

高升控股 (000971)

证券研究报告
2017年03月20日

“云-管-端”一体化优势凸显，IDC资源扩张进行时

云管端布局，一体化优势明显

公司主营 IDC、CDN、APM 及其他增值服务，云管端一体化布局。其中“云”方面，IDC 与 CDN 服务成主要业绩驱动力，营收贡献超 80%。“管”方面，收购专网服务商莹悦网络布局 DCI；端方面，公司的 APM 产品已经拥有 33 万全球监测 PC 和移动真机。

云服务带动业绩快速增长

随着互联网云基础服务的高速增长，公司 IDC 业务营收 16 年达到 4.35 亿元。公司拥有近 4500G 带宽的 IDC 资源储备，且投入规模不断扩大，全国机房数由 2015 年 6 月的 80 个增长至目前超过 200 个机房，增长幅度超过 150%。此外，公司于 2016 年 12 月投资 9000 万元，用于扩大上海地区 IDC 业务规模、强化其规模效应，规划新增 1000 个机柜。同时，公司拟以 7,500 万元收购创新云海 100%，目前一期区域正在运营中的机柜数量为 680 个，另有 158 个预留机柜，预计为公司带来不少于 700 万的净利润。2017 年 3 月拟通过收购创新云海 100% 股权获得深圳地区自由机房核心节点，与公司上海、杭州等地星级级房协同，强化全国网络组员覆盖、服务能力。

CDN 业务方面公司拥有 200 多个节点、超过 3000 台服务器、3000G 带宽，针对视频、在线教育、游戏及广电等行业推出专门的网络加速解决方案，目前拥有覆盖美洲、欧洲、澳洲、东南亚、日本等地的 CDN 资源布局。

“管”、“端”延伸布局完成，一体化战略优势凸显

公司于 2015 年 5 月开始收购莹悦网络，2016 年 10 月完成并表，并在 VPN 业务上持续发力，于 2016 年 11 月、12 月增资 2.5 亿建设 VPN 业务（虚拟专用网络，可以提高信息传输的安全性），大容量业务站点从 75 个扩大至 222 个，针对安全敏感度较高的客户（如政企、金融行业等）为其提供安全的数据传输在完善公司网络资源布局的同时，与公司已有 IDC、CDN 和 APM 业务形成强大的协同效应，通过“管”（包括内容分发、通道等的专业化管理服务）的延伸与连接，实现从“云”迈向“端”的发展的战略目标。APM 业务方面，公司自主研发了基于大数据的应用性能管理 APM 产品 mmTriX。报告期内，APM 产品已经拥有 33 万全球监测 PC 和移动真机，实现全球监测 12.6 亿多次。

盈利预测

结合公司剥离纺织业务，切入行业需求明确的数据中心市场，我们认为公司短期受益于 IDC 规模扩张所产生的直接收入，长期关注公司“云-管-端”战略布局。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.40 元、0.52 元、0.68 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示： IDC 行业竞争加剧、VPN 业务发展不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	157.41	666.00	1,007.32	1,340.03	1,725.83
增长率(%)	199.70	323.11	51.25	33.03	28.79
EBITDA(百万元)	23.94	160.72	258.82	352.81	458.62
净利润(百万元)	2.60	111.04	202.03	272.84	356.37
增长率(%)	(36.56)	4,167.70	81.94	35.05	30.62
EPS(元/股)	0.01	0.22	0.40	0.52	0.68
市盈率(P/E)	4,248.28	99.55	54.71	41.67	31.91
市净率(P/B)	6.78	3.15	2.95	2.82	2.59
市销率(P/S)	70.22	16.60	10.97	8.48	6.59
EV/EBITDA	462.90	71.26	37.46	29.39	21.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	20.99 元
目标价格	22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	511.27
流通 A 股股本(百万股)	242.56
A 股总市值(百万元)	10,731.63
流通 A 股市值(百万元)	5,091.27
每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	8.02
一年内最高/最低(元)	29.50/20.30

