



买入

44% ↑

目标价格:人民币 13.27

原目标价格:人民币 17.04

600589.CH

价格:人民币 9.2

目标价格基础:66倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(39.5)	1.1	(11.5)	(15.1)
相对上证指数	(18.9)	1.6	(19.3)	17.4

发行股数(百万)	705
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	5,536
3个月日均交易额(人民币 百万)	212
净负债比率(%) (2016E)	36
主要股东(%)	
广东榕泰高级瓷具有限公司	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年4月26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

化工: 化学制品

吴友文*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*程彥为本报告重要贡献者

广东榕泰

一季报点评: 云海漫道真如铁, 而今易腾从头越

公司发表2016年第一季度报告, 业绩显示公司营业收入为27,763.35万元, 同比增长2.37%, 归属于上市公司股东的扣非净利润为2,622.71万元, 同比增长129.74%, 主要是由于公司本期通过重组、合并子公司2、3月份产生的净利, 使公司盈利大幅提高。我们将目标价格下调至13.27元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **完成森华易腾并购, 全面转型业绩腾飞。**公司1月完成了对森华易腾的并购, 正式转型 IDC 与云计算领域, 子公司2、3月的净利润合并入第一季度报表。森华易腾作为六大网络全网接入的 IDC 运营商, 毛利率稳定超过 40%, 净利率近 30%, 本季度更是提供了公司将近 60% 的净利润。国内 IDC 行业将持续 30% 以上高速增长, 公司将享受到 IDC 行业整体高速增长的红利, 我们看好公司在转型驱动下, 业绩持续大幅增长。
- **云服务潜力巨大, 森华云构建核心竞争力。**目前国内云化服务器比例不足 7%, 而各企业对云服务的需求正以年化 70% 以上的速度增长, 公司在云平台上的成长空间与潜力都非常巨大。子公司森华易腾是国内起步最早的云计算布局公司, 技术经验丰富、业务能力成熟, 森华云近期更是通过了我国唯一针对云计算信任体系的权威认证“可信云”。我们认为, 公司的云服务经历过用户市场与权威认证的双重检验, 完全有能力成为国内综合数据发布运营领域的行业标杆。
- **投资建设云计算数据中心, 布局未来增长。**公司将于张北设立云计算子公司, 并且计划在张北区内建设 8,000 个机柜直连北京。公司通过与政府合作, 自主建设高性能、低成本 IDC 机房, 有利于进一步做强自身的云计算服务能力, 大大增强公司在华东、华北互联网综合服务领域的竞争力, 将促进公司的业务布局进一步完善。我们预计至 2017 年张北云计算数据中心投入运用后, 公司业绩将获得未来维持高速增长的新引擎。

评级面临的主要风险

- 风险提示: 竞争风险, 技术路线风险。

估值

- 我们预计 2016-2018 年传统业务的净利润为 1.41、1.81、2.46 亿元, 对应每股收益为 0.201 元、0.258 元、0.352 元, 考虑公司的转型前景并参考可比公司估值给予公司 2016 年整体业务 66 倍市盈率, 我们将目标价格由 17.04 元下调至 13.27 元/股, 继续给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,190	994	1,468	1,622	1,858
变动(%)	0	(16)	48	10	15
净利润(人民币 百万)	31	21	141	181	246
全面摊薄每股收益(人民币)	0.051	0.035	0.201	0.258	0.352
变动(%)	(43.4)	(32.8)	482.5	28.3	36.3
全面摊薄市盈率(倍)	178.9	266.4	45.7	35.6	26.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.213	0.268	
调整幅度(%)			(5.63)	(3.73)	
价格/每股现金流量(倍)	22.9	13.9	(6.8)	7.4	(13.4)
每股现金流量(人民币)	0.40	0.66	(1.34)	1.25	(0.69)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.1	30.2	20.7	16.1	13.6
每股股息(人民币)	0.016	0.000	0.041	0.043	0.044
股息率(%)	0.2	n.a.	0.4	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

