



## 广东榕泰（600589）

## 化工

### 收购森华易腾，逐步向互联网领域转型

#### 投资要点：

◆ **收购森华易腾，迈出转型重要一步：**公司原先以化工业务为主，此次公司拟通过非公开发行股份并募集配套资金收购从事 IDC 业务的森华易腾 100%股权，迈出转型的重要一步。

◆ **IDC 行业高速增长，森华易腾网络、机房、客户等资源优质：**从行业层面看，根据 IDC 圈的数据，2014 年国内 IDC 市场 372 亿元，同比增长超过 40%，并预计 2015 年仍可保持 30%以上的增速，考虑到互联网向各个领域如金融领域的渗透加速，国内市场对 IDC 的需求可能超出预期。从公司层面看，森华易腾在北京、无锡（接近上海）、东莞（接近广州）等地均拥有 IDC 机房，接入移动、联通、电信、铁通、教育网、科技网 6 大网络资源，且形成六线 BGP 环网，而在客户选择上公司执行小而精的策略，小米、酷狗、金山均是公司核心客户，未来公司也会进一步通过租用运营商机房等模式实现全国 IDC 的业务布局。

◆ **云计算和 CDN 业务将进入高速增长期：**从行业层面看，云计算和 CDN 同样是高速增长的行业。从公司层面看，公司依托现有的优质客户资源为客户开展云计算和 CDN 服务，其中公司的森华云底层基础设施部署在公司 6 线 BGP 自营机房为客户提供计算资源、网络资源、存储资源、价格选购和云备份等产品和服务，具有安全、高效和便捷的特性，我们判断今后两年公司云计算业务收入将高速增长。CDN 方面公司已经建立了 100 个节点和拥有 500G 带宽资源，预计未来带宽资源会进一步扩充，同样是服务于公司既有客户，预计年内可以逐步贡献收入。

◆ **盈利预测与投资评级：**假设公司 2015 年全年并表森华易腾，并考虑发行股份对公司股本摊薄的影响，我们预测公司 2015 年-2017 年的 EPS 分别为 0.14 元、0.18 元和 0.23 元，对应最新收盘价的动态市盈率为 47X、36X 和 28X，首次覆盖予以“买入”的投资评级。

◆ **风险提示：**收购森华易腾预案未通过审核；森华易腾业绩增长放缓。

#### 盈利预测

| 百万元、元 | 营业收入  | 增长率    | 净利润 | 增长率     | 每股收益 | 毛利率    |
|-------|-------|--------|-----|---------|------|--------|
| 201A  | 1,190 | 0.31%  | 31  | -43.38% | 0.05 | 15.94% |
| 2015E | 1,357 | 14.02% | 109 | 253.22% | 0.14 | 26.37% |
| 2016E | 1,517 | 11.85% | 135 | 23.36%  | 0.18 | 27.75% |
| 2017E | 1,735 | 14.34% | 175 | 29.53%  | 0.23 | 29.33% |

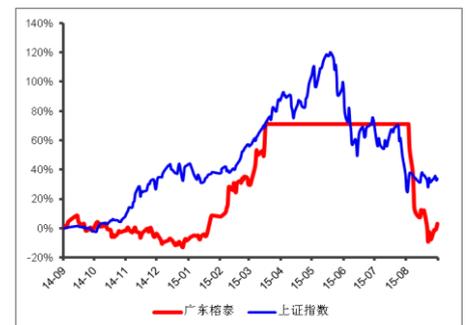
#### 所属行业

|      |      |
|------|------|
| 投资评级 | 买入   |
| 目标价格 | NA   |
| 当前价格 | 6.52 |

#### 交易数据

|            |            |
|------------|------------|
| 52 周股价区间   | 5.41-10.96 |
| 总市值（亿元）    | 39.23      |
| 流通 A 股（亿股） | 6.02       |
| 流通股比例      | 100%       |
| 日均成交量（万股）  | 2,570      |
| 日均成交值（万元）  | 17,507     |

#### 股价表现



分析师：朱岩  
执业证书：S0280515030002  
Email：zhuyan@xsdzq.cn  
Tel：010-83561312



# 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、拟收购森华易腾，迈出转型第一步 .....       | 4  |
| (一) ML 材料龙头企业.....            | 4  |
| (二) 拟收购森华易腾 .....             | 5  |
| 二、IDC进入高速增长期，森华易腾优势明显.....    | 7  |
| (一) 快速成长的 IDC 行业.....         | 7  |
| (二) 国内领先的 IDC 厂商——森华易腾.....   | 9  |
| 三、云计算业务有望进入高速增长期 .....        | 16 |
| (一) 云计算应用不断渗透 .....           | 16 |
| (二) 依托 IDC 业务客户优势发展云计算业务..... | 17 |
| 四、业务进一步拓展至CDN领域.....          | 20 |
| (一) 快速成长的 CDN 行业.....         | 20 |
| (二) 积极切入 CDN 领域.....          | 21 |
| 五、盈利预测与投资评级.....              | 23 |
| 六、风险提示.....                   | 23 |

## 图目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 公司股权结构及控制关系 .....                | 4  |
| 图 2 公司历年营业收入 .....                   | 5  |
| 图 3 公司历年归属于母公司所有者净利润 .....           | 5  |
| 图 4 2015 年上半年公司收入构成 .....            | 5  |
| 图 5 2015 年上半年公司毛利构成 .....            | 5  |
| 图 6 森华易腾 2013-2017 年扣非净利润 .....      | 6  |
| 图 7 2015 年上半年森华易腾收入构成 .....          | 7  |
| 图 8 2015 年上半年森华易腾毛利构成 .....          | 7  |
| 图 9 2009-2017 年我国 IDC 行业市场规模分析 ..... | 8  |
| 图 10 2012 年中国 IDC 公司的房服务器数量分布 .....  | 9  |
| 图 11 2012 年中国 IDC 公司的数量分布 .....      | 9  |
| 图 12 2012 年中国 IDC 客户类型分布 .....       | 9  |
| 图 14 森华易腾的网络逻辑拓扑 .....               | 13 |
| 图 15 2012-2017 年中国数字音乐市场规模 .....     | 14 |
| 图 16 2012-2017 年中国在线视频市场规模 .....     | 14 |
| 图 17 2012-2017 年中国网络游戏市场规模 .....     | 14 |
| 图 18 2012-2017 年中国电子商务交易规模 .....     | 15 |
| 图 19 公司主要的互联网企业客户 .....              | 15 |
| 图 20 近年来公司来自小米、酷狗和金山的销售收入 .....      | 15 |
| 图 21 公司 IDC 业务毛利率与行业内其他公司对比 .....    | 16 |
| 图 22 2011-2020 年全球云市场空间 .....        | 17 |
| 图 23 2011-2014 年中国云建设市场规模 .....      | 17 |
| 图 24 2014-2017 年中国混合云市场趋势预测 .....    | 18 |
| 图 25 森华云云主机的实时监控界面 .....             | 18 |
| 图 26 森华云创建的 VDC 网络（虚拟数据中心） .....     | 18 |
| 图 27 森华云秒级备份、恢复界面 .....              | 19 |
| 图 28 森华云的主要用户 .....                  | 20 |
| 图 29 2008-2015 年中国第三方 CDN 市场规模 ..... | 21 |
| 图 30 森华易腾的网站加速解决方案示意图 .....          | 22 |
| 图 31 公司 CDN 业务介绍示意图 .....            | 22 |

## 表目录

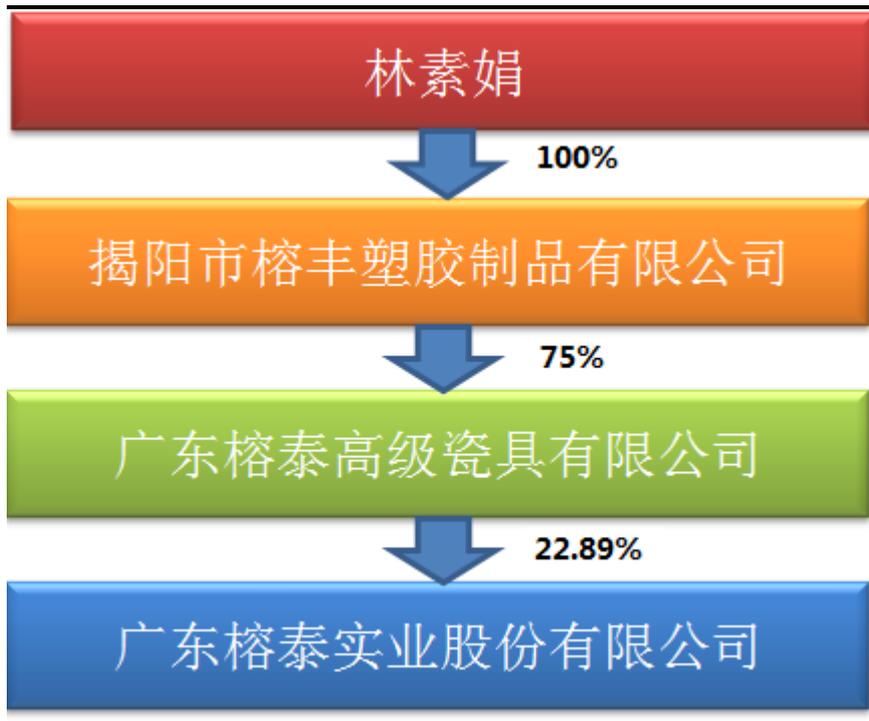
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 表 1 可比公司收购资产的 PE 值 .....             | 6  |
| 表 2 基础电信运营商与第三方 IDC 服务商的对比 .....     | 8  |
| 表 3 公司拥有的机房资源 .....                  | 10 |
| 表 4 森华易腾机房主要特点 .....                 | 10 |
| 表 5 2015 年上半年博睿发布的北京机房网络质量评测表 .....  | 11 |
| 表 6 2015 年 8 月博睿发布的北京机房网络质量评测表 ..... | 11 |
| 表 7 公司财务报表预测 .....                   | 24 |

