

万国数据 (GDS.O)

第三方 IDC 龙头，布局核心资源享受高成长

互联网数据中心 (IDC) 行业增速快成长空间大。全球 IDC 市场规模从 2015 年 3365 亿元人民币增长到 2018 年 6253 亿元人民币，年复合增长 16.8%。国内 IDC 行业同样发展迅速，市场规模从 528.6 亿元人民币增长至 2018 年 1586.2 亿元人民币，平均年增速为 31.6%。随着互联网渗透到生活的方方面面，社会数字化、信息化程度加深，数据流量还会持续增长，加上数据集中化存储、处理的需求，IDC 行业会有很大的成长空间。

第三方 IDC 龙头优势明显，客户优质布局完善：万国数据由淡马锡控股，过去 18 年一直专注于 IDC 行业，从机柜规模来看，已经跃升为国内最大的独立第三方 IDC 运营商。多年优秀的运营经验积累良好的行业口碑，与下游阿里腾讯百度京东等大型客户保持业务关系。客户对 IDC 建造能力要求越来越高，万国领先的设计运维实力将进一步彰显其优势。基于能耗的原因，北上深等一线城市对数据中心的新建和扩建政策趋严，万国持续布局核心 IDC 资源，80% 的服务面积位于北上广深等核心城市及其周边地区，资源升值潜力大。

项目持续投入上架驱动快速成长，混合云、轻资产模式起航：万国数据 2016-2018 年资本开支逐步加大，分别为 11.5/20.4/47.3 亿元人民币，驱动收入持续大幅增长，2016-2018 年收入分别达到 10.6/16.2/27.9 亿元，同比增长 50%/53%/73%。公司往后三年资金开支预计仍将维持在 40-50 亿，新项目源源不断，增长动能充沛。新的业务形态，如 Cloud Connect 混合云连接、与新加坡政府投资公司 (GIC) 合作开拓更轻资产的 IDC 建设模式，都是未来的成长亮点。

盈利拐点将现，业绩弹性巨大。高速扩张带来折旧和运营管理成本上升问题导致公司亏损，2016-2018 年分别亏损 4/3.3/4.3 亿元。我们认为随着前期投资的项目使用率逐步爬升、各项成本费用占收入比逐步下降，万国数据有望在 2020 年实现季度扭亏，从 2021 年开始实现持续盈利，净利润率理论上达到 10%，业绩改善弹性大。

投资建议：预测万国数据 2019-2021 年的归母净利润分别为 -3.45/-1.18/1.42 亿元人民币，EBITDA 分别为 17.7/26.2/36.9 亿元。基于行业重资本开支的属性，我们使用 EV/EBITDA 估值，参照海外龙头 IDC 公司的平均 19.1 倍的 2020 年 EV/EBITDA，结合万国更高的收入成长性和利润弹性，给予一定的估值溢价，目标价 48.8 美元（对应 2020 年 22 倍 EV/EBITDA），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：一线城市数据中心资源趋紧，数据中心上架率不及预期，负债率过高风险

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,616	2,792	4,103	5,685	7,586
增长率 yoy (%)	53.1	72.8	46.9	38.6	33.4
归母净利润 (百万元)	-327	-430	-345	-118	142
增长率 yoy (%)	19.0	-31.6	19.8	65.9	220.3
E/ADS 最新摊薄 (元/股)	-2.26	-2.98	-2.39	-0.82	0.98
净资产收益率 (%)	-7.3	-7.8	-6.7	-2.3	2.7
P/E (倍)	-128.1	-97.3	-121.3	-355.3	295.3
EV/EBITDA (倍)	97.7	40.3	27.8	18.7	13.3

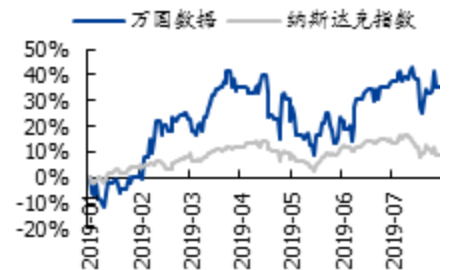
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	海外
最新收盘价 (美元)	41.39
总市值 (百万美元)	6099.026
总股本 (百万股 ADS)	144.483
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



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
流动资产	2454	3037	5883	6740	6758
现金	1873	2162	4401	5545	4758
应收账款	365	537	1104	791	1543
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	50	65	104	130	183
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	166	274	274	274	274
非流动资产	10691	17848	22780	29255	36212
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	8166	13995	19047	24614	30646
无形资产	348	482	550	620	707
其他非流动资产	2177	3370	3183	4020	4859
资产总计	13145	20885	28663	35995	42970
流动负债	2423	3508	7356	9836	12715
短期借款	888	1450	1550	1800	2050
应付账款	1110	1508	2133	2744	3634
其他流动负债	424	550	3673	5292	7031
非流动负债	6246	11855	16130	21101	25055
长期借款	5763	11343	15617	20588	24542
其他非流动负债	483	513	513	513	513
负债合计	8669	15363	23486	30936	37769
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	-345	-463	-321
归属母公司股东收益	4476	5522	5177	5059	5201
负债和股东权益	13145	20885	28663	35995	42970

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-175	-13	1672	3391	3642
净利润	-327	-430	-345	-118	142
折旧摊销	378	742	1072	1461	1965
财务费用	419	617	926	1149	1450
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	591	228	18	898	85
其他经营现金流	-1235	-1169	0	0	0
投资活动净现金流	-2036	-4733	-6004	-7936	-8922
资本支出	4010	6115	5714	6284	6824
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-6046	-10848	-11718	-14220	-15746
筹资活动净现金流	2347	4877	6572	5690	4493
短期借款	171	562	100	250	250
长期借款	2190	5580	4275	4971	3954
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	2197	469	289
现金净增加额	62	337	2239	1144	-787

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1616	2792	4103	5685	7586
营业成本	1208	2170	3017	4041	5284
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	90	111	115	142	167
管理费用	236	344	406	481	548
财务费用	419	617	926	1149	1450
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
营业利润	-336	-448	-361	-129	136
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-333	-440	-353	-120	145
所得税	-6	-9	-8	-3	3
净利润	-327	-430	-345	-118	142
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-327	-430	-345	-118	142
EBITDA	502	1217	1766	2620	3690
EPS (元/股)	-2.26	-2.98	-2.39	-0.82	0.98

