

# 美利云 (000815) 研究报告

## 超大型机房必胜，百分天下有其五 买入 (维持)

2016年10月12日

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 控股子公司宁夏誉成云数据投资有限公司与北京奇虎科技有限公司签订了《IDC服务协议》。誉成云创为奇虎科技提供不少于8个模块, 不少于4224个机柜的托管服务, 以及不间断电力和空调、7\*24小时基础设施维护服务和数据中心楼的安保。奇虎科技以模块为单位购买誉成云创的IDC服务, 并按本协议约定支付服务费和其他费用, 服务期为10年。
- **十年大订单落地, 国内最大的IDC正式服务合同:** 订单中涉及机柜数4224个, 如果是8000-10000W的高功率机柜(业内说法是30-40A), 相当于2500W机柜(业内说法是10A)12000-16000个, 预计满载服务器8万台左右。这意味着, 合同中的机房比张北全国第一栋超大型机房的规模大一倍左右, 是目前最大的单体正式合同, 具有重要的实际价值。预计中卫机房全年耗电最多3.5-4.4亿度电, 对比中心城市机房耗电最多5.9-7.4亿度, 节能40%, 预计节省运营成本最多4.64-5.8亿, 假设正常的负载60%左右, 预计节省2.78-3.48亿的运营成本。还不包括大规模批发宽带导致的宽带成本大幅度降低。
- **公司最困难时期过去, 迎接未来更广大客户群体:** 无须讳言, 公司进度是低于市场预期的, 市场本来预期2016年6月机房投入运营, 延迟了3个月, 直到9月初才交付, 10月初才正式开始运营。我们认为公司和资本市场都低估了建设超大规模机房的难度, 犯了不少的错误, 所幸的是基本没有什么竞争对手, 给了公司充分的时间改正错误, 总比以后竞争对手进入后再犯要好。随着中卫和张北项目的落地, 互联网巨头客户的拓展有望加速。即使客户看到了云计算基础设施在中国未来发展方向, 也是存在疑虑的, 赛道是对的, 怎样才能证明你是数一数二的选手呢, 重要的基础设施, 你到底能不能够建好, 能不能够运营成功, 大部分客户都处在观望状态。随着典型项目的落地, 客户的疑虑会逐步打消, 至少有了一个可观测的对象, 随着后续运营和已有客户评价, 后续大客户的拓展将会极大加快。经过了第一次建设超大规模机房的阵痛, 公司无论在设计、施工、供应链建设方面, 都有了丰富的经验, 后续的建设将会极大的加快, 做过一遍的东西, 还是比没做过要快很多。
- **超大型机房必胜, 公司百分天下有其五:** 奇虎360的服务器数量预计在15万台左右, 是全中国现有服务器数量的5%左右, 随着奇虎的业务在中卫的逐步落地和美利云运营水平的逐步提高, 我们预计绝大部分服务器将会部署在中卫, 服务全中国, 公司市场份额将持续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司2016-2018年的EPS为0.22元、0.84元、1.81元, 对应PE 102/27/12X。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。

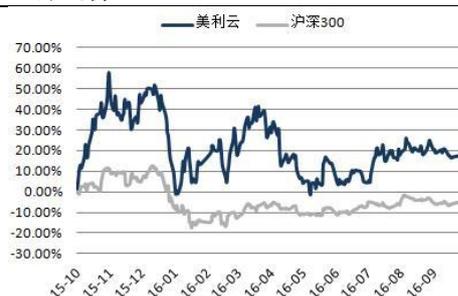
证券分析师 徐力

执业资格证书号码: S0600515080001

[xul@dwzq.com.cn](mailto:xul@dwzq.com.cn)

010-66573632

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.36
一年最低价/最高价	16.67/31.10
市净率	8.52
流通A股市值(百万元)	7441

### 基础数据

每股净资产(元)	2.75
资产负债率(%)	27.52
总股本(百万股)	31700
流通A股(百万股)	69500

### 相关研究

1. 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
2. 美利纸业: 中国云计算基础设施的龙头  
2016年3月24日
3. 美利云: 前景最美丽的云计算基础设施龙头  
2016年8月1日
4. 互联网和云计算: 论草头班子机房的死掉  
2016年8月30日

## 1. 十年大订单落地

### 1.1. 订单情况

公司发布公告，控股子公司宁夏誉成云创数据投资有限公司与北京奇虎科技有限公司签订了《IDC 服务协议》。誉成云创为奇虎科技提供不少于 8 个模块，不少于 4224 个机柜的托管服务，以及不间断电力和空调、7\*24 小时基础设施维护服务和数据中心楼的安保。奇虎科技以模块为单位购买誉成云创的 IDC 服务，并按本协议约定支付服务费和其他费用，服务期为 10 年。

