

美利纸业(000815)研究报告

2016年3月25日

中国云计算基础设施的龙头

买入(维持)

投资要点

- 云计算业务爆发增长,边远地区IDC是发展趋势:** 云计算服务具有敏捷性、时效性、专业性、低成本性和全球化特性,相对于传统IT服务具有明显优势,是未来的方向。云计算基础设施投入非常巨大,国内IDC市场规模将很快超过1000亿元。由于边远地区IDC具有政策、场地、气候环境、成本多方面优势,网络质量方面几乎相当,非常适合将云计算业务分级进行精细化管理。一般来说,离最终用户近的地方,或者说中心区域,成本高,性能好,适合用作缓存,用来完成热计算或者存储热数据;边远地区,成本低,性能略差,适合用作内存和硬盘,用来完成冷计算或者存储冷数据。我们提出“**边远地区是内存,硬盘,中心城市是缓存**”的网络架构,坚定看好边远地区IDC的发展未来。
- 公司投资云创数据中心项目,具有全方面竞争优势:** 云创公司在中卫的数据中心,在政策、成本、规模各方面具有明显优势,我们认为将成为市场中的强势变革者。政策上,北京等一线城市已经禁止新建高能耗的大型数据中心,宁夏提供财税、土地、供电各方面支持;成本上,低PUE、低电价和低地价使得中卫数据中心**总体成本仅为中心城市15%**,具有强大市场竞争力;规模上,是全国最大规模的数据中心之一,有能力服务包括BAT在内的大型云计算公司;网络质量上,中卫已经建成国家级网络骨干节点,云创数据中心连接BGP网络,大幅降低了网络时延,基本能提供中心城市IDC类似的网络服务质量。云创数据中心具备全方面竞争优势,将改写IDC行业格局。
- 定增获批,赛伯乐入局带来海量资源和多年经验:** 本次非公开发行完成后,赛伯乐集团及其一致行动人合计持有美利纸业28.82%的股权。一方面赛伯乐将全力以赴参与云创公司经营,至少从经验、客户资源和资金三方面为公司发展提供帮助;另一方面赛伯乐作为云计算-互联网产业投资巨头,公司还存在着外延并购预期(例如阿里在张北的IDC项目),公司进一步扩张发展可期。
- 收缩原有业务,专注云计算基础设施:** 鉴于目前纸类业务持续亏损,公司决心彻底转型,在投入巨资转型IDC的同时,也不断收缩原有纸类业务。预计随着云创数据中心项目顺利运营,公司将继续收缩原有造纸业务,专注于云计算基础设施建设运营。
- 盈利预测与投资评级:** 公司将在2016年获得IDC行业龙头地位,极大地受益于数据业务爆发增长,成为大型云计算业务服务公司的首选IDC之一。预计公司2016-2018年的EPS为0.42元、1.07元、1.76元,对应PE 54/21/13 X。我们看好公司在IDC领域盈利前景和进一步外延并购预期,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 数据中心交付时间不及预期风险,客户发展不及预期导致数据中心使用率过低风险,竞争进一步加剧导致价格战风险。

分析师 **徐力**
 执业资格证书号码:
 S0600515080001
 13651368225
xul@dwzq.com.cn

联系人 **孙云翔**
 18601102389
sunyx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.05
一年最低价/最高价	10.56/46.03
市净率	227.64
流通A股市值(百万元)	7936

基础数据

每股净资产(元)	0.11
资产负债率(%)	97.52
总股本(百万股)	31700
流通A股(百万股)	31700

相关研究

1. ST美利:连带清偿和担保责任解除,2015年度基本确定扭亏为盈
2015年12月14日
2. ST美利:超大合作协议签署,展望来年收入激增
2015年12月23日
3. ST美利:摘星摘帽已成定局,行业龙头十倍成长
2016年1月17日

