

投资评级 **买入** 首次覆盖

股票数据

6 个月内目标价 (元)	16.24
06 月 16 日收盘价 (元)	13.39
52 周股价波动 (元)	10.91-42.12
总股本/流通 A 股 (百万股)	1446/1365
总市值/流通市值 (百万元)	19367/18272

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	57.8	40.4	28.9
市净率	1.6	2.7	2.4
市销率	8.36	5.32	3.72
EV/EBITDA	39.3	20.7	14.3
分红率(%)	—	—	—

相关研究
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	11.0	12.2	8.9
相对涨幅 (%)	8.4	11.3	7.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 朱劲松

Tel: (010)50949926

Email: zjs10213@htsec.com

证书: S0850515060002

联系人: 余伟民

Tel: (010)50949926

Email: ywm11574@htsec.com

联系人: 庄宇

Tel: (010)50949926

Email: zy11202@htsec.com

巩固 IDC 龙头地位, 携手 AWS、发力云计算

投资要点:

- 受益于政策利好和刚性需求拉动, IDC 行业高速发展。** 互联网市场的快速增长带来的刚性需求拉动了 IDC 市场的快速增长。根据中国 IDC 圈研究中心研究报告披露, 预计未来几年 IDC 市场仍将保持高速增长, 2017 年和 2018 年, 市场规模将分别达到 996.2 亿元和 1390.4 亿元, 未来三年平均增长率为 38.92%。移动互联网、云计算、大数据、智慧城市的兴起, 电信、工业、交通、金融、政府、医疗等领域的 IDC 建设如火如荼。
- 通过对外合作与收购, 驱动营收规模扩大、结构优化。** 2016 年下半年公司与亚马逊签订协议, 得到授权在中国境内提供并运营北京区域的亚马逊云技术及相关服务。AWS 是全球最大的公有云公司, 将助力公司完善云计算业务体系, 扩大市场份额。此外, 公司在 2016 年上半年收购获得中金云网、无双科技的全部股权, 两个收购标的均超额完成了 2016 年的业绩承诺。以上动作均有助于公司在 IDC 业务转型、发展云计算业务, 清晰主营业务。
- 加速建设数据中心建设、升级、投产, 为公司拓展业务夯实基础。** 公司具有十几年的 IDC 业务运营经验, 并与时俱进提高技术、服务水平。公司通过自建、并购、共建方式推动数据中心的布局。从区位上看, 数据中心以北京及其周边为主, 同时覆盖上海。预计公司 2017 年可新增提供服务的机柜 6000 个; 当前在建机柜的运营产能将在 2017 年-2020 年逐步释放。
- 云计算业务规模爆炸性增长, 提供持续发展动力。** 公司 2016 年的云计算业务的发展态势大大超出预期。12.32 亿元的云计算业务收入大致可划分为亚马逊 AWS、SaaS、私有云、云增值服务四部分, 引入亚马逊公有云业务, 构成云计算营收的重要组成部分; 收购的无双科技补充公司 SaaS 业务; 与 UnitedStack 有云共同出资成立光环有云, 为企业客户提供 AWS 公有云与 OpenStack 私有云相结合的混合云服务, 开拓公有云增值服务市场。
- 首次覆盖, 给予“买入”评级。** 我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 36.42 亿元 (+57.16%)、52.04 亿元 (+42.89%)、69.38 亿元 (+33.31%), 归属于公司股东的净利润分别为 4.79 亿元、6.69 亿元和 7.91 亿元, EPS 分别为 0.33/0.46/0.55 元。公司收购中金云网、无双科技换股价 12.21 元/股, 具备较高的安全边际。参考可比公司平均 PEG=1.2, 以及公司未来 2 年复合年增速 41%, 给予 2017 年 51x、2018 年 35xPE, 对应目标价 16.24 元, 给予“买入”评级。
- 主要风险因素。** 行业竞争加剧, 公司规模扩张带来的管理风险。。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	591.53	2317.63	3642.35	5204.42	6937.93
(+/-)YoY(%)	36.13%	291.80%	57.16%	42.89%	33.31%
净利润(百万元)	113.59	335.16	478.78	669.34	790.83
(+/-)YoY(%)	19.34%	195.07%	42.85%	39.80%	18.15%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.23	0.33	0.46	0.55
毛利率(%)	33.02%	27.62%	26.97%	28.22%	26.03%
净资产收益率(%)	14.91%	5.53%	6.60%	8.44%	9.07%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

投资要点	5
1. 光环新网：营收优化升级，沿产业链深化布局	6
1.1 公司基础主业扎实、布局积极，2016 年业绩亮眼	6
1.2 产业链中占有优势地位，积极外延完善公司战略布局	7
2. 政策、市场持续释放利好信号	10
2.1 IDC 业务市场容量大，未来发展前景明朗	10
2.1.1 放眼全球市场，IDC、云计算两大业务发展空间大	10
2.1.2 行业发展由粗放型转为集约型，规模化与精细化趋势并存	12
2.2 扶持性政策持续出台，云计算行业迎来良好发展环境	13
3. 加快 IDC 产业升级，为公司拓展业务夯实基础	15
4. 前瞻性布局，内外部多渠道完善云计算业务体系	18
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1 主营业务预测	20
5.2 相对估值	20
5.3 投资建议	20
5.4 主要风险因素	20

图目录

图 1	2012-2016 年光环新网营收规模与增速（亿元）	6
图 2	2012-2016 年光环新网毛利润与毛利率（亿元，%）	6
图 3	2015-2016 年光环新网营收结构	7
图 4	公司所处电信增值业的产业链	8
图 5	无双科技提供服务示意图	9
图 6	2009-2015 年全球 IDC 市场规模	10
图 7	国内 IDC 业务市场规模（2009 ~ 2015）	11
图 8	IDC 发展阶段示意图	11
图 9	2015 年中国 IDC 行业用户数量分布	11
图 10	光环新网 IDC 业务层级	15
图 11	2012-2016 年公司 IDC 业务毛利润及占比（亿元）	16
图 12	2012-2016 年公司 IDC 业务毛利率与整体毛利率对比	16
图 13	IaaS、PaaS、SaaS 与传统业务对比	18

表目录

表 1	2012-2016 年公司各项主营业务发展（亿元）	7
表 2	收购标的公司业绩承诺完成情况（亿元）	8
表 3	IDC 行业领先及转型公司汇总.....	12
表 4	近两年 IDC 与云计算行业相关政策法规	14
表 5	公司数据中心及机柜数概况	16
表 6	重点客户的大额未履行订单概况.....	17
表 7	2010-2016 年全球公有云市场规模与增速（十亿美元）	19
表 8	光环新网主营业务分拆预测	20
表 9	科华恒盛与可比公司估值对比	20

投资要点

公司作为互联网综合服务提供商，主营业务为云计算业务、IDC及其增值服务及IDC运营管理服务等互联网综合服务。十几年IDC业务经营，为公司奠定了进一步扩大的基础，2016年公司积极布局业务转型升级，通过内部增强研发能力、外部合作、并购等多渠道，基本构建了以IDC为基础、以云计算为方向的业务体系，将在未来持续释放改革红利，归母净利润与EPS有明显的上升空间。目前公司股票处于历史较低价位，价值被低估，建议买入。

