



2016年2月18日

## 买入(首次评级)

当前价: 10.61 元  
目标价: 14.4~24.8 元

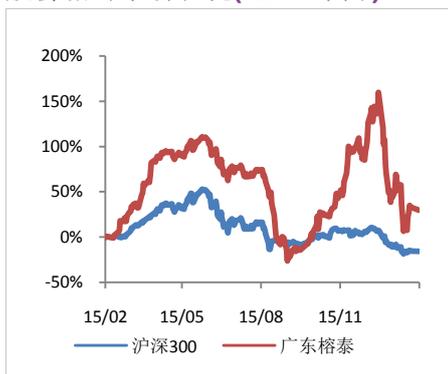
分析师: 付立春

执业编号: S0300515120001  
电话: 010-8493 8897  
邮箱: fulichun@lxsec.com

研究助理: 陈博

电话: 010-6440 8516  
邮箱: chenbo@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: wind, 联讯证券

### 盈利预测

亿元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	11.90	14.27	17.07	21.88
(+/-)	0.31%	19.9%	19.6%	28.1%
净利润	0.31	0.80	1.05	1.40
(+/-)	-43%	157%	31.9%	33.8%
EPS(元)	0.05	0.18	0.32	0.62
P/E	94	80	60	40

资料来源: wind, 联讯证券

# 广东榕泰(600589.SH)

## 收购森华易腾进军 IDC, 迎业绩增长

### 投资要点

#### ◇ 原油暴跌, 化工产品价格指数走低, 公司传统业务下降明显

近年原油供过于求, 价格从超过 120 美元/桶的高位暴跌至目前 30 多美元/桶, 整个石油化工及化工相关行业受较大影响。化工在线的价格指数从 2012 年中旬 6000 点跌至 3600 点, 跌幅达 40%。

公司营业收入从 2010 年 16.0 亿元下降到 2014 年 11.9 亿元, 营业收入增长率从 2010 年 22.06% 下降到 2014 年 0.31%。净利润从 2010 年 1.3 亿元下降到 2014 年 0.3 亿元, 净利润增长率从 2010 年 20.32% 下降到 2014 年 -43.38%。

#### ◇ 以收购森华易腾为契机, 布局 IDC、云计算, 业绩有望较大增长

公司以 12 亿元收购森华易腾 100% 股权。2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月森华易腾 IDC 营业收入为 1.07 亿元、1.53 亿元和 1.65 亿元, 分别占营业收入比例分别为 99.2%、99.0% 和 98.2%。2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月销售毛利率分别为 23.7%、40.5% 和 48.1%。随着森华易腾不断发展, 未来 IDC、云计算等业务营业收入将逐步提高, 毛利率也呈现增长趋势。

#### ◇ 我国 IDC、云计算和 CDN 市场规模高速增长, 带来相关行业发展

2008~2013 年, 我国 IDC 市场规模增长了近 6 倍, 年均增长率超过 30%。2014 年, 我国 IDC 市场规模达 372.2 亿元, 较 2013 年增长 41.8%。预计到 2017 年我国 IDC 市场规模接近 920 亿元。

我国云计算市场规模 2009 年约 92 亿元, 到 2014 年市场规模达到 1334 亿元, 2009~2014 年我国云计算市场规模年均增长率达 70.7%。预计未来几年云计算市场规模仍保持高速增长, 到 2017 年, 市场规模将达 5664 亿元。

在 CDN 市场规模方面, 2009 年我国 CDN 市场规模约 5.3 亿元, 到 2014 年市场规模达到 32.8 亿元, 2009~2014 年我国 CDN 市场规模年均增长率达 44.0%。预计未来几年 CDN 市场规模仍保持高速增长, 到 2017 年, 我国云计算市场规模将达到 94.5 亿元。这些领域的高速增长将给公司带来极大利好。

#### ◇ 公司盈利预测及估值

公司收购森华易腾交易已于 2016 年 2 月完成并成功过户, 业务从单一的传统化工转为化工和 IDC、云计算等多元业务。预计收购森华易腾后合并报表, 公司 2015 年、2016 年和 2017 年归属母公司净利润分别为 1.24 亿元、2.27 亿元和 4.36 亿元, 同时考虑公司并购的 1 亿增发股本, 预计公司 2015 年、2016 年和 2017 年摊薄每股收益分别为 0.18 元、0.32 元和 0.62 元。

从公司主营业务看, 未来一定时期内, 公司仍将保持“化工+IDC”模式,



但业绩增长较快的业务在 IDC。综合考虑公司传统业务及新增业务发展情况，给予公司 2015 年、2016 年和 2017 年 PE 倍数 80 倍、60 倍和 40 倍，对应股价为 14.4 元、19.2 元和 24.8 元。

#### ✧ 风险提示

业绩不及预期风险、行业竞争风险。



## 目 录

一、原油暴跌，化工产品价格指数走低，公司传统业务下降明显.....	5
二、以收购森华易腾为契机，布局IDC、云计算.....	7
(1) 公司 12 亿元收购森华易腾.....	7
(2) 森华易腾主营业务及服务.....	7
1、IDC业务优良，北京机房网络质量列前茅.....	9
2、森华云完成云计算布局，提供强大的公有云服务.....	11
3、CDN业务开启，内容存储服务器部署到遍布全国的缓存节点.....	12
三、我国IDC、云计算和CDN市场规模高速增长，带动相关行业发展.....	13
(1) 我国IDC市场超千亿指日可待.....	13
(2) 我国云计算市场增长迅猛，2009~2014 年年均增长率达 70.7%.....	14
(3) 预计 2017 年，我国CDN市场规模达 94.5 亿元.....	15
四、公司盈利预测及估值.....	16
(1) 公司盈利预测.....	16
(2) 公司估值.....	18
五、风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1： 原油现货价格走势（美元/桶）.....	5
图表 2： 我国化工产品价格指数.....	5
图表 3： 公司主要产品及用途.....	5
图表 4： 公司相关产品价格走势（元/吨）.....	6
图表 5： 公司营业收入及利润情况（万元，%）.....	6
图表 6： 公司近年来主营业务收入情况（万元，%）.....	6
图表 7： 森华易腾历史沿革.....	7
图表 8： 森华易腾营业收入（万元）.....	8
图表 9： 森华易腾主要客户.....	8
图表 10： 森华易腾所处IDC产业链位置.....	9
图表 11： 森华易腾北京核心机房资源.....	9
图表 12： 北京机房网络质量排行榜.....	10
图表 13： 北京机房网络质量详细参数.....	10
图表 14： 森华易腾机房情况.....	10
图表 15： 森华易腾网络布局.....	10
图表 16： 云计算架构图.....	11
图表 17： 森华云特点及优势.....	12
图表 18： CDN结构图.....	12
图表 19： 森华易腾CDN业务.....	13