1. 云计算与边远地区 IDC

1.1. 云计算行业

云计算改变了传统 IT 行业，因为拥有无可比拟的优点。

1、敏捷性：互联网公司服务器采购周期很长，采购后上架部署调试周期长，大致 3 个月，用云计算随时可以购买比较方便，瞬时完成。

2、时效性：发展很快，爆款游戏周期短，需要迅速抓住机遇。云是弹性的，按需来提取，满足火爆游戏的突发需求。

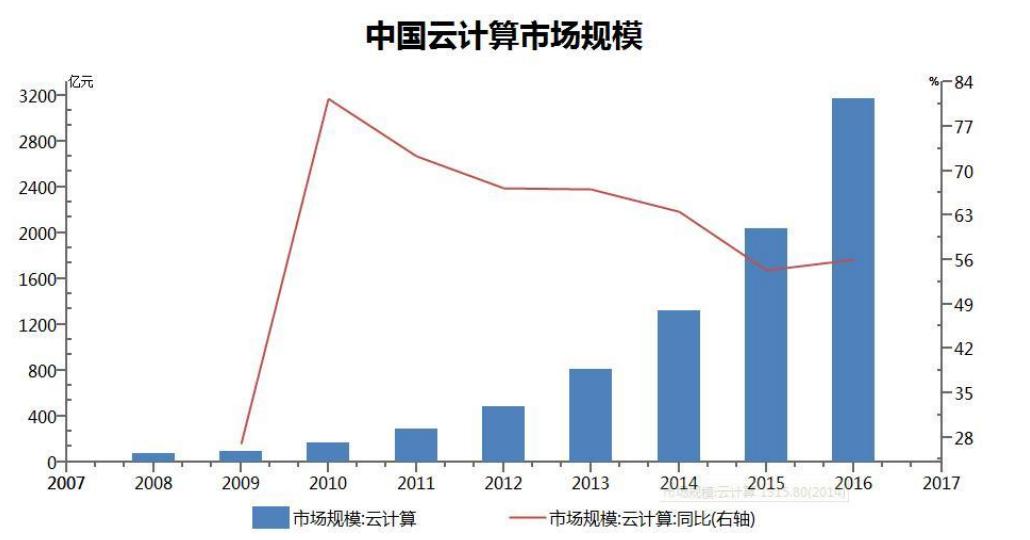
3、专业性：移动互联网公司可以投入更多精力到业务创新上，进而实现低成本低风险极致体验。

4、低成本性：客户公司不需花时间、人力在 IDC、网络、服务器、虚拟化上，用云比较方便，专业工程师来管理云，节省人力成本；使用云，自动化建设，提高创新能力，节省 IT 成本。

5、云计算全球化特性：大量新兴互联网业务走向海外，为海外客户服务，采用云服务能轻松实现业务海外运营。

近几年，国内云计算市场规模维持高速增长，随着云计算平台技术进一步完善，云服务提供商通过扩大规模进一步降低成本，企业用户不断增加提升对云服务的认可度，预计国内云计算市场规模在一段时间内仍将维持 60% 左右增长速度。

图表 1：中国云计算市场规模



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

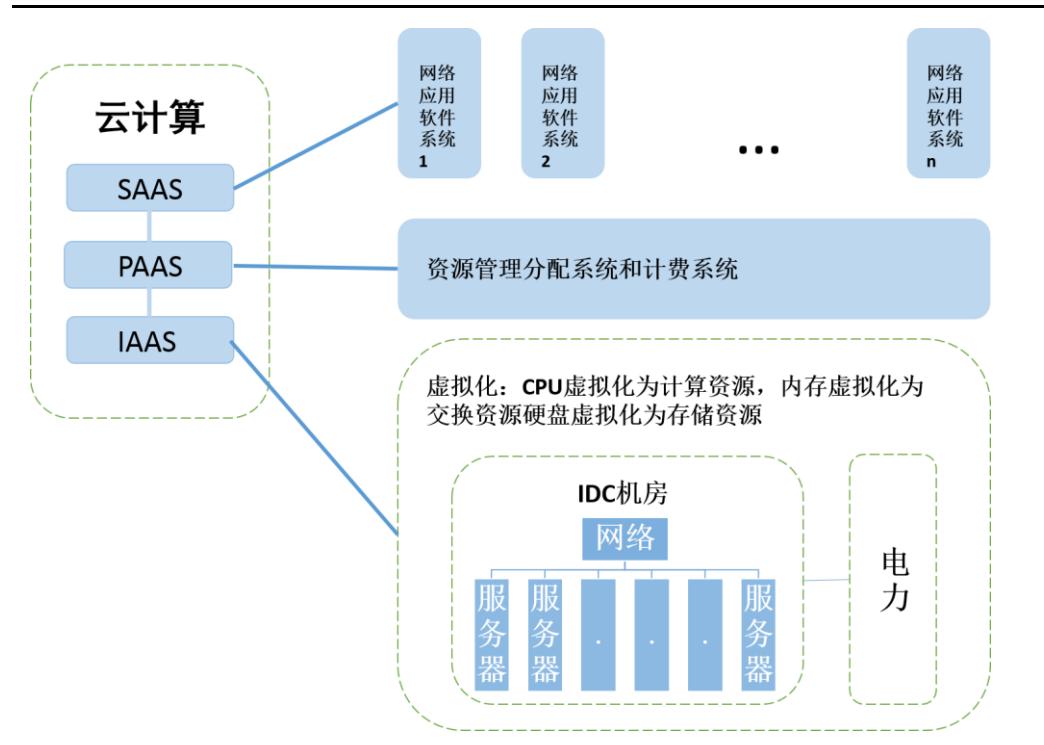
云计算经过十多年的发展，已经形成了比较成熟的技术架构，通常按照 IAAS (Infrastructure-as-a-Service), PAAS (Platform-as-a-Service), SAAS(Software-as-a-Service)三个层次进行划分。

