



**买入**

**28% ↑**

目标价格:人民币 17.04

600589.CH

价格:人民币 13.30

目标价格基础:市盈率

板块评级:未有评级

# 广东榕泰

## 氨基盛景今难现，一片云丛入森华

广东榕泰是国内外氨基复合材料生产与销售首屈一指的企业。近期公司拟以 12 亿元收购北京森华易腾通信技术有限公司。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、CDN 等业务，着重发展“森华云”云计算平台。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。我们对该股给予买入的首次评级，目标价格 17.04 元。

### 支撑评级的要点

- **并购森华有望引领 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，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。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，可尽享 IDC 市场高速增长的红利。
- **云平台布局 A 股独树一帜，有望构筑核心竞争护城河。**森华从 2012 年起布局云计算，是国内 OpenStack 的最早实践者，森华云服务行业领先。由于云平台的能力将是未来云服务企业间竞争的关键因素，而森华云平台在国内起步较早、技术经验丰富、业务能力成熟、经历过市场检验，有望发展成为国内整合生态链云平台中的领先。我们差异于市场，重点看好其进入资本市场后云平台整合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，同时公司有数百亩土地靠近“全球互联网登陆中国第一站”汕头 CUCN 国际光缆总出入口，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。

### 评级面临的主要风险

- 风险提示：并购进程风险，竞争风险，技术路线风险。

### 估值

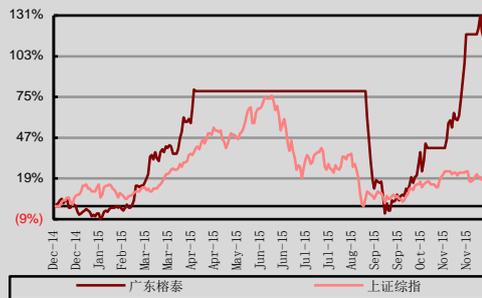
- 我们预计 2015-2017 年净利润为 0.39、0.40、0.45 亿元，鉴于公司并购森华已通过审核，合并森华预测调整后净利润为 1.08、1.49、1.87 亿元，考虑 1 亿增发股本对应每股收益为 0.155 元、0.213 元、0.268 元，考虑持续转型可能并参考可比公司估值给予公司 2016 年整体业务 80 倍市盈率，对应股价为 17.04 元/股，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	1,186.2	1,189.8	1,109.7	1,157.2	1,226.8
变动(%)		0.3	(6.7)	4.3	6.0
净利润(人民币百万)	54.3	30.7	39.1	40.0	45.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.091	0.051	0.065	0.067	0.076
变动(%)		(43.4)	27.2	2.5	13.1
全面摊薄市盈率(倍)	146.5	258.7	203.4	198.5	175.4
价格/每股账面价值(倍)	0.21	0.40	0.99	0.26	0.46
每股现金流量(人民币)	62.0	33.0	13.5	51.5	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.2	21.0	40.7	37.3	29.3
每股股息(人民币)	0.0280	0.0155	0.0201	0.0205	0.0231
股息率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	128.9	51.0	90.5	120.2
相对上证指数	125.8	56.1	82.5	102.7

发行股数(百万)	602
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	8,003
3个月日均交易额(人民币百万)	226
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
广东榕泰高级瓷具有限公司	23

资料来源：公司数据，彭博及中银国际证券  
以 2015 年 12 月 10 日收市价为标准

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

吴友文\*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515070001

\*程彥彦为本报告重要贡献者

## 目录

投资摘要.....	3
化工市场遭寒潮，龙头企业觅转型.....	4
深入发展云平台，构筑核心竞争力.....	7
资本结合自身优势，IDC 业务有望实现飞跃.....	12
投资建议.....	16
风险提示.....	17
研究报告中所提及的有关上市公司.....	19

## 投资摘要

**1、化工龙头觅转型，有望引领 IDC 综合数据发布运营业务。**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。而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。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。

**2、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整合生态链云平台中的领头羊。“森华云”服务已经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。我们差异于市场，重点看好其云平台拓展的核心竞争能力。

**3、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。根据行业专家预期，IDC 行业在未来五年能维持有复合 30% 的增长，而云计算作为行业的发展趋势，将拥有更高的增速，公司有望尽享 IDC 市场高增长的红利。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。

**4、我们认为，2015-2017 年公司的主营化工业绩将缓慢增长，其每股收益分别为 0.065 元、0.067 元、0.076 元。**由于公司对森华易腾的并购已经通过证监会审核，而目前我国 IDC、云计算市场仍有较大潜力，公司此次通过完成对森华易腾的并购，将开启发展 IDC、云计算平台以及 CDN 业务的转型步伐，综合考虑公司与森华易腾的现有优势，公司在合并后将具备较强的云平台业务潜力，因此我们将森华易腾 2015-2017 年的预测净利润并入公司的预测净利润，并且预测总股本增加 1 亿元，经调整后的每股收益分别为 0.155 元、0.213 元、0.268 元。我们给予公司 2016 年业务 80 倍市盈率，对应股价为 17.04 元/股，首次覆盖给予买入评级。