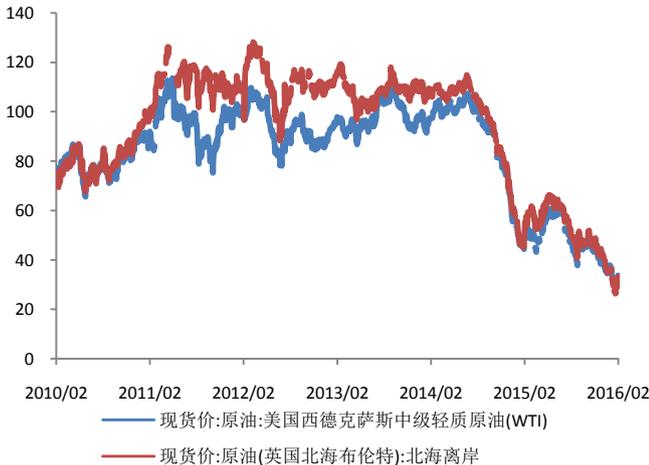
图表 20: 我国IDC市场规模及预测 (亿元) .....	14
图表 21: 我国云计算市场规模及预测 (亿元) .....	15
图表 22: 我国CDN市场规模及预测 (亿元) .....	15
图表 23: 2013 年和 2014 年森华易腾与光环新网财务指标对比 .....	16
图表 24: 森华易腾盈利预测表 (万元) .....	16
图表 25: 公司并表前盈利预测表 (万元) .....	17
图表 26: 公司并表后盈利预测表 (万元) .....	17
图表 27: 可比公司估值 .....	18



## 一、原油暴跌，化工产品价格指数走低，公司传统业务下降明显

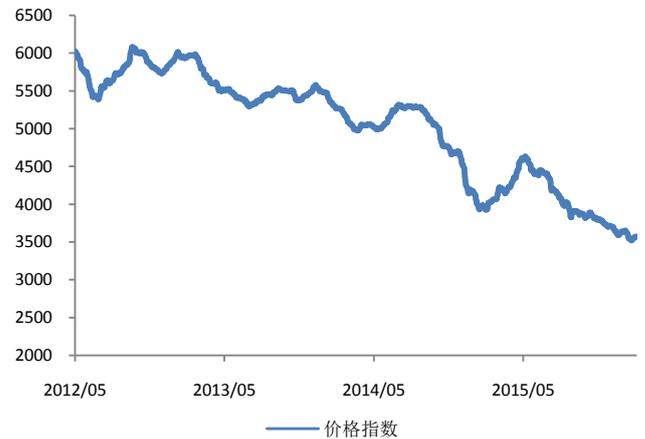
近年来，原油供应持续高位，需求端低迷，国际原油价格从超过 120 美元/桶的高位暴跌至目前 30 多美元/桶，整个石油化工及化工相关行业受较大影响。从化工在线发布的我国化工产品价格指数看，2012 年中旬价格指数为 6000，目前指数近 3600，跌幅达 40%。

图表1： 原油现货价格走势（美元/桶）



资料来源: wind, 联讯证券

图表2： 我国化工产品价格指数



资料来源: 化工在线, 联讯证券

广东榕泰实业股份有限公司成立于 1997 年 12 月，由广东榕泰高级瓷具有限公司和揭阳市兴盛化工原料有限公司作为主要发起人，联合广东榕泰制药有限公司、揭阳市鸿凯贸易发展公司、揭阳市益科电子器材公司共同发起设立。

公司主营业务包括 ML 氨基复合材料、苯酚及增塑剂、二辛酯等产品的生产与销售，拥有生产 ML 氨基复合材料的自主知识产权。公司设立“国家级企业技术中心、博士后科研工作站、广东省高分子复合材料工程技术研究开发中心、汕头大学榕泰功能新材料研发中心和华南理工大学揭阳市工程技术研究院”等技术机构，先后获得“国家级重点高新技术企业、实施火炬计划十五周年优秀高新技术企业和广东省优秀高新技术企业”等称号。

图表3： 公司主要产品及用途



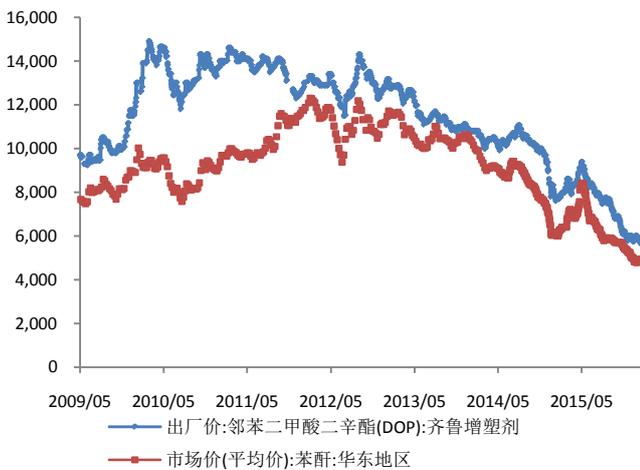
资料来源: 公开资料, 联讯证券



近几年由于化工行业的景气度下滑，各类化工产品价格普遍呈下滑趋势，公司产品价格也大幅下降。公司营业收入从2010年16.0亿元下降到2014年11.9亿元，营业收入增长率从2010年22.06%下降到2014年0.31%。归属母公司净利润从2010年1.3亿元下降到2014年0.3亿元，归属母公司净利润增长率从2010年20.32%下降到2014年-43.38%。

2010年至2014年公司ML氨基复合材料营业收入分别为8.5亿元、6.4亿元、7.6亿元、7.5亿元和6.1亿元，分别占总营业收入的53.24%、48.61%、63.26%、62.86%和51.58%。2010年至2014年公司苯酐、增塑剂和二辛酯合计营业收入分别为3.3亿元、2.2亿元、2.5亿元、2.9亿元和2.8亿元，分别占总营业收入的20.77%、16.93%、21.00%、24.85%和23.79%。