在三层架构中，IAAS 为云计算提供硬件基础设施，包含机房场地、服务器资源、存储资源和网络资源，是一切云计算业务开展和运行的基础。

PAAS 在 IAAS 层之上，建立了统一的资源管理分配机制，并建立了资源使用计费系统，为云计算 IAAS 层完成资源调配和出租营利提供了基础。

SAAS 层是最终面向客户的软件应用层，这些应用软件通过 PAAS 层的调度使用 IAAS 层的计算、存储资源，完成全部软件工作，为客户提供软件服务。

图表 2：云计算技术架构层次示意图



资料来源：东吴证券研究所

1.2. IDC 的价值和市场

美国现在有 1200 万台服务器，Google、亚马逊、微软加上 Facebook，共 800 万台服务器，而中国有 200-300 万台服务器，BAT 三家占 60%，耗电量 70-80 亿度电。我们预计五年后全国云计算服务器量增加，耗电 1200 亿度，硬件投资将达到 5000-6000 亿人民币。

IAAS 层作为云计算架构的硬件基础，包含大量服务器设备在内的一整套硬件体系，在这个体系中很重要的部分是一个满足技术要求、成本低廉的场地，这就是互联网数据中心（IDC）。IDC 为互联网内容提供商（ICP）、企业、媒体和各类网站提供大规模、高质量、安全可靠的专业化服务器托管、空间租用、网络批发带宽以及 ASP、EC 等业务。IDC 是云计算体系 IAAS 层的底层和重要组成部分。

随着云计算业务快速增长，现有 IDC 机房所承载的服务器数量越来越难以满足日益增长的业务量，对 IDC 的需求也逐渐提升。非常保守的预计，中国 IDC 市场将保持 30% 以上增速。

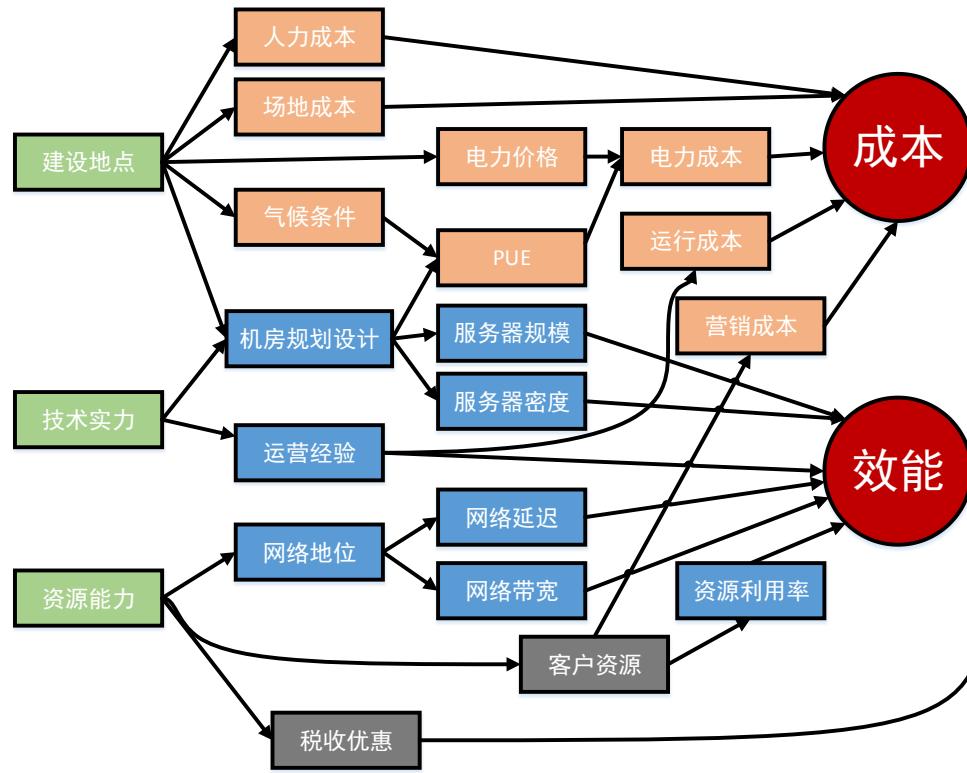
图表 3: 中国 IDC 市场规模



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

IDC 行业未来巨大的市场, 催生了对 IDC 的投资增长。与一般认识不同, IDC 并不是简单的放置服务器的场所, 也不是一个建设地点可以随意选择的设施, 很多因素将对 IDC 的运行效果造成影响。评估一个 IDC 价值最重要的两个部分就是成本和效能。成本决定了可以向下游 IDC 服务需求方提供的价格空间, 效能决定了向下游 IDC 服务需求方提供服务的质量, 二者共同决定了 IDC 性价比, 决定了 IDC 的核心竞争力。

