PE 为 45.3/36.8/30.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● “新基建”叠加疫情提升企业上“云”新需求，公司市占率有望持续增长

数据中心作为数据存储、处理和交互的中心，“新基建”将其定义为基础设施之一，将数据中心的行业地位提升到了新高度，行业景气度、集中度将提升，而光环新网作为第三方 IDC 的龙头，强者恒强的效应将不断凸显。此外由于新冠疫情的影响，“宅”经济以及大量企业要求远程办公，上“云”需求激增，数据流量不断增加，公司市场占有率有望持续增长。

● 深入布局一线城市 IDC 稀缺资源，租金提升带来经营业绩有望超预期

数据中心标准的提高导致市场准入门槛提高，加剧了行业供给紧张形势。公司提前在北京、上海等一线城市自建了较多的优质第三方数据中心，随着一线城市收紧城区及周边的 IDC 建设，一线城市的 IDC 稀缺资源将会在该轮上升需求中受益，租金价格有望提升，带来公司经营业绩有望超预期。

● 催化剂：“新基建”凸显数据中心价值；“云办公”培养用户使用习惯。

● 风险提示：行业竞争加剧风险；公司规模扩张带来的运营管理风险；合规风险。

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	7,133	9,053	11,588
YOY(%)	75.9	47.7	18.4	26.9	28.0
净利润(百万元)	436	667	821	1,012	1,242
YOY(%)	30.0	53.1	23.1	23.1	22.8
毛利率(%)	20.8	21.3	22.1	22.0	22.0
净利率(%)	10.7	11.1	11.5	11.2	10.7
ROE(%)	6.5	9.1	10.0	11.0	11.9
EPS(摊薄/元)	0.28	0.43	0.53	0.66	0.81
P/E(倍)	85.5	55.8	45.3	36.8	30.0
P/B(倍)	5.8	5.0	4.5	4.0	3.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 光环新网：IDC 及云计算综合服务提供商	3
1.1、 掌握一线 IDC 核心资源，行业龙头优势明显	3
1.2、 以互联网数据中心为基石，积极拓展云计算业务	3
1.3、 云计算和 IDC 及其增值服务为公司营收增长双引擎	4
2、 占据一线城市资源，“新基建”提升行业地位	5
2.1、 一线数据中心资源紧缺，行业进入门槛提升	5
2.2、 公司机柜数遥遥领先，“新基建”提升行业地位，强者越强趋势明显	6
2.3、 新冠疫情催生企业上“云”，云计算大有可为	8
3、 盈利预测与投资建议	9
3.1、 核心假设	9
3.2、 盈利预测与估值	9
4、 风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰	3
图 2： 公司深耕数据中心建设，提供多样服务	4
图 3： 公司云计算和 IDC 及其增值服务占营收比重高	5
图 4： 公司 IDC 及其增值服务毛利率高	5
图 5： 中国数据中心机架数量增长明显	7
图 6： 新基建首提数据中心	8
图 7： 到 2023 年云计算市场规模有望突破 3000 亿元	9
表 1： 光环新网深耕行业二十年	3
表 2： 一线城市中心城区限制新建数据中心	6
表 3： 公司机柜数量领先竞争对手（取自公司最新公布数据）	7
表 4： 多家企业开放远程办公软件	8
表 5： 可比公司估值：光环新网处于行业低位	10

1、光环新网：IDC 及云计算综合服务提供商

1.1、掌握一线 IDC 核心资源，行业龙头优势明显

公司主要业务包括互联网数据中心服务（IDC 及其增值服务）及云计算业务。公司是提供互联网宽带接入服务(ISP)和 IDC 服务较早的企业之一，在数据中心建设及运营方面积累了二十年的经验，2016 年开始，公司积极布局云计算市场，推进云产品的开发和拓展。

