

首都在线 (430071): 全球化云服务版图日益完善

推荐(首次)

互联网信息服务

合理价格区间: 21.7-26 元

报告日期: 2015 年 12 月 07 日

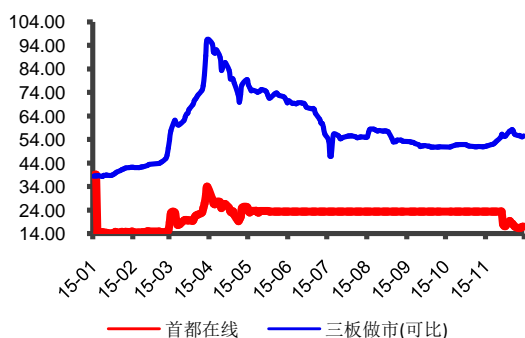
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2013A	2014 A	2015E	2016E
营业收入	150	183	264	368
(+/-)	33.31%	22.05%	45.00%	39.20%
营业利润	24	29	55	80
(+/-)	33.09%	21.74%	88.93%	45.88%
归属于母公司净利润	21	28	50	72
(+/-)	39.46%	31.88%	79.85%	45.92%
每股收益 (元)	0.26	0.34	0.62	0.90
市盈率 (倍)	66	49	28	19

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	0.80/0.37
流通市值 (亿元)	8.28
每股净资产 (元)	6.39
资产负债率 (%)	8.37%

行业表现 (最近一年)



行业研究员 于芳
执业证书编号 S1050515070001
021-51793709 yufang@cfsc.com.cn

- **中国最早的IDC服务提供商之一。**首都在线是最早的IDC服务提供商之一，主营业务是为电子商务、游戏、金融、保险、政府、教育、医疗、互联网等诸多行业提供高性能的云计算服务、IDC托管及IT增值、IT外包、通信集成等高效、优质的信息技术服务。
- **云计算上升为国家战略，大力推动IDC的发展。**中国云计算服务市场规模近年来正以每年50%的速度增长。到2015年末，中国云计算服务市场规模将达到近千亿元。与云计算结合最紧密的IDC行业，也将由此迎来高速增长期。
- **建成全球环网，占据有利竞争地位。**首都在线已经建成了覆盖北半球的全球环网，在北京、上海、无锡、广州、武汉、美国（达拉斯）、日本、新加坡、德国等地建成了云平台，并计划在2016年前完成巴西、澳洲、美国东、西部等地云平台的部署工作，在全球一共建立14个云数据中心。
- **公司GIC产品正式上线，将迎来广阔的市场发展空间。**2015年上半年，公司的GIC（全球多点分布式一体化云计算）产品正式上线，打通了全球14个云数据中心的连接，通过全球私有网络（GPN）服务相连，实现全球一张网。公司推出一款能够解决客户底层传输问题的免费产品，为客户带来高质量的海外数据传输服务，同时降低了成本，首都在线的高性价比产品将迎来广阔的市场空间。
- **盈利预测与估值：**我们预计2015-2017年摊薄后EPS分别为0.62、0.90和1.21元。预计公司2015年合理估值为35-42倍，对应公司2015年EPS0.62元，合理价格区间为21.7-26元，截止2015年12月04日，收盘价为17元，我们给予推荐评级。
- **风险提示：**市场竞争；技术及产品升级风险；并购风险。

目录

1. 中国最早的 IDC 服务提供商之一	3
2. 云计算上升为国家战略，大力推动 IDC 的发展	4
2.1 IDC 市场随着互联网的发展而快速增长	4
2.2 云计算上升为国家战略，大力推动 IDC 的发展	5
2.3 IDC 的云化是大势所趋	6
3. 公司 GIG 产品正式上线，将迎来广阔的市场发展空间	7
3.1 资源和重资产模式，IDC 行业准入门槛高	7
3.2 全球视野，服务和市场进一步拓展	7
3.3 不断完善的用户体验度使其在竞争中脱颖而出	8
4. 公司盈利预测与估值	9
4.1 投资建议	9
4.2 盈利预测	10
5. 风险提示	10