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	53.1	72.8	46.9	38.6	33.4
营业利润 (%)	-17.1	-33.2	19.4	64.3	205.5
归属母公司净利润 (%)	19.0	-31.6	19.8	65.9	220.3
盈利能力					
毛利率 (%)	25.3	22.3	26.5	28.9	30.3
净利率 (%)	-20.2	-15.4	-8.4	-2.1	1.9
ROE (%)	-7.3	-7.8	-6.7	-2.3	2.7
ROIC (%)	0.6	1.9	2.2	3.1	4.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.0	73.6	81.9	85.9	87.9
净负债比率 (%)	106.8	192.5	306.9	426.7	544.5
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
营运能力					
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
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	-2.26	-2.98	-2.39	-0.82	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.82	8.17	11.57	23.47	25.21
每股净资产 (最新摊薄)	30.98	38.22	35.83	35.01	36.00
估值指标 (倍)					
P/E	-128.1	-97.3	-121.3	-355.3	295.3
P/B	9.35	7.58	8.09	8.27	8.05
EV/EBITDA	97.7	40.3	27.8	18.7	13.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司介绍：高成长第三方 IDC 服务商	6
2. 行业分析：IDC 市场空间广阔，第三方 IDC 大有可为	9
2.1. 云计算：云计算市场稳健增长，将激发 IDC 需求	11
2.2. 全球 IDC 市场：竞争格局基本稳定，向超大规模趋势发展	14
2.2.1. 实施积极并购战略，向超大规模趋势发展	14
2.2.2. 全球 IDC 竞争格局已定，第三方龙头地位稳固	17
2.3. 国内 IDC 市场：一线城市政策趋严，第三方市场较为分散且开始发力	19
2.3.1. 数据中心规模平稳增长，以北京上海及周边为主，中西部开始发力	19
2.3.2. 电信运营商为主导，第三方较为分散且开始发力	20
2.3.3. 多元客户派生多样化需求，互联网类企业占据半壁江山	22
3. 竞争优势：核心城市布局完善，客户优质、运维能力突出	24
3.1. 第三方 IDC 服务商有望主导市场，万国持续高增长独占鳌头	24
3.2. 核心城市资源供不应求，公司数据中心布局完善	26
3.3. 锁定大客户，流失率较低	28
3.4. 节能要求趋严，设计运维实力突出的公司有望跑出	29
4. 成长动力：项目持续投入上架，混合云、轻资产模式起航	31
4.1. 待建规模庞大，新项目持续投入	31
4.2. 使用率提升空间大，单机柜租金有望上涨	32
4.3. 联合新加坡政府投资基金（GIC）参与大客户基地项目，新模式回报更高	35
4.4. 开发 Cloud connect 产品，混合云连接起航	35
5. 财务分析：盈利提升空间大，货币资金充足	37
5.1. 规模效应与费用管控，盈利能力将进一步提升	37
5.2. 财务杠杆高，周转率良好，货币资金充足	39
6. 盈利预测及估值	41
6.1. 盈利预测	41
6.2. 估值与投资建议	42
风险提示	43

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权结构 (2019Q2)	7
图表 3: 公司营业收入及增速	7
图表 4: 公司归母净利润	7
图表 5: 公司 EBITDA(调整后)及增速	8
图表 6: 公司数据中心布局	8
图表 7: 中国 IDC 产业链	9
图表 8: 零售型数据中心与批发型数据中心比较	10
图表 9: 数据中心服务发展趋势	10
图表 10: 全球 IDC 市场规模 (广义) 及增速	11
图表 11: 中国 IDC 市场规模 (广义) 及增速	11
图表 12: 全球云计算市场规模及增速	11
图表 13: 全球云计算细分市场占比	11

图表 14: 中国公有云市场规模及增速.....	12
图表 15: 中国私有云市场规模及增速.....	12
图表 16: 中国公有云细分市场占比.....	12
图表 17: 2016-2017 年全球 IaaS 市场份额.....	13
图表 18: 亚马逊 AWS 营收、同比增速以及占总收入的比重.....	13
图表 19: 微软 Azure 营收增速.....	13
图表 20: 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市场份额占比 (2018H2)	14
图表 21: 中国公有云 IaaS 厂商市场份额占比 (2018H2)	14
图表 22: 阿里云营收、同比增速以及占总收入的比重.....	14
图表 23: 金山云营收、同比增速以及占总收入的比重.....	14
图表 24: 全球数据中心流量及增速.....	15
图表 25: 云数据中心流量及增速.....	15
图表 26: 2015-2020 年全球数据中心和机架数量统计及预测.....	15
图表 27: 全球超大规模数据中心个数及占比 (2016-2021)	16
图表 28: 超大规模数据中心各指标占所有数据中心比重 (2016-2021)	16
图表 29: 2018 年超大规模数据中心地区布局	16
图表 30: 全球数据中心并购情况.....	16
图表 31: 全球托管市场份额(2018Q1)	17
图表 32: Equinix 营业收入及增速.....	17
图表 33: Equinix 归母净利润及增速.....	17
图表 34: Equinix 覆盖城市.....	18
图表 35: Digital Realty 营业收入及增速.....	18
图表 36: Digital Realty 归母净利润及增速.....	18
图表 37: 美国头部 IDC 公司比较.....	19
图表 38: 移动互联网流量及月 DOU 增长情况.....	19
图表 39: 2017-2018 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况.....	19
图表 40: 全国数据中心规模 (万个)	20
图表 41: 2017 年数据中心各类型机架构成 (万个) 及占比	20
图表 42: 全国数据中心增长趋势及预测 (万个)	20
图表 43: 2017 年 IDC 市场份额测算 (不含云计算)	21
图表 44: 2018 年 IDC 市场份额测算 (不含云计算)	21
图表 45: 世纪互联历年营收及增速 (亿元)	21
图表 46: 世纪互联历年机柜数 (架) 及使用率.....	21
图表 47: 国内 IDC 公司经营情况比较	22
图表 48: 数据中心客户群占比.....	23
图表 49: 全国数据中心客户需求要素重要程度.....	23
图表 50: 不同业务类型对应可选数据中心的范围.....	23
图表 51: 国内公司 IDC 业务营收规模对比 (亿元)	24
图表 52: 国内公司 2014-2018 年 IDC 业务营收规模 CAGR	24
图表 53: 公司数据中心服务面积、增速以及签约率.....	25
图表 54: 公司数据中心使用面积及增速.....	25
图表 55: 2018 年数据中心运营规模比较.....	25
图表 56: 核心城市 IDC 相关政策.....	26
图表 57: 2018 年国内核心城市及其他地区机架供需情况.....	27
图表 58: 不同地区数据中心租用价格.....	27
图表 59: 公司截至 2019Q2 数据中心服务面积分地区构成.....	28
图表 60: 公司截至 2019Q2 数据中心在建、服务面积分地区构成.....	28

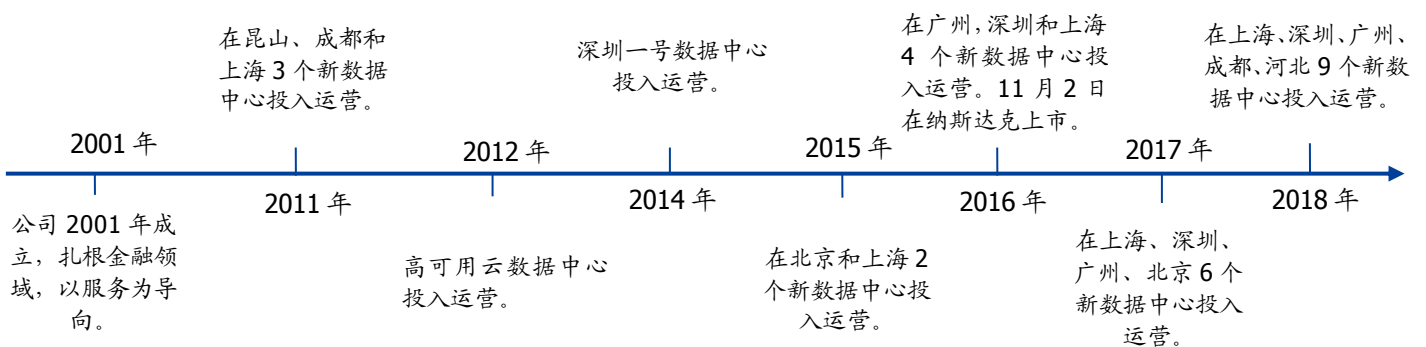
图表 61: 公司 2019Q2 签约面积客户构成	28
图表 62: 公司 TOP5 客户情况(2019Q2)	29
图表 63: 全国 IDC 相关政策	29
图表 64: 公司数据中心运维内容	30
图表 65: 全国数据中心 PUE 情况	31
图表 66: 绿色数据中心优秀案例	31
图表 67: 公司数据中心待建面积、增速以及预签约率	32
图表 68: 公司历年 CAPEX 及增速	32
图表 69: 全国数据中心使用率	33
图表 70: 公司数据中心利用率	33
图表 71: 公司 2019Q2 服务面积利用率	33
图表 72: 全国数据中心使用率	34
图表 73: 数据中心单机柜租金比较 (元/月)	34
图表 74: 与 GIC 合作模式 (建设期)	35
图表 75: 与 GIC 合作模式 (运营期)	35
图表 76: 2017 年中国云计算使用市场调查	36
图表 77: 公司云连接新一代混合云数据中心架构	36
图表 78: 公司混合云连接部分合作情况	37
图表 79: 2018 年公司 IDC 业务毛利率与同业对比	38
图表 80: 公司营业利润率与同业对比	38
图表 81: 公司 EBITDA margin 与同业对比	38
图表 82: 公司电力成本及占营收比重	38
图表 83: 公司租金&人力成本及占营收比重	38
图表 84: 公司管理费用率与同业对比	39
图表 85: 公司销售费用率与同业对比	39
图表 86: 公司资产负债率与同业对比	39
图表 87: 公司流动比率与同业对比	39
图表 88: 公司 2018 年负债构成	40
图表 89: 公司应收账款周转率与同业对比	40
图表 90: 公司应付账款周转天数	40
图表 91: 公司 2019 年一季度货币资金与同业对比	40
图表 92: 公司数据中心服务面积、已使用面积 (万平方米) 及利用率预测	41
图表 93: 公司营业收入预测	41
图表 94: 公司营业成本预测 (亿元)	41
图表 95: 公司毛利及毛利率预测	42
图表 96: 公司费用率预测	42
图表 97: 可比公司估值对比	42

