

# 万国数据 (GDS.O)

## 规模效应下 EBITDA 超预期，上调全年指引彰显信心

**营收强劲，上调全年 EBITDA 指引。**2019 年前三季度公司实现营业收入 29.3 亿元人民币，同比增长 52%，营收增长强劲，Q1-Q3 单季分别为 8.9/9.9/10.7 亿元。由于 IDC 投入大折旧高，目前公司仍处于亏损状态，前三季度公司净亏损 3.4 亿元，Q3 单季亏损 1.1 亿元。2019 年前三季度公司实现调整后 EBITDA 为 13 亿元，同比大幅增长 81%，Q1-Q3 单季分别为 3.8/4.3/4.8 亿元，主要是由于规模效应带来成本费用的下降以及汇兑损失的减少。公司提升全年调整后 EBITDA 指引至 18-18.2 亿元（原先为 17.6-18 亿元），同比大幅增长 72%-73.9%。

**规模效应下降本控费卓有成效，EBITDA margin 逐季优化。**随着规模效应的体现，公司成本端电力、租金及人工开支等管控合理、有序下降，前三季度毛利率为 25.4%，同比提升 3.4 个 pct，Q3 单季为 25.7%，环比 Q2 略有下滑，主要由于折旧增加。销售费用率、管理费用率呈现逐季下降趋势，2019 年前三季度分别为 3.1%/9.9%，同比降低 0.9/2.3 个 pct。因此 2019 年前三季度公司经调整 EBITDA margin 为 44%，同比大幅提升 7.6 个 pct，Q1-Q3 单季 EBITDA margin 为 43.0%/43.5%/45.4%，逐季优化，预计上升趋势将延续。

**自建、GIC 合作与收购多点开花，规模持续扩张。**截至 2019Q3 末，公司数据中心机柜服务面积达到 19.8 万平方米，同比增长 34.4%，折合机柜约 7.9 万个，其中已上架面积为 13.8 万平方米，合机柜 5.5 万个，同比增长 36.9%，上架率同比提升 1.3 个 pct 至 69.6%；在建面积为 8.5 万平方米，服务面积与在建面积合计总规模为 28.3 万平方米，折合机柜超过 11 万个。Q3 单季新签面积 2.1 万平方米，前三季度合计新签 5.9 万平方米，全年 8 万平目标有望实现。公司国内资源获取稳步推进，Q3 再获三个超大规模客户订单，上海近期的《首批支持新建互联网数据中心项目用能指标的的通知》中，公司获批 5000 个机架，核心资源再下一城。收购方面，公司收购 HK2 数据中心，HK1 和 HK2 数据中心规划 IT 面积为 1.45 万平，电力容量 3.54 万千瓦，大幅开拓公司在香港的市场份额，此外公司已完成 GZ6 的收购，将在年底完成 BJ9 的收购。公司积极推进与 GIC 的战略合作，7 个 Built-to-Suit 项目预计将带来 2.8 万平方米，其中第 1 个项目预计将于 2020 年出售 90% 给 GIC，第 2、3 个项目已经开工。

**投资建议：**由于折旧规模的扩张高于预期，我们调高未来两年的折旧金额，调整 2019-2021 年的归母净利润预测至 -4.4/-2/1.9 亿元，但随着规模效应的显现，预计 EBITDA margin 仍将持续改善，上调 EBITDA 至 18.0/26.9/37.4 亿元。基于行业重资本开支属性，使用 EV/EBITDA 估值，结合万国更高的收入成长性和利润弹性，给予一定估值溢价，上调目标价至 51.5 美元（对应 2020 年 23 倍 EV/EBITDA），维持“买入”评级。

**风险提示：**一线城市数据中心资源获取趋紧，数据中心签约、上架不及预期，负债率过高风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,616	2,792	4,078	5,668	7,586
增长率 yoy (%)	53.1	72.8	46.1	39.0	33.8
归母净利润 (百万元)	-327	-430	-440	-201	189
增长率 yoy (%)	19.0	-31.6	-2.3	54.3	193.9
E/ADS 最新摊薄 (元/股)	-2.25	-2.96	-3.02	-1.38	1.30
净资产收益率 (%)	-7.3	-7.8	-8.7	-4.1	3.7
P/E (倍)	-138.8	-105.4	-103.1	-225.4	240.1
EV/EBITDA (倍)	109.8	45.3	30.6	20.5	14.7