图表目录

图表 1 公司主要产品服务	3
图表 2 CDS 首都在线 行业云计算产品解决方案	3
图表 3 公司主营收入和净利润（单位：亿元）	4
图表 4 全球和中国 IDC 市场规模	5
图表 5 云计算三层架构	5
图表 6 IDC 服务各层级内容	6
图表 7 IDC 机房	7
图表 8 公司全球环网	8
图表 9 公司各地 IDC 机房	8
图表 10 同行可比上市公司估值	9

1. 中国最早的 IDC 服务提供商之一

首都在线是最早的 IDC 服务提供商之一，主营业务是为电子商务、游戏、金融、保险、政府、教育、医疗、互联网等诸多行业提供高性能的云计算服务、IDC 托管及 IT 增值、IT 外包、通信集成等高效、优质的信息技术服务。

IDC 是互联网数据中心（Internet Data Center）的简称，指电信增值服务提供商通过租用互联网通信线路、带宽资源、标准化的电信专业级机房环境、提供专业化的管理和完善的应用级服务的服务平台，在这个平台基础上，为客户提供机架和带宽的出租等互联网基础平台服务以及各种增值服务。

云计算是一种基于互联网的计算方式，通过这种方式，共享的软硬件资源和信息可以按需求提供给计算机和其他设备。云计算是一种基于互联网的新的 IT 服务增加、使用和交付模式，通常涉及通过互联网来提供动态易扩展而且经常是虚拟化的资源。

图表 1 公司主要产品服务



来源：公司官网, 华鑫证券研发部

图表 2 CDS 首都在线 行业云计算产品解决方案

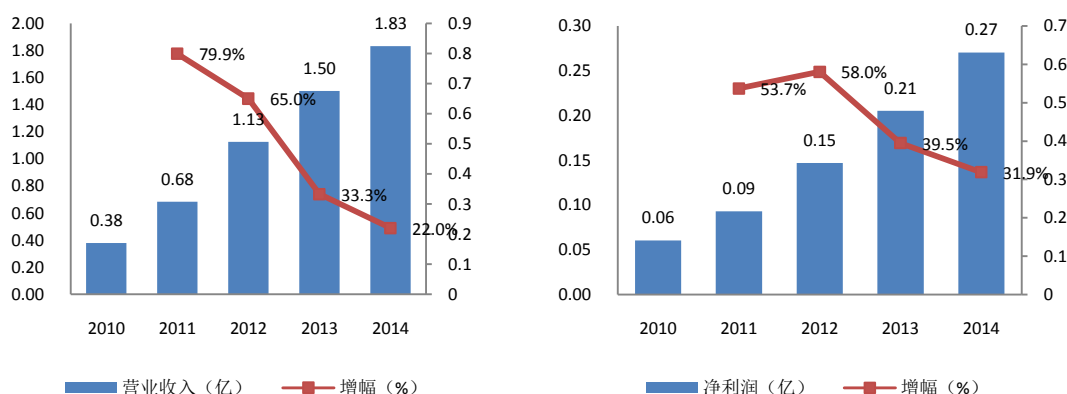


来源：公司官网, 华鑫证券研发部

公司 IDC 服务计费构成主要包括：资源租用（机架、带宽和专线租用）费和增值服务费。其中机架、带宽和专线分别根据客户租用的多少收取相应的费用，增值服务费是根据客户需求定制的相应服务而收取的相关费用。

公司自 2010 年上市以来，主营业务收入和净利润一直保持稳步增长。2014 年全年实现主营收入 1.83 亿元，比上年增长 33.3%。全年净利润 0.27 亿元，比上年增长 39.5%。2015 年上半年公司稳步发展，云计算业务保持了快速发展。主营业务收入较之去年同期增长了 30.55%，净利润较之去年同期增长了 51.61%。

