

公司研究/年报点评

2020年04月20日

通信/通信增值服务 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 25.07
合理价格区间(元): 28.29~28.84

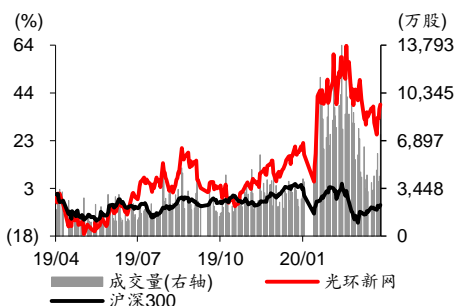
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

付东 执业证书编号: S0570519080003
研究员 fudong@htsc.com

相关研究

- 1《光环新网(300383 SZ,买入): 业绩符合预期, 新项目稳步推进》2019.10
- 2《光环新网(300383 SZ,买入): 景气延续验证, 新项目持续落地》2019.10
- 3《光环新网(300383 SZ,买入): 收购昆山美鸿业, 夯实扩张基础》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

年报符合预期, 定增助力发展

光环新网(300383)

年报符合预期, 定增助力发展

公司发布 2019 年年报, 实现营收 71 亿 (YoY +17.8%), 实现归母净利润 8.25 亿 (YoY +23.5%), 位于业绩预告预测区间, 符合市场预期。此外公司发布定增预案, 拟筹集资金不超过 50 亿, 用于新 IDC 项目建设。我们看好公司中长期受益于云计算和行业信息化水平提升, 但短期疫情对公司项目交付或产生一定影响。我们预计 20~21 年公司 EBITDA 分别为 17.17 亿/20.17 亿 (分别下调 8.2%/14.75%), 可比公司 20 年 EV/EBITDA 均值为 26.5x, 公司作为 A 股 IDC 龙头给予 20 年 EV/EBITDA 为 26.5x~27.0x, 对应目标价 28.29~28.84 元, 下调至“增持”评级。

19 年保持稳健增长, 线上化推动 20 年 Q1 收入快速增长

19 年公司业绩整体保持平稳增长, 云计算业务实现营收 52.12 亿 (YoY +19.11%), IDC 业务实现营收 15.61 亿 (YoY +20.77%)。云计算业务中, 无双科技实现营收 30.24 亿 (YoY +30.2%), AWS 实现营收 21.9 亿 (YoY +6.6%)。20 年 Q1 无双科技受益于疫情带动线上化需求提升, Q1 实现营收 24.14 亿, 同比增长 48.21%。但是, 另一方面我们认为一季度的疫情或将导致公司 IDC 建设进度有所延后, 对公司机柜上电节奏产生一定影响。

19 年上电率提升带动综合毛利率改善, ROE 持续提升

对于一线城市核心资源的把控保证了公司 IDC 的销售, 截止 2019 年底, 公司可运营机柜数达到 3.6 万个, 合同销售率为 90%, 上电率提升至 75%。报告期内上海嘉定、房山一期项目上电率持续提升, 推动公司综合毛利率同比增长 0.26 个百分点达到 21.54%, 受此推动公司 ROE 亦得到改善, 2019 年底公司 ROE 提升至 9.54%。

拓展增值服务业务提升客户粘性, 拟筹划定增夯实发展基础

报告期内, 公司以光环有云、光环云数据作为主体, 开展云迁移、云托管运维服务、云网络服务等多项业务。其中, 光环云数据从营销体系、交付支持和生态构建三个层面持续推进 AWS 在华服务推广和支持。我们认为公司有望通过增值服务业务的培育提升客户续约率。此外, 公司发布非公开发行预案, 拟发行不超过 50 亿用于 IDC 项目建设。我们认为公司以零售业务为主, 在此背景下在一线核心地段的资源拓展将保持高的盈利能力, 本次定增为公司的远期发展奠定了坚实的基础。

投资建议

我们预计 20~21 年公司 EBITDA 分别为 17.17 亿/20.17 亿 (分别下调 8.2%/14.75%), 可比公司 20 年 EV/EBITDA 均值为 26.5x, 公司作为 A 股 IDC 龙头给予 20 年 EV/EBITDA 为 26.5x~27.0x, 对应目标价 28.29~28.84 元, 下调至“增持”评级。

风险提示: 客户流失; 项目建设交付进度不及预期; 机柜租金下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,543
流通 A 股 (百万股)	1,494
52 周内股价区间 (元)	15.00-29.65
总市值 (百万元)	38,687
总资产 (百万元)	114.27
每股净资产 (元)	5.56

