



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

通信和互联网行业

吴友文\*

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001  
(8621) 2032 8313  
youwen.wu@bocichina.com

\*程彙彦为本报告重要贡献者

# 广东榕泰：揭阳龙再泛 “云”海，领跑综合数据发 布平台

## 【事件】

广东榕泰(600589.CH/人民币 11.96, 未有评级)即将完成以12亿元收购北京森华易腾通信技术有限公司的100%股权。森华易腾是国内知名的IDC综合服务运营商, 主营业务包括IDC及其增值服务等业务, 如今更着重发展命名为“森华云”的云计算平台业务。通过此次外延式并购, 公司将迈出向云平台市场转型的坚实一步。

## 【点评简述】

如同逐渐历史褪色的非物质文化遗产“揭阳龙舟造船工艺”一般, 揭阳的氨基复合材料老牌龙头企业——广东榕泰受限于行业大环境, 正面临净利润下降、业绩增长陷入瓶颈的困局。而此次公司外延式并购森华易腾, 则正式迈开向前景更广阔的“云”服务转型的第一步。

**森华有望引领IDC综合数据发布运营业务。**森华易腾是国内知名的IDC综合服务运营商, 通过整体租用运营商的资源、以增值服务来租给自有客户, 从中赚取增值费用。其客户群包括小米科技、金山云、酷狗音乐等知名互联网企业, 形成了品牌、客户资源、带宽资源、人才队伍、核心技术等方面竞争优势。而“森华云”服务则是森华易腾成长潜力最高的一项业务, 预计2015年总收入将突破500万元, 随后两年维持70%以上的高速增长率。我们认为, 公司已构建基于IDC机柜运营, 整合CDN、云平台的综合数据发布平台业务体系。

**云平台布局A股独树一帜有望构筑核心竞争护城河。**森华易腾从2012年起就开始云计算的布局, 是国内OpenStack的最早实践者, 在OpenStack社区具有极大影响力。截至目前, 森华云技术已迭代到3.0, 能秒级响应用户需求, 响应速度行业领先。考虑到云平台的能力将是未来云服务企业间的竞争关键, 森华云平台在国内起步最早、技术经验丰富、业务能力成熟, 经历过市场检验, 完全有能力发展成为国内IaaS-PaaS-SaaS三层业务整合云平台中的领头羊。我们差异于市场, 重点看好其云平台拓展的核心竞争能力。

**并入榕泰有望借助资本市场实现跨越式发展。**公司有望逐步通过租赁、合作建设、自建等模式快速拓展IDC规模, 同时广东榕泰本身在潮汕揭地区坐拥数百亩的土地, 靠近汕头的CUCN国际光缆总出入口, 作为“全球互联网登陆中国第一站”, 具备发展数字地产的强大地理优势以及充沛的商业竞争潜质。而未来更有可能借助资本市场在拓展云平台、CDN业务等领域实现实质性整合和突破。

### 【投资建议】

广东榕泰此次通过完成对森华易腾的并购，将开启公司向云计算领域转型的步伐。综合考虑公司与森华易腾的现有优势，我们认为，公司在合并后将具备较强的云平台业务潜力，因此我们建议重点关注。

### 【风险提示】

并购进程风险，竞争风险，技术路线风险。

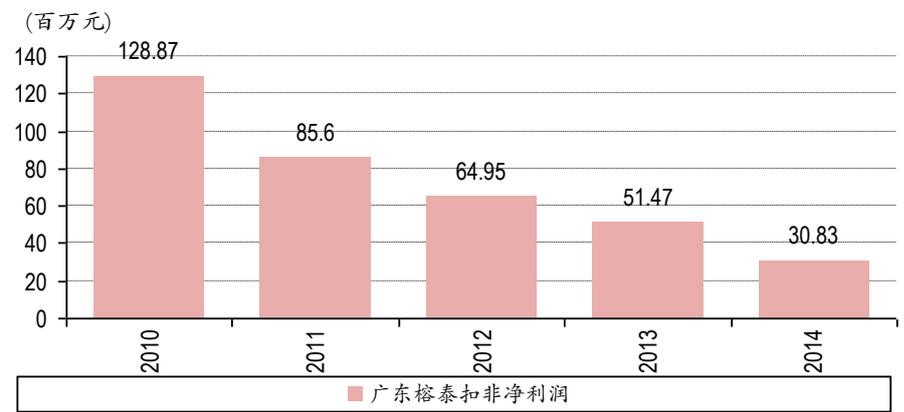
### 【点评】

#### 揭阳老龙谋求业务转型

“端午云开阵雨收，万人江上赛龙舟。心随鼓点声声急，忘却屈原当日愁。”一首潮诗道出了昔日揭阳龙舟的盛况，然而时过境迁，揭阳龙舟这一门造船手艺正面临后继无人的窘境。对于曾经兴盛一时的揭阳当地龙头企业——广东榕泰也是如此。

