



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2021年3月11日

5G新基建时代，被低估的IDC核心资产

光环新网（300383）深度报告

蒋颖

通信行业首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

核心观点

- **“碳中和”下能耗与电力控制或趋紧，核心城市IDC稀缺性价值将持续提升。**市场担忧随着国家大力推动新基建，短期内一线及周边的IDC市场将供过于求，并出现较激烈价格战，但经过产业调研，从“供给+需求”两个维度去求真，我们判断一线能耗限制趋严及电力紧缺态势将延续，一线及周边核心地段有效供给仍不足，价格维持稳定，尤其是以北京为核心的华北区域，由于汇聚了字节跳动、美团、快手等互联网客户大规模需求，高标准、大规模机房目前仍供不应求，“碳中和”背景下，我们判断未来一线核心城市机柜价值将愈发凸显。
- **公司聚焦一线，以北京为战略核心，将通过自建+并购沿京津冀、长三角、珠三角核心地段打造三大产业集群，客户结构优质，盈利及成长实力强劲。**公司目前共布局十大自建数据中心，其中七座位于北京及周边，两座位于上海及周边，一座位于长沙，主要为自有土地，按照公司现有项目储备，可扩容至超10万个机柜的体量，产能储备丰富，均为核心资产。公司拥有多元化且优质的客户结构，约50%为大型客户，剩余主要为中型客户，高价值客户占比高，客户包括AWS、阿里、腾讯、美团、百度等互联网客户，及金融客户、政企客户等。
- **REITs将助力公司踏上加速并购/自建新征程，开启成长新曲线。**IDC属于重资产项目，建设周期较长，建好以后存在比较长的上架爬坡期，爬坡期业绩增速较快，一般上架率到95%就达到成熟期，成熟期项目虽然每年可以贡献稳定现金流，但后续已无法实现太大增长。IDC REITs给了成熟项目很好的变现渠道，可以帮助企业盘活存量资产，一次性获得可观的投资收益，用于新项目开发与建设，及大量并购，帮助企业快速扩张。公司REITs项目已完成北京市发改委试点申报和审批流程，并拿到北京市发改委出具的无异议专项意见，已被推荐至国家发改委，正稳步推进中。
- **投资建议：IDC底层驱动力为流量的增长，兼具高成长与高确定属性，公司在一线拥有大规模IDC布局，REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线，我们看好公司长期成长性。**我们选取全球和国内可比公司进行对比，从EV/EBITDA估值来看，海外IDC企业2021年估值均值为26倍，国内IDC企业2021年估值均值为21倍，而光环新网2021年EV/EBITDA估值为16倍，估值显著低于行业均值；从PE估值法来看，国内IDC企业2021年PE估值均值为33倍，而光环新网2021年估值为26倍，低于国内均值，我们认为公司价值被低估。不考虑REITs和定增，预计公司2020-2022年净利润分别为9.27亿、10.75亿、13.25亿，对应PE为30倍、26倍、21倍，预计2020-2022年EV/EBITDA为18倍、16倍、13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险因素：5G发展不及预期、IDC建设与上架不及预期、REITs与定增不及预期、新冠疫情蔓延**

重要财务指标

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	6,023	7,097	7,517	8,406	10,508
增长率YoY %	47.7%	17.8%	5.9%	11.8%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	667	825	927	1,075	1,325
增长率YoY%	53.1%	23.6%	12.4%	16.0%	23.3%
毛利率%	21.3%	21.5%	21.0%	21.3%	22.2%
净资产收益率ROE%	8.9%	9.9%	10.0%	10.4%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.53	0.60	0.70	0.86
市盈率P/E(倍)	41.06	33.30	29.62	25.54	20.72
市净率P/B(倍)	3.65	3.29	2.97	2.67	2.37
EV/EBITDA (倍)	24.17	20.43	18.14	16.16	13.25

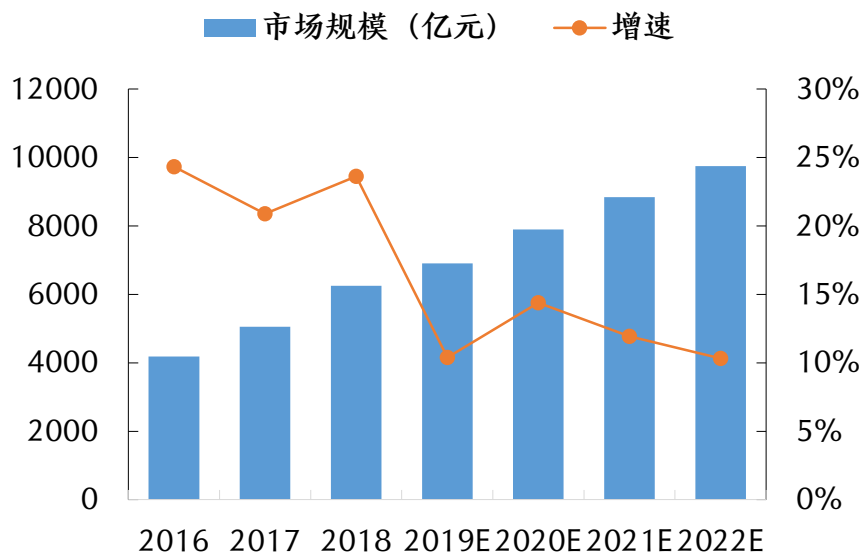
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年03月10日收盘价

- 流量驱动IDC持续成长，“碳中和”下一线IDC稀缺性价值提升
- 以北京为核心向全国扩张，抢滩布局IDC核心资产
- REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线
- 公司简介：5G新基建时代一线IDC核心龙头
- 盈利预测、估值与投资评级、风险因素

发展空间：5G与云计算时代，流量驱动IDC持续成长

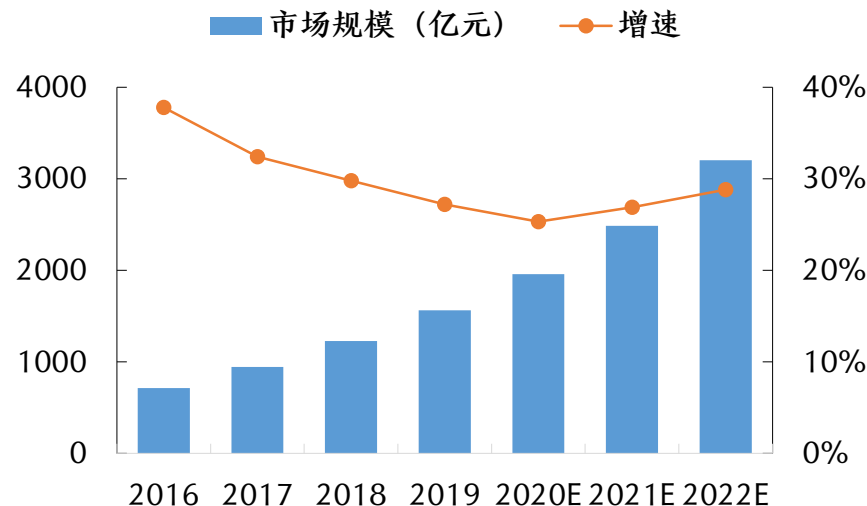
- 5G时代，物联网、车联网、工业互联网等新型应用的发展，有望带动IDC市场快速发展。IDC最底层的驱动力为流量的增长，2020年为我国5G商用元年，根据GSMA报告的最新预测，我国5G连接数在2022年将破5亿，在2025年有望破8亿。根据IDC预测，全球数据规模将从2018年的33ZB上升至2025年的175ZB，全世界到2025年将超过1500亿台联网设备，实时数据将占总数据的30%，预计我国2025年将以48.6ZB的数据量成为全球最大的数据圈，年化增长率超过30%，未来以5G为基础的应用将成为推动流量爆发的重要驱动力，数据流量爆发式增长将有力拉动对IDC的需求。
- 国内外IDC市场保持较快增速。从全球来看，2019年全球IDC市场规模预计达6903亿元，同比增长10.39%，其中北美IDC市场保持稳定增长，北美基础电信运营商全面退出IDC市场。从国内来看，2019年国内IDC业务市场总规模达1562.5亿元，同比增长27.2%，维持较快增速。

图：全球IDC市场保持快速增长（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图：国内IDC市场发展空间较大（亿元）



资料来源：中国IDC圈智研咨询，信达证券研发中心

供需端：一线有效供给不足，“碳中和”下电力能耗趋紧或加重

- 市场担忧，在国家大力推进新基建背景下，短期内一线及周边的IDC市场将供过于求，出现价格战的情况，但经过系列产业交流，从“供给+需求”两个维度去求真，我们发现真实市场情况是，一线及周边核心地段有效供给仍不足，价格维持稳定，大规模机房稀缺性仍显著：
- **供给端：**市场担忧一线能耗管控政策会逐渐放开，但实际情况是，国家对以北上广深为代表的**一线及**周边城市（如燕郊、昆山、太仓、廊坊等地）的**能耗管控**日益严格，且**电力资源**获取难度正日益提升，部分地区甚至超越能耗成为IDC扩张最核心瓶颈；另外，部分已获取能耗的企业并未真正地投入到IDC建设与运营中，导致核心城市供给增长有限。尤其是北京及周边由于聚集大量内容客户需求，同时**能耗控制严格+电力稀缺**，大规模机房供不应求。在“碳中和”影响下，我们判断**一线及核心城市**，政府对**能耗和电力的限制**将进一步趋严，**一线机房稀缺性**价值将提升。
- **需求端：**虽大客户自建比例提升成趋势，但受限于有限资源获取能力，**大客户在核心地段大规模IDC需求仍要依靠第三方IDC资源**，且云客户处于控成本、安全性、稳定性的考量，对于大规模、高标准单点大规模机房（单点在一万个机柜布局以上）保持着持续旺盛需求；除了云计算客户，以字节跳动、美团、快手为代表的**内容客户**逐渐崛起，且发展曲线陡峭，带来大量新增需求。

表：一线政策管控趋严

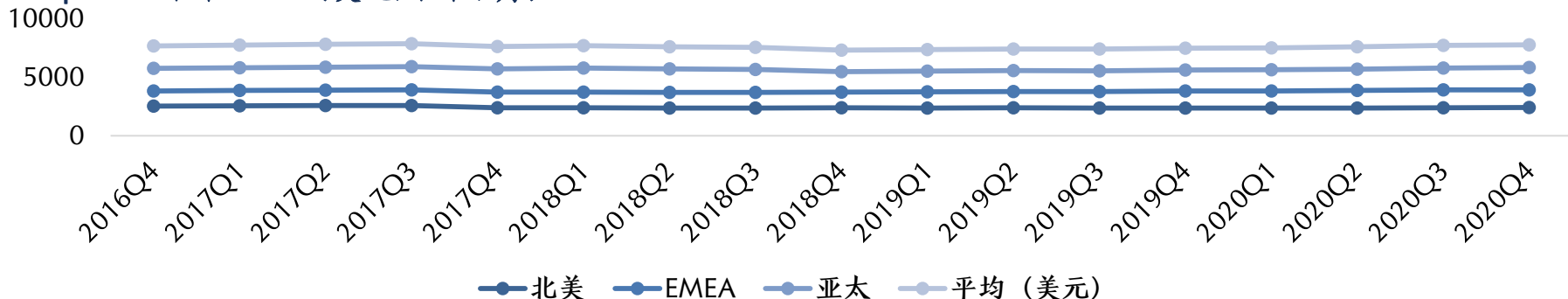
城市	文件名称	发布日期	核心内容
北京	《北京市加快新型基础设施建设行动方案(2020-2022年)》	2020年6月10日	新型数据中心“遵循总量控制，聚焦质量提升，推进数据中心从存储型到计算型的供给侧结构性改革”，通过缩减存量低效率小规模IDC，发展大型IDC
广州 深圳	《广东省工业和信息化厅关于印发广东省5G基站和数据中心总体布局规划（2021-2025年）的通知》	2020年6月9日	广州、深圳原则上只可新建中型及以下数据中心，承载第一、二类业务，第三类业务逐步迁移至粤东、粤西和粤北地区，第四类业务迁移至省外
杭州	《关于杭州市数据中心优化布局建设的意见》	2020年3月26日	到2025年，杭州市数据中心布局得到优化，新建数据中心PUE不高于1.4，改造后的数据中心PUE不高于1.6
上海	《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022年）》	2020年5月7日	统筹好全市工业用能指标，向具有重要功能的互联网数据中心建设项目作适当倾斜，研究继续新增一批互联网数据中心机架数

资料来源：北京市人民政府，广东省工业和信息化厅，杭州市经信局、杭州市发改委，上海市人民政府，信达证券研发中心

价格端：一线机柜价格整体稳定，部分客户有所提升

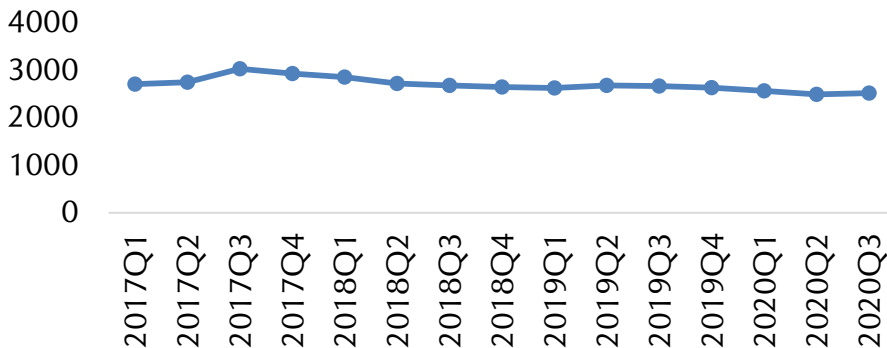
- 市场之前担忧一线及周边的价格将出现较大幅度下滑，我们认为，市场对于IDC供需格局演绎过分悲观，经过行业交流，我们判断在有效供给不足+单机柜功率密度提升背景下，**整体价格维持稳定**，部分高价值客户如金融客户价格略有提升，从部分IDC企业公布的价格数据也可印证：
 - **Equinix**：全球IDC龙头Equinix机柜主要分布在全球核心地段，整体价格稳中有升；
 - **万国数据**：以“批发+零售+定制”综合业务为主，整体价格比较稳定；
 - **世纪互联**：卡位一线，以零售为主，价格稳中有升。

图：Equinix 机柜 MRR (美元/机柜/月)



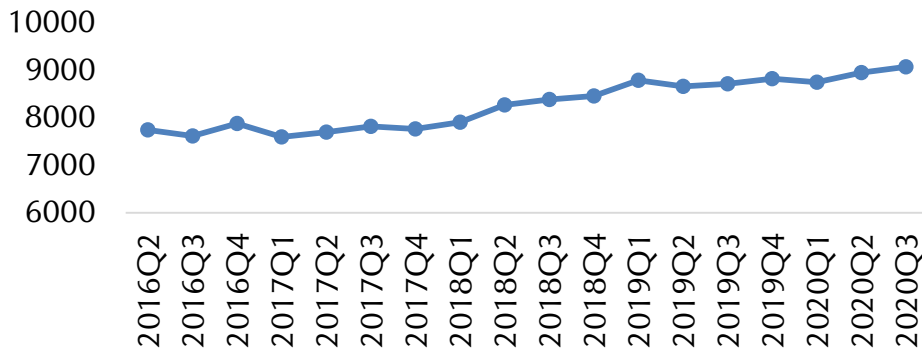
资料来源：Equinix公告，信达证券研发中心

图：万国数据机柜MSR (元/平米/月)



资料来源：万国数据公告，信达证券研发中心

图：世纪互联机柜MRR (元/机柜/月)

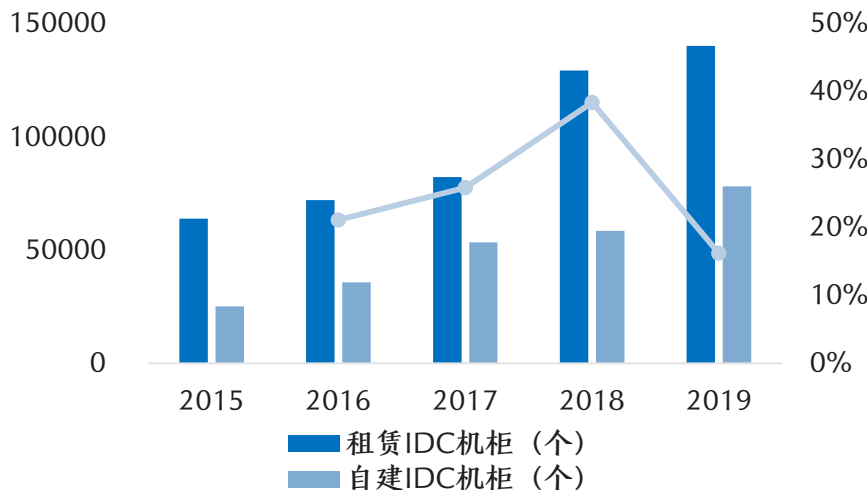


资料来源：世纪互联公告，信达证券研发中心

成长路径：“自建+合作”为长期发展趋势

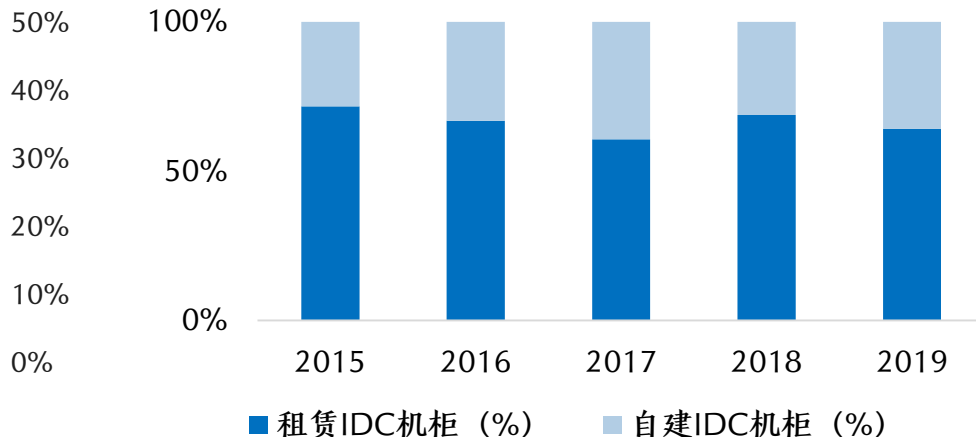
- 与海外发展路径相似，国内互联网企业也会采取自建+租赁结合的方式扩张，未来国内IDC企业主要沿着“自建+合作”两条路径发展。全球云计算龙头AWS于2014年开始公布营收和经营利润数据，2014年至今保持持续高增长，其机柜数也实现了快速增长，我们假设每个机柜占地7平米，放15台服务器，则AWS机柜数从2015年的8.9万个增长到2019年的21.8万个，复合增速为25%，其中自建机柜数从2015年的2.5万个增长到2019年的7.8万个，复合增速为33%，租赁机柜数从2015年的6.4万个增长到2019年的14.0万个，复合增速为22%，租赁机柜数占比始终维持在60%以上。
- ▶ **自建：**卡位一线及周边核心地段，增强盈利能力。国内IDC企业凭借先发资源优势，在一线及周边储备较多资源，**同时未来可通过并购等方式扩展资源**，稀缺性显著，盈利能力较强；
- ▶ **合作：**以阿里、腾讯为代表的云巨头目前在二三线倾向于自建，原有代建商业模式或将改变；以字节跳动、美团、快手为代表的內容企业迅速崛起，以北方为根据地，目前上升曲线陡峭，合作模式以租赁第三方机柜为主，并不参与自建，**未来几年，与内容企业合作将成为主流趋势之一。**

