

云+5G 时代，IDC 龙头价值重估正当时

光环新网（300383.SZ）首次覆盖

核心结论

云计算与5G驱动行业持续景气，一线城市资源稀缺性不改。云计算市场保持高景气，同时5G商用已至，新兴应用起量在即，有望带动数据中心需求提速；从需求的地域分布看，北京、上海等核心城市需求旺盛，但监管趋严，供不应求趋势不改，机柜资源的稀缺性价值凸显。从竞争格局看，未来国内数据中心市场手握资源、资金优势的第三方龙头公司将收获更高份额。

一线城市IDC龙头，增量资源规划再拓新边界。公司IDC业务持续深耕北京、上海及周边地区，目前共拥有九大数据中心，主要为自有土地和产权。我们预计公司2019年年内将形成约3.7万机柜的运营能力，2020年底将有望达到4.5万。此外，公司计划2019年、2020年相继动工的项目（燕郊三期&四期、嘉定二期、昆山项目）规划机柜数之和约为4万，夯实公司一线城市龙头厂商地位，打开增长新边界。

存量机柜价值重估，资金优势或助力公司打开新空间。业务模式决定了IDC厂商持续的机房投产才能获得不断的成长，而数据中心明显的重资产属性使得资金实力成为厂商核心竞争力之一。参考海外数据中心厂商REITs变更后快速扩张的成长路径，我们认为公司区别于竞争对手、集中布局在一线城市的自有数据中心，是实现REITs等多样化融资的优质资产，将助力公司打开新空间，其价值未被充分认知。

投资建议：我们预计公司2019年、2020年、2021年归母净利润为8.26、11.46和15.18亿元，EPS为0.54元、0.74元和0.98元，EBITDA为13.52、17.70和22.84亿元。由于IDC业务现金流有较强的可预期性，主要参考FCFF估值结果，公司合理目标价为24.72元，对应2020年33倍PE，22倍EV/EBITDA，首次覆盖给予“买入”评级。

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，使得公司业绩增长不及预期；子公司商誉减值风险；大股东质押风险。

核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,077	6,023	7,337	8,985	10,918
增长率(%)	75.9%	47.7%	21.8%	22.5%	21.5%
净利润（百万元）	436	667	826	1,146	1,518
增长率(%)	34.1%	54.0%	22.0%	38.7%	32.5%
每股收益（EPS）	0.28	0.43	0.54	0.74	0.98
市盈率（P/E）	67.5	44.1	35.6	25.7	19.4
市净率（P/B）	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	300383
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	19.08

近一年股价走势



分析师

邢开允 S0800519070001
xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

联系人

胡朗
hulang@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设.....	4
区别于市场的观点.....	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
光环新网核心指标概览	5
一、内生外延双轮驱动，历史业绩稳步增长	6
1.1 ISP 起家，业务版图逐步扩张	6
1.2 IDC 深耕一线，云计算积极推进	6
1.3 业绩持续高增长，现金流情况良好	8
二、云计算与 5G 驱动行业持续景气，一线城市资源稀缺性不改	11
2.1 云计算市场持续扩大，5G 拉动作用即将启动	11
2.2 供需地域性失衡趋势不改，核心城市资源持续升值	12
2.3 第三方 IDC 厂商将崛起，资源、资金门槛促使市场份额向龙头集中	13
三、一线城市 IDC 龙头，增量资源规划再拓新边界	14
四、存量机柜价值重估，资金优势或助力公司打开新空间	15
4.1 他山之石：REITs 模式是 IDC 厂商实现扩张的优选之路	15
4.1.1 数据中心 REITs 受市场青睐	15
4.1.2 REITs 模式盘活存量资产，助力新增长	17
4.2 推演：光环新网拥有大量优质资产，有望成为助力成长的活水源泉	19
五、盈利预测与投资建议	21
六、风险提示	23

图表目录

图 1：光环新网核心指标概览	5
图 2：2019H1 光环新网股权结构清晰	6
图 3：目前公司营业收入主要来源于云计算、IDC 业务	7
图 4：IDC 业务是公司主要的利润来源	7
图 5：目前北京地区贡献公司营收 90%以上	8
图 6：光环新网客户覆盖面广泛	8
图 7：光环新网主营业务收入持续增长	8
图 8：同行业公司 IDC 业务规模对比，光环新网领先	8
图 9：2016 年以来光环新网各项业务毛利率趋稳	9

图 10: 光环新网 IDC 业务毛利率表现领先同行	9
图 11: 2015-2019H1 公司期间费用稳步增长	9
图 12: 2015-2019 年公司各期间费用率整体呈下降趋势	9
图 13: 经营性现金流表现稳健, 同时持续融资投建或收购数据中心资产	10
图 14: 光环新网 ROE 结构变化	10
图 15: 全球云计算市场持续增长	11
图 16: 国内云计算市场未来增速有望维持 30%以上	11
图 17: 中国数据中心市场规模受 3G、4G 发展驱动明显	12
图 18: 全球 IDC 市场份额结构	14
图 19: Equinix 资本开支持续扩大	17
图 20: Equinix 在 REITs 变更后商业收购支出明显增加	17
图 21: Equinix 营业收入逐年提升	18
图 22: Equinix 净利润表现在 2014 年后明显好转	18
图 23: REITs 变更后 Equinix 的投资回报率稳步提升	18
图 24: REITs 变更后 Equinix 的资产负债率企稳	18
图 25: Equinix 在 REITs 变更后股价成呈持续上升趋势	19
表 1: 光环新网发展历程	6
表 2: 公司历年来外延并购历程	7
表 3: 客户选取数据中心的主要考虑因素	12
表 4: IDC 市场参与方包括电信运营商、云厂商和第三方 IDC 厂商	13
表 5: 到 2020 年底光环新网自运营机柜数量将达到 4.5 万个	14
表 6: 光环新网正在规划项目	15
表 7: REITs 根据不同分类标准分为不同类型	16
表 8: 美国不同底层资产权益型 REITs 表现	16
表 9: 国内主要的专业 IDC 厂商业务和资源比较	19
表 10: 中金云网业绩数据及测算值	19
表 11: 典型基地型数据中心项目测算	20
表 12: 机柜租金对项目 IRR 影响	20
表 13: 公司分项业务收入及毛利率预测	21
表 14: 光环新网目前 PE 水平处于行业低位	22
表 15: 光环新网目前企业估值倍数处于行业低位	22
表 16: 公司绝对估值法每股价值为 24.72 元	22
表 17: 绝对估值法敏感性分析	23

投资要点

关键假设

行业层面，在云计算发展、5G 需求驱动下，数字应用持续增长，数据中心基础设施需求保持景气。同时，北京、上海等一线城市数据中心资源供给限制严格，供不应求趋势保持，这些地区的数据中心机柜资源享有更强的议价权和更好的盈利性。

公司层面，不考虑燕郊三/四期项目、上海嘉定二期项目、昆山项目增量的基础上，我们预计2019年、2020年、2021年底公司投产的可运营机柜数量分别为3.68万、4.49万和4.49万。

上架率方面，2019年-2021年，我们假设上海嘉定数据中心上架率分别为40%、80%和90%，房山一期上架率分别为30%、50%和90%，房山二期在2020年完成投产，2020年、2021年上架率为20%、60%；同时，东直门、中金云网等成熟数据中心项目保持平稳运营。单价方面，由于公司机房资源稀缺性优势明显，考虑竞争因素，我们假设未来三年公司机柜单价保持稳定，维持在7.5-9万/年范围内。

区别于市场的观点

公司数据中心业务集中在一线城市零售领域，区别于同行业公司批发定制模式带来的大客户业务弹性，市场普遍认为公司业绩增速趋稳，估值提升空间有限。我们认为，公司数据中心资源价值未被充分认识。首先，公司机房资源位于核心地段，投产需求有保障，且盈利性更高。其次，公司现有的核心地段、高价值数据中心机房资源将为公司持续扩张提供融资支撑，形成优质项目和资金的良性循环，释放公司增长潜力。

股价上涨催化剂

短期，云计算景气度预期改善，将驱动公司股价提升；中期，公司在上海、北京的机房落地超预期，将驱动公司股价上升；长期，公司融资渠道打开、存量资源盘活和利用超预期，助力公司深度分享云计算、5G给行业带来的增长红利，将打开公司市值新空间。

估值与目标价

我们预计公司2019年、2020年、2021年营业收入73.37、89.85和109.18亿元，归母净利润为8.26、11.46和15.18亿元，对应EPS为0.54元、0.74元和0.98元，EBITDA为13.52、17.70和22.84亿元。