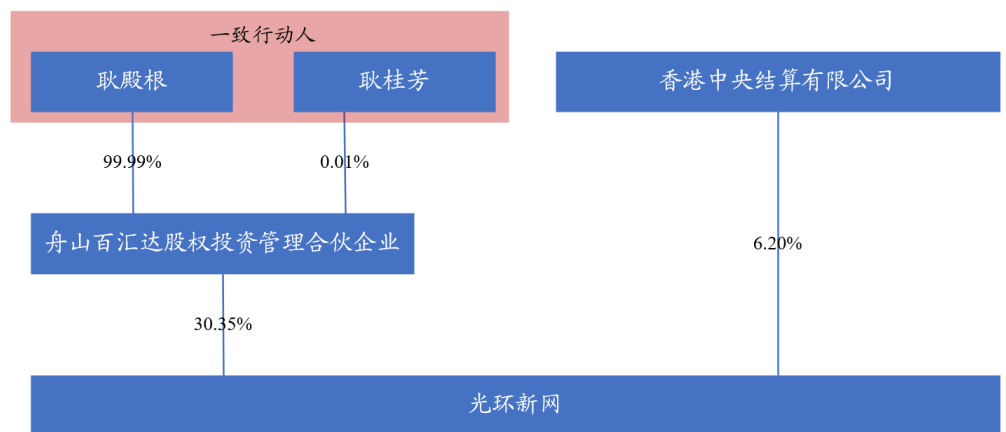
表1: 光环新网深耕行业二十年

时间	事件
1999	北京光环新网数字技术有限公司成立
2000	获准经营计算机信息网络国际联网业务（ISP 服务资质）
2001	获得中华人民共和国电信与信息服务业经营许可证
2007	获颁中华人民共和国增值电信业务经营许可证，因特网接入服务业务，因特网数据中心面积达 3000 平方米
2009	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
2014	北京光环新网科技股份有限公司在深交所挂牌上市
2015	全资收购中金云网、无双科技，在扩大 IDC 服务规模的同时向大数据分析领域迈进
2016	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
2018	荣获中国 IDC 产业最具影响力企业奖
2019	工信部发布中国互联网企业 100 强榜单，光环新网上榜

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构清晰且稳定。实际控制人耿殿根控制的舟山百汇达股权投资管理合伙企业为公司第一大股东，控股 30.35%。

图1: 公司股权结构清晰



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、以互联网数据中心为基石，积极拓展云计算业务

公司深耕互联网数据中心服务业务二十年，提供多样增值服务。互联网数据中心是一种涵括高速互联网接入宽带、高性能局域网络、安全可靠的机房环境的设备，在此基础上提供服务器托管、虚拟主机、邮件缓存等各种增值服务，例如场地的租用服务，域名系统服务等。公司提供基础服务有主机托管以及 VIP 机房出租，增值服

务包括负载均衡，智能 DNS、CDN、VPN、智能灾备和流量检测等，在基础和增值服务外也提供安全防护和运营管理。

图2：公司深耕数据中心建设，提供多样服务

1 高标准数据中心设计

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；

2 卓越服务

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；

3 多重防护

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；

4 7*24安防守护

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；

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司通过早期资源积累与规划，已在一线城市布局数量可观的数据中心，领先优势明显。公司目前拥有酒仙桥数据中心、太和桥云数据中心、光环云谷云计算基地、上海嘉定云计算基地、东直门数据中心、房山云计算基地和亦庄数据中心，目前运营机柜数超过3万个。同时公司积极布局京津冀地区、上海及长三角地区 IDC 市场，筹划房山二期、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。建成后，公司预计将增加至10万个机柜的服务能力。

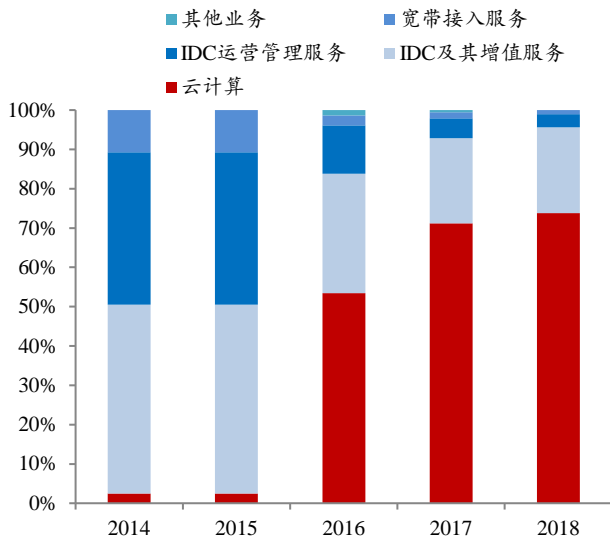
公司积极布局云计算市场，在2016年获得亚马逊授权开始运营 AWS 中国区域云服务，利用公司的基础设施为境内客户提供服务和进行运营。2017年公司获得云服务牌照并进一步促进云计算服务的发展。公司于2018年5月联合发起光环云数据有限公司，光环云数据有限公司亦获得亚马逊授权，推动 AWS 在中国的推广和布局，同时，在云产品的内容和开发上，公司基于 AWS 平台推出 AWS-DX 产品云和 AWS 云两大平台，成为公司营业收入重要一环，截至公司最新一年年报数据（2018年），其营业收入达60.23亿，其中云计算及相关服务占72.65%，相对于2007年增长了52.4%，增长速度大幅领先其他服务。