图表4： 公司相关产品价格走势（元/吨）



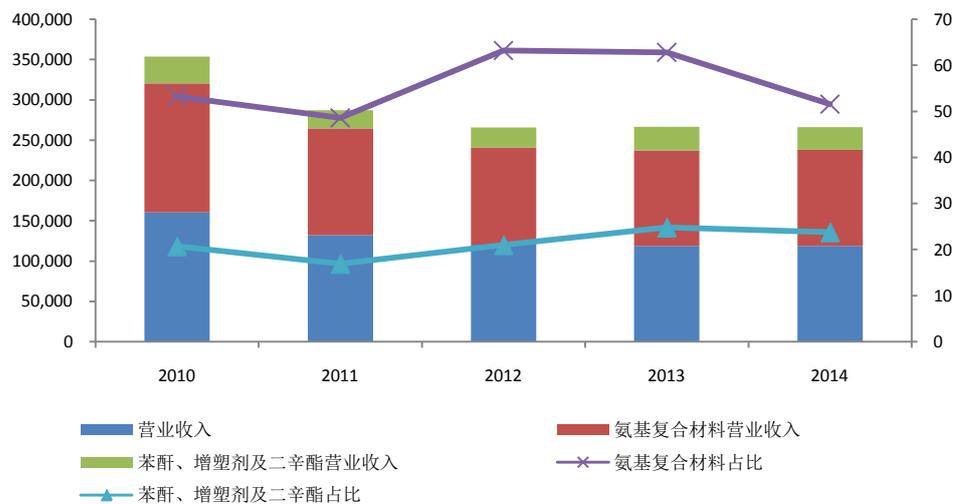
资料来源：化工在线，联讯证券

图表5： 公司营业收入及利润情况（万元，%）



资料来源：wind，联讯证券

图表6： 公司近年来主营业务收入情况（万元，%）



资料来源：wind，联讯证券



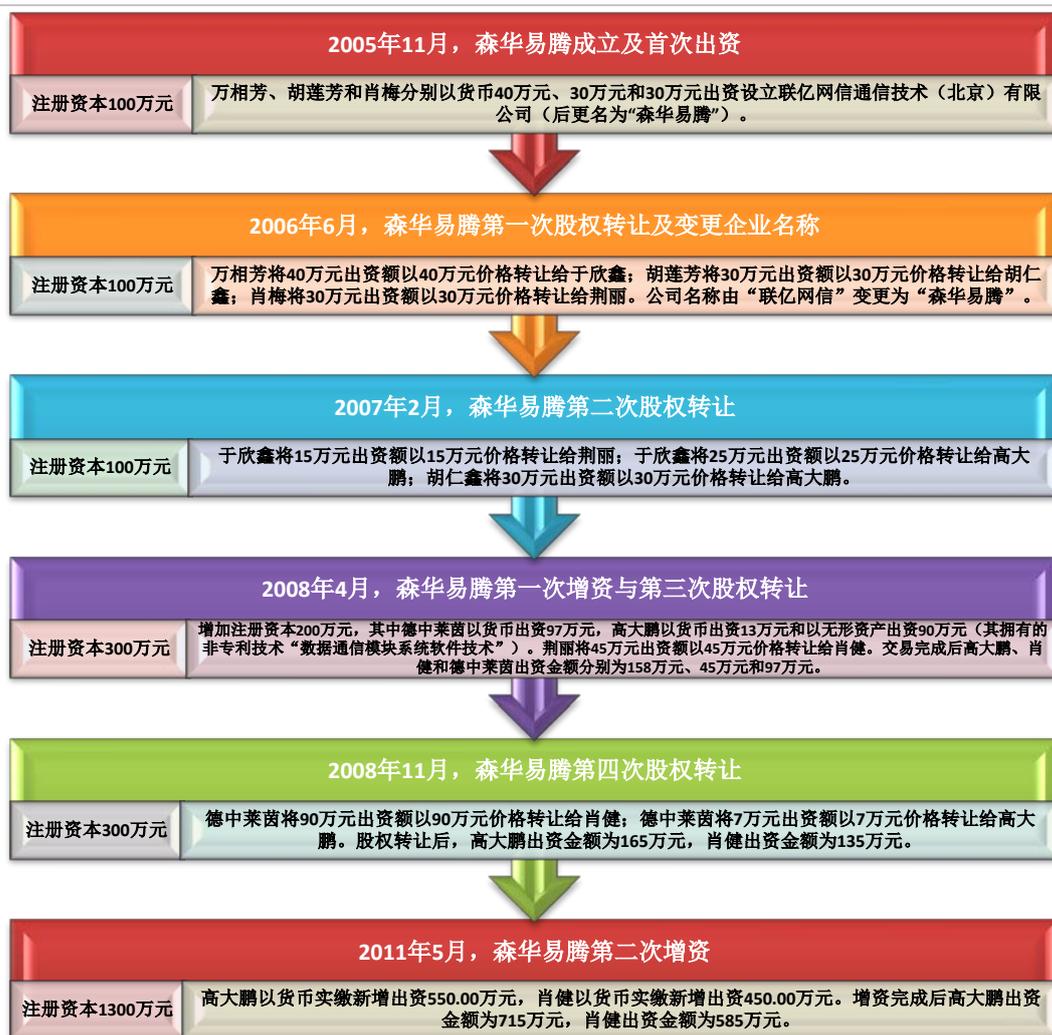
## 二、以收购森华易腾为契机，布局 IDC、云计算

### (1) 公司 12 亿元收购森华易腾

由于公司传统化工业务面临收入萎缩和盈利下降的趋势，公司以 12 亿元收购北京森华易腾通信技术有限公司（简称森华易腾）100%股权，其中 8.4 亿元以股份支付，3.6 亿元以现金支付。并于 2016 年 2 月完成过户。

森华易腾从 2005 年成立至 2016 年被收购前，历经四次股权变更，两次增资。被收购前森华易腾注册资本 1300 万元，高大鹏出资金额为 715 万元，占 55%股权，肖健出资金额为 585 万元，占 45%股权。