## 一、拟收购森华易腾，迈出转型第一步

### （一）ML 材料龙头企业

公司是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，于1997年12月25日注册登记成立的股份有限公司。目前，公司的控股股东为榕泰瓷具，持有公司22.89%的股份，榕泰瓷具的实际控制人为林素娟女士，也是公司的实际控制人。

图 1 公司股权结构及控制关系



来源：公司公告、新时代证券研发中心

业务方面，公司主营业务包括ML氨基复合材料、甲醛、仿瓷制品、苯酐及增塑剂（邻苯二甲酸辛酯）等产品的生产与销售，主要产品为ML氨基复合材料，Wind的资料显示，公司自主研发的ML氨基复合材料国内市场占有率超过50%，是当前国内外氨基复合材料生产与销售的龙头企业，具备较强的研发和创新能力。

然而，近年来，受宏观经济及行业不景气及行业需求整体平淡影响，公司主营业务发展速度放缓，盈利能力有所下降。因此我们认为公司在保持现有主营业务稳步发展的基础上，通过外延式并购发展方式进入前景更为广大的行业，实现多元化经营，有利于增强公司的抗风险能力和盈利能力。

图 2 公司历年营业收入  
(单位: 万元)

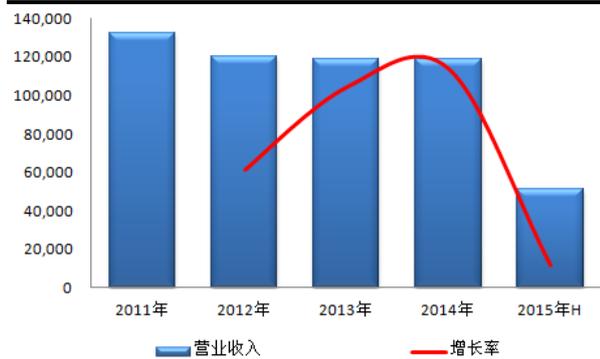
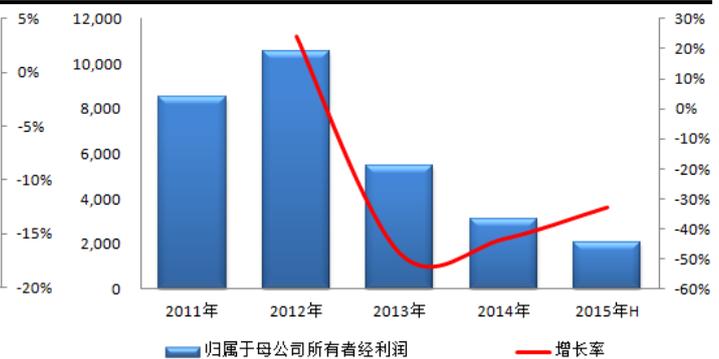


图 3 公司历年归属于母公司所有者净利润  
(单位: 万元)



来源: 公司公告、新时代证券研发中心

公司现有主要产品为ML材料, 该材料是指公司在氨基复合材料的基础上通过改变原料配方, 加入助剂M和助剂L而开发出的新一代树脂基功能复合新材料氨基复合材料, 2015年上半年, ML材料为公司贡献了近65%的销售收入和近90%的毛利, 是公司目前主要的利润来源。

图 4 2015 年上半年公司收入构成

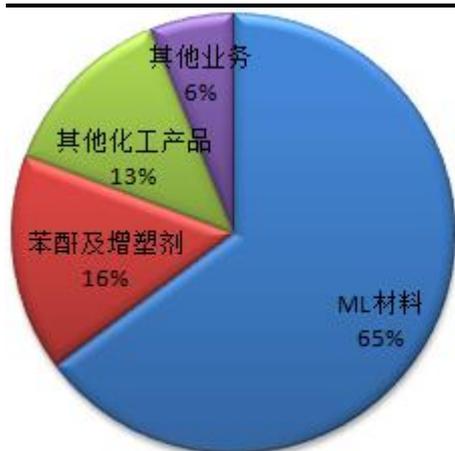
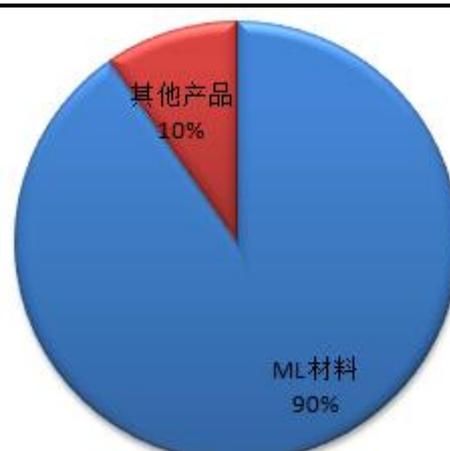


图 5 2015 年上半年公司毛利构成



来源: 公司公告、新时代证券研发中心

## (二) 拟收购森华易腾

公司此前发布定增预案, 拟以发行股份及支付现金的方式购买高大鹏、肖健所持森华易腾100%的股权, 交易价格确定为12亿元, 其中8. 亿元以股份支付, 3. 6亿元以现金支付。同时, 公司拟向新余勤利道、新余勤为成、深圳书生、揭阳长和非公开发行股票募集配套资金不超过39, 999万元, 募集配套资金中3. 6亿元用于支付现金对价, 剩余资金用来支付本次重组的相关费用。此次定增预案中, 公司发行价不超过8. 11元/股。

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。

公司在本次交易定价过程中参考了近期蓝鼎控股 (000971)、四川金顶 (600678) 等A股上市公司收购IDC、云计算行业相关标的资产的案

例，可以看出公司收购森华易腾的PE倍数与业内其他公司相差不大。

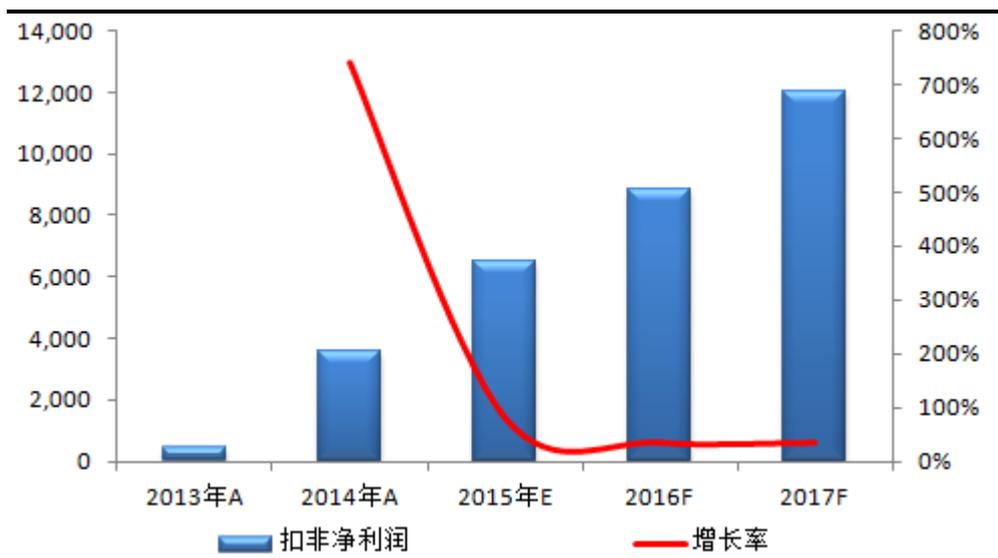
**表1可比公司收购资产的PE值**

| 上市公司 | 标的资产 | 标的资产主要业务  | 交易对价<br>(万元) | 第一年承<br>诺净利润<br>(万元) | 最近一期<br>的净资产<br>(万元) | 市盈<br>率 | 市净率   |
|------|------|---|--------------|----------------------|----------------------|---------|-------|
| 蓝鼎控股 | 高升科技 | 从事 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 | 150,000      | 7,700                | 6,500                | 19.48   | 23.08 |
| 四川金顶 | 德利迅达 | IDC、CDN 业务以及基于 IDC、CDN 的增值服务业务                      | 280,000      | 20,000               | 84,025               | 14      | 3.33  |
| 广东榕泰 | 森华易腾 | IDC、云计算及对应的增值服务                                     | 120,000      | 6,500                | 7,785                | 18.46   | 15.41 |

来源：公司公告、新时代证券研发中心

近年来森华易腾的销售收入和净利润实现了快速增长，2014年森华易腾的净利润已达到3,548万元，同比增长超过7倍，同时在公司披露的定增预案中，森华易腾2015年的净利润承诺值为6,500万元，即今年净利润同比增速达83%。