图表 3 公司主营收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

2. 云计算上升为国家战略，大力推动 IDC 的发展

2.1 IDC 市场随着互联网的发展而快速增长

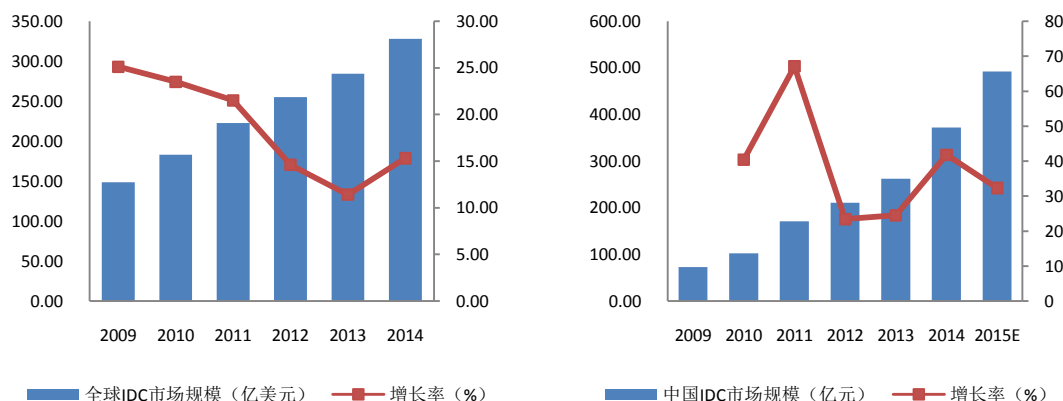
全球 IDC 市场规模稳步增长，2014 年达到 327.9 万亿美元，增幅为 14.6%。中国 IDC 市场规模增长迅猛，2014 年达到 372.2 亿元，2015 年预计将达到 492.4 亿元，增幅也以 30-40% 增长，这得益于电信企业、互联网企业、IT 企业在数据中心的加大投入，直接推动了 IDC 产业的整体发展。

2012 年 5 月，工信部发布《互联网行业“十二五”发展规划》和《通信业“十二五”规划》指出：1）加快构建互联网应用基础设施，优化大型数据中心的建设布局，保障大型数据中心之间的网络高速畅通；2）全面开展以绿色节能和云计算技术为基础的 IDC 改造，提升数据中心能效和资源利用率，提升集约化管理运营水平的行业发展目标和要求。

2013.8 月，国务院发布《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》指出：1）提出了统筹互联网数据中心（IDC）等云计算基础设施布局的发展要求，第一次明确将数据中心列入信息基础设施；2）明确要求“各级人民政府要将信息基础设施纳入城乡建设和土地利用规划，给予必要的政策资金支持”。

IDC 与云计算结合紧密，根据 CNNIC 报告发布的《中国互联网发展状况统计报告》显示，2014 年底，我国网民规模达 6.49 亿元，互联网普及率为 47.9%。随着推进光纤到户、宽带乡村工程、智能终端的大规模普及和 4G 的推动，游戏、电商、视频等互联网子行业对数据流量和数据分析等需求增长迅猛，同时云计算大力发展，这些都有力推动了 IDC 的整体行业发展。

图表 4 全球和中国 IDC 市场规模



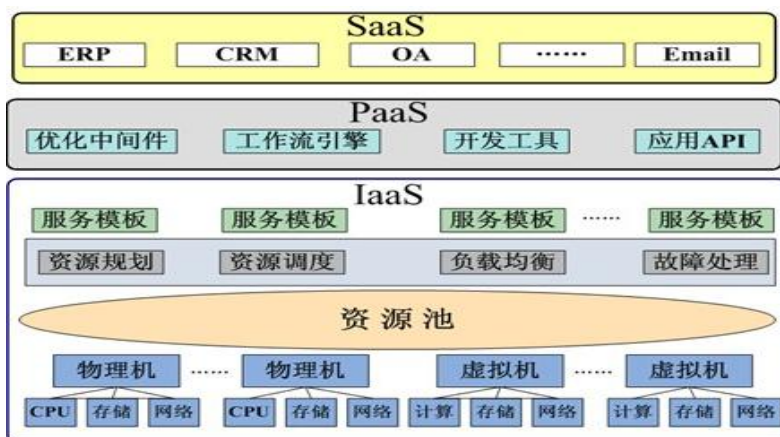
资料来源：WIND，华鑫证券研发部

2.2 云计算上升为国家战略，大力推动 IDC 的发展

在 2015 年 2 月最新发布的《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态意见》中明确指出：云计算是推动信息技术能力实现按需供给、促进信息技术和数据资源充分利用的全新业态，是信息化发展的重大变革和必然趋势。发展云计算，有利于分享信息知识和创新资源，降低全社会创业成本，培育形成新产业和新消费热点，对稳增长、调结构、惠民生和建设创新型国家具有重要意义。同时，意见中也明确提出了，到 2017 年，云计算在重点领域的应用将得到深化，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，服务能力将有大幅提升，形成若干具有较强创新能力的公共云计算骨干服务企业。