公司拥有完备多样的电信合作资源，为了满足顾客需要，在为客户提供丰富的宽带接入服务的基础上，也提供 PCM、EDSL 和微波等多种接入方式。基于二十年的成长与完善，公司已发展为行业领先的企业互联网接入服务商。

1.3、云计算和 IDC 及其增值服务为公司营收增长双引擎

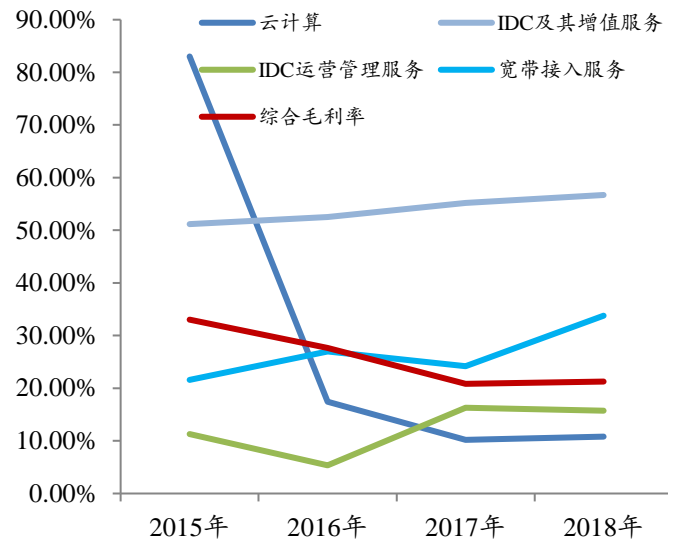
光环新网占据核心资源优势，云计算和 IDC 及其增值服务为公司营收增长双引擎。IDC 是典型的资源型行业，不同厂商技术水平高低，土地资源等资源差异造成竞争差异。光环新网具备核心资源优势，包括人才优势、技术优势、市场优势以及机房优势，云计算和 IDC 及其增值服务为公司营收增长的双引擎，近几年占整体营收的比重较高，二者的快速增长带来了公司营收的高速增长。

图3: 公司云计算和 IDC 及其增值服务占营收比重高



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图4: 公司 IDC 及其增值服务毛利率高



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2、 占据一线城市资源，“新基建”提升行业地位

2.1、 一线数据中心资源紧缺，行业进入门槛提升

数据中心的物理位置影响数据中心的的服务效果，因此数据中心地理位置的选择十分重要。由于请求和响应都必须遍历地理距离，因此数据往返距离通常是地理距离的两倍，而数据传输是需要时间的，因此数据中心的位置与客户的距离越近，就越容易保障运行时间及网络的可靠性。

一线城市人口、相关行业密集，数据中心资源需求旺盛。目前人口聚集一线城市趋势明显，一线城市中人口和经济增长带来数据增长速度远超 IDC 建设速度，供需失衡，凸显一线核心资源珍贵性。根据中国信息通信研究院的数据，目前全球 40% 的 IDC 机柜在美国，我国只有 8%，而我国互联网用户显然多于美国，互联网用户以一线城市为主，这意味着一线城市大数据中心发展空间很大。