【点评】

完成森华易腾并购，全面转型业绩腾飞。公司于2016年1月18日完成了对森华易腾的并购，正式转型IDC与云计算领域，子公司2月与3月的净利润合并入第一季度报表。森华易腾作为六大网络全网接入的IDC运营商，毛利率稳定超过40%，净利率近30%，本季度更是提供了将近60%的净利润。国内IDC行业将持续30%以上高速增长，公司将享受到IDC行业整体高增长的红利，我们看好公司在转型驱动下，业绩相比去年同期持续大幅增长。

云服务潜力巨大，森华云构建核心竞争力。目前国内云化服务器比例不足7%，而各企业对云服务的需求正以年化70%以上的速度增长，可以说公司在云平台上的成长空间与潜力都非常巨大。子公司森华易腾是国内起步最早的云计算布局公司，技术经验丰富、业务能力成熟，森华云近期更是通过了我国唯一针对云计算信任体系的权威认证体系“可信云”。我们认为，公司的云服务经历过用户市场与权威认证的双重检验，完全有能力成为国内综合数据发布运营领域的行业标杆。

投资建设云计算数据中心，布局未来增长。公司宣布于张北设立云计算子公司，并且将在张北区内建设8,000个机柜直连北京，最早可于2017年底投入运营。公司通过与政府合作，自主建设高性能、低成本IDC机房，有利于进一步做强自身的云计算服务能力，大大增强公司在华东、华北互联网综合服务领域的竞争力，将促进公司的业务布局进一步完善。我们预计至2017年张北云计算数据中心投入运用后，公司业绩将获得未来持续高速增长的引擎。

【投资建议】

公司目前坚定地在IDC与云服务领域进行转型，第一季度业绩同比获得了显著提升，随着公司在自建的高质量低成本云计算中心上的投入、不断拓展转型业务的市场，将有助于进一步提升公司的核心竞争力。因此，我们看好公司在云服务领域的发展潜质，继续给予**买入**评级，建议重点关注。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年 1 季度	2016 年 1 季度	同比变化(%)
营业收入	271.22	277.63	2.37
-营业税及附加	0.92	0.86	(6.10)
净营业收入	270.30	276.77	2.39
营业成本	214.84	199.01	(7.37)
销售费用	2.73	3.81	39.70
管理费用	18.78	16.49	(12.19)
营业利润	13.07	31.25	139.17
非经常性项目	(0.02)	(0.00)	(99.23)
经常性投资收益	0.00	(0.03)	/
净财务费用	19.99	23.20	16.07
利润总额	13.09	31.25	138.78
所得税	1.66	5.03	203.04
少数股东损益	(0.01)	(0.01)	(10.51)
归属母公司股东净利润	11.43	26.23	129.38
每股收益(元)	0.02	0.04	94.74
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	20.79	28.32	
经营利润率	12.20	19.61	
净利润率	4.21	9.44	

资料来源: 公司数据, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,190	994	1,468	1,622	1,858
销售成本	(1,006)	(811)	(1,148)	(1,255)	(1,406)
经营费用	(8)	(1)	(6)	(9)	20
息税折旧前利润	176	182	315	358	473
折旧及摊销	(64)	(73)	(83)	(80)	(122)
经营利润(息税前利润)	112	109	232	279	351
净利息收入/(费用)	(81)	(87)	(79)	(83)	(83)
其他收益/(损失)	1	2	1	1	1
税前利润	31	24	154	197	269
所得税	0	(3)	(12)	(16)	(22)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
净利润	31	21	141	181	246
核心净利润	31	21	141	181	246
每股收益(人民币)	0.051	0.035	0.201	0.258	0.352
核心每股收益(人民币)	0.051	0.034	0.200	0.256	0.349
每股股息(人民币)	0.016	0.000	0.041	0.043	0.044
收入增长(%)	0	(16)	48	10	15
息税前利润增长(%)	(12)	(2)	112	20	26
息税折旧前利润增长(%)	(7)	4	73	14	32
每股收益增长(%)	(43)	(33)	483	28	36
核心每股收益增长(%)	(44)	(33)	481	28	36