图表7：森华易腾历史沿革



资料来源：公开资料，联讯证券

### (2) 森华易腾主营业务及服务

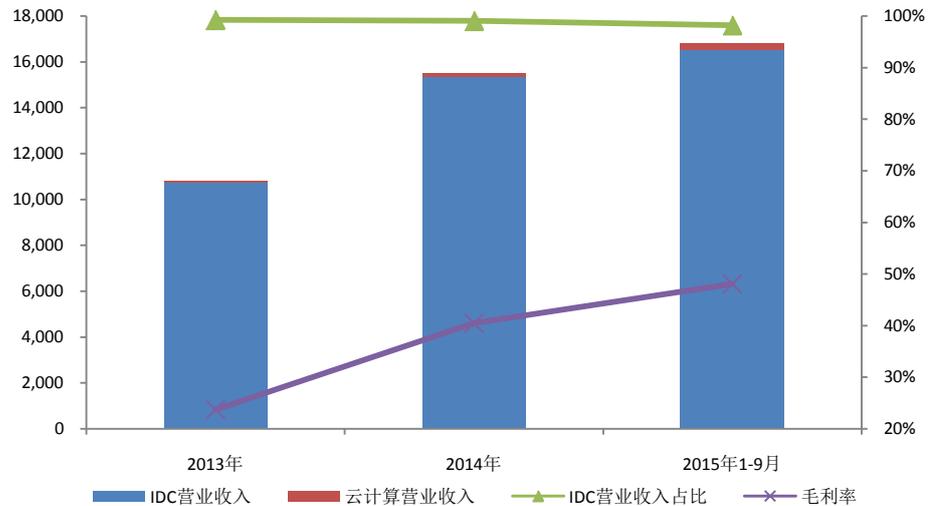
森华易腾是 IDC 综合服务运营商，主营业务包括互联网数据中心（IDC）、云计算、CDN 等业务，其中向客户提供 IDC 及其增值服务是森华易腾的核心业务。

2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月森华易腾 IDC 营业收入为 1.07 亿元、1.53 亿元和 1.65 亿元，分别占营业收入比例分别为 99.2%、99.0%和 98.2%。2013 年、2014 年和 2015 年 1~9 月销售毛利率分别为 23.7%、40.5%和 48.1%。可以看出随着森华易



腾不断发展，未来云计算等业务将逐步提高，毛利率也呈现不断增长趋势。

图表8： 森华易腾营业收入（万元）



资料来源：wind，联讯证券

在下游客户方面，森华易腾拥有包括小米科技、酷狗音乐和金山云等知名企业作为客户资源。例如报告期内，森华易腾与小米科技签订的合同包括：1、《IDC 主机托管协议》，森华易腾为小米科技提供 9600M 独享带宽、90 个机柜，代维主机系统、购买并安装软件、代购硬件等，万兆端口，维护链路及光缆等；2、《IDC 机房服务外包协议》，森华易腾为小米科技提供北京鲁谷机房 281 个机柜的运维服务。

图表9： 森华易腾主要客户

 <p><b>酷狗音乐</b> 酷狗音乐在线播放器是音质最好的网站，提供最新最快最方便快捷的音乐资源在线收听服务。</p>	 <p><b>小米科技</b> 小米公司是一家专注于智能产品自主研发的移动互联网公司。</p>	 <p><b>蓝港在线</b> 蓝港在线是专业从事于精品网络游戏研发与发行的互动娱乐企业。</p>	 <p><b>优酷</b> 优酷是中国领先的视频分享网站。</p>	 <p><b>4399小游戏</b> 4399是中国最大的小游戏专业网站，免费为你提供小游戏大全。</p>	 <p><b>大旗网</b> 大旗网中国最早的论坛聚合门户，提供中文论坛热门帖子、图片、视频聚合。</p>
 <p><b>光宇游戏</b> 光宇游戏是中国五大百万在线级玩家游戏平台之一，集休闲、即时、回合、WEB 等各类游戏于一体。</p>	 <p><b>空中网</b> 空中网(美国纳斯达克KZ)，中国领先的无线互联网公司。</p>	 <p><b>北京华联集团</b> 北京华联集团是商务部重点扶持的十五家全国大型零售企业之一，也是国际百货协会唯一的中国零售企业会员。</p>	 <p><b>趣游</b> 趣游是中国网页游戏行业的引领者，互动即时娱乐的专业服务商，也是中国提供网页游戏最多的互联网企业之一。</p>	 <p><b>麒麟游戏</b> 麒麟游戏自主研发运营网游产品《成吉思汗》、《成吉思汗3》、《梦幻聊斋》和《画皮世界》等。</p>	 <p><b>37游戏</b> 37游戏是国内具有知名度的专业网页游戏平台之一，提供国产网页游戏的运营和推广，致力推动国产网页游戏市场的发展。</p>
 <p><b>广州菲音</b> 广州菲音致力于打造高端精品网页游戏，是国内最大的网页游戏研发公司之一。</p>	 <p><b>六间房</b> 六间房是中国最大的真人互动视频直播社区。</p>	 <p><b>昆仑游戏</b> 昆仑游戏是国内最大的游戏研发及运营平台，包括网页游戏、客户端游戏和手机游戏三大游戏业务线。</p>	 <p><b>新东方</b> 新东方是目前中国大陆规模最大的综合性教育集团，同时也是全球最大的教育培训集团。</p>	 <p><b>尚德机构</b> 尚德机构是中国最大的职业教育机构之一，致力于提高学员职场竞争力。</p>	 <p><b>金山</b> 金山软件股份有限公司创建于1988年，是中国领先的应用软件产品和服务供应商。</p>

资料来源：森华易腾，联讯证券



## 1、IDC 业务优良，北京机房网络质量列前茅

IDC 业务，即互联网数据中心服务，IDC 服务商通过利用运营商或者第三方建立的标准化机房、互联网通信线路、网络带宽资源，为企业或政府提供服务器托管、租用、带宽以及相关增值等方面的全方位服务。IDC 及其增值服务包括基础性服务和增值服务，基础性服务主要包括机房租用、带宽租用、服务器托管、供电和空调等资源类业务。增值服务主要包括网络监测、网络安全、网络管理、日常运维等服务。

森华易腾专注于互联网娱乐行业（包括音乐、视频、游戏、电子商务、APP），主要为相关客户提供 IDC 及其增值服务。

图表10：森华易腾所处 IDC 产业链位置



资料来源：公开资料，联讯证券

森华易腾拥有电信运营商国家级主干机房的良好资源和完备的数据中心基础设施，拥有接入我国电信、我国联通、我国移动、我国教育网、我国铁通、我国科技网资源的多线机房，在北京拥有 6 大核心机房（兆维机房、鲁谷机房、看丹桥机房、富丰桥机房、洋桥机房、沙河机房）。