图表 4: IDC 核心竞争力影响因素分析



资料来源：东吴证券研究所

不难发现，IDC 公司建设 IDC 机房的地点将极大程度的影响人力成本、场地成本、电力成本，从而决定 IDC 整体成本；IDC 公司技术实力将影响建设规模（也受到建设地点的限制）和 PUE，从而影响 IDC 服务效能和成本；IDC 公司资源力量也很重要，政府资源有利于获得优质的土地和税收优惠，客户资源有利于获得重要订单。

我国 IDC 行业已经形成了由三大运营商所组成的基础电信运营商以及众多的网络中立的数据中心服务商共同提供数据中心服务的市场格局。在中立 IDC 服务商中，存在着区域化、中小企业化、分散化的竞争格局，存在着众多中小规模的 IDC 服务商，以中小规模的 IDC 机房为区域市场提供服务。随着云计算行业加速发展，IDC 市场竞争加剧，行业整合的压力显现，预计 IDC 服务商将出现分化。决定 IDC 厂家生存的就是成本和效能两大核心竞争力。

1.3. 边远地区 IDC 发展是大趋势

目前国内 IDC 机房分布主要在一线城市和发达省份，这里隐含的逻辑似乎是：越是边远地区使用互联网业务越少，而 IDC 应该离业务越近越好，因此边远地区不适合建设 IDC。

我们暂不反驳以上观点，而是提出“边远地区是内存，硬盘，中心城市是缓存”的网络架构，以及互联网冷热数据和冷热计算的概念。

● 冷数据和热数据

互联网上有各种各样的数据，总会有些数据近期比较受关注。例如近期比较火热的电视剧集《芈月传》，它的视频数据就是热数据，而《大宅门》，看的人非常少，这就是冷数据。“冷数据”和“热数据”不是一成不变，会随着时间变化，例如《芈月传》再过几个月，看的人就会很少，成为冷数据。

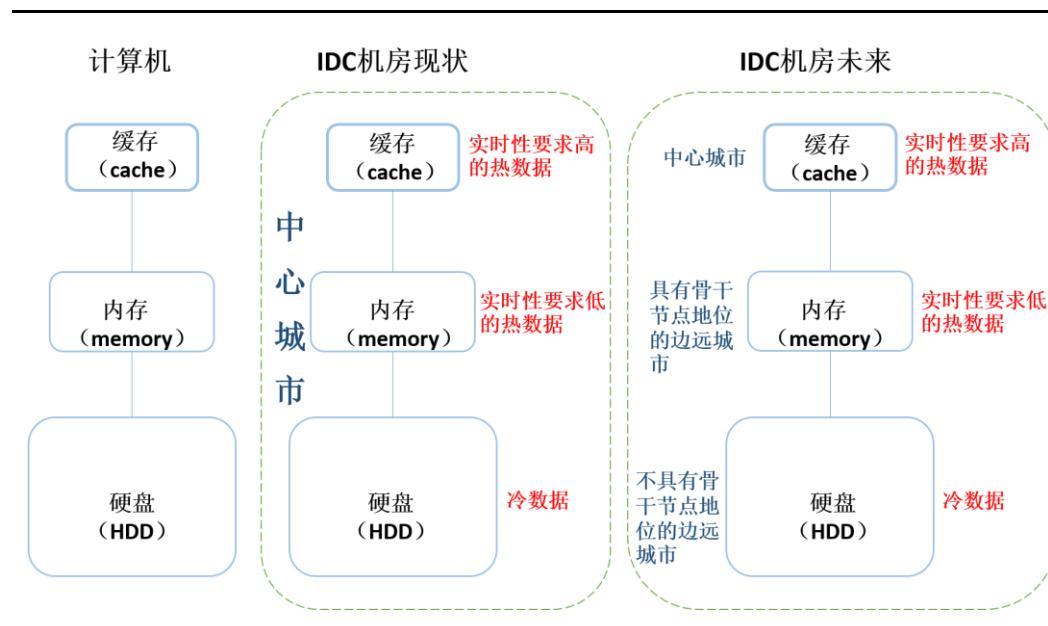
● 冷计算和热计算

然而对于计算来说，比如网络游戏的信息处理，股票交易，移动支付等，都对实时性要求比较高，应该尽快得到处理和反馈，所以是热计算。其中对于某些网络游戏来说，超过 50ms 的时延将导致游戏的失败，因此是对处理速率要求最高的热计算。而某些电子流程，比如邮件、公司内部项目流程、淘宝上的订单-物流处理等，对于超过 1 秒的延迟，是可以忍受的，这些业务引起的计算量可以算作冷计算。