## 化工市场遭寒潮，龙头企业觅转型

### 公司受限行业影响，主营业务利润下滑

“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势头不再的窘境。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，近几年由于化工行业的景气度走低，国内各类化工产品价格普遍呈下滑趋势，市场遭遇大寒潮。

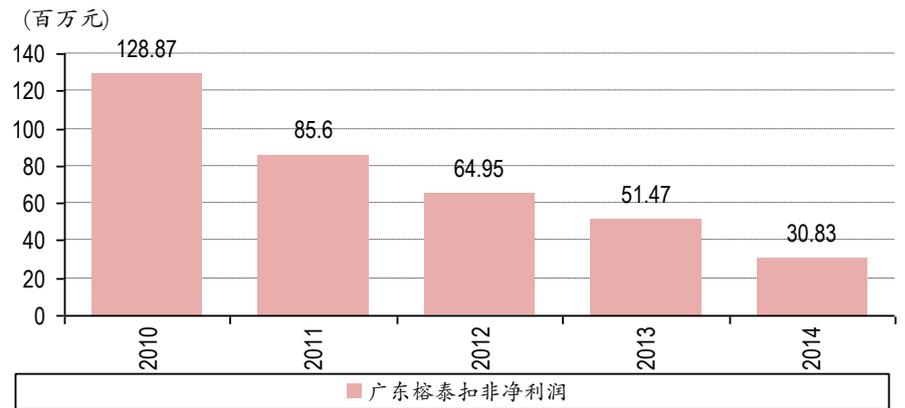
图表 1. 2012-2015 年国内主要化工粉类产品的价格走势



资料来源：中宇资讯，中银国际证券整理

鉴于行业的影响，公司的传统主营业务增长压力较大，业绩增长也陷入瓶颈。近两年公司盈利一直处于下降通道中，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 2. 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

### 收购森华易腾，迈入广阔云海

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，而最近更通过外延式并购方式、100%收购了北京森华易腾。

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。

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

通过此次并购，公司这条揭阳老龙迈入了前景更为广阔的“云”海，而森华易腾也承诺 2015 年、2016 年、2017 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 6,500 万元、8,840 万元、12,023 万元。

### 注入优质资产，公司利润增长有望翻转

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。

根据公司在并购方案中所公布的数据，森华在 2013 年至 2015 年 1-5 月的业务情况如下：

**图表 4. 森华易腾的主要业务情况 (万元)**

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-5 月
主营业务收入合计	10,803.03	15,488.26	8,231.06
IDC 业务	10,716.95	15,338.91	8,143.86
云计算	86.08	149.35	87.2
总毛利	2,559.90	6,266.00	3,921.75
毛利率(%)	23.70	40.46	47.65

资料来源: 公司公开资料, 中银国际证券整理

由于森华是基于轻资产的运营方式, 所以毛利率非常高, 2014 年达到 40.26%, 2015 年上半年更超过了 47.6%。同时, 森华的主营业务收入也维持着同比 40% 以上的增速。

我们综合主营业务的发展规划, 对森华 2015-2017 年的净利润收入预测如下:

**图表 5. 2015 年-2017 年森华易腾的净利润情况预测**

(万元)	2015E	2016E	2017E
IDC 机柜数(台)	2400	4,800	8,000
每机柜综合净利润	2.8	2.2	1.7
IDC 业务综合净利润	6,720	10,560	13,600
云服务业务增长率(%)	/	80	60
云服务净利润	195	340	575
预测总利润	6,915	10,900	14,175
承诺净利润	6,500	8,840	12,023