表2: 一线城市中心城区限制新建数据中心

层次	时间	政策	主要内容
国家部委	2012	《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场准入工作的报告》	进一步完善了 IDC 业务准入要求,监管政策降低了 IDC 市场准入门槛,促进 IDC 市场健康快速发展。
	2013	《关于数据中心建设布局的指导意见》	数据中心的建设和布局应以科学发展为主题,以加快转变发展方式为主线,以提升可持续发展能力为目标,以市场为导向,以节约资源和保障安全为着力点等。
	2015	《关于国家绿色数据中心试点工作方案》	到 2017 年,围绕重点领域创建百个绿色数据中心试点,试点数据中心能效平均提高 8% 以上,制定绿色数据中心相关国家标准 4 项等。
北京	2014	《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》	禁止新建和扩建数据中心, PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外。
	2018	《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)》	全市全面禁止新建和扩建 PUE1.4 以上的云计算数据中心,中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。
浙江	2017	《浙江省数据中心“十三五”发展规划》	到 2020 年,新建数据中心 PUE 值低于 1.5,改造后的数据中心 PUE 值低于 2.0,绿色数据中心和云计算数据中心比例均超过 40%。数据中心年增长率控制在 30% 以下,至“十三五”末,数据中心机架数不超过 25 万个。
上海	2019	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	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。

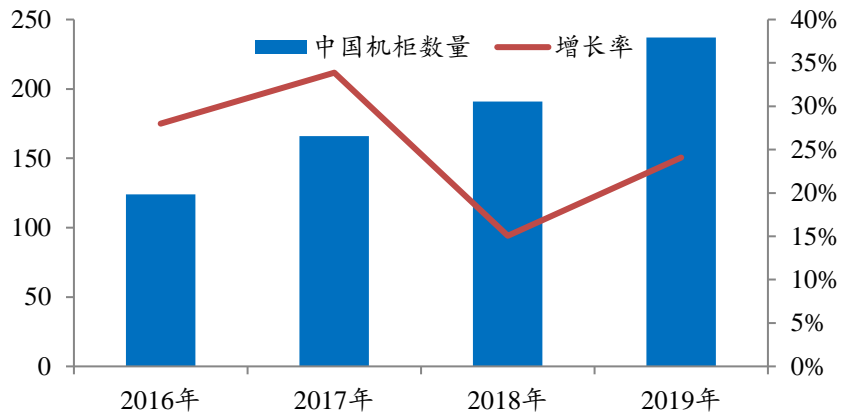
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

IDC 行业进入门槛提升。我国提出以 PUE1.4 为指标,建设绿色数据中心的目標。根据具体行业政策颁布,北京在 2018 年中心城区全面禁止新建和扩建数据中心,市场准入者大幅减少。

光环新网提前布局,在北京上海及其周边地区运营多个数据中心,同时积极实行全国扩张战略,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、燕郊二期等数据中心,将具备提供 10 万个机柜的能力。目前公司可供运营的机柜超过 3 万个,数据中心资源优势明显。在京、沪等一线城市中心城区及周边区域限制建设数据中心的背景下,公司提前布局,占据市场优势。一线城市的 IDC 稀缺资源将会在该轮上升需求中受益,租金价格有望提升,带来公司经营业绩有望超预期。

2.2、公司机柜数遥遥领先,“新基建”提升行业地位,强者越强趋势明显

IDC 需求不断爆发和市场规模扩张明显。近年来,5G、物联网和工业互联网等新兴产业/技术,带动流量急剧增长,驱动 IDC 行业的发展。根据赛迪顾问数据预测,2019 年中国数据中心机柜规模达到 237 万架,在用 IDC 数据中心数量 2213 个。在数据产生量上,根据 Statista 的统计和预测结果显示,中国数据流量将从 2018 年的 7.6ZB 增至 2025 年的 48.6ZB,存在明显增长空间。光环新网作为行业龙头,深耕 IDC 长达 20 年,在 2016 年光环新网与亚马逊 AWS 签订协议开始运营亚马逊 AWS 中国(北京)区域云服务, IDC 需求的爆发和市场规模的扩张将大大提升公司行业地位,提升行业话语权。

图5：中国数据中心机柜数量增长明显


数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

IDC 玩家通过扩张规模抢占优势，目前 IDC 扩张主要途径有三：一是通过并购进行规模扩张。光环新网在北京并购亚马逊新网，中金云网和科信盛彩，实现规模的迅速扩张，保证盈利水平的上升；二是通过扩建，在一线城市对新建 IDC 准入门槛提升以及环保要求提高的大环境下，对原有 IDC 机房的基础设施进行改建，提升使用效率；三是在郊区扩建，充分利用郊区土地资源的优势，在京津冀地区，形成燕郊、怀来等组成的 IDC 群体，增加竞争优势。

表3：公司机柜数量领先竞争对手（取自公司最新公布数据）

时间	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、苏州桥等	18000
万国数据	大兴、昌平、廊坊等	14000
世纪互联	酒仙桥、亦庄、大红门等	20000