图：AWS自建机柜数实现快速增长（个）



资料来源：AWS财报，信达证券研发中心

图：AWS租赁机柜数占比大于自建比例（%）



资料来源：AWS财报，信达证券研发中心

商业模式：零售、批发、代建三种

- 从业务类型来划分，国内IDC市场主要有零售型、批发型、基地代建三种业务模式，一般而言，从客户结构、议价能力、盈利能力来看，**零售型 > 批发型 > 代建**，不过随着互联网大客户占比逐渐提升，一线零售型和批发型界限逐渐模糊，零售型企业也会按照客户需求进行定制化开发建设。
- **1) 零售：**卡位需求旺盛核心地段的零售型IDC企业客户结构最优质、议价和盈利能力最强，劣势在于上架速度较慢，国内大部分一线布局的IDC企业都是以零售业务为主；
- **2) 批发：**批发型IDC企业主要服务于客户大批量定制化需求，优势在于上架速度较快以及需求具备确定性，劣势在于客户结构相对较差、议价和盈利能力相对较弱；
- **3) 代建：**基地代建业务主要伴随着互联网巨头二三线大型基地型项目的投建而兴起，优势在于机柜扩张速度快且需求具备确定性，劣势在于议价和盈利能力差，由于不掌握机房所属权，后续存在无法永续运营的风险。

图：零售、批发、代建对比

	一线零售	批发	代建
优势	客户结构最优质、议价和盈利能力最强	上架速度较快以及需求具备确定性	机柜扩张速度快且需求具备确定性
劣势	上架速度较慢	客户结构相对较差、议价和盈利能力相对较弱	议价和盈利能力差，存在无法永续运营的风险

资料来源：信达证券研发中心

建设模式：自建模式盈利能力较强

- 从IDC企业建设模式来看，目前市场上存在五种较为常见的模式，其中自建模式盈利能力较强。自建模式分为自有土地和租赁土地两种模式，自有土地模式毛利率相对最高；代建模式主要是为云计算企业代建IDC，由云计算企业出地建房子，搞定能耗指标、带宽、电力资源等，IDC企业仅负责投资相关机电设备，云计算企业以租金的形式覆盖IDC企业的Capex，同时双方一般会约定一个较长时期的运营期；租赁模式和代运营模式毛利率较低，未来将逐渐退出市场。

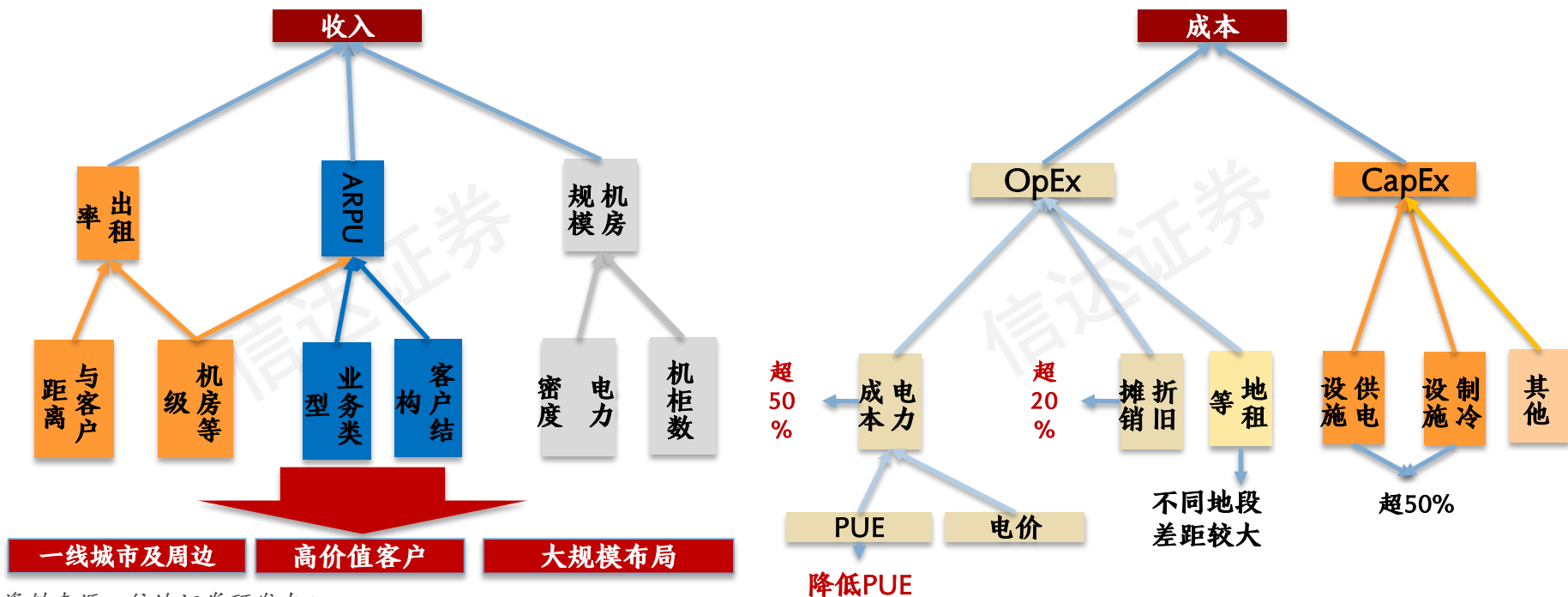
图：IDC建设模式和盈利能力对比

模式	简介	机房归属权	毛利率
自建（自有土地）	土地自有，机房自建	自有	高
自建（租赁土地）	土地租赁，机房自建	自有	较高
代建	云计算企业出地建房，代其投机电设备	云计算企业	较低
租赁	转租其他IDC企业机柜	出租方	低
代运营	相当于物业管理	建设方	低

资料来源：信达证券研发中心

盈利核心：IDC企业收入、成本结构拆分

- **收入的三个主要决定因素：出租率、ARPU值、机房规模。** 1) 与客户距离越近、机房等级越高，则出租率越高，除了云计算客户，主要金融客户、政企客户、大型互联网企业等大部分集中在一线城市；2) 客户结构越好，则ARPU值越高，从单机柜价值来看，金融客户、大企业客户单机柜价值相对较高；3) 机柜数越多，则机房规模越大。由此可见，在一线城市及周边进行大规模布局，抢占高价值客户，有助于提高IDC企业收入和盈利能力。
- **IDC成本：主要分为建设成本Capex和运营成本Opex。** Capex主要反映在Opex的折旧摊销中，折旧摊销费用大概在Opex占比超20%，电力成本在Opex中占比超50%，为主要构成部分，决定电力的主要因素是电价和PUE，电价主要走的是国家电网的电价，差距不大，所以降低PUE成为降低电力成本的重要途径，地租也是影响单机柜毛利率的一个重要成本因素。



资料来源：信达证券研发中心

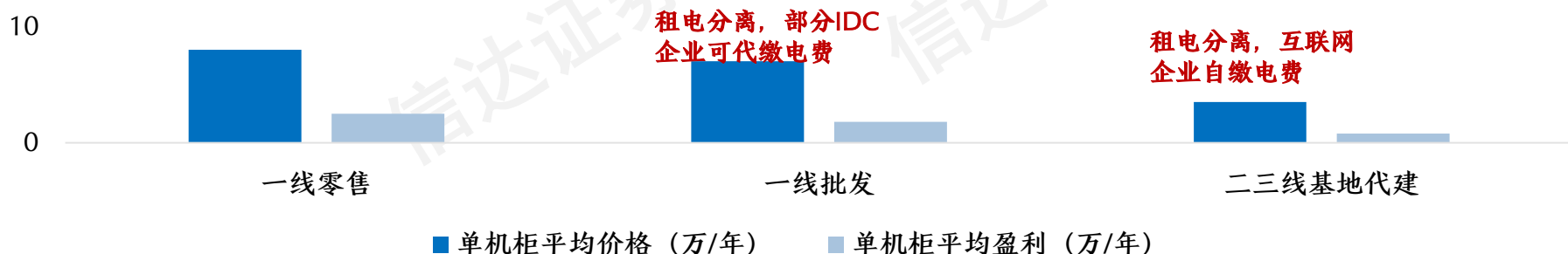
盈利核心：租电分离成为大趋势，卡位核心地段愈显重要

- 从收费模式来看，租电分离逐渐成为大趋势，批发型IDC租电分离已成为主流，零售型IDC部分客户开启租电分离模式，卡位核心地段对于提升IDC企业议价和盈利能力愈显重要。
- **1) 租电一体化：**从行业情况来看，通常来说，IDC机柜收费，不管客户实际用多少电，都是把单机柜电力密度换算成电流进行收费，比如按照每安培300-350元/月进行收费，针对不同客户通常会设置不同的费用以及折扣力度，由于客户单机柜电力通常非满载，在这种模式下，IDC企业通过提升运营能力可以赚取一定的电力差价；
- **2) 租电分离：**租电分离模式下，客户按照实际的电力使用量进行付费，一线卡位的IDC企业像光环新网具备较强议价能力，在这种情况下，客户依然将电费交给IDC企业，IDC企业再去和国家电网结算，IDC企业仍有机会赚钱电费的差价；二三线代建的IDC企业由于议价能力较弱，互联网企业通常自己去和国家电网结算电费，则IDC企业仅收取裸机柜租金。

图：租电一体化 VS 租电分离

类型	电力密度 (KW)	电流 (A)	收费 (元/月)	收费 (万元/年)	备注
租电一体化	5	23	350	8.11	不管实际电费，按机柜电力密度收费
租电分离	电力密度 (KW)	电流 (A)	实际电费 (万元/年)	收费 (万元/年)	备注
租电分离	5	23		3.5	代建仅收机柜租金
租电分离	5	23	3.68	7.18	一线议价能力强的企业可代缴电费

图：零售、批发、代建盈利能力对比



资料来源：信达证券研发中心

盈利核心：零售、批发、代建企业毛利率对比

- 我们以公司公告和行业交流为基础，将典型IDC企业进行对比，通过搭建单机柜盈利模型计算单机柜毛利率（不含增值服务），假设单机柜电力密度为标准4.4KW，机电设备折旧年限均为10年，工业用电电价均为0.65元/度，运维费用均为2000元/年，光环新网盈利能力处于行业前列：
- **1) 光环新网：**购买土地自持物业模式，布局一线核心地段，单机柜价格高于纯批发型，约为8万元/年，建设成本中含购买土地的成本，折旧成本中除了机电设备折旧，还包括土地摊销，假设按照50年摊销，则单机柜每年摊销1000元左右，PUE和用电较高，但无土地租金，由于价格较高，成本相对较低，毛利率较高接近50%，若考虑增值服务，实际毛利率更高。
- **2) 零售型A：**租赁土地零售模式，布局一线核心地段，单机柜价格约为8万元/年，但建设成本和折旧成本、PUE与用电成本、土地租金均较高，毛利率低于自持物业零售企业，高于批发型企业，约为42%。
- **3) 批发型A：**租赁土地批发模式，布局一线核心地段，单机柜价格略低于零售型IDC，约为7万元/年，但公司建设与折旧成本、PUE与用电成本、土地租金均处于较低水平，资源优势与自身能力禀赋突出，使得公司单机柜毛利率水平较高，经过我们测算，预计标准单机柜毛利率水平接近49%。
- **4) 批发型B：**租赁土地批发模式，布局一线核心地段，单机柜价格约为7万元/年，但由于成本控制能力较差，导致建设成本和折旧成本、PUE与用电成本、土地租金均较高，受到低价与高成本影响，毛利率较接近33%。
- **5) 批发型C（租电分离）：**该种模式下，若电费由客户自己缴纳，则机柜价格较低，同时成本中不包含电费成本，其余成本较高，导致整体毛利率较低，约为34%。
- **6) 代建（租电分离）：**该种模式主要应用于大型互联网客户基地型项目，电费由客户自己缴纳，机柜价格较低，成本中不含电费成本，由于基地型项目布局较偏远，地租成本较低，毛利率约为33%。

盈利核心：零售、批发、代建企业单机柜毛利率对比

	光环新网	零售型A	批发型A	批发型B	批发型C (租电分离)	代建 (租电分离)
收入 (万/年)	8.00	8.00	7.00	7.00	3.00	2.50
成本 (万/年)	4.03	4.62	3.59	4.72	1.98	1.68
折旧成本 (万/年)	1.20	1.10	0.90	1.20	1.10	1.10
用电成本 (万/年)	2.63	2.63	2.28	2.63		
工业电价 (元/ (kwh))	0.65	0.65	0.65	0.65		
PUE	1.50	1.50	1.30	1.50		
土地租金 (万/年)		0.68	0.21	0.68	0.68	0.38
价格 (元/平米/天)		2.50	0.75	2.50	2.50	1.50
运维费用及其他 (万/年)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利 (万/年)	3.97	3.38	3.41	2.28	1.02	0.82
毛利率	49.62%	42.31%	48.78%	32.64%	33.85%	32.67%

资料来源：根据公司公告整理，信达证券研发中心（注：单机柜毛利率测算时不考虑增值服务）

- 流量驱动IDC持续成长，“碳中和”下一线IDC稀缺性价值提升
- 以北京为核心向全国扩张，抢滩布局IDC核心资产
- REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线
- 公司简介：5G新基建时代一线IDC核心龙头
- 盈利预测、估值与投资评级、风险因素

自建+并购，以北京为核心，打造IDC核心资产

- 公司已投放和未来规划的IDC机房主要分布在北京、上海及周边核心地段，在建单体项目均为一万个以上大规模项目。公司战略发展规划清晰，以一线及周边IDC核心资产为根基，未来将沿着京津冀、长三角、珠三角核心地段打造三大IDC产业集群，坚持走在核心地段自持物业自建机房的模式，规划2020-2025年新增IDC项目设计容量达10万个，同时积极推进IDC REITs，我们看好公司长期发展空间。

图：公司计划打造核心地区三大产业集群



北京酒仙桥
机柜数：4400个
燕郊（毗邻北京通州）
规划机柜数：约20000个
北京房山
规划机柜数：11000个
北京太和桥
规划机柜数：10000个
北京中金云网
机柜数：12000个
北京东直门
机柜数：约200个
天津宝坻
规划机柜数：20000-30000个

长沙
规划机柜数：16000个

深圳大湾区
规划机柜数：20000—30000个

上海嘉定
规划机柜数：9500个
昆山（毗邻上海嘉定）
规划机柜数：14364个

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司2021年有望进入IDC大投放新周期

- 公司目前一共布局十大自建数据中心，其中有7个位于北京及周边，有2个位于上海及周边，有1个位于长沙，主要为自有土地，按照公司现有项目储备，可扩容至超10万个机柜的体量，产能储备丰富。我们预计公司目前拥有超4万个机柜，上架率近80%，2020年受疫情影响，公司北京地区机房建设进程受到较大程度影响，导致去年全年新增投放量仅几千个，随着疫情的好转，今年公司将开启大投放新周期，不考虑扩容，预计公司2020-2021年每年新增投放机柜超1万个

表：↑ 光环新网机柜和上架情况预测

分布	数据中心	规划机柜数 (个)	上架机柜数预测 (个)								
			2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	
北京及周边	酒仙桥	4400	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	东直门	527	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	房山	11000	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	科信盛彩	10000	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	中金云网	12000	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	燕郊	18300	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	宝坻	20000-30000	***	***	***	***	***	***	***	***	***
上海及周边	上海嘉定	9500	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	昆山	14364	***	***	***	***	***	***	***	***	***
湖南	长沙	16000	***	***	***	***	***	***	***	***	
北京 (代运维)	亦庄KDDI	2700	***	***	***	***	***	***	***	***	
加总		118791-128791	***	***	***	***	***	***	***	***	

资料来源：信达证券研发中心

公司在北京及周边核心地段大规模布局，新项目稳步推进中

- 公司在京津冀、长三角核心区域自建IDC布局有序推进中：
- **（一）京津冀地区：**
 - 1) 北京房山（规划1.1万个机柜）：**截至2020年11月末，房山一期已完成1#、2#楼的数据中心交付，3#、4#楼仍处于机电、网络设施安装过程中，预计于2021年内交付；房山一期项目已经签约的机柜数量占比 50%，有购买意向的机柜数量占比 50%，已覆盖房山一期数据中心全部产能，一期项目上架率为 28.61%，实现年度效益 1339.01 万元。房山二期土建工作目前已经完成。
 - 2) 环京燕郊三四期（规划1.5万个机柜）：**已获得能耗指标审批，已完成建筑主体结构封顶，园区配套变电站初步设计已完成，预计2021-2022年可逐步释放产能，截至2020年11月末，燕郊绿色云计算基地二期项目上架率为 78.94%，实现效益 4583.56 万元，进展符合预期。
 - 3) 天津宝坻（规划2-3万个机柜）：**公司通过收购项目公司的方式取得天津宝坻地区 368 亩工业用地，计划筹建宝坻云计算数据中心。

图：光环新网北京及周边项目稳步推进中

北京房山：一期已完成1#、2#楼的数据中心交付，3#、4#楼仍处于机电、网络设施安装过程中，预计于2021年内交付；二期土建工作目前已经完成。



河北燕郊：预计2021-2022年可逐步释放产能。

天津宝坻：并购方式获得天津宝坻368亩工业用地，计划筹建宝坻云计算数据中心。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在长三角经济示范区大规模布局，新项目稳步推进中

- 公司在京津冀、长三角核心区域自建IDC布局有序推进中：
- （二）长三角经济示范区：1）上海嘉定（规划1万个机柜）：截至2020年11月末，上海嘉定绿色云计算基地一期项目上架率为 88.65%，实现效益 7742.74 万元；目前嘉定一期4500个机柜已逐步达到满负荷运营状态。上海嘉定二期项目已获得3000*6KW个机柜的能耗指标，二期项目建筑工程已完成主体结构封顶，进入内部施工阶段。
- 2）江苏昆山（规划约1.5万个机柜）：已完成方案设计环评备案，目前正在项目进行能评及规划审批等相关工作。
- 3）长沙项目（规划1.6万个机柜）：能评申报工作已接近尾声，预计今年开始开工建设。

图：光环新网长三角经济示范区项目稳步推进中

江苏昆山：已经完成方案设计环评备案，推动能评及规划审批。



上海嘉定：一截至2020年11月末，上海嘉定绿色云计算基地一期项目上架率为 88.65%，实现效益 7742.74 万元；目前嘉定一期4500个机柜已逐步达到满负荷运营状态。