互联网的“冷数据”和“热数据”，“冷计算”和“热计算”也可以从两个维度分析，一个是存储时间/处理时间，另一个是存储容量/计算量：热数据和热计算少，但是需要性能好，冷数据和冷计算多，需要存储空间大，热数据占总体数据的 0.5-1%。

互联网时代，数据都是存储在服务器或是磁盘阵列中，这些设备是放在 IDC 机房中，这些构成互联网数据存储和计算的基础设施。我们用功能来区分所有网络数据的“冷热”。如果机房中的数据大部分是冷数据，就是硬盘，如果机房中的数据大部分是热数据，就是内存或缓存。

图表 5: 以 PC 机作类比的网络缓存, 内存, 硬盘



资料来源：东吴证券研究所

我们将中心城市 IDC 机房和边远城市 IDC 机房做对比。

图表 6：中心城市 IDC 与边远地区 IDC 比较

项目	中心城市 IDC	边远地区 IDC
政策	一线城市普遍禁止高能耗、低就业的大型基建项目发展, 如《北京市新增产业的禁止和限制目录 (2014 年版)》规定禁止新建和扩建数据中心 (PUE 数值在 1.5 以下的云计算数据中心除外)。	拥有充足的土地、电力、水、劳动力供应, 支持 IDC 项目建设, 通常给出比较优惠的税收政策。
场地	土地费用昂贵, 只能建设零散的中小型 IDC, 不利于实现规模效益	土地价格便宜, 且可以获得连续大面积土地完成大规模 IDC 建设
气候环境	潮湿、高温的环境将提升对空调的需要, 大幅提升 PUE	干燥、低温的环境, 利于降低能耗
成本	高 PUE 和高电价, 加上高土地成本、高人力成本, 使得总成本居高不下	低电力成本、土地成本和人力成本, 总成本有较大优势
网络质量	一线城市普遍网络建设完备, 带宽充足, 时延可以得到保障, 是一线城市 IDC 的最大优势	取决于运营商对当地网络建设的投入程度, 网络质量方面通常弱于中心城市。

资料来源：东吴证券研究所

一般来说, 离最终用户近的地方, 或者说中心区域, 成本高, 性能好, 适合用作缓存, 用来完成热计算或者存储热数据; 边远地区, 成本低, 性能略差, 适合用作内存和硬盘, 用来完成冷计算或者存储冷数据。

目前我们的现状是, 冷数据和热数据都存储在中心区域, 冷计算和热计算都使用中心区域的服务器完成。未来, 随着数据指数增长, 将数据分级进行精细化管理, 是大势所趋: “边远城市是内存和硬盘, 中心城市是缓存”。

2. 公司旗下的宁夏云创，是边远 IDC 龙头项目

2.1. 公司转型 IDC 的超级项目

2014 年 9 月 24 日，中冶美利纸业股份有限公司与宁夏云创数据投资有限公司、北京鼎联倍恩投资咨询有限公司及北京东方绿科投资管理有限公司，签署附条件生效的宁夏云创数据投资有限公司增资协议，公司拟向宁夏云创增资 120,000 万元，获得云创公司 97.56% 股份。

云创公司在宁夏中卫市投资数据中心项目，是由北京、宁夏两省区政府以“前店后厂”的创新模式共同发起建设的云计算产业项目。在宁夏发展云计算，既能充分发挥宁夏电力、土地、资源等方面优势。根据国家工信部《关于数据中心建设布局指导意见》规定，属一类地区，适合建设大型、超大型数据中心。

图表 7：云创中卫数据中心建成示意图



资料来源：互联网，东吴证券研究所

云创公司在中卫数据中心项目总投资约 228,840 万元，建设内容主要包括机房、机柜以及能源中心等配套设施的建设。项目规划占地面积为 600 亩，总建筑面积约 20 万平方米，包括 8 栋 IDC 机房、能源中心及办公生活区，共含机柜 19,200 个，可容纳 20 万台服务器。

云创公司主要收入包括两部分：

1、机房、机柜出租业务：即服务器托管，云创公司按照用户托管的服务器数量、合同周期（3-8 年）长短等，以月为计费周期，收取服务器托管服务费。大型云计算、互联网、存在较大信息服务需求的公司，将其服务器放置于云创公司数据中心，由云创公司提供服务器运行的电力、维护、监控等服务。