估值分析

我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 36.42 亿元（+57.16%）、52.04 亿元（+42.89%）、69.38 亿元（+33.31%），归属于公司股东的净利润分别为 4.79 亿元、6.69 亿元和 7.91 亿元，EPS 分别为 0.33/0.46/0.55 元。公司收购中金云网、无双科技换股价 12.21 元/股，具备较高的安全边际。参考可比公司平均 PEG=1.2，以及公司未来 2 年复合年增速 41%，给予 2017 年 51x、2018 年 35xPE，对应目标价 16.24 元，给予“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **受益于政策利好和刚性需求拉动，IDC 行业高速发展。**互联网市场的快速增长带来的刚性需求拉动了 IDC 市场的快速增长。根据中国 IDC 圈研究中心研究报告披露，预计未来几年 IDC 市场仍将保持高速增长，2017 年和 2018 年，市场规模将分别达到 996.2 亿元和 1390.4 亿元，未来三年平均增长率为 38.92%。移动互联网、云计算、大数据、智慧城市的兴起，电信、工业、交通、金融、政府、医疗等领域的 IDC 建设如火如荼。
- **通过对外合作与收购，驱动营收规模扩大、结构优化。**2016 年下半年公司与亚马逊签订协议，得到授权在中国境内提供并运营北京区域的亚马逊云技术及相关服务。AWS 是全球最大的公有云公司，将助力公司完善云计算业务体系，扩大市场份额。此外，公司在 2016 年上半年收购获得中金云网、无双科技的全部股权，两个收购标的均超额完成了 2016 年的业绩承诺。以上动作均有助于公司在 IDC 业务转型、发展云计算业务，清晰主营业务。
- **加速建设数据中心建设、升级、投产，为公司拓展业务夯实基础。**公司具有十几年的 IDC 业务运营经验，并与时俱进提高技术、服务水平。公司通过自建、并购、共建方式推动数据中心的布局。从区位上看，数据中心以北京及其周边为主，同时覆盖上海。预计公司 2017 年可新增提供服务的机柜 6000 个；当前在建机柜的运营产能将在 2017 年-2020 年逐步释放。
- **云计算业务规模爆炸性增长，提供持续发展动力。**公司 2016 年的云计算业务的发展态势大大超出预期。12.32 亿元的云计算业务收入大致可划分为亚马逊 AWS、SaaS、私有云、云增值服务四部分，引入亚马逊公有云业务，构成云计算营收的重要组成部分；收购的无双科技补充公司 SaaS 业务；与 UnitedStack 有云共同出资成立光环有云，为企业客户提供 AWS 公有云与 OpenStack 私有云相结合的混合云服务，开拓公有云增值服务市场。

主要风险因素。行业竞争加剧，公司规模扩张带来的管理风险。

1. 光环新网：营收优化升级，沿产业链深化布局

光环新网作为国内领先的互联网综合服务提供商、IDC 龙头企业，经过 20 多年的发展，已经建立起覆盖云计算业务、IDC 及其增值服务及 IDC 运营管理服务、互联网宽带接入服务（ISP）互联网数据通信全服务业务体系。

为顺应 IDC 迅速发展的市场行情，抓住云计算、大数据发展契机，落实公司战略布局，公司一方面继续加大投入，推进募投项目的建设，提升服务能力；不断完善研发团队建设，针对云计算、网络优化、节能环保技术方面持续进行深入研究；加速进行公有云服务平台建设，研发多种类型的云服务产品以满足客户不同层次的需求。另一方面，在实现企业自身增长的同时，积极寻求外延式增长机会，为公司长期稳定发展奠定坚实基础。

根据公司官网介绍，目前公司在北京地区拥有 2800 公里光纤城域网资源，节点分布于北京市繁华商业区和重要科技园区，自有光纤资源构筑宽带接入服务竞争壁垒。公司已在北京、上海等主要城市自建高品质数据中心总建筑面积近 30 万平米，机柜数量逾 3 万架，机房各类标准均达到行业高级别。以 IDC 业务为基础，光环新网着力发展包括 SaaS、公有云、私有云、混合云、云灾备、AWS 咨询等全业务线云计算产品，并同时运营 AWS 中国北京区云计算平台。

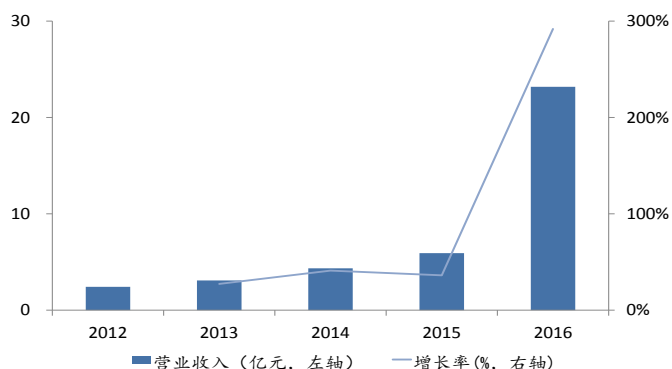
从 2014 年上市之后，公司营业收入 CAGR 高达 95.93%，净利润 CAGR 高达 70.13%，借助资本平台，公司营收规模与盈利能力迅速提升。

1.1 公司基础主业扎实、布局积极，2016 年业绩亮眼

光环新网的基本面扎实，经过前几年的稳步推进，借助资本平台的放大作用，2016 年在主营业务快速增长的同时，通过外部合作与并购取得了亮眼的经营成绩。

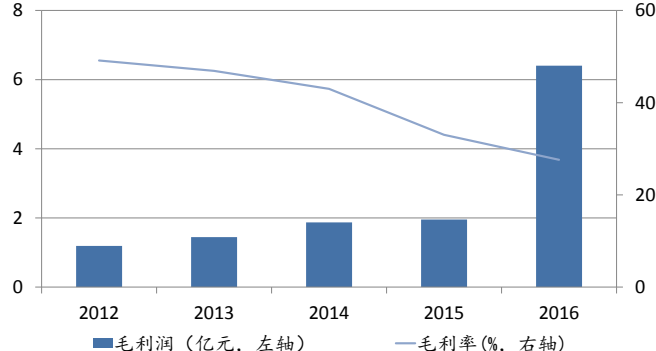
公司的营收规模成加速增长态势。公司最初主营传统 IDC 和宽带接入业务，2012 年 IDC 及其增值业务、宽带接入业务分别占营业收入总额的 60%、33%。2013-2015 年，公司专注于 IDC 数据中心与宽带接入 ISP 业务耕耘，营收规模稳步增长，年增长率分别为 27.2%、41.0%、36.1%。2016 年年初公司抓住市场机遇，面对互联网应用需求的扩大和升级，在新兴的云计算业务和传统 IDC 业务转型方面积极布局，完成对中金云网和无双科技的收购工作，扩大营收规模、大大增强公司盈利能力。2016 年公司营收同比增长 291.8%，营收规模由 5.92 亿元增至 23.18 亿元。公司毛利润总额也在经历了 2012-2015 年的稳定增长后，2016 年同比增长 227.7%，毛利润规模由 1.95 亿元增至 6.40 亿元。毛利率近年来有所下降，但趋于稳定。

图1 2012-2016 年光环新网营收规模与增速（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图2 2012-2016 年光环新网毛利润与毛利率（亿元，%）



资料来源：wind，海通证券研究所

特别是，2016 年公司与亚马逊通技术服务（北京）有限公司签订了关于亚马逊授权

公司基于公司北京及周边地区的基础设施，在中国境内提供并运营北京区域的亚马逊云技术及相关服务的《运营协议》。AWS 是全球最大的公有云公司，技术和生态环境优势明显。亚马逊 16Q3 财报显示，AWS 实现营业收入 32.31 亿美元（总营收占比 10%），同比增长 55%，经营利润 8.61 亿美元，同比增长 101%，经营性利润率 26.65%。该合作计划将成为公司的云计算业务的重要驱动因素。

早在 2010 年公司就成亚马逊中国的 IDC 供应商；2012 年 4 月，公司与亚马逊建立合作关系，为亚马逊 AWS 服务提供 IaaS 和 PaaS 服务；2013 年底亚马逊正式推出中国云计算平台。AWS 更有弹性的服务将改变 IDC 业务的商业模式，IDC 业务效率通过云计算得到大幅提升，进一步提高公司在云计算服务的市占率。

表 1 2012-2016 年公司各项主营业务发展（亿元）

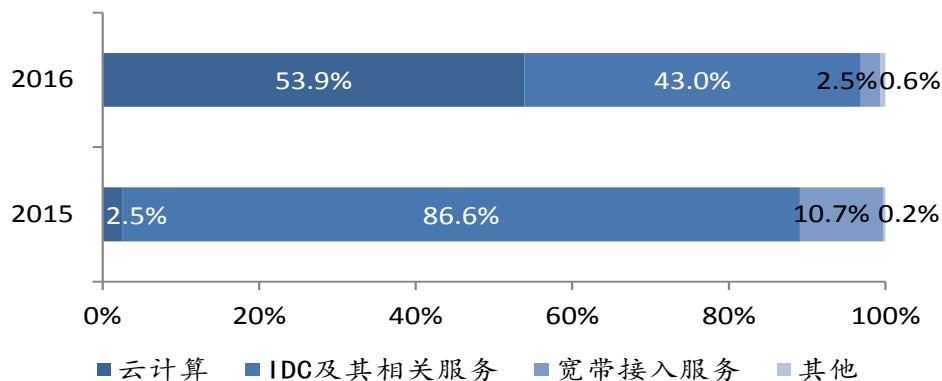
	2012	2013	2014	2015	2016
云计算业务	-	-	-	0.15	12.32
同比增长	-	-	-	-	8298%
IDC 及其增值服务	1.44	2.33	3.58	2.84	6.98
同比增长	-	62%	54%	-21%	146%
IDC 运营管理服务	-	-	-	2.29	2.85
同比增长	-	-	-	-	25%
宽带接入服务	0.81	0.64	0.7	0.63	0.58
同比增长	-	-21%	9%	-10%	-9%
其他	0.17	0.11	0.07	0.01	0.14
同比增长	-	-35%	-36%	-80%	877%