图表11：森华易腾北京核心机房资源

序号	机房名称	机房所在具体位置	出租方
1	鲁谷机房	北京市丰台区吴家村路三顷地甲 1 号	我国联合网络通信有限公司北京市分公司
2	兆维机房	北京市朝阳区酒仙桥路 14 号兆维工业园 D 区 1 号楼	我国电信股份有限公司北京分公司
3	看丹桥机房	北京市丰台区建国街 7 号 铁通大厦 2 层	我国铁通集团有限公司北京分公司
4	洋桥机房	北京市丰台区马家堡东路北京电信大厦 4 层	我国电信股份有限公司北京分公司
5	河北廊坊机房	河北省廊坊市金源东道 27 号（开发区）	我国电信集团公司廊坊市分公司
6	富丰桥机房	北京市丰台区富丰路 8 号	我国移动通信集团北京有限公司

资料来源：公开资料，联讯证券



根据博睿提供的北京机房网络质量测评及排行榜单，2016年1月，森华易腾鲁谷、沙河机房在北京43家机房中网络质量综合得分分别为69.31分和68.10分，分别位列第4、第7。2015年8月至2016年1月，森华易腾鲁谷、沙河机房在北京43家机房中网络质量综合得分分别为70.74分和70.25分，分别位列第3、第4。可以看出，森华易腾机房网络质量优良。

图表12: 北京机房网络质量排行榜



资料来源: 博睿, 联讯证券

图表13: 北京机房网络质量详细参数

2016年1月详细参数						
排名	机房	IDC-ICMP		LM-ICMP		综合得分
		时延 (ms)	丢包率 (%)	时延 (ms)	丢包率 (%)	
1	互联互通鲁谷	32.36	0.66	43.44	1.10	74.28
2	首都在线	33.50	0.91	45.76	1.42	70.17
3	互联互通龙观	32.18	0.97	43.61	1.48	70.14
4	森华易腾鲁谷	32.68	1.15	43.99	1.41	69.31
5	世纪互联 M6	35.86	1.05	47.42	1.34	69.09
6	世纪互联 B28	38.28	0.92	50.14	1.31	68.94
7	森华易腾沙河	33.98	1.12	44.84	1.57	68.10
8	世纪互联亦庄	39.20	0.93	49.63	1.72	66.33
9	巨人星云上海 BGP	35.24	1.31	46.96	1.71	65.44
10	天地祥云	32.52	1.10	44.78	2.10	65.34

2015年8月~2016年1月详细参数						
排名	机房	IDC-ICMP		LM-ICMP		综合得分
		时延 (ms)	丢包率 (%)	时延 (ms)	丢包率 (%)	
1	互联互通鲁谷	33.40	0.56	42.37	1.25	73.99
2	互联互通龙观	33.63	0.62	42.29	1.62	71.38
3	森华易腾鲁谷	34.62	0.79	42.99	1.50	70.74
4	森华易腾沙河	36.00	0.77	43.75	1.53	70.25
5	首都在线	35.74	0.84	45.00	1.62	69.09
6	世纪互联 M6	38.78	0.94	46.69	1.47	68.45
7	世纪互联 B28	41.24	0.79	49.97	1.48	68.14
8	数据家_上地	33.99	1.54	43.31	1.82	64.38
9	巨人星云上海 BGP	38.91	1.31	46.72	1.81	64.15
10	天地祥云	34.35	1.10	43.74	2.29	64.04

资料来源: 博睿, 联讯证券

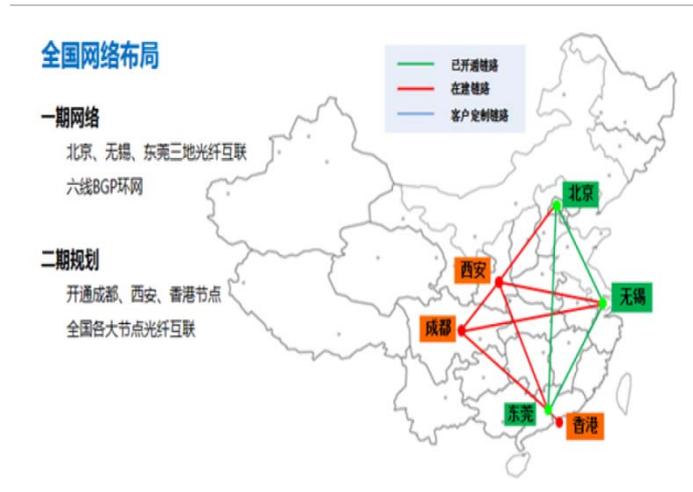
2015年6月，森华易腾分别与我国移动通信集团北京有限公司、我国移动通信集团江苏有限公司无锡分公司签订框架性合作协议，分别在北京沙河机房、无锡移动机房展开合作，为森华易腾未来业务发展储备机房、带宽资源。此外，森华易腾将不断丰富运营资产的业务合作模式，在加大与现有三大运营商合作力度的同时，逐步寻求与其他运营商或民营机房的合作机会，在条件成熟的情况下还可考虑自建或与其他运营商共建机房等方式，以提升抗风险能力。

