

证券研究报告—动态报告/公司快评

港股

万国数据-SW (09698)
增持

港股 II

重大事件快评

(首次评级)

2020年11月23日

保持较快增长，盈利持续改善

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
证券分析师：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

事项：

万国数据（纳斯达克：GDS；香港交易所 9698）于近日公布截至 2020 年 9 月 30 日止第三季度未经审计财务业绩，2020 年第三季度，净收入同比增加 43%，至人民币 15.25 亿元；经调整 EBITDA 同比增长 48.3%，至人民币 7.17 亿元，经调整 EBITDA 率于 2020 年第三季度增加至 47.0%。

核心观点：

● 2020 Q3 业绩符合市场预期，增速稳中有升

2020 Q3 营收 15.25 亿元(同比+43%)，其中服务收入 15.22 亿元(同比+43.8%)，EBITDA 7.17 亿元(同比+48.3%)，EBITDA 率 47%，盈利能力同比改善(较 2019 Q3 提升 1.6pct)。公司单季度营业收入同比、环比均稳步提升，EBITDA 持续改善。业绩表现符合市场预期。

● 运营效率稳步提升，上架率持续增长

2020Q3 数据中心运营总面积 27.96 万 m² (同比+41.2%)，上架率 75%，较 2019 年第三季度 70% 提升 5pct，连续 3 个季度保持增长；MSR 2519 元/m²/月，环比改善。在建数据中心总面积 13.59 万 m²，在建面积预签约率 65.9%，环比改善。已获客户签约总面积为 35.73 万 m² (同比+47.4%) 数据中心总面积 41.55 万 m² (同比+47%)，产能不断扩张。

● 提前布局海内外核心市场，锁定未来 5 年增长空间

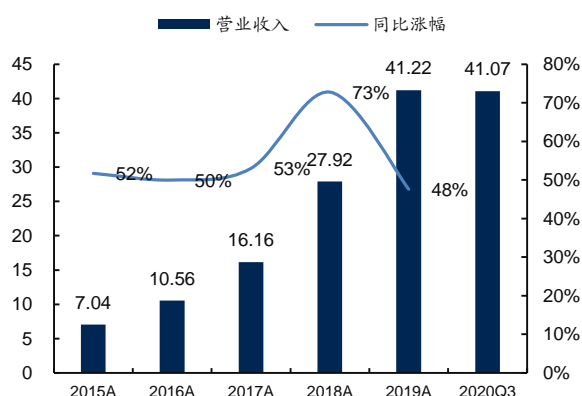
2020Q3 公司于港交所上市，募资总金额 144.17 亿港元。受益于云计算、大型新互联网、企业级 5G 需求的持续增长，未来 IDC 行业仍有广阔的发展空间，公司将继续通过自建和并购的方式扩展国内核心城市及周边市场，并进一步开拓东南亚地区等海外市场。三季度，公司通过收购拥有廊坊第三块数据中心使用权，预计开发后贡献净机房面积约 1.88 万 m²；大湾区地带，收购惠东土地，建成后预计可贡献 7.2 万 m² 净机房；上海地区，收购上海数据中心项目 SH19，一期净机房面积 7963 m²，已投入运营，二期净机房面积 4826 m²，预计 2021 年下半年投入服务。

● 投资建议：维持盈利预测区间，维持“增持”评级。

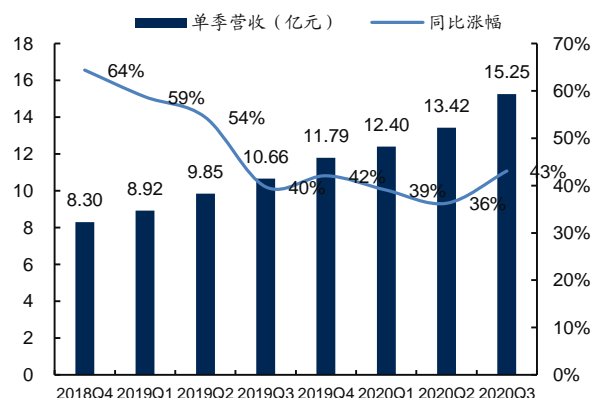
维持盈利预测区间，预计 2020-2022 年调整后营业收入 57/78/101 亿元，同比增速 39/37/30%；调整后 EBITDA 26/36/49 亿元，当前股价对应 EV/EBITDA=52/37/27X。考虑到公司行业内的绝对龙头地位，以及公司持续的高增长性，加上公司在手现金的丰富储备，同时考虑到公司海外扩张的野心及未来成长性，虽然公司短期估值略高于同行，长期依然是最值得期待的标的，维持“增持”评级。