1. 公司介绍：高成长第三方 IDC 服务商

国内领先的 IDC 基础设施和服务提供商。万国数据是国内领先的 IDC 基础设施和服务提供商之一，数据中心覆盖国内重点核心城市，目前已拥有 18 年优秀运营记录。公司能够提供从数据中心设计、建设和运营，到数据中心托管，IT 管理运营外包，业务连续性管理及灾难恢复的整合解决方案、咨询、服务和培训。目前已广泛服务于银行、证券、能源、制造、物流、互联网等多个行业机构。万国数据还通过其创新的 Cloud Connect 平台，为客户提升访问和管理多云服务的能力。

纳斯达克上市，进入全新发展阶段。公司的发展分为三个阶段，2001-2008 年创建伊始阶段，以服务导向，扎根金融领域，依靠第三方数据中心提供服务。2009-2015 年为蓬勃发展阶段，该阶段公司在核心经济区域如北京、上海、深圳、昆山、成都大规模战略布局数据中心，并且将用户基础扩展至大体量/高端用户，提供云和 IT 管理服务。2016 年至今，公司加速在中国一线城市的战略和核心经济区域建立高可用数据中心，2016 年 11 月 2 日在纳斯达克上市，进入全新发展阶段。

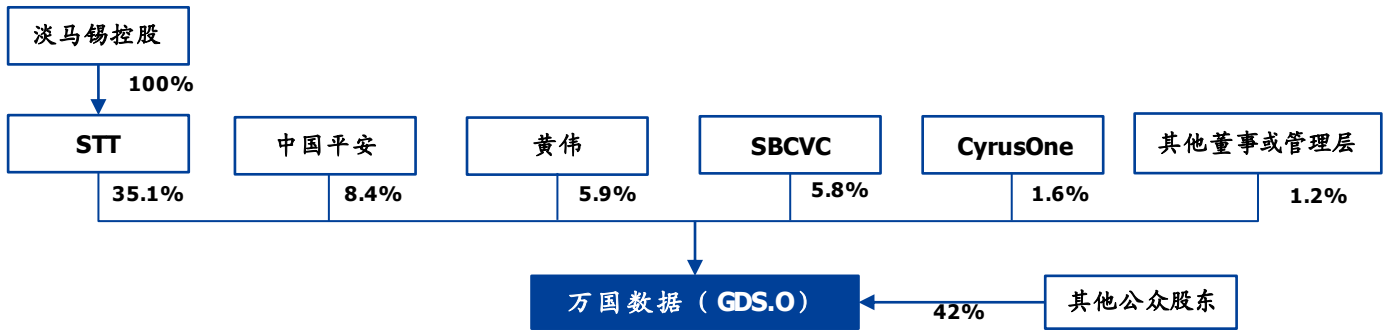
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

股东实力背景雄厚，全球顶尖科技投资以及同行领先企业为公司背书。截至 2019 年二季度，公司第一大股东为新加坡 STT（由新加坡的淡马锡控股公司拥有），实际控制人为新加坡淡马锡控股，持股比例为 35.1%，其余大股东为中国平安、黄伟、SBCVC、CyrusOne 以及其他董事和管理层，合计持股 22.9%，其他公众股东持股 42%。其中 STT、SBCVC 均为全球顶尖的科技投资，CyrusOne 是全球领先的数据中心运营商和服务商之一，2017 年起与公司达成战略合作。公司正在和新加坡政府投资公司（GIC）合作进行大客户的超大数据中心项目，能力获 GIC 认可。

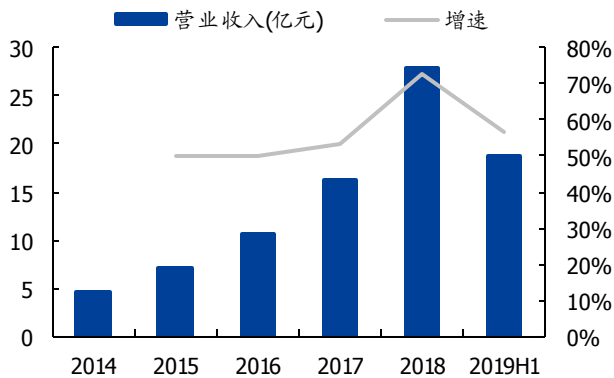
图表 2: 公司股权结构 (2019Q2)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

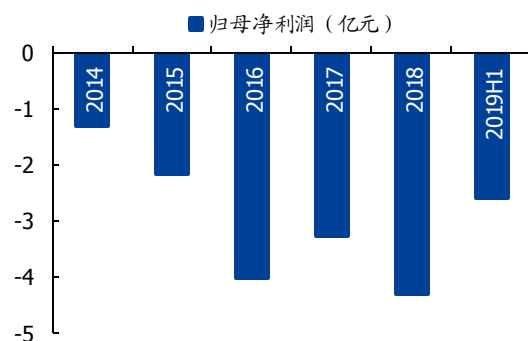
高成长第三方 IDC 服务商。公司营收自 2015 年起始终保持 50%以上的高速增长, 2018/2019H1 营收达到 27.9/18.8 亿元人民币, 同比大幅增长 73%/56%。由于 IDC 数据中心前期投入大、计提折旧较高, 目前公司仍处于亏损状态, 2017 年/2018 年/2019H1 净利润为亏损 3.3/4.3/2.6 亿元。因此, 我们通常分析 IDC 公司的 EBITDA, 公司 2017 年/2018 年/2019H1 调整后 EBITDA 达到 5.1/10.5/8.1 亿元人民币, 2015-2018 年 CAGR 为 85%。2019 年二季度公司上调整全年营收和 EBITDA 的指引, 营收将达到 40-41 亿元, 同比增长 43.3%-46.8%, 实现调整后 EBITDA 达到 17.6-18 亿元, 同比大幅增长 68.2-72%, 延续高增长。