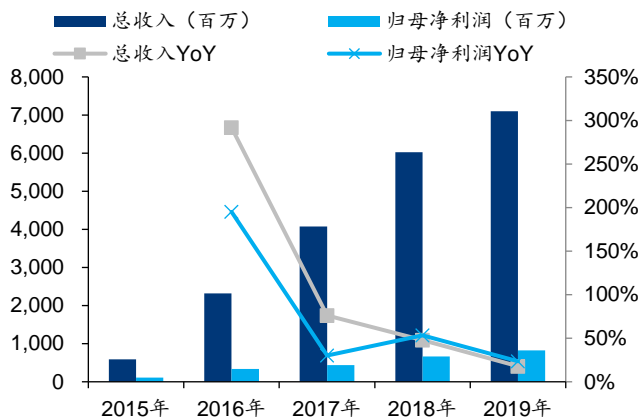
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,023	7,097	8,315	9,671	10,922
+/-%	47.73	17.83	17.15	16.31	12.94
归属母公司净利润 (百万元)	667.45	824.59	996.22	1,162	1,323
+/-%	53.13	23.54	20.81	16.59	13.90
EPS (元, 最新摊薄)	0.43	0.53	0.65	0.75	0.86
PE (倍)	57.96	46.92	38.83	33.31	29.24

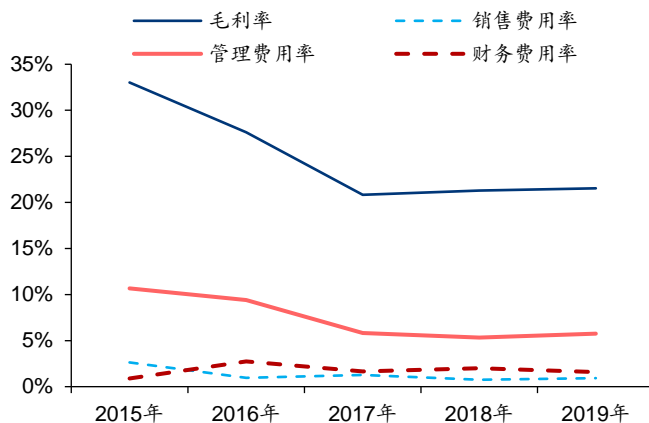
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015~2019年收入、归母净利润及其增速



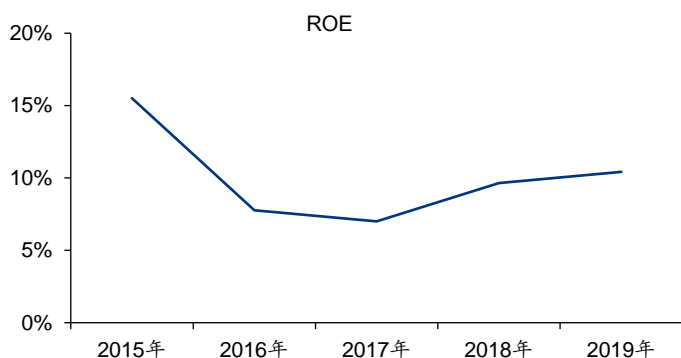
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2015~2019年毛利率及相关费用率



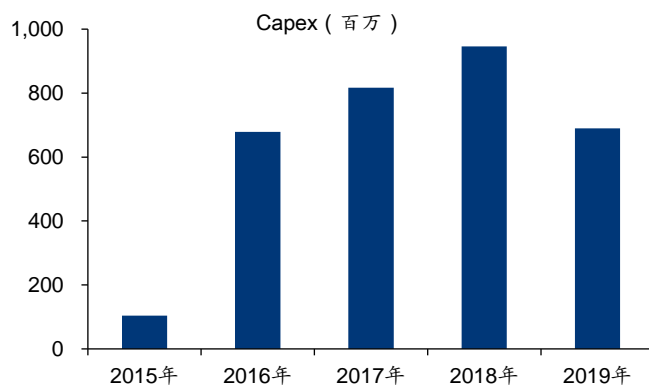
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2015~2019年ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 2015~2019年内资本开支



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 定增募投项目

项目名称	投资金额 (百万)	募集资金拟投资金额 (百万)
北京房山绿色云计算数据中心二期	1220.9	900.0
上海嘉定绿色云计算基地二期	1300.0	900.0
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	2986.0	1520.0
长沙绿色云计算基地一期	3463.8	400.0
补充流动资金	1280.0	1280.0