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	31	24	154	197	269
折旧与摊销	64	73	83	80	122
净利息费用	81	87	79	83	83
运营资本变动	40	244	(802)	439	(713)
税金	(0)	(3)	(12)	(16)	(22)
其他经营现金流	26	(27)	(450)	97	(224)
经营活动产生的现金流	242	398	(948)	880	(484)
购买固定资产净值	(4)	(4)	76	34	60
投资减少/增加	1	1	1	1	1
其他投资现金流	48	(25)	(151)	(68)	(119)
投资活动产生的现金流	45	(28)	(75)	(33)	(59)
净增权益	(9)	0	(29)	(31)	(31)
净增债务	263	(204)	221	(656)	774
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(186)	309	(29)	(185)	(304)
融资活动产生的现金流	68	132	216	(769)	660
现金变动	355	501	(807)	77	118
期初现金	615	1,069	1,541	734	811
公司自由现金流	287	370	(1,023)	846	(542)
权益自由现金流	632	252	(723)	272	315

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,070	1,544	736	813	931
应收帐款	522	487	1,007	615	1,263
库存	476	480	707	620	912
其他流动资产	98	61	175	69	210
流动资产总计	2,166	2,571	2,624	2,117	3,316
固定资产	1,147	1,139	1,129	1,077	1,009
无形资产	186	182	186	191	197
其他长期资产	213	190	214	204	203
长期资产总计	1,547	1,512	1,529	1,473	1,409
总资产	3,721	4,089	4,155	3,591	4,725
应付帐款	94	258	55	15	65
短期债务	748	544	656	108	221
其他流动负债	39	436	269	251	345
流动负债总计	881	1,238	981	374	631
长期借款	791	791	898	791	1,451
其他长期负债	12	11	12	12	12
股本	602	602	705	705	705
储备	1,426	1,437	1,550	1,701	1,919
股东权益	2,027	2,039	2,255	2,407	2,624
少数股东权益	10	9	9	8	8
总负债及权益	3,721	4,089	4,155	3,591	4,725
每股帐面价值(人民币)	3.37	3.39	3.20	3.41	3.72
每股有形资产(人民币)	3.06	3.09	2.93	3.14	3.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.53)	(1.66)	0.04	(1.00)	(0.07)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	18.3	21.4	22.1	25.4
息税前利润率(%)	9.4	11.0	15.8	17.2	18.9
税前利润率(%)	2.6	2.4	10.5	12.2	14.5
净利率(%)	2.6	2.1	9.6	11.1	13.3
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.1	2.7	5.7	5.3
利息覆盖率(倍)	1.4	1.3	2.9	3.4	4.2
净权益负债率(%)	23.1	净现金	36.2	3.6	28.2
速动比率(倍)	1.9	1.7	2.0	4.0	3.8
估值					
市盈率(倍)	178.9	266.4	45.7	35.6	26.2
核心业务市盈率(倍)	180.2	267.5	46.0	35.9	26.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	259.9	385.9	66.4	51.7	38.0
市净率(倍)	2.7	2.7	2.9	2.7	2.5
价格/现金流(倍)	22.9	13.9	(6.8)	7.4	(13.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.1	30.2	20.7	16.1	13.6
周转率					
存货周转天数	175.0	215.2	188.7	192.9	198.9
应收帐款周转天数	176.7	185.2	185.7	182.5	184.5
应付帐款周转天数	22.9	64.8	39.0	7.9	7.8
回报率					
股息支付率(%)	30.4	0.0	20.5	16.9	12.5
净资产收益率(%)	1.5	1.0	6.6	7.8	9.8
资产收益率(%)	3.1	2.4	5.2	6.6	7.8
已运用资本收益率(%)	0.2	0.1	1.0	1.3	1.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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，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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371