图表 3: 公司营业收入及增速



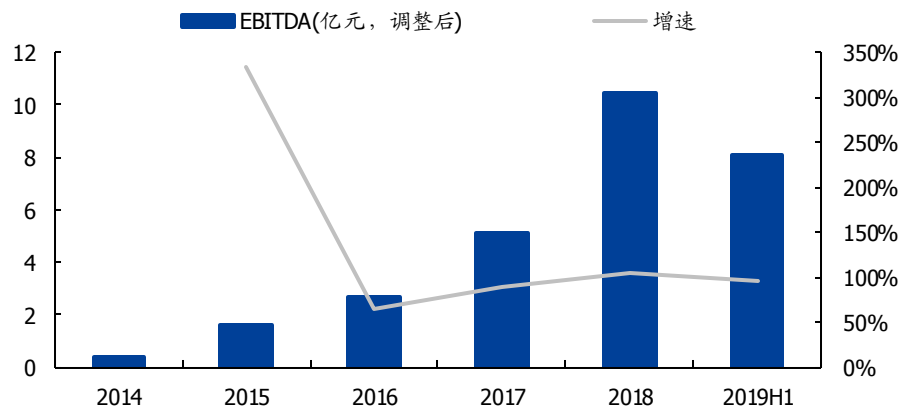
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

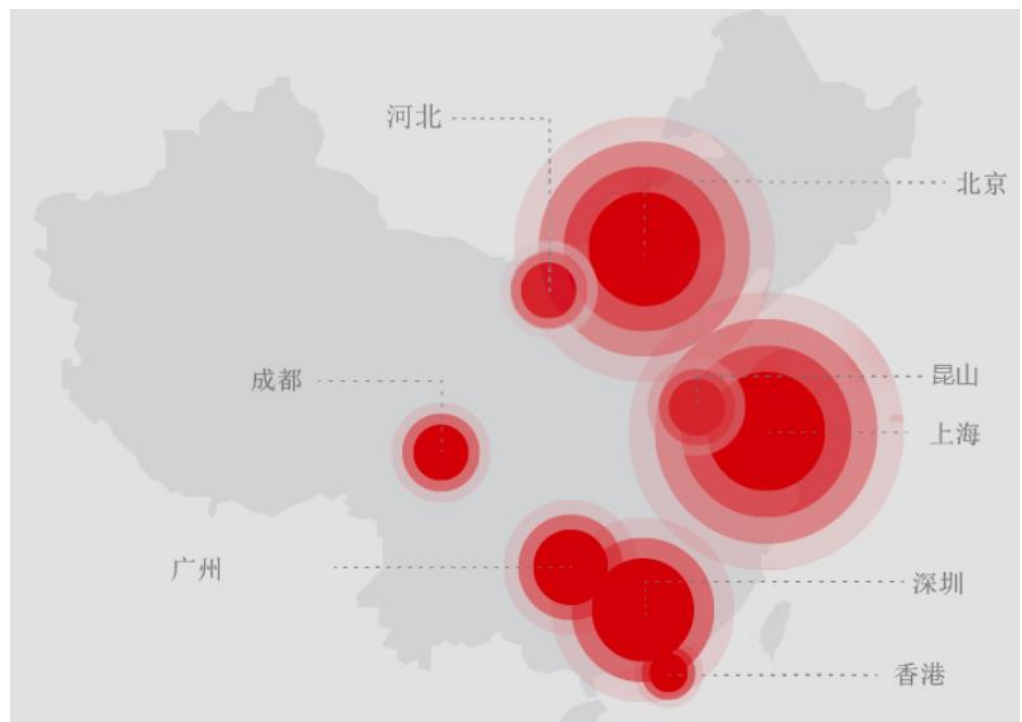
图表 5: 公司 EBITDA(调整后)及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司数据中心资源丰富, 且位居重点核心城市。公司数据中心主要集中于北京、上海、珠三角及其周边地区, 成都数据中心为其他数据中心的重要备份数据中心。数据中心采用合理的模块化设计, 具有高电力密度、低 PUE 的特点。

图表 6: 公司数据中心布局



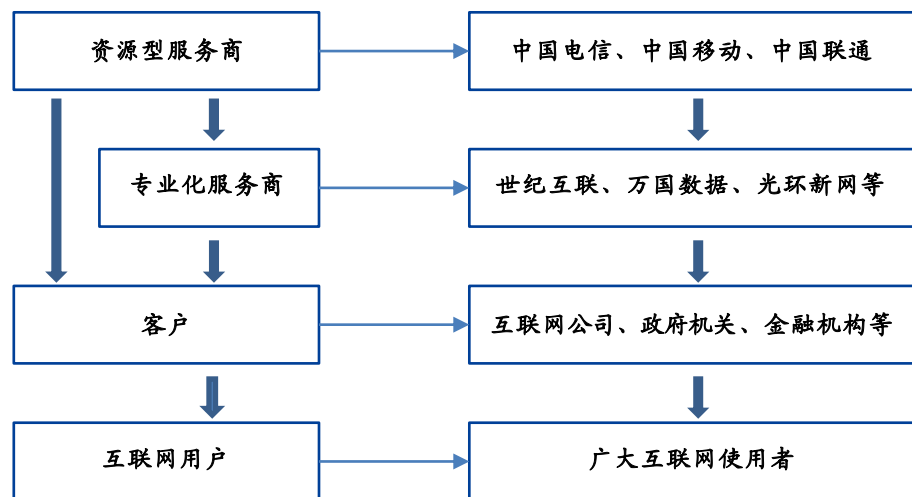
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2. 行业分析: IDC 市场空间广阔, 第三方 IDC 大有可为

互联网数据中心 (IDC) 是指利用相应的机房设施, 以外包出租的方式为用户的服务器等互联网或其他网络相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务, 以及提供数据库系统或服务器等设备的出租及其存储空间的出租、通信线路和出口带宽的代理租用和其他应用服务的数据中心。总体分为互联网网络带宽服务, 即 Internet (“I”) 和数据中心基础设施服务, 即 Data Center (“DC”)。

IDC 产业链由资源型服务商、专业化服务商、客户和互联网用户等几个主体组成。资源型服务商主要指三大电信运营商, 向专业运营商提供基础网络和带宽, 即 IDC 中的 “I”, 同时也可以提供数据中心基础设施服务, 即 “DC”。专业化服务商, 即提供宽带接入服务和 IDC 及其增值服务等互联网综合服务的第三方运营商, 其宽带接入服务需要通过基础电信运营商的合作实现, 我国 IDC 第三方运营商主要有如世纪互联、万国数据、光环新网等。客户主要有互联网公司、政府机关、金融机构、制造业公司等, 而互联网用户则是服务的最终体验者。

图表 7: 中国 IDC 产业链



资料来源: 国盛证券研究所

数据中心按服务类型分为零售型以及批发型。批发型数据中心服务一般是面向大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务，通常并不提供网络带宽服务。零售型数据中心服务面向中小型互联网公司、一般企业等客户（均为最终用户）提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务，IDC服务商先行建造标准化的数据中心并配置宽带网络，向客户提供服务。