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



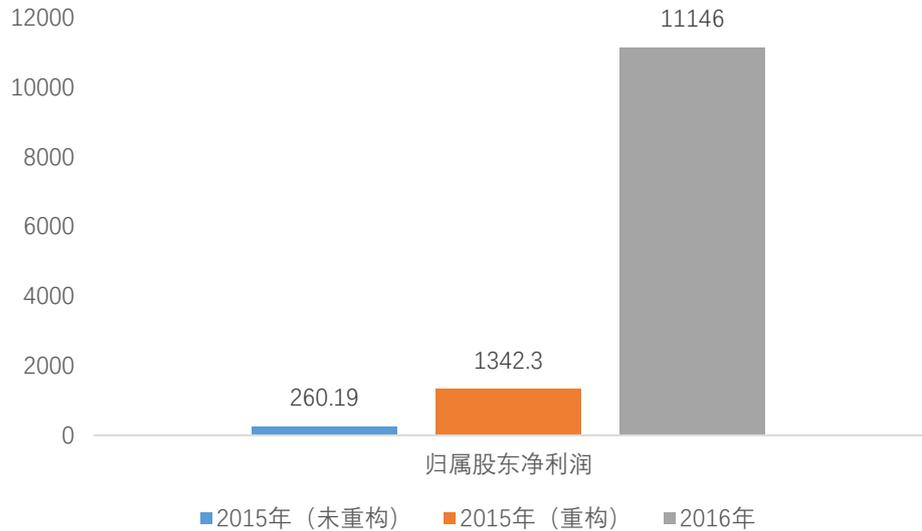
资料来源：贝格数据

相关报告

1. 三大主业协同发力，2016 业绩增长近 4 倍

公司发布 2016 年年报，其中，归属于公司股东的净利润为 11146 万元，较上年同期重组追溯后增长 730.37%，上年同期重组后盈利为 1,342.30 万元此次业绩大幅度增长，符合对剥离亏损纺织业务后公司在 IDC、CDN、VPM 业务上大幅发展的预期。

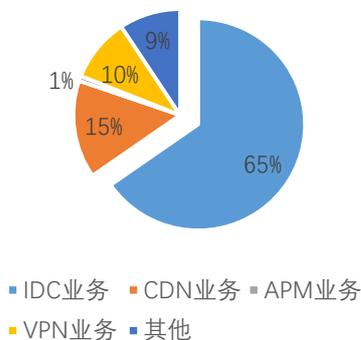
图 1：公司归属母公司净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

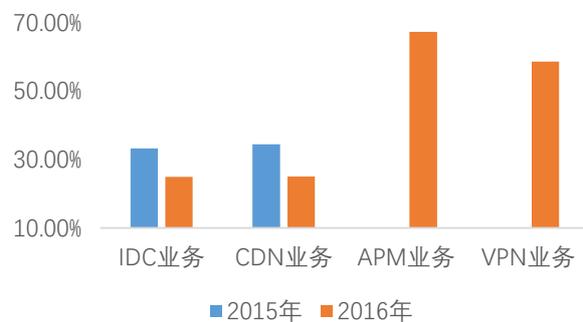
分项业务来看，2016 年 IDC、CDN 收入达到 43498.66 万元和 9946.32 万元，占公司总收入比重为 65.31%和 14.93%，其中 IDC 业务增长与行业预期相当；VPN 业务收入达到 6453.51 万元，占公司总收入比重为 9.69%，公司 APM 业务积极开展，2016 年 APM 业务收入达到 505.52 万元，占公司收入比重为 0.76%。

图 2：2016 年公司业务占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：各项业务毛利情况



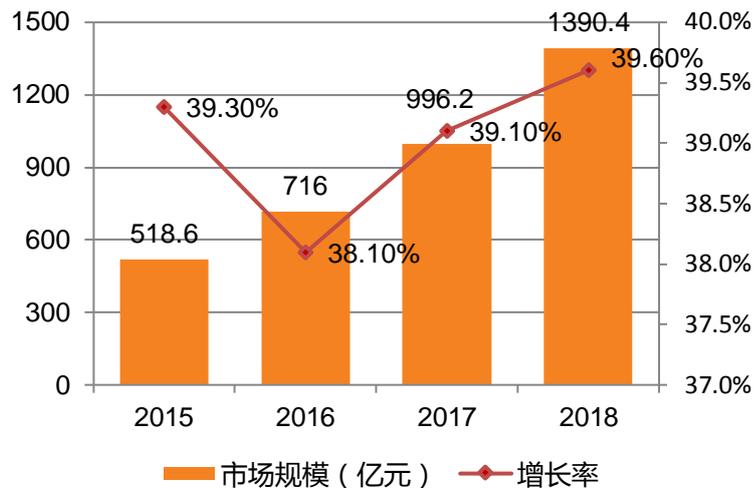
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. IDC 规模效应显著，全国资源布局不断完善