长期以来，公司都是国内外氨基复合材料生产与销售首屈一指的企业，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。公司的主导产品“榕泰”牌 ML 氨基复合材料，其产能、产量及市场占有率一直居于国内市场首位。然而近几年由于行业景气度不高，传统化工业务增长压力较大，公司业绩增长也陷入瓶颈。近两年公司盈利处于下降通道中，2013 年实现扣非净利润 5,147 万元，同比下降 20.76%；2014 年实现扣非净利润 3,083 万元，同比下降 40.10%。

图表 1. 2010-2014 年广东榕泰的扣非净利润



资料来源：公司年报，中银国际证券整理

面临净利润连年下滑的现实状况，公司寻求转型发展已势在必行。近几年，在继续发展原有主业的同时，公司不断尝试业务拓展，积极寻找进入其他产业的契机，此次更通过外延式并购方式、100%收购了北京森华易腾，从而让老龙迈入了前景更为广阔的“云”海。

### 森华易腾云平台业务收入高速增长

此次收购的目标公司森华易腾是国内知名的 IDC 综合服务运营商，主营业务包括 IDC 及其增值服务、云计算、CDN 业务，目前已经为 400 多家互联网公司提供 IDC、云计算等领域的服务，客户群包括小米科技、金山云、酷狗音乐等知名互联网企业。经过十几年的发展，森华易腾已在北京、河北、山东等地的数据中心管理形成了品牌、客户资源、带宽资源、人才队伍、核心技术等竞争优势。

森华易腾的主要 IDC 业务模式是整体租用运营商的资源，通过增值服务来租给自有客户，从中赚取增值费用，因此基于轻资产的运营方式，该公司的毛利率非常高，2014 年达到 40.26%，2015 年上半年更超过了 47.6%。其中，命名为“森华云”的云平台服务更是森华易腾一项成长度极高的业务。

图表 2. “森华云”业务功能介绍

云功能	简要介绍
计算资源	云主机服务是云计算中最基础的服务，基于 OpenStackNova 项目建设，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。
网络资源	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。
存储资源	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。
价格选购	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。
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、虚拟化存储与备份解决方案、安防监控解决方案等。

资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

根据公司公布的材料，2014 年云平台业务的收入为 149.39 万元，2015 年 1-5 月的云平台收入已经达到 87.2 万元，目前已经有 3,000 台机架租赁。按照中国信息通信研究院与 IDC 等机构的调查报告，中国今年的云市场将突破 460 亿元规模，其中公有云 185 亿元、私有云 275 亿元，特别是下半年将进入市场爆发期。而我们在下半年对相关互联网企业进行调研，森华易腾的云平台业务在客户中有着非常良好的口碑，业务需求不断放量，预计 2015 年总收入将突破 500 万元，随后两年维持 70%以上的高速增长率。

图表 3. 森华易腾的主要互联网客户

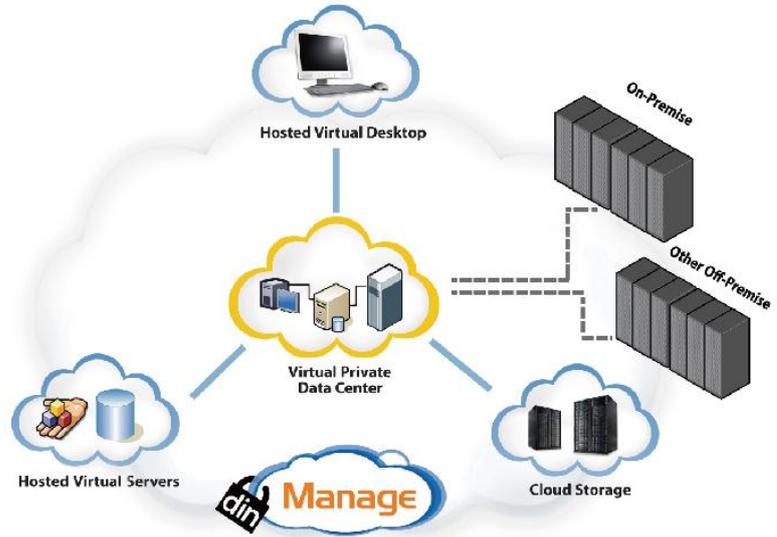


资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

**云计算时代云平台的能力是决定性因素**

森华易腾从2012年起就开始云计算的布局，是国内 OpenStack 的最早实践者，在 OpenStack 社区具有极大影响力。公司在2012年研发推出了针对中小企业客户的森华云 1.0 产品，并于14年底推出了功能更加完善的森华云 2.0，截至目前，森华云技术已迭代到 3.0，能秒级响应用户需求，响应速度行业领先。

**图表 4. 森华云平台架构**



资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

当中国互联网逐步转入云计算时代的背景下，云服务企业间的实力比拼将不再限于单纯的、基于 IaaS 的 IDC 业务，而将拓展至整合 IaaS-PaaS-SaaS 三层业务的全线能力竞争，简而言之，云平台的技术先进性与业务成熟度将成为未来决胜千里的关键。