上海嘉定二期项目已获得3000*6KW个机柜的能耗指标，二期项目建筑工程已完成主体结构封顶，进入内部施工阶段。

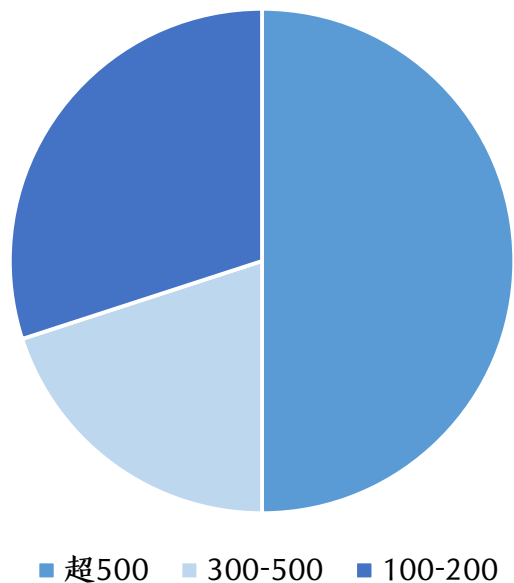
长沙项目：能评申报工作已接近尾声，预计今年开始开工建设。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

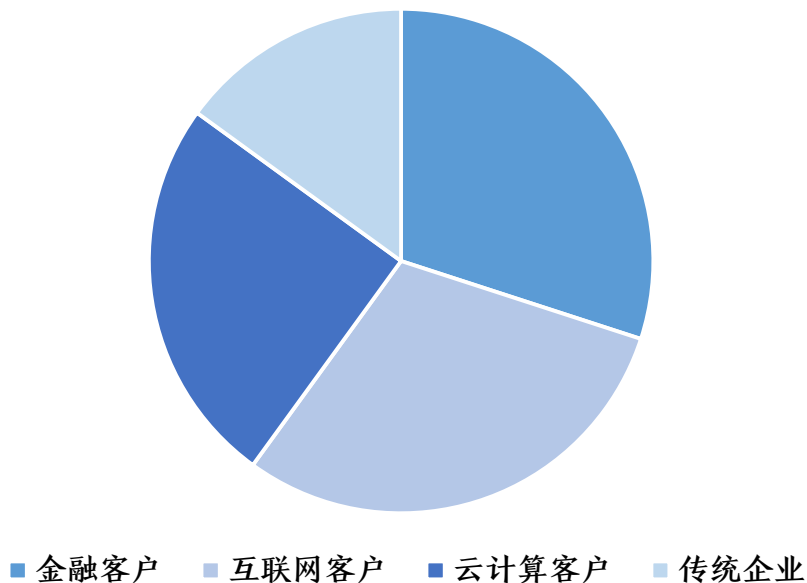
公司IDC客户结构优质且多元化，高价值客户占比高

- 市场认为光环新网是以零售为主业的公司，担心公司主要以小客户为主，阿里、腾讯等大客户较少，我们认为市场对光环新网在客户层面存在认识上的偏差：
- 1) 公司虽为零售型为主的企业，但大客户占比高，公司并非以小客户为主，公司主流客户群体为中大型客户，根据公司调研情况，机柜需求在500个以上的客户占比近50%，机柜需求在300-500个的客户占比为20%，机柜需求在100-200个的客户占比为30%；
- 2) 公司客户结构非常多元化，目前约30%为金融客户，30%为互联网客户，25%为云计算客户，剩余15%为传统政企客户，AWS、阿里、腾讯、美团、百度等均为公司客户，多元化的客户结构保证了公司盈利能力的稳定性。

图：光环新网客户结构按机柜数划分



图：光环新网客户结构按客户类型划分



资料来源：公司调研公开信息，信达证券研发中心

与AWS深度合作，云计算业务持续发展

- 亚马逊AWS于2013年入华，一直和光环新网合作，于2016年8月和光环新网签订《运营协议》，二者合作模式发生改变，随着AWS在国内的发展，有望带动公司IDC机柜业务的成长。
- 1) 在签订《运营协议》之前，公司主要为AWS提供机房，获得出租机柜的收入和AWS支付的税务成本；《运营协议》签订后，公司于2017年11月购买AWS云服务相关资产（包括但不限于服务器等IT设备），并于2017年12月22日公告拿到云计算牌照，AWS中国区（北京）正式开放，此后，公司全权运营AWS中国区（北京）云服务基础设施和平台，AWS向公司提供技术支持和专业指导，公司获得AWS中国区（北京）所有收入并向AWS支付授权费和技术支持费用；
- 2) 随着智能网联汽车的发展，我们判断对公有云发展会起到较大推动，目前AWS与蔚来、小鹏等车企均有合作，车联网有望带动AWS及光环新网IDC业务的发展。

图：光环新网与AWS合作模式的转变

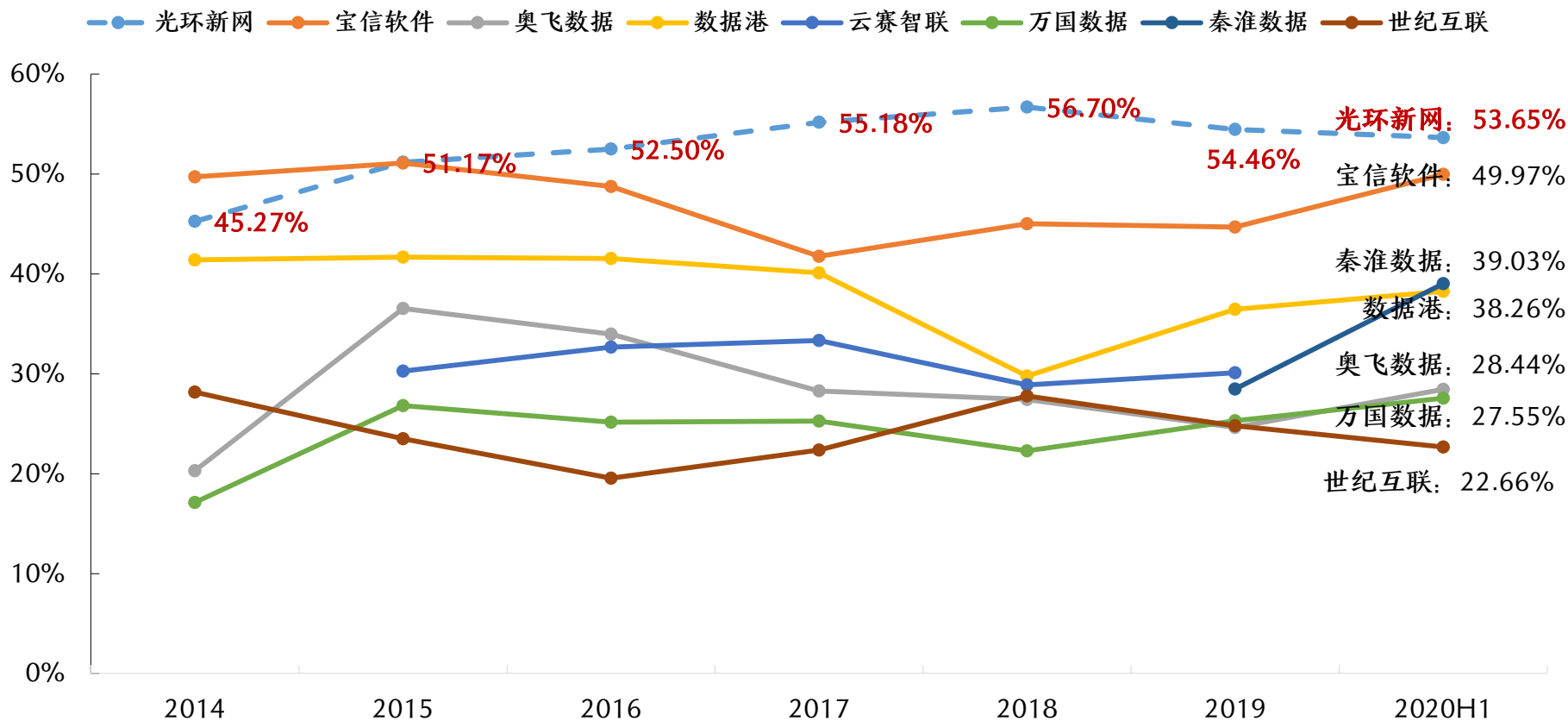
	合作模式	收入	成本
《运营协议》签订前	为 AWS中国区（北京）提供云计算的IDC资源（IDC机房和IDC牌照）	AWS租赁IDC部分收入+AWS支付的税务成本	IDC业务成本+代缴税
《运营协议》签订	全权运营AWS中国区（北京）云服务基础设施和平台，提供运维和销售，结合IDC资源提供服务	AWS中国区（北京）云计算的收入	支付AWS授权费和技术支持费用+税务成本+IDC成本和运维成本+服务器成本

资料来源：信达证券研发中心

公司IDC业务毛利率在国内可比公司中最高，盈利能力强劲

■ 在国内可比IDC企业中，光环新网IDC业务毛利率最高，盈利能力强劲。IDC毛利率与上架率、客户类型、机柜地理位置、折旧等因素有关，光环新网IDC资源主要在北京上海核心地段，资源稀缺，高价值客户占比较高，且上架率较高，自持土地物业模式享受土地增值且折旧较低，IDC业务整体毛利率较高。

图：我国IDC可比上市公司IDC业务毛利率

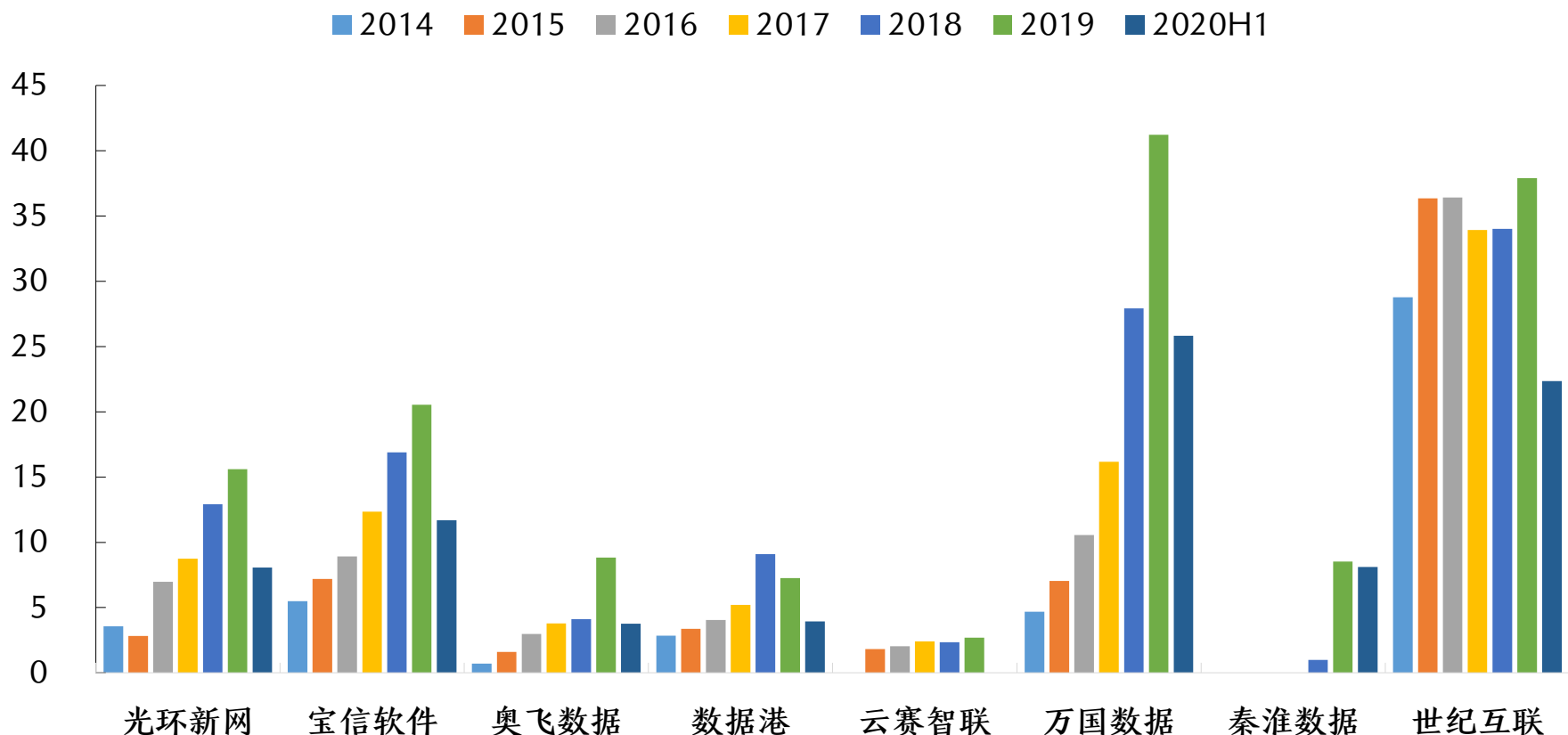


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司IDC业务营收位于国内前列，得益于较高的上架率

- 在国内可比IDC企业中，光环新网IDC营收处于前列，主要得益于较高的上架率。在可比公司中，光环新网IDC业务营收较高，主要是由于公司机柜上架率较高，且高价值客户占比较高，我们预计公司目前拥有超4万个机柜，整体上架率近80%。

图：我国IDC相关企业IDC业务营收对比（亿元）

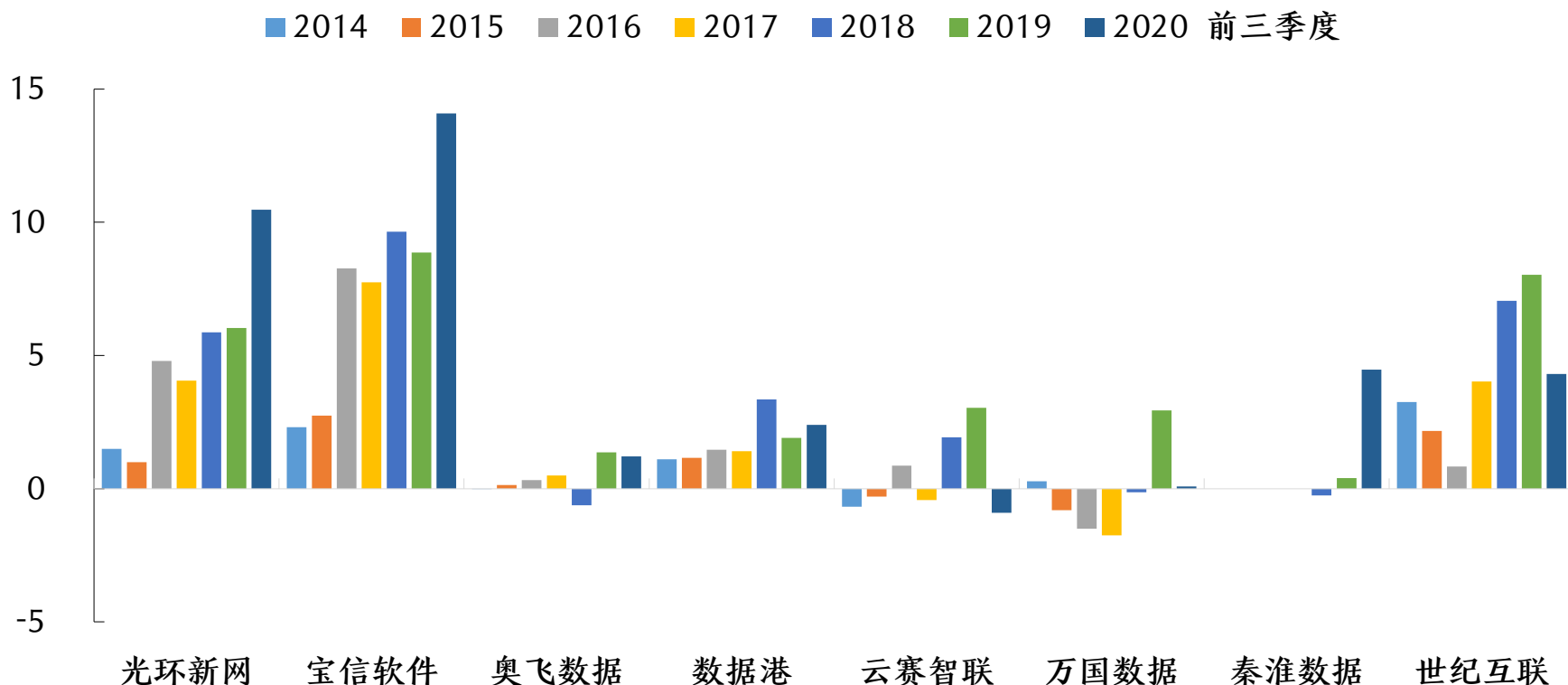


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司经营性现金流国内领先，经营状况良好

- 光环新网经营性现金流国内领先，超过同行业其他公司，经营状况良好。2020年前三季度，光环新网经营性现金流达到10.48亿，宝信软件经营性现金流为14.09亿，秦淮数据经营性现金流为4.49亿，世纪互联经营性现金流为4.30亿，数据港经营性现金流为2.39亿，奥飞数据经营性现金流为1.21亿，云赛智联经营性现金流为-0.90亿，万国数据经营性现金流0.08亿。经营性现金流为公司的经营活动产生的现金流，与公司经营活动直接相关，光环新网经营性现金流领先，主要得益于其稳健的经营策略，也说明公司经营与发展情况良好。

图：国内主要IDC企业经营性现金流（亿元）

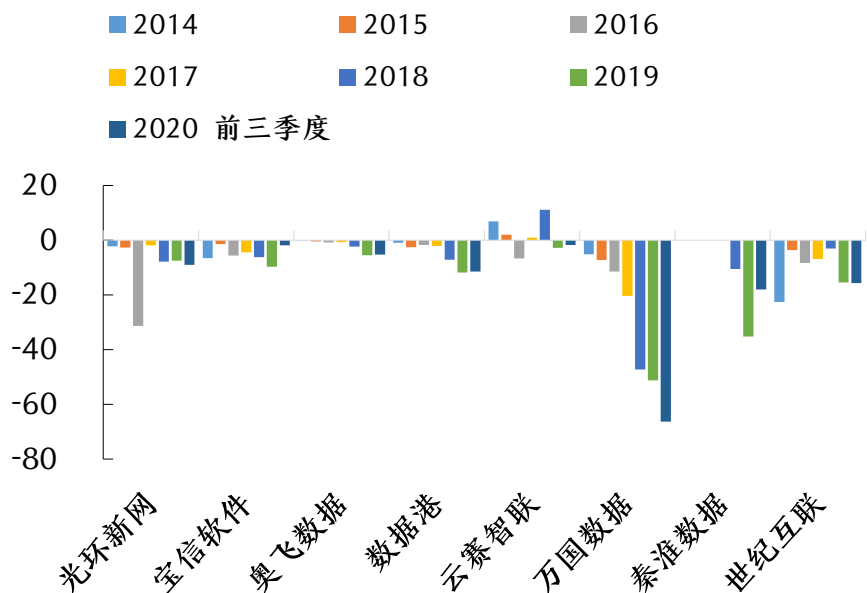


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司投资活动和筹资活动较少，经营策略稳健

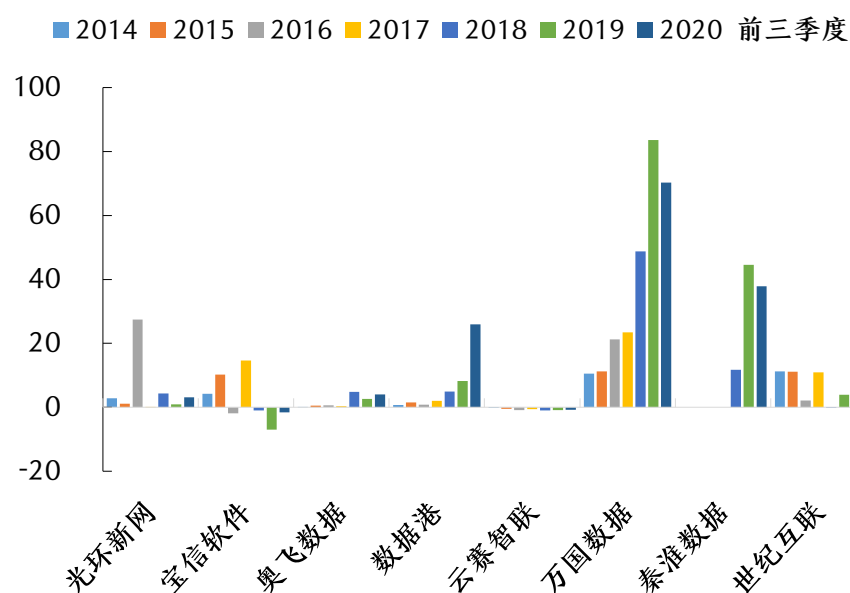
- IDC企业主要通过经营活动和筹资活动产生现金流，用于数据中心投资或收购，光环新网投资活动和筹资活动现金流与国内IDC龙头企业相比较低，经营策略较为稳健。投资活动现金流流出主要包括固定资产投资、项目收购，筹资活动现金流流入主要包括借债和新股发行等，IDC行业属于典型重资产投资，需要通过持续的收购或自建数据中心实现业务的扩张，所需资金来源主要是通过经营活动产生现金流，现金缺口通过融资活动补充。万国数据、秦淮数据、世纪互联、数据港等在2020前三季度均通过筹资活动融入大量现金，并进行了大量投资投资活动。
- 光环新网筹资活动和融资活动均较低，公司计划非公开发行50亿用以数据中心建设，并通过中金云网打包到REITs平台实现成熟项目变现和商誉剥离，大量资金融入有望推动公司投资加速。