**图 6 森华易腾 2013-2017 年扣非净利润（单位：万元）**



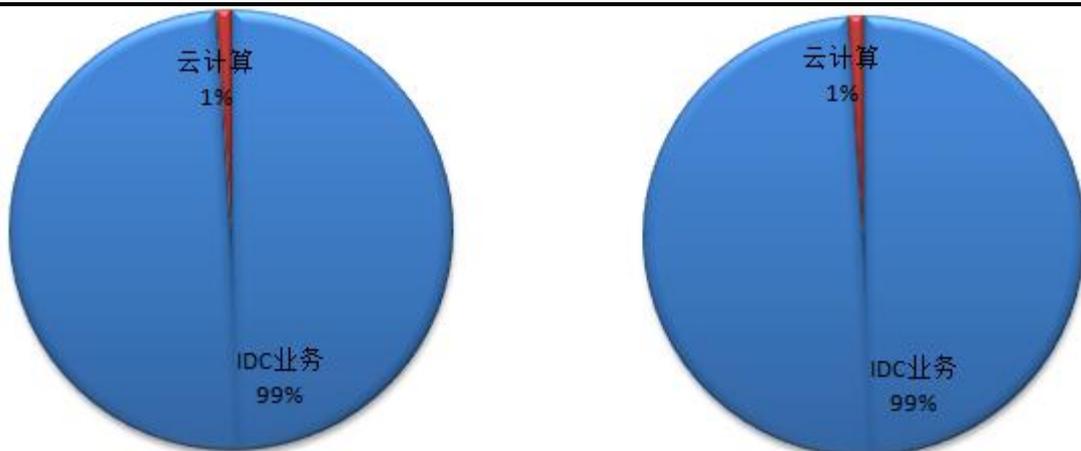
来源：公司公告、新时代证券研发中心

注：2015-2017 年的数据为森华易腾的业绩承诺值

目前，森华易腾的业务收入主要来自于IDC服务收入、云计算服务收入。其中，IDC运营业务是公司主要的收入和利润来源，贡献了森华易腾近99%的销售收入和毛利。IDC运营业务，即主要通过租用的机房为客户提供服务器托管及增值维护服务，根据客户使用的带宽、机柜和IP等资源数量以及所选用的增值服务的类型进行计费。公司会根据客户不同时间段的带宽使用情况，进行有效的业务整合，以获得合理的带宽复用比，提升IDC业务的毛利率。

图 7 2015 年上半年森华易腾收入构成

图 8 2015 年上半年森华易腾毛利构成



来源：公司公告、新时代证券研发中心

森华易腾在北京拥有6大核心机房，江苏无锡和广东东莞的机房也已开始运作，目前公司在为400多家互联网公司提供IDC、云计算等领域的服务，主要客户包括小米科技、金山云、酷狗音乐等互联网企业。

## 二、IDC进入高速增长期，森华易腾优势明显

### （一）快速成长的 IDC 行业

森华易腾的主营业务收入和利润均来自IDC业务，因此我们先对IDC行业的基本情况进行简要介绍。

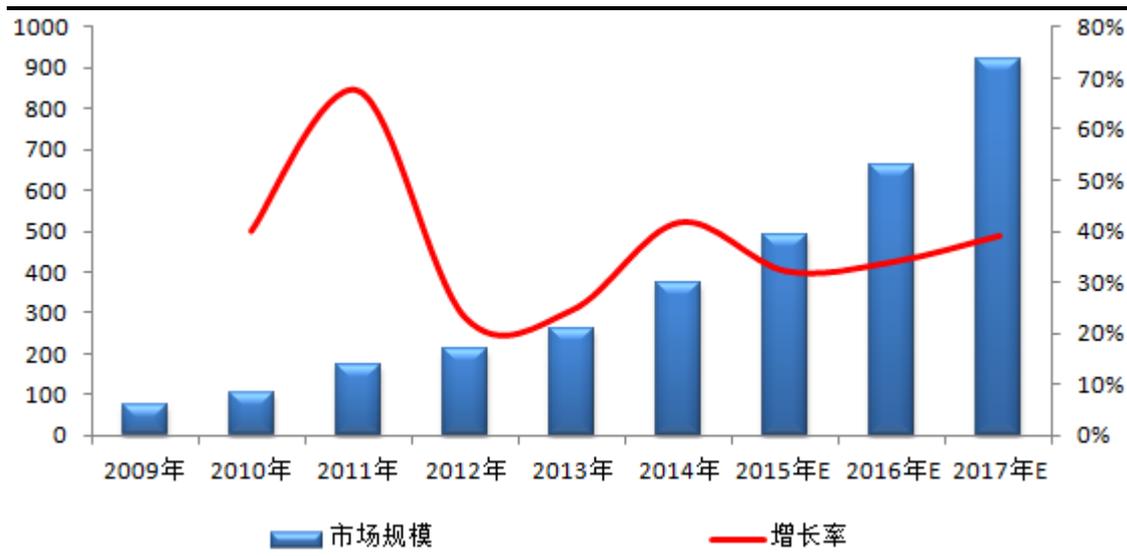
IDC业务，即互联网数据中心服务，IDC服务商通过利用运营商或者第三方建立的标准化机房、互联网通信线路、网络带宽资源，为企业或政府提供服务器托管、租用、带宽以及相关增值等方面的全方位服务。通过IDC服务，企业或政府单位无需再建立自己的专用机房、铺设昂贵的通信线路，也无需高薪聘请网络工程师，即可解决互联网应用的许多专业需求。

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。

互联网企业将互联网内容存储在IDC机房的托管服务器中，并向IDC服务商购买互联网带宽供用户访问接入，用户可以通过电脑、手机、IPAD等设备在互联网上查看和使用互联网企业的网站和服务。IDC业务是每个互联网产品均需要的服务，也是互联网最底层的基础服务，众多新闻、视频、游戏、电子商务网站都在使用主机托管和租用服务。IDC服务的好坏直接决定了用户是否能够顺利访问到互联网网站和应用。

根据IDC圈发布的数据显示，2014年我国IDC市场规模为372.2亿元，同比增长41.8%，并预计2015年我国IDC市场规模将达到492.4亿元，同比增长32.3%，由于这一数据是IDC圈在今年4月发布的，因此我们认为不排除今年国内IDC市场规模增速超出预期的可能。

图 9 2009-2017 年我国 IDC 行业市场规模分析（亿元）



来源：中国 IDC 圈、新时代证券研发中心

国内IDC服务商大致可分为两类，一类是运营商，拥有自己的机房和丰富的业务资源，但运营商的业务开发能力较弱，自建机房一般难以迅速实现销售；另一类是森华易腾这样的第三方IDC服务商，通过租用运营商机房或自建机房为客户提供IDC服务。

表2基础电信运营商与第三方IDC服务商的对比

|             | 基础业务            |                         | 增值业务        |                     | 云服务业务                      |                     |
|-------------|-----------------|-------------------------|-------------|---------------------|----------------------------|---------------------|
|             | 优势              | 劣势                      | 优势          | 劣势                  | 优势                         | 劣势                  |
| 运营商         | 业务资源丰富          | 各运营商之间同质竞争，产品单一         | 交易获得客户使用和新人 | 业务开发和服务能力较弱         | 能实现规模化云服务业务，并具有网络优势        | 云计算技术及客户服务方面不具有先天优势 |
| 第三方 IDC 服务商 | 可以引进多运营商资源，产品丰富 | 资源受制于运营商，大多数不能提供类似BGP业务 | 服务实施能力较强    | 业务开展需要与运营商和业务开发公司结合 | 云服务技术及服务能力方面较强，很多公司有一定开发能力 | 资源不具备优势，规模化维护能力较差   |

来源：中国 IDC 圈、新时代证券研发中心

虽然IDC行业是高速发展的行业，但其内部竞争结构较为分散，根据中国IDC圈在2012年的数据统计，国内30%的IDC厂商仅有1000台以下的机柜，而机柜拥有量超过1000万台的企业占比不超过20%。

此外，根据中国IDC圈在2012年的数据统计，国内IDC厂商中，约有26%的厂商通过租用运营商的机房开展IDC业务，我们认为随着IDC需求的快速增长，仅有的租用运营商机房的模式难以满足市场的需求，自建机房将成为趋势。但机房的建立选址，UPS和发电机的购置都需要强大的资

金力量作为支持，因此通过资本市场融资来扩建机房，是 IDC 厂商实现快速发展的主要途径。

图 10 2012 年中国 IDC 公司的房服务器数量分布

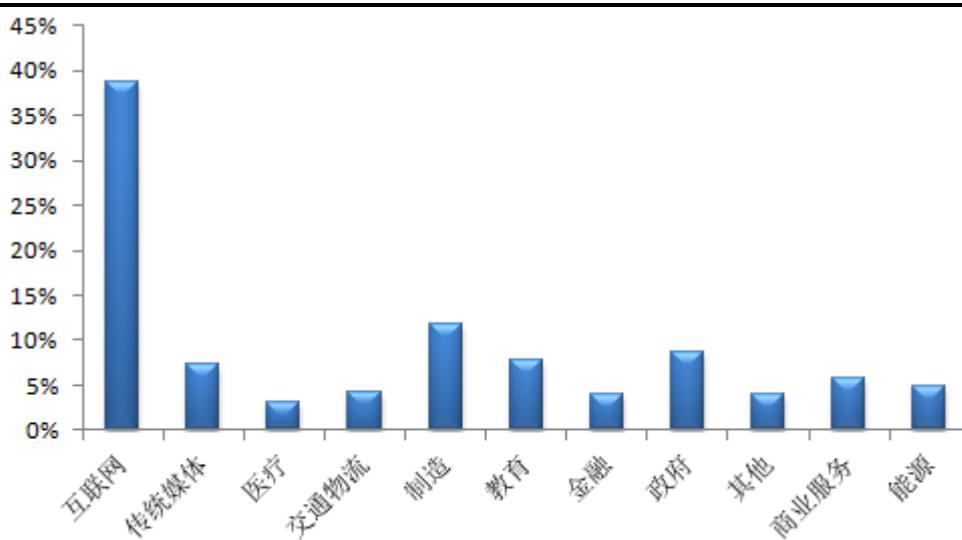
图 11 2012 年中国 IDC 公司的数量分布



来源：中国 IDC 圈、新时代证券研发中心

就国内IDC的下游客户分布来看，中国IDC圈在2012年的数据统计，互联网客户是主要快速增长的客户群体，2012年所占比例达到38.7%，政府、教育行业增长较快，所占比例分别为8.7%和7.8%，随着政府电子政务、物联网以及部分公共云平台的快速建设，对IDC的需求也在快速增加。