资料来源: 中银国际证券整理

因此, 我们判断森华易腾将作为优良资产注入上市公司, 其承诺的扣非净利润有较大概率实现, 从而帮助公司完成鱼跃龙门式的利润增长翻转。

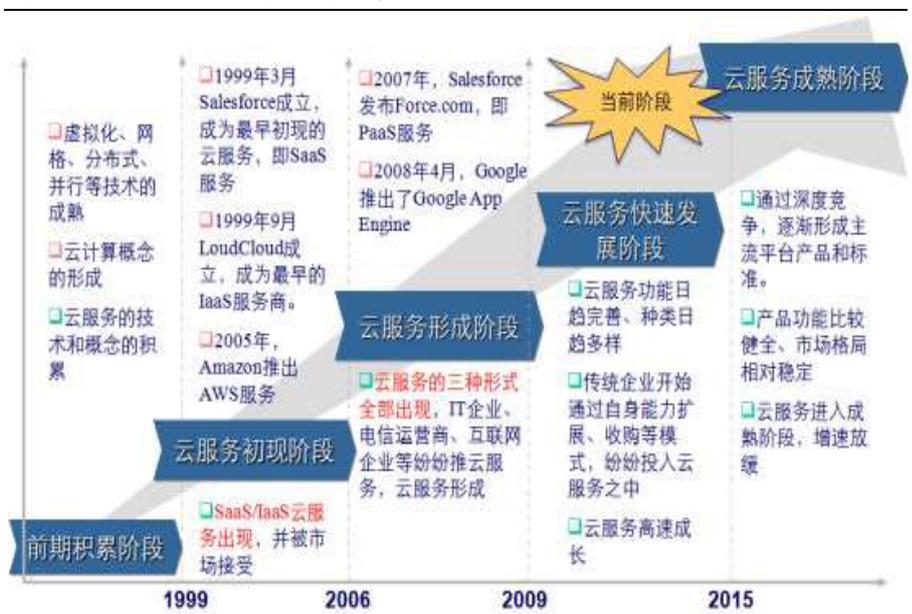
## 深入发展云平台，构筑核心竞争力

### 国内云计算蓬勃发展，云平台成未来竞争重点

云计算（cloud computing）是基于互联网的相关服务的增加、使用和交付模式，通常涉及通过互联网来提供动态易扩展且经常是虚拟化的资源。狭义云计算指 IT 基础设施的交付和使用模式，指通过网络以按需、易扩展的方式获得所需资源；广义云计算指服务的交付和使用模式，指通过网络以按需、易扩展的方式获得所需服务。这种服务可以是 IT 和软件、互联网相关，也可能是其他服务。它意味着计算能力也可作为一种商品通过互联网进行流通。

从国际视角来看，云计算服务出现在 20 世纪 90 年代末，经历了十多年的发展历程，目前已经受到整个 IT 产业的重视，真正进入了产业的成熟期。

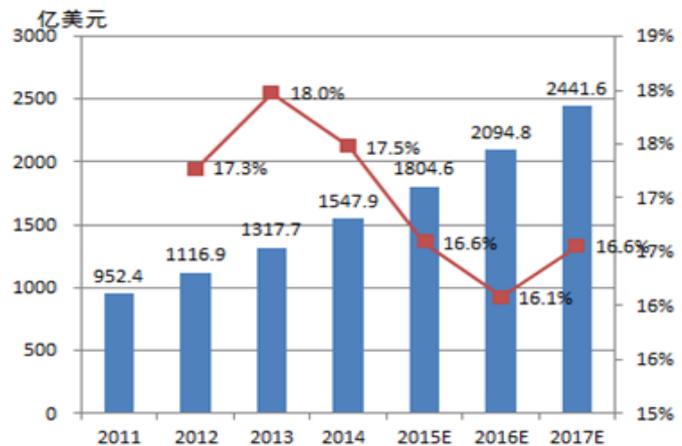
图表 6. 全球云计算服务的发展阶段



资料来源：国家工程与信息研究院，中银国际证券整理

同时，全球的云计算市场也在快速平稳增长。2014 年全球云服务市场约为 1,548 亿美元，年增长率为 17.5%，据预测，未来几年云服务市场仍将保持 15% 以上的增长率，2017 年将达到约 2,442 亿美元，市场潜力可谓非常巨大。

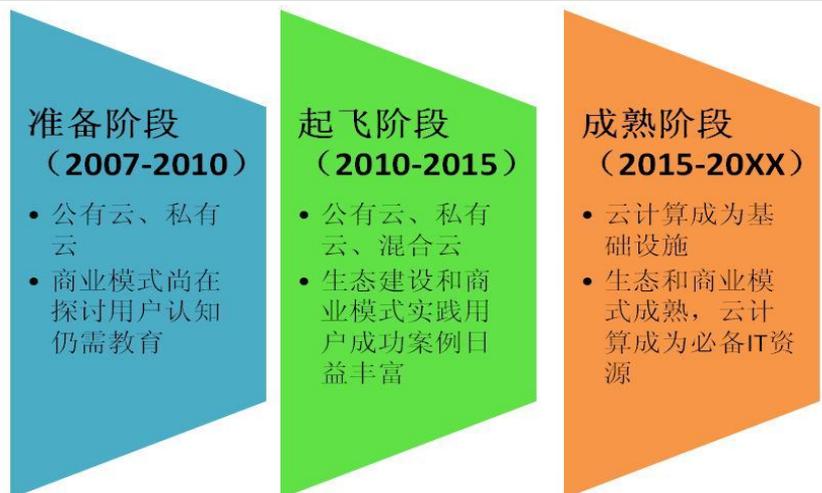
图表 7. 全球云计算服务的市场规模



资料来源: Gartner, 中银国际证券整理

中国的云计算产业可以分为市场准备期、起飞期和成熟期三个阶段。2014年中国的公有云市场增速达到79%，但即使这样，国内的市场总量仍不到全球公有云市场的1%，因此当前中国云计算产业尚处于导入和准备阶段，还处于大规模爆发的前夜。