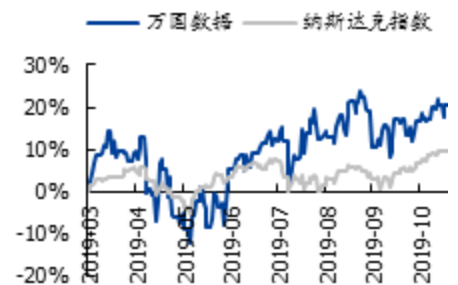
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	海外
前次评级	买入
最新收盘价 (美元)	44.54
总市值 (百万美元)	6480.57
总股本 (百万股)	145.5
其中自由流通股 (%)	100%

### 股价走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

### 相关研究

1、《万国数据 (GDS.O) 首次覆盖报告：第三方 IDC 龙头，布局核心资源享受高成长》，2019-08-21



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2454	3037	5845	6545	6745
现金	1873	2162	4373	5346	4750
应收账款	365	537	1094	795	1539
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	50	65	103	130	183
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	166	274	274	274	274
<b>非流动资产</b>	10691	17848	22706	29231	36251
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	8166	13995	18974	24594	30687
无形资产	348	482	550	620	707
其他非流动资产	2177	3370	3181	4017	4857
<b>资产总计</b>	13145	20885	28550	35791	42853
<b>流动负债</b>	2423	3508	7432	9821	12670
短期借款	888	1450	1550	1800	2050
应付账款	1110	1508	2227	2734	3579
其他流动负债	424	550	3655	5286	7041
<b>非流动负债</b>	6246	11855	16037	21090	25127
长期借款	5763	11343	15524	20577	24615
其他非流动负债	483	513	513	513	513
<b>负债合计</b>	8669	15363	23469	30910	37797
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
资本公积	4475	5522	5522	5522	5522
留存收益	0	0	-440	-641	-452
归属母公司股东收益	4476	5522	5082	4880	5056
<b>负债和股东权益</b>	13145	20885	28550	35791	42853

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-175	-13	1819	3340	3658
净利润	-327	-430	-440	-201	189
折旧摊销	378	742	1212	1612	1965
财务费用	419	617	923	1149	1455
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	591	228	123	780	49
其他经营现金流	-1235	-1169	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-2036	-4733	-6070	-8138	-8985
资本支出	4010	6115	5640	6334	6886
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-6046	-10848	-11710	-14472	-15871
<b>筹资活动净现金流</b>	2347	4877	6463	5785	4587
短期借款	171	562	100	250	250
长期借款	2190	5580	4182	5053	4038
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1489	1046	0	0	0
其他筹资现金流	-1503	-2311	2181	482	299
<b>现金净增加额</b>	62	337	2211	986	-739

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1616	2792	4078	5668	7586
营业成本	1208	2170	3095	4111	5231
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	90	111	114	142	167
管理费用	236	344	408	480	548
财务费用	419	617	923	1149	1455
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-336	-448	-462	-214	184
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-333	-440	-454	-205	193
所得税	-6	-9	-14	-4	4
<b>净利润</b>	-327	-430	-440	-201	189
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-327	-430	-440	-201	189
Adjusted EBITDA	512	1047	1802	2686	3743
EPS (元/ADS)	-2.25	-2.96	-3.02	-1.38	1.30

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	53.1	72.8	46.1	39.0	33.8
营业利润 (%)	-17.1	-33.2	-3.1	53.7	186.1
归属母公司净利润 (%)	19.0	-31.6	-2.3	54.3	193.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	25.3	22.3	24.1	27.5	31.0
净利率 (%)	-20.2	-15.4	-10.8	-3.5	2.5
ROE (%)	-7.3	-7.8	-8.7	-4.1	3.7
ROIC (%)	0.6	1.9	1.8	2.9	4.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.0	73.6	82.2	86.4	88.2
净负债比率 (%)	106.8	192.5	311.0	445.7	563.2
流动比率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.5
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.7	6.2	5.0	6.0	6.5
应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-2.25	-2.96	-3.02	-1.38	1.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.77	8.11	12.50	22.95	25.14
每股净资产 (最新摊薄)	30.76	37.95	34.93	33.54	34.84
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	-138.8	-105.4	-103.1	-225.4	240.1
P/B	10.14	8.22	8.93	9.29	8.95
EV/EBITDA	109.8	45.3	30.6	20.5	14.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com