前瞻产业研究院发布的《2013-2017 年中国云计算产业发展前景与投资战略规划分析报告》显示：云计算作为中国转型升级的新引擎，预计 3-5 年之内将进入爆发期。2010 年，中国云计算的市场规模为 167.31 亿元，2013 年为 1,174.12 亿元。三年间，年均复合增长率将达到 91.5%。中国云计算服务市场规模近年来正以每年 50% 的速度增长。整个“十二五”期间，我国的云计算领域的产业链规模预计可达 7,500 亿~10,000 亿元。到 2015 年末，中国云计算服务市场规模将达到近千亿元。与云计算结合最紧密的 IDC 行业，也将由此迎来高速增长期。

图表 5 云计算三层架构



资料来源：图库，华鑫证券研发部

云计算三层架构的最底层 IAAS（Infrastructure-as-a-Service）基础设施即服务：此模式是将硬件资源进行虚拟化，将计算基础设施（CPU/内存和存储/操作系统）等以出租的方式提供给客户，包括云存储、云主机、数据处理业务等。首都在线是云计算 IAAS 服务提供商，在整个云服务产业链中，IAAS 解决了云服务的基础资源。

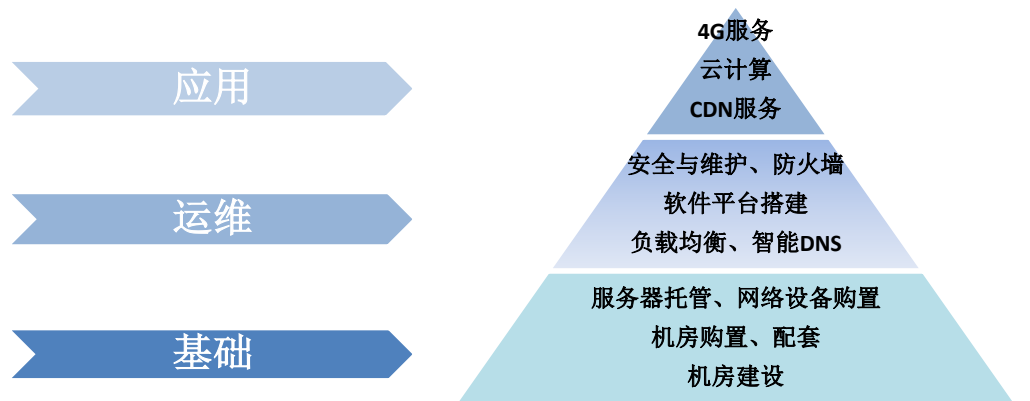
2.3 IDC 的云化是大势所趋

2013 年，尘封五年的 IDC 牌照申请重新启动，华为、阿里纷纷进军 IDC 行业，越来越多国际 IDC 巨头开始关注中国市场，IDC 建设规模超过千亿，传统 IDC 服务售价越来越低，由资源导向性向服务导向性转变是 IDC 服务商的必然选择，如何实现行业突围，是业内普遍的难题。

前瞻产业研究院发布的《中国 IDC 行业市场前瞻与投资战略规划分析报告 前瞻》显示 IDC 行业整体趋势是向好的，未来行业发展将朝着规划化、专业化、集约化等方向转变。传统 IDC 企业以往主要是提供资源如卖带宽、虚拟主机空间、服务器托管，IDC 厂商想要在 IDC 大战中立足，除了基础设施强大外，服务创新、用户体验度提升是突破口。而中国新增网民的爆发式增长、手机的普及、移动互联网的高速发展，无论获取娱乐还是资讯，都对网络服务提出越来越高的要求，而 IDC 作为网络应用的基础服务提供商，主要的网络业务也向移动互联网转变，从而推出了各种相关产品技术和解决方案。