图 12 2012 年中国 IDC 客户类型分布



来源：中国 IDC 圈、新时代证券研发中心

## （二）国内领先的 IDC 厂商——森华易腾

### 1. 机房资源优质

机房资源是IDC厂商为客户提供服务的关键，优质的机房拥有很强的抗震抗灾能力，备用电源、发电设备也配置的十分完善。森华易腾就拥有这样的优质机房资源，如运营商的国家级主干机房以及完备的数据中心基础设施。北京是国内互联网生态最为完善的地区，公司在北京拥有6大核心机房，并接入了入中国电信、中国联通、中国移动、中国教育网、

中国铁通、中国科技网6大核心网络资源。

**表3 公司拥有的机房资源**

| 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        | 中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 | 中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       | 中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     | 中国电信股份有限公司北京分公司    |
| 5  | 廊坊机房  | 河北省廊坊市金源东道27号(开发区)      | 中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             | 中国移动通信集团北京有限公司     |
| 7  | 清华园机房 | 北京市海淀区北坞村路甲25号静芯园d座     | 北京共建恒业通信技术有限公司     |

来源：公司公告、新时代证券研发中心

**表4 森华易腾机房主要特点**

| 机房名称   | 特点   |
|--------|--|
| 兆维机房   | 五星级电信骨干枢纽 IDC 机房<br>8 级抗震，具备抵御强烈风暴雷击的能力<br>唯一国家级灾备中心，金融和证券指定灾备中心<br>各大门户主节点机房，百 G 出口带宽<br>北京最好的国际出口<br>DDOS 防护启用防护通过率 99%，丢包率小于 2% |
| 鲁谷机房   | 中国联通五星级数据中心<br>TIER4 国际标准<br>国内领先的优质综合类网络数据中心<br>多链路链接，免除单点故障  |
| 看丹桥机房  | 中国铁通骨干枢纽中心<br>专业的游戏数据中心<br>北京西南四环优越的地理位置   |
| 富丰桥机房  | 国际 TIER3+设计标准<br>独立两路高压市电接入<br>多运营商骨干接入  |
| 洋桥机房   | 双设备双路由直连 ChinaNet、CN2<br>市电+UPS+柴油发电机组<br>高性能水冷设备<br>7x24 小时持续安防、网络监控  |
| 沙河机房   | 国际 TIER4 标准+国家 A 级标准+移动五星级<br>高性能模块化可循环冷设施<br>8 路市电+4 套柴油机组+6 套双总线冗余 UPS   |
| 无锡移动机房 | 中国移动五星级机房<br>CMNET 全国 7 大节点之一<br>双路市电+8 组 UPS+8 台大型柴<br>接地、防雷、消防、抗震<br>7x24 小时 NOC 实时网络监控  |

来源：公司公告、新时代证券研发中心

森华易腾各机房之间通过光纤直连，采用H3C105高端核心设备做堆叠，可以实现机房间的相互冗余，云计算的主机漂移，整个环网最大容量可达400G。通过多上联端口、高网络设备冗余、高网络链路冗余，提供高质量的多网络出口融合的互联网出口带宽。

从定量的角度也可以看出森华易腾机房的优质，这里我们采用博睿数据监测数据中心的数据，该监测中心通过分布在全国各主要城市的电信、联通、移动、教育网对北京18家IDC服务商（主要有森华易腾、蓝汛、互联通、帝联、网速、世纪互联、光环新网等）40个机房进行频率为10分钟的ping测试，经过每月超过2700万余次的数据采样测试，获取丢包率（数据包丢失部分与所传数据包总数的比值）和时延（一个报文或分组从一个网络的一段送到另一个端所需要的时间）两个参数，并对这些机房的网络质量进行评估。

根据博睿的监测数据，2015年上半年，森华易腾有一家机房排进前10，而2015年8月则有2家机房排进前10。

表5 2015年上半年博睿发布的北京机房网络质量评测表

| 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  | 互联互通龙观   | 33.17    | 0.29    | 42.51   | 1       | 77.13 |
| 2  | 互联互通鲁谷   | 33.16    | 0.36    | 42.79   | 0.98    | 76.66 |
| 3  | 世纪互联兆维   | 38.4     | 0.33    | 48.58   | 1.01    | 74.56 |
| 4  | 森华易腾鲁谷   | 33.79    | 0.42    | 43.88   | 1.48    | 73.07 |
| 5  | 世纪互联M6   | 36.91    | 0.5     | 46.09   | 1.44    | 71.76 |
| 6  | 首都在线     | 35.01    | 0.42    | 45.63   | 1.75    | 70.85 |
| 7  | 世纪互联B28  | 39.83    | 0.45    | 50.67   | 1.7     | 69.00 |
| 8  | 天地祥云     | 33.5     | 0.87    | 44.73   | 2.62    | 63.41 |
| 9  | 光环新网东环广场 | 34.18    | 0.79    | 45.53   | 2.67    | 63.30 |
| 10 | 光环新网酒仙桥  | 35.23    | 0.8     | 46.06   | 2.75    | 62.44 |

来源：博睿、新时代证券研发中心

表6 2015年8月博睿发布的北京机房网络质量评测表

| 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  | 互联互通龙观  | 33       | 0.36    | 41.82   | 1.06    | 76.52 |
| 2  | 互联互通鲁谷  | 32.27    | 0.37    | 42.22   | 1.1     | 76.28 |
| 3  | 世纪互联兆维  | 38.91    | 0.41    | 48.51   | 1.1     | 73.46 |
| 4  | 森华易腾沙河  | 35.21    | 0.53    | 43.23   | 1.32    | 73.21 |
| 5  | 森华易腾鲁谷  | 33.59    | 0.43    | 42.69   | 1.57    | 72.74 |
| 6  | 世纪互联M6  | 37.44    | 0.57    | 45.93   | 1.39    | 71.57 |
| 7  | 首都在线    | 35.2     | 0.67    | 44.47   | 1.77    | 69.43 |
| 8  | 世纪互联B28 | 40.37    | 0.53    | 49.95   | 1.66    | 68.80 |
| 9  | 天地祥云    | 33.19    | 0.95    | 43.39   | 2.64    | 63.15 |
| 10 | 电信通三元桥  | 34.52    | 0.94    | 42.96   | 2.69    | 62.72 |

来源：博睿、新时代证券研发中心

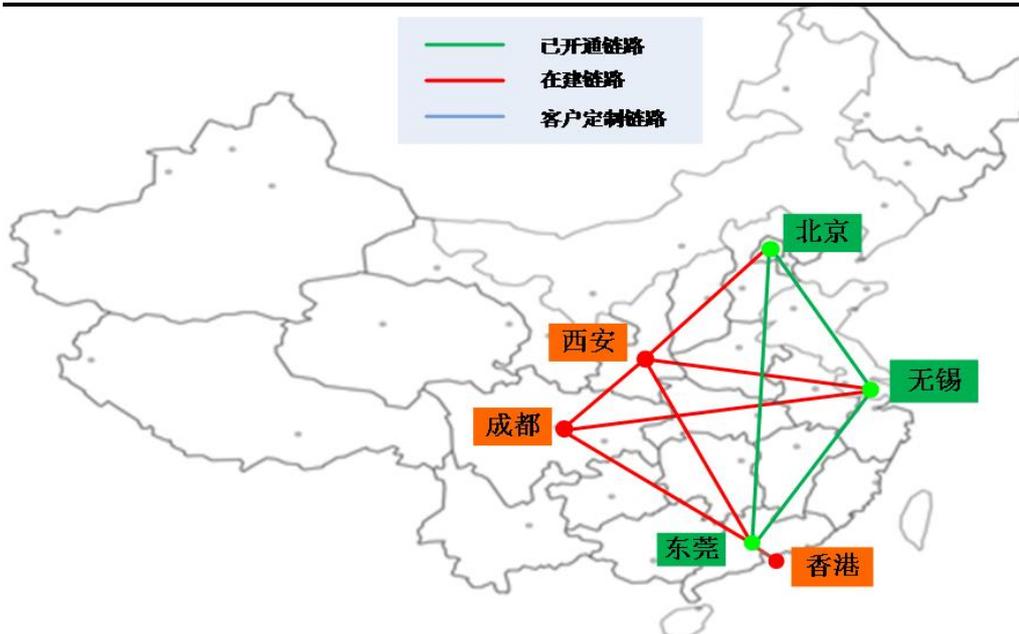
此外，为实现公司全国布局的战略需求，同时满足公司核心客户全国业务的开展，2015年6月，公司分别与中国移动通信集团北京有限公司

中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。其中无锡机房靠近上海地区，是运营商骨干网全国八大节点之一，已经引进众多互联网、金融等领域企业的数据中心资源。

从全国布局来看，森华易腾一期网络已实现北京、无锡、东莞三地光纤互联，形成六线BGP环网，未来二期将规划开通成都、西安、香港节点，最终形成全国各大节点的光纤互联。具体来看，公司布局上海附近的无锡和广东附近的东莞，是因为互联网企业主要集中在北上广地区，而进一步规划西安和成都等西部地区，主要是满足公司核心客户在西部开展业务的需求。我们认为，公司在西部地区开展业务应该仍是通过租用机房的模式展开，因为西部地区的互联网生态不如北京地区，如果自建机房当地的互联网资源难以支撑自建的机房资源。