根据中国 IDC 圈的预测，中国 IDC 市场未来三年的增速将保持在 30%，到 2018 年，中国

IDC 市场规模超过 1400 亿，增速将接近 39.6%。

图 4：2015-2018 中国 IDC 市场规模预测



资料来源：IDC 圈、天风证券研究所

公司 IDC 业务稳步增长：高升控股在 100 多个城市积累了 200 个机房、近 4500G 带宽的 IDC 资源储备，公司于 2016 年 12 月投资 9000 万元，用于扩大上海地区 IDC 业务规模，**规划新建 1048 个机柜**；公司 IDC 业务收入由 2015 年 10-12 月的 8086 万，增长至 2016 年年中的 21932 万元，以及 2016 年年报中的 43498.66 万元，有大幅度的增长；未来几年，预计 IDC 行业会保持稳定的 30% 左右增速，在行业格局稳定的情况下，公司可以分享行业增长，扩大业务收入；公司加大对 IDC 业务的投入，机房数，上架机柜数的不断扩大形成规模效应，使得公司的 IDC 业务收入持续上升。

2017 年 3 月公司计划通过收购创新云海 100% 股份，增加深圳地区自有机房核心节点，**进一步提升华南地区 IDC 资源布局优势**。创新云海数据中心一期已经竣工运营，达到 T3+ 标准，目前在运营 680 个机柜预计每年可为公司提供不少于 700 万的净利润，已开发区域另有 158 个预留机柜空间。自有机柜全部运营后，将为公司创造 5000 万以上的营业收入。另外，未来租赁区域完全开发后，**将可额外容纳约 5400 个机柜**。

公司收购计划详细方案如下：总价款 7500 万元，2017 取得创新云海 90% 股权，并支付收购价款 4725 万元，2018 年支付收购价款 2025 万元，最终于 2020 年支付 750 万元获得剩下 10% 股权。

3. 产业协同效应强化，分享 CDN 行业增长

分布式 IDC 与 CDN 具有天然的业务重叠性，而中国和全球的 CDN 流量上行，规模扩大。全球 2010 年至 2014 年间的 CDN 市场复合年增长率为 26.3%，达到 37.1 亿美元，CDN 市场拥有广阔的市场前景。公司在国内拥有 200 多个 CDN 节点，并针对视频、在线教育、游戏及广电等行业推出了专门的网络加速解决方案，提供流媒体、文件下载、全站加速等服务。同时，公司在海外通过与 Fastly 的合作，拥有了覆盖北美、南美、欧洲、澳洲、东南亚、日本等地的 CDN 资源。

CDN 业务毛利率下降，16 年中期报告 CDN 业务毛利率为 20.63%，与 2015 年末相比下降 13.77%，CDN 业务龙头网宿科技 16 年中期报告 CDN 业务毛利率为 45.53%，与 2015 年期末相比下降 2.13%，2016 年 CDN 市场竞争激烈是毛利率下降的主要原因之一，此外，公司将部分业务重心放在 VPN 业务上也是重要的原因。

2015 年，中国专业 CDN 市场规模达到 47.2 亿元，同比增长 43.9%，同时 CDN 服务提供商的节点覆盖了贷款储备都得到了大幅增长。

图 5：中国 CDN 服务市场及增长

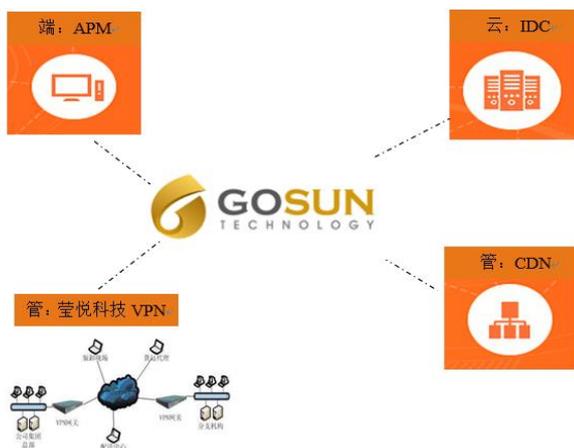


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

4. VPN 业务助力“管”端闭环生态，行业竞争力提升

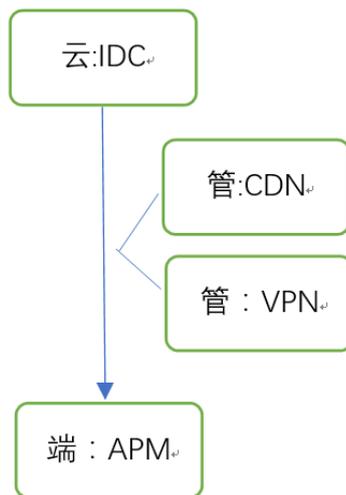
中国 VPN 市场发展较为稳定，预计 2016-2021 年 VPN 市场平均市场增速为 7%（来源：2016-2021 年中国信息安全行业发展前景与投资战略规划分析报告），市场占有率前三为华为、思科、华三，占 VPN 市场的 57.3%，公司利用自身云（IDC）、管（CDN+VPN）、端（APM）战略优势，有望从竞争激烈的 VPN 市场中获得发展。