这其中有阿里云、华为云这样的具有庞大资金实力、场地规模、品牌优势、客户资源的 IDC 服务商，价格相对较高，这些巨头也在积极进军云计算市场。有首都在线、企商在线、世纪互联这些传统的 IDC 服务商，价格和阿里华为相比具有一定优势。首都在线是一个典型的从 IDC 起家、如今又在云计算领域找到新增长点的代表，在满足游戏、电商客户方面开始试水云服务。世纪互联与微软、IBM 在云服务方面的合作提升了其服务知名度。企商在线战略重点转向 SAAS 应用层，希望给客户定制服务。而市场上也不乏不少“草根”IDC 服务商，受限于其规模、资源、客户、核心技术有限，将难以在云服务上提供更好的服务，难以在 IDC 大战中突围。目前市场客户对带宽流量的需求越来越高，早期的 IDC 机房，由于客户积累，带宽资源几近饱和，许多对带宽要求高的企业像游戏、电商、视频网站等会转而将服务器、云主机托管到新成立的、宽带资源尚未被充分占用的 IDC 服务商。

图表 6 IDC 服务各层级内容



资料来源：华鑫证券研发部

3. 公司 GIC 产品正式上线，将迎来广阔的市场发展空间

3.1 资源和重资产模式，IDC 行业准入门槛高

2012 年底的 IDC 牌照再次开放，给 IDC 产业发展带来推波助澜的作用，但是对申请企业的资质审查更加严格了，申请企业在向电信主管部门提交申请资料的时候，会对注册资本、场地规模，场地施工(房产证或者租赁合同、机房设计文档、监理报告、机房施工文档)、现场必须具备防尘、屏蔽、防静电、回风、防漏、隔热、保温、防火等功能，须配备的专业人员都有严格的审批。IDC 机房建设，在前期需要庞大的资金投入，资金的回收期也比较缓慢，但后期收益较稳定。接入的宽带资源和前期建设的重资产模式，使得 IDC 行业成为高门槛的行业。

首都在线作为 IDC 服务的第一梯队，见证了中国 IDC 行业发展的历程。从最初的建设机房，到开始做增值服务，再到做云计算及增值服务，逐渐从资源整合商向服务提供商转变。

图表 7 IDC 机房



数据来源：华鑫证券研发部

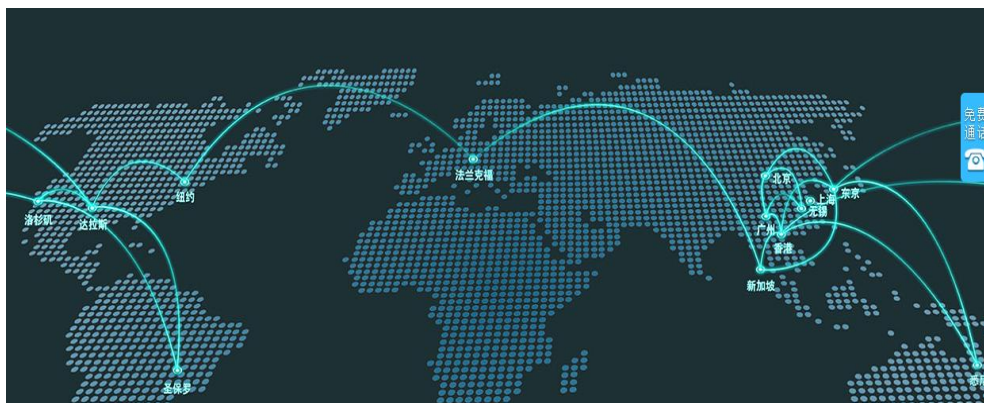
3.2 全球视野，服务和市场进一步拓展

首都在线从传统的 IDC 厂商转向云服务提供商，走的是稳扎稳打的策略，国内布局+海外拓展+研发核心技术，提升服务质量。首都在线是国内最早进行云计算商业化运营的专业网络和数据中心服务商，2009 年开始进入云计算市场，2011 年其第一代“云主机”问世。2013 年末，首都在线美国云平台建成。目前，公司已发展成为国际云计算服务提供商。

在过去的 5 年里，首都在线已经建成了覆盖北半球的全球环网，在北京、上海、无锡、广州、武汉、美国（达拉斯）、日本、新加坡、德国等地建成了云平台，并计划在 2016 年前完成巴西、澳洲、美国东、西部等地云平台的部署工作，在全球一共建立 14 个云数据中心。