图表14: 森华易腾机房情况



资料来源: 森华易腾, 联讯证券

图表15: 森华易腾网络布局



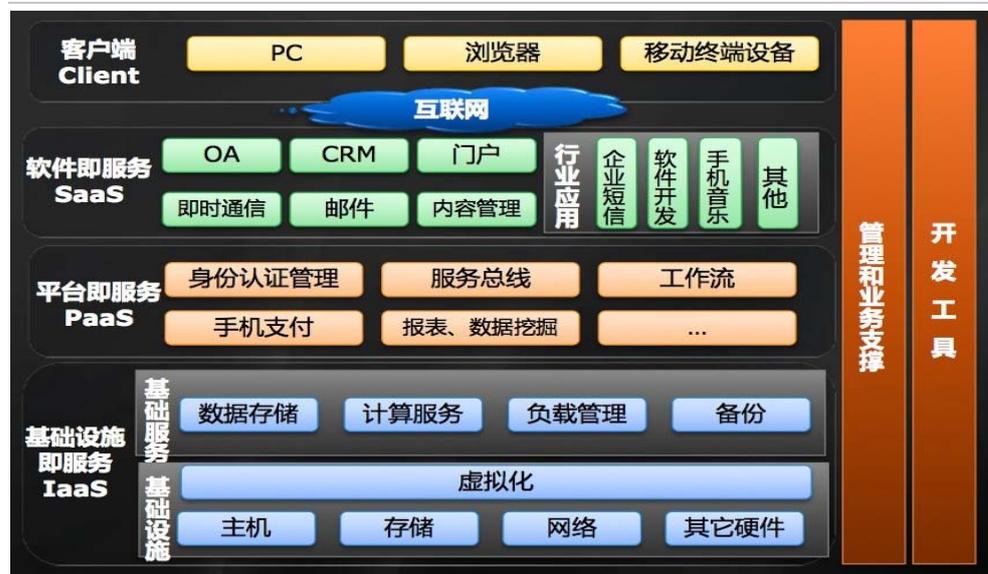
资料来源: 森华易腾, 联讯证券



## 2、森华云完成云计算布局，提供强大的公有云服务

云计算是指云计算服务商为客户提供可用的、便捷的、按需的网络访问，客户进入可配置的计算资源共享池（资源包括网络、服务器、存储、应用软件、服务等），这些资源能够被快速提供，客户按使用量向云计算服务商付费的一种 IT 服务模式。云计算凭借其低成本、按需灵活配置和高资源利用的核心优势，是未来 IDC 发展的趋势。

图表16： 云计算架构图



资料来源：公开资料，联讯证券

2012 年，森华易腾完成云计算布局，并正式对外提供公有云服务，经过 3 年的研发运营，森华云已经成长为集多功能、高可用、全服务的公有云。森华云是国内 OpenStack 公有云落地的早期实践者，基于 OpenStack 的灵活架构，森华云对外提供以资源池为模式，以 CPU、内存、硬盘等为粒度的自助式云服务。在森华云的模块式架构中，所有的组件都拥有单独生命周期，单个组件故障不影响其他组件的正常运行，从架构上解决了平台多组件间相互影响的风险。

森华云底层基础设施部署在森华易腾 6 线 BGP 自营机房。依托自身优势，为森华云提供充足的物理资源和带宽资源，保证森华云对大规模业务的应对。云平台底层依赖 IDC 的稳定性，森华云部署在森华易腾自有 IDC，由 IDC 运维团队对云服务提供统一运维，提高了运维响应速度。

为保证云平台的高性能和高可用，森华云后端挂在 SSD 固态硬盘，为云主机提供高 IO 支持。所有的数据在森华云都保存 3 份，分别存放在不同的机柜组中，当硬盘故障导致数据丢失时，森华云底层存储系统会启动自修复功能，将故障硬盘踢出系统，将丢失的数据自动补齐到 3 份，保证数据的高冗余度和高可用。



图表17: 森华云特点及优势



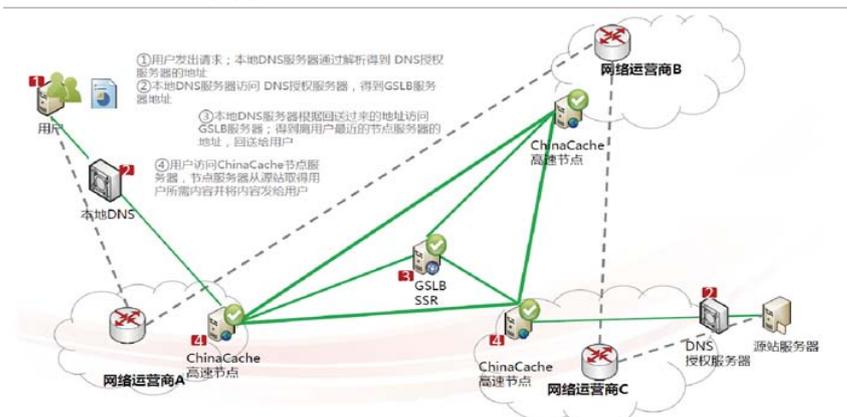
资料来源：公开资料，联讯证券

### 3、CDN 业务开启，内容存储服务器部署到遍布全国的缓存节点

CDN 业务指内容分发加速网络业务，指在互联网中放置网络节点，增加一层新的虚拟网络，将网站的内容发布到最接近用户的网络边缘，使用户可以就近取得所需的内容，解决互联网拥挤的状况。

互联网企业使用 CDN 服务，将自己网站的内容分发到 CDN 服务商网络预先部署在全国各地城市的服务器上。通过 CDN 服务商的智能调配，在互联网用户访问网站的时候可以将其需要访问的内容直接推送到离用户最近的地方，提升了用户访问速度，并减轻互联网网站服务器的访问压力。CDN 技术可以尽可能避开互联网上有可能影响数据传输速度和稳定性的瓶颈和环节，使内容传输的更快、更稳定，从技术上解决由于网络带宽小、用户访问量大、网点分布不均等原因所造成的用户访问网站响应速度慢的问题。

图表18: CDN 结构图



资料来源：公开资料，联讯证券



2015年，森华易腾开始组建团队，开展CDN业务。森华易腾依托其IDC资源，以及自主研发的分布式存储系统、全局负载均衡、网络请求重定向、内容管理技术对外提供CDN服务。CDN服务的中心平台部署在森华易腾北京高速互联网机房，并将内容存储服务器部署到遍布全国的缓存节点。森华易腾CDN服务包括网页加速、下载加速、流媒体加速、APP加速等众多精细区分的产品。

森华易腾下载加速能够以最快的速度将大型的文件安全的分发到全国各地的用户，客户只需将文件上传至最近的CDN节点，森华易腾CDN平台会智能地部署文件，并引导最终用户在最优的节点完成下载操作。其自主研发的流媒体加速产品将专业的流媒体技术与森华易腾CDN平台结合，加速产品支持多种文件格式、编码/传输协议以及点播、直播或交互式直播方式。

图表19：森华易腾CDN业务



资料来源：森华易腾，联讯证券

### 三、我国IDC、云计算和CDN市场规模高速增长，带动相关行业发展

#### (1) 我国IDC市场超千亿指日可待

据统计，2008~2013年，我国IDC市场规模增长了近6倍，年均增长率超过30%。2014年，我国IDC市场规模达372.2亿元，较2013年增长41.8%。其中，云计算、大数据业务的发展、互联网客户需求的增加等因素拉动了市场的增长。同时随着智慧城市建设、物联网和第三平台技术的应用持续深化，未了云计算、大数据技术将会有良好的发展环境。另外，我国电子政务已经进入以云计算促进资源整合、业务协同和集成应用的新阶段，广阔的市场空间将进一步吸引大量资本注入。2013年我国三网进入融合推广阶段，在全国范围内无线城市的建设将继续加强，三网融合和无线城市的基础设施整合速度加快。