2、提供网络带宽业务：除服务器托管外，云创公司还为用户提供互联网网络带宽接入服务，按照客户的带宽需求、合同周期长度，收取网络带宽费用。

其中，服务器托管是云创公司最主要、最核心、最具竞争力、毛利率最高的业务。

2.2. 全方面优势体现，现有市场的强势变革者

云创公司在中卫的数据中心，在政策、成本、技术实力各方面具有明显优势，我们认为将成为市场中的强势变革者。未来随着云计算行业集中度进一步提高，BAT 巨头们云计算业务庞大，一定会挑选 IDC 成本

最低、效能最好的厂商合作，彻底改写现在成百上千家中小 IDC 提供商并存的现状。

2.2.1. 政策

国家对西部边远地区部署 IDC 项目是鼓励和认可的，云创公司数据中心完全符合国家对未来 IDC 项目的设想和期望，相关政策文件及相关内容如下：

1、2014 年 8 月，《西部地区鼓励类产业目录》，支持西部发展大型数据中心项目。

2、2010 年 10 月，《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，促进我国数据中心，特别是大型数据中心的合理布局和健康发展。

3、2013 年 1 月，《关于数据中心建设布局的指导意见》，支持在能源相对富集、气候条件良好、自然灾害较少的地区建设超大型绿色数据中心。

4、2014 年 7 月，《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》，禁止新建和扩建数据中心(PUE 数值在 1.5 以下的云计算数据中心除外)。

宁夏政府对云创数据中心项目所在的云计算产业基地非常重视，从基础设施建设保障，运营商网络资源对接协调，财税、土地、电价、人才等方面政策倾斜等多方面给与很大支持，有助于云创数据中心获得初期扶持和中长期的稳定运行条件。

2.2.2. 成本

云创数据中心的运营成本基本不到中心城市 IDC 的 **25%**，甚至可能到达 **15%** 左右，具备强大的成本优势，其成本优势体现在电力、土地、人力等多方面。

● 电力成本

中卫市冬冷夏凉、环境四季宜人，年平均气温 8.8℃，常常有来自沙漠地区的极其干燥的空气，具有极好的降温效果，从而实现机房的自然冷却，因此能源损耗极低。据测算，云创公司数据中心项目 PUE 值（能源效率指标）为 1.27。而中心城市，受限于气候条件和机房建设标准，PUE 通常大于 1.8，甚至超过 2.5，极大增加了能耗水平。

从电价来看，根据 2014 年 3 月 26 日宁夏回族自治区物价局《关于宁夏西部云计算基地电价问题的函》，对云计算中心项目执行每千瓦时 0.36 元的电价，预计随着利好政策加码还有进一步下降空间。而中心城市一般商业用电为 1.0-1.2 元/度，大工业用电为 0.6-0.7 元/度，小型 IDC 无法享受大工业用电价格。我们以云创 19200 个 10000W 大功率机柜，满负荷运转一年来测算耗电量，与两种不同情况的中心城市机房做对比。

图表 8：中心城市 IDC 与云创 IDC 电费比较

电费对比	服务器耗电量(亿度)	电价(元/度)	PUE	总电费(亿元)
云创	16.82	0.36	1.27	7.69
中心城市 1	16.82	1.2	2.5	50.46
中心城市 2	16.82	0.7	1.8	21.19

资料来源：东吴证券研究所

仅仅是电费，云创数据中心将节约 14 亿至 43 亿元，仅为中心城市成本的 **15%-40%**，为开展 IDC 业务提供了巨大的成本优势。

● 土地成本

云创数据中心占地面积约为 40 万平方米, 土地使用费用 2304 万元, 约合 57.6 元/平方米。而参照北京市房山区(属于远郊)2015 年 12 月交易地块“京国际信息产业基地 D3-2 工业用地项目”, 建设用地面积 31995.71 平方米, 代征地面积 16201.39 平方米, 成交价 4151 万元, 约合 861 元/平米。

宁夏中卫土地成本仅为中心城市的 6.7%, 仅此一项节约 3.21 亿元。

2.2.3. 规模

目前小型化的 IDC 机房数量庞大, 存在大量 IDC 机房机柜容量小于 1000 个, 随着云计算需求日益扩大, 对服务器资源要求逐步提高, 小型 IDC 很难满足大型云计算项目对硬件资源的需要, 从而造成业务分割, 提升了运维成本和运营风险。

云创数据中心规模优势明显, 项目规划总建筑面积约 20 万平方米, 包括 8 栋 IDC 机房, 共含机柜 19,200 个, 可容纳 20 万台服务器, 足以满足国内大中型互联网公司对服务器数量的需要。尤其针对 BAT 级别的互联网公司, 云创数据中心庞大的计算容量意味着可以实现一站式服务, 极大地降低成本和风险。