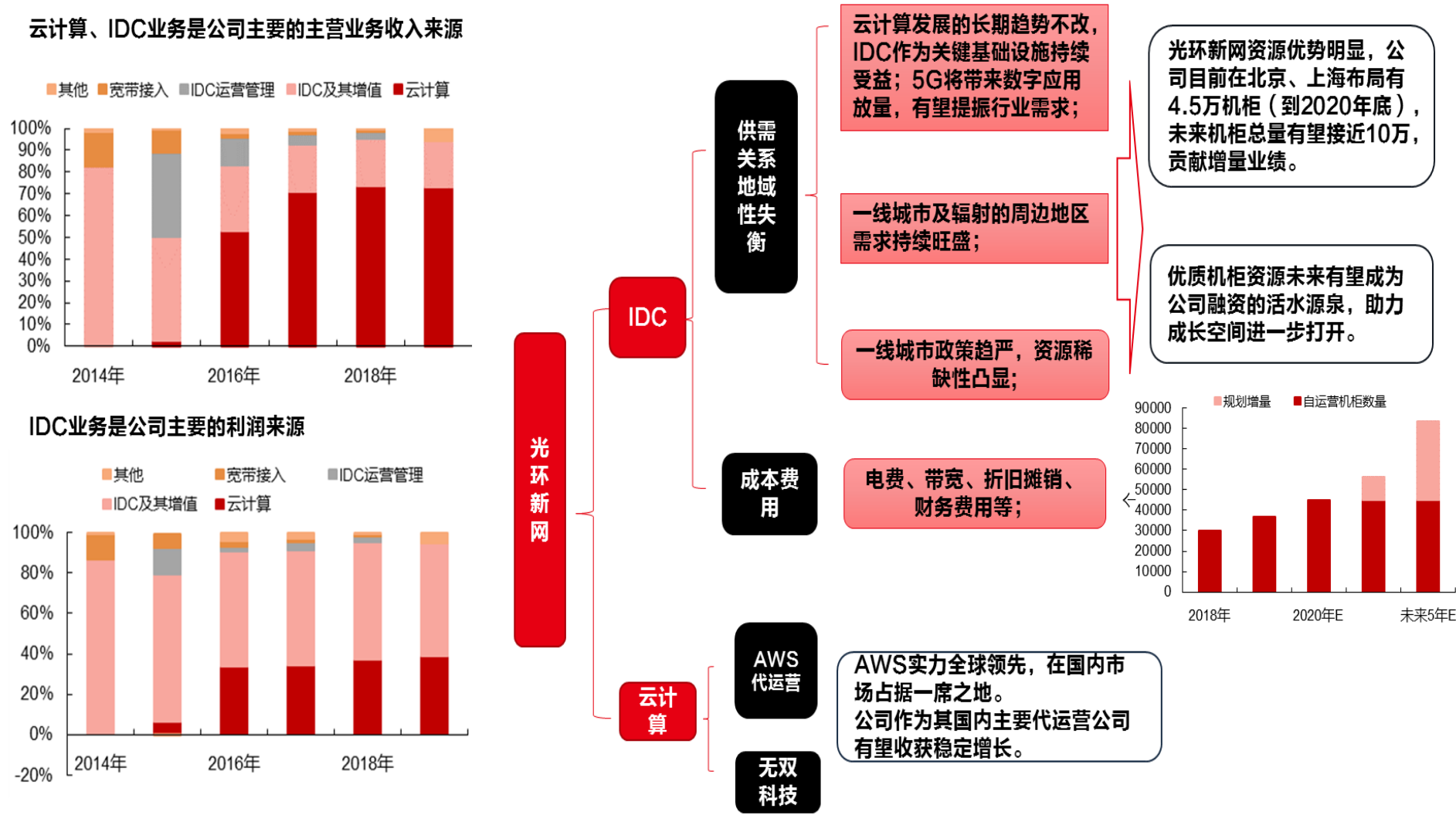
目前A股市场IDC行业2020年平均估值为33倍PE，23倍EV/EBITDA。而海外市场对IDC厂商更看重企业价值倍数EV/EBITDA指标，目前行业2020年的平均估值水平为58倍PE，20倍EV/EBITDA。光环新网目前股价对应2020年26倍PE，18倍EV/EBITDA，估值水平低于海内外同行。如果参考国内市场可比公司平均EV/EBITDA 2020年23倍水平，则公司目标价为25.47元。

采用FCFF估值法，在WACC为6.19%、永续增速3%的假设下，公司目标价为24.72元。

IDC业务运营期的现金流有较强的可预期性和稳定性，绝对估值法具有较好的参考价值，我们选取FCFF估值法，公司合理目标价为24.72元，目标股价对应2020年33倍PE，22倍EV/EBITDA，首次覆盖给予“买入”评级。

光环新网核心指标概览

图 1: 光环新网核心指标概览



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

一、内生外延双轮驱动，历史业绩稳步增长

1.1 ISP起家，业务版图逐步扩张

公司成立于1999年1月，以ISP业务起家，前身是北京光环新网数字技术有限公司。公司于2014年在深交所创业板挂牌上市，并逐步通过内生发展和外延并购布局IDC+云计算，目前拥有AWS、阿里、美团、三星等众多优质客户。

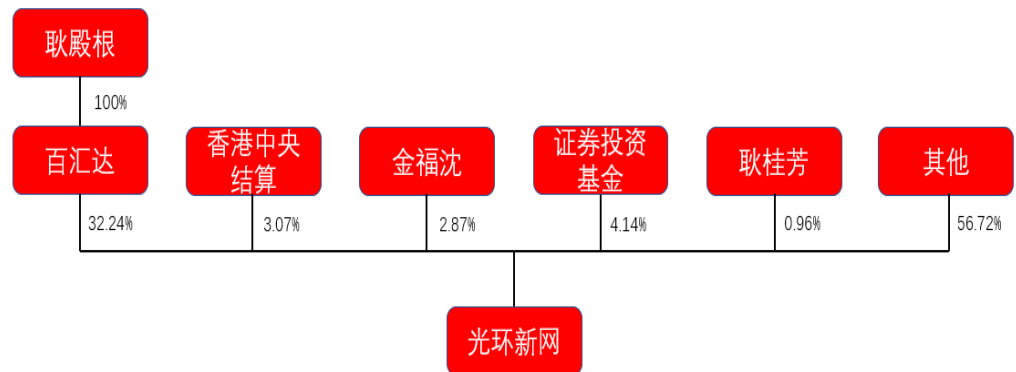
表 1：光环新网发展历程

时间	重要事件
1999年	北京光环新网数字技术有限公司成立
2000年	获批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
2007年	东环B1 IDC投产
2009年	股份制改革，更名为北京光环新网科技股份有限公司
2010年	酒仙桥数据中心建成并投入运营
2013年	燕郊云计算基地一期建成投产
2014年	登陆深交所
2015年	收购中金云网、无双科技
2016年	与AWS签署协议，运营AWS（北京）云服务 房山一期封顶；酒仙桥二期、太和桥数据中心投入运营 上海嘉定投产；
2017年	获工信部发放“互联网资源协作服务业务”经营许可
2018年	房山项目投产
2019年	启动昆山、燕郊、嘉定二期扩张项目；与上海电信展开合作

资料来源：公司官网信息整理，西部证券研发中心

截止2019H1，公司实际控制人耿殿根先生通过百汇达持有公司32.24%股权，公司股权结构清晰。

图 2：2019H1 光环新网股权结构清晰



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 IDC深耕一线，云计算积极推进

主营业务主要为 IDC 及增值服务和云计算。公司于 2002 年开始建设自有东环 B2 互联网数据中心，在北京率先开展 IDC 业务，随后陆续在北京及周边自建酒仙桥、燕郊数据中心，同时通过收购不断扩张，公司现已成为北京地区 IDC 龙头企业，同时公司通过收购明月光学在上海新建嘉定数据中心，将业务版图拓展至上海。

2018 年，公司 IDC 业务（包括 IDC 及其增值服务、IDC 运营管理服务）收入从 2015 年的 5.12 亿元上升至 14.89 亿元，三年复合增长率 42.65%，是公司收入和利润的重要稳定贡献来源。

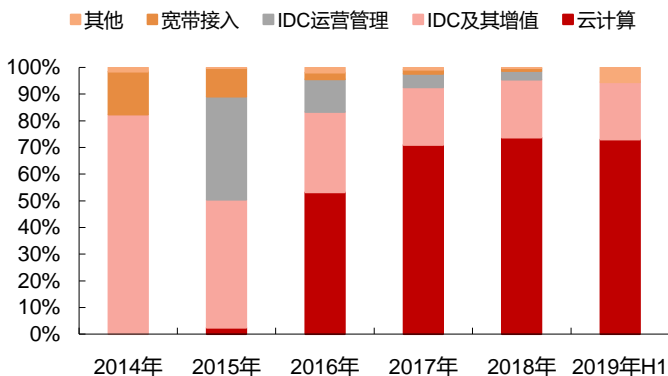
表 2：公司历年来外延并购历程

	收购日期	标的	股权比例	收购说明
1	2014 年 12 月	明月光学	100%	开拓上海地区数据中心资源
2	2015 年 10 月	德信致远	100%	开拓北京房山地区数据中心资源
3	2015 年 12 月	科信盛彩	15%	强化北京地区数据中心资源
4	2016 年 2 月	中金云网	100%	国内大规模高等级数据中心外包企业
5	2016 年 3 月	无双科技	100%	搜索引擎营销提供软件技术支持的 SaaS 及相关服务
6	2018 年	科信盛彩	85%	加强对子公司经营控制与拓展业务

资料来源：公司公告整理，西部证券研发中心

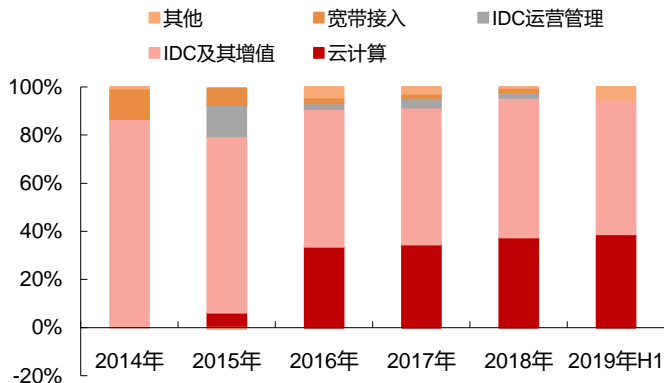
公司的云计算及相关服务由两部分组成，分别为 AWS 北京和无双科技。公司是 AWS（北京）的运营方，负责运营北京区域 AWS 云服务，同时为其提供 IDC、服务器、宽带等基础资源。无双科技是公司 2015 年收购的一家专注于网络营销技术的全资子公司，云计算业务收入从 2015 年 0.15 亿元上升到 2018 年的 43.76 亿元，占公司主营收入的 72.91%。