资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司为零售型 IDC 厂商龙头，通过对顾客群体区分进行赛道竞争。第三方 IDC 厂商按照业务模式划分，可分为批发型 IDC 厂商和零售型 IDC 厂商。零售型 IDC 厂商的客户群体主要为中小企业和新兴企业，租期一般在 2-4 年，一般以单个机柜为租售单位，单机柜功率在 1.5kw-5kw 左右。金融机构等客户对稳定性和安全性要求高，对价格不敏感，而部分企业对安全性和访问速度要求较低，对价格敏感。随着金融机构利用大数据、云计算等新技术提供更加精准高效的金融服务，金融科技快速发展带动了金融云需求持续增长，光环新网主要面对客户群体为金融客户、云计算以及互联网客户，主要客户未来的需求有望持续增加。

2020 年 3 月 4 日，中央政治局常务委员会召开会议，明确提出“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，加快推进“新基建”。“新基建”首次提到数据中心，提升了数据中心的行业地位。5G、大数据中心是科技新基建的主线，5G、大数据中心等数字化基础设施是新型基础设施的核心。加快数据中心等基础设施建设是经济发展、战略要求以及科技创新的关键。由于受限于土地、电力等重资产投入，IDC 目前仍处于供求不平衡状态。由于第三方 IDC 投入具备灵活性，且与市场需求相关，5G 建设期正是第三方 IDC 公司发展的较好时期，光环新网作为数据中心行业中第三方 IDC 的强者，有望带来新一轮业绩增长。

图6: 新基建首提数据中心


资料来源: 中央电视台中文国际频道

2.3、新冠疫情催生企业上“云”，云计算大有可为

新冠疫情对各行业的信息化转型起到了倒逼效果，政府和各行业大量使用线上措施，开展“云业务”。在新冠疫情发展下，线下交流机会的减少，通信服务和人工智能等为代表的行业获得快速发展。腾讯、华为等企业开放远程办公软件，大量企业开启“云上办公”。

表4: 多家企业开放远程办公软件

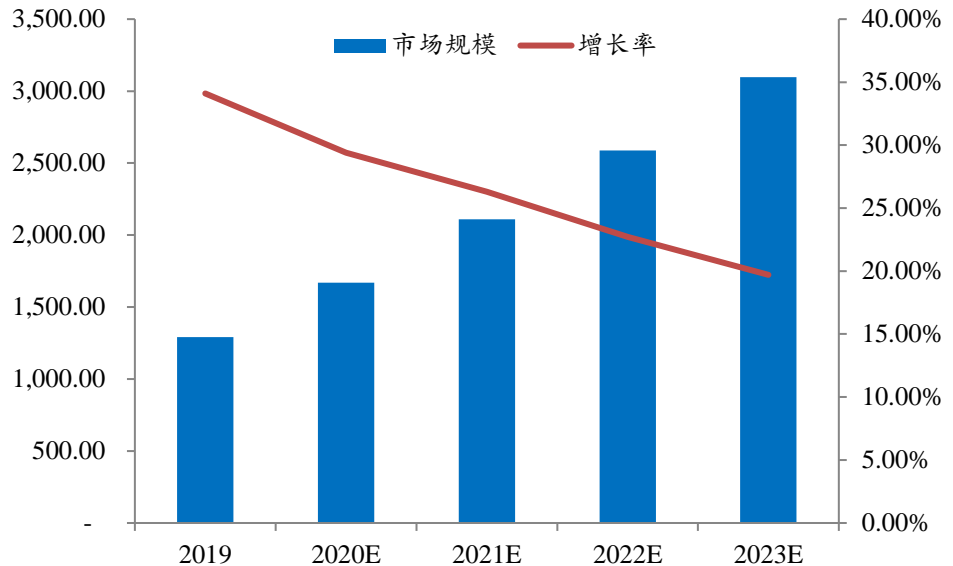
开通时间	截止期日	企业简称	免费开放产品	开放功能	用户群体
1月24日	疫情结束	腾讯	腾讯会议	开放300人会议系统能力	中国用户
1月25日	6月1日	华为	WeLink	开放100方实时在线会议	个人/小于1000用户单位
1月25日	疫情结束	中国电信	天翼云会议	随时随地组织远程会议、工作调度	全社会用户
1月26日	疫情结束	石墨文档	石墨文档	付费版的所有功能	政府部分/医疗机构/公益组织/社会团体/个人志愿者等
1月26日	疫情结束	全时云	全时云会议	无限次、不限时、100方入会的免费会议服务	中国用户
1月26日	疫情结束	小鱼易连	云视频会议	100方云视频会议	中国政府机关/医疗机构/教育机构/企业单位
1月26日	疫情结束	腾讯	企业微信	支持上限300人随时随地发起音视频会议	中国用户，尤其支持医疗/教育行业人员
1月26日	疫情防控解除	Zoom	Zoom	不限时长，免费在线视频会议服务	中国用户
1月27日	疫情结束	齐心集团	好视通	500方云视频会议	全社会用户
1月27日	3月1日	Zoho	Zoho Meeting Zoho Assist	提供网络会议和远程诊断	中国用户
1月27日	5月1日	字节跳动	飞书	开放远程办公及视频会议等服务	中国用户