图：国内主要IDC企业投资活动现金流净额（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：国内主要IDC企业筹资活动现金流净额（亿元）

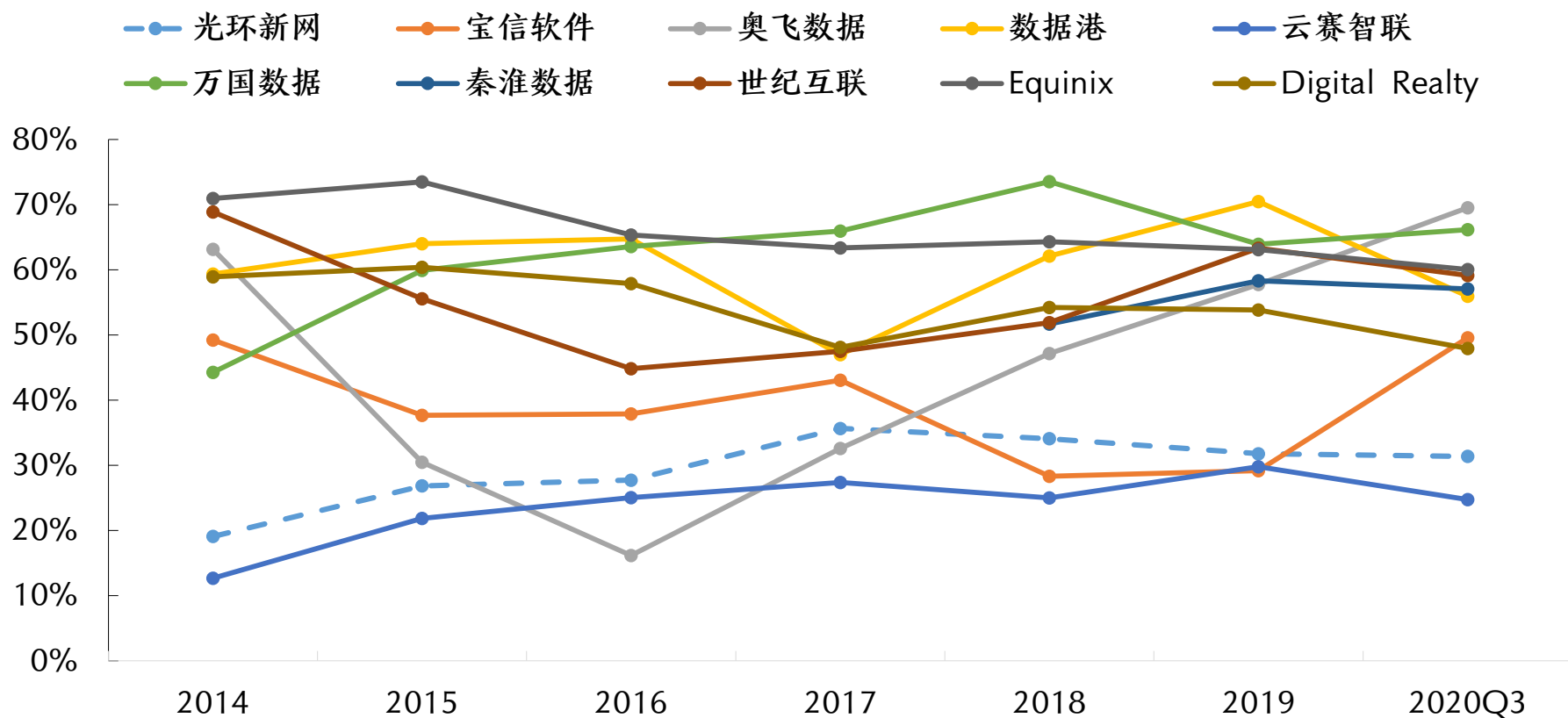


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司资产负债率处于行业较低水平

■ 光环新网资产负债率始终处于行业较低水平。2020年Q3，奥飞数据、万国数据、Equinix资产负债率分别为69.55%、66.16%、60.07%，资产负债率超过60%；世纪互联、秦淮数据、数据港资产负债率分别为59.15%、57.08%、55.94%，资产负债率超过50%；光环新网资产负债率为31.38%，在主流IDC公司中，资产负债率最低。

图：全球主要IDC企业资产负债率

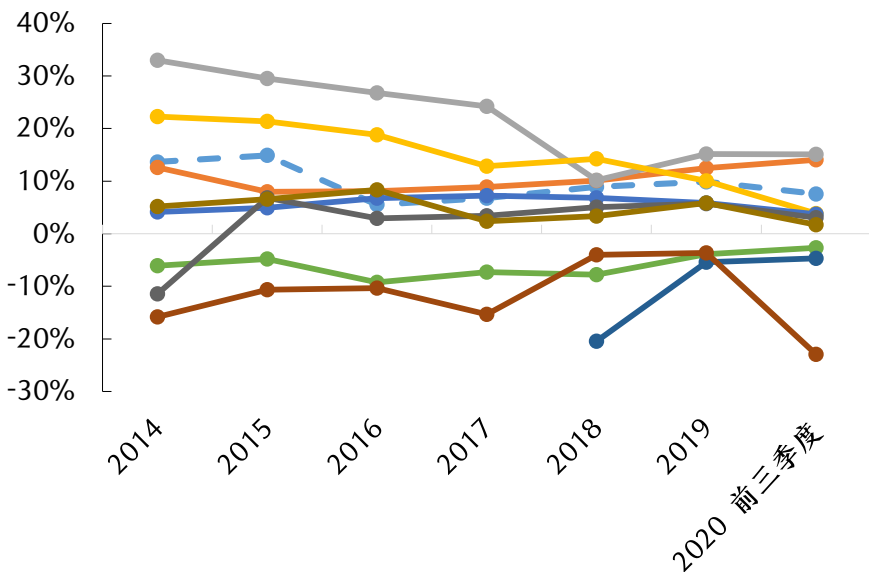
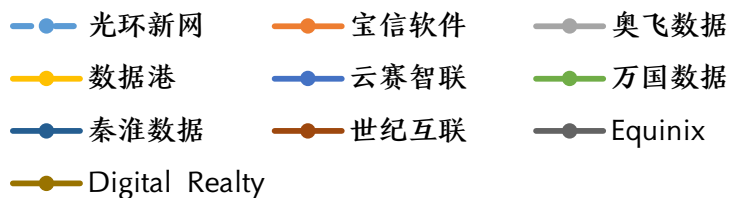


资料来源：wind，信达证券研发中心

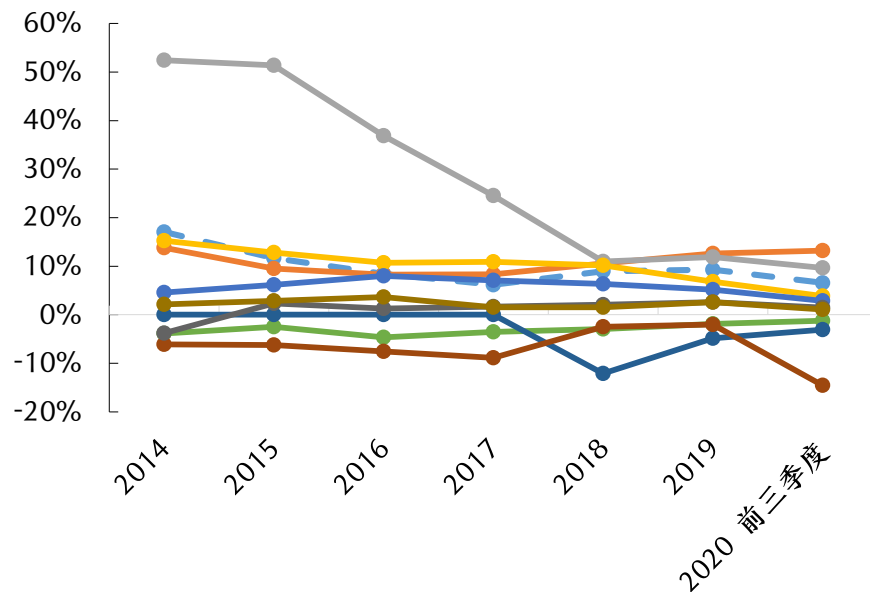
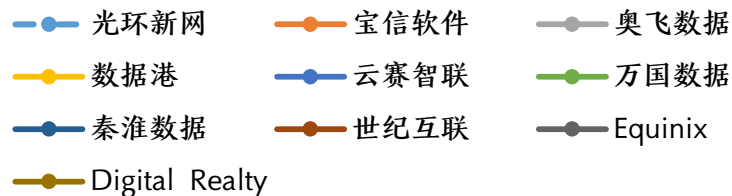
公司ROE与ROIC匹配，处于行业较高水平

■ 光环新网ROE和ROIC匹配，处于行业较高水平。2020前三季度，公司ROE为7.56%，ROIC为6.54%，远高于海外龙头Equinix（ROE为3.02%，ROIC为1.47%）和Digital Realty（ROE为1.05%，ROIC为1.05%），公司IDC资产均处于北京、上海及其周边核心地区，资产质量较高，单机柜收益率高于同行业，资产收益率较高。

图：全球主要IDC企业ROE情况



图：全球主要IDC企业ROIC情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司资产周转率较高，权益乘数较低

- 对公司ROE进行杜邦分解，我们发现光环新网资产周转率较高，权益乘数较低。
- 1) 公司利润率与同行业相比较高，与公司机柜处于核心地段、高价值客户占比高、良好的成本控制能力等有关；
- 2) 公司资产周转率较高，IDC行业主要收入为租金收入，公司较高的资产周转率主要得益于公司资产处于核心地段，同时云计算业务主要包括广告类收入，该部分业务有较高的资产周转率；
- 3) 公司权益乘数较低，主要原因为公司采用较为稳健的经营策略，资产负债率在行业内较低。

表：全球主要IDC企业ROE杜邦分解

	2019				2020 前三季度			
	ROE	利润率	资产周转率	权益乘数	ROE	利润率	资产周转率	权益乘数
光环新网	10.41%	11.22%	0.60	1.47	7.56%	11.07%	0.45	1.46
宝信软件	12.86%	13.50%	0.69	1.41	14.03%	17.45%	0.47	1.98
奥飞数据	16.51%	11.83%	0.65	2.37	15.11%	20.56%	0.28	3.28
数据港	10.51%	15.19%	0.23	3.39	3.85%	16.93%	0.13	2.27
云赛智联	5.96%	5.70%	0.84	1.42	3.70%	5.60%	0.51	1.33
万国数据	-5.24%	-10.72%	0.16	2.77	-2.70%	-9.68%	0.11	2.95
秦淮数据	-8.92%	-19.89%	0.19	2.40	-4.67%	-18.24%	0.13	2.33
世纪互联	-3.63%	-4.78%	0.30	2.73	-22.96%	-48.45%	0.21	2.45
Equinix	6.32%	9.12%	0.25	2.71	3.02%	7.20%	0.18	2.50
Digital Realty	5.87%	18.67%	0.14	2.17	1.69%	10.67%	0.10	1.92

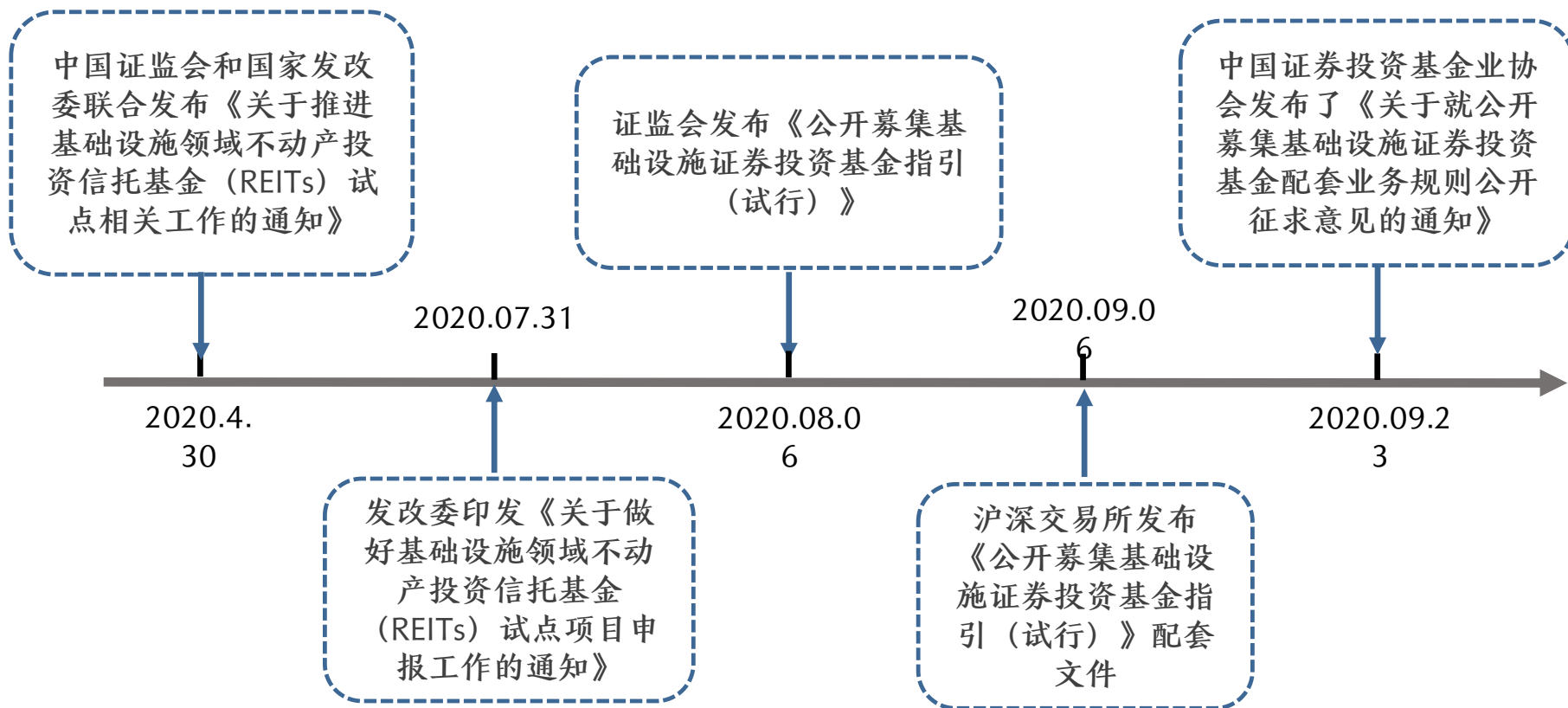
资料来源：wind，信达证券研发中心

- 流量驱动IDC持续成长，“碳中和”下一线IDC稀缺性价值提升
- 以北京为核心向全国扩张，抢滩布局IDC核心资产
- REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线
- 公司简介：5G新基建时代一线IDC核心龙头
- 盈利预测、估值与投资评级、风险因素

公募REITs试点启航，政策频发强力助推

我国公募REITs试点正式启航，IDC作为新基建重要组成部分，核心受益。2020年4月30日，中国证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志我国公募REITs试点正式开始，新基建、信息网络是公募REITs试点关注的七大领域之二，IDC作为新基建和信息网络重点组成部分，将受益于公募REITs试点推广。

图：政策频发助力公募REITs试点



资料来源：信达证券研发中心

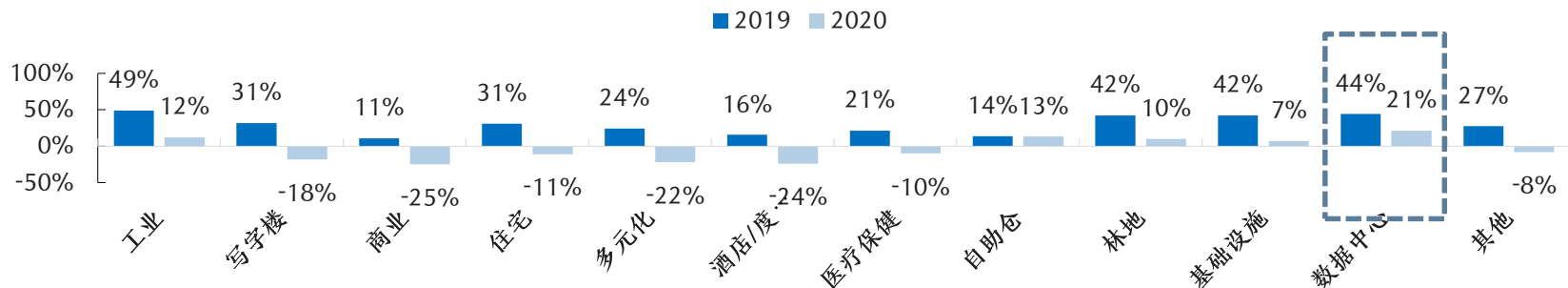
IDC REITs收益率显著高于其他行业

- 全球目前共有6只IDC REITs，其中5只在美国（分别是Equinix、Digital Realty、CoreSite、QTS以及CyrusOne），1只在新加坡（Keppel）。美国5只IDC REITs数量在权益类REITs中占比为3%，截至12月31日，美国5只IDC REITs总市值1208亿美元，5只总市值占比为10%。
- 从总收益率来看，美国IDC REITs 2019年和2020年总收益率显著高于其他行业，分别为44%和21%。