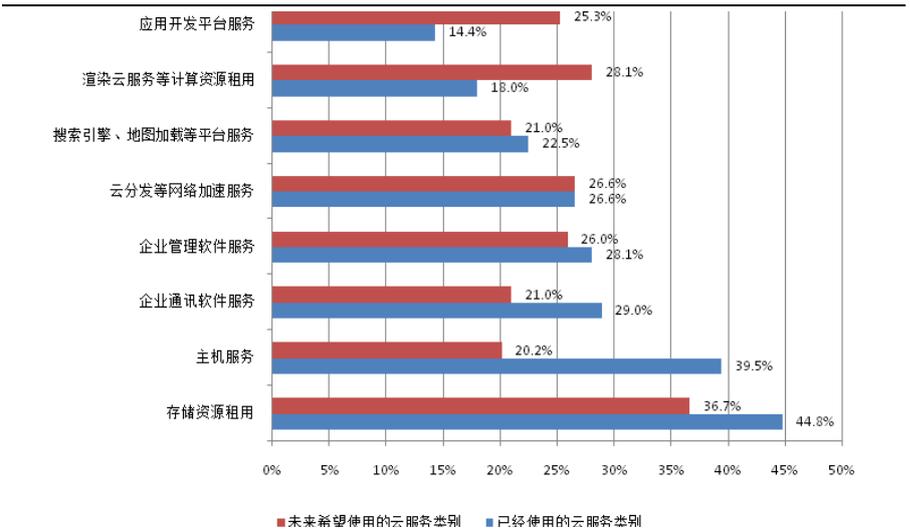
图表 8. 国内云计算的发展阶段



资料来源: 电信研究院, 中银国际证券整理

据工信部电信研究院调查结果显示，当前国内的云计算服务用户使用率较高的仍是包括云主机、云存储、云邮箱等资源出租型应用。

图表 9. 国内对云计算服务需求的调研

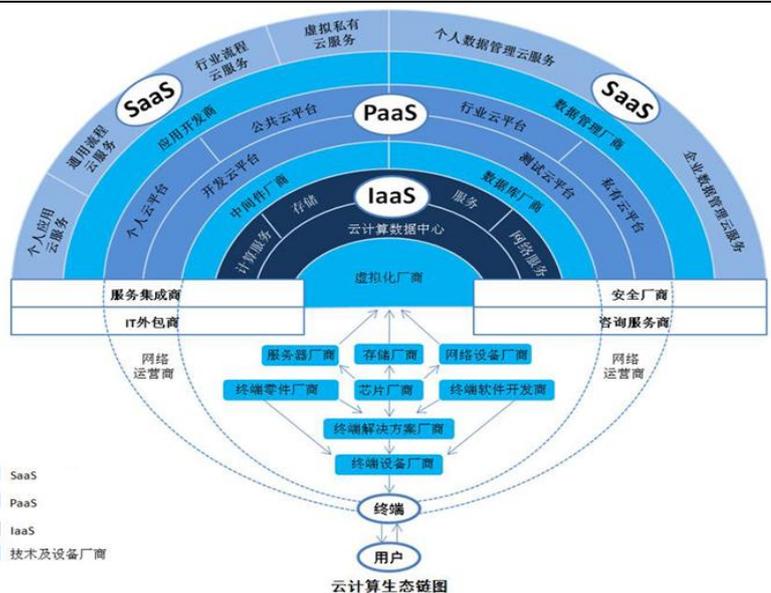


资料来源：电信研究院，中银国际证券整理

但是，这份调研的结果与 2012 年的统计数据相比，云存储超过了云主机成为用户采用率最高的服务种类，云分发服务在各类服务中的排名也有提升。在未来希望采用的云服务类别中，选择开发平台服务等云服务的比例较高，说明未来平台级的云服务具有很大的发展空间。