在IDC建设投入上，首先电信和联通加大对新机房的投入，并将一部分原来由各省控制的资源划归集团统一管理，以提升大客户的销售能力。其次，第三方IDC公司大量新建机房，新建投产的数据中心总规模快速增长。再加上IDC牌照放开后，阿里云、腾讯云、华为等巨头进入市场，以基础资源出租的公有云市场增长迅速。直接拉动IDC市场快速增长。

预计未来几年，我国IDC仍将保持高速增长，到2017年我国IDC市场规模接近920亿元。



图表20: 我国 IDC 市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 我国 IDC 圈, 联讯证券

## (2) 我国云计算市场增长迅猛, 2009~2014 年年均增长率达 70.7%

云计算按服务模式划分为 IaaS、PaaS、SaaS 三种类型。

**IaaS:** 设施即服务 (IaaS), 向客户提供处理、存储、网络以及其他基础计算资源, 客户可以在其上运行任意软件, 包括操作系统和应用程序。用户不管理或者控制底层的云基础架构, 但是可以控制操作系统、存储、发布应用程序, 以及可能有限度地控制选择的网络组件。

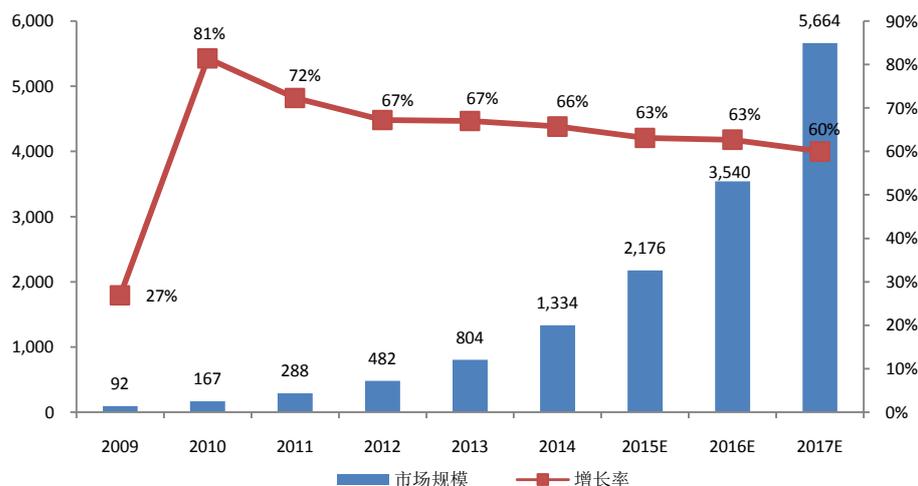
**PaaS:** 平台即服务 (PaaS), 客户使用云供应商支持的开发语言和工具, 开发出应用程序, 并发布到云基础架构上。客户不管理或者控制底层的云基础架构, 包括网络、服务器、操作系统或者存储设备, 但是能控制发布应用程序和可能的应用程序运行环境配置。

**SaaS:** 软件即服务 (SaaS), 客户所使用的服务商提供的运行在云基础设施上的应用程序。这些应用程序可以通过各种各样的客户端设备所访问。客户不管理或者控制底层的云基础架构, 包括网络、服务器、操作系统、存储设备, 甚至独立的应用程序机能。

在云计算市场规模方面, 2009 年我国云计算市场规模约 92 亿元, 到 2014 年市场规模达到 1334 亿元, 2009~2014 年我国云计算市场规模年均增长率达 70.7%。预计未来几年云计算市场规模仍保持高速增长, 到 2017 年, 我国云计算市场规模将达到 5664 亿元。



图表21： 我国云计算市场规模及预测（亿元）



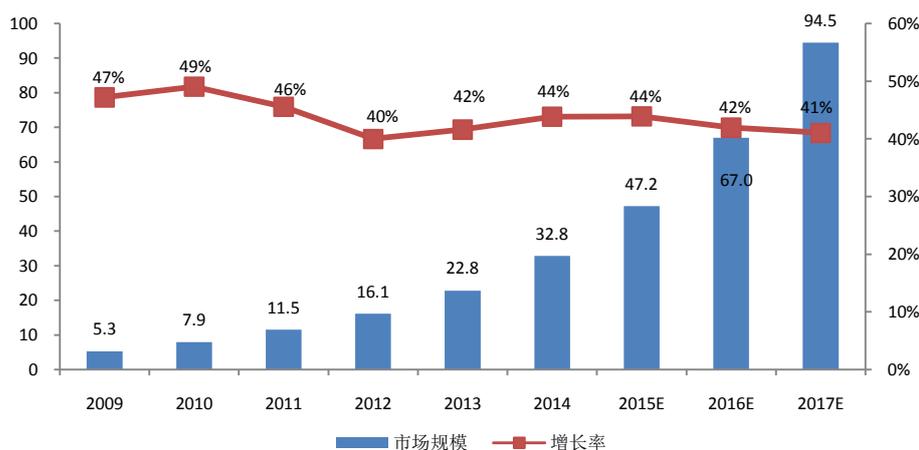
资料来源：wind，联讯证券

### （3）预计 2017 年，我国 CDN 市场规模达 94.5 亿元

随着当前互联网行业的高速发展、整体产业的服务类型和模式也在多样化，市场对于网络服务体验的需求也水涨船高，在网络基础设施建设难以尽善尽美的情况下，CDN 服务的重要性愈发提升，而其服务的内容和范围也不断扩大。在传统互联网，如视频、电商、网游等细分行业的拉动下，以及越来越多的传统行业纷纷布局互联网，我国专业 CDN 行业近年来呈现了迅猛增长的态势。

在 CDN 市场规模方面，2009 年我国 CDN 市场规模约 5.3 亿元，到 2014 年市场规模达到 32.8 亿元，2009~2014 年我国 CDN 市场规模年均增长率达 44.0%。预计未来几年 CDN 市场规模仍保持高速增长，到 2017 年，我国云计算市场规模将达到 94.5 亿元。

图表22： 我国 CDN 市场规模及预测（亿元）



资料来源：wind，联讯证券



## 四、公司盈利预测及估值

### (1) 公司盈利预测

由于公司收购森华易腾后，主营业务由单一的传统化工向“化工、IDC 和云计算”多元化发展。因此公司未来盈利将来自化工板块、IDC 和云计算板块。

根据主板公司主营业务与森华易腾相似的光环新网（300383.SZ）相关财务数据进行比较，森华易腾产品毛利率低于光环新网，前者毛利率呈上升态势；2014 年森华易腾净利润增长率高达 738.76%，而光环新网净利润增长率为 41.51%。森华易腾成长性优于光环新网。