图 6：公司业务发展



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 7：云、管、端示意图



资料来源：天风证券研究所

公司通过收购莹悦网络，获得覆盖全国的大容量虚拟专用网络（VPN，即在公用网络上建立专用网络，进行加密通讯），实现云到云、端到端、云到端的连接，并承诺 17~19 年净利润不少于 7,000 万元、9,000 万元、1.1 亿元。公司通过采用 SDN 技术深入拓展各种场景下的网络互联服务业务，抢占发展先机。截至目前，公司完成配套募集资金投资项目大容量虚拟专用网配套设施第二期拓建项目的建设验收，业务站点扩展到 222 个，网络节点已覆盖全国主要城市，累积服务大型企业客户超过 100 家。公司 2016 年 VPN 业务收

入达到 6453.51 万元，毛利率高达 58.81%。

5. APM 打开海量客户市场，未来高成长可期

APM 应用性能管理，目的是监控和管理应用软件性能和可用性。通过监测和诊断复杂应用程序的性能问题，来保证软件应用程序的良好运行(预期的服务)。根据 Gartner 的预测，中国 APM 业务将保持高速增长，2018 年国内 APM 市场规模将达到 5 亿美元左右。目前国内 APM 行业市场规模已经达到十亿级，并由听云、云智慧、OneAPM 三家企业主导。

公司自主研发了基于大数据的应用性能管理 APM 产品。公司基于成熟的 APM 产品体系进入到国内百亿级别的 ITOM (IT 运维管理) 领域，在保险、金融、政企等行业实施了多个成功案例。报告期内，公司 APM 产品已经拥有 33 万全球监测 PC 和移动真机、已实现全球监测 12.6 亿多次。在 2016 中国云计算生态系统峰会上，公司 mmTrix 产品荣获“优秀创新云应用开发商”奖项。受益于公司云 (IDC)、管 (CDN+VPN) 协同布局，端 APM 业务有望实现高增长。

图 8：公司 APM 业务产品



资料来源：mmTrix 官网、天风证券研究所

6. 盈利预测

结合公司剥离纺织业务，切入行业需求明确的数据中心市场，我们认为公司短期受益于 IDC 规模扩张所产生的直接收入，长期关注公司“云-管-端”战略布局。2016 年业绩靓丽，全年实现营收 6.66 亿元，同比增长 324%；归属于公司股东的净利润为 11,146 万元，较上年同期重组追溯后增长 730.37%。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.40 元、0.52 元、0.68 元，首次覆盖给予“增持”评级。

7. 风险提示

IDC 行业竞争加剧、VPN 业务发展不达预期、公司“云-管-端”战略布局不达预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	246.62	773.30	1,403.12	1,060.07	1,612.01
应收账款	84.67	237.24	331.90	359.83	531.05
预付账款	27.75	17.32	65.51	78.04	67.70
存货	0.00	0.00	341.60	236.37	287.66
其他	0.01	32.50	44.37	24.84	36.87
流动资产合计	359.05	1,060.36	2,186.49	1,759.15	2,535.29
长期股权投资	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
固定资产	35.30	195.48	249.64	308.89	358.19
在建工程	0.00	87.17	88.30	100.98	90.59
无形资产	45.05	63.90	56.36	48.82	41.28
其他	1,341.03	2,413.64	2,413.22	2,413.04	2,412.50
非流动资产合计	1,421.38	2,760.24	2,807.57	2,871.78	2,902.61
资产总计	1,780.43	3,820.59	4,994.06	4,630.93	5,437.90
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	74.37	94.04	1,012.27	432.88	747.21
其他	18.26	197.59	213.26	143.76	277.82
流动负债合计	142.64	291.63	1,225.54	576.64	1,025.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.38	14.80	14.80	12.66	14.08
非流动负债合计	8.38	14.80	14.80	12.66	14.08
负债合计	151.01	306.43	1,240.33	589.30	1,039.11
少数股东权益	0.00	2.18	2.43	2.88	3.66
股本	427.52	511.27	511.27	525.90	525.90
资本公积	1,590.41	3,315.47	3,315.47	3,315.47	3,315.47
留存收益	1,201.90	3,037.99	3,240.02	3,512.86	3,869.23
其他	(1,590.41)	(3,352.75)	(3,315.47)	(3,315.47)	(3,315.47)
股东权益合计	1,629.41	3,514.17	3,753.72	4,041.64	4,398.79
负债和股东权益总	1,780.43	3,820.59	4,994.06	4,630.93	5,437.90