图：美国5只IDC REITs总市值占比略有提升（左图2019年12月底，右图2020年12月底）



图：美国IDC REITs总收益率较高

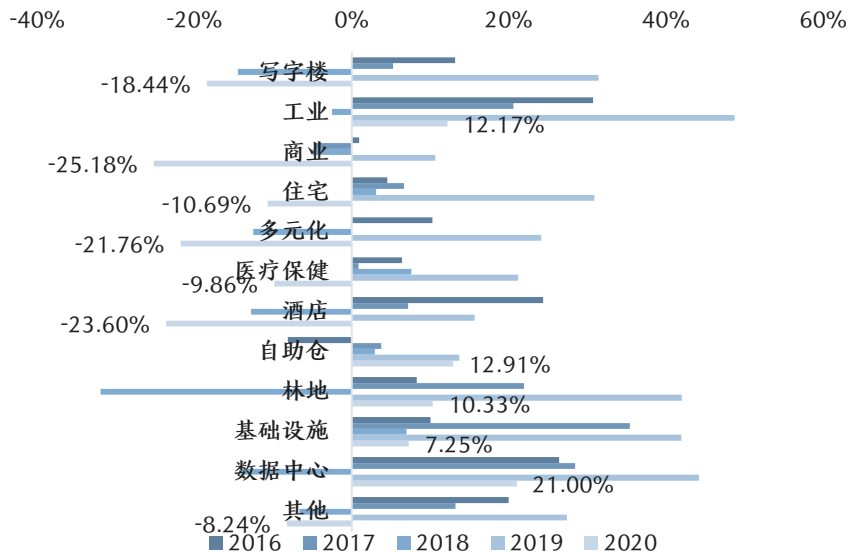


数据来源：NAREIT，信达证券研发中心

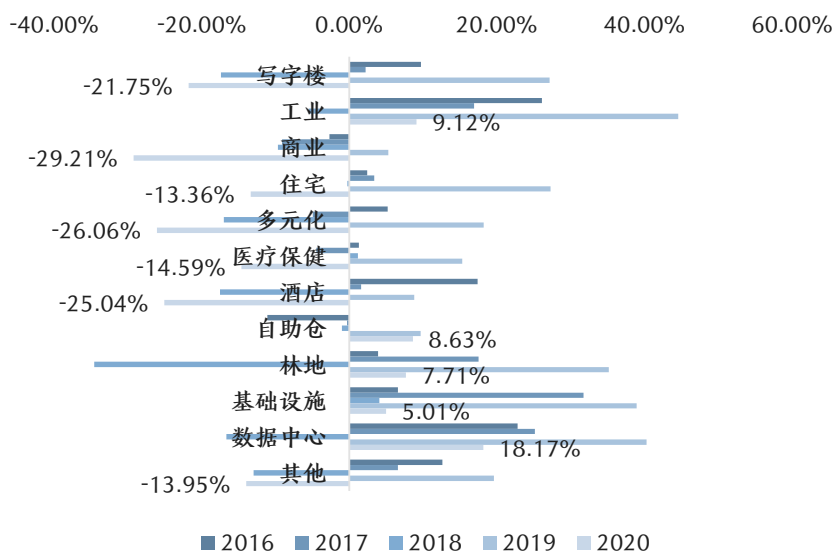
IDC REITs收益率高于全行业REITs和标普500指数

IDC REITs在纳入FSTE NAREITs Index 后一直表现优秀，从近五年来看，整体平均收益率约为21.19%，2020年年化收益率达21.00%；**股价溢价也一直处于高位，远高于其他不动产**，整体平均溢价为17.97%，2020年为18.17%。**在2016-2020年五年中，IDC REITs收益率除2018年外都远高于全行业REITs和标普500指数。**

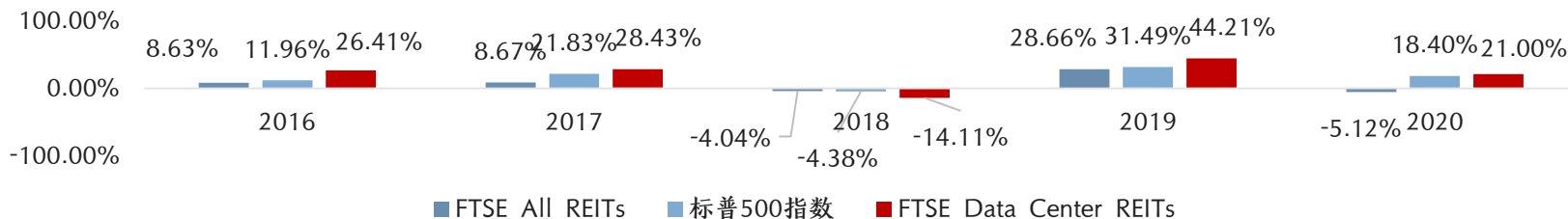
图：不同行业REITs总年化收益率



图：不同行业 REITs年股价溢价收益率



图：美国全行业REITs、标普500指数、IDC REITs收益率对比

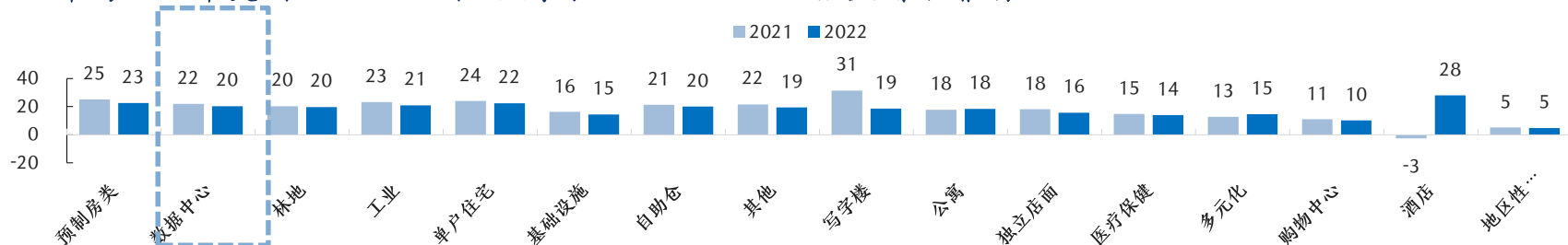


资料来源：NAREIT，信达证券研发中心

市场予以IDC REITs较高估值

- 国际上对IDC REITs估值比较通用的方法是P/FFO（资产运营净现金流=净利润+折旧与摊销-资产出售利润+资产出售亏损+资产减值损失+其他非经营性损益）或者P/AFFO（调整后的资产运营净现金流=资产运营净现金流-资本化费用）方法。从P/FFO来看，IDC REITs估值在所有REITs中处于高位。

图：2021年与2022年美国IDC REITs在不同行业REITs P/FFO倍数排名靠前



表：美国不同行业 REITs估值对比

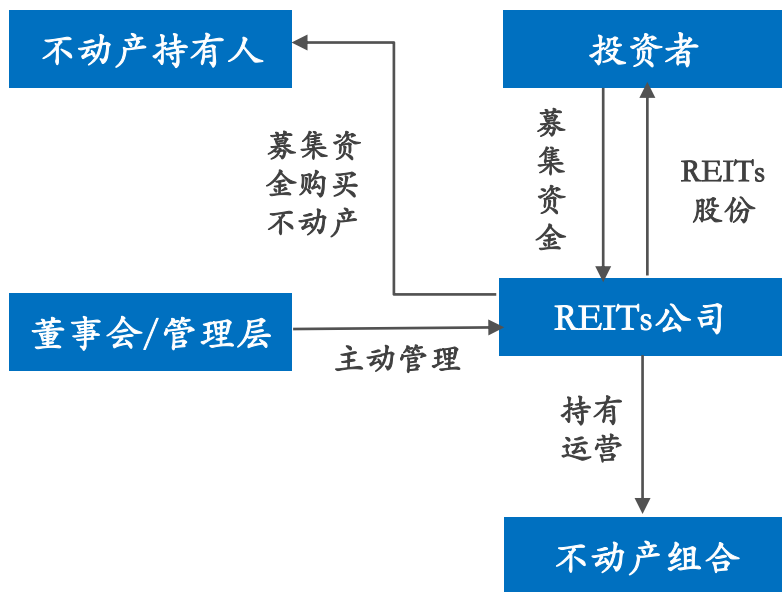
	股价	预测FFO/每股		YOY	P/FFO		
		2021	2022		2021	2022	
	2020/12/31	2021	2022		2021	2022	
商业	写字楼	33.26	2.44	2.6	6.56%	31.46	18.71
	工业	62.53	2.57	2.9	12.84%	23.27	20.97
	购物中心	19.09	1.65	1.75	6.06%	11.02	10.29
	地区性商业中心	28.54	5.14	5.67	10.31%	5.13	4.82
	独立店面	30.9	1.97	2.14	8.63%	18.14	15.77
住宅	公寓	61.51	3.16	3.59	13.61%	17.71	18.3
	预制房类	72.89	2.91	3.15	8.25%	25.05	22.57
	单户住宅	29.86	1.25	1.34	7.20%	24.06	22.44
	多元化	33.27	2.55	2.84	11.37%	12.67	14.67
	医疗保健	31.68	2.07	2.16	4.35%	14.87	13.98
	酒店	12.41	-2.03	-0.14	-93.10%	-2.51	27.96
	自助仓	83.07	4.56	4.83	5.92%	21.35	20.1
	林地	29.71	1.48	0.93	-37.16%	20.26	19.62
	基础设施	118.33	5.03	5.51	9.54%	16.21	14.5
	数据中心	231.28	9.18	10.05	9.48%	21.96	20.22
	其他	32.22	1.86	2.21	18.82%	21.53	19.38

数据来源：NAREIT, 信达证券研发中心

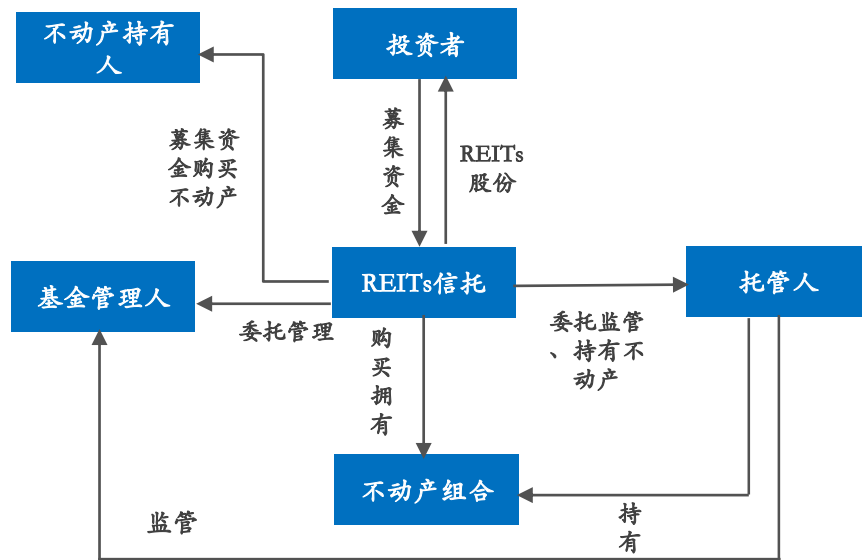
我国REITs试点采用契约型REITs架构

- 根据组织结构，REITs 分为公司型REITs和契约型REITs。其中，美国REITs以公司型REITs为主，亚洲国家REITs以契约型REITs为主，我国REITs试点采用契约型REITs架构。
- **公司型REITs：**公司型REITs的本质为公司，具有法人资格。公司型REITs与公司运行模式相同，董事会和管理层能够自主进行投资决策，通过满足REITs设立的相关法规从而享受税收优惠，当不满足法律规定的“收入测试”时，会被取消REITs免税优惠。
- **契约型REITs：**契约型REITs的本质为信托，不具有法人资格。投资者、受托人与管理人形成信托关系，投资者持有信托基金份额，通常管理人作为受托人根据协议对资产进行管理，资产管理权与资产所有权分离。

图：公司型REITs典型交易结构



图：契约型REITs典型交易结构

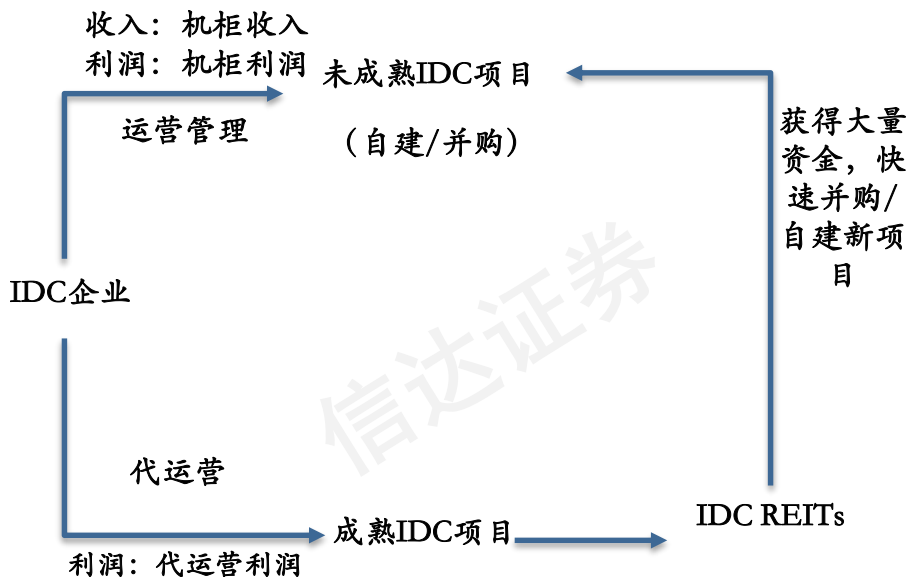


资料来源：CIB research, 信达证券研发中心

IDC REITs有助于成熟资产快速变现，改善融资压力，助力企业快速扩张

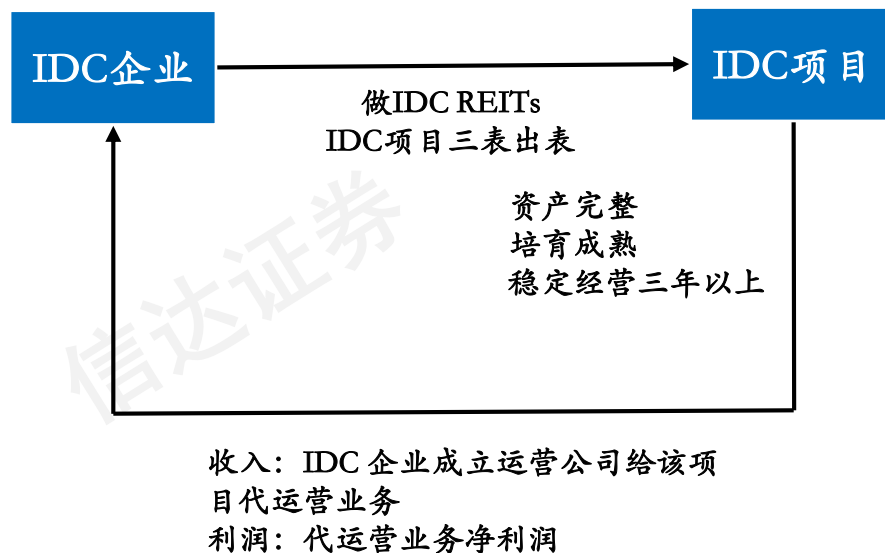
- 对于国内IDC企业来说，IDC REITs有助于盘活存量资产，实现资金闭环，增加隐形杠杆，改善融资压力。IDC属于重资产项目，建设周期较长，建好以后存在比较长的上架爬坡期，爬坡期业绩增速较快，可帮助企业实现高增长，一般上架率达到95%就达到成熟期，成熟期项目虽然每年可以贡献稳定现金流，但后续已无法实现太大增长。IDC REITs给了成熟项目很好的变现渠道，可以帮助企业盘活存量资产，一次性获得可观的投资收益，用于新项目开发与建设，及大量并购，帮助企业快速扩张。
- IDC REITs有助于降低资金风险，提升ROE，实现轻资产运营。对于IDC企业而言，IDC项目做REITs以后财务报表要从母公司剥离，IDC企业可以将重资产业务从体内剥离，并通过代运营业务实现轻资产运营。1) 资产端：资产、折旧摊销等均实现出表，有助于降低资金风险和财务成本，同时可以将商誉一并剥离，有助于提升整体ROE水平；2) 利润端：一般而言资产公司并不具备IDC运营能力，IDC企业可以通过成立运营公司对IDC REITs机柜进行代运营，IDC企业仍可获得IDC代运营的收入和利润，另外由于IDC企业仍保留对IDC REITs项目不低于20%的股权，所以仍可扩得稳定持续的派息收益。

图：IDC项目REITs盘活存量资产



资料来源：信达证券研发中心

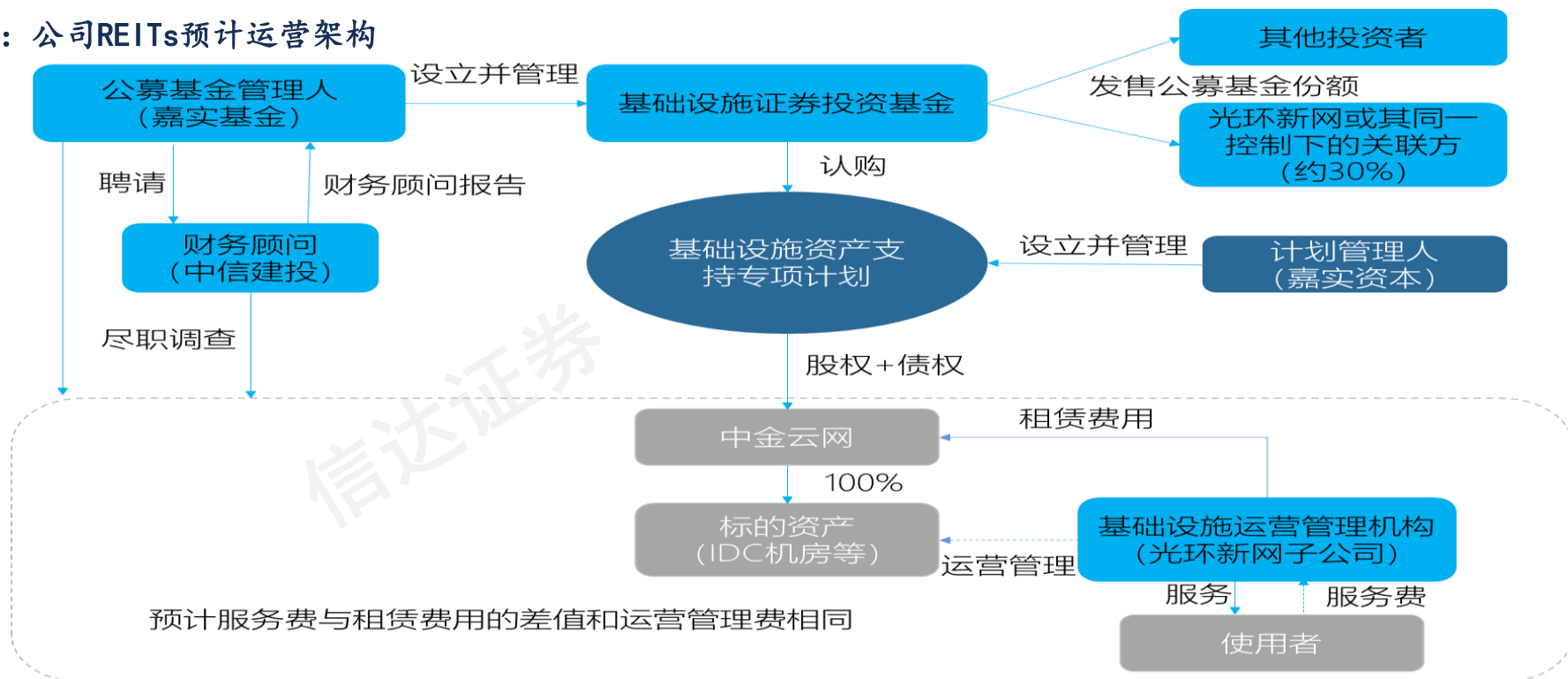
图：国内公募IDC REITs代运营模式猜想



公司REITs项目稳步推进中

- 公司REITs项目已完成北京市发改委试点申报和审批流程，并拿到北京市发改委出具的无异议专项意见，已被推荐至国家发改委，REITs进程稳步推进。根据公司公告，公司将中金云网作为底层资产进行REITs申报，根据初步评估，中金云网资产价值约57亿，所有者权益对价47.73亿，REITs将为公司带来约14亿投资收益，同时REITs化将剥离公司收购中金云网产生的商誉19.52亿，根据公司公告，公司预计持有REITs 30%份额，REITs化将为公司带来30.63亿现金流。
- REITs化预计不会降低公司营业收入。公司通过运营管理公司运营中金云网标的资产，运营管理公司通过与下游客户签订合同收取中金云网全部收入，并向中金云网支付租赁成本，通过运营架构转变，公司可以全额确认中金云网营业收入。