资料来源: 钛资本、开源证券研究所

云计算市场规模有望在2023年突破3000亿元。根据中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的第43次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2019年，我国网民规模已超过8.29亿，互联网普及率超过59.6%。我国网民规模继续保持平稳增长，互联网模式不断创新、线上线下服务融合加速、公共服务线上化步伐加快以及短视频用户规模加速发展达到6.48亿人，这些都推动了我国互联网的普及与发展。互联网的蓬勃发展，进一步促进了云计算技术的发展及市场推广。根据中国国务院发展

研究中心国际技术经济研究所发布预测，未来几年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，中国云计算市场仍将快速发展，到 2023 年，中国云计算市场规模将超过 3000 亿人民币，公司的云计算业务有望在这一轮高速发展行情中持续受益。

图7：到 2023 年中国云计算市场规模有望突破 3000 亿元



数据来源：国际技术经济研究所、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、核心假设

(1) 随着疫情推动远程办公及居家娱乐的普及，消费者使用习惯形成，带来云计算需求进一步旺盛，公司业绩有望超预期，我们预测 2019/2020/2021 年云计算业务收入增速为 21.00%/30.00%/31.00%。

(2) 随着“新基建”的开展，数据中心加速建设，机柜上架、机柜销售稳步上涨，公司 IDC 及其增值服务有望进一步提升，我们预测 2019/2020/2021 年 IDC 及其增值服务业务收入增速为 17.60%/22.00%/22.00%。

3.2、盈利预测与估值

光环新网作为国内较早提供 IDC 与云计算服务的企业，深耕行业二十年，形成了具有竞争力的云计算及 IDC 服务能力，公司作为第三方 IDC 行业龙头，将会受到“新基建”数据中心建设的推动，市场份额有望带来进一步上升空间。随着一线城市收紧城区及周边的 IDC 建设，一线城市的 IDC 稀缺资源将会在该轮上升需求中受益，租金价格有望提升，带来公司经营业绩有望超预期。

我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 8.21/10.12/12.42 亿元，同比增长 23.1%/23.1%/22.8%，EPS 为 0.53/0.66/0.81 元，对应 PE 为 45.3/36.8/30.0 倍。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 可比公司估值: 光环新网处于行业低位

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
300017.SH	网宿科技	198	8.15	0.16	0.25	44.21	33.10
600845.SH	宝信软件	429	45.54	0.76	0.98	54.41	42.25
603881.SZ	数据港	112	53.97	0.52	0.74	70.43	59.88
	平均值			0.47	0.65	56.35	44.41
000063.SZ	光环新网	371	24.06	0.53	0.66	45.3	36.8

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为2020/04/14,除光环新网外,其他公司均使用Wind一致预期预测数据)

4、风险提示

IDC 产业监管政策持续收紧,行业竞争加剧的风险。随着互联网及其分支行业的发展,数据流量的爆炸性增长增加对数据中心的要求,许多企业纷纷布局数据中心,公司竞争压力加剧。此外,产业政策存在收紧可能,对公司 IDC 业务的扩展也将带来新的挑战。

公司规模扩张带来的运营管理风险。随着公司经营规模扩大,投资项目的增加,新业务的拓展以及募投项目的实施,近年来公司资产规模、业务规模、人员规模持续增长,公司管理的深度和广度进一步扩大,需要公司在出相应的改进和调整,对公司管理能力、经营能力、盈利能力提出了更高的要求。