由于国内特殊的情况，从一家运营商的网络去访问另一家运营商的网络存在一定的延时，甚至有些运营商的机房现在是拒绝接入其他运营商带宽资源的。基于此，为了给客户提供更好的用户体验，森华易腾用技术手段，把6大网络连接起来。目前来看，在北京这样的地区，是非常需要六线BGP环网的。

图13森华易腾在全国的网络布局

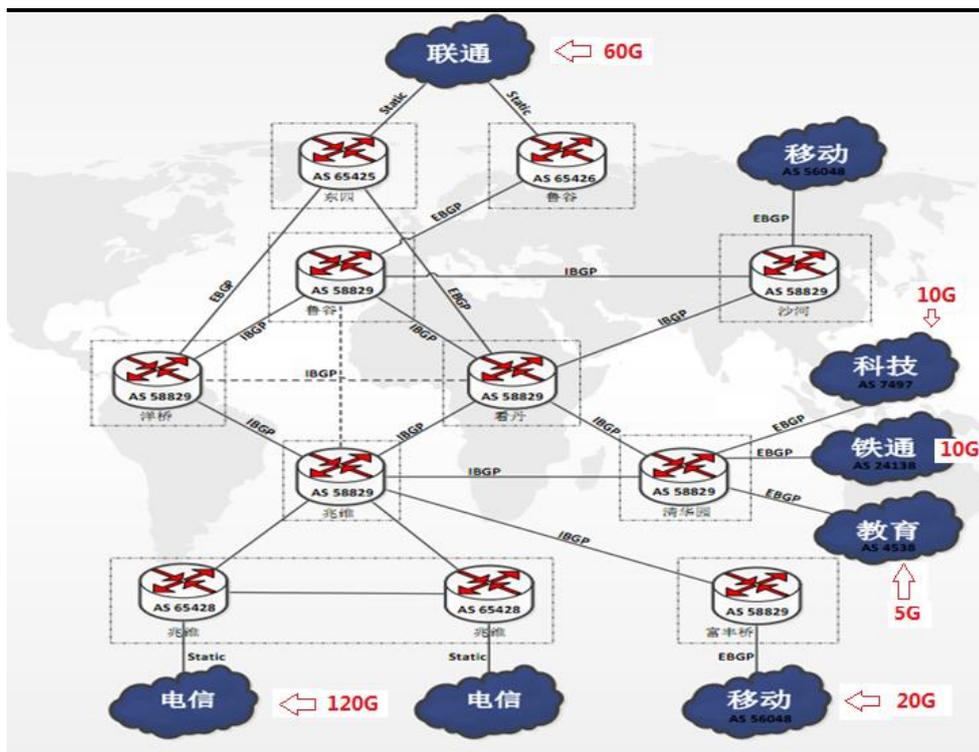


来源：森华易腾、新时代证券研发中心

目前，森华易腾对外通过EBGP与中国联通、中国移动、中国科技网、中国铁通、中国教育网之间进行动态路由学习，对于中国电信采用静态路由作为公网的默认出口，网络总出口225G；对内，森华易腾组建内部公网，为了降低运维难度，内网组建为全互联的IBGP网络架构，确保路由学习的完整性。通过这种组网架构，各个运行BGP路由的设备中，同时有中国联通、中国移动、中国科技网、中国铁通、中国教育网的明细路由，以及去往中国电信的默认路由。当数据进入路由设备后，通过在路由表中匹配相应的路由条目，如果该流量的目的地址为中国联通，那么选择中国联通作为下一跳进行路由；如果在路由表中没有匹配到去往中国联通、中国移动、中国科技网、中国铁通、中国教育网的路由条目，则选择中国电信作为最终选择，进行数据转发，从而实现多线带宽的融

合工作。

图 14 森华易腾的网络逻辑拓扑



来源：森华易腾、新时代证券研发中心

## 2. 聚焦核心下游行业，绑定精致客户

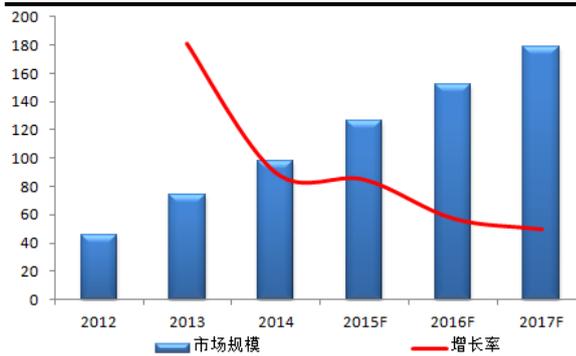
森华易腾目前专注于互联网娱乐行业，例如网络音乐、网络视频、网络游戏、电子商务、APP等，主要为上述行业相关客户提供IDC及其增值服务。下面我们来看一下公司下游行业的基本情况

1) 网络音乐是指音乐作品通过互联网、移动通信网等各种有线和无线方式传播的数字音乐，其主要特点是形成了数字化的音乐产品制作、传播和消费模式。根据易观国际的报告，2014年我国数字音乐整体市场规模接近100亿元，同比增速在32%，预计15年将达到126.7亿元。其中，网络音乐中，移动音乐将进入高速发展期，相关的版权制度将逐渐完善，新的商业模式将逐步形成。

2) 网络视频，是指由网络视频服务商提供的、以流媒体为播放格式、可以在线直播或点播的声像文件。根据艾瑞咨询的报告，2014年，中国在线视频市场规模为239.7亿元，同比增长76.4%，其中广告仍然是在线视频市场的核心增长助力，而终端销售收入、游戏联运收入也是部分在线视频企业营收增长的重要推动力。

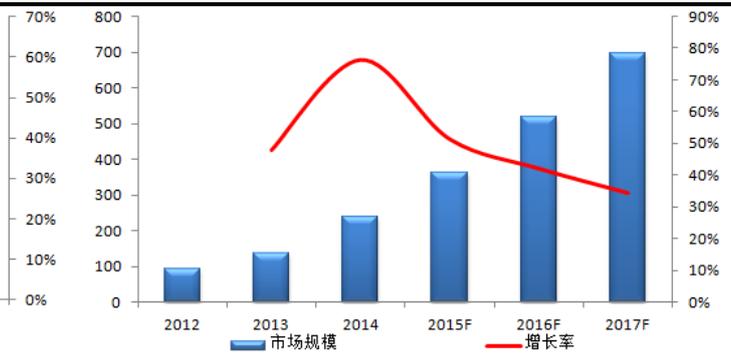
3) 网络游戏指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机为处理终端，以游戏客户端软件为信息交互窗口的旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的具有可持续性的个体性多人在线游戏。根据艾瑞咨询的报告，2014年我国网络游戏市场规模超过1000亿元，同比增长24%，虽然未来增速不快太高，但网络游戏中的移动游戏仍会高速发展，预计今年市场将有近50%的增长。

图 15 2012-2017 年中国数字音乐市场规模  
(单位: 亿元)



来源: 易观国际、新时代证券研发中心

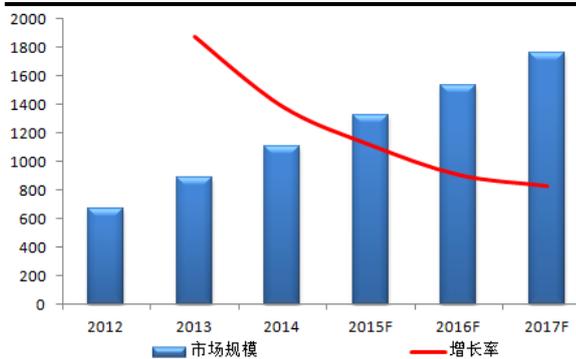
图 16 2012-2017 年中国在线视频市场规模  
(单位: 亿元)



来源: 艾瑞咨询、新时代证券研发中心

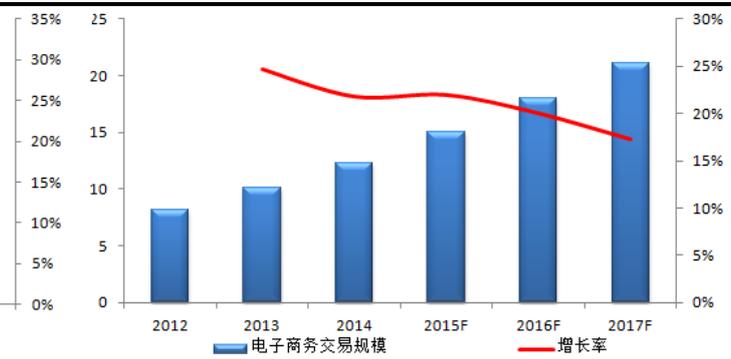
4) 目前我国已基本进入全民电商的时代, 网购已成为一线城市居民生活的重要方式, 但在二三线城市及乡镇农村, 电子商务还有大规模的用户群体待挖掘。根据艾瑞咨询的报告, 2014年, 我国电子商务市场交易规模增长48.7%, 在社会消费品零售总额渗透率年度首次突破10%, 成为推动电子商务市场发展的力量之一。另外, 在线旅游增长27.1%, 本地生活服务O2O增长42.8%, 共同促进电子商务市场整体的稳步增长。

图 17 2012-2017 年中国网络游戏市场规模  
(单位: 亿元)