2.2.4. 网络服务质量

边远城市建设 IDC 最让人不放心的就是网络质量与中心城市的差距, 担心因为网络质量导致无法满足客户的需求。

三大运营商, 均在中卫市部署了基于高级路由控制的 BGP 网络, 极大地提升了网络带宽使用效率, 并通过网络结构升级赋予了中卫市国家网络骨干节点的地位, 直连北京、上海、广州、成都、杭州等, 这在三四线城市中是绝无仅有的。这样意味着, 机房放在中卫, 性能与放在北上广深没有本质差别, 时延只有 10-20ms, 满足绝大多数的互联网应用需求。不仅仅“冷计算”和“冷数据”可以放心的运行在云创数据中心, 而且大部分“热计算”和“热数据”服务质量也可以得到保障。

2.2.5. 小结

从成本上看, 云创数据中心能节约一大半以上的成本, 为客户提供绝对优惠的价格。

从效能来看, 依靠三大运营商提供的 BGP 网络, 和国家网络骨干节点地位, 云创数据中心能为客户提供几乎等同于中心城市 IDC 类似的大带宽、低时延的高质量网络服务。接近 20000 个机柜承载量, 也为云创数据中心提供了巨大的规模优势。

我们认为, 云创数据中心不论从成本还是效能来看, 都具备明显颠覆 IDC 行业的实力, 能提供高性价比 IDC 服务, 成为行业的强势变革者。

2.3. 客户资源提前锁定, 未来业绩可期

尽管数据中心项目还处于建设期, 但公司已经提前与多家客户进行合作意向谈判, 并完成了两项合作协议的签署。

2015 年 8 月, 云创公司与北京奇虎科技有限公司(奇虎 360)签订 2000 个机柜的《机房租用框架协议》, 可以为奇虎 360 提供超过 2 万台高性能服务器托管服务, 期限为 2 年。

2015 年 12 月，云创公司与深圳市瑞云科技有限公司（深圳瑞云）签署了《机房租用框架协议》，将为深圳瑞云预留不少于 4000 个标准机柜的租用服务，期限为 10 年。考虑到云创公司提供的是 8000-10000W 的高功率机柜 4000 个，折算相当于 2500W 标准机柜 12000-15000 个，是目前 IDC 业界公布的最大单体订单，展示了公司强大的 IDC 服务能力。

此外，云创公司还与阿里巴巴、腾讯、百度进行合作的商谈。

3. 公司坚定转型，全力布局 IDC

3.1. 定增规模超过 16 亿，已获得审批通过

公司筹划非公开发行股票，预计发行数量 37,846.3035 万股，募集资金总额 194,530 万元。其中，赛伯乐集团、卓创众银、北京云诺、宁波赛客、宁波赛特、南京创毅以现金认购 120,000 万元，该部分认购资金全部用于增资云创公司并建设数据中心项目；北京兴诚旺以其对公司的债权认购 69,390 万元，该部分在发行时不直接募集现金，以现金认购 5,140 万元，该部分现金扣除发行费用后将用于补充公司流动资金。

非公开发行股票事项，已于 2016 年 1 月 7 日获得证监会批准，非公开发行股票获得的资金已经全部投入到云创的中卫数据中心项目，保障了项目进度的有序推进。目前，已经有 2 栋 IDC 机房完成建设，与客户共同进行调试测验工作，预计将很快投入运行。

3.2. 收缩原有业务，专注云计算基础设施

鉴于目前纸类业务持续亏损，公司决心彻底转型，在投入巨资转型 IDC 的同时，也不断收缩原有纸类业务。

2014 年以来，公司采取了一系列行动：1. 收缩纸质产品生产规模，降低纸质产品投入；2. 出售部分子公司，如中冶美利建筑安装有限公司、中冶美利安装工程有限公司、中冶美利纸业(北京)有限公司等；3. 出售和关停闲置车间；4. 鼓励纸业务过剩员工离职，支付了员工离职的经济补偿，降低人力成本。

预计随着云创数据中心项目顺利运营，公司将继续收缩原有造纸业务，专注于云计算基础设施建设运营。

3.3. 赛伯乐入股，引入海量资源和多年经验

本次非公开发行完成后，中国诚通通过子公司北京兴诚旺及中冶纸业间接持有公司 33.12% 的股份。赛伯乐集团、卓创众银、北京云诺、宁波赛客、宁波赛特、南京创毅合计持有美利纸业 33.59% 的股权，超过了中国诚通。其中前述五家发行对象共计持有 28.82% 的股权，已签署一致行动人协议，约定未来在美利纸业股东大会会议中采取一致行动。虽然赛伯乐宣布三年内不主动寻求对本公司的控制权，但也将全力以赴参与公司经营，并至少从经验、客户资源和资金三方面为公司发展提供帮助。