资料来源：公司年报 2013-2016，海通证券研究所

公司内部加大研发投入，提高核心竞争力。2015 年、2016 年研发投入分别为 0.20 亿元、1.12 亿元，2016 年研发投入的绝对规模增长了 469.53%。2015 年、2016 年研发投入占营收比例分别为 3.32%、4.82%，2016 年研发/营收相对规模提高了 1.5 个百分点。

2016 年公司营收规模大幅增长和营收结构的优化升级得益于云计算业务的迅猛发展。自 2016 年 8 月公司与亚马逊签署运营协议后，公司云计算的营收比重由 2015 年的 2.5% 迅速提高到 53.9%，超过 IDC 及相关业务，伴随亚马逊云业务的快速拓展，公司的云计算业务有望成为公司今后主要的收入引擎。

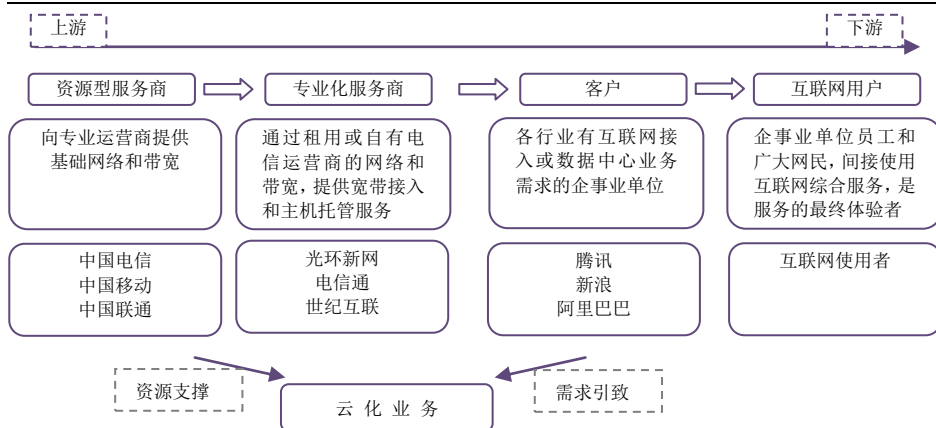
图3 2015-2016 年光环新网营收结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 产业链中占有优势地位，积极外延完善公司战略布局

图4 公司所处电信增值业的产业链



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

专业化服务商通过租用或自有电信运营商的网络和带宽，提供宽带接入和主机托管服务，是光环新网最基础的业务。上游三大运营商作为资源型服务商，向专业服务商提供基础网络和带宽，同时也依靠完善的基础设施与覆盖网络，提供产业链下游 IDC 服务。下游 CDN 行业属于技术驱动型产业，部分企业在缓存与加速功能基础上，向上游延伸开拓机房托管的 IDC 业务，与专业 IDC 服务商构成一定的竞争关系。

产业链纵向渗透趋势加强，光环新网也积极利用外延并购实现规模和业务版图的扩张。公司为构建主营业务体系，完善公司整体的行业布局，分别于 2016 年 2 月 3 日和 3 月 9 日收购获得中金云网、无双科技的全部股权。

表 2 收购标的公司业绩承诺完成情况（亿元）

标的公司	年份	业绩承诺数	实际盈利数	完成率
中金云网	2016	1.3	1.51	115.83%
	2017	2.1	—	—
	2018	2.9	—	—
无双科技	2015	0.35	0.36	103.08%
	2016	0.46	0.48	106.38%
	2017	0.59	—	—

资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

中金云网为中金数据存续分立后的新设公司，承接了中金数据持续运营多年的北京数据中心优质资产和业务。自 2005 年成立以来，中金数据以数据中心为基础，以符合国际和国家规范标准的运行管理体系和专业的服务团队为支撑，以面向行业的整体解决方案为价值体现，以云计算、大数据、移动互联网的应用为增值服务，发展成为业界领先的数据中心外包、云计算与大数据服务综合提供商。

中金云网主要面向金融、政府等行业客户，为具有高等级数据中心和企业云需求的行业客户提供数据中心外包与云计算服务。分立后中金云网拥有占地面积约 100 亩，建筑面积 10.15 万平方米的优质数据中心资产，主要客户包括农业银行、华夏银行、北京农商银行、中国人保、新华人寿、国家税务总局、中国国航、天安人寿、弘康人寿等。其下设的北京数据中心，拥有 ISP/IDC 增值电信业务经营许可证，是国内首个定向设计为社会化服务的大型高等级数据中心。2016 年中金云网原股东实现归属于母公司股东的净利润 1.51 亿元，完成了业绩承诺金额的 115.83%，全年净利率达 32.93%，为公司的 IDC 业务转型做出贡献。

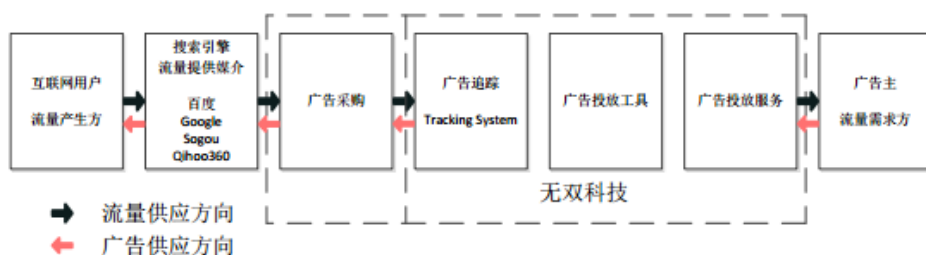
无双科技主营业务为搜索引擎营销提供软件技术支持的 SaaS 及相关服务（即通过对广告主投放广告效果的追踪、分析，进行投放策略调整，使客户的广告效果达到最优化）。创始团队和核心团队成员毕业于斯坦福、清华、上海交大等知名大学，并在多家海内外知名互联网公司积累了丰富的产品、技术和管理经验，是最早把国外先进理念带

入中国的专业团队之一。

无双科技的搜索引擎营销技术解决方案处在互联网广告的应用前沿，拥有行业领先的数据算法及综合服务能力。相较同行业其他公司，无双科技更加注重技术的研发和积累，开发出了 AG 竞价助手、AG360 营销助手、AG 搜狗竞价助手、AG 网盟、AG 网站分析平台等软件产品，形成了以技术为依托的服务加软件产品的运营模式。

成立至今，无双科技与主流搜索引擎媒体建立了长期稳定的合作关系，取得了百度的核心代理商、360 搜索官方技术合作伙伴、360 搜索推广官方移动应用提供商、新浪广告交易平台认证接入商等资格认证。凭借着先进的技术积累、完善的产品和服务体系、与主流搜索引擎稳定的合作关系，无双科技形成较高的品牌认知度，为去哪儿、当当网、聚美优品、中国移动等客户提供优质服务。

图5 无双科技提供服务示意图



资料来源：公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案，海通证券研究所

2015、2016 年无双科技原股东实现归属于母公司股东的净利润 0.36、0.48 亿元，分别完成了业绩承诺金额的 103.08%、106.38%，符合并购时各方预期，夯实了公司云计算业务中的 SaaS 服务，进一步提升公司云计算服务的市场竞争力。