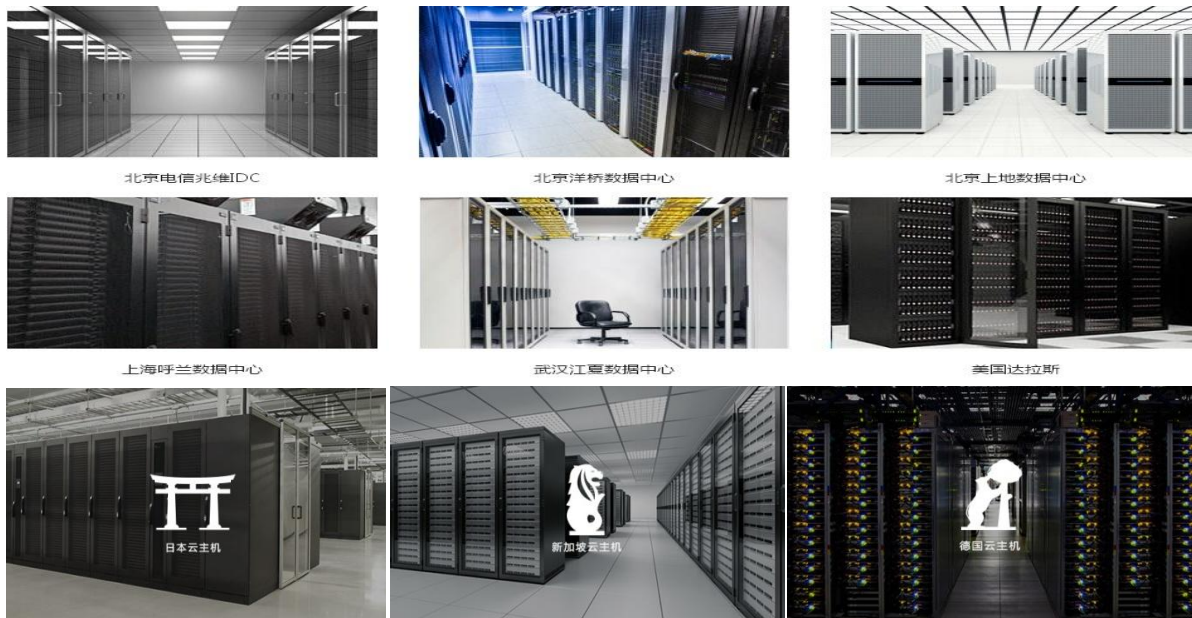
2015 年上半年，公司的 GIC 产品正式上线，GIC 英文全称为 Global Interconnected Cloud，中文含义为“全球多点分布式一体化云计算”，首都在线打通了全球 14 个云数据中心的连接，通过全球私有网络（GPN）服务相连，实现全球一张网。

图表 8 公司全球环网



数据来源：公司官网，华鑫证券研发部

图表 9 公司各地 IDC 机房



数据来源：公司官网，华鑫证券研发部

3.3 不断完善的用户体验度使其在竞争中脱颖而出

目前，国内企业纷纷出海，寻求广阔的海外市场。然而从国内到海外的过程中必然会遇到公网链路质量差的巨大难题：延迟大，丢包多，数据同步困难，链路成本高昂等问题。而像电商、游戏、在线教育、金融和中国互联网等行业的全球布局企业越来越多，对链路速度、质量要求也越来越高。就从游戏行业来说，游戏 CP 在出海后面对的首先是语言问题，语言沟通不畅影响游戏的发行；其次出海后面对的服务器硬件以及流量收费问题，都比国内普遍高，中小 CP 很难负担，再加上时差、机房质量参差不齐等问题，需要克服的很多。而像大型电商，他们来自海外的客户不断的积累，全球化布局对链路质量也有相当的要求。

首都在线所建立的全球云环网，旨在让运维人员在任何地点操作异地的云主机时，都有本地化的顺畅体验，而且对接其他的云服务时也有专线保障。为了解决以往按月收费带来的不足，GIC 产品是计时收费，这样最大限度的保证了客户使用产品的效率。如今海外市场早已不是昔日蓝海，各家 CP 的竞争已由游戏本身升级到硬件网络等外部竞争，在这种大环境下，只有注重每一个细节才能让游戏脱颖而出。首都在线的全球一体化云平台为中