来源: 艾瑞咨询、新时代证券研发中心

图 18 2012-2017 年中国电子商务交易规模  
(单位: 万亿元)



来源: 艾瑞咨询、新时代证券研发中心

5) APP指智能手机的第三方应用程序, 以苹果商店为例, 2008年刚推出时只有不到500个应用, 但在随后的三年间这一数字已经增长到50万。

具体到客户层面, 公司网络音乐领域的客户主要有酷狗, 网络游戏领域的客户主要有成都西山居、北京麒麟网、上海锐战、上海江游、天津启新明动、蓝港在线、广州菲音信息等, 电子商务领域的客户主要有小米、亿赞普、天津网聚优众等; APP领域的客户主要有广州华多(旗下YY语言)、厦门美图、个信互动等。

图 19 公司主要的互联网企业客户

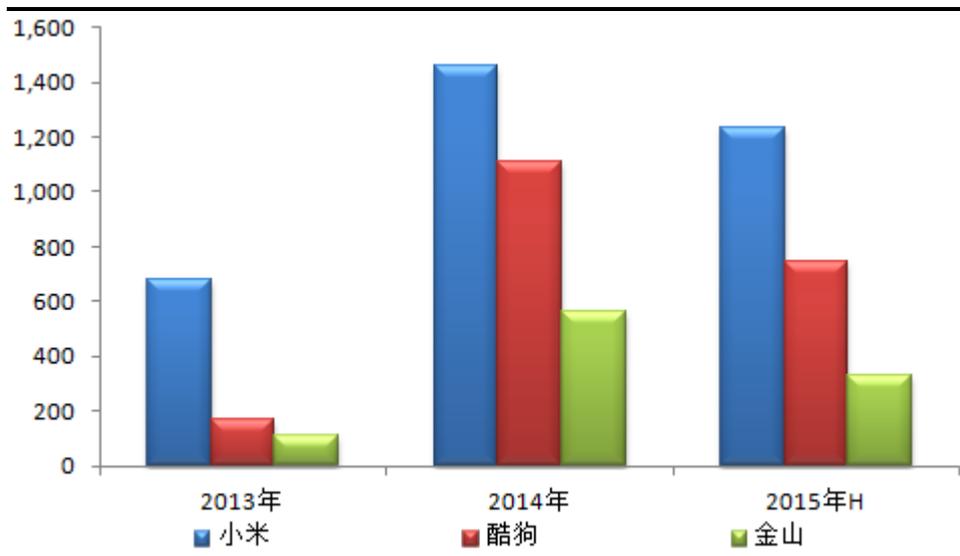


来源：公司公告、新时代证券研发中心

从公司的客户情况可以看出，公司在客户选择上不同于行业内众多厂商，公司专注于挑选小（相对BAT）而精的客户，这些客户的带宽使用中波峰和波谷并不明显，有的客户之间甚至可以在带宽使用时间上错开，利于公司提高带宽的复用比。更重要的是，公司通过与这些精致客户如小米的长期合作，一方面不断满足其日益增长的带宽需求和运维需求，另一方面也可以深度开发现有客户，发展云计算、CDN等业务，实现公司多元化业务的发展。

在公司众多客户中，小米、酷狗和金山是公司的核心客户，根据森华易腾披露的情况，2015年1-5月，公司来自小米、酷狗、金山三家公司的销售收入共计2,304万元，占到公司当期总收入的28%。

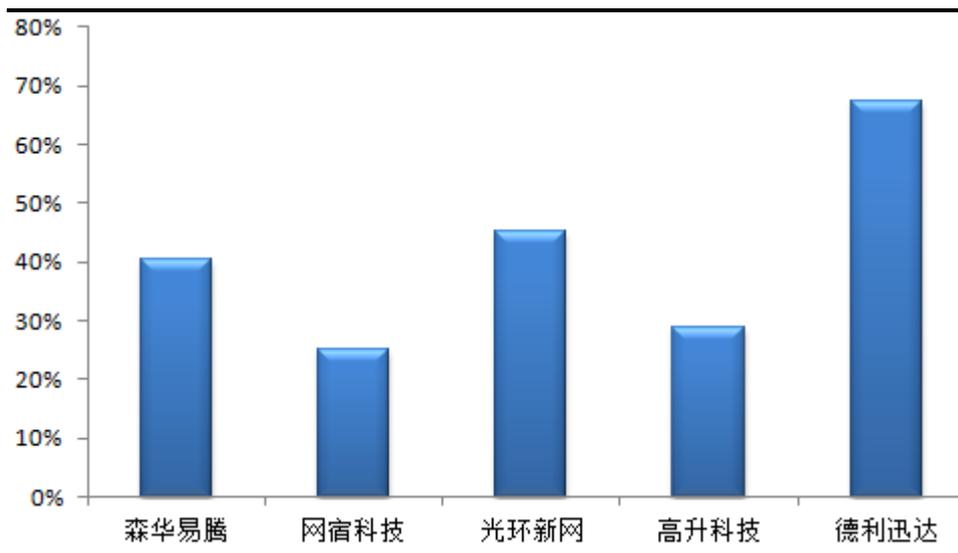
图 20 近年来公司来自小米、酷狗和金山的销售收入（单位：万元）



来源：公司公告、新时代证券研发中心

从盈利能力上看，公司IDC业务的毛利率呈现上升趋势，由2013年的23.34%，上升到2014年的40.34%，再上升到2015年1-5月的47.65%，为统一比较公司与行业内毛利率的差异，我们统一选取2014年行业内其他公司的毛利率数据。

图 21 公司 IDC 业务毛利率与行业内其他公司对比



来源：各公司公告、新时代证券研发中心

### 三、云计算业务有望进入高速增长期

#### (一) 云计算应用不断渗透

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。

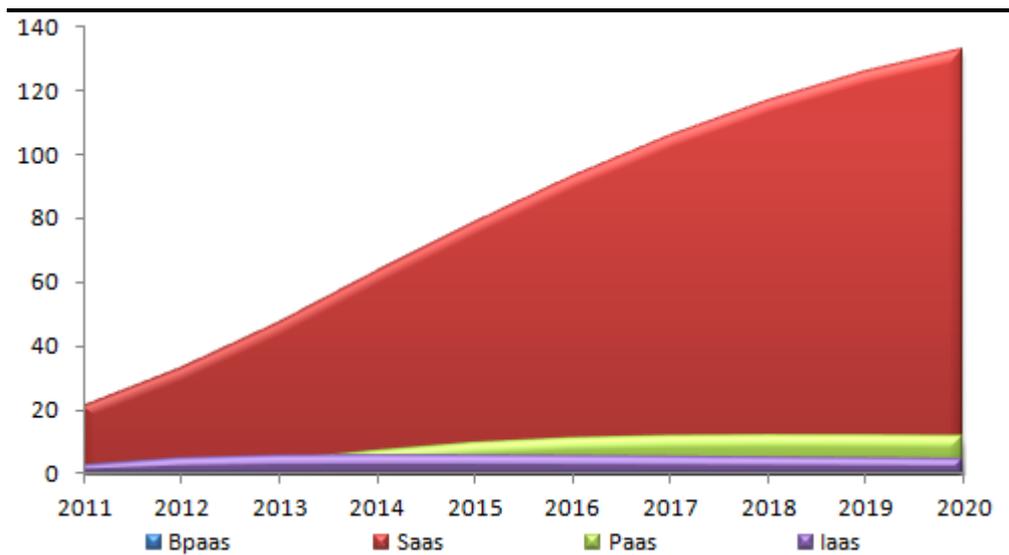
云计算按服务模式划分为IaaS、PaaS、SaaS三种类型。

**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。市场空间方面，根据Forrester的预测，到2015年SaaS将产生784.3亿美元的收入，而预计到了2020年这个收入将增长到1326亿美元。

图 22 2011-2020 年全球云市场空间（单位：十亿美元）



来源：Forrester、新时代证券研发中心

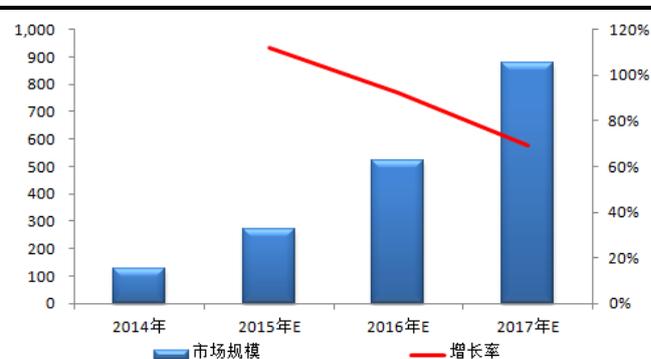
国内市场方面，云计算在各行业的应用正在逐渐落地，例如：云计算解决了大型互联网企业对低能耗、可扩展性和支撑业务峰值的需求；政务云可以帮助政府行业打破部门间的数据堡垒，实现部门间的信息共享和业务协同，提升公众服务能力；电信云有利于运营商整合内部分散的信息系统，减少运营成本；金融云对中小银行成本节约和业务拓展方面的支撑等等。随着未来云计算安全体系的逐步完善，云计算在各行业细分领域的应用能力将进一步得到提升。

图 23 2011-2014 年中国云建设市场规模（单位：亿元）



来源：计世资讯、新时代证券研发中心

图 24 2014-2017 年中国混合云市场趋势预测（单位：亿元）



来源：计世资讯、新时代证券研发中心

## （二）依托 IDC 业务客户优势发展云计算业务

森华易腾早在2012年就完成了云计算业务的布局，并正式对外提供公有云服务，随后经过3年的研发运营，公司的森华云已经成长为集多功能、高可用、全服务的成熟公有云。

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公司6线BGP自营机房，这样可以充分依托自身优势，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。由于云平台底层依赖IDC的稳定性，加之公司森华云部署在自有的IDC上，因此公司有专门的IDC运维团队对云服务提供统一运维，这样可以避免两个运维团队之间的沟通成本，提高了运维响应速度。