2. 政策、市场持续释放利好信号

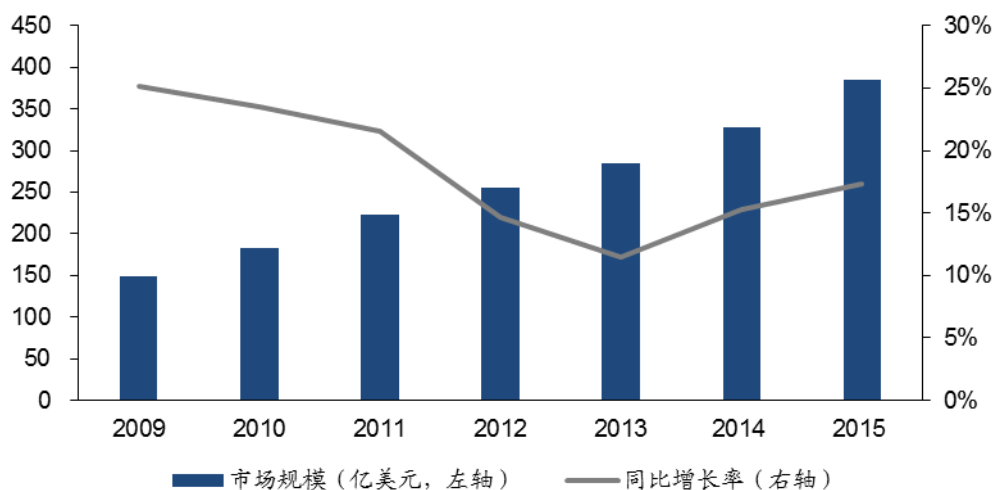
2.1 IDC 业务市场容量大，未来发展前景明朗

通过对比国内外云计算应用情况，可以看到我国云计算应用落地在加速，从移动互联网、电子商务、游戏等中小企业用户用云为主，发展到传统大中型企业上云加速，金融、政府、能源、交通、制造等行业用户纷纷着手采购云计算服务，云计算在中国真正进入到广泛应用和蓬勃发展时期。作为云计算和大数据技术赖以实施的基础，互联网数据中心服务提供商将随着云计算和大数据技术的广泛应用而获得巨大的市场发展空间。

2.1.1 放眼全球市场，IDC、云计算两大业务发展空间大

从全球市场来看，近几年全球 IDC 市场得到快速发展，截至 2015 年全球 IDC 市场规模已经达到 384.6 亿美元，增速高达 17.3%。

图6 2009-2015 年全球 IDC 市场规模



资料来源：IDC 圈，海通证券研究所

从国内市场来看，随着政府、企业、家庭和农村信息化的迅速发展，再加上 3G、4G、云计算、大数据、移动互联网等网络架构的迅速演进和网络应用的不断丰富，“互联网+”向产业加速渗透带来互联网流量的快速增长，进而拉动对数据中心等互联网基础设施需求的增长。一方面，地产、金融等行业不断渗透进入 IDC 市场；另一方面，互联网巨头斥巨资投资建设大规模数据中心。

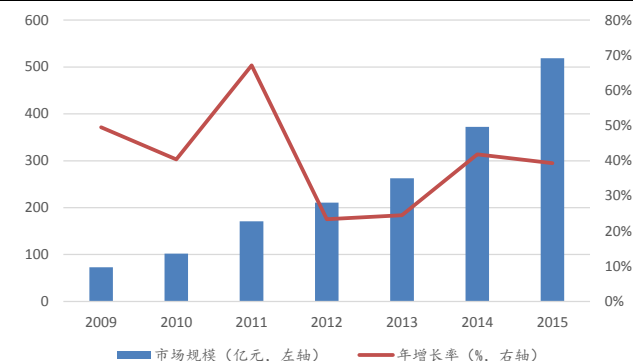
近年来，我国 IDC 市场体量快速增大，日益成为全球市场重要一极。据中国 IDC 圈数据显示，2014-2015 年全球市场规模的年增速在 15% 左右，而我国能实现 40% 左右的年增长率。2015 年我国 IDC 市场规模达 519 亿元，在全球市场规模 385 亿美元中占比约 1/5。受 IDC 与 ISP 牌照停发三年影响，我国 IDC 市场规模在经历了多年的高速增长后，2012-2013 年出现回调。随着 2012 年底牌照重新开放以及市场需求拉动，IDC 迎来新一轮建设热潮，2014 年起市场规模年增速回升。2015 年中国 IDC 市场延续高速增长态势，IDC 行业市场规模已从 2009 年的 72.8 亿元增长至 2015 年的 518.6 亿元，过去 6 年年均复合增长率高达 38.71%；预计未来几年 IDC 市场仍将保持高速增长。

对标成熟市场，国内企业宽带接入市场仍有待发展。2013 年国务院印发的《“宽带中国”战略及实施方案》中，对“光进铜退”、“提速降费”、“宽带应用水平大幅提升，移动互联网广泛渗透”等工作目标的提出，持续夯实我国网络基础建设，使企业更广泛地接入互联网、更顺畅地使用互联网。中国互联网络信息中心（CNNIC）的数据显示，截至 2015 年底，我国企业固定宽带和移动宽带的接入比例分别为 86.3% 和 23.9%。与 2014 年经济合作与发展组织成员国家相比，中国企业的宽带接入水平仍有一定差距：

芬兰企业已实现 100% 宽带接入，韩国也高达 99%。

云计算市场的发展、移动互联网海量数据的指数增长，IDC 需求日益旺盛。根据中国 IDC 圈《2016-2017 中国 IDC 产业发展研究报告》，2016 年全球 IDC 市场规模达到 451.9 亿美元，增速达 17.5%，而中国市场总规模为 714.5 亿人民币，同比增长 37.8%，呈强势上升趋势。根据思科统计，全球移动数据流量从 2012 年到 2017 年将增长 7 倍，而亚太地区将以 76% 的复合增速，达到每月 5.3EB 的数据流量（远超第二名北美地区的 2.1EB，1EB=10.7 亿 GB）。

图7 国内 IDC 业务市场规模（2009~2015）



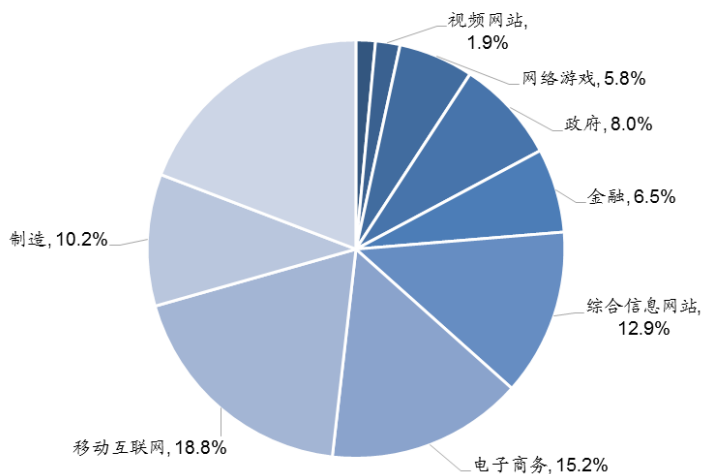
资料来源：中国 IDC 圈，海通证券研究所

图8 IDC 发展阶段示意图



资料来源：弘博数据中心，海通证券研究所

图9 2015 年中国 IDC 行业用户数量分布



资料来源：IDC 圈，海通证券研究所

在需求端，互联网市场的快速增长带来的刚性需求拉动了 IDC 市场的快速增长。其中以视频、手游为代表的互联网细分行业的迅速发展也进一步刺激乃至直接拉动整体市场规模的增长。在供给端，大量资本进入 IDC 行业，新建数据中心数量也明显增加，从 IDC 行业用户分布来看，2015 年国内 IDC 市场中，互联网行业（移动互联网、电子商务、综合信息网站、视频、网络游戏、信息分类等社区网站）用户数量占比 56.1%，是 IDC 行业主要的用户群体，较 2014 年相比有所提升。其中移动互联网行业和电子商务行业的用户数量占比较高，分别为 18.8% 和 15.2%。以视频、网络游戏为代表的互联网行业迅速发展进一步刺激 IDC 行业整体市场规模的增长。

国内市场中的 IDC 服务商，根据资源不同和运营模式的不同，可分为基础电信运营商、第三方 IDC 服务商和云服务商。在 IDC 领域，三大基础电信运营商在基础网络资源上具有先天优势，而且其本身的资本实力也非常强大，无论在机房的建设、还是骨干网投资的承担能力方面，优势都很明显。运营商积极发展云主机、云存储等新型服务业务，并垂直延伸行业云解决方案等增值服务，然而电信运营商在多数新开拓领域积累有限，目前的 IDC 服务及产品对部分细分市场需求的匹配度仍有待提高，因而在市场开拓和服务能力提升方面需要与更多专业厂商进行合作，达成双赢甚至多赢的局面。

目前国内 IDC 行业内企业众多，尚未通过市场竞争形成稳定的行业格局。近年来一批传统的上市 IDC 厂商为做大做强，不断地寻求并购机会，通过收购业内规模较小、实力较弱的数据中心来扩大运营规模，提升行业地位。除此之外，更多原本非 IDC 行业内的上市公司也在通过新建数据中心或者收购已有的数据中心来进入 IDC 行业。国内 IDC 行业正处在兼并重组十分活跃的状态