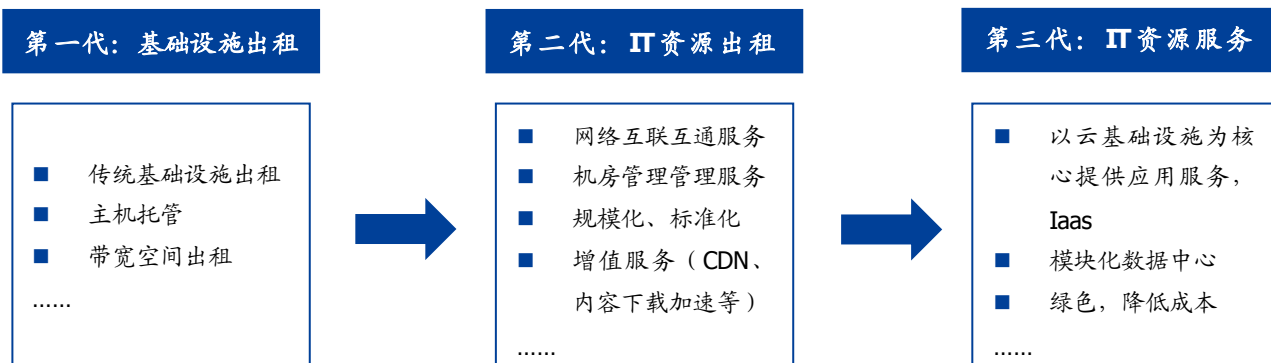
图表 8: 零售型数据中心与批发型数据中心比较

项目	零售型数据中心	批发型数据中心
主要目标用户	中小型客户群	大用户群
用户租期	一般按照单位年计算	长期合同，一般 5-8 年
客户流动性	高	极低
销售单位	按照单机柜起租	一个机房模块起租
平均单机柜电力和制冷密度	低 (2-3.5KW)	高 (4.5-8KW)
数据中心启用至租满时间	一般 2-4 年	1 年
机柜同时出租率	一般	高
单机柜租用价格	行业平均水平	偏低
能效	偏低	高
PUE	高，一般 1.8-2.5	低，一般在 1.7 以下
安全性	行业一般平均水平	高
可扩展性	一般	好
灵活性	基本无灵活性	好
TCO	高	低

资料来源：数据港招股说明书，国盛证券研究所

IDC 向着云计算+新一代数据中心的趋势发展。IDC 数据中心发展主要分为三个阶段，第一阶段主要提供基础设施出租服务，如传统基础设施建设、主机托管、贷款空间出租等传统资源出租业务。第二阶段为 IT 资源出租，提供网络的互联互通服务和机房管理服务，该阶段机房及用户规模化、运营标准化，CDN、内容下载加速等增值服务比重增加。目前随着云计算和虚拟化技术的普及，IDC 数据中心正向着云计算+新一代数据中心的趋势发展，第三代 IDC 以提供 IT 资源服务为特征，以云基础设施为核心提供应用服务，模块化数据中心，强调绿色，具有较好的电力效率，较低建设和运营成本。

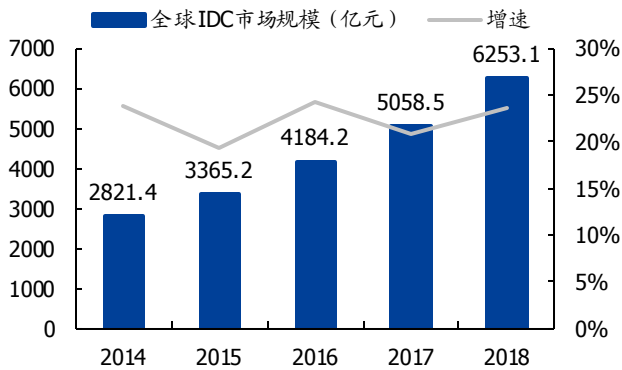
图表 9: 数据中心服务发展趋势



资料来源：DCD Intelligence，国盛证券研究所

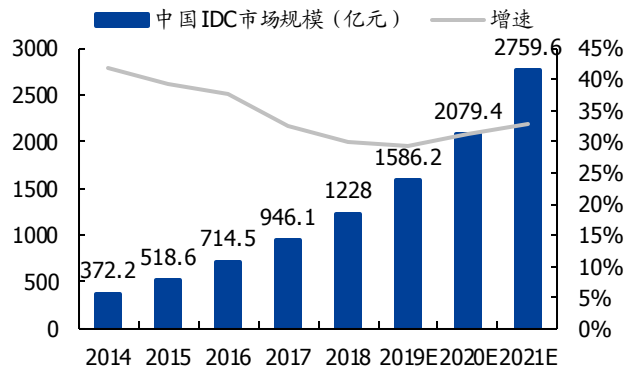
根据中国 IDC 圈统计的广义 IDC 市场规模数据（包括托管业务、CDN 业务及公共云 IaaS/PaaS 业务），2018 年全球 IDC 业务市场整体规模达到 6253.1 亿元人民币，同比增长 23.6%，其中公共云市场增速接近 30%，是拉动整体市场快速增长的主要原因。而中国 IDC 业务市场总规模达 1228 亿元，同比增长 29.8%，增速放缓 2.6 个百分点，其中主机托管/租赁业务占比超过 40%。随着互联网产业的持续快速发展和云计算在各行业的应用逐渐落地，预计到 2020 年市场规模将超过 2700 亿元。

图表 10: 全球 IDC 市场规模 (广义) 及增速



资料来源: 中国 IDC 圈, 国盛证券研究所

图表 11: 中国 IDC 市场规模 (广义) 及增速

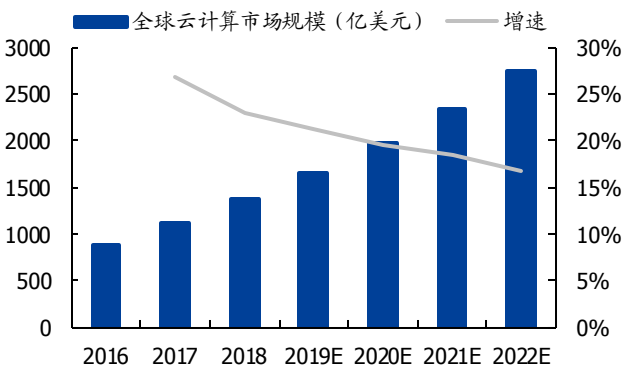


资料来源: 中国 IDC 圈, 国盛证券研究所

2.1. 云计算: 云计算市场稳健增长, 将激发 IDC 需求

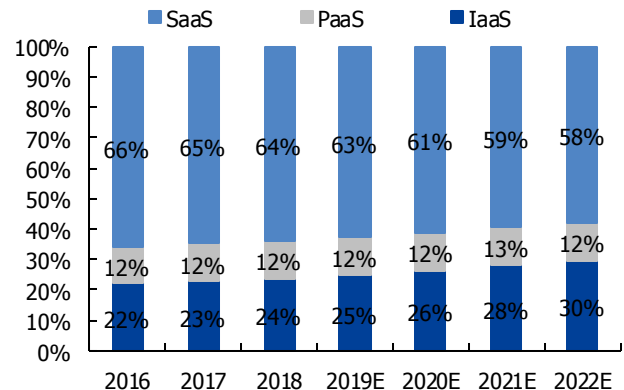
全球云计算市场稳健增长, IaaS 占比提升。根据信通院《云计算发展白皮书 (2019)》, Gartner 统计 2018 年全球云计算市场规模为 1363 亿美元, 同比增长 23%, 预计到 2022 年市场规模将达到 2733 亿美元, 2018-2022 年 CAGR 为 25.8%, IaaS 占比不断提升, 2022 年将占云计算市场的 30%, 占比较 2016 年提升 8 个百分点。