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: A股IDC可比上市公司EV/EBITDA估值一览表

公司简称	收盘价 (元)	当前 EV (百万)	EBITDA (百万)			EV/EBITDA		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
宝信软件	46.43	40111.69	1266.37	1599.83	1792.84	31.67	25.07	22.37
数据港	51.70	12477.49	351.68	490.02	740.58	35.48	25.46	16.85
奥飞数据	66.71	8322.80	211.24	288.57	437.81	39.40	28.84	19.01
均值						35.52	26.46	19.41

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 盈利预测对照表

	调整前		调整后	
	2020E	2021E	2020E	2021E
收入 (百万)	10895	14272	8315	9671
归母净利润 (百万)	1190	1539	996	1162
EBITDA (百万)	1870	2366	1717	2017
毛利率	21.30%	21.20%	21.9%	22.5%
销售费用率	1.35%	1.40%	0.97%	0.97%
管理费用 (含研发费用) 率	5.80%	6.00%	5.90%	5.94%
财务费用率	1.03%	0.82%	1.36%	1.74%

资料来源: 华泰证券研究所

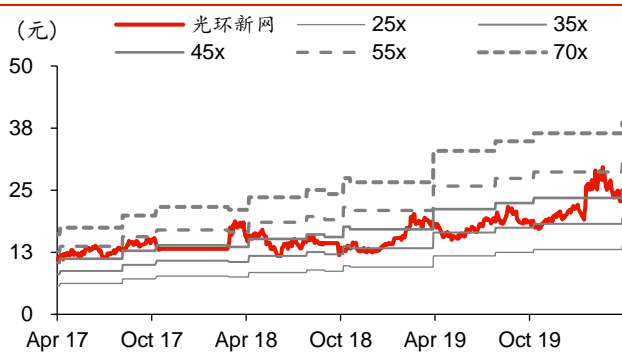
图表8: 目标价计算演示表

目标价 (元)	对应市值 (百万元)	长期借款 (百万元)	短期借款 (百万元)	现金 (百万元)	对应 EV (百万元)	EBITDA (2020E) 百万元	EV/EBITDA (2020E)
28.29	43649.65	1226.41	1588.34	973.01	45491.39	1717	26.5
28.84	44507.98	1226.41	1588.34	973.01	46349.72	1717	27.0

资料来源: Wind, 华泰证券研究所。备注: 长期借款、短期借款、现金皆为2020年的预测值, 市值和EV对应不同估值倍数下得到的目标值。

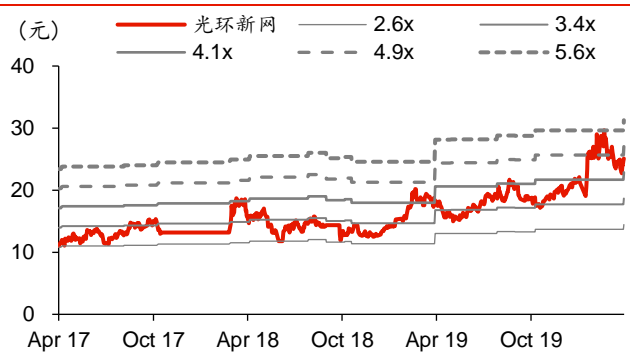
PE/PB - Bands

图表9: 光环新网历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 光环新网历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,253	3,604	4,040	5,094	4,972
现金	730.99	677.41	1,076	1,132	1,282
应收账款	1,618	1,928	1,927	2,725	2,432
其他应收账款	221.36	392.89	326.72	510.27	435.02
预付账款	302.35	311.81	407.70	429.17	515.98
存货	9.33	8.72	12.33	11.97	15.37
其他流动资产	370.93	284.98	290.81	285.66	291.80
非流动资产	8,134	8,629	9,611	10,610	11,296
长期投资	0.00	0.00	(0.20)	(0.30)	(0.45)
固定投资	4,040	4,486	5,299	6,204	6,848
无形资产	396.59	489.62	570.30	626.36	662.11
其他非流动资产	3,697	3,654	3,742	3,779	3,787
资产总计	11,387	12,233	13,651	15,703	16,268
流动负债	1,753	1,969	2,553	3,579	3,017
短期借款	140.00	424.80	424.80	1,157	424.80
应付账款	1,165	1,106	1,255	1,521	1,545
其他流动负债	448.39	437.78	873.69	900.72	1,047
非流动负债	2,128	1,919	1,764	1,606	1,360
长期借款	1,488	1,381	1,226	1,068	822.22
其他非流动负债	639.90	537.86	537.86	537.86	537.86
负债合计	3,882	3,888	4,318	5,185	4,377
少数股东权益	4.53	(2.90)	(10.81)	27.59	84.87
股本	1,540	1,543	1,543	1,543	1,543
资本公积	4,429	4,480	4,480	4,480	4,480
留存公积	1,532	2,326	3,291	4,477	5,834
归属母公司股东权益	7,501	8,348	9,345	10,491	11,806
负债和股东权益	11,387	12,233	13,651	15,703	16,268