图：公司REITs预计运营架构

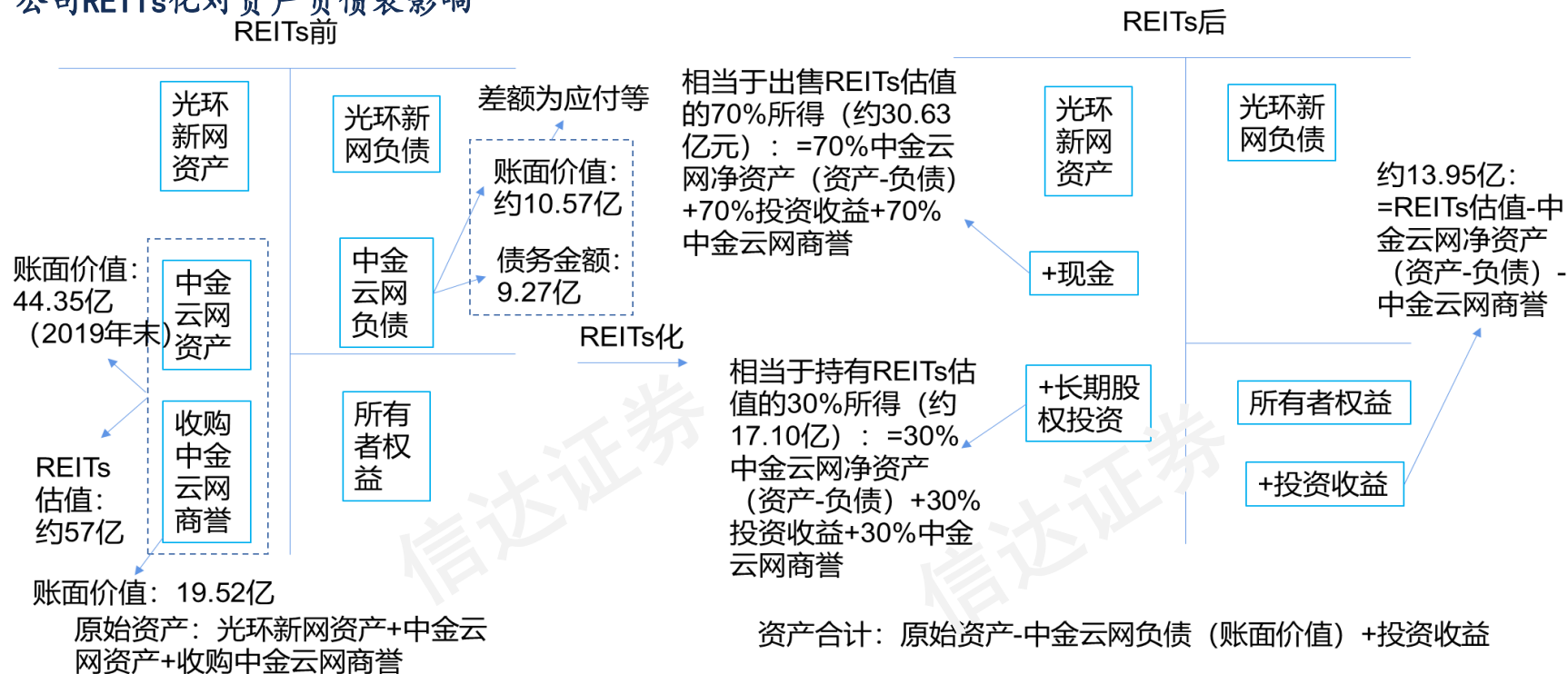


资料来源：根据公司公告整理，信达证券研发中心

公司REITs项目对资产负债表的影响

- 对于资产负债表，在REITs发行期，对中金云网资产、收购中金云网产生的商誉、负债从光环新网的合并报表剥离（相当于资产端剥离100%中金云网净资产+商誉），将出售所得现金（相当于70%中金云网净资产+70%商誉+70%投资收益，约30.63亿元）计入现金科目，将持有的30%中金云网股权按照权益计入长期权益类投资科目（30%中金云网净资产+30%商誉+30%投资收益）；
- REITs化后，总资产相当于变为光环新网资产+中金云网净资产+商誉+投资收益，负债变为原合并报表负债减去中金云网负债，所有者权益变为原合并报表所有者权益加投资收益；
- 在后续年份中，中金云网将作为公司的权益投资，产生的收入、分红、权益变动等相关变化将从利润表和现金流量表相关科目进入资产负债表。

图：公司REITs化对资产负债表影响

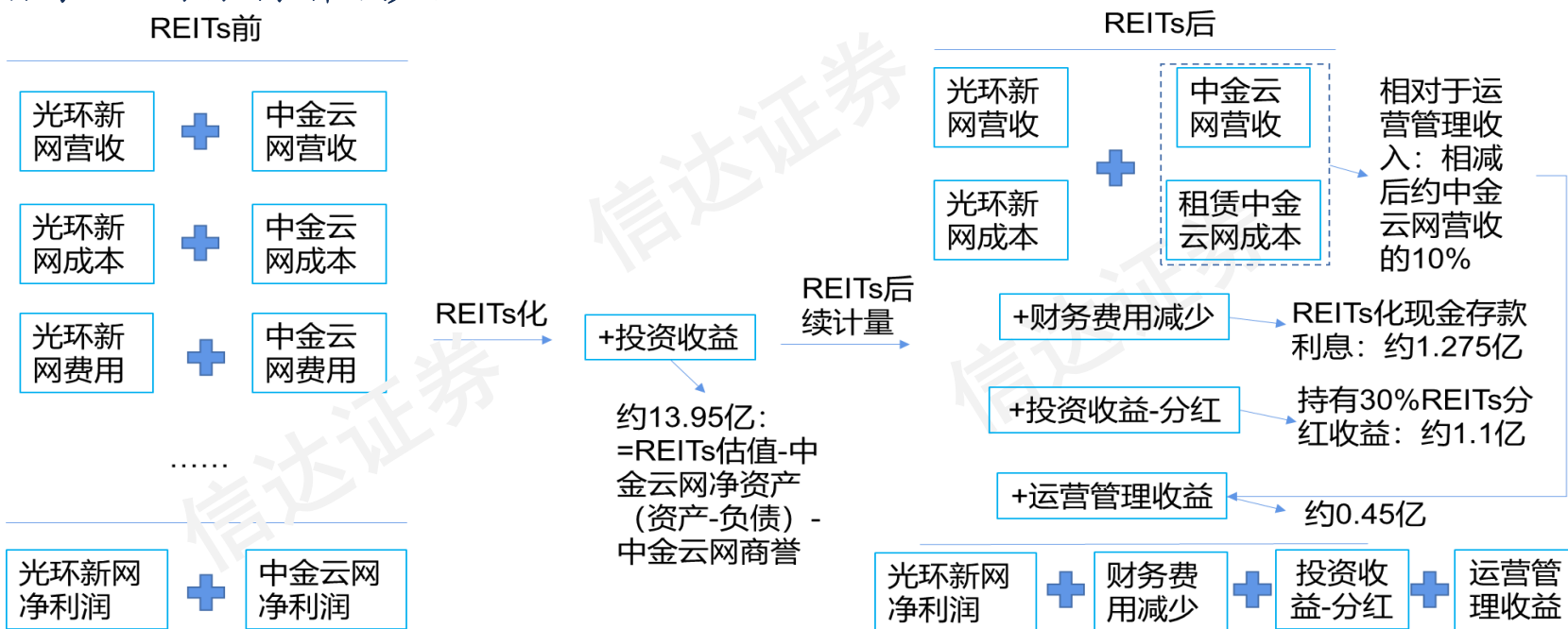


资料来源：根据公司公告整理，信达证券研发中心（注：光环新网代表除中金云网外公司所有资产或负债）

公司REITs项目对利润表的影响

- 在REITs发行期，产生大额投资收益进入投资收益科目。在后续年份中，首先将中金云网利润表从利润表合并报表剥离，对于收入科目，中金云网收入通过运营管理公司重新进入合并报表，营业成本科目增加租赁中金云网成本（约为中金云网90%营收），预计中金云网营收与租赁中金云网与运营管理公司运营费用（约为中金云网收入10%）相同，预计运营管理公司最终产生0.45亿收益；
- 财务费用科目，由于产生约30.63亿现金的利息收入，财务费用减少约1.275亿，投资净收益科目增加由于持有REITs 30%中金云网份额的分红（约1.10亿）；
- 对于最终利润，相对于中金云网利润（约3.29亿）从合并报表剥离，收到货币资金如存入理财产品获得利息计入财务费用的利息收入（约1.28亿）、持有REITs 30%中金云网份额的分红（约1.10亿）、增加运营公司管理中金云网净收入（约0.45亿），预计总利润较中金云网REITs化前减少0.46亿，总体影响较小。

图：公司REITs对利润表科目影响

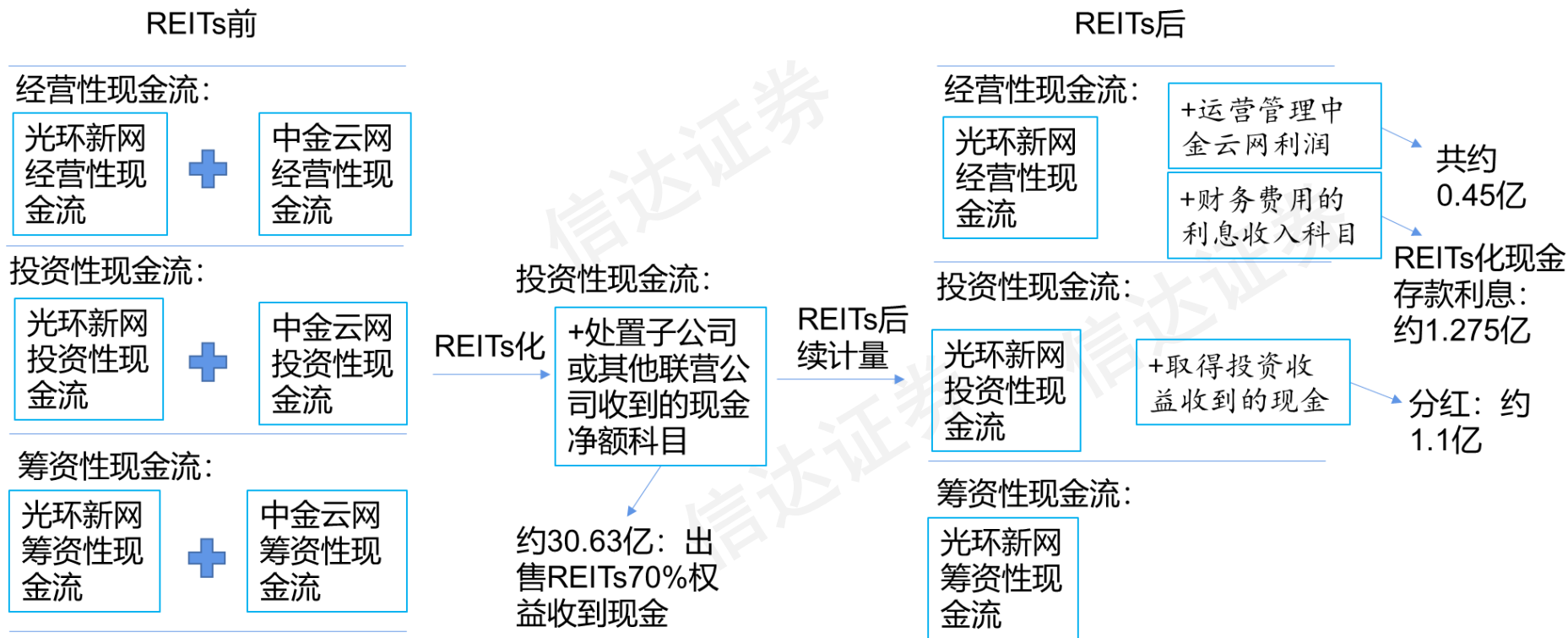


资料来源：根据公司公告整理，信达证券研发中心（注：光环新网代表除中金云网外公司所有营收、成本等）

公司REITs项目对现金流量表的影响

- 对于现金流量表，在REITs发行期，REITs化会产生约30.63亿进入投资活动产生现金流流量（处置子公司或其他联营公司收到的现金净额科目）；
- 在后续年份中，中金云网现金分红（约1.10亿）预计进入投资活动产生现金流流量（取得投资收益收到的现金），收到货币资金如存入理财产品获得利息计入财务费用的利息收入科目（约1.28亿）进入经营活动产生现金流流量（收到的其他与经营活动有关的现金），运营管理中金云网收入（约0.45亿）进入经营活动产生现金流净额内（中金云网收入计入提供商品、销售劳务收到的现金，中金云网90%营收进入购买商品、接受劳务收到的现金科目）。

图：公司REITs对现金流量表科目影响



资料来源：根据公司公告整理，信达证券研发中心（注：光环新网代表除中金云网外公司所有营收、成本等）

- 流量驱动IDC持续成长，“碳中和”下一线IDC稀缺性价值提升
- 以北京为核心向全国扩张，抢滩布局IDC核心资产
- REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线
- 公司简介：5G新基建时代一线IDC核心龙头
- 盈利预测、估值与投资评级、风险因素

光环新网：以ISP起家，成长为一线核心IDC龙头

光环新网成立于1999年，主要从事IDC和云计算业务，IDC资源分布于北京、上海及周边核心区域，为一线核心IDC龙头企业。公司早期从事ISP业务，2002年在北京建设自有东环B2互联网数据中心，进入IDC行业，2015年收购中金云网，IDC业务不断发展，逐步成为北京地区IDC龙头。2015年通过收购无双科技切入SaaS云计算业务，2016年与亚马逊AWS开展战略合作，运营AWS北京区域云服务业务，2017年底拿到云计算牌照，云计算业务随AWS业务扩张不断发展。

图：公司发展历程

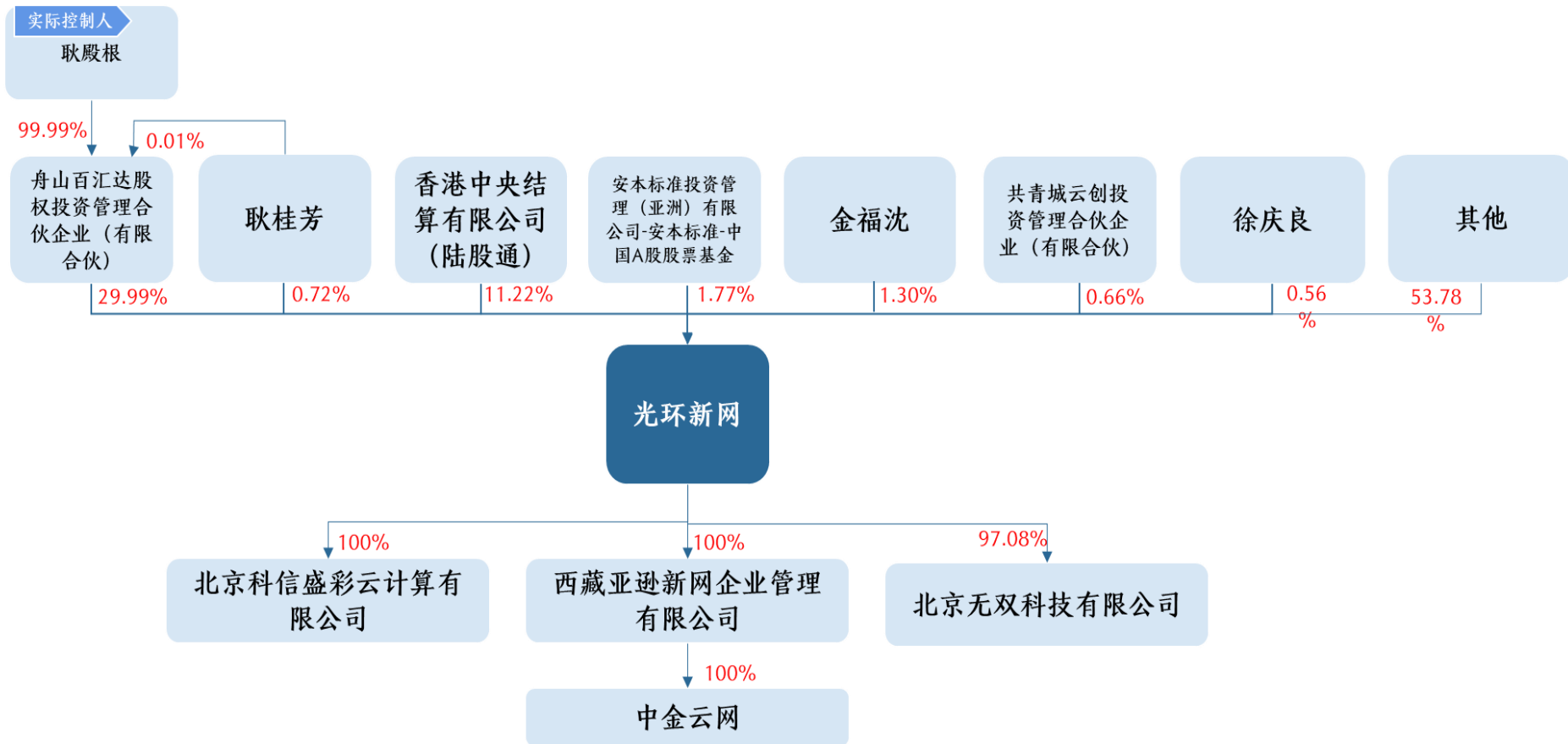


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权结构：实际控制人间接持股29.99%，持股比例较为集中