森华云为客户提供计算资源、网络资源、存储资源、价格选购和云备份五种产品和服务。

一是计算资源，用户可以自行创建云主机，创建和销毁一台云主机仅在10秒以内。云主机服务是云计算中最基础的服务，基于OpenStackNova项目建设，承载了森华云平台所有服务的计算业务，比传统物理机更先进的是，森华云主机可以实时添加或删除网卡、硬盘，更改主机CPU/内存等，也可以通过VNC终端在无网络的情况下管理虚拟机。

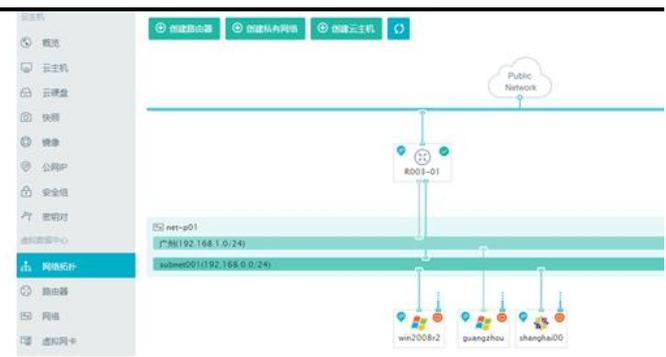
二是网络资源，森华云拥有强大的SDN功能，可以快速帮助客户搭建自己的虚拟数据中心，实现二层隔离技术，不同租户之间网络封包不会互相影响，这样可以保证100%网络安全隔离。

图 25 森华云云主机的实时监控界面



来源：森华云、新时代证券研发中心

图 26 森华云创建的 VDC 网络（虚拟数据中心）

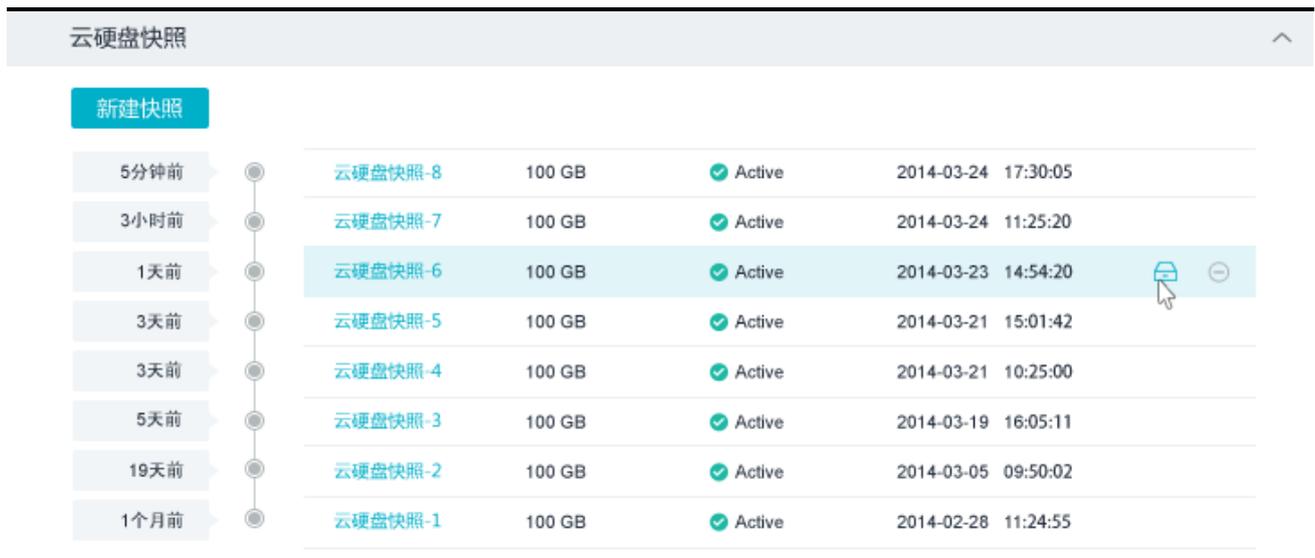


来源：森华云、新时代证券研发中心

三是存储资源，森华块存储服务为云主机提供持久化的云硬盘，云硬盘使用多重副本、实时复制的技术以保证客户的数据安全、可靠，而分布式存储将客户的数据保存在多台服务器上，即使有服务器发生故障，也不影响数据的可靠性和可用性。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，保证数据的高可用。

四是价格选购，森华云专为企业私人定制主机资源池，企业所申请资源池可以自定义主机配置、主机数量、主机网络、主机带宽、主机系统等。森华云还可实现账户多级别管理，不同项目不同的账户，网络和管理。另一方面客户可以根据自己的业务需求，在森华云全国范围内的节点构建主机。

图 27 森华云秒级备份、恢复界面



来源：森华云、新时代证券研发中心

五是云备份，能为客户提供企业私有云解决方案、企业备份解决方案、异地备援解决方案、二级存储备份方案、异地灾备解决方案、虚拟化解决方案、虚拟磁盘扩充容量、统一存储解决方案、虚拟化存储与备份解决方案、多媒体资料编辑解决方案、数字内容播放解决方案、安防监控解决方案等。

公司的云备份产品具有三大优势，其一是安全，公司所提供的存储备份产品及服务，无论是在线下的机构内部使用还是作为线上的服务提供，Daasbank的存储安全功能与其“灾难恢复和还原保证（R2A）”的结合，确保了所创建环境安全，N+1 的节点级高可靠性。其二是高效，公司独具分布式分层存储结合分布式分层备份技术易于管理和扩展，能够与现有的备份软件进行插接兼容，可以轻松地部署在数据中心和远程办公室，所提供的数据存储提供备份和连续数据保护（CDP）具有全局重复数据删除、压缩和跨广域网优化功能，能够最大程度地保护用户数据的快速恢复使用和减少开支。其三是便捷，公司的云备份技术易于部署和使用，不需要复杂的服务器客户端代理，同时具有智能化特点，可以感知任何数据的类型和变化规律，可以返回至所有设备的任何端点，从而确保满足一系列恢复时间目标和恢复点目标。

在客户方面，公司在IDC业务上选择精致客户的思路得到体现，小米、酷狗、金山等依然是公司云计算业务的客户，此外昆仑游戏、六间房、新东方、优酷、4399等。

在业务布局上，森华云已经完成了同城多点的布局，未来将会在上海、广州等地建立云节点，逐步实现森华云全国的覆盖。在技术上，森华云将逐渐探索Docker、HaDooop等新兴技术，并逐步完成云平台对此类新兴技术的融合。

图 28 森华云的主要用户



来源：森华云、新时代证券研发中心

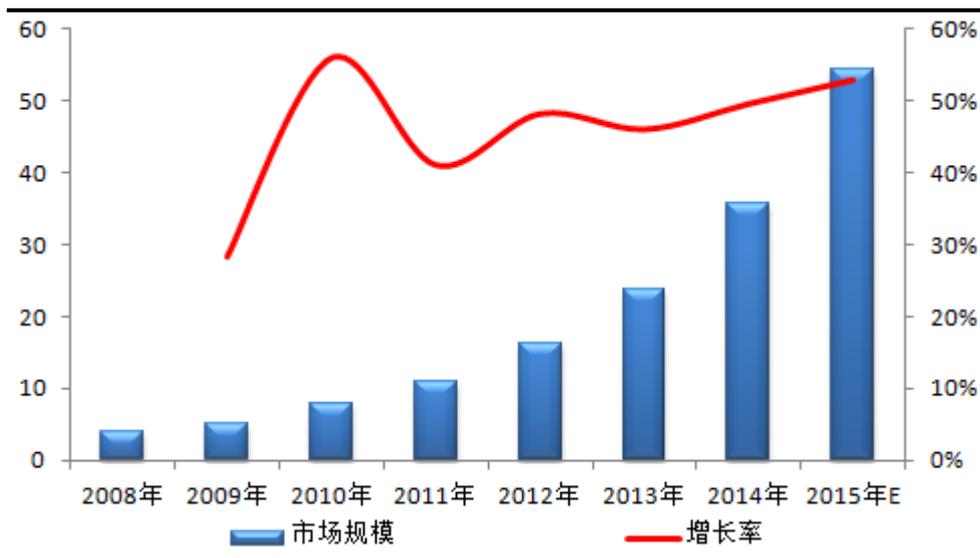
## 四、业务进一步拓展至CDN领域

### (一) 快速成长的 CDN 行业

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 29 2008-2015 年中国第三方 CDN 市场规模（单位：亿元）