第三方 IDC 服务商大体可以分为两类：一类主要以自建机房为主，同时租用一部分运营商机房，以提供 IDC 服务为主要盈利模式。这类服务商通常有较强的资本实力，规模较大、并在 IDC 市场占有一定的份额，如鹏博士、世纪互联、万国数据、光环新网等，其收入来源除自建机房之外，还有很大一部分来自于租用机房。另一类暂时没有自建机房，主要通过租用运营商或第三方的 IDC 机房提供 IDC 服务，同时转卖机房资源也是其盈利模式中比较重要的一部分，这一类服务商以中小规模的 IDC 服务商为主。中金云属于第一类 IDC 服务商，机房全部为自建，收入来源于机房出租收入。云服务商主要包括阿里云、华为云、腾讯云等，这类服务商资金实力雄厚，可承受高强度价格竞争，数据中心运维能力提升空间大，自建数据中心较少。2015 年，IDC 行业集中化效应得到进一步体现，拥有规模化机房及用户资源的企业获得持续发展。在市场份额中前十位中第三方 IDC 服务商和云服务商，总占比提升 7 个百分点，市场集中度得到明显提高。

表 3 IDC 行业领先及转型公司汇总

公司名称	主营简介
科华恒盛	是中国本土最大的高端 UPS 电源制造商与提供商，形成包括高端电源解决方案、数据中心解决方案、新能源解决方案三大产品体系，主打“云动力”绿色生态数据中心解决方案，与中经云、浪潮云合作强力推进
网宿科技	主营业务为 CDN，IDC 以及云计算数据中心服务。网宿科技客户群覆盖各大门户网站、流媒体、游戏、电子商务、搜索、社交等众多类型的互联网网站，以及政府、企业和各大运营商等。
世纪互联	是中国最大的电信中立第三方互联网基础设施服务提供商，向客户提供业界领先的服务器及网络设备托管服务、管理式网络服务、内容分发网络服务及云计算服务。
光环新网	提供宽带接入服务，IDC 及增值服务以及其他互联网综合服务。光环新网拥有 2600 多公里光纤城域网资源，光环新网的主要客户为中高端商企用户，包括写字楼、酒店、政府机关等各类企业。
鹏博士	子公司北京电信通在全国各主要城市设有 20 余个大规模电信级中立主机托管数据中心机房，180 多个节点，形成密集覆盖、高稳定，高品质的互联网资源。
广东榕泰	收购森华易腾，主营 IDC、云计算及对应的增值服务
蓝鼎控股	收购高升科技，提供 IDC、CDN 以及 APM 服务，能为各种类型客户提供云存储、云计算和云服务的云基础服务提供商
四川金顶	收购德利迅达，从事 IDC、CDN 业务以及基于 IDC、CDN 的增值服务业务

资料来源：各公司网站，海通证券研究所

IDC 行业未来增速乐观、增长空间大、可挖掘价值巨大。外部环境方面，行业受国家宏观经济触底预期强化、行业政策大力扶持的积极影响，内生供求方面，行业受云计算、宽带提速、互联网流量增长等行业供给逆向推动及“互联网+”思维下各领域对互联网服务的需求因素的共同作用。在上述因素综合作用下，预计未来几年我国 IDC 市场规模将继续保持快速增长。

2.1.2 行业发展由粗放型转为集约型，规模化与精细化趋势并存

在市场需求保持加速增长的卖方市场中，硬件资源是 IDC 行业当前的核心竞争力。截至 2016 年第三季度，数据中心 IDC 持证企业达到 1011 家，年增长率约 27.8%。其中跨省 IDC 持证企业 327 家，同比去年增加 120 家，省内 IDC 持证企业 684 家，同比去年增加约 100 家，跨省企业迅速增长。与此同时，大量被投放到 IDC 行业的资金用于机

房、宽带等网络基础设施的建设。IDC 行业对于软件竞争力（即后端运维）的关注度较低。

行业发展日益成熟，IDC 行业的未来发展呈现以下趋势：

服务对象与应用领域日益多样化。IDC 由单纯为互联网科技公司服务，同时满足制造业智能化升级的需求。二级市场如交通、通讯、医疗、教育等行业的对互联网应用的需求扩大，需要更强大的云解决方案，引导行业向各领域提供精细化、专业化的 IDC 服务。

软件运维能力成为重要竞争力。以服务为主导的软件竞争力即运维，在运维管理过程中，企业用户基本关注点就是稳定性和准确率。近年来由于运维管理不当，诸如故障排除不及时、不准确等，造成很多数据中心宕机事件的发生，降低这类事件发生的概率，就必须要建立一套完整的运维体系，及早发现故障，排除故障。

传统 IDC 行业竞争日渐加剧，市场集中度提升预期强化。数据中心及带宽能源等资源数量和规模、数据中心性能和稳定性、增值服务的丰富度及质量将是行业的核心竞争力。参考国际 IDC 巨头的发展路径，除了自建数据中心的内生性扩张以外，通过兼并重组和布局海外市场将是国内 IDC 企业提高生存能力的重要途径。

2.2 扶持性政策持续出台，云计算行业迎来良好发展环境

云计算作为云、网和终端信息基础设施的核心引擎，有如第二次工业革命的电一样，会成为社会的公共基础设施服务。云计算推动着技术发展从传统的“计算机+软件”范式向“云计算+数据”范式转型。“云计算+数据”成为指引未来经济发展方向的明灯，以集中控制为标志的 IT（信息技术）将被以激活生产力为目的的 DT（数据技术）取代。云计算的社会经济价值不仅仅体现在对信息产业的变革作用，更是利用“互联网+”实现传统行业转型升级的技术平台，万众创业、大众创新的坚实基础，以及国家治理能力的有力保障。

伴随着云计算技术产品和用户需求端的日臻成熟，国家对于云计算相关政策的出台成为云计算产业腾飞的催化剂。在国务院、工信部、发改委和科技部出台的相关政策中，已多次强调云计算发展战略；地方政府积极配合，已有北京、上海、深圳等数十城市确定云计算为重点发展产业；三大运营商出于竞争和避免管道化的考虑各自推出云计算平台。

云计算是由一个可配置的共享资源池组成，该资源池提供网络、服务器、存储、应用程序和服务等多种硬件和软件资源，具备自我管理能力和用户只需少量参与就可按需获取资源。云计算的优势在于，通过虚拟化复用大幅提高了资源利用率，按需配置更为灵活，从而能为企业进一步降低 IT 成本。企业能够以更低廉的价格、更灵活的方式，向云计算服务商获取计算、存储等 IT 资源。

表 4 近两年 IDC 与云计算行业相关政策法规

发布时间	政策名称	内容
2017.01	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	产业规模目标：将“十三五”产业年均增速定为 13% 以上，规模到 2020 年突破 8 万亿元。企业培育目标定为软件和信息技术服务收入百亿级企业达 20 家以上，以及产生 5 到 8 家收入千亿级企业。
2016.07	《国家信息化发展战略纲要》	到 2020 年，信息消费总额达到 6 万亿元。核心关键技术部分领域达到国际先进水平，信息产业国际竞争力大幅提升，重点行业数字化、网络化、智能化取得明显进展，网络化协同创新体系全面形成，电子政务支撑国家治理体系和治理能力现代化坚实有力，信息化成为驱动现代化建设的先导力量。
2016.11	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%，形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱，并在更广领域形成大批跨界融合的新增长点，平均每年带动新增就业 100 万人以上。信息革命进程持续快速演进，物联网、云计算、大数据、人工智能等技术广泛渗透于经济社会各个领域，信息经济繁荣程度成为国家实力的重要标志。
2016.12	《“十三五”国家信息化规划》	“宽带中国”战略目标全面实现，建成高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施。固定宽带家庭普及率达到中等发达国家水平云计算数据中心和内容分发网络实现优化布局。
2015.05	《中国制造 2025》	推进信息化与工业化深度融合，深化互联网在制造领域的应用。制定互联网与制造业融合发展的路线图，明确发展方向、目标和路径。发展基于互联网的个性化定制、众包设计、云制造等新型制造模式，推动形成基于消费需求动态感知的研发、制造和产业组织方式。建立优势互补、合作共赢的开放型产业生态体系。
2015.01	《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	提升云计算自主创新能力，要求“加强云计算相关基础研究、应用研究、技术研发、市场培育和产业政策的紧密衔接与统筹协调”，推动安全可靠的云计算产品和解决方案在各领域的应用。增强云计算服务能力，通过大力发展各类公共云服务，充分满足企业、政府、行业部门对于信息化资源各个层面的需求，以期培育新业态、新模式。
2015.05	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》	四条基本要求：安全管理责任不变，数据归属关系不变，安全管理标准不变，敏感信息不出境。建立“党政部门云计算服务网络安全审查”机制。
2015.07	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	云计算与传统行业结合的方向：一是在工业领域，通过云计算推动工业生产的智能化升级。二是在金融领域，利用云计算提供的新型平台和技术，实现金融产品和服务的创新。三是在社会化服务领域，无论是医疗、物流还是教育，都可以与云计算相结合衍生新型业务模式。
2015.08	《促进大数据发展行动纲要》	推动大数据与云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术融合发展，探索大数据与传统产业协同发展的新业态、新模式，促进传统产业转型升级和新兴产业发展，培育新的经济增长点。