● 经验

赛伯乐是由硅谷创业家朱敏先生于 2005 年创办，为区域的新兴产业发展服务的投资集团，管理资金总规模超过 1000 亿，是中国私募股权基金的领导者之一。

赛伯乐有多年的云计算、互联网领域投资经验，完成了包括聚光科

技、展讯通信、信威通信、挂号网、上海浦东软件园、猪八戒网等一系列成功投资案例，为云计算-互联网领域投资积累了宝贵的经验。赛伯乐将为云创公司的数据中心项目投入具有经验和实力的投资管理人员，保障项目的顺利进行。

● 客户资源

多年的云计算-互联网领域投资，使得赛伯乐与互联网行业很多公司高管都很熟悉，也与很多创新性互联网公司结成了较好的合作关系。此外，赛伯乐与许多地方政府也保持较好的合作，能比较容易的进行更多商务洽谈。

因此，云创数据中心可以依靠赛伯乐的客户资源，更快速顺利的完成 IDC 订单的商谈和签署，保障了数据中心的使用效率，也降低了营销成本。

● 资金

云创公司数据中心项目总投资约 228,840 万元，高于本次募集资金拟投入的 120,000 万元，产生了超过 10 亿元的资金缺口。

不过不必担心，因为云创公司数据中心项目属于赛伯乐首要投资领域“以云计算、大数据和人工智能为代表的新一代基础设施”，预计将有足够的资金进入项目保障项目进行。

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	671.1	2333.3	3122.7	10630.5	营业收入	556.7	1443.2	2429.4	4362.8
现金	12.8	1366.8	1663.3	8182.4	营业成本	526.5	837.8	1206.3	1956.2
应收款项	56.1	249.1	419.3	753.0	营业税金及附加	1.5	14.4	24.3	43.6
存货	586.6	688.6	991.4	1607.8	营业费用	15.1	28.9	48.6	87.3
其他	15.6	28.9	48.6	87.3	管理费用	108.1	216.5	291.5	479.9
非流动资产	735.8	1105.2	1462.4	1812.0	财务费用	32.5	0.6	-12.8	-59.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	532.9	902.3	1259.5	1609.2	其他	-4.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	-131.7	345.0	871.6	1855.8
其他	202.9	202.9	202.9	202.9	营业外净收支	279.8	0.0	0.0	0.0
资产总计	1406.9	3438.5	4585.0	12442.6	利润总额	148.1	345.0	871.6	1855.8
流动负债	1038.8	751.6	1194.3	1913.2	所得税费用	0.0	51.8	130.7	278.4
短期借款	32.0	-26.0	80.0	100.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	166.6	344.3	495.7	803.9	归属母公司净利润	148.1	293.26	740.86	1577.42
其他	840.3	433.3	618.6	1009.3	EBIT	-94.5	345.6	858.8	1795.9
非流动负债	333.2	333.2	333.2	333.2	EBITDA	-47.1	407.8	940.7	1901.3
长期借款	140.0	140.0	140.0	140.0					
其他	193.2	193.2	193.2	193.2					
负债总计	1372.1	1084.8	1527.5	2246.5					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司股东权益	34.9	2353.7	3057.5	10196.1					
负债和股东权益总计	1406.9	3438.5	4585.0	12442.6					
<hr/>									
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-5.2	-186.8	666.7	1393.1	每股收益(元)	0.47	0.42	1.07	1.76
投资活动现金流	0.0	-426.8	-439.1	-455.2	每股净资产(元)	0.11	3.39	4.40	11.39
筹资活动现金流	-5.6	1967.6	69.0	5581.1	发行在外股份(百万股)	316.8	694.8	694.8	894.8
现金净增加额	-10.8	1354.0	296.6	6519.1	ROIC(%)	-75.9%	42.1%	50.4%	74.7%
企业自由现金流	-262.6	-613.1	216.7	887.0	ROE(%)	424.8%	12.5%	24.2%	15.5%
					毛利率(%)	5.2%	40.9%	49.3%	54.2%
					EBIT Margin(%)	-17.0%	23.9%	35.3%	41.2%
					销售净利率(%)	26.6%	20.3%	30.5%	36.2%
					资产负债率(%)	97.5%	31.5%	33.3%	18.1%
					收入增长率(%)	-10.5%	159.2%	68.3%	79.6%
					净利润增长率(%)	-122.8%	98.0%	152.6%	112.9%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>