图 3：目前公司营业收入主要来源于云计算、IDC 业务



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：IDC 业务是公司主要的利润来源

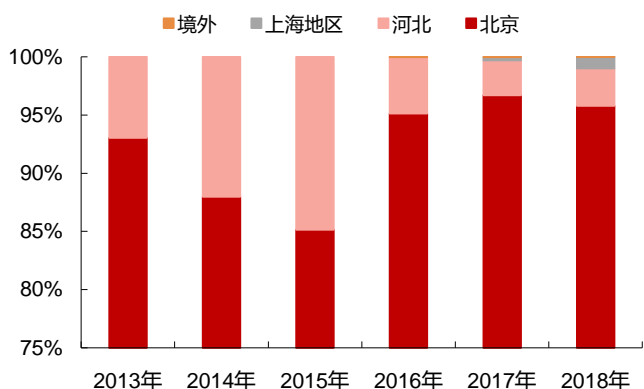


资料来源：Wind，西部证券研发中心

北京地区收入占公司营收的 90% 以上。2018 年，公司来自北京地区的收入为 57.69 亿元，占比约 96%，主要是目前公司主要数据中心项目位于北京，规模较大。同时，上海地区，嘉定数据中心目前最多容纳 4500 个机柜，相关数据中心扩容尚未完全展开。

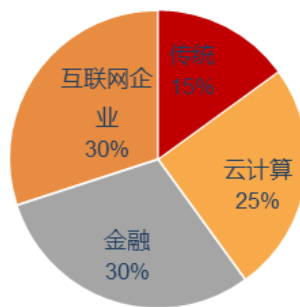
聚焦零售业务，客户覆盖面广。公司客户广泛分布于云计算、互联网、金融、保险、传媒、教育等行业，客户结构优质，不存在单一客户依赖风险，并且高价值客户占比较高。从行业分类来看，金融客户占比约 25%-30%，云服务提供商占比约 25%-30%，IT 互联网相关占比约 20%-25%，传统行业客户占比约 10%-15%。

图 5：目前北京地区贡献公司营收 90%以上



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：光环新网客户覆盖面广泛

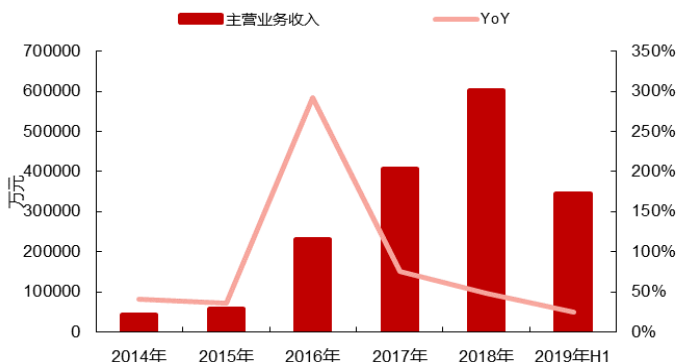


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 业绩持续高增长，现金流情况良好

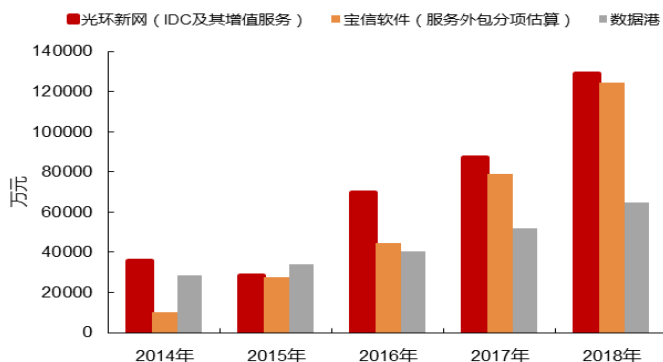
公司近五年营收维持高增长，2014-2018 年营收 CAGR 为 140.21%。上市以来，公司内生外延并举，营业收入呈显逐步上涨的趋势，并且对比主要的 A 股同行业公司，光环新网的 IDC 业务收入规模始终领先。2019 年上半年，公司营收同比增长了 24.23%，其中 IDC 业务实现收入 7.46 亿元，同比增长 22.31%。

图 7：光环新网主营业务收入持续增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

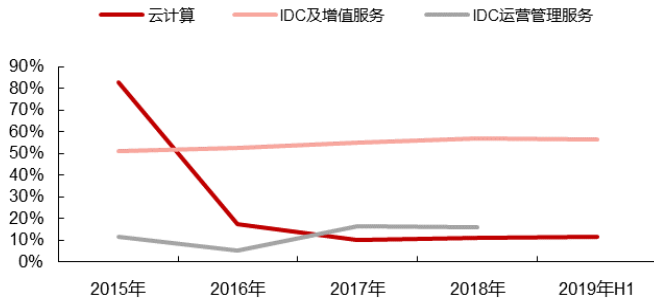
图 8：同行业公司 IDC 业务规模对比，光环新网领先



资料来源：Wind，西部证券研发中心

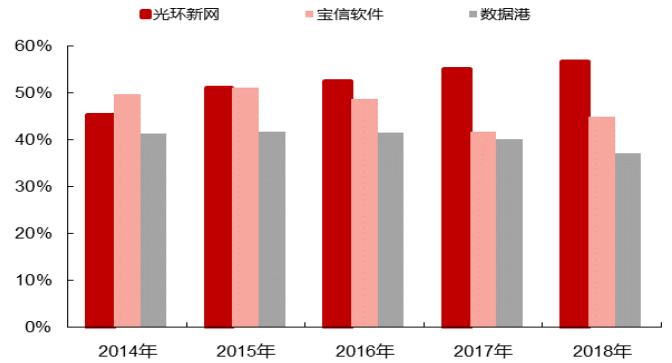
IDC 业务毛利率水平领跑同行，整体盈利水平企稳。公司 IDC 业务毛利率水平领跑同行业公司，主要是公司经营以自建机房为主、运营水平领先。公司拓展的云计算业务毛利率水平相对较低，但自 2018 年开始已经企稳。

图 9：2016 年以来光环新网各项业务毛利率趋稳



资料来源：Wind，西部证券研发中心

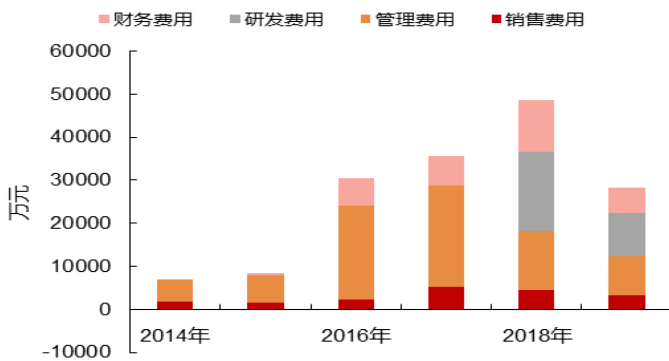
图 10：光环新网 IDC 业务毛利率表现领先同行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

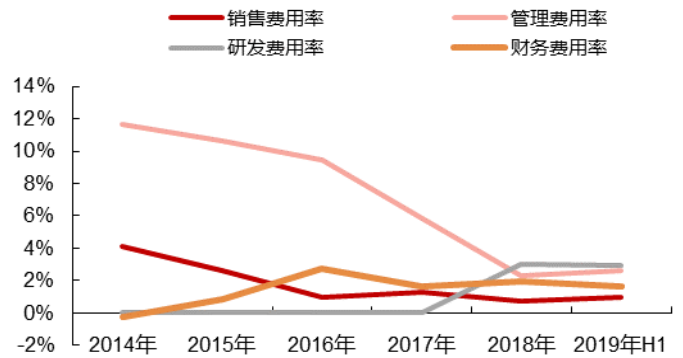
期间费用率不断降低。公司三费基本较为正常，其中研发费用增长明显,2018 年同比增长了 64%，此外，财务费用在 2018 年由于利息支出增长而明显提升。总体来说，受益收入规模的快速增长，公司期间费用率不断下降。

图 11：2015–2019H1 公司期间费用稳步增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

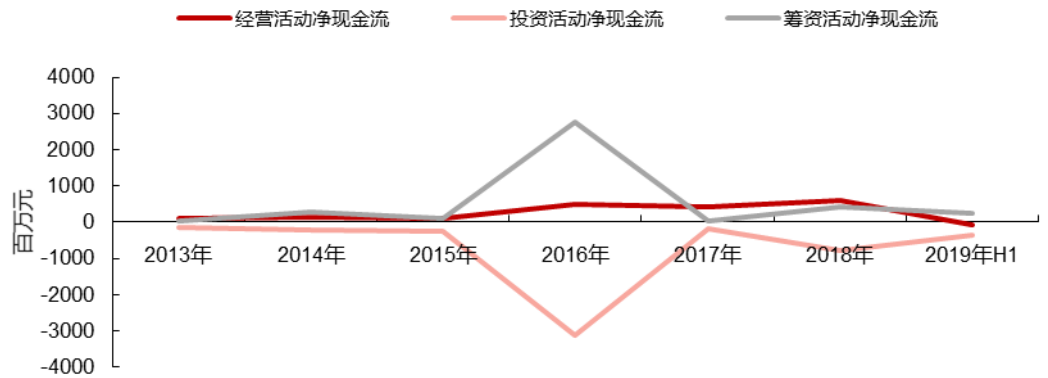
图 12：2015–2019 年公司各期间费用率整体呈下降趋势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

经营活动现金流表现稳定，持续投建、收购优质数据中心资产。公司传统 IDC 业务经营现金流表现持续稳定，2014 年以来云计算业务增长，使得公司应收账款规模扩大，对经营性现金流有所影响，2019 年 H1 表现为净流出。同时，公司持续投资自建或外延收购数据中心资产，使得投资活动净现金流历年表现为净流出，筹资活动相应净流入。