公司3月收到证监会监管函,涉及大股东从2016年开始到目前,4年内合计持股比例变动5.59%未予报告和公告。公司进行了公告说明,其中有2.32%股权因非公开发行、实施股权激励被动稀释,对公司实际经营业绩不产生影响,但存在一定合规性风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2922	3253	3644	4830	5898
现金	494	731	879	815	1159
应收票据及应收账款	987	1623	1695	2721	3222
其他应收款	141	221	240	313	404
预付账款	228	302	396	489	604
存货	5	9	9	15	16
其他流动资产	1067	366	425	478	493
非流动资产	7692	8134	8707	9838	11301
长期投资	9	0	0	0	0
固定资产	3854	4040	4616	5636	6947
无形资产	405	397	382	368	354
其他非流动资产	3424	3697	3708	3834	4000
资产总计	10614	11387	12350	14668	17199
流动负债	1352	1753	2151	3700	5282
短期借款	80	140	145	898	2096
应付票据及应付账款	919	1165	1214	1902	2042
其他流动负债	353	448	791	900	1144
非流动负债	2434	2128	1888	1662	1387
长期借款	1545	1488	1277	1124	979
其他非流动负债	889	640	611	538	408
负债合计	3786	3882	4038	5362	6669
少数股东权益	396	5	17	30	43
股本	1446	1540	1543	1543	1543
资本公积	4092	4429	4429	4429	4429
留存收益	893	1532	2327	3305	4502
归属母公司股东权益	6431	7501	8295	9276	10487
负债和股东权益	10614	11387	12350	14668	17199

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	406	587	1174	1186	1749
净利润	444	684	834	1025	1255
折旧摊销	174	389	445	576	745
财务费用	68	120	86	111	172
投资损失	-43	-26	-26	-28	-30
营运资金变动	-234	-591	-170	-496	-394
其他经营现金流	-2	10	6	-2	1
投资活动现金流	-190	-784	-999	-1677	-2178
资本支出	816	946	583	1127	1463
长期投资	588	122	0	0	-0
其他投资现金流	1215	284	-416	-551	-716
筹资活动现金流	14	434	-28	-314	-417
短期借款	20	60	5	12	7
长期借款	159	-57	-211	-153	-145
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	175	-173	-280
现金净增加额	230	237	148	-805	-847

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4077	6023	7133	9053	11588
营业成本	3228	4741	5557	7061	9038
营业税金及附加	27	28	31	45	58
营业费用	52	45	57	75	97
管理费用	237	138	231	299	382
研发费用	0	183	257	326	440
财务费用	68	120	86	111	172
资产减值损失	4	9	13	14	20
其他收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	43	26	26	28	30
资产处置收益	-2	-0	-0	-0	-1
营业利润	504	785	928	1150	1409
营业外收入	6	4	4	6	6
营业外支出	0	1	5	1	2
利润总额	510	788	927	1154	1413
所得税	66	104	93	129	158
净利润	444	684	834	1025	1255
少数股东损益	8	17	12	13	13
归属母公司净利润	436	667	821	1012	1242
EBITDA	777	1262	1410	1784	2261
EPS(元)	0.28	0.43	0.53	0.66	0.81

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	75.9	47.7	18.4	26.9	28.0
营业利润(%)	47.3	55.8	18.1	24.0	22.5
归属于母公司净利润(%)	30.0	53.1	23.1	23.1	22.8
获利能力					
毛利率(%)	20.8	21.3	22.1	22.0	22.0
净利率(%)	10.7	11.1	11.5	11.2	10.7
ROE(%)	6.5	9.1	10.0	11.0	11.9
ROIC(%)	5.9	7.8	8.2	8.8	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.7	34.1	32.7	36.6	38.8
净负债比率(%)	29.3	20.2	17.5	22.4	25.8
流动比率	2.2	1.9	1.7	1.3	1.1
速动比率	1.2	1.5	1.3	1.0	0.9
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	4.3	4.1	3.9
应付账款周转率	4.4	4.5	4.7	4.5	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.43	0.53	0.66	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.38	0.76	0.77	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.86	5.37	6.01	6.79
估值比率					
P/E	85.5	55.8	45.3	36.8	30.0
P/B	5.8	5.0	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	51.1	30.7	27.5	22.1	17.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835