目前，森华易腾的云平台已经拥有超过 200 多家的客户数量，并与中清龙图、新东方等知名客户形成合作关系，业务能力受到客户的高度认可。该云平台运行于电信国家级骨干机房，同时支持安全检测、安全漏洞修补、网络入侵响应，能够保证底层高安全性；其高可靠性表现在分为物理层和应用层，多份数据副本保证数据可靠性达到 99.9999%；其卓越性能表现在云主机创建只要 2~3 秒，云硬盘、快照创建只要 1~2 秒，路由器、虚拟网卡创建只 1 秒即可完成，性能优于同类产品。

**图表 5. 森华云平台操作界面**



资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

另外，森华易腾计划将逐步实现云平台节点的全国覆盖，并且部署海外云节点以支持国际数据传输，而“森华云”服务也将全面由 IaaS 层延伸至 SaaS 层，打通公有云与 IDC 内网的连接，实现 IDC 与云服务相结合的混合云。

在技术层面，森华易腾着重对新兴技术的探索，逐步探索 Docker、HaDooP 等新兴技术，完成云平台对新兴技术的融合。

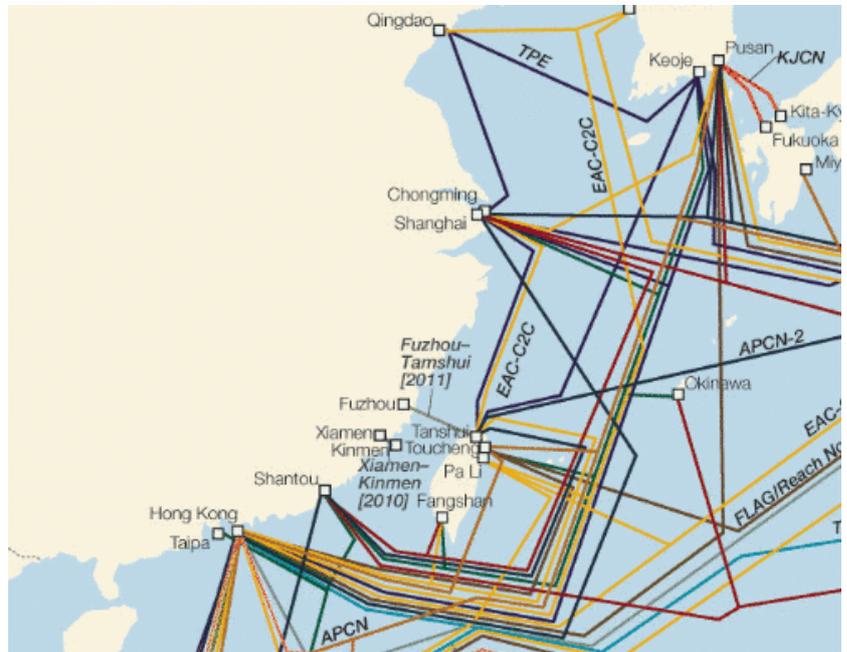
综合上述情况，我们认为森华易腾的云平台是国内起步最早的 OpenStack 平台，技术经验丰富、业务能力成熟，经历过三年市场的检验，完全有能力发展成为国内 IaaS-PaaS-SaaS 三层业务整合云平台中的领头羊。

### 地理优势助力广东榕泰云计算领域发展

此次广东榕泰通过外延式并购转向云计算领域，就其本身而言，亦具备有一项独特的地理优势，那便是与国际光缆出口的位置距离。

参照中国的国际海底光缆分布图，面向美国、台湾、日本、韩国网络互连的中国 CUCN（China-US Cable Network）其总进出口的起点便在汕头。

图表 6. 中国国际海底光缆分布图



资料来源：互联网，中银国际证券整理

如今的互联网界对于 IDC 业务或是在其上发展的云平台节点都有明确的“数字地产”概念，即其业务节点离开互联网业务流量聚集的区域越近、越具备商业竞争力。而位于潮汕揭区域的广东榕泰在汕头附近坐拥数百亩的土地，凭借这些土地发展 IDC 机房或者云节点，凭借“全球互联网登陆中国第一站”的地理优势，将形成强大的业务竞争力。

考虑到中国互联网企业全球化发展的需求，我们看好广东榕泰在云计算领域的业务发展潜力。

**图表 7. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2014 年三季度	2015 年三季度	同比变化(%)
营业收入	933.69	751.00	(19.57)
-营业税及附加	3.45	3.48	0.63
净营业收入	930.23	747.52	(19.64)
营业成本	759.86	576.04	(24.19)
销售费用	8.62	8.57	(0.61)
管理费用	54.49	62.01	13.81
营业利润	173.83	174.96	0.65
非经常性项目	0.07	0.00	(98.97)
经常性投资收益	(0.15)	(0.07)	(51.31)
净财务费用	60.46	60.56	0.17
利润总额	50.24	30.60	(39.09)
所得税	5.29	4.59	(13.16)
少数股东损益	(0.04)	(0.02)	(57.33)
归属母公司股东净利润	44.98	26.02	(42.15)
每股收益(元)	0.08	0.04	(42.67)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	18.62	23.30	25.13
经营利润率	11.86	12.14	2.36
净利润率	4.81	3.46	(28.12)

资料来源: 公司数据, 中银国际证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371