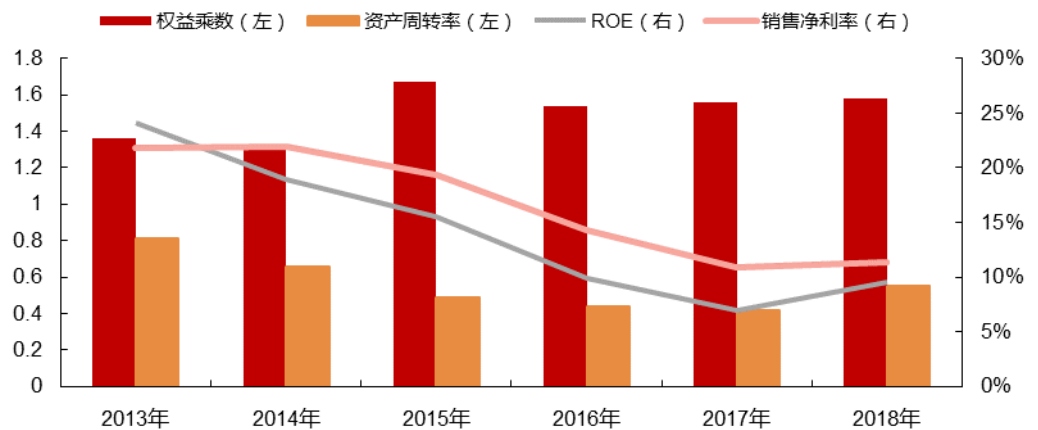
图 13：经营性现金流表现稳健，同时持续融资投资建或收购数据中心资产



资料来源：Wind，西部证券研发中心

业务结构变化，ROE 水平有所下降。公司 ROE 水平近年来持续下行，主要是引入云计算业务导致的利润率下降所致，资产周转率与权益乘数基本保持稳定，2018 年开始，随着公司与 AWS 合作步入新阶段，云业务毛利率水平企稳，我们预计公司整体 ROE 下降趋势基本结束。

图 14：光环新网 ROE 结构变化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

持续并购带来高商誉：截至 2019 年半年报，公司商誉账面余额 23.98 亿，主要来自收购中金云网和无双科技。2019 年 H1，无双科技实现收入 14.24 亿元，净利润 5208.03 万元，中金云网实现收入 4.09 亿元，净利润 16013.91 万元。

目前，无双科技在技术上已完全实现 SaaS 云雨搜索引擎各个营销产品的数据无缝对接，并为客户提供更高粘性和附加值的技术解决方案，在电商零售、在线旅游、各类生活服务平台、互联网金融等行业市场份额不断增加，业绩稳步提升；同时积极拓展媒体平台、传统行业与国际知名品牌等业务，并已出现规模效应，在客户对象多元化、行业多样化等方面取得阶段性进展。

中金云网数据中心机房已全部销售完毕，IDC 收入持续增加。同时，中金云网加大在数据中心绿色节能方面的研发投入，不断降低能耗，减少机房运行成本，进一步提高盈利水平。目前子公司经营情况平稳，商誉减值风险基本可控。

二、云计算与5G驱动行业持续景气，一线城市资源稀缺性不改

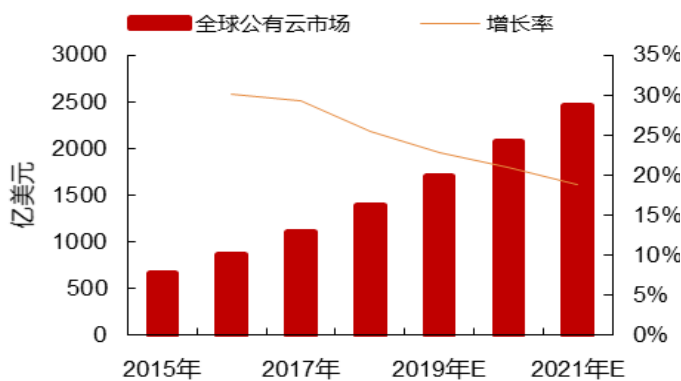
云计算为传统 IDC 企业发展的最大驱动力，云计算是对传统 IT 模式的颠覆，目前尚处于初期阶段，尚未看到明显天花板，作为云计算底层基础设施的 IDC 行业，同样具备广阔发展空间。同时，5G 商用即将到来，数据量激增对数据中心需求有明显提振作用。

目前核心城市 IDC 资源供不应求趋势不可逆转，这些地区及辐射的周边地区的机柜资源享受溢价。从行业发展阶段看，国内 IDC 仍处于快速扩张期，第三方厂商正快速崛起，其中一线龙头公司份额有望进一步积聚。

2.1 云计算市场持续扩大，5G拉动作用即将启动

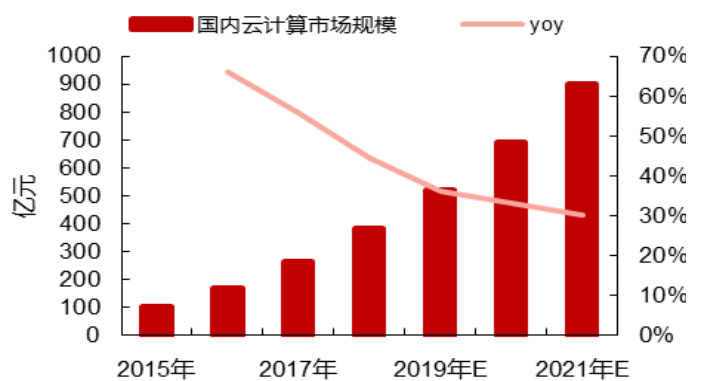
云计算市场保持高景气度，数据中心核心基础设施持续受益。根据 Gartner 数据 2018 年全球公有云市场规模达到 1392 亿美元，2015 年至 2018 年复合增长 28.24%，预计 2021 年规模将达到 2461 亿美元；根据 CAICT 数据 2018 年中国公有云市场规模为 329 亿元，2015 年以来年复合增长率 55.11%，未来增速有望保持在 30%以上，继续高于全球水平，2021 年将达到 903 亿美元。数据中心是云计算的核心基础设施，需求有望持续受益。

图 15：全球云计算市场持续增长



资料来源：Gartner，西部证券研发中心

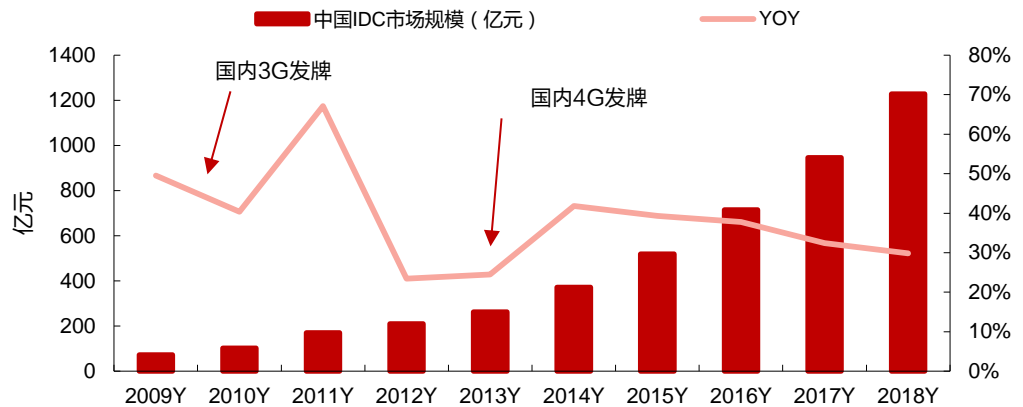
图 16：国内云计算市场未来增速有望维持 30%以上



资料来源：CAICT，西部证券研发中心

5G 流量爆发在即，行业增速有望上新台阶。5G 时代，带宽明显提高，新兴应用起量，数据流量将进一步增长。参考过去国内 10 年数据中心市场发展历程，市场规模逐年扩大，在 2009 年、2013 年分别对应的 3G、4G 发牌时点后，都跟随着数据中心市场增速的明显抬升。预计在 5G 新周期，行业也将迎来需求的明显提升。

图 17: 中国数据中心市场规模受 3G、4G 发展驱动明显



资料来源: 智研咨询, 西部证券研发中心

2.2 供需地域性失衡趋势不改, 核心城市资源持续升值

数据中心地理位置、网络资源情况, 很大程度上决定了其需求旺盛情况。数据信号从数据中心传输到用户之间需求的来回时间, 时延如果过大, 用户会明显感受到业务卡顿, 体验下降。时延主要包括信息传输时延和网络跳转时延, 不同网络节点的跳转时延也存在差异。

北上广深等地经济发达地区网络覆盖全, 靠近骨干网、网络使用率高, 网络时延低。因此, 数据中心业务的需求分布与经济发达程度有密切正相关关系。一线城市及周边地区的机房需求相对旺盛。

表 3: 客户选取数据中心的主要考虑因素

主要考量因素	具体解释
网络质量	1) 带宽, 目前国内数据中心平均接入水平能够达到每机架 500Mbit/s, 基本能够满足要求; 2) 时延, 数据信号从数据中心传输到用户之间需求的来回时间, 影响用户业务使用体验, 为首要考虑因素。
价格成本	建设投入、运营成本及其供需关系决定
建设运维	1) 硬件指标: 建设等级主要体现在其设备运行环境、供电设施、机房布线、安全监控等方面综合水平; 2) 软件指标: 运维水平则体现在运维人员团队、运维管理制度等方面;

资料来源: 公开信息整理, 西部证券研发中心

同时, 数据中心是高耗能的产业, 一线城市电力资源相对紧缺, 各地对于 IDC 建设相继出台不同的限制政策。2015 年和 2018 年, 北京市分别出台了新增产业的禁止和限制目录, 2018 年出台的政策相对更加严格, 北京中心城区禁止新建和扩建任何数据中心, 全市范围 (中心城区外) 禁止新建 PUE 值超过 1.4 的数据中心。上海市 2018-2020 三年总体规划不超过 6 万个机柜 (每年控制在 2 万个以内) 新建机房 PUE 不高于 1.3, 改造机房 PUE 不高于 1.4; 深圳市实施减量替代, 严格控制 IDC 综合能源消费新增量。