图表23： 2013 年和 2014 年森华易腾与光环新网财务指标对比

公司	项目	2013A	2014A
光环新网	营业收入	30,814.96	43,454.31
	IDC 及其增值服务营业收入	23,315.90	35,791.33
	IDC 及其增值服务营业收入增长率 (%)	61.40	53.51
	占营业收入比例 (%)	75.66	82.37
	产品毛利率 (%)	46.91	43.00
	归属母公司净利润	6,726.46	9,518.44
	净利润增长率 (%)	21.46	41.51
森华易腾	营业收入	10,803.03	15,488.26
	IDC 营业收入	10,716.95	15,338.91
	IDC 营业收入增长率 (%)		43.13
	占营业收入比例 (%)	99.20	99.04
	产品毛利率 (%)	23.70	40.46
	归属母公司净利润	5,199.86	3,548.45
	净利润增长率 (%)		738.76

资料来源：wind，联讯证券

结合我国 IDC、云计算、CDN 行业发展状况和森华易腾发展情况，森华易腾各项业务仍然处于高速成长期，预计主营业务 IDC 年均增长率可保持 60%以上增长幅度，另外目前公司云计算和 CDN 营业收入较少，未来有较大爆发空间。预测 2015 年、2016 年和 2017 年森华易腾营业收入增长率为 50%、100%和 90%，盈利预测表如下。

图表24： 森华易腾盈利预测表（万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,488.26	23,232.39	46,464.78	88,283.08
增长率%	43.37	50.00	100.00	90.00
营业成本	9,222.06	9,525.28	18,585.91	32,664.74
营业税金及附加	243.48	247.66	483.23	849.28
销售费用	760.31	762.02	1,486.87	2,613.18
管理费用	1,004.99	1,009.68	1,951.52	3,429.80
财务费用	-5.38	10.00	12.00	15.00
营业利润	4,202.93	11,677.75	23,945.24	48,711.08
利润总额	4,188.92	11,627.75	23,895.24	48,661.08
净利润	3,548.45	9,767.31	20,072.00	40,875.31



	2014A	2015E	2016E	2017E
归属于母公司所有者的净利润	3,548.45	9,767.31	20,072.00	40,875.31
增长率%	738.76	175.26	105.50	103.64

资料来源: wind, 联讯证券

假设公司传统的主营业务、盈利模式未受并购森华易腾影响, 随着未来化工行业触底, 公司化工业务将有一定增长, 预计 2015 年、2016 年和 2017 年化工板块营业收入增长率分别为 0.4%、4%和 5%, 盈利预测表如下。

图表25: 公司并表前盈利预测表(万元)

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	118,979.54	119,455.46	124,233.68	130,445.36
增长率%	0.31	0.40	4.00	5.00
营业成本	100,015.07	99,148.03	99,386.94	104,356.29
营业税金及附加	558.56	668.95	708.13	756.58
销售费用	1,426.05	1,417.82	1,421.23	1,492.29
管理费用	4,646.47	4,640.13	4,651.31	4,883.87
财务费用	8,135.71	7,931.84	7,950.96	8,348.50
营业利润	3,058.35	2,974.44	2,981.61	3,130.69
利润总额	3,076.06	2,994.44	3,003.61	3,153.69
净利润	3,083.18	2,635.11	2,643.18	2,775.25
归属于母公司所有者的净利润	3,093.95	2,620.11	2,628.18	2,760.25
增长率%	-43.38	-15.32	0.31	5.03

资料来源: wind, 联讯证券

公司收购森华易腾交易已于 2016 年 2 月完成并成功过户, 公司业务从单一的传统化工转为化工和 IDC、云计算等多元业务。

预计公司收购森华易腾后, 合并 2015 年、2016 年和 2017 年报表, 公司 2015 年、2016 年和 2017 年归属母公司净利润分别为 1.24 亿元、2.27 亿元和 4.36 亿元, 同时考虑公司并购的 1 亿增发股本, 公司 2015 年、2016 年和 2017 年摊薄每股收益分别为 0.18 元、0.32 元和 0.62 元。

图表26: 公司并表后盈利预测表(万元)

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	118,979.54	142,687.85	170,698.46	218,728.44
增长率%	0.31	19.93	19.63	28.14
营业成本	100,015.07	108,673.31	117,972.85	137,021.03
营业税金及附加	558.56	916.61	1,191.37	1,605.87
销售费用	1,426.05	2,179.84	2,908.11	4,105.47
管理费用	4,646.47	5,649.81	6,602.83	8,313.67
财务费用	8,135.71	7,941.84	7,962.96	8,363.50
营业利润	3,058.35	14,652.19	26,926.85	51,841.77
利润总额	3,076.06	14,622.19	26,898.85	51,814.77
净利润	3,083.18	12,402.42	22,715.18	43,650.55
归属于母公司所有者的净利润	3,093.95	12,387.42	22,700.18	43,635.55
增长率%	-43.38	300.38	83.25	92.23



	2014A	2015E	2016E	2017E
每股收益(摊薄)	0.05	0.18	0.32	0.62

资料来源: wind, 联讯证券

## (2) 公司估值

根据主板市场光环新网公司估值,2015年、2016年和2017年PE倍数分别为182.6倍、79.19倍和49.32倍。

根据中信证券化学制品行业预测,2015年、2016年和2017年PE倍数分别为31.92倍、24.62倍和21.17倍。

从公司主营业务看,未来一定时期内,公司仍将保持“化工+IDC”模式,但业绩增长较快的业务在IDC。综合考虑公司传统业务及新增业务发展情况,给予公司2015年、2016年和2017年PE倍数80倍、60倍和40倍,对应股价为14.4元、19.2元和24.8元。

图表27: 可比公司估值

证券代码	证券简称	主营产品名称	昨收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	PE		
					2015	2016	2017
300383.SZ	光环新网	光环新网 CDN 业务、 光环新网 IDC 业务和 光环新网增值业务	41.20	225	182.6	79.19	49.32

资料来源: wind, 联讯证券

## 五、风险提示

业绩不及预期风险、行业竞争风险。



## 分析师承诺

本人具有我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。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。