图表 12: 全球云计算市场规模及增速



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

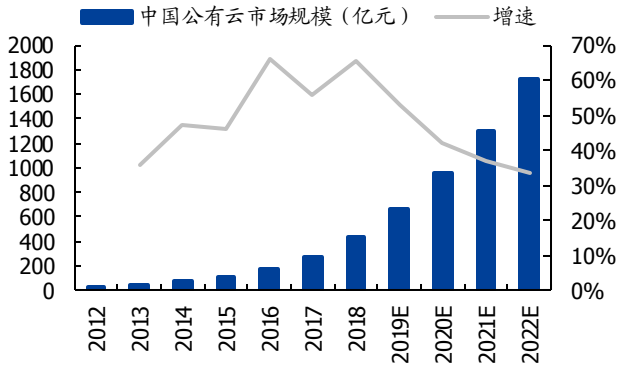
图表 13: 全球云计算细分市场占比



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

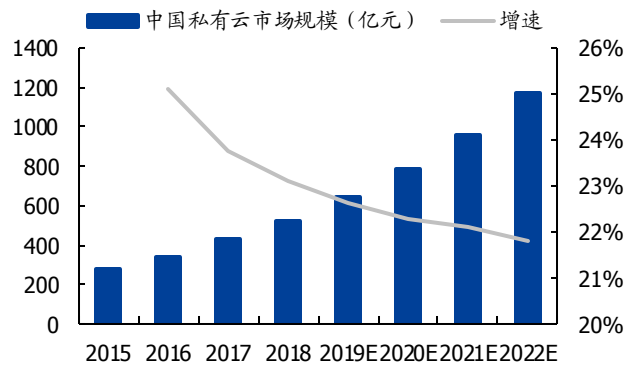
中国公有云市场处于高速增长阶段，IaaS 欣欣向荣。根据信通院《云计算发展白皮书（2019）》，2018年中国公有云市场规模为437.4亿元，同比增长65.2%，预计到2022年市场规模将达到1731.3亿元，2015-2021年CAGR为49.8%。私有云市场规模达525.4亿元，同比增长23.1%，预计到2022年达到1171.6亿元。公有云细分市场中，IaaS增长最为迅速，2012-2018年IaaS占公有云市场比重由15%大幅提升至62%。

图表 14: 中国公有云市场规模及增速



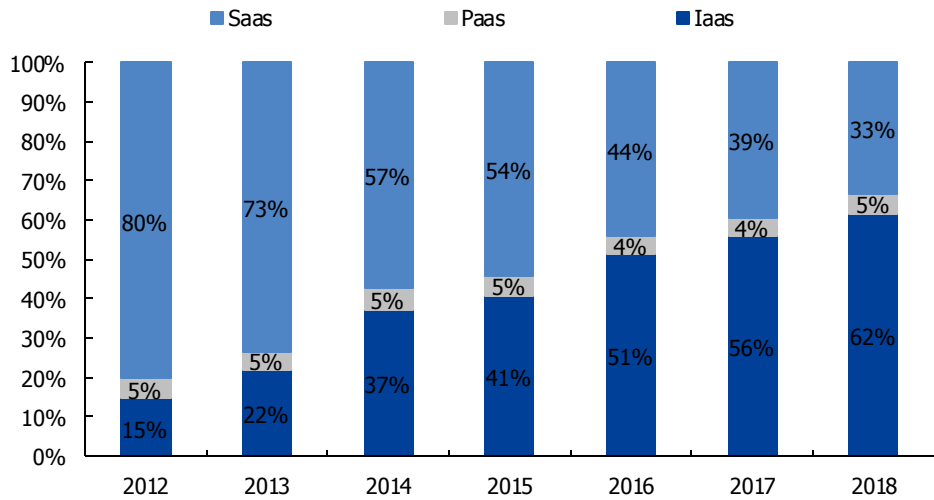
资料来源: 信通院《云计算发展白皮书(2019)》,国盛证券研究所

图表 15: 中国私有云市场规模及增速



资料来源: 信通院《云计算发展白皮书(2019)》,国盛证券研究所

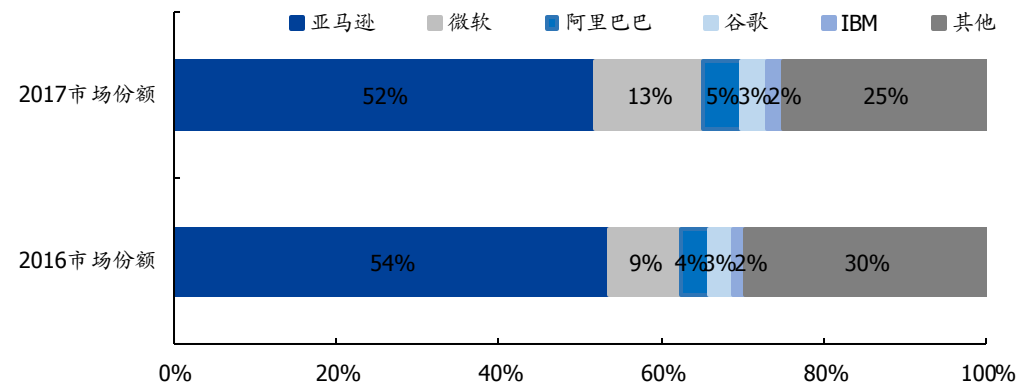
图表 16: 中国公有云细分市场占比



资料来源: 信通院《云计算发展白皮书(2019)》,国盛证券研究所

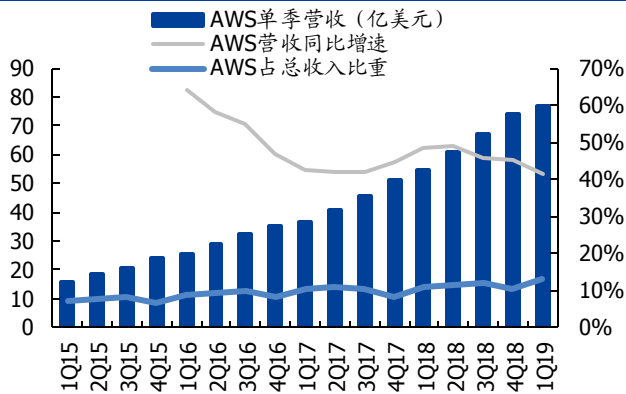
巨头瓜分云计算市场，竞争格局基本稳定。从全球市场份额来看，根据 Gartner，全球 IaaS 市场由亚马逊 AWS、微软 Azure、阿里云、谷歌云、IBM 五大互联网巨头占据主导地位，2017年合计占比75%，较2016年提升5个百分点，巨头市场份额进一步集中，其中2017年亚马逊占比高达52%，微软达到13%。从营收增速上来看亚马逊 AWS、微软 Azure 等巨头云收入增速有所放缓。由于公有云服务门槛较高，巨头云服务商先发优势明显，竞争格局已基本稳定。

图表 17: 2016-2017 年全球 IaaS 市场份额



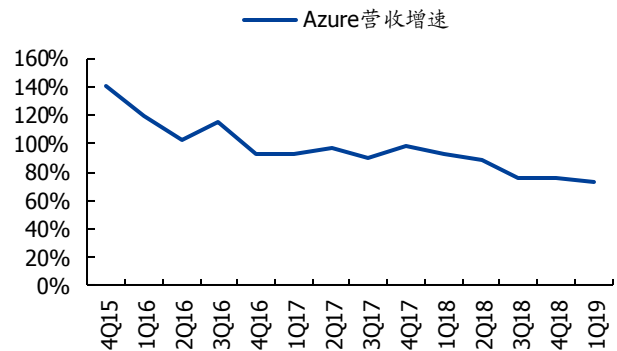
资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

图表 18: 亚马逊 AWS 营收、同比增速以及占总收入的比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