资料来源：工信部，海通证券研究所

2015 年 1 月，国务院发布《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》，将云计算发展提高到战略高度。意见提出我国云计算发展目标为：到 2017 年，云计算在重点领域的应用得到深化，产业链条基本健全，初步形成安全保障有力，服务创新、技术创新和管理创新协同推进的云计算发展格局，带动相关产业快速发展，服务能力大幅提升。形成若干具有较强创新能力的公共云计算骨干服务企业。面向中小微企业和个人的云计算服务种类丰富，实现规模化运营。云计算系统集成能力显著提升。到 2020 年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，掌握云计算关键技术，形成若干具有较强国际竞争力的云计算骨干企业。意见还着重提出了关于增强云计算服务能力的任务。要求大力发展公共云计算服务，实施云计算工程，支持信息技术企业加快向云计算产品和服务提供商转型。

2015 年 2 月，国务院发布了《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》，支持政府采购云计算服务，云计算已上升到国家战略层面。同时，各地在云计算领域积极布局，纷纷出台产业发展规划和行动计划，制定土地、税收、资金等方面的优惠政策。在各级政府政策的推动下，云计算将迎来政策利好的战略机遇。

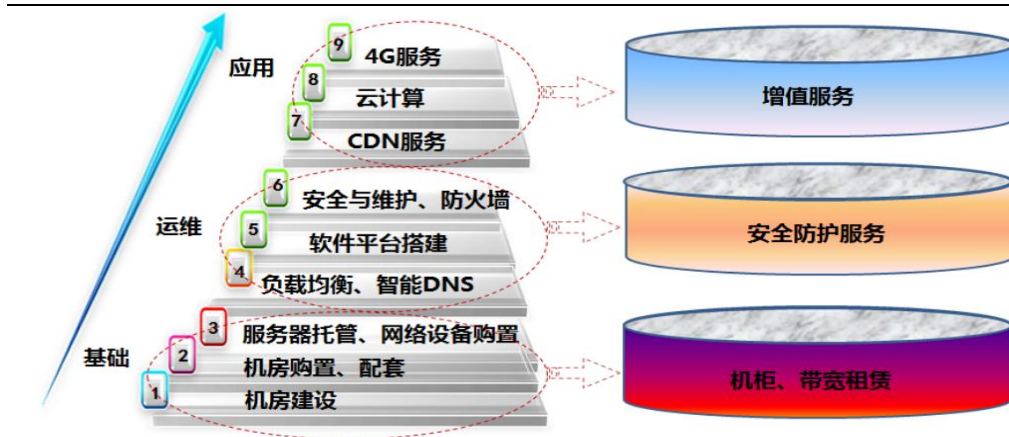
3. 加快 IDC 产业升级，为公司拓展业务夯实基础

IDC 及其增值服务，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。公司具有十几年的 IDC 业务运营经验，紧跟互联网技术发展趋势，保持技术优势，服务能力已达国际先进水平。

当前光环新网搭建了拥有三个层级的完善的 IDC 业务体系，从重资产到轻资产依次为**基础、运维、应用**。其中，基础层次的业务包括机房建设，机房购置、配套，服务器托管、网络设备购置等，核心在于机柜和带宽租赁。运维层次的业务包括负载均衡、智能 DNS、安全与维护、防火墙等，核心在于安全防护服务，在底层基础设施之上为顶层的应用构建良好的平台和环境。应用层次的业务包括 CDN 服务、云计算、4G 服务等，核心在于增值服务。

目前光环新网已在基础设施层面的机房建设方面拥有覆盖面广、抢占热点城市、客户大型化专业化的优势。

图10 光环新网 IDC 业务层级



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司通过自建、并购与共建的方式开发数据中心，积极推进 IDC 基础设施全国战略布局。公司目前共有四个自建数据中心（酒仙桥数据中心、燕郊光环云谷数据中心、东直门数据中心、朝北数据中心），四个收购而来的数据中心（因收购科信盛彩获得的太和桥数据中心、收购明月光学获得的上海嘉定数据中心、收购德信致远获得的房山数据中心、收购中金云网获得的数据中心），两个共建数据中心（同 KDDI 共建的亦庄数据中心，同西安广电网络共建广电云服务数据中心）。从区位上看，数据中心以北京及其周边为主，同时覆盖上海等各大需求旺盛的热点城市。

表 5 公司数据中心及机柜数概况

名称	所在地	建设方式	运营机柜数	建设机柜数	
酒仙桥云计算基地	北京	自建	3400	1600	均为 42U 电信级豪华机柜
燕郊光环云谷云计算基地	北京	自建	1200+	1300+	
东直门云计算基地	北京	自建	568		建筑面积约为 3160 平方米
北京朝北云计算中心	北京	自建	2000		
北京太和桥云计算基地	北京	收购科信盛彩	2000	4000	总使用面积 48000 平方米
上海嘉定云计算基地	上海	收购明月光学	1000	4000	建筑面积 28657 平方米，其中数据机房面积 8840 平方米
北京房山云计算基地	北京	收购德信致远	6000	6000	总使用面积 150 亩
中金北京数据中心	北京	收购中金云网		10000	
亦庄云计算基地	北京	同 KDDI 共建	2200	1100	建筑面积：约 25,000m ²
广电云服务数据中心	陕西西安	同西安广电网络共建	2200		

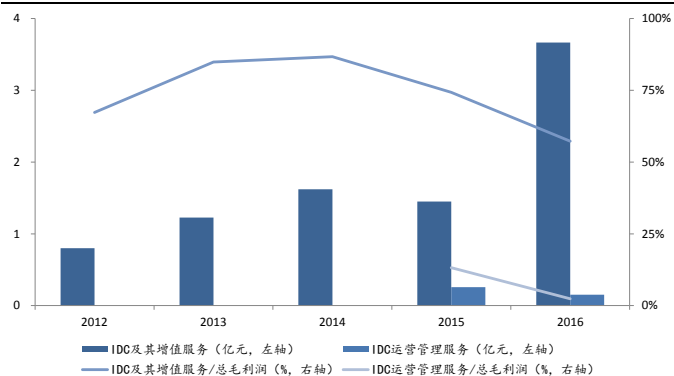
资料来源：公司官网，海通证券研究所

大多数数据中心当前均有较大规模的机柜在建工程，在建机柜的运营产能将在 2017 年-2020 年逐步释放。2016 年，公司在收购中金云网和无双科技 100% 股权的同时，募集配套资金 29.09 亿元。募集资金到位后，分别向光环云谷增资 22,845 万元、向光环新网（上海）增资 3.8 亿元、向德信致远增资 3.8 亿元加速公司燕郊二期、上海嘉定、房山三大云计算中心的建设进度。

据公司 2016 年年报披露，上海绿色云计算基地项目已有 1000 个机柜投入使用；科信盛彩亦庄绿色云计算基地项目已有 2200 个机柜投入使用；燕郊光环云谷二期项目将于 2017 年 4 月正式交付客户使用；房山绿色云计算基地项目八栋是数据中心，已于 2016 年完成一期工程主体建筑封顶。此外，北京太和桥云计算基地拥有三栋数据中心去年完成了 1 栋数据中心的建设，已销售完毕，另外 2 栋在 2017 年 5 月可以建设完成，也已全部售出，将在 2017 年开始释放产能。上述在建项目全部达产后，公司预计 2017 年可新增提供服务的机柜 6000 个。公司将拥有超过 4 万个机柜的服务能力，充分满足全国云计算用户的各层次需求。