再从国内的云计算产业链上看，目前行业发展兴盛的云计算数字中心仅仅是生态链 IaaS 层应用的最底部，未来各种专业云平台的形成将是企业级云计算领域竞争的关键。

图表 10. 国内云计算产业链



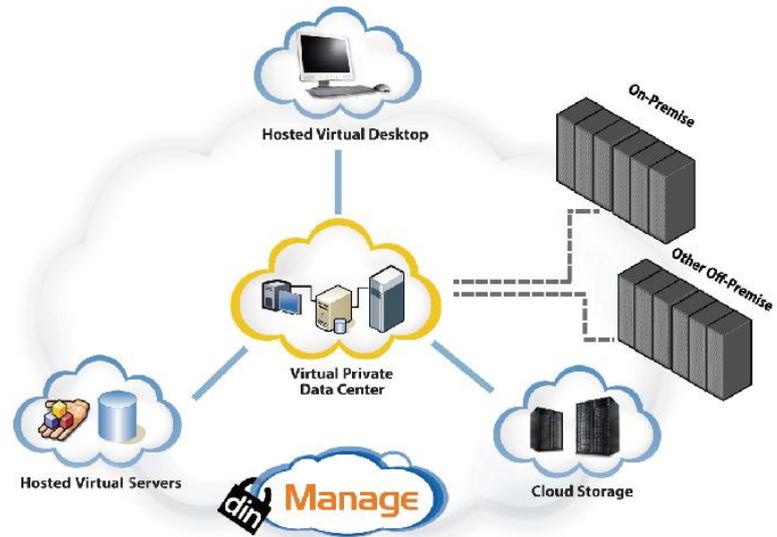
资料来源：北达软，中银国际证券整理

综上所述，我们认为云计算模式会使得各种软硬件厂商越来越一体化，共同以整合的方式为终端用户提供服务，而不是单个产品。行业内传统的单个产品和服务的竞争将转变为云计算生态链之间的竞争。因此，单纯出租资源类的 IaaS 层业务不会是未来竞争的重点，而整合生态链上多个环节的云平台水准才构成行业内真正的企业核心竞争力。

### 森华深入发展云平台，服务口碑广受认可

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2014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 11. 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

“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，当前主要以公有云的形式来提供服务，亦在尝试与企业的内网 IDC 进行打通的混合云服务。

图表 12. “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

如今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。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。

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。

### 着重云平台布局建设,有望成为行业领头羊

正如先前所分析,当中国互联网逐步转入云计算服务的背时代后,云服务企业间的实力比拼将不再限于单纯的、基于 IaaS 层的出租资源类业务,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。

森华易腾是国内最早尝试 OpenStack 技术的厂商,在相关的云技术社区里具备较大的影响力,技术积累在国内同类厂商中尚属深厚。

从产品的角度来看,森华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 13. 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”服务也逐渐由 IaaS 层延伸至 SaaS 层进行布局,尝试打通公有云与企业 IDC 内网的连接,实现私有云与公有云相结合的混合云服务。

在新技术层面,森华易腾也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,经历过三年多市场的检验,亦着重对生态链多个环节的布局以及新兴技术的研发,因此完全有能力将整合云计算生态链的云平台打造成企业的核心竞争力,构建起自身在行业内技术护城河,并有望发展为国内相关云平台领域的行业领头羊。

## 资本结合自身优势，IDC 业务有望实现飞跃

### 通过资本运作，公司尽享国内 IDC 市场的发展红利

根据中国 IDC 圈发布的市场报告，2014 年全球 IDC 市场增长速度略有上升，整体市场规模达到 327.9 亿美元，增速为 15.3%。其增长速度的主要拉动力来自于亚太，特别是中国国内 IT 企业、互联网企业和电信企业在数据中心方面的投资加大推动了整体市场的发展。

2014 年中国 IDC 市场增长迅速，市场规模达到 372.2 亿元人民币，同比增速达到 41.8%。在过去六年，中国 IDC 市场复合增长率达到 38.6%。

图表 14. 2009-2014 年中国 IDC 市场规模（亿元）



资料来源：中国 IDC 圈，中银国际证券整理

中国 IDC 业务高速发展的主要源于两方面的驱动力：其一，互联网行业客户由于自身业务发展的需要，对数据中心资源需求旺盛；其二，云服务商业业务的快速增长也产生了大量的 IDC 机房和带宽需求。

同时，受益于中国市场上智能手机和 4G 网络的快速发展，手游及视频等互联网细分行业客户对 IDC 机房和带宽的需求增长迅速，我们认为，这些需求将持续推动国内 IDC 行业整体规模的增长。