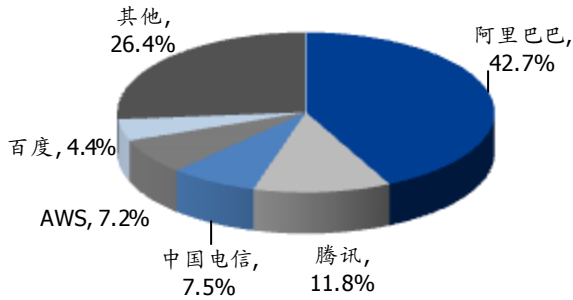
图表 19: 微软 Azure 营收增速



资料来源: 微软官方网站, 国盛证券研究所

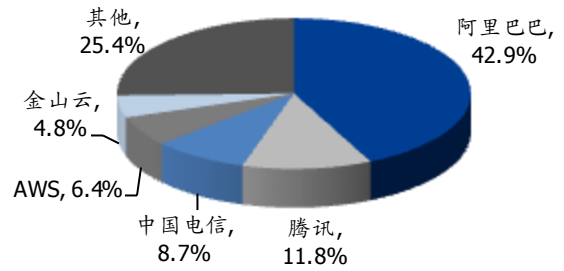
云服务商作为 IDC 的重要客户, 将大幅激发 IDC 需求。从国内市场份额来看, 根据 IDC 中国的统计, 2018 年下半年公有云 IaaS+PaaS 厂商市场份额占比前五分别为阿里云、腾讯云、中国电信、亚马逊 AWS、百度云, 公有云 IaaS 厂商市场份额占比前五的分别为阿里云、腾讯云、中国电信、亚马逊 AWS、金山云。由于公有云服务门槛较高, 巨头云服务商先发优势明显, 竞争格局已基本稳定。阿里云增速稍有放缓但仍居高位, 2019 财年增速达到 76%, 腾讯云 2018 年收入增长超过 100% 至 91 亿人民币, 金山云服务收入达到 22 亿元人民币。云服务商同时是 IDC 的重要客户, 云计算的蓬勃发展将激发 IDC 需求。

图表 20: 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市场份额占比 (2018H2)



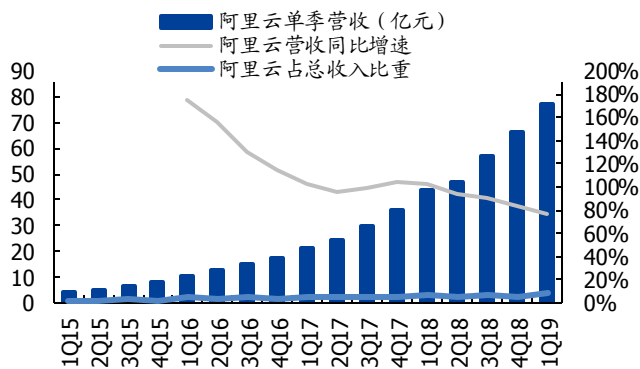
资料来源: IDC 中国, 国盛证券研究所

图表 21: 中国公有云 IaaS 厂商市场份额占比 (2018H2)



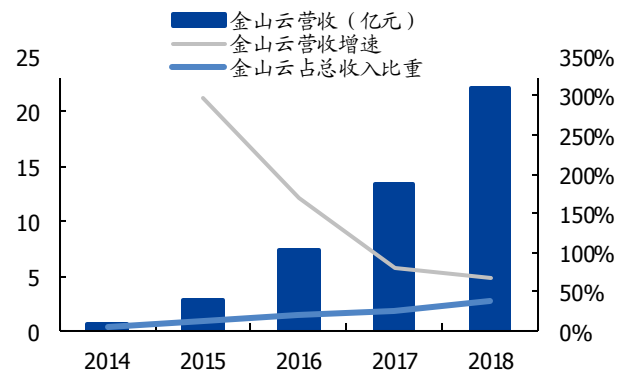
资料来源: IDC 中国, 国盛证券研究所

图表 22: 阿里云营收、同比增速以及占总收入的比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 金山云营收、同比增速以及占总收入的比重



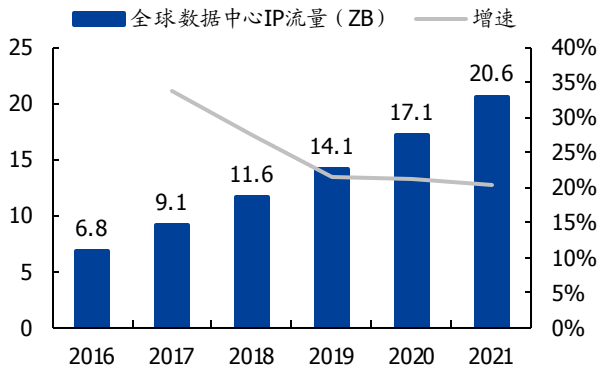
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 全球 IDC 市场: 竞争格局基本稳定, 向超大规模趋势发展

2.2.1. 实施积极并购战略, 向超大规模趋势发展

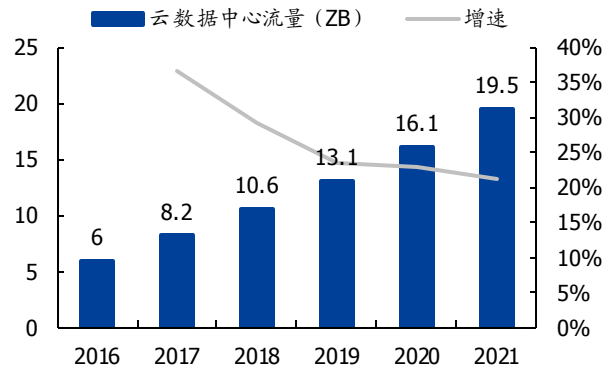
云数据中心流量迅速提升。据 Cisco 测算, 2016 年全球数据中心年流量已达到 6.8 ZB, 到 2021 年将增加三倍达到 20.6 ZB 每年, 2016-2021 年 CAGR 为 25%。而云数据中心流量将从 2016 年的 6ZB 增长 3.3 倍到 2021 年的 19.5ZB, 2016-2021 年 CAGR 为 27%, 云数据中心流量增速略高于数据中心流量。