因此能耗指标逐渐成为制约新建数据中心的一个重要因素, 在这些地区机房资源呈现供不应求态势, 且趋势未有扭转, 相应的这些核心城市及周边地区的资源价值凸显。

表 3: 北上深政策趋严, IDC 稀缺性价值倍增

城市	政策	主要内容
上海	沪府发[2017]12 号	1、上海市人民政府关于印发《上海市节能和应对气候变化“十三五”规划》的通知 (2017 年 03 月 01 日发布) 2、严格控制新建数据中心, 确有必要建设的, 必须确保数据中心能源利用效率 (PUE) 值优于 1.5 (北京六环

城市	政策	主要内容
		<p>内不允许新建数据中心，六环外仅允许建 PUE 低于 1.4 云计算数据中心)</p> <p>3、全面推进既有数据中心节能改造</p> <p>1、关于印发上海市 2017 年节能减排和应对气候变化重点工作安排的通知 (2017 年 04 月 24 日发布)</p>
	沪发改环[2017]25 号	<p>2、开展互联网数据中心 (IDC) 的能效对标工作，推动数据中心能源效率 (PUE) 高于 1.5 的数据中心实施节能改造</p>
	沪府发[2017]78 号	<p>1、上海市人民政府关于印发《上海市固定资产投资项目节能审查实施办法》的通知 (2017 年 10 月 09 日发布)</p> <p>2、年综合能源消费量(增量)1000 吨标准煤以上或年电力消费量(增量)500 万千瓦时以上的固定资产投资项目，建设单位应编制节能报告，并报请节能审查</p> <p>3、向市发展改革委报请节能审查的项目：国家发展改革委核报国务院审批或核准、国家发展改革委审批或核准的项目，年综合能源消费量 (增量) 5000 吨标准煤以上的固定资产投资项目 (市经济信息化委负责核准、备案项目除外)，市发展改革委负责审批、核准或备案的项目</p>
		<p>上海经信委《三年行动计划上海市 2018-2020 三年总体规划不超过 60000 机柜(每年控制在 20000 以内)新建机房 PUE 不高于 1.3, 划 (2018-2020 年)》改造机房 PUE 不高于 1.4, 新建机房 50%用于 AI 人工智能领域</p>
北京	北京市发布《禁限目录》(2018 年版)	<p>全市层面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高耗能中心(PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外)；中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。</p>
深圳	深圳市发改委《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项	<p>对于 PUE 值为 1.35-1.40 (含 1.35) 的数据中心，新增能源消费量可给予实际替代了 10%及以下的支持；对于 PUE 值为 1.30-1.35 (含 1.30) 的数据中心，新增能源消费量可给予实际替代了 20%及以下的支持；对于 PUE 值 1.25-1.30 (含 1.25) 的数据中心，新增能源消费量可给予实际替代量 30%及以下的支持；对于 PUE 值低于 1.25</p>

资料来源：公开信息整理，西部证券研发中心

2.3 第三方IDC厂商将崛起，资源、资金门槛促使市场份额向龙头集中

从 IDC 行业参与者的角度看，众多参与者包括运营商、云计算企业、第三方 IDC 服务商等。云计算厂商本身是数据中心最重要的需求方，其在边远地区、二三线城市偏向自建而非租赁数据中心，但在核心城市受制资源和成本等因素，主要依靠租赁，与 IDC 厂商合作关系多于竞争。

表 4：IDC 市场参与方包括电信运营商、云厂商和第三方 IDC 厂商

服务商	举例	特点
基础电信运营商	中国电信、中国联通、中国移动	拥有大量的基础设施资源，在骨干网络带宽资源和互联网国际出口带宽中有明显的资源优势
云服务商	阿里云、AWS、AZURE 等国内外云厂商	一方面是 IDC 最主要的客户群体，另一方面也是数据中心的建设者
第三方 IDC 服务商	Equinix、光环新网、万国数据、数据港、宝信软件	具备专业化的建设和运维能力，能满足客户定制化需求

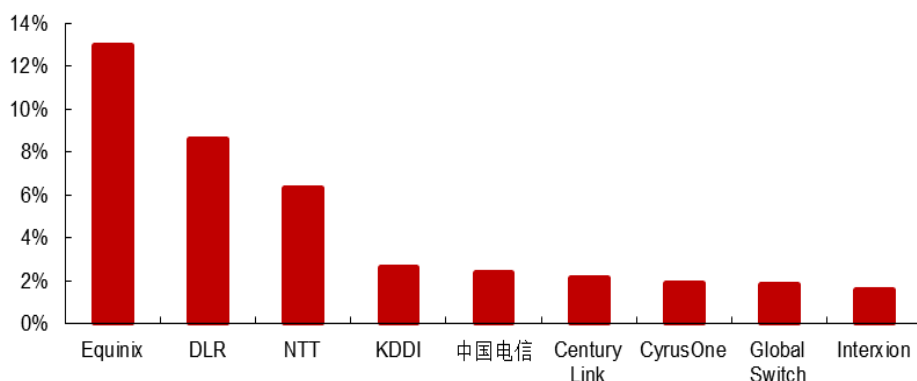
资料来源：公开信息整理，西部证券研发中心

基础电信运营商在资源方面优势明显，我国电信运营商目前占据最大市场份额，但 IDC 并非其核心业务，其运营商服务响应速度、满足市场个性化需求等方面相比第三方 IDC 厂商更弱，同时第三方 IDC 厂商更具有网络中立性、独立性，因此未来第三方厂商更具成长性。从全球市场发展看，基础电信运营商逐渐出售 IDC，市场份额向 Equinix 和 Digital Realty 等第三方 IDC

公司集中。

同时,数据中心建设和运营的高资源、资金高门槛,客户对于厂商运营机房的经验也有高要求,因此,未来在国内数据中心市场上,手握资金、资源以及客户资源的头部厂商有望收获更高的份额。

图 18: 全球 IDC 市场份额结构



资料来源: Synergy Research, 西部证券研发中心

三、一线城市IDC龙头, 增量资源规划再拓新边界

光环新网目前一共拥有九大数据中心, 主要为自有土地和产权。我们预计年内将形成约 3.69 万机柜的运营能力, 2020 年底将有望达到 4.49 万个, 均位于北京、上海及周边地区。

表 5: 到 2020 年底光环新网自运营机柜数量将达到 4.5 万个

地点	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021E
东直门	470	470	470	470
酒仙桥	4500	4500	4500	4500
燕郊	2600	2600	2600	2600
上海嘉定	2000	4500	4500	4500
房山一期		4000	6000	6000
房山二期			6000	6000
亦庄	2,700	2,700	2,700	2,700
中金云网	10000	10000	10000	10000
科信盛彩	7,772	8,100	8,100	8,100
自运营合计	30,042	36,870	44,870	44,870

资料来源: 公司公告整理, 西部证券研发中心

此外, 公司计划在未来五年继续扩张, 其中 2019 年、2020 年将相继动工的项目 (燕郊三期& 四期、嘉定二期、昆山项目) 规划机柜数之和约为 4 万个。

目前, 房山二期、河北燕郊三期、四期、上海嘉定二期、江苏昆山园区等云计算基地项目的筹划及建设工作正在有序进行。2019 年公司通与上海电信签订战略合作协议、推动嘉定及昆山项目的落地, 积极布局长三角地区 IDC 业务, 以上各项目全部达产后, 公司盈利空间进一步打开。

表 6：光环新网正在规划项目

数据中心	投资额	规划及进展情况
燕郊三期、四期	10.73 亿元	房产建筑面积约 17.25 万平米,预计容纳 20000 机柜
嘉定二期	8.94 亿元	嘉定一期有望于 2019 年逐步完成上架,嘉定二期云计算数据中心规划落地,规划建设 4500 个机柜,满负荷运营后年收入可达 3.96 亿元,净利润可达约 1.24 亿元。
昆山园区	24.87 亿元	规划用地 32000 平方米,主体规划建设 4 栋云计算中心,提供 1500 个 5KVA 标准的中密机柜服务。项目建设完成后共可提供 6000 个 5KVA 标准的中密机柜服务。

资料来源：公司公告整理，西部证券研发中心

四、存量机柜价值重估，资金优势或助力公司打开新空间

IDC 业务具有明显重资产属性，资金实力是厂商扩张的重要竞争力。业务模式决定了 IDC 厂商持续的投资扩张才能获得成长。同时，数据中心具有明显的重资产属性，IDC 建设需要投入大体量的资金，单个机柜前期投资额超过 10 万，厂商的资金实力是扩张的关键竞争力。

4.1 他山之石：REITs 模式是 IDC 厂商实现扩张的优选之路

海外成熟市场融资方式较为多样，美国数据中心厂商还可从公开交易的房地产公司、机构投资者和最终用户本身获得融资，新型融资方式包括开发性金融和房地产信托投资基金(REITs)等。

4.1.1 数据中心 REITs 受市场青睐

REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金), 本质上是一种兼具金融属性与不动产属性的基金。从投资者端看, REITs 是一种通过发行股份或受益凭证汇集众多投资者的资金, 交由专门投资机构进行不动产投资经营管理, 并将投资综合收益, 按高额比例分配给投资者的一种公司型/信托型基金。

对 REITs 的定义有五个方面, 满足五个条件, 就是一个标准的 REITs:

- (1) 公开募集, 购买门槛比较低;
- (2) 流动性好, 可在公开交易市场流通;
- (3) 资金投向: 主要的资金投向不动产项目, 而且必须是大部分投资于能够产生稳定现金流的存量不动产物业, 少部分可以用于开发;
- (4) 收益来源: REITs 的收入里必须有不低于一定比例来自于所投不动产项目租金或者增值;
- (5) 收益分配: 当年所获得的所有现金性的净收益不低于一定比例 (美国是 90% 以上, 且只要分到 90% 以上所有的 REITs 项目公司的净利润全部免税, 不用交税) 必须分配给投资人。