评论：

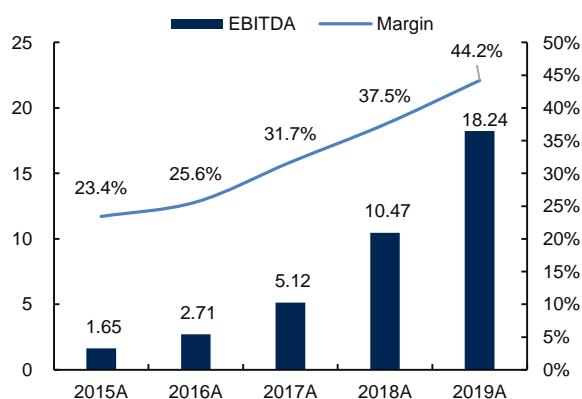
2020Q3 业绩符合市场预期，增速稳中有升。 2020Q3 度营收 15.25 亿元 (同比+43%)，其中服务收入 15.22 亿元 (同比+43.8%)，EBITDA 7.17 亿元 (同比+48.3%)，EBITDA Margin 47%，盈利能力同比改善 (较 2019 第三季度 45.4% 提升 1.6pct)。公司单季度营业收入同比、环比均稳步提升，EBITDA 持续改善。业绩表现符合市场预期。

图 1：万国数据营业收入及增速（单位：亿元、%）


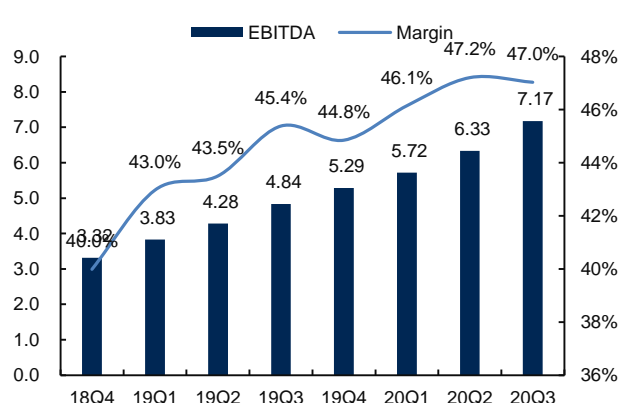
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：万国数据单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：万国数据 EBITDA 及利润率（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

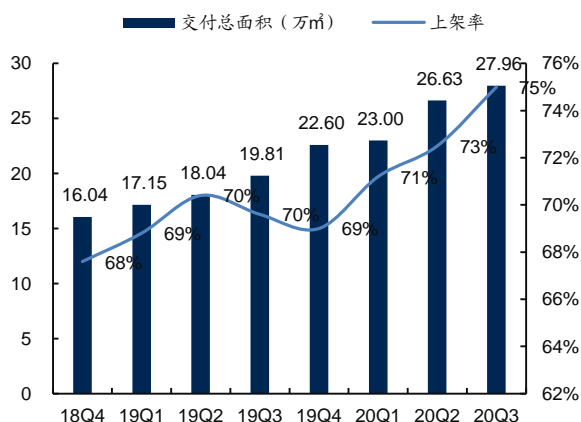
图 4：万国数据单季 EBITDA 及利润率（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营效率稳步提升，上架率持续增长。2020Q3 数据中心运营总面积增加 1.3 万 m²，至 27.96 万 m²（同比+41.2%），本季度 KS3、SH15 及 LF2 数据中心投入使用；已获客户签约及预签约的总面积增加 2.39 万 m²至 35.73 万 m²（同比+47.4%）。