参照 IDC 圈的统计数据与预测分析，在未来的三年内，IDC 行业的市场规模复合增长率预计可以维持在每年 30% 以上。

图表 15. 2014-2017 年中国 IDC 市场规模预测



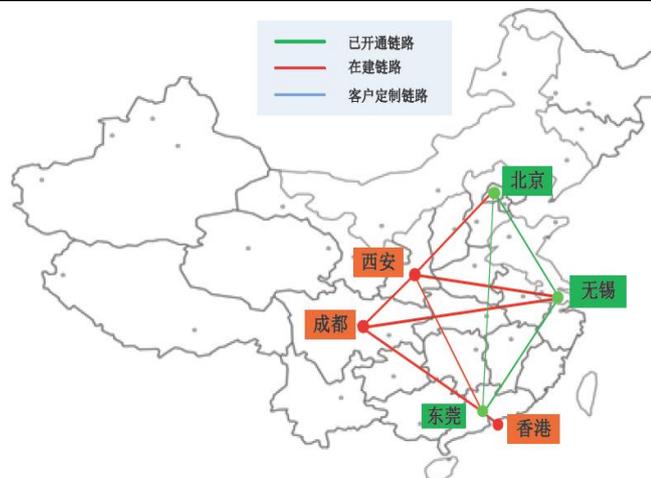
资料来源: 中国 IDC 圈, 中银国际证券整理

此次公司通过资本运作、成功切入了国内高速发展的 IDC 领域, 同时森华易腾所擅长的云计算领域作为 IDC 行业的发展趋势, 将拥有比传统 IDC 业务更高的市场增速, 因此公司将享受到更多的 IDC 市场增长红利。

### 结合公司地理优势, IDC 业务有望跨越发展

目前, 森华易腾已经拥有 3,000 台机柜用于运营, 目前在北京拥有大量高规格机房资源的同时, 在河北、江苏也拥有一系列机房。在与广东榕泰完成并购后, 凭借充沛的资金, 有望逐步通过租赁、合作建设、自建等模式快速拓展 IDC 规模, 未来森华易腾会逐渐加大华东、华南的机房存容量, 并逐步向西南地区发展, 最终形成多地区、多中心、高互联的 IDC 业务集群。

图表 16. 森华易腾 IDC 全国布局图



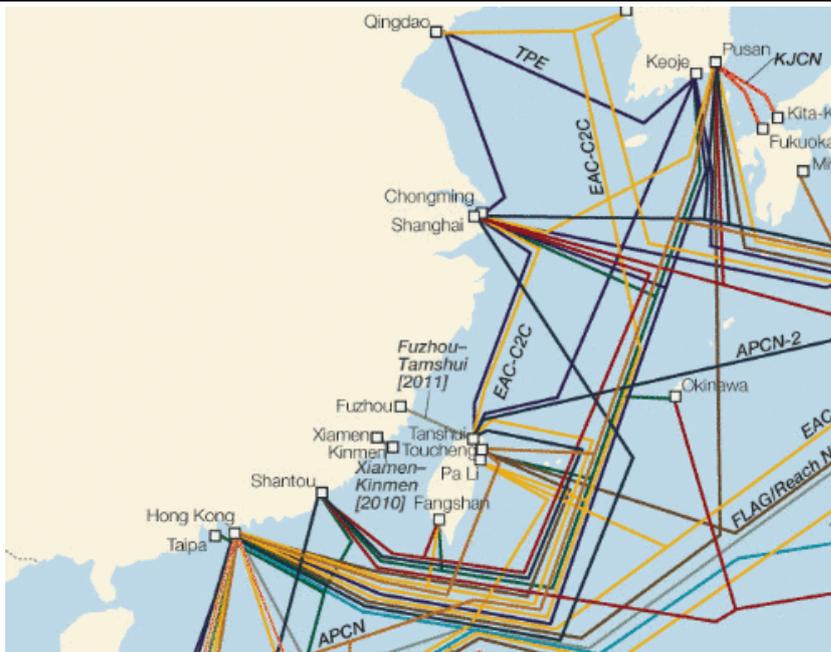
资料来源: 公司公开资料, 中银国际证券整理

而就广东榕泰其企业本身而言, 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。

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，可以说 IDC 机柜本身的价值对于互联数据汇聚点位置有着高度的敏感性。

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）其总出入口的起点便在汕头。

图表 17. 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

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。

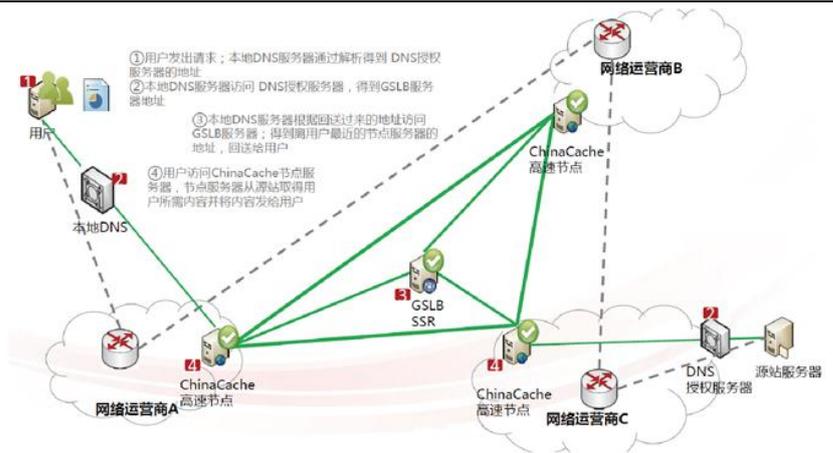
考虑到中国互联网企业日益增长的全球化发展需求，我们看好广东榕泰在 IDC 领域的业务发展潜力，在充分挖掘资本运作与地理优势相结合的商业竞争潜质后，业务有望实现跨越式的发展。