根据不同的分类标准, REITs 可以分为不同类型。根据资金募集与流通方式不同, 可以分为私募和公募两种形式; 根据组织形式来看, 可以分为信托型和公司型 REITs, 其中美国 REITs 主要为公司型, 而亚洲市场更多的是信托型; 根据资金投向不同, REITs 可分为权益型、抵押型和混合型; 根据底层资产类型可分为办公型 REITs、公寓型 REITs、零售型 REITs、酒店型 REITs、工业类 REITs 以及医疗健康类 REITs 等。

表 7: REITs 根据不同分类标准分为不同类型

分类标准	类型	具体描述
按资金募集与流通方式不同	公募 REITs	以公开发行的方式向社会公众投资者筹集资金的 REITs, 发行时需要经过监管机构的审批, 通常可以上市交易
	私募 REITs	以非公开方式向特定投资者募集资金, 通常不上市交易
按组织形式不同	信托型 REITs	依信托契约发行受益凭证, 并以募集资金投资不动产物业
	公司型 REITs	依《公司法》成立, 并作为主体发行股份募集资金, 依照法律和公司章程投资不动产物业
	权益型 REITs	拥有并经营收益型不动产, 同时提供物业管理服务。获得不动产的产权以取得经营收入, 投资者的收益来自租金和不动产的增值, 是 REITs 的主导类型, 最为常见
按资金投向不同	抵押型 REITs	直接向不动产所有者或开发商提供抵押信贷, 或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资, 其主要收入来源为贷款利息
	混合型 REITs	是权益型 REITs 和抵押型 REITs 的混合

资料来源: 公开信息整理, 西部证券研发中心

REITs 底层资产不涉及居民住宅, 拥有的资产类型可以包括办公楼、零售物业、公寓、仓库、医院、甚至林场。数据中心 REITs 是近期兴起的品种, 从美国不同底层资产权益型 REITs 的表现来看, 数据中心 REITs 总回报率除 2018 年的-14.11%外, 其余时间的总回报率均超 20%, 其中 2017 年的总回报率为 28.43%, 仅低于基础设施 REITs。IDC 经营现金流通常非常稳健, 随着机柜规模扩大、资源稀缺性带来的租金上升, 现金流还存在上涨趋势, 因此对投资者而言具有较强的吸引力。

表 8: 美国不同底层资产权益型 REITs 表现

分类	REITs 数量	总回报(%)				股息率(%)	市值(亿美元)	市值占比(%)
		2016	2017	2018	2019Q1			
富时美国权益类 REITs 指数	169	8.63	8.67	-4.04	17.17	3.72	11321.58	100%
工业	12	30.72	20.58	-2.51	21.28	2.92	921.83	8.14
写字楼	21	13.17	5.25	-14.5	20.31	3.17	983.22	8.68
零售	33	0.95	-4.77	-4.96	14.42	4.64	1751.65	15.47
住宅	21	4.54	6.63	3.09	16.53	2.87	1679.42	14.83
多元化用途	16	10.27	-0.1	-12.52	16.59	4.93	561.67	4.96
酒店/度假	17	24.34	7.16	-12.82	15.82	5.3	536.58	4.74
健康医疗	18	6.41	0.87	7.58	13.02	5.24	1105.68	9.77
自助仓储	5	-8.14	3.74	2.94	9.86	3.69	628.87	5.55
林场	4	8.28	21.92	-31.96	21.11	4.82	268.48	2.37
基础设施	6	10.04	35.38	6.99	21.35	2	1661.2	14.67
数据中心	5	26.41	28.43	-14.11	20.16	2.79	738.88	6.53
其他	11	19.95	13.22	-6.68	16.75	6.24	484.08	4.28

资料来源: Nareit, 西部证券研发中心

4.1.2 REITs模式盘活存量资产，助力新增长

REITs 的推进降低了普通投资者投资不动产的门槛和交易成本，提高了不动产投资的流动性和透明度。而对于不动产持有者而言，带来以下优势：

发行 REITs 将快速获得大量现金流，溢价发行还将降低杠杆率。REITs 是以不动产出售的方式进行融资，减少资产负债表中的相关不动产账目，同时货币资金增加，盘活存量资产、快速获取现金流，且不增加负债。如果 REITs 发行资产受认可、估值溢价高，融资规模大有可能超过其原本在企业报表上的账面价值，总资产将增加溢价部分，并且计入权益资本，杠杆率下降，能够同时提高 ROE，带来股东收益率提升。

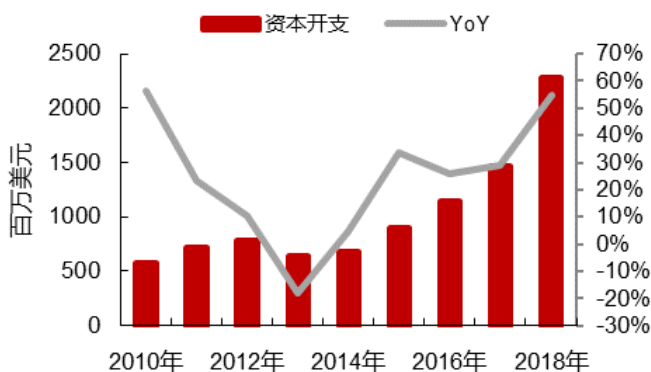
REITs 助力企业轻资产转型，收入来源拓宽。从经营者的角色看，发起人从原始的物业的持有人，变成了物业的管理人、REITs 的管理人和 REITs 份额持有人，从单一身份，变成了多重身份。发起人将自有物业资产出售至 REITs，将可募集大量现金以投入新的其他项目，而不是沉淀在存量资产中。从而实现了从“重资产”持有者，到“轻资产”运营者这样一种战略转型。在身份转变的同时，盈利模式也发生了相应的变化，与原有的单一物业租金收入相比，还将新增物业管理收入以及基金管理收入。

此外，建立融资平台，便于后续融资，降低融资成本。境外 REITs 的后续融资方式多种多样。例如，REITs 在新加坡交易所上市，将具备股权再融资(每年两次定增)和以 REITs 为主体再次发行公司债券的能力,从而为企业融资找到了源头活水。

以美股市场 Equinix 为例，Equinix 于 2012 年宣布向 REITs 转变，于 2015 年正式成为房地产企业。

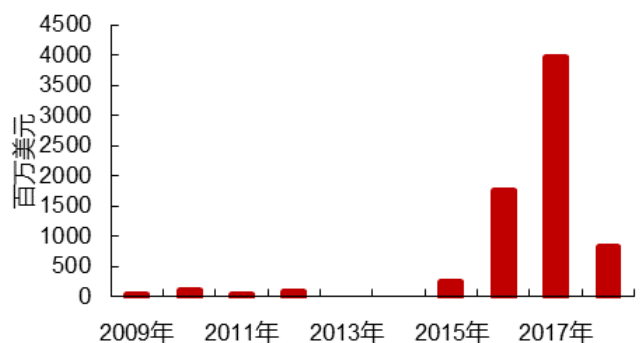
外延、内生双驱动高速增长，REITs 支撑作用明显。Equinix 近三年的资本支出为 11.41、14.74 和 22.79 亿美元，同比增长 26%、29%、55%；商业收购支出分别达到 17.67、39.63 亿元和 8.30 亿元。从 2007 年至 2018 年，Equinix 累计收购全世界 19 家知名数据中心运营商，2012 年转型 REITs 后加速并购。

图 19: Equinix 资本开支持续扩大



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 20: Equinix 在 REITs 变更后商业收购支出明显增加



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

REITs 则是 Equinix 稳定的资金来源,成为了 Equinix 快速扩张的关键因素。截至 2019 年 Q3, Equinix 拥有的机房数量已经从 2015 年的 115 个上升至 204 个, 未来仍将持续扩张。

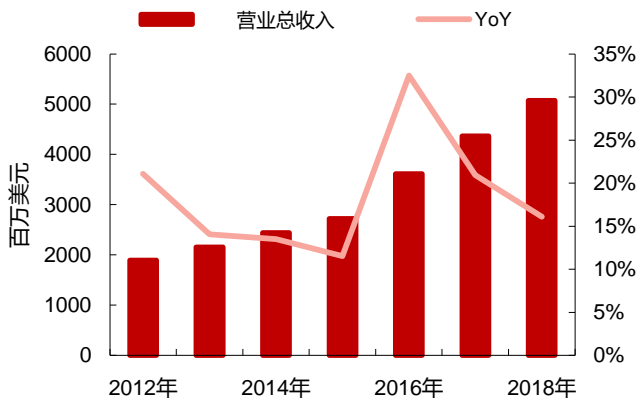
表 6: Equinix 数据中心机柜增加计划

数据中心	2017	2018	2019	资本支出(百万美元)	机柜数量(个)
美洲可售机柜增加	250	8965	1000	479	8150
EMEA 可售机柜增加	2335	9100	12425	1137	16225
亚太可售机柜增加	2330	4150	4950	534	15025
全球可售机柜增加	5282	22215	18375	2150	39400

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

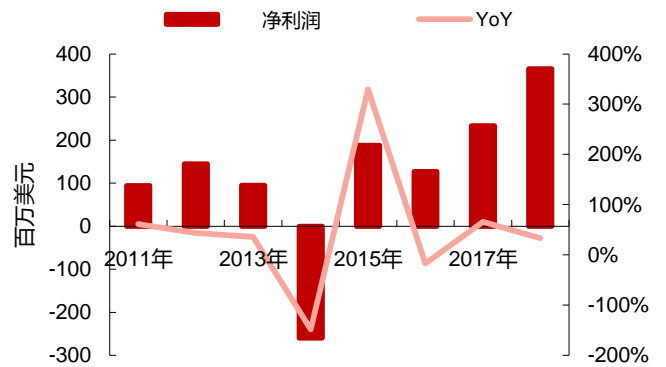
经营成长性明显提升。Equinix 在 REITs 支撑下的内生、外延并举,最终体现在了营业收入和净利润上。Equinix 转型后三年的收入平均增速为 22%,相比转型前有不小的提升,利润规模也有显著的扩大。