来源：艾瑞咨询、新时代证券研发中心

## （二）积极切入 CDN 领域

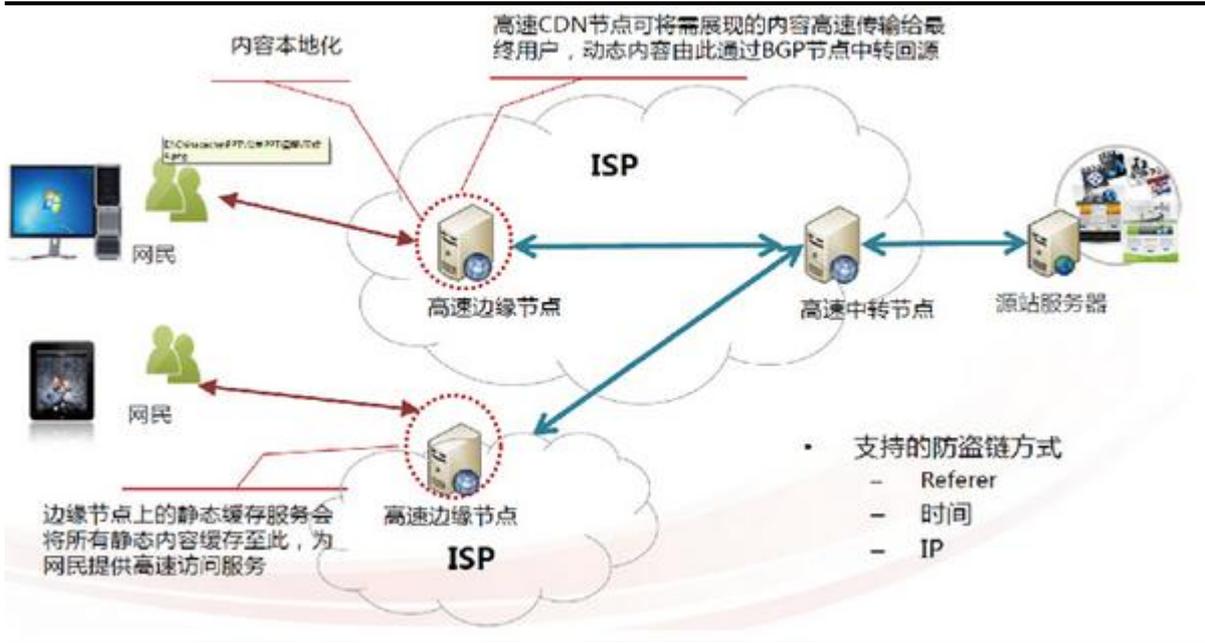
2015年，森华易腾开始组建团队，开展CDN业务。森华易腾依托广泛分布的IDC资源，以及自主研发的分布式存储系统、全局负载均衡、网络请求重定向、内容管理技术对外提供CDN服务。CDN服务的中心平台部署在森华易腾北京高速互联环网机房，并将内容存储服务器部署到遍布全国的缓存节点。森华易腾CDN服务包括网页加速、下载加速、流媒体加速、APP 加速等众多精细区分的产品。

1) 森华易腾网页加速产品拥有强大的网络分发系统，可将客户网站的静态内容如文字、图片和网页等分发至森华易腾全网服务节点，并进行智能调控和缓存，使每个用户都访问最佳服务节点，可显著提升网站的响应速度和可用性，同时降低源站点压力，实现负载均衡。

2) 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。

3) 森华易腾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，以森华易腾部署在全国各地的所有网络节点组成的加速平台为基础，为客户网站提供快速、稳定和安全的流媒体分发服务。森华易腾流媒体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。客户只需要提供源服务器或源文件，最终用户就可以在全国任何地方享受到最高品质的流媒体体验。

图 30 森华易腾的网站加速解决方案示意图



来源：森华易腾、新时代证券研发中心

图 31 公司 CDN 业务介绍示意图



来源：森华易腾、新时代证券研发中心

公司CDN业务的战略定位为“云端CDN”，该战略将实现从服务器虚拟化到网络虚拟化的CDN的横向整合，形成一个统一智能的云端CDN。云端CDN网络具有在任意时间、任意地点以及任意终端上看到任意内容的技术特点，其统一性与智能性能实现业务内容在不同网络、按照不同既定策略向多种终端的快速分发，能够实现热门内容自动存储到融合CDN各云端的节点，而无需增加额外的承载网设备，会大幅度降低森华易腾在基础设施方面的投入，提高投资收益率。

目前公司已经建立了约100个节点，总带宽约500G，我们预计年底将达到1000G，同时今年剩余几个月公司CDN业务也有望开始逐步贡献收入。公司CDN业务的思路与云计算类似，均是利用IDC 业务绑定的精致客户的优势，在此基础上对这些客户进行深度开发，发展CDN业务，满足公司客



户CDN的持续需求。

## 五、盈利预测与投资评级

根据我们的预测，考虑森华易腾并表以及非公开发行股份对公司股本摊薄的影响，预计2015年-2017年，公司整体收入稳步增长，增速分别为14.02%、11.85%和14.34%；对应的净利润增速分别为253.22%、23.36%和29.53%。

我们认为，公司若顺利完成对森华易腾的收购，将完成向新产业转型的第一步，按公司非公开发行后总股本测算，预测公司2015年-2017年的EPS分别为0.14元、0.18元和0.23元，对应最新收盘价的动态市盈率为47X、36X和28X，首次覆盖予以“买入”的投资评级。

## 六、风险提示

### （一）收购森华易腾预案未通过的风险

公司收购森华易腾的预案还需证监会的审批才能逐步完成，如果此次收购未能成功，则会对公司转型造成不利影响。

### （二）森华易腾业绩增长放缓的风险

虽然IDC行业空间很大，增速也快，但行业内仍有不少竞争者在不断涌入，且一线城市市内的优秀机房资源也很难拿到，因此公司IDC业务可能因为市场竞争加剧、机房资源限制等因素而业绩增长放缓。

表7：公司财务报表预测

| 盈利预测和主要财务指标  |              |              |              |              |               |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债表        | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 利润表           | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
| 货币资金         | 1,068        | 1,886        | 2,095        | 2,457        | 营业收入          | 1,190        | 1,357        | 1,517        | 1,735        |
| 应收和预付款项      | 620          | 790          | 727          | 899          | 减：营业成本        | 1,000        | 999          | 1,096        | 1,226        |
| 存货           | 476          | 485          | 564          | 604          | 营业税金及附加       | 6            | 7            | 8            | 9            |
| 其他流动资产       | 2            | 2            | 2            | 2            | 营业费用          | 14           | 18           | 21           | 25           |
| 长期股权投资       | 4            | 4            | 4            | 4            | 管理费用          | 46           | 85           | 100          | 117          |
| 投资性房地产       | 135          | 120          | 104          | 88           | 财务费用          | 81           | 106          | 117          | 133          |
| 固定资产和在建工程    | 1,147        | 1,123        | 1,121        | 1,096        | 资产减值损失        | 12           | 15           | 18           | 20           |
| 无形资产和开发支出    | 186          | 165          | 143          | 121          | 加：投资收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产      | 66           | 62           | 58           | 58           | 营业利润          | 31           | 128          | 158          | 205          |
| 资产总计         | 3,704        | 4,636        | 4,819        | 5,330        | 加：其他非经营损益     | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 短期借款         | 748          | 648          | 798          | 1,048        | 利润总额          | 31           | 129          | 159          | 205          |
| 应付和预收款项      | 128          | 256          | 210          | 368          | 减：所得税         | 0            | 19           | 24           | 31           |
| 长期借款         | 791          | 791          | 791          | 791          | 净利润           | 31           | 109          | 135          | 175          |
| 其他负债         | 0            | 0            | 0            | 0            | 减：少数股东损益      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 负债合计         | 1,667        | 1,695        | 1,798        | 2,207        | 归属母公司股东净利润    | 31           | 109          | 135          | 175          |
| 股本           | 602          | 755          | 755          | 755          | <b>重要财务指标</b> | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |
| 资本公积         | 563          | 1,250        | 1,250        | 1,250        | <b>盈利能力</b>   |              |              |              |              |
| 留存收益         | 862          | 927          | 1,006        | 1,109        | 销售净利率         | 2.59%        | 8.05%        | 8.88%        | 10.06%       |
| 归属母公司股东权益    | 2,027        | 2,932        | 3,011        | 3,114        | ROE           | 1.53%        | 3.73%        | 4.48%        | 5.61%        |
| 少数股东权益       | 10           | 10           | 9            | 9            | <b>营运能力</b>   |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 2,037        | 2,941        | 3,020        | 3,123        | 应收账款周转率       | 2.30         | 2.39         | 2.57         | 2.75         |
| 负债和股东权益合计    | 3,704        | 4,636        | 4,819        | 5,330        | 存货周转率         | 2.10         | 2.06         | 1.94         | 2.03         |
|              |              |              |              |              | 总资产周转率        | 0.32         | 0.29         | 0.31         | 0.33         |
|              |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>   |              |              |              |              |
|              |              |              |              |              | 资产负债率         | 45.00%       | 36.56%       | 37.32%       | 41.40%       |
|              |              |              |              |              | 流动比率          | 2.47         | 3.50         | 3.36         | 2.80         |
|              |              |              |              |              | 速动比率          | 1.93         | 2.96         | 2.80         | 2.37         |
| <b>现金流量表</b> | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>估值</b>     |              |              |              |              |
| 经营性现金净流量     | 246          | 321          | 366          | 430          | PE            | 128          | 47           | 36           | 28           |
| 投资性现金净流量     | 45           | -159         | -199         | -199         | PB            | 1.92         | 1.68         | 1.63         | 1.58         |
| 筹资性现金净流量     | 68           | 656          | 43           | 131          | EV/EBITDA     | 22.64        | 10.57        | 9.03         | 7.72         |
| 现金流量净额       | 359          | 817          | 210          | 361          |               |              |              |              |              |

来源：新时代证券研发中心



## 投资评级界定：

### 行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

### 股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$

增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$

中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$

减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

## 免责声明：

本报告仅供新时代证券有限责任公司（以下简称“本公司”）内部使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“新时代证券公司研发中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路 99 号西海国际中心 1 号楼 15 层

电话：010-83561319