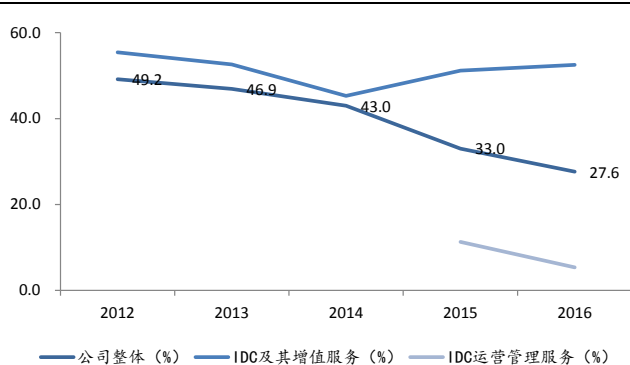
公司高品质数据中心的建设规划布局，一方面有助于 IDC 相关业务收入保持高速稳定增长。另一方面，也将为公司全国性战略布局及云计算国际合作基地的拓展奠定坚实基础。

图11 2012-2016 年公司 IDC 业务毛利润及占比（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图12 2012-2016 年公司 IDC 业务毛利率与整体毛利率对比



资料来源：wind，海通证券研究所

IDC 仍然是公司最重要的利润来源。2012-2016 年公司 IDC 业务的毛利润分别占公司总毛利润的 67.3%、84.8%、86.7%、87.5%、59.6%。2016 年公司规模全方位扩张，IDC 相关业务同比增长 123%实现了 3.81 亿元的毛利润。毛利率方面，近年来公司的毛利率呈下降趋势，但 IDC 及其增值服务的毛利率维持在 50%以上。2015、2016 年公司 IDC 及其增值业务的毛利润分别高出公司整体毛利率 17 个百分点、25 个百分点。

除了投产机柜增加的供给因素，市场、成本的支持，也有助于未来几年毛利润水平将维持在当前较高水平上。公司 IDC 业务面向政府等机构用户，其需求仍有进一步拓展的空间；此外 IDC 业务的主要成本是电力成本，由于国家即将推出的电力直供政策，将使电价有 15%-20%的降幅。

重点客户的大额未履行订单将给公司 IDC 业务的收入和利润的稳步增长提供了一定支撑。

表 6 重点客户的大额未履行订单概况

客户	订单性质	订单总金额 (亿元)	未履行金额 (亿元)	未履行金额 占比
中国移动通信集团 北京有限公司	IDC 及其增值服务	5.75	2.08	36.2%
中国联合网络通信有限公司 北京市分公司	IDC 及其增值服务	4.05	2.81	69.4%
北京三快科技有限公司	IDC 及其增值服务	1.91	1.90	99.5%
华夏银行	数据中心外包服务	2.88	1.96	68.1%
中国农业银行	数据中心外包服务	2.1	1.40	66.7%

资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

公司与中国移动通信集团北京有限公司的 IDC 及其增值服务订单尚未履行金额为 2.08 亿元；与中国联合网络通信有限公司北京市分公司的 IDC 及其增值服务订单尚未履行金额为 2.81 亿元；与北京三快科技有限公司的 IDC 及其增值服务订单尚未履行金额为 1.90 亿元。中金云网与华夏银行的数据中心外包服务合同尚未履行金额 1.96 亿元；与中国农业银行的数据中心外包服务合同尚未履行金额 1.40 亿元。

4. 前瞻性布局，内外部多渠道完善云计算业务体系

云计算被认为是 IT 行业发展中继个人计算机、互联网之后第三次重大革命性突破。公司在大力发展 IDC 主营业务的基础上，稳步推进光环云产品和服务，致力于打造便捷、高效、安全、可信赖的企业级云产品及服务，为客户提供云计算一体化解决方案。同时，公司已获得亚马逊授权，在中国境内提供并独立运营基于 AWS 技术的云服务。通过光环云和 AWS 两大平台，公司可满足不同层次客户需求的云计算产品组合和配套服务。

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。中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第 39 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2016 年 12 月，我国网民规模达 7.31 亿，全年共计新增网民 4299 万人。互联网普及率为 53.2%，较 2014 年底提升了 2.9 个百分点。在互联网快速发展的同时，互联网应用的程度与深度进一步得到发展，“宽带中国”战略及“互联网+”行动计划的贯彻与推广，进一步提高了企业互联网使用比例，推动了互联网行业的持续强劲发展势头。

我国云计算市场起步晚、发展迅速、应用广泛、潜力巨大。市场机构 Gartner 研究报告显示，截至 2015 年末，全球云计算市场规模已达 1750 亿美元，预计到 2016 年将达到 2030 亿美元，到 2019 年有望突破 3000 亿美元大关，达到 3120 亿美元。我国 2016 年的云计算产业产值规模可能超过 1 万亿元，在全球市场中占有重要地位。

光环新网 2016 年的云计算业务的发展态势超出预期。12.32 亿元的云计算业务收入大致可划分为四部分：亚马逊 AWS、云计算 SaaS、私有云、云增值服务。

亚马逊 AWS 主营公有云业务，其收入占云计算业务较大比重。公司抓住国内公有云逐渐爆发能量的机遇，达成与国外最大公有云公司 AWS 的合作，提高了公司发展公有云的起点。亚马逊进入中国市场较晚，但在大中型企业中占比较高，公司的公有云客户包括芒果 TV、百事通、东方明珠、爱奇艺等视频公司、小米等电商、蒙牛、链家等实体企业，用户 ARPU 在 50 万以上。

AWS 的公有云计算业务包含三大业务 SaaS、PaaS、IaaS。其中 IaaS（基础设施即服务）包含云 IT 的基本构建块，通常提供对联网功能、计算机（虚拟或专用硬件）以及数据存储空间的访问。基础设施即服务提供最高等级的灵活性和对 IT 资源的管理控制，其机制与现有 IT 资源最为接近。PaaS（平台即服务）消除了组织对底层基础设施（硬件和操作系统）的管理需要，用户可将更多精力放在应用程序的部署和管理上面。SaaS（软件即服务）提供完善的产品，其运行和管理皆由服务提供商负责，通常指终端用户应用程序。用户在使用 SaaS 产品时，不再考虑服务的维护和底层基础设施的管理。

图13 IaaS、PaaS、SaaS 与传统业务对比



资料来源：Ofweek，海通证券研究所

AWS 所处的全球公有云市场近年来保持接近 20% 的年增长率，2016 年已达到 2086 亿美元的规模。其中 SaaS、PaaS、IaaS 三大业务的增速超过公有云整体市场规模的增速，是公有云市场的重要增长极。SaaS 体量最大，增长稳定在 20%-25%；PaaS 体量小，波动增长；IaaS 近年来保持 40% 以上的高速增长。

表 7 2010-2016 年全球公有云市场规模与增速（十亿美元）

	年份	市场总规模	业务流程即服务 (BPaaS)	软件即服务 (SaaS)	平台即服务 (PaaS)	基础设施即服务 (IaaS)	云管理和安全服务	云广告
规模	2010	76.94	26.79	10.75	0.60	2.88	1.78	34.14
	2011	92.97	28.84	13.46	0.90	4.30	2.28	43.18
	2012	110.27	30.93	16.22	1.21	6.12	3.04	52.75
	2013	130.70	34.97	19.82	1.58	9.02	4.10	61.20
	2014	154.69	39.17	23.72	2.02	13.03	5.30	71.46
	2015	178.00	39.20	31.40	3.80	16.20	5.00	79.40
	2016	208.60	42.60	38.90	4.60	23.13	6.20	90.30
增速	2011	20.8%	7.7%	25.2%	50.0%	49.3%	28.1%	26.5%
	2012	18.6%	7.2%	20.5%	34.4%	42.3%	33.3%	22.2%
	2013	18.5%	13.1%	22.2%	30.6%	47.4%	34.9%	16.0%
	2014	18.4%	12.0%	19.7%	27.8%	44.5%	29.3%	16.8%
	2015	15.1%	0.1%	32.4%	88.1%	24.3%	-5.7%	11.1%
	2016	17.2%	8.7%	23.9%	21.1%	42.8%	24.0%	13.7%

资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

公司把握企业云结构变化的机会，积极探索公有云的增值服务的经营模式。2016 年下半年，公司与 UnitedStack 有云共同出资，成立了光环有云，为企业客户提供 AWS 公有云与 OpenStack 私有云相结合的混合云服务。云计算业务的客户从以互联网客户为主，到向银行、保险、制造业、政企客户规模性上快速演进，这些行业的典型用户正在选择云技术作为未来战略转型升级的重要支撑载体。越来越多企业将非敏感性业务系统搬迁到公有云上，并优选私有云作为整个 IT 架构转型和业务升级的载体。因而，混合云将是未来中国云计算市场的重要方向。