### 1.2. 国内目前最大机房正式合同

订单中涉及机柜数 4224 个，如果是 8000-10000W 的高功率机柜（业内说法是 30-40A），相当于 2500W 机柜（业内说法是 10A）12000-16000 个，预计满载服务器 8 万台左右。这意味着，合同中的机房比张北全国第一栋超大型机房的规模大一倍左右，是目前最大的单体正式合同，具有重要的实际价值：1. 超强实力大客户的长租期稳定合同，使用稳定，不会轻易变换客户；2. 两栋机房同时批发式租出，比零售模式的效率高太多，机柜出租率提前 5 年实现 100%。

另外需要注意的是，定制机房的“定制协议”与“正式合同”是不同的，超大规模机房建设有几百项指标，只有客户验收通过后，试运行一段时间后，才会签订正式合同，云计算基础设施这样重要的东西，一年到头都要稳定运行，不能中断的，万一不符合标准，没有谁会傻乎乎的租用，出了问题，把客户丢了，可是自己的大损失。

### 1.3. 预计能够帮助奇虎节约 2.78-3.48 亿的运营成本

4224 个 8000-10000W 的机柜，预计中卫机房全年耗电最多 3.5-4.4 亿度电，对比中心城市机房耗电最多 5.9-7.4 亿度，节能 40%，预计节省运营成本最多 4.64-5.8 亿，假设正常的负载 60% 左右，预计节省 2.78-3.48 亿的运营成本。还不包括大规模批发宽带导致的宽带成本大幅度降低。

图表 1：中心城市 IDC 与誉成云创 IDC 电费比较

电费对比	机柜数	PUE	电价(元/度)	8000W 耗电量	10000W 耗电量	8000W 电费(亿)	10000W 电费(亿)
誉成云创	4224	1.2	0.36	3.55 亿度	4.44 亿度	1.28	1.60
中心城市	16.82	2.0	1.0	5.92 亿度	7.40 亿度	5.92	7.4

资料来源：东吴证券研究所

## 2. 未来展望

### 2.1. 公司最困难时期已经过去

毫无疑问，公司最困难时期已经过去，故事已经讲了一年半了，但是不能够永远讲故事，需要兑现，无论是对业界还是对资本市场。无须讳言，公司进度是低于市场预期的，市场本来预期 2016 年 6 月机房投入运营，延迟了 3 个月，直到 9 月初才交付，10 月初才正式开始运营。我

们认为公司和资本市场都低估了建设超大规模机房的难度，犯了不少的错误，所幸的是基本没有什么竞争对手，给了公司充分的时间改正错误，总比以后竞争对手进入后再犯要好。就如亚马逊提及的一样：“我们当年犯的错误，阿里一样也会犯，不到那个规模水平，你根本就想不到有这么多问题。”阿里有国家安全的挡箭牌，争取到合适的窗口发展期，这么大规模的机房，也是一样的，中国的 IDC 业界，从来没有建设这种超大规模经验，遇到问题也是正常的。不过传统 IDC 业界还在观望，甚至还在反对和诋毁，给了公司难得的窗口期，不知道这是行业的幸运还是不幸。

## 2.2. 后续客户拓展和建设进度有望加

随着中卫和张北项目的落地，互联网巨头客户的拓展有望加速。即使客户看到了云计算基础设施在中国未来发展方向，也是存在疑虑的，赛道是对的，怎样才能证明你是数一数二的选手呢，重要的基础设施，你到底能不能够建好，能不能够运营成功，大部分客户都处在观望状态。随着典型项目的落地，客户的疑虑会逐步打消，至少有了一个可观测的对象，随着后续运营和已有客户评价，后续大客户的拓展将会极大加快。经过了第一次建设超大规模机房的阵痛，公司无论在设计、施工、供应链建设方面，都有了不少的经验，后续的建设将会极大的加快，做过一遍的东西，还是比没做过要快很多。

## 2.3. 运营是下一个公司面对挑战

建设有了初步经验后，运营是下一步的重点，如何稳定有效的运营，如何快速的解决运营中的问题，是公司面对的下一个问题，过了这一关，那就真正的是海阔天空了，希望公司一路走好，我们对此也抱有坚定信心。