### 拓展 CDN 业务，更好助力云计算与 IDC 业务

2015 年，森华易腾开始组建团队拓展 CDN 业务，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。

该 CDN 服务的中心平台部署在北京高速互联网环网机房，并将内容存储服务器部署到遍布全国的缓存节点。目前，森华已经建成 100 个以上的 CDN 节点，2015 年末有望扩展至 200 个节点，现有总带宽 500G 以上，年底有望突破 1T，CDN 网络规模将位列第一梯队。

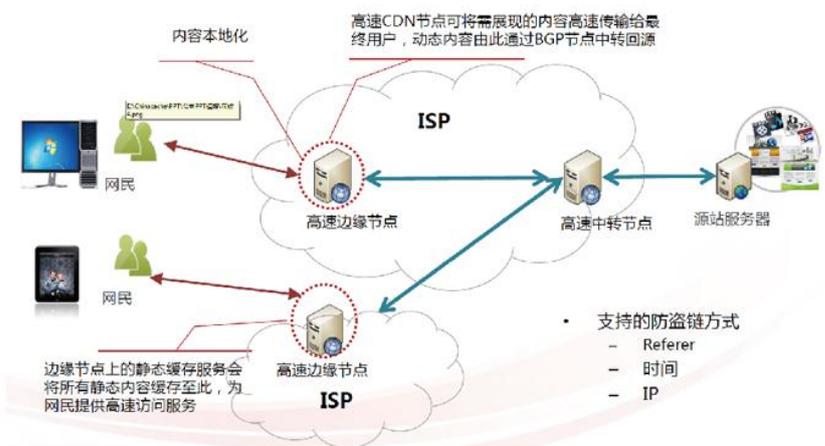
图表 18. 森华易腾 CDN 技术方案



资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

森华易腾目前可以提供的 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。其网页加速产品拥有强大的网络分发系统，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。

图表 19. 森华易腾网页加速方案



资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

在公司完成与森华的并购后，可以将云计算与 CDN 业务融合，在云平台上发布其 CDN 产品，从而让 IDC、云计算、CDN 节点三个主要业务进行统一部署，增强了公司在面对企业客户时提供一站式解决方案的能力。

我们认为，公司在 CDN 业务上的拓展可以有效地增加 IDC 客户的用户粘性，更好地助力于云计算与 IDC 业务的高速发展。

## 投资建议

广东榕泰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。森华易腾是国内中小型 IDC 综合服务运营商的杰出代表，已经构建了基于 IDC 机柜运营、整合 CDN 与云平台的综合数据发布平台业务体系。随着国内互联网行业的持续增长，使得公司不仅享受到 IDC 行业的持续高增长红利，同时也可以借助其在云服务上积累的核心技术与客户资源，有望成为国内整合全生态链云平台方面的领头羊。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，业绩增长预计会出现鱼跃龙门式的翻转。

我们预期 2015-2017 年公司的主营业绩将缓慢增长，其每股收益分别为 0.065 元、0.067 元、0.076 元。由于公司对森华易腾的并购已经通过证监会审核，因此将森华易腾 2015-2017 年的预测净利润并入公司的预测净利润，并且预测总股本增加 1 亿元，经调整后的每股收益分别为 0.155 元、0.213 元、0.268 元。

图表 20. 可比公司的市盈率数据

序号	证券代码	证券名称	市盈率 (倍)
1	300017.CH	网宿科技	62.5
2	300383.CH	光环新网	378
3	600804.CH	鹏博士	46.4
	平均值		162.3