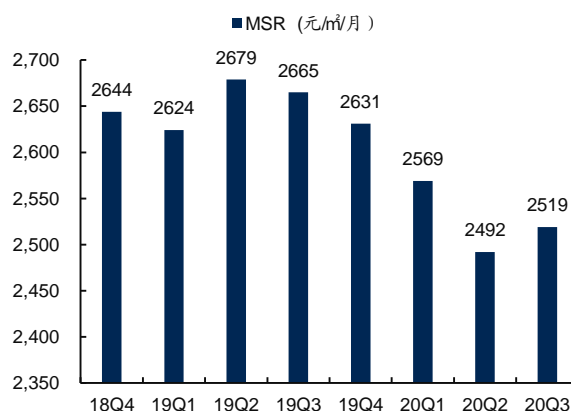
2020Q3 数据中心上架率 75%，较 2019 年第三季度 70%提升 5pct，连续 3 个季度保持增长；MSR 2519 元/m²/月，环比改善。

图 5: 万国数据数据中心交付面积 (万 m²) 及上架率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

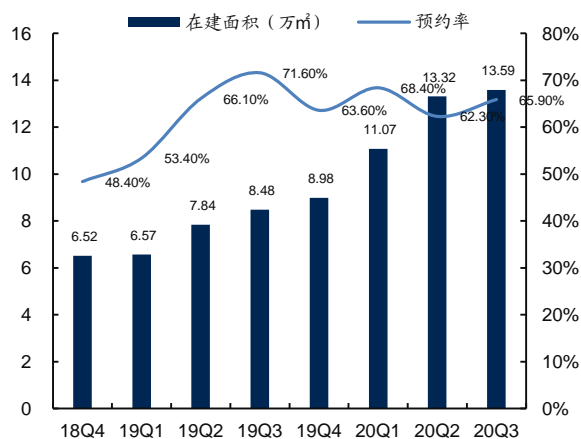
图 6: 万国数据季度 MSR (元/m²/月)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

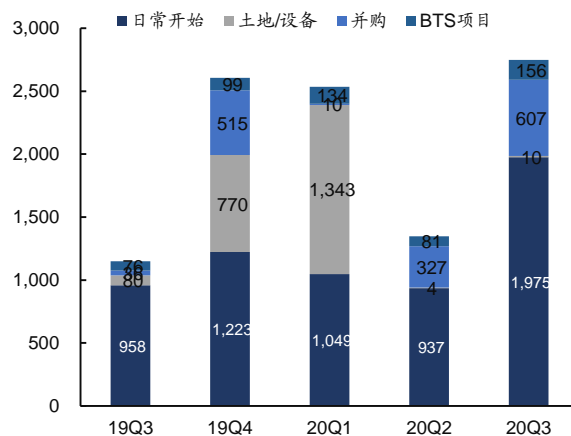
2020Q3 在建数据中心面积为 13.59 万 m², (同比+60.3%), 在建机房预签约率为 65.9%。本季度 KS4 及 LF9 数据中心开始建设。KS4 与现有昆山园区相距约 6 公里, 净机房面积约 12,800 平方米, 目前持作未来发展。预期将于 2021 年上半年投入运营。LF9 与本公司现有廊坊集群相距约 10 公里, 净机房面积约 10,830 平方米, 预计将于 2021 年上半年投入运营。

图 7: 万国数据在建项目 (万 m²) 及预签约率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 万国数据季度资本开支情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测区间, 维持“增持”评级。维持盈利预测区间, 预计 2020-2022 年调整后营业收入 57/78/101 亿元, 同比增速 39/37/30%; 调整后 EBITDA 26/36/49 亿元, 当前股价对应 EV/EBITDA=52/37/27X。考虑到公司行业内的绝对龙头地位, 以及公司持续的高增长性, 加上公司在手现金的丰富储备, 同时考虑到公司海外扩张的野心及未来成长性, 虽然公司短期估值略高于同行, 长期依然是最值得期待的标的, 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值对比