## 2.4. 超大型机房必胜，公司百分天下有其五

公司自从投入超大型机房建设以来，业界和投资界分歧巨大，爱者情深切切，恶者恨之入骨，市场上不时回荡着骗子、假合同，和 360 只恋爱不结婚的各种传言，现在都可以告一段落了，超大型机房必胜，只不过问题是“美利云”能否成为其中重要甚至垄断性的玩家，即使美利失败，也有其他公司会进入这个领域，成功领导这个行业成功，无它，任何一个行业，不能提高效率，降低成本，就没有存在的必要。我和喜爱公司的投资者还是幸运的，公司已经跨出了可喜的一步，目前是唯一走在正确道路上的 A 股玩家(参考我们 8 月 30 日报告《互联网和云计算：论草头班子机房的死掉》)。

奇虎 360 的服务器数量预计在 15 万台左右，是全中国现有服务器数量的 5% 左右，随着奇虎的业务在中卫的逐步落地和美利云运营水平的逐步提高，我们预计绝大部分服务器将会部署在中卫，服务全中国。百分天下有其五，随着后续大客户的开拓，我们希望我们后续点评报告的标题为：...十分天下有其一...三分天下有其一...五分天下有其三...。理想总是很丰满，现实总是很骨干，但是，万一实现了呢，与诸位喜欢美利的投资者共勉。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>671.1</b>	<b>2892.8</b>	<b>4331.0</b>	<b>6290.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>556.7</b>	<b>1160.5</b>	<b>2429.4</b>	<b>3957.0</b>
现金	12.8	2087.8	2876.9	4206.1	营业成本	526.5	757.7	1305.2	1780.6
应收款项	56.1	159.0	332.8	542.1	营业税金及附加	1.5	3.5	7.3	11.9
存货	586.6	622.8	1072.8	1463.5	营业费用	15.1	29.0	60.7	98.9
其他	15.6	23.2	48.6	79.1	管理费用	108.1	232.1	485.9	791.4
<b>非流动资产</b>	<b>735.8</b>	<b>1105.2</b>	<b>1462.4</b>	<b>1812.0</b>	财务费用	32.5	-2.8	-20.8	-29.8
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	<b>营业利润</b>	<b>-131.7</b>	<b>141.0</b>	<b>591.1</b>	<b>1304.0</b>
其他	202.9	202.9	202.9	202.9	营业外净收支	279.8	20.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>1406.9</b>	<b>3997.9</b>	<b>5793.4</b>	<b>8102.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>148.1</b>	<b>161.0</b>	<b>611.1</b>	<b>1324.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>1038.8</b>	<b>1444.2</b>	<b>2688.2</b>	<b>3802.7</b>	所得税费用	0.0	8.1	30.6	66.2
短期借款	32.0	114.0	300.0	400.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	166.6	311.4	536.4	731.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>148.1</b>	<b>152.98</b>	<b>580.54</b>	<b>1257.80</b>
其他	840.3	1018.9	1851.8	2671.0	EBIT	-94.5	138.2	570.3	1274.2
<b>非流动负债</b>	<b>333.2</b>	<b>333.2</b>	<b>333.2</b>	<b>333.2</b>	EBITDA	-47.1	200.4	652.3	1379.6
长期借款	140.0	140.0	140.0	140.0					
其他	193.2	193.2	193.2	193.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1372.1</b>	<b>1777.5</b>	<b>3021.4</b>	<b>4136.0</b>	每股收益(元)	0.47	0.22	0.84	1.81
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	0.11	3.20	3.99	5.71
归属母公司股东权益	34.9	2220.5	2772.0	3966.9	发行在外股份(百万股)	316.8	694.8	694.8	694.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1406.9</b>	<b>3997.9</b>	<b>5793.4</b>	<b>8102.9</b>	ROIC(%)	-75.9%	21.7%	71.2%	258.9%
					ROE(%)	424.8%	6.9%	20.9%	31.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	5.2%	34.4%	46.0%	54.7%
经营活动现金流	-5.2	387.2	1071.2	1747.2	EBIT Margin(%)	-17.0%	11.9%	23.5%	32.2%
投资活动现金流	0.0	-426.8	-439.1	-455.2	销售净利率(%)	26.6%	13.2%	23.9%	31.8%
筹资活动现金流	-5.6	2114.6	157.0	37.1	资产负债率(%)	97.5%	44.5%	52.2%	51.0%
现金净增加额	-10.8	2075.0	789.1	1329.2	收入增长率(%)	-10.5%	108.5%	109.3%	62.9%
企业自由现金流	-262.6	-61.3	593.4	1244.7	净利润增长率(%)	-122.8%	3.3%	279.5%	116.7%

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