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	586.93	602.97	1,797	1,079	2,520
净利润	683.97	796.25	988.31	1,200	1,380
折旧摊销	388.90	457.10	511.45	552.80	653.83
财务费用	119.79	112.69	76.10	83.31	82.34
投资损失	(25.61)	(12.83)	(19.22)	(16.03)	(13.85)
营运资金变动	(590.51)	(771.85)	240.33	(741.20)	417.15
其他经营现金	10.40	21.62	0.29	0.37	0.33
投资活动现金	(784.11)	(751.89)	(1,475)	(1,536)	(1,326)
资本支出	946.13	690.05	1,494	1,552	1,340
长期投资	121.95	50.50	0.20	0.10	0.15
其他投资现金	283.97	(11.34)	19.34	15.86	13.82
筹资活动现金	433.92	95.35	76.07	(219.66)	(311.78)
短期借款	60.00	284.80	0.00	0.00	0.00
长期借款	(56.59)	(107.48)	(154.44)	(158.06)	(246.14)
普通股增加	93.32	2.95	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	337.74	50.51	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(0.55)	(135.43)	230.51	(61.60)	(65.65)
现金净增加额	236.74	(53.58)	398.82	(676.29)	881.94

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,023	7,097	8,315	9,671	10,922
营业成本	4,741	5,568	6,494	7,496	8,434
营业税金及附加	27.85	26.59	34.80	38.36	44.52
营业费用	44.99	66.07	80.65	93.81	105.94
管理费用	137.62	172.31	207.86	243.70	277.42
财务费用	119.79	112.69	76.10	83.31	82.34
资产减值损失	9.21	0.00	6.36	3.70	6.26
公允价值变动收益	0.00	0.19	0.09	0.14	0.12
投资净收益	25.61	12.83	19.22	16.03	13.85
营业利润	785.49	916.93	1,160	1,410	1,622
营业外收入	3.84	3.29	3.57	3.43	3.50
营业外支出	1.20	1.42	1.31	1.36	1.33
利润总额	788.14	918.80	1,163	1,412	1,624
所得税	104.17	122.55	174.41	211.75	243.57
净利润	683.97	796.25	988.31	1,200	1,380
少数股东损益	16.52	(28.34)	(7.91)	38.40	57.28
归属母公司净利润	667.45	824.59	996.22	1,162	1,323
EBITDA	1,262	1,473	1,717	2,017	2,321
EPS (元, 基本)	0.43	0.53	0.65	0.75	0.86

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	47.73	17.83	17.15	16.31	12.94
营业利润	55.78	16.73	26.56	21.47	15.04
归属母公司净利润	53.13	23.54	20.81	16.59	13.90
获利能力 (%)					
毛利率	21.28	21.54	21.90	22.48	22.78
净利率	11.08	11.62	11.98	12.01	12.11
ROE	9.11	9.54	10.59	11.41	11.61
ROIC	8.53	9.03	9.77	10.21	11.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.09	31.78	31.63	33.02	26.91
净负债比率 (%)	20.18	19.63	14.91	18.51	7.09
流动比率	1.86	1.83	1.58	1.42	1.65
速动比率	1.47	1.59	1.36	1.26	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.66	0.68
应收账款周转率	4.62	4.00	4.31	4.16	4.24
应付账款周转率	4.55	4.90	5.50	5.40	5.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.53	0.65	0.75	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.65	1.16	0.70	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.41	6.06	6.80	7.65
估值比率					
PE (倍)	57.96	46.92	38.83	33.31	29.24
PB (倍)	5.16	4.63	4.14	3.69	3.28
EV_EBITDA (倍)	31.85	27.28	23.25	20.08	17.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，王林、付东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王林、付东本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司