资料来源：公司公开资料，中银国际证券整理

通过对可比公司的市盈率数据统计，我们预测 2015-2017 年的市盈率分别为 90、80、70 倍，给予广东榕泰**买入**评级，建议投资者重点关注。

## 风险提示

- 1、**并购进程风险。**
- 2、**市场竞争加剧。**由于云计算、IDC 行业预期会繁荣，国内会有更多企业加入该行业的竞争。
- 3、**技术路线风险。**基于云的各项新服务未能被市场迅速认可，或者自身的技术不完善限制了业务发展。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,186	1,190	1,110	1,157	1,227
销售成本	(978)	(1,006)	(921)	(965)	(1,024)
经营费用	(81)	(73)	(65)	(68)	(72)
息税折旧前利润	119	95	111	131	187
折旧及摊销	61	64	69	88	138
经营利润 (息税前利润)	58	31	42	43	49
净利息收入/(费用)	(70)	(81)	(81)	(81)	(81)
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
税前利润	61	31	43	44	49
所得税	(7)	0	(3)	(3)	(4)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	54	31	39	40	45
核心净利润	54	31	39	40	45
每股收益(人民币)	0.091	0.051	0.065	0.067	0.076
核心每股收益(人民币)	0.091	0.051	0.065	0.067	0.076
每股股息(人民币)	0.028	0.016	0.020	0.020	0.023
收入增长(%)	(1.4)	0.3	(6.7)	4.3	6.0
息税前利润增长(%)	n.a.	(47.1)	38.5	2.6	13.2
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(20.5)	17.5	17.7	43.0
每股收益增长(%)	n.a.	(43.4)	27.2	2.5	13.1
核心每股收益增长(%)	n.a.	(43.4)	27.2	2.5	13.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	61	31	43	44	49
折旧与摊销	61	64	69	88	138
净利息费用	(70)	(81)	(81)	(81)	(81)
运营资本变动	(59)	40	16	(112)	55
税金	7	0	3	3	4
其他经营现金流	2	26	389	58	(42)
经营活动产生的现金流	129	242	595	155	279
购买固定资产净值	57	(4)	96	147	126
投资减少/增加	5	1	0	0	0
其他投资现金流	(136)	48	(191)	(293)	(252)
投资活动产生的现金流	(74)	45	(95)	(147)	(126)
净增权益	(17)	(9)	(12)	(12)	(14)
净增债务	(475)	263	(656)	(67)	7
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	610	(294)	(480)	(90)	(413)
融资活动产生的现金流	(10)	187	68	(1,014)	15
现金变动	243	355	(514)	24	35
期初现金	368	615	1,069	555	579
公司自由现金流	56	287	500	9	153
权益自由现金流	(350)	632	(75)	23	241

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	615	1,069	555	579	613
应收帐款	630	522	534	594	590
库存	489	476	49	2	52
其他流动资产	1,358	1,690	1,254	1,264	1,371
流动资产总计	1,848	2,166	1,303	1,266	1,423
固定资产	649	787	777	791	922
无形资产	190	186	190	195	201
其他长期资产	742	582	638	668	514
长期资产总计	1,581	1,555	1,605	1,654	1,637
总资产	3,429	3,721	2,908	2,920	3,061
应付帐款	28	25	154	33	166
短期债务	485	748	92	10	31
其他流动负债	93	109	59	57	55
流动负债总计	606	881	305	99	252
长期借款	0	0	0	15	0
其他长期负债	803	802	539	730	685
股本	602	602	602	602	602
储备	1,412	1,426	1,452	1,480	1,512
股东权益	2,013	2,027	2,054	2,082	2,114
少数股东权益	7	10	9	9	9
总负债及权益	3,429	3,721	2,908	2,920	3,061
每股帐面价值(人民币)	3.35	3.37	3.41	3.46	3.51
每股有形资产(人民币)	3.03	3.06	3.1	3.14	3.18
每股净负债/(现金)(人民币)	1.07	0.44	0.11	0.26	0.15

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.9	14.8	17.4	18.3	21.9
息税前利润率(%)	10.7	9.4	11.1	10.8	10.6
税前利润率(%)	5.1	2.6	3.8	3.8	4.0
净利率(%)	4.6	2.6	3.5	3.5	3.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.0	2.5	4.3	12.7	5.6
利息覆盖率(倍)	1.8	1.4	1.5	1.5	1.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.2	1.9	4.1	12.7	5.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	146.5	258.7	203.4	198.5	175.4
核心业务市盈率(倍)	146.5	258.7	203.4	198.5	175.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	715.8	1264.2	994.2	970.1	857.4
市净率(倍)	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8
价格/现金流(倍)	62.0	33.0	13.5	51.5	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.2	21.0	40.7	37.3	29.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	150.5	145.9	16.2	0.7	15.6
应收帐款周转天数	193.8	160.1	175.7	187.2	175.5
应付帐款周转天数	10.6	8.9	61.0	12.4	59.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.9	30.3	30.9	30.7	30.6
净资产收益率(%)	2.7	1.5	1.9	1.9	2.1
资产收益率(%)	1.6	0.8	1.3	1.4	1.5
已运用资本收益率(%)	2.9	2.3	3.4	3.3	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

广东榕泰(600589.CH/人民币 13.30, 买入)

网宿科技(300017.CH/人民币 65.77, 未有评级)

光环新网(300383.CH/人民币 70.48, 未有评级)

鹏博士(600804.CH/人民币 23.50, 未有评级)

以2015年12月10日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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。所有本报告期内使用的商标、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