代码	公司简称	股价 (元/美元)	总市值 亿元/\$	EV 亿元/\$	EBITDA/亿元/美元				EV/EBITDA				EV/EBIT DA/G (22E)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
GDS.O	万国数据	\$93.15	1,158.0	1,323.9	17.2	25.6	35.9	48.8	76.9	51.7	36.9	27.1	1.09
9698.HK	万国数据	HKD91.80	1,158.0	1,323.9	--	25.6	35.9	48.8	--	51.7	36.9	27.1	1.09
VNET.O	世纪互联	\$23.96	209.1	246.9	10.0	12.6	17.4	23.0	24.7	19.7	14.2	10.7	0.56
600845.SH	宝信软件	61.10	740.1	585.5	12.4	16.4	20.0	24.0	47.1	35.8	29.2	24.4	1.66
300383.SZ	光环新网	19.66	305.9	317.0	15.0	16.9	20.8	25.1	21.1	18.7	15.2	12.6	1.13
603881.SH	数据港	70.59	171.5	176.9	3.5	4.4	7.0	9.9	50.7	40.1	25.2	17.8	0.71
EQIX.O	EQUINIX	\$755.09	\$ 672.8	\$768.4	\$24.4	\$28.5	\$31.6	\$34.7	31.5	26.9	24.3	22.1	2.37

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示:

- 1、海内外融资环境发生较大变化, 公司未来融资受限;
- 2、海外市场扩张受阻, 公司海外业务的发展受到限制, 收入增速不及预期;
- 3、新开发数据中心上架率不及预期, 使公司整体运营效率和周转率下降;
- 4、云计算厂商议价能力进一步增强, 压缩企业利润空间。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5811	11130	9066	7655	营业收入	4122	5676	7744	10093
应收款项	1091	1529	2086	2702	营业成本	3080	4200	5731	7368
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	22	28	39	50
其他流动资产	183	238	325	432	销售费用	130	170	232	273
流动资产合计	7085	12897	11477	10789	管理费用	411	583	775	924
固定资产	19185	24274	27331	29967	财务费用	0	798	765	802
无形资产及其他	395	379	363	347	投资收益	0	10	10	10
投资性房地产	4829	4829	4829	4829	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(906)	(0)	0	0
资产总计	31493	42379	44000	45932	营业利润	(426)	(94)	212	686
短期借款及交易性金融负债	1360	1233	1348	1314	营业外净收支	0	10	10	10
应付款项	1676	2310	3195	3991	利润总额	(426)	(84)	222	696
其他流动负债	963	1074	1475	1957	所得税费用	16	(1)	2	7
流动负债合计	4000	4617	6018	7261	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	14829	14829	14829	14829	归属于母公司净利润	(442)	(84)	220	689
其他长期负债	1308	1308	1308	1308					
长期负债合计	16137	16137	16137	16137	现金流量表 (百万元)				
负债合计	20137	20755	22155	23399	净利润	(442)	(84)	220	689
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	11356	21624	21844	22533	折旧摊销	1241	1927	2580	3298
负债和股东权益总计	31493	42379	44000	45932	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	0	798	765	802
关键财务与估值指标					营运资本变动	(479)	251	642	554
每股收益	-0.36	-0.06	0.15	0.47	其它	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	320	2095	3442	4541
每股净资产	9.34	14.70	14.85	15.32	资本开支	(6431)	(7000)	(5621)	(5918)
ROIC	2%	2%	3%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-4%	0%	1%	3%	投资活动现金流	(6431)	(7000)	(5621)	(5918)
毛利率	25%	26%	26%	27%	权益性融资	0	10352	0	0
EBIT Margin	12%	12%	12%	15%	负债净变化	3487	0	0	0
EBITDA Margin	42%	46%	46%	47%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	48%	38%	36%	30%	其它融资现金流	2787	(127)	115	(34)
净利润增长率	3%	--	-364%	213%	融资活动现金流	9760	10225	115	(34)
资产负债率	64%	49%	50%	51%	现金净变动	3649	5319	(2065)	(1411)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2162	5811	11130	9066
P/E	-257.1	-1645.0	624.1	199.6	货币资金的期末余额	5811	11130	9066	7655
P/B	10.0	6.4	6.3	6.1	企业自由现金流	(5171)	(4135)	(1442)	(602)
EV/EBITDA	71.3	52.3	37.7	28.6	权益自由现金流	1102	(5052)	(2084)	(1431)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其

咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032