IaaS 方面，公司不断扩大数据中心规模以形成规模效应，进一步扩大市场份额，降低运营成本，SaaS 方面，公司收购无双科技进入 SaaS 云计算领域，进一步拓展服务水平，提升盈利能力。同时，公司联合 UnitedStack 成立光环有云，大力开拓公有云增值服务市场。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 主营业务预测

表 8 光环新网主营业务分拆预测

单位：百万人民币	2016	2017E	2018E	2019E
1、云计算				
营业收入	1231.75	2217.15	3547.43	5143.78
收入增幅	—	80.00%	60.00%	45.00%
2、IDC 及增值服务				
营业收入	698.05	977.28	1172.73	1290.00
收入增幅	—	40.00%	20.00%	10.00%
3、IDC 管理运营服务				
营业收入	285.09	342.11	376.32	395.14
收入增幅	—	20.00%	10.00%	5.00%
4、宽带接入服务及其他				
营业收入	102.73	105.82	107.93	109.01
收入增幅	—	3.00%	2.00%	1.00%
合计：营业收入	2317.63	3642.35	5204.42	6937.93
收入增幅	1661.81	2615.53	3711.74	4990.09
营业成本	655.82	1026.81	1492.68	1947.84
毛利	28.30%	28.19%	28.68%	28.08%
毛利率	2317.63	3642.35	5204.42	6937.93

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 相对估值

表 9 光环新网与可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)			净利润未来 2 年平均 增速
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
300628.SZ	亿联网络	320.01	239	7.72	8.29	11.31	41	39	28	21%
002555.SZ	三七互娱	25.75	537	0.51	0.82	0.99	50	31	26	39%
600804.SH	鹏博士	17.33	245	0.55	0.64	0.76	32	27	23	18%
						平均	41	32	26	26%
300383.SZ	光环新网	13.39	194	0.50	0.33	0.46	27	41	28	41%

资料来源：Wind 一致预期（截止 6 月 18 日），海通证券研究所

5.3 投资建议

我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 36.42 亿元（+57.16%）、52.04 亿元（+42.89%）、69.38 亿元（+33.31%），归属于公司股东的净利润分别为 4.79 亿元、6.69 亿元和 7.91 亿元，EPS 分别为 0.33/0.46/0.55 元。公司收购中金云网、无双科技换股价 12.21 元/股，具备较高的安全边际。参考可比公司平均 PEG=1.2，以及公司未来 2 年复合年增速 41%，给予 2017 年 51x、2018 年 35xPE，对应目标价 16.24 元，给予“买入”评级。

5.4 主要风险因素

行业竞争加剧，公司规模扩张带来的管理风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	2317.63	3642.35	5204.42	6937.93
每股收益	0.23	0.33	0.46	0.55	营业成本	1677.49	2659.88	3735.48	5131.67
每股净资产	8.37	5.02	5.48	6.03	毛利率%	27.62%	26.97%	28.22%	26.03%
每股经营现金流	0.66	0.73	0.95	1.28	营业税金及附加	12.08	19.62	46.09	47.00
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.52%	0.54%	0.89%	0.68%
价值评估（倍）					营业费用	22.42	74.46	134.15	156.63
P/E	57.78	40.45	28.93	24.49	营业费用率%	0.97%	2.04%	2.58%	2.26%
P/B	1.60	2.67	2.44	2.22	管理费用	218.26	371.57	556.40	729.88
P/S	8.36	5.32	3.72	2.79	管理费用率%	9.42%	10.20%	10.69%	10.52%
EV/EBITDA	39.29	20.67	14.28	11.03	EBIT	387.37	516.82	732.29	872.76
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	63.40	0.28	0.00	0.00
盈利能力指标（%）					财务费用率%	2.74%	0.01%	0.00%	0.00%
毛利率	27.62%	26.97%	28.22%	26.03%	资产减值损失	2.07	0.00	0.00	0.00
净利率	14.29%	13.09%	12.79%	11.33%	投资收益	20.48	10.41	12.12	12.94
净资产收益率	5.53%	6.60%	8.44%	9.07%	营业利润	342.38	526.95	744.41	885.70
资产回报率	3.76%	4.70%	5.90%	6.23%	营业外收支	48.83	31.65	35.71	36.54
投资回报率	4.32%	5.82%	6.87%	7.38%	利润总额	391.21	558.60	780.12	922.25
盈利增长（%）					EBITDA	522.94	935.32	1414.50	1849.50
营业收入增长率	291.80%	57.16%	42.89%	33.31%	所得税	60.00	81.83	114.26	136.15
EBIT 增长率	233.88%	33.42%	41.69%	19.18%	有效所得税率%	15.34%	14.65%	14.65%	14.76%
净利润增长率	190.08%	43.94%	39.66%	18.06%	少数股东损益	-3.95	-2.02	-3.48	-4.72
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	335.16	478.78	669.34	790.83
资产负债率	27.7%	25.0%	26.7%	28.3%	扣除非经常性损益净利润	289.87	449.75	635.38	754.95
流动比率	2.66	3.48	2.14	1.68	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	2.45	3.29	1.93	1.46	货币资金	264.65	1416.70	557.22	362.02
现金比率	4.41	—	—	—	应收款项	560.11	433.98	645.38	866.50
经营效率指标					存货	3.12	6.26	7.95	10.60
应收帐款周转天数	50.75	43.49	45.26	45.59	其它流动资产	1603.68	1603.68	1603.68	1603.68
存货周转天数	0.48	0.86	0.78	0.75	流动资产合计	2737.39	3821.12	3373.89	3606.95
总资产周转率	0.44	0.38	0.48	0.58	长期股权投资	10.43	10.43	10.43	10.43
固定资产周转率	1.43	1.11	1.19	1.31	固定资产	2724.52	4250.35	6006.02	7685.08
					在建工程	425.57	560.26	709.33	864.41
					无形资产	410.16	567.83	720.60	866.37
					非流动资产合计	6180.23	6368.46	7961.49	9083.84
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	8917.62	10189.58	11335.37	12690.79
净利润	331.21	476.76	665.86	786.10	短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	135.56	418.49	682.21	976.73	应付账款	555.77	508.54	726.54	994.22
营运资金变动	-38.35	200.34	67.68	141.06	预收账款	243.73	374.97	531.25	713.79
经营活动现金流	479.52	1053.82	1367.93	1854.41	其它流动负债	2.22	2.22	2.22	2.22
固定资产投资	0.00	-1525.83	-1755.67	-1679.06	流动负债合计	1027.31	1099.33	1579.26	2148.58
无形资产投资	0.00	-157.67	-168.32	-164.13	长期借款	1386.19	1386.19	1386.19	1386.19
资本支出	677.76	575.08	2239.52	2062.54	其它长期负债	60.41	60.41	60.41	60.41
投资活动现金流	-3140.02	-564.67	-2227.41	-2049.60	非流动负债合计	1446.60	1446.60	1446.60	1446.60
债务变化	-34.66	-60.00	0.00	0.00	负债总计	2473.91	2545.92	3025.85	3595.17
股票发行	2881.50	723.18	0.00	0.00	实收资本	723.18	1446.35	1446.35	1446.35
融资活动现金流	2746.75	662.89	0.00	0.00	普通股股东权益	6055.78	7257.74	7927.08	8717.91
现金净流量	86.25	1152.04	-859.48	-195.19	少数股东权益	387.93	385.92	382.44	377.71
公司自由现金流	-1964.74	-758.24	-698.13	-136.55	负债和所有者权益合计	8917.62	10189.58	11335.37	12690.79
股权自由现金流	-1961.50	-782.83	-657.31	-94.37					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 16 日
资料来源：公司年报（光环新网），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、鹏博士、中兴通讯、烽火通信、中际装备、星网锐捷、光迅科技、海能达、海格通信、亿联网络、宜通世纪、网宿科技、神州数码、紫光股份、信威集团、科华恒盛、海兰信、亨通光电、中天科技、东方国信、高新兴、东软载波、梅泰诺等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com
张振岗 021-23154386 zzg11641@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科 (021) 23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 (021) 23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 磊(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 联系人
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立 ll11383@htsec.com
 洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 ljl11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
 赵 洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com