国企业出海找到了一条快速安全稳定的通道，促进了中国互联网企业的全球化发展。

今年9月，在GIC产品发布会上，公司宣布国际网(GPN)将为全部用户提供免费的国际专线。这意味着，今后用户只要使用首都在线遍布全球的14个云数据中心中的任意一点或多点的云主机，就可以享受免费的国际专线服务。公司推出一款能够解决客户底层传输问题的免费产品，为客户带来高质量的海外数据传输服务，同时降低了成本，首都在线的高性价比产品将迎来广阔的市场空间。

目前，众多电商、游戏、视频、在线教育和传统企业有相当一部分都在使用首都在线的网络和云计算服务。典型客户包括：聚美优品、1号店、爱奇艺、昆仑在线，佳能.....

4.公司盈利预测与估值

4.1 投资建议

我们预计2015-2017年摊薄后EPS分别为0.62、0.90和1.21元。可比上市公司有光环新网、网宿科技、荣之联和高升控股等，二级市场股价对应2015年平均PE为140倍，考虑到新三板交易流动性暂时不足，但公司处于IDC的第一梯队，整体质地较好，综合下来，我们给予一定的折价率，预计公司2015年合理估值为35-42倍，对应公司2015年EPS0.62元，合理价格区间为21.7-26元，截止2015年12月04日，收盘价为17元，我们给予推荐评级。

图表1 同行可比上市公司估值

股票代码	股票简称	收盘价	EPS					PE			
		20151207	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
300383	光环新网	66.11	0.8800	0.23	0.55	0.89	75	291	121	74	
000971	高升控股	23.99	0.0200	0.19	0.28	0.42	1200	126	84	58	
300017	网宿科技	59.80	1.5380	1.09	1.75	2.70	39	55	34	22	
002642	荣之联	50.04	0.4461	0.56	0.80	1.17	112	90	63	43	
平均								140	76	49	

数据来源：WIND, 华鑫证券研发部

4.2 盈利预测

单位: 万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,008	18,318	26,440	36,804	48,398
增长率 (%)	33.31%	22.05%	45.00%	39.20%	31.50%
减: 营业成本	8,301	10,206	14,288	20,003	26,004
毛利率 (%)	44.69%	44.29%	45.96%	45.65%	46.27%
营业税金及附加	509	259	374	521	685
销售费用	1,364	1,776	2,487	3,357	4,532
管理费用	2,471	3,247	4,221	5,487	7,134
财务费用	-6	-71	-35	-35	-35
费用合计	3,829	4,952	6,673	8,809	11,630
期间费用率 (%)	25.51%	27.03%	25.24%	23.94%	24.03%
资产减值损失	-1	8	5	2	2
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	8	6	5	5
营业利润	2,383	2,901	5,481	7,995	10,767
增长率 (%)	33.09%	21.74%	88.93%	45.88%	34.66%
营业利润率 (%)	15.88%	15.84%	20.73%	21.72%	22.25%
加: 营业外收入	8	17	12	12	12
减: 营业外支出	18	15	16	16	16
利润总额	2,373	2,903	5,477	7,991	10,763
增长率 (%)	32.30%	22.31%	88.67%	45.92%	34.68%
利润率 (%)	15.81%	15.85%	20.71%	21.71%	22.24%
减: 所得税费用	322	198	612	893	1,202
所得税率 (%)	13.57%	6.81%	11.17%	11.17%	11.17%
净利润	2,051	2,705	4,865	7,099	9,560
增长率 (%)	39.46%	31.88%	79.85%	45.92%	34.68%
净利润率 (%)	13.67%	14.77%	18.40%	19.29%	19.75%
归属于母公司所有者的净利润	2,070	2,761	4,966	7,247	9,760
增长率 (%)	37.77%	33.37%	79.85%	45.92%	34.68%
少数股东损益	-19	-56	-101	-148	-199
总股本	8,038	8,038	8,038	8,038	8,038
摊薄每股收益 (元)	0.26	0.34	0.62	0.90	1.21

数据来源: 公司年报, 华鑫证券研发部

5.风险提示

(1) 市场竞争。(2) 技术及产品升级风险。(3) 并购风险。

研究员简介

于芳：华鑫证券TMT行业研究员，上海财经大学金融工程硕士，主要研究和跟踪领域：软件信息技术。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>