图 21: Equinix 营业收入逐年提升



资料来源:Wind,西部证券研发中心

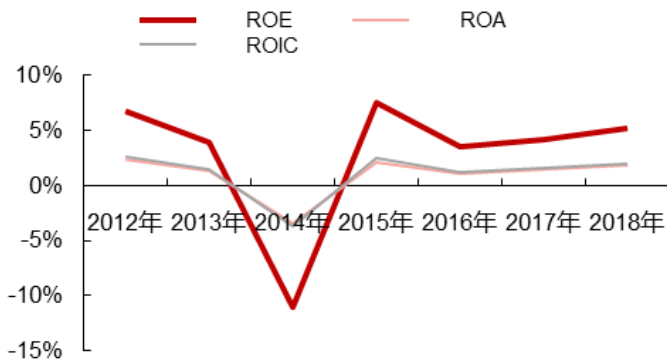
图 22: Equinix 净利润表现在 2014 年后明显好转



资料来源:Wind,西部证券研发中心

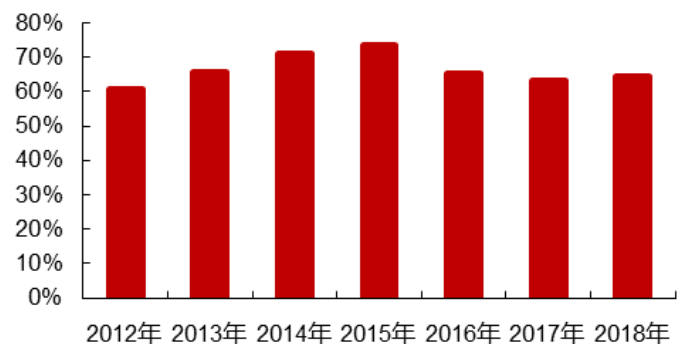
投资回报率基本稳步上升、资产负债率在变更为 REIT 后逐步下降并渐趋平稳。2014 年,Equinix 的净资产收益率 ROE 为-11.43%,总资产净利率 ROA 为-3.39%,投资回报率为 ROIC 为-3.63%。REITs 变更后,Equinix 的资本回报数据明显逆转,并且基本呈稳步上升态势,2018 年公司的 ROE/ROA/ROIC 分别为 5.06%/1.88%/1.98%。此外,公司资产负债率也有所下降,从 2015 年的 73.49%降到 2018 年的 64.34%,并且趋于平稳。

图 23: REITs 变更后 Equinix 的投资回报率稳步提升



资料来源:wind,西部证券研发中心

图 24: REITs 变更后 Equinix 的资产负债率企稳

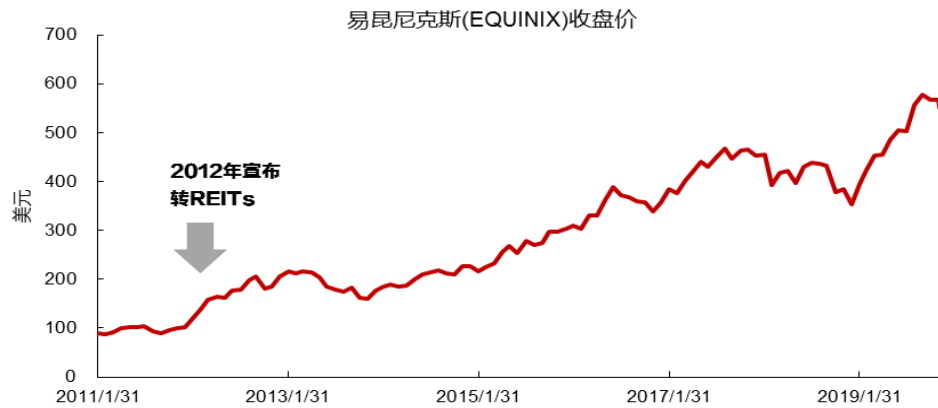


资料来源:wind,西部证券研发中心

REITs 化带来的好处同时也反映在股价上,自 2012 年 Equinix 宣布向 REITs 转变后至今,市

值增长 216%。

图 25: Equinix 在 REITs 变更后股价成呈持续上升趋势



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

4.2 推演: 光环新网拥有大量优质资产, 有望成为助力成长的活水源泉

光环新网是国内市场最具实现 REITs 潜力的 IDC 厂商。以新加坡发行 REITs 为例, 不动产需要已完工并进入成熟营运, 并且物业产权完整清晰、物业现金流预期持续稳健等。区别于同行业公司, 光环新网公司目前主要的机房资源多数为自有土地建设, 物业产权清晰。同时, 公司机房资源全部位于北京、上海及周边地区, 根据前文分析, 这些地区的需求持续旺盛, 盈利性水平显著更高, 资产的收入、现金流的持续性有强保障, 具有很强的 REITs 投资吸引力。

表 9: 国内主要的专业 IDC 厂商业务和资源比较

	机房物业产权归属	目前在运营机柜资源	机柜资源所在地区
光环新网	多数为自有土地建设机房	目前在运营约 3.6 万个	集中在北京, 未来进一步在上海、昆山显著拓展
世纪互联	租赁为主	自建+租用约 3.1 万个	北京、上海、广州、深圳、香港等主要城市
万国数据	租赁为主	数据中心总机房面积约 282,862 平方米	上海、北京、广东、香港、成都、河北等
宝之云	租赁为主	总建筑面积达 47000 平方米, 拥有机柜超 2 万个	上海为主
数据港	租赁为主	目前约 1.05 万个机柜, 共运营 15 自建中心	自建机房主要在上海、杭州、张家港、南通、内蒙古、广东等地

资料来源: 各公司年报和官网信息, 西部证券研发中心

存量优质数据中心资产 REITs 化将为公司提供大规模资金。以公司中金云网数据中心资产为例, 中金云网主要面向金融行业高价值客户, 2017 年、2018 年分别实现收入 6.34 亿元和 7.70 亿元, 净利润 2.19 亿元和 2.8 亿元, 目前已经基本进入平稳运营阶段。

表 10: 中金云网业绩数据及测算值

单位 (万元)	2017 年	2018 年	2019E	2020E	永续期
收入	63,381	77,042	81,750	85,837	85,837
成本	28,068	30,539	30,996	31,182	31,184
净利润	21,886	28,090	31,065	32,618	32,618
折旧摊销	7,685	7,945	7,937	7,937	7,937
FFO	29,571	36,035	39,002	40,555	40,555

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

我们对中金云网以营运资金（FFO）折现进行估值，假定折现率 6.5%，原始产权人即公司保留 30%的所有权，则预计 REITs 化将给公司带来 44 亿资金。

根据我们的模型测算，进一步假设公司存量资产（包括酒仙桥、太和桥、房山一期、二期、嘉定一期项目）全部进入平稳运营后，同样实现 REITs，将为公司带来 140 亿左右的资金支持。

资金活水源泉将转换为极具吸引力的盈利成长空间。根据我们对一个典型的 5000 机柜规模的互联网公司基地型项目进行的测算，项目单机柜投资约为 11 万，内部收益率约为 10.8%，不考虑杠杆资金情境下，平稳运营后单机柜年净利润为 0.9 万元。

以该类项目为标准推算，公司通过 REITs 所融资金可以支撑近 13 万机柜的拓展，对应近 12 亿的利润规模，相比公司目前体量（2018 年净利润为 6.67 亿），有明显上升空间。此外，如果考虑投资非基地项目的更高盈利性，对应利润规模也将更可观。

表 11：典型基地型数据中心项目测算

时间节点	建设期	第 1 年	第 2 年	第 3 年	4-9 年	第 10 年
投产机柜数量（个）		5000	5000	5000	5000	5000
上电率（年平均值）		50%	90%	100%	100%	100%
上电机柜数量（年平均值）		2500	4500	5000	5000	5000
单位机柜价格（万元/年）		5.358	5.358	5.358	5.358	5.358
总收入（万元/）		13395	24111	26790	26790	26790
成本（万元）		12663	18853	20400	20400	20400
折旧摊销		4925	4925	4925	4925	4925
电费		7440	13392	14880	14880	14880
其他运维成本		298	536	596	596	596
其他费用（万元）	3%	401.85	723.33	803.70	803.70	803.70
净利润（万元）		330.60	3854.68	4748.10	4748.10	4748.10
投资净现金流（万元）	-54720					5472
经营净现金流（万元）		5255	8779	9673	9673	9673
融资活动净现金流（万元）	0					0
净现金流（万元）	-54720	5255	8779	9673	9673	14051
IRR	10.79%	NPV(万元,6.5%折现率)		9881.26		
固定资产投资（万元）	54720	折旧年限（年）	10	残值率	10%	

资料来源：西部证券研发中心

此外，融资途径打开、融资成本下降，对于公司参与市场竞争将有明显助力。同样以上述项目为例，随着机柜单价下降，项目 IRR 也将明显降低，厂商资金成本则成为参与竞争的关键力，尤其在对成本追求较高的大客户市场。

5G、云计算发展趋势下，国内 IDC 行业需求中长期内有望持续高景气，基于以上推演分析（仅为测算分析，非业绩预测），我们认为公司存量优质资产对于公司持续扩张、深度分享行业增长红利助益明显，其价值未被充分认知。

表 12：机柜租金对项目 IRR 影响

机柜单价（万元/年）	4.82	5.09	5.20	5.36	5.63	5.89
IRR	5.78%	8.35%	9.34%	10.79%	13.11%	15.34%
NPV（万元，6.5%折现率）	-4948.93	2466.16	5432.20	9881.26	17296.35	24711.45

资料来源：西部证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 假设公司目前正在建设的各数据中心投产、上架稳步推进，其中：公司房山一期、二期机房在 2019 年、2020 年逐步完成投产，并在 2020 年、2021 年上架率稳步爬坡；上海嘉定一期项目在 2020 年前后完成满载；此外，中金云网等成熟机房保持平稳运营；同时，假设公司各机房的机柜销售单价未来三年维持在 7.5-9 万/年区间内。