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2.60	111.46	202.03	272.84	356.37
折旧摊销	11.83	23.43	12.25	15.61	18.63
财务费用	2.93	0.40	2.00	2.00	2.00
投资损失	0.00	(0.31)	(0.31)	(0.31)	(0.31)
营运资金变动	(11.41)	(58.46)	528.02	(581.57)	206.16
其它	(8.81)	(16.81)	0.25	0.46	0.80
经营活动现金流	(2.85)	59.71	744.24	(290.97)	583.65
资本支出	1,358.79	1,354.95	60.00	82.14	48.57
长期投资	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
其他	(1,838.66)	(1,947.88)	(119.69)	(161.83)	(98.27)
投资活动现金流	(479.87)	(592.88)	(59.69)	(79.69)	(49.69)
债权融资	50.00	135.00	45.00	60.00	80.00
股权融资	1,600.53	1,773.07	35.33	12.68	(1.95)
其他	(935.53)	(848.82)	(135.06)	(45.05)	(60.06)
筹资活动现金流	715.00	1,059.25	(54.73)	27.62	17.98
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	232.28	526.08	629.82	(343.04)	551.94

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	157.41	666.00	1,007.32	1,340.03	1,725.83
营业成本	103.56	446.92	657.78	868.48	1,115.23
营业税金及附加	0.54	1.96	2.81	3.56	4.35
营业费用	8.22	16.78	20.15	26.80	34.52
管理费用	25.72	66.63	76.56	101.84	131.16
财务费用	2.46	(1.50)	2.00	2.00	2.00
资产减值损失	7.21	(3.56)	3.76	2.47	0.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.31	0.31	0.31	0.31
其他	(0.00)	(0.61)	(0.61)	(0.61)	(0.61)
营业利润	9.70	139.08	244.57	335.20	437.99
营业外收入	0.08	0.32	5.01	1.80	2.38
营业外支出	0.20	0.32	0.36	0.29	0.32
利润总额	9.58	139.08	249.22	336.71	440.04
所得税	6.98	27.62	46.94	63.41	82.87
净利润	2.60	111.46	202.28	273.29	357.17
少数股东损益	0.00	0.42	0.25	0.46	0.80
归属于母公司净利润	2.60	111.04	202.03	272.84	356.37
每股收益(元)	0.01	0.22	0.40	0.52	0.68

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	199.70%	323.11%	51.25%	33.03%	28.79%
营业利润	-197.32%	1334.33%	75.85%	37.06%	30.67%
归属于母公司净利润	-36.56%	4167.70%	81.94%	35.05%	30.62%
获利能力					
毛利率	34.21%	32.90%	34.70%	35.19%	35.38%
净利率	1.65%	16.67%	20.06%	20.36%	20.65%
ROE	0.16%	3.16%	5.39%	6.76%	8.11%
ROIC	8.27%	7.71%	6.97%	11.44%	11.75%
偿债能力					
资产负债率	8.48%	8.02%	24.84%	12.73%	19.11%
净负债率	3.75%	-4.14%	-16.03%	-5.14%	-12.07%
流动比率	2.52	3.64	1.78	3.05	2.47
速动比率	2.52	3.64	1.51	2.64	2.19
营运能力					
应收账款周转率	3.00	4.14	3.54	3.87	3.87
存货周转率	10.23	#DIV/0!	5.90	4.64	6.59
总资产周转率	0.16	0.24	0.23	0.28	0.34
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.22	0.40	0.52	0.68
每股经营现金流	-0.01	0.12	1.46	-0.57	1.14
每股净资产	3.19	6.87	7.34	7.68	8.36
估值比率					
市盈率	4,248.28	99.55	54.71	41.67	31.91
市净率	6.78	3.15	2.95	2.82	2.59
EV/EBITDA	462.90	71.26	37.46	29.39	21.46
EV/EBIT	911.67	83.24	39.32	30.75	22.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com