- 董事长耿殿根为实际控制人，通过百汇达间接持股29.99%。截至2020年三季报，董事长耿殿根及其一致行动人耿桂芳、耿岩、郭明强及王路合计持有公司30.91%，陆股通持股比例达到11.22%。从重点子公司持股来看，持有中金云网100%股份、无双科技97.08%股份、科信盛彩100%股份。

图：公司股权架构

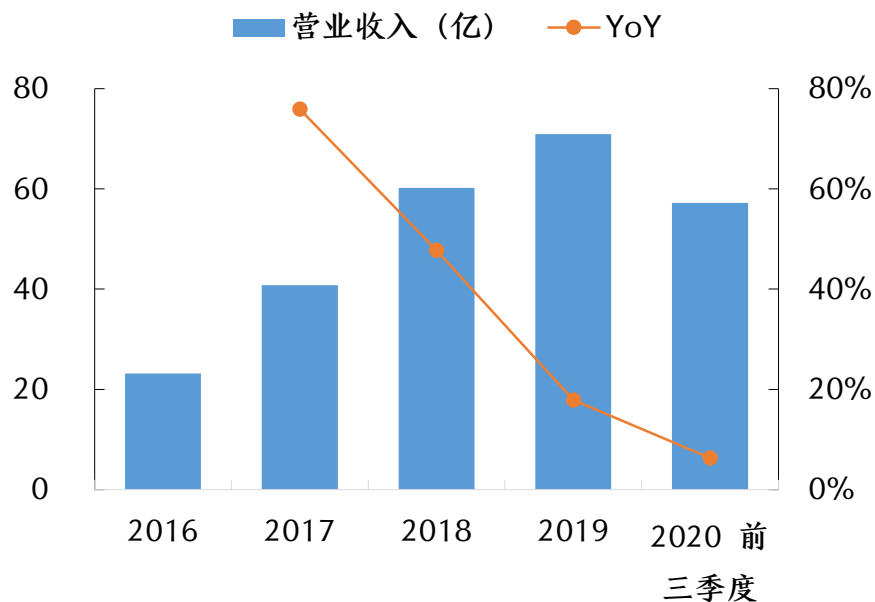


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

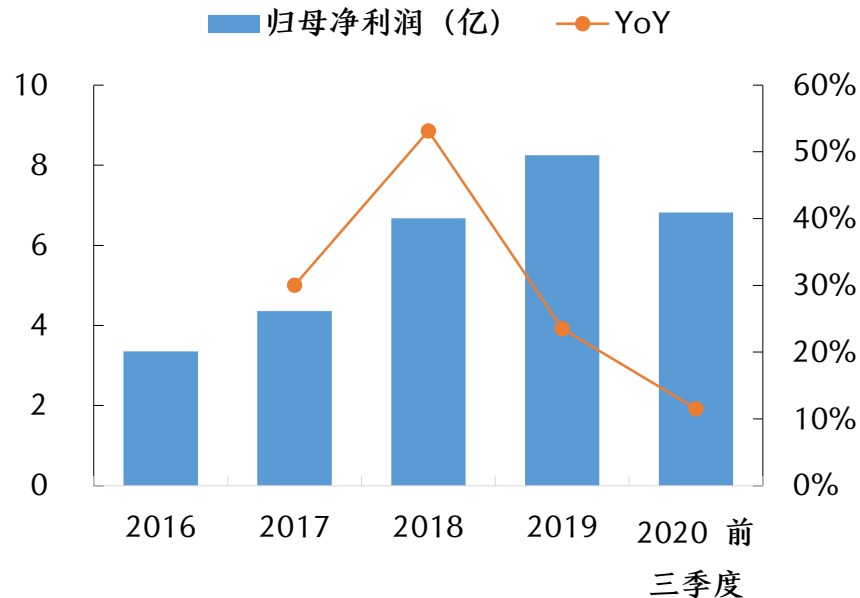
随着疫情缓和及机柜的规模投放，公司业绩有望逐步改善

- 公司IDC今年将进入投放和成长新周期，业绩有望逐步改善。2020年前三季度，公司营业收入达到57.2亿，同比增长6.32%，归母净利润6.8亿，同比增长11.53%，根据公司预告，2020年公司归母净利润9.1-9.5亿元，同比增长10.36% - 15.21%，业绩增速放缓，一方面是受到疫情影响，公司2020年机柜投放较慢，新增机柜较少，另外一方面是由于部分客户关停服务器，同时云计算业务（AWS+无双科技）增速放缓，AWS业务方面，主要是由于AWS价格下调及部分转出导致，无双科技方面，主要是公司主动对低价值冲量客户进行了清退导致。
- 从今年开始，公司北京房山、环京燕郊、上海嘉定机房逐步开始投放，全年有望投放超1万个机柜，有望带动公司业绩逐季度改善，且新项目正逐步拓展中，将带动公司进入成长新周期。

图：公司营收及同比增长率（亿）



图：公司归母净利润及同比增长率（亿）

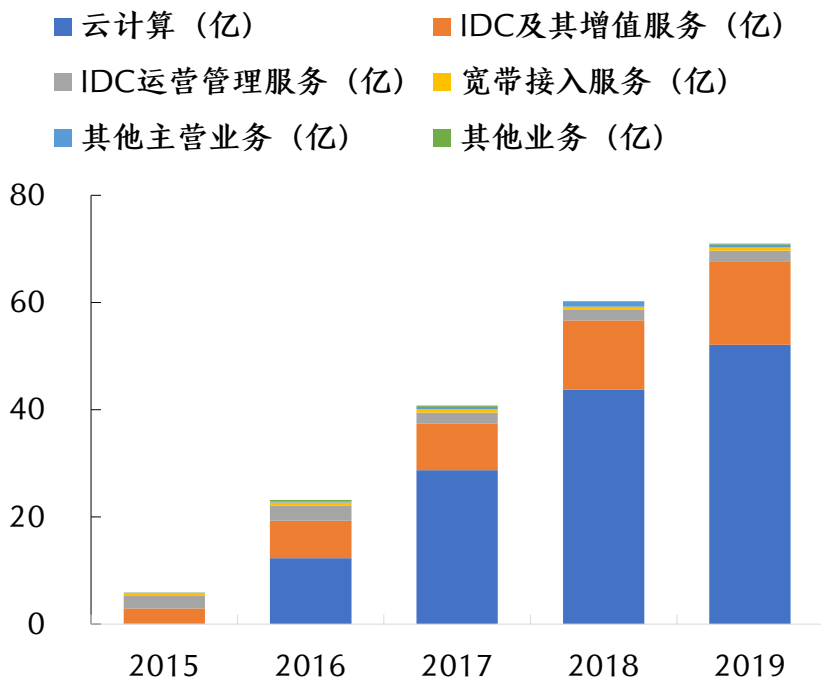


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司主要盈利来源于IDC业务，IDC业务盈利能力强劲

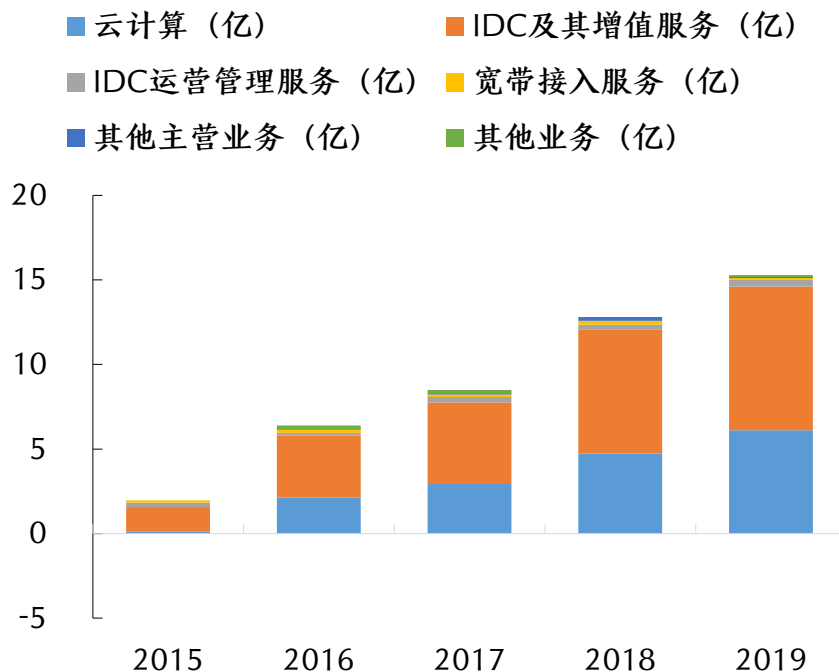
■ 公司云计算业务营收占比较高，IDC相关业务毛利润占比较高。公司主营业务主要包括云计算、IDC相关业务、宽带接入业务等，云计算业务主要包括AWS和无双科技业务，根据2019年年报数据，公司云计算业务营收52.1亿元，同比增长19.11%，营收占比73.44%，公司云计算业务毛利润6.1亿元，同比增长29.3%，毛利润占比39.97%，但目前AWS云计算利润主要也源于IDC机柜收入；IDC业务包括IDC及其增值业务和IDC运营管理服务业务，其中IDC及其增值业务主要包括机柜租赁收入等，2019年营收15.6亿，同比增长20.77%，营收占比21.99%，公司IDC及其增值业务毛利润8.5亿，同比增长15.99%，毛利润占比55.60%。

图：公司细分业务收入



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：公司细分业务毛利润

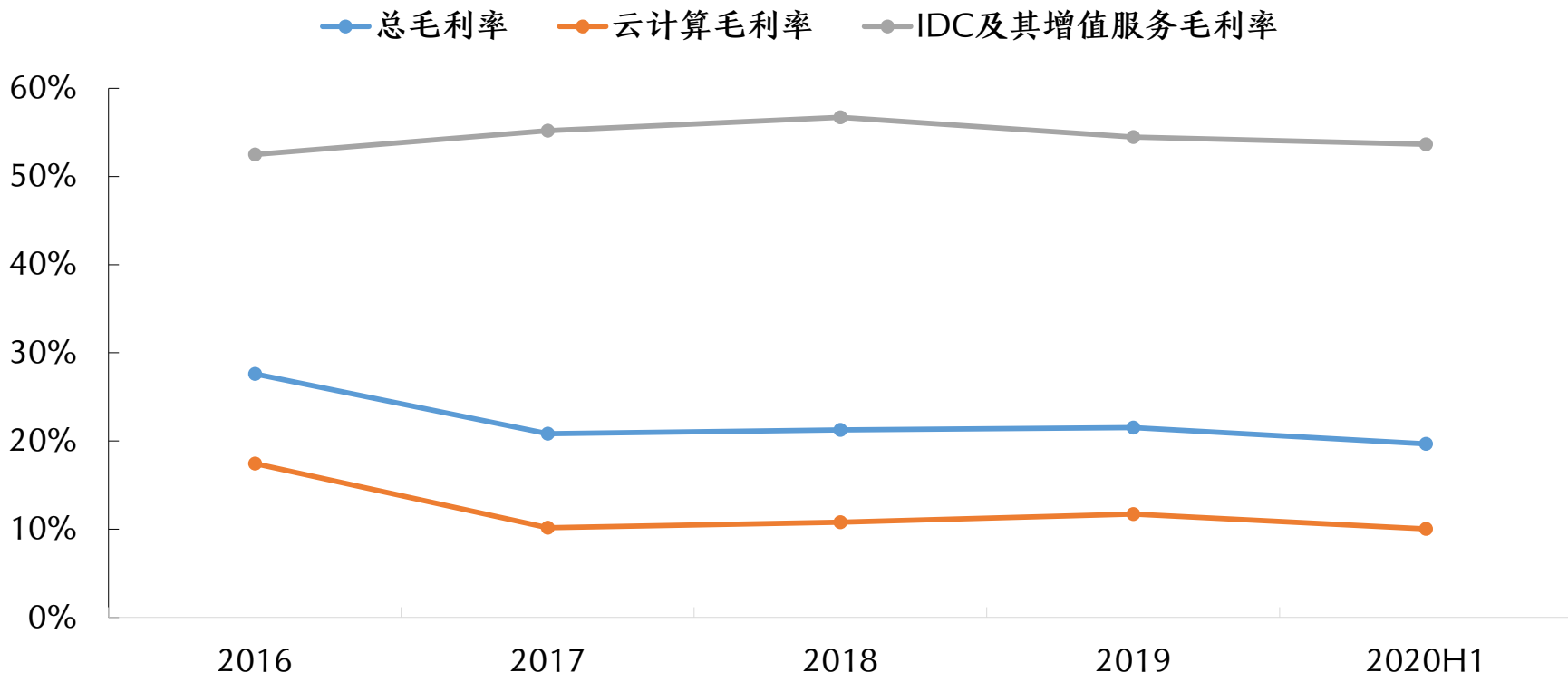


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司总体毛利率较平稳，IDC业务毛利率较高

- 公司总体毛利率较平稳，IDC业务毛利率较高，云计算业务受无双科技影响毛利率较低。2019年公司总体毛利率为21.54%，其中IDC及其增值服务毛利率为54.46%，云计算业务毛利率为11.72%；2020H1，公司总体毛利率为19.69%，其中IDC及其增值服务毛利率为53.65%，云计算业务毛利率为10.06%，较2019H1下降1.44个百分点，主要是AWS价格下调及部分转出，同时无双科技主营SaaS广告业务受到疫情影响且清退了部分低价值冲量客户。

图：公司细分行业毛利率

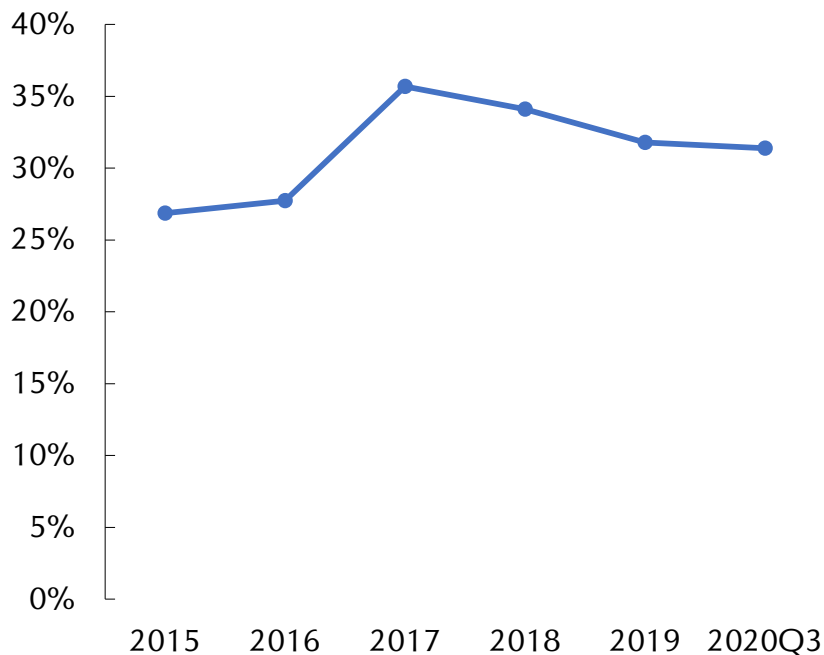


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司资产负债率稳定，财务状况良好

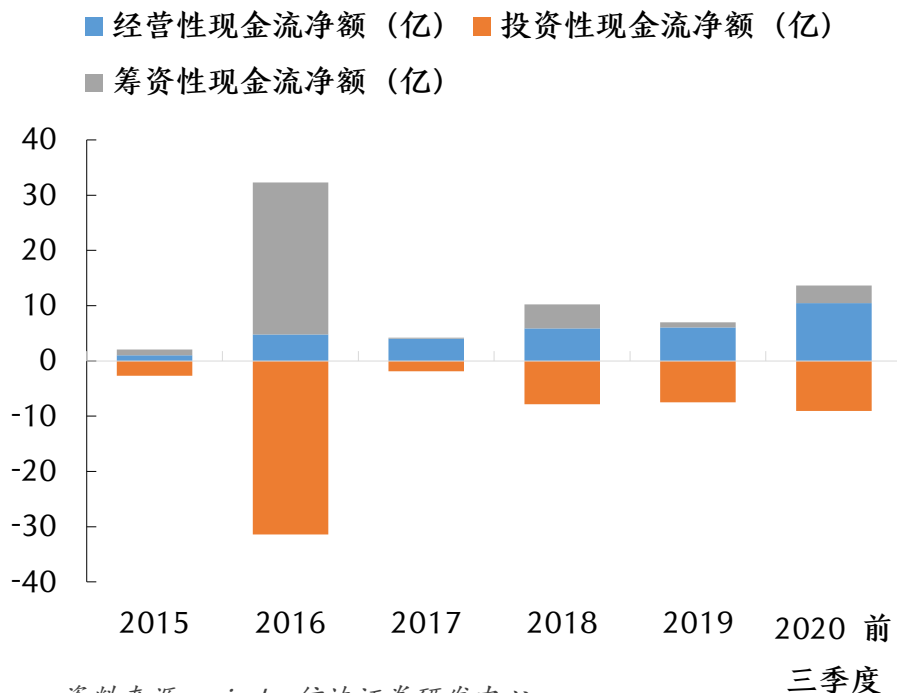
- 公司资产负债率较稳定，且维持在较低水平，经营性现金流持续增长，财务状况良好。公司资产负债率自2017年持续小幅下降，2020Q3负债率达到31.38%，其中短期借款资产占比6.81%，应付账款占比7.18%，长期借款占比10.30%。公司经营性现金流持续增长，2020前三季度经营性现金流达到10.5亿元，同比增长403.12%。公司持续进行IDC建设，投资性现金流持续为负，2020前三季度投资性现金流流出9.1亿元，同比增长90.75%，投资节奏明显加快。筹资性现金流持续为正，2020前三季度筹资性现金流流入3.1亿，主要是新增借款导致。