2) 假设无双科技自 2019 年-2020 年开始进入平稳经营期；同时考虑 AWS 云计算技术的竞争力，假设未来公司代理 AWS 云计算业务收入增速保持在 20%水平，整体云计算板块保持平稳的增长和盈利水平。

3) 包括 IDC 运营管理业务在内的其他业务非公司发展重心，2019 年、2020 年、2021 年收入及利润增长保持历史平均水平。

基于以上主要假设，我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年营业收入 73.37、89.85 和 109.18 亿元，归母净利润为 8.26、11.46 和 15.18 亿元，对应 EPS 为 0.54 元、0.74 元和 0.98 元，EBITDA 为 13.52、17.70 和 22.84 亿元。

表 13：公司分项业务收入及毛利率预测

收入	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
云计算	437578	525093	630112	756134
IDC 及增值服务	129239	171332	234871	302197
其他	35500	37275	33500	33500
合计	602,316.45	733700	898483	1091831
增速	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年
云计算	52.40%	20.00%	20.00%	20.00%
IDC 及增值服务	47.79%	32.57%	37.09%	28.67%
其他	7.14%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	47.73%	21.81%	22.46%	21.52%
毛利率	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年
云计算	10.80%	10.22%	10.22%	10.22%
IDC 及增值服务	56.70%	54.48%	56.15%	55.72%
其他	18.14%	15.00%	15.00%	15.00%
综合毛利率	21.28%	20.80%	22.40%	22.96%

资料来源：西部证券研发中心

我们选取 A 股代表性的 IDC 厂商宝信软件(600845.SH)、数据港(603881.SH)、奥飞数据(300738.SZ)，中概股万国数据(GDS.O)，以及海外 IDC 厂商 Equinix(EQIX.O)、Digital Realty(DLR.N)、Coresite(COR.N)作为可比公司。

目前 A 股市场 IDC 行业 2020 年平均估值为 33 倍 PE，23 倍 EV/EBITDA。而海外市场对 IDC 厂商更看重企业价值倍数 EV/EBITDA 指标，目前行业 2020 年的平均估值水平为 58 倍 PE，20 倍 EV/EBITDA。

光环新网目前股价对应 2020 年 26 倍 PE，18 倍 EV/EBITDA，估值水平低于海内外同行。如果参考国内市场可比公司平均 EV/EBITDA 2020 年 23 倍水平，则公司目标价为 25.47 元。

表 14: 光环新网目前 PE 水平处于行业低位

股票代码	股票简称	收盘价 (元/美元)	市值 (亿元/亿美元)	EPS(元/美元)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600845.SH	宝信软件	34.00	315.24	0.76	0.97	1.20	45	35	28
603881.SH	数据港	39.36	82.89	0.73	0.95	1.56	54	41	25
300738.sz	奥飞数据	31.20	36.65	0.89	1.30	1.79	35	24	17
	均值			0.79	1.08	1.52	45	33	24
GDS.O	万国数据	46.87	215.8	-2.458	0.02	2.52			19
EQIX.O	Equinix	549.74	468.81	6.24	7.93	9.38	88	69	59
DLR.N	Digital Realty Trust	119.26	248.92	1.55	1.87	2.06	77	64	58
COR.N	Coresite	112.08	42.24	2.63	2.81	2.49	43	40	45
	均值			3.47	4.20	4.65	69	58	45
300383.SZ	光环新网	19.08	294.28	0.54	0.74	0.98	36	26	19

资料来源: Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

截至 2019 年 12 月 03 日收盘价

表 15: 光环新网目前企业估值倍数处于行业低位

股票代码	股票简称	收盘价 (元/美元)	EV (亿元/亿美元)	EBITDA(亿元/亿美元)			EV/EBITDA		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600845.SH	宝信软件	34.00	315.44	9.41	11.87	14.13	34	27	22
603881.SH	数据港	39.36	99.27	2.98	3.79	5.00	33	26	20
300738.sz	奥飞数据	31.20	41.37	1.64	2.43	3.57	25	17	12
	均值			4.68	6.03	7.57	31	23	18
GDS.O	万国数据	46.87	605.06	17.58	25.76	35.02	34	23	17
EQIX.O	Equinix	549.74	576.04	26.76	29.38	32.73	22	20	18
DLR.N	Digital Realty Trust	119.26	378.35	18.80	19.59	21.39	20	19	18
COR.N	Coresite	549.74	576.04	26.76	29.38	32.73	22	20	18
	均值			16.55	19.52	23.24	24	20	17
300383.SZ	光环新网	19.08	312.72	13.52	17.70	22.84	23	18	14

资料来源: Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

截至 2019 年 12 月 03 日收盘价

采用 FCFF 绝对估值法, 在我们 WACC 为 6.19%、永续增长率 3% 的假设下, 得到公司目标价为 24.72 元。

IDC 业务运营期的现金流有较强的可预期性和稳定性, 绝对估值法具有较好的参考价值, 我们认为公司合理股价为 24.72 元, 目标股价对应 2020 年 33 倍 PE, 22 倍 EV/EBITDA, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 16: 公司绝对估值法每股价值为 24.72 元

关键假设	结果	
无风险收益率	3.17%	
市场预期收益率	7.50%	
β	0.80	
债券收益率	6.00%	
WACC	6.19%	
	企业价值(亿元)	394.18
	股权价值(亿元)	381.21
	每股价值(元)	24.72

资料来源: 西部证券研发中心

表 17: 绝对估值法敏感性分析

永续增长率 g	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
WACC							
3.84%	43.66	49.07	56.91	69.18	91.01	140.32	354.53
4.23%	36.12	39.69	44.60	51.69	62.81	82.58	127.24
4.65%	30.39	32.85	36.09	40.53	46.95	57.01	74.91
5.12%	25.91	27.65	29.88	32.81	36.83	42.64	51.75
5.63%	22.33	23.59	25.16	27.17	29.83	33.46	38.72
6.19%	19.41	20.34	21.47	22.90	24.72	27.11	30.40
6.81%	16.99	17.69	18.52	19.55	20.84	22.48	24.65
7.49%	14.97	15.49	16.12	16.87	17.80	18.96	20.45
8.24%	13.25	13.65	14.13	14.69	15.37	16.21	17.26
9.06%	11.79	12.10	12.46	12.88	13.39	14.01	14.77
9.97%	10.53	10.76	11.04	11.37	11.75	12.21	12.77

资料来源：西部证券研发中心

六、风险提示

需求增长不及预期。云计算行业增长低于预期、数据中心运营服务需求低迷，使得公司机房上架率水平提升有限，相应业绩增长不及预期。

公司机房投产进度不及预期。一线城市能耗指标落地不及预期，或公司工程建设进度低于预期，都可能使得公司机房投产进度滞后，进而影响业绩增长。

子公司商誉减值风险。子公司中金云网、无双科技业绩表现不及预期，带来公司商誉减值风险。

股东质押比例较高带来的市场风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	494	731	672	662	1,184	营业收入	4,077	6,023	7,337	8,985	10,918
应收款项	1,356	2,146	2,829	3,400	4,058	营业成本	3,228	4,741	5,811	6,972	8,412
存货净额	5	9	10	12	15	营业税金及附加	27	28	40	50	57
其他流动资产	1,067	366	366	366	366	销售费用	52	45	62	72	76
流动资产合计	2,922	3,253	3,878	4,440	5,623	管理费用	237	321	411	502	546
固定资产及在建工程	4,603	4,979	5,191	6,093	6,663	财务费用	68	120	85	84	81
长期股权投资	9	0	6	5	4	其他费用/(-收入)	(38)	(17)	(21)	(22)	(16)
无形资产	405	397	439	445	455	营业利润	504	785	949	1,326	1,762
其他非流动资产	2,676	2,759	2,779	2,821	2,868	营业外净收支	6	3	19	9	10
非流动资产合计	7,692	8,134	8,415	9,363	9,991	利润总额	510	788	968	1,336	1,772
资产总计	10,614	11,387	12,293	13,803	15,614	所得税费用	66	104	134	178	239
短期借款	80	140	93	104	113	净利润	444	684	834	1,158	1,534
应付款项	1,272	1,613	1,839	2,025	2,361	少数股东损益	8	17	8	12	15
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	436	667	826	1,146	1,518
流动负债合计	1,352	1,753	1,932	2,129	2,473	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款及应付债券	2,413	2,105	1,996	2,153	2,085	盈利能力					
其他长期负债	21	23	22	22	22	ROE	7.0%	9.6%	10.4%	12.9%	13.8%
长期负债合计	2,434	2,128	2,018	2,175	2,107	毛利率	20.8%	21.3%	20.8%	22.4%	23.0%
负债合计	3,786	3,882	3,950	4,303	4,580	营业利润率	12.4%	13.0%	12.9%	14.8%	16.1%
股本	1,446	1,540	1,542	1,542	1,542	销售净利率	10.9%	11.4%	11.4%	12.9%	14.0%
股东权益	6,827	7,505	8,342	9,500	11,034	成长能力					
负债和股东权益总计	10,614	11,387	12,293	13,803	15,614	营业收入增长率	75.9%	47.7%	21.8%	22.5%	21.5%
						营业利润增长率	47.3%	55.8%	20.8%	39.7%	32.8%
						净利润增长率	34.1%	54.0%	22.0%	38.7%	32.5%
						偿债能力					
						资产负债率	35.7%	34.1%	32.1%	31.2%	29.3%
						流动比	2.16	2.01	2.01	2.09	2.27
						速动比	2.16	1.85	2.00	2.08	2.27
						每股指标与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
						每股指标					
						EPS	0.28	0.43	0.54	0.74	0.98
						BVPS	4.17	4.86	5.40	6.14	7.13
						估值					
						P/E	67.5	44.1	35.6	25.7	19.4
						P/B	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7
						P/S	7.2	4.9	4.0	3.3	2.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lyyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。