图：公司资产负债率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：公司现金流情况

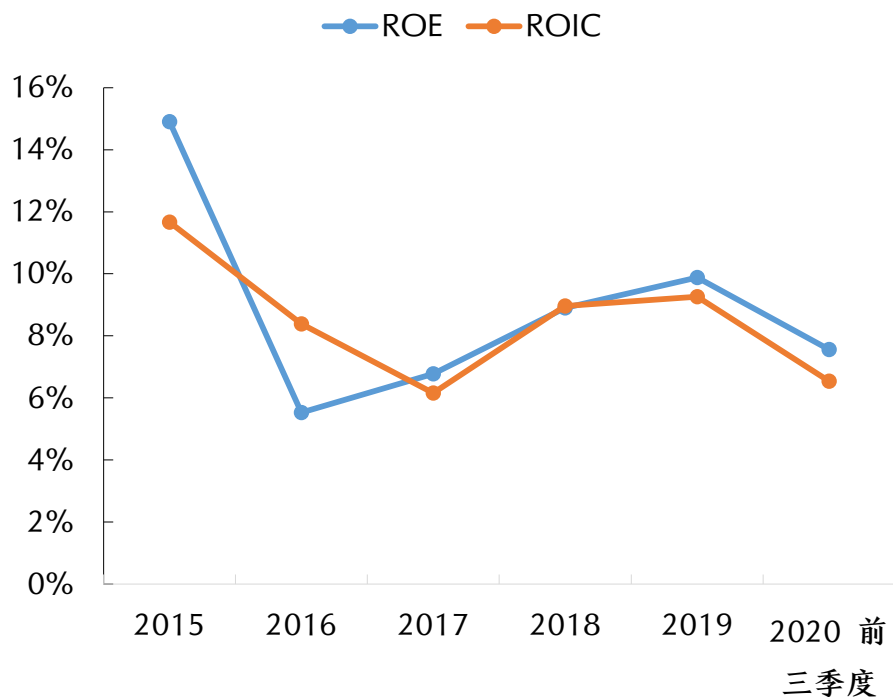


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司ROE与ROIC匹配，资产收益率良好

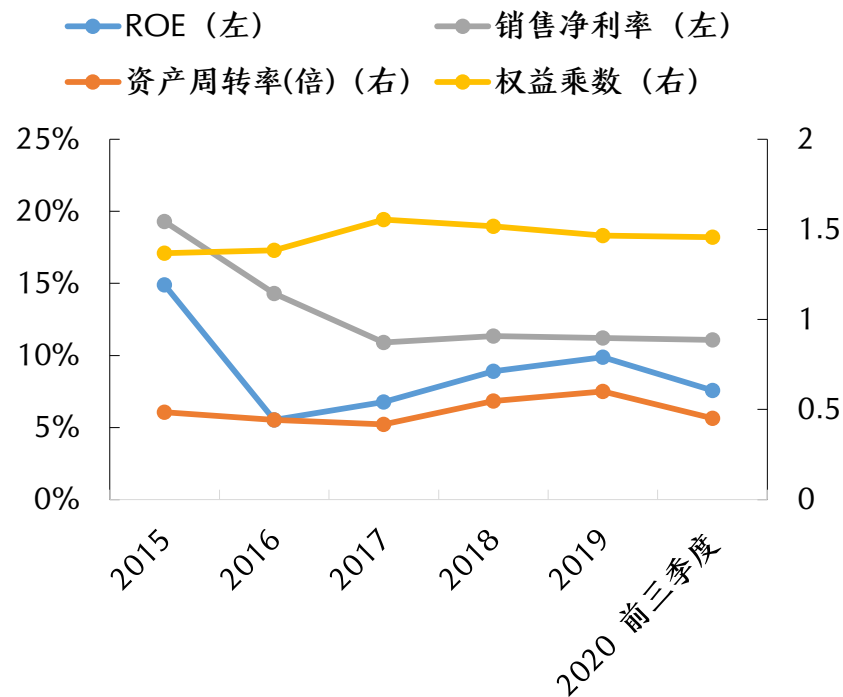
- 公司ROE与ROIC匹配，资产收益率良好。ROIC为公司投入资本的核心收益率，ROIC和ROE在2017-2019逐步增加，2019年ROE达到9.88%，ROIC达到9.26%。根据杜邦分析，ROE等于销售净利率、资产周转率、权益乘数的乘积，公司ROE增加的主要原因是公司资产周转率有所上升，2020 前三季度ROE有所下降，主要原因是资产周转率下降。

图：公司ROE和ROIC情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图：ROE杜邦分析



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司定向增发获证监会同意批复，项目投产有望加速

- 2021年3月5日公司定向增发获证监会同意批复，定向增发又近一步，建设节奏有望加快。根据公司公告，公司拟募集金额50亿，非公开发行股票数量不超过4.63亿股，非公开发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%。
- 本次募集资金主要用以数据中心建设、股权收购和补充流动资金。数据中心建设涉及4.1万个机柜建设，主要包括房山二期、嘉定二期、燕郊三四期、长沙一期等核心区域数据中心的建设，股权收购为向智达云创增资11.27亿取得65%股权。
- 公司2021年投资规划超过32.31亿，建设节奏明显加快。同时，房山二期和嘉定二期购买意向达到70%，新增机柜需求旺盛。

表：公司募集资金投资金额及投资项目情况

项目名称	投资金额/亿	募集资金拟投资金额/亿	内部收益率	施工开始时间	建设期/年	PUE	机柜数/个	购买意向	已累计投资/亿	投资比例(截止2020.9.24)	投资规划/亿			
											2020年	2021年	2022年	2023年
北京房山绿色云计算数据中心二期	12.21	9.00	14.07%	2019.1	3.00	1.3	5000	2000	2.22	18.15%	5.64	4.83	-	-
上海嘉定绿色云计算基地二期	13.00	9.00	12.01%	2020.5	2.00	1.3	5000	5000	2.72	20.91%	3.54	8.01	-	-
向智达云创增资取得65%股权并投资建设燕郊绿色云计算基地三四期	29.86	15.20	13.74%	2019.1	4.25	1.4	15000	7800	5.02	16.80%	2.00	8.58	10.99	5.47
长沙绿色云计算基地一期	34.64	4.00	13.80%	2021.1	3.00	1.4	16000	-	0.74	2.13%	0.05	10.89	16.92	6.07
补充流动资金	12.80	12.80												

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

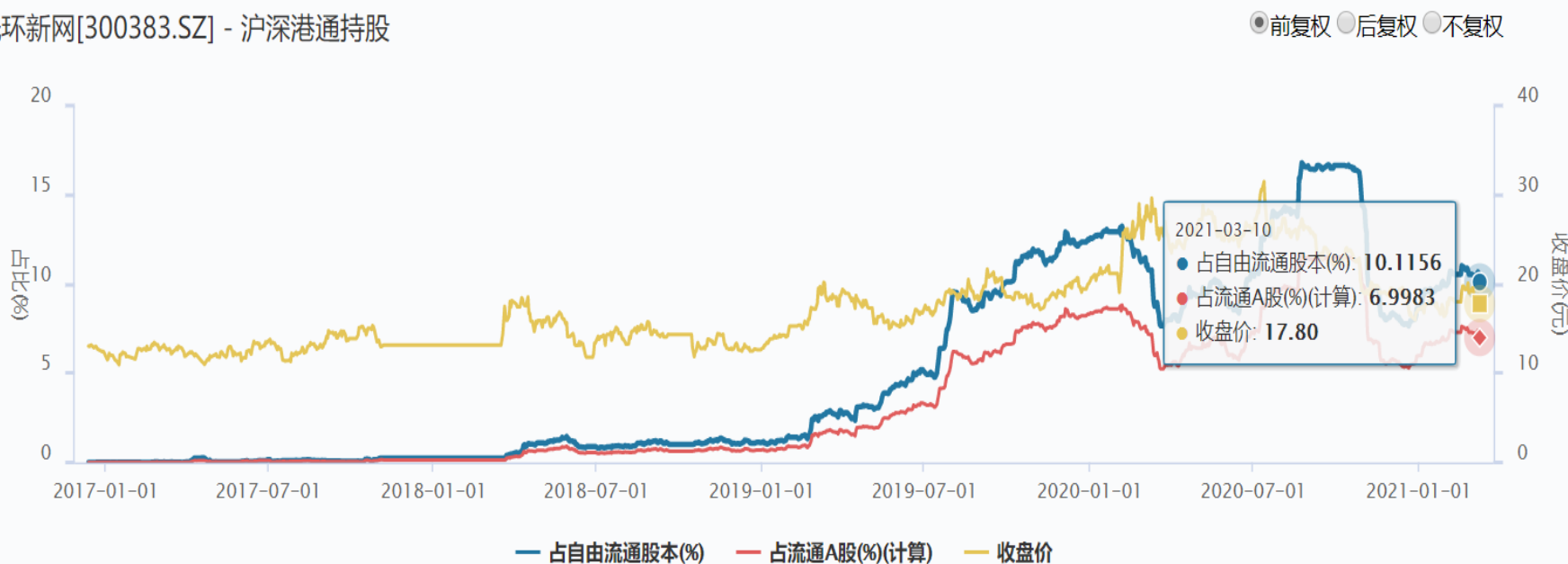
- 流量驱动IDC持续成长，“碳中和”下一线IDC稀缺性价值提升
- 以北京为核心向全国扩张，抢滩布局IDC核心资产
- REITs有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线
- 公司简介：5G新基建时代一线IDC核心龙头
- 盈利预测、估值与投资评级、风险因素

IDC为流量驱动长期成长赛道，看好光环新网成长空间

- IDC最核心驱动力为流量的增长，5G时代，超高清视频、自动驾驶、物联网等应用将成为流量爆发的重要驱动因素。光环新网在北京及周边、上海及周边等核心城市拥有大规模IDC布局，且大部分位于北京及周边，一方面，政策趋严下核心城市供给进一步收缩，另一方面，需求随着新应用的崛起有望逐步提升，一线IDC机房稀缺性将进一步凸显。IDC REITs及后续的并购有望助力公司在一线核心地段实现快速扩张，看好公司长期成长空间。
- 外资持仓较多光环新网，根据沪深港股通持股情况，截至2021年3月10日，外资持股占光环自由流通股本的10.12%，占全部A股6.81%，占流通A股7.00%。

图：光环新网沪深港通持股情况

光环新网[300383.SZ] - 沪深港通持股



资料来源：wind，信达证券研发中心

盈利预测与假设

- 公司聚焦一线，以北京为战略核心，通过自建+并购沿着京津冀、长三角、珠三角核心地段打造三大产业集群，客户结构优质，盈利及成长实力强劲。公司主营业务基本假设如下：
 - **1) IDC业务：**IDC业务为公司主营业务，公司战略发展规划清晰，以一线及周边IDC核心资产为根基，向全国核心圈大规模布局，坚持走在核心地段自持物业自建机房的模式，规划2020-2025年新增IDC项目设计容量达10万个，同时积极推进IDC REITs，我们判断未来几年IDC业务将进入加速投放新周期，逐步提速增长。
 - **2) 云计算业务：**公司云计算业务主要由AWS云计算和无双科技SAAS组成，5G时代，智能网联汽车、自动驾驶等新应用的发展有望带动公有云的发展，从而带动公司云计算业务及IDC业务成长；无双科技主要深耕于智能广告营销，客户均为头部客户，未来有望维持稳定增长。

图：光环新网业绩预测

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	6,023	7,097	7,517	8,406	10,508
增长率YoY %	47.7%	17.8%	5.9%	11.8%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	667	825	927	1,075	1,325
增长率YoY%	53.1%	23.6%	12.4%	16.0%	23.3%
毛利率%	21.3%	21.5%	21.0%	21.3%	22.2%
净资产收益率ROE%	8.9%	9.9%	10.0%	10.4%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.53	0.60	0.70	0.86
市盈率P/E(倍)	41.06	33.30	29.62	25.54	20.72
市净率P/B(倍)	3.65	3.29	2.97	2.67	2.37
EV/EBITDA (倍)	24.17	20.43	18.14	16.16	13.25

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2021年03月10日收盘价

估值分析与投资评级

■ 我们选取全球和国内可比公司进行对比，国外投资者一般用EV/EBITDA对IDC企业进行估值，从EV/EBITDA估值来看，海外IDC企业2021年估值均值为26倍，国内IDC企业2021年估值均值为21倍，而光环新网2021年EV/EBITDA估值为16倍，估值显著低于行业均值。

■ 国内投资者主要采取PE估值法，从PE估值法来看，国内IDC企业2021年PE估值均值为33倍，而光环新网2021年估值为26倍，低于国内均值，我们认为公司价值被低估。不考虑REITs和定增，预计公司2020-2022年净利润分别为9.27亿、10.75亿、13.25亿，对应PE为30倍、26倍、21倍，预计2020-2022年EV/EBITDA为18倍、16倍、13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表：全球主要IDC企业估值对比表

公司名称	wind代码	价格 (美元/元)	总市值 (美元/元)	EV (亿美元/ 亿元)	EBITDA (亿美元/亿元)				EV/EBITDA			归母净利润			P/E		
					2019	2020E	2021E	2021E YOY	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
Equinix	EQIX.O	623	556	679	24	27	29	9%	28	25	23						
Digital Realty Trust	DLR.N	135	380	556	18	19	20	4%	30	30	28						
Coresite Realty Corp	COR.N	113	48	69	3	3	3	9%	24	23	21						
Cyrusone Inc.	CONE.O	66	80	123	5	5	6	13%	27	24	22						
GDS	GDS.O	89	166	198	3	3	5	45%	77	57	39						
海外平均		234	266	325	11	11	13	10%	31	28	26						
光环新网	300383	18	275	307	15	17	19	11%	20	18	16	8.3	9.3	10.8	33.3	29.6	25.5
宝信软件	600845	51	589	548	12	16	18	13%	44	34	30	8.8	13.2	16.6	67.0	44.7	35.6
数据港	603881	48	112	117	4	7	9	29%	33	17	13	1.1	1.3	2.6	101.8	86.1	43.1
奥飞数据	300738	38	81	88	2	3	4	17%	42	25	22	1.0	1.6	2.2	77.9	50.0	36.7
国内平均		39	264	265	8	11	12	15%	32	24	21	5	6	8	55.1	41.7	32.9

资料来源：彭博，wind，信达证券研发中心（数据截至2021年3月10日，可比公司估值除宝信软件以外均采用彭博/wind一致预期）

1) 5G建设不及预期

若运营商资本开支和5G建设不及预期，会影响到整个5G产业链的推进，车联网、工业互联网等5G应用的发展也会低于预期，从而影响到IDC需求。

2) 云计算发展不及预期

若云巨头资本开支和云计算发展不及预期，会影响到IDC等产业链的发展，同时对下游云通信、VR/AR等产业的发展也会有所影响。

3) 中美贸易摩擦

若中美贸易摩擦加剧，会影响到国内5G产业和云计算产业的推进。

4) 新冠疫情蔓延

若新冠疫情蔓延反复，会影响到正常的复工复产的节奏，从而影响到产业和公司的发展。

5) IDC上架不及预期

若IDC上架进度较慢，则会影响到当年公司的盈利情况。

6) IDC市场竞争加剧

若供给增长远超需求增长，会对IDC竞争格局产生不利影响，从而影响到公司盈利水平。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,253	3,604	3,971	4,551	5,706	
货币资金	731	677	909	1,145	1,488	
应收票据	5	0	0	0	0	
应收账款	1,618	1,928	2,014	2,252	2,815	
预付账款	302	312	333	370	458	
存货	9	9	6	7	8	
其他	588	678	710	777	937	
非流动资产	8,134	8,629	9,114	10,601	11,969	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	4,040	4,486	5,074	6,648	8,090	
无形资产	397	490	441	397	357	
其他	3,697	3,654	3,599	3,556	3,521	
资产总计	11,387	12,233	13,085	15,152	17,675	
流动负债	1,488	1,381	1,381	1,381	1,381	
短期借款	140	425	552	1,404	2,263	
应付票据	1,041	1,106	1,180	1,314	1,624	
应付账款	153	118	125	140	173	
其他	155	-268	-477	-1,478	-2,679	
非流动负债	3,882	3,888	3,825	4,827	6,029	
长期借款	1,488	1,381	1,381	1,381	1,381	
其他	2,393	2,507	2,445	3,446	4,648	
负债合计	3,882	3,888	3,825	4,827	6,029	
少数股东权益	5	-3	15	37	63	
归属母公司股东权益	7,501	8,348	9,244	10,289	11,583	
负债和股东权益	11,387	12,233	13,085	15,152	17,675	
重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	6,023	7,097	7,517	8,406	10,508	
同比(%)	47.7%	17.8%	5.9%	11.8%	25.0%	
归属母公司净利润	667	825	927	1,075	1,325	
同比(%)	53.1%	23.6%	12.4%	16.0%	23.3%	
毛利率(%)	21.3%	21.5%	21.0%	21.3%	22.2%	
ROE(%)	8.9%	9.9%	10.0%	10.4%	11.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.53	0.60	0.70	0.86	
P/E	41.06	33.30	29.62	25.54	20.72	
P/B	3.65	3.29	2.97	2.67	2.37	
EV/EBITDA	24.17	20.43	18.14	16.16	13.25	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	6,023	7,097	7,517	8,406	10,508	
营业成本	4,741	5,568	5,938	6,616	8,175	
营业税金及附加	28	27	49	55	69	
销售费用	45	66	45	50	69	
管理费用	321	419	286	314	525	
研发费用	120	113	116	114	115	
财务费用	9	0	0	0	0	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	27	13	13	13	13	
营业利润	785	917	1,095	1,270	1,567	
营业外收支	3	2	2	3	3	
利润总额	788	919	1,097	1,273	1,569	
所得税	104	123	152	176	218	
净利润	684	796	945	1,096	1,351	
少数股东损益	17	-28	18	21	26	
归属母公司净利润	667	825	927	1,075	1,325	
EBITDA	1,269	1,501	1,691	1,897	2,314	
EPS(当年)(元)	0.43	0.53	0.60	0.70	0.86	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	587	587	1,203	1,516	1,618	
净利润	667	825	927	1,075	1,325	
折旧摊销	389	389	480	513	632	
财务费用	124	124	116	114	115	
投资损失	-26	-26	-13	-13	-13	
营运资金变动	-588	-700	-326	-199	-476	
其它	19	-25	19	25	34	
投资活动现金流	-784	-784	-951	-1,987	-1,987	
资本支出	-946	-946	-964	-2,000	-2,000	
长期投资	2,684	2,684	0	0	0	
其他	-2,522	-2,522	13	13	13	
筹资活动现金流	434	434	-20	707	713	
吸收投资	431	53	0	0	0	
借款	402	631	127	852	859	
支付利息或股息	-149	-143	-147	-145	-146	
现金净增加额	237	237	232	235	343	

研究团队简介、机构销售联系人

蒋颖，通信行业首席分析师。中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017年到2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖IDC&云计算产业链、物联网产业链、5G产业链等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

于一铭，香港中文大学会计学硕士，上海财经大学财务管理本科。曾就职于华为，负责政企业务研究工作。2020年9月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究，主要覆盖云通信、5G主设备、云计算设备、网络安全、北斗军工等领域。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

全国销售总监

韩秋月：13911026534 hanqiuyue@cindasc.com

华北地区销售

卞双：13520816991 bianshuang@cindasc.com

刘晨旭：13816799047 liuchenxu@cindasc.com

魏冲：18340820155 weichong@cindasc.com

阙嘉程：18506960410 quejiacheng@cindasc.com

祁丽媛：13051504933 qiliyuan@cindasc.com

欧亚菲：18618428080 ouyafei@cindasc.com

华东地区销售

杨兴：13718803208 yangxing@cindasc.com

王莉本：18121125183 wangliben@cindasc.com

孙斯雅：18516562656 sunsiya@cindasc.com

吴国：15800476582 wuguo@cindasc.com

张琼玉：13023188237 zhangqiongyu@cindasc.com

国鹏程：15618358383 guopengcheng@cindasc.com

李若琳：13122616887 liruolin@cindasc.com

华南地区销售

王留阳：13530830620 wangliuyang@cindasc.com

陈晨：15986679987 chenchen3@cindasc.com

王雨霏：17727821880 wangyufei@cindasc.com

王之明：15999555916 wangzhiming@cindasc.com

闫娜：13229465369 yanna@cindasc.com

焦扬：13032111629 jiaoyang@cindasc.com

江开雯：18927445300 jiangkaiwen@cindasc.com

曹曼茜：18693761361 caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。