图表 24: 全球数据中心流量及增速



资料来源: Cisco Global Cloud Index (2016-2021), 国盛证券研究所

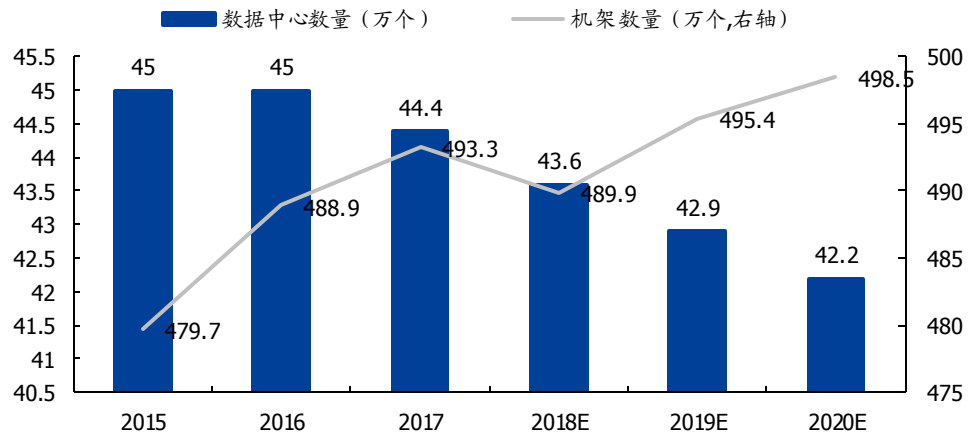
图表 25: 云数据中心流量及增速



资料来源: Cisco Global Cloud Index (2016-2021), 国盛证券研究所

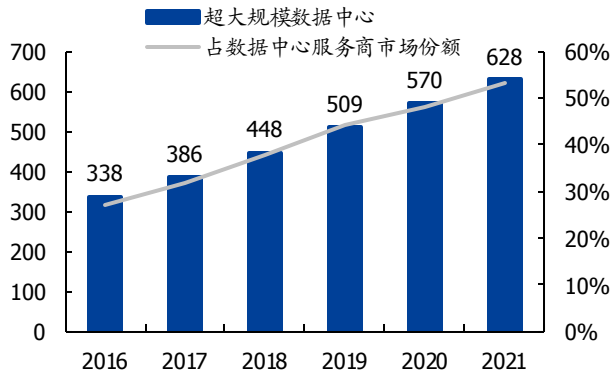
全球数据中心向超大规模趋势发展。根据 Gartner 的测算, 全球数据中心数量减少但体量越来越大, 预计 2015-2020 年数据中心数量由 45 万个下降到 42.4 万个, 而机架总数量由 479.7 万个上升至 498.5 万个, 这意味着数据中心正在向着更大规模的趋势发展。根据 Cisco 的测算, 超大规模数据中心将从 2016 年底的 338 个增长到 2021 年的 628 个, 2016-2021 年 CAGR 为 13%。到 2021 年, 超大规模数据中心的服务器、处理能力、存储数据量、流量将有大幅提升, 占有所有数据中心对应各指标的比重高达 53%/69%/65%/55%。截至 2018 年, 超大数据中心大多集中在美国, 占比高达 40%, 其余国家集中度较低, 中国/日本/英国仅占 8%/6%/6%。

图表 26: 2015-2020 年全球数据中心和机架数量统计及预测



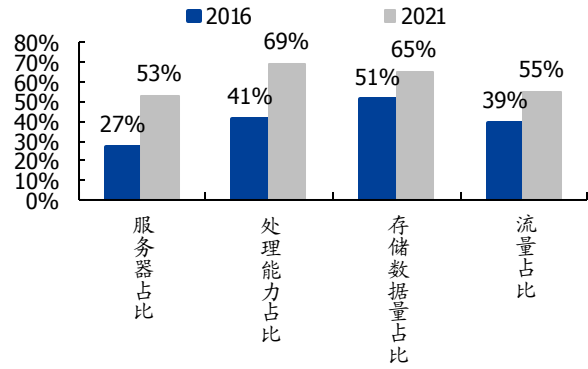
资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

图表 27: 全球超大规模数据中心个数及占比 (2016-2021)



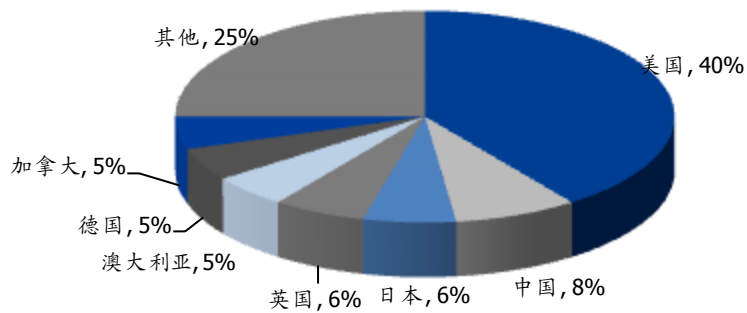
资料来源: Cisco Global Cloud Index (2016-2021), 国盛证券研究所

图表 28: 超大规模数据中心各指标占所有数据中心比重 (2016-2021)



资料来源: Cisco Global Cloud Index (2016-2021), 国盛证券研究所

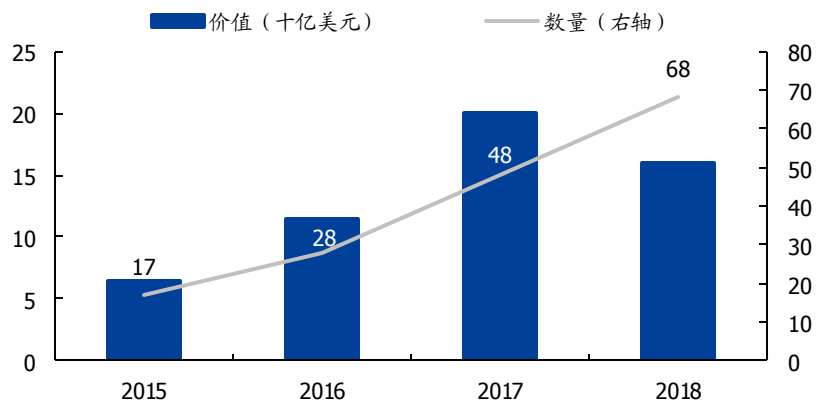
图表 29: 2018 年超大规模数据中心地区布局



资料来源: Synergy Research Group, 国盛证券研究所

积极进行并购, 交易数量持续攀升。2018 年针对数据中心的重大并购交易数量继续攀升, 年成交数量高达 68 笔创新高, 交易总价值接近 160 亿美元, 较 2017 年峰值 (200 亿美元) 有所下降, 2017、2018 年并购活动的总价值达前两年的两倍多。

图表 30: 全球数据中心并购情况

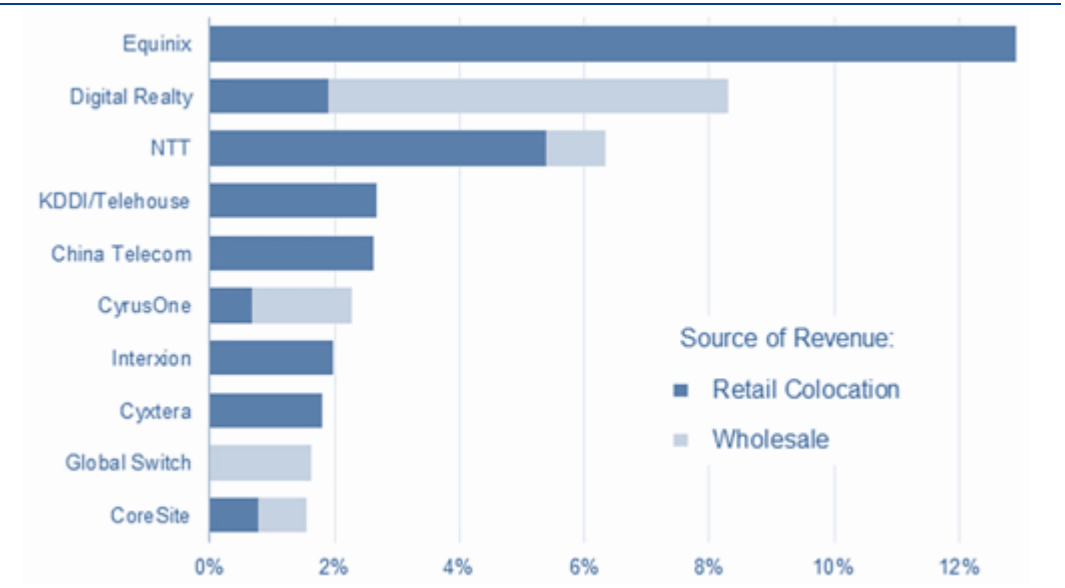


资料来源: Synergy, 国盛证券研究所

2.2.2. 全球 IDC 竞争格局已定，第三方龙头地位稳固

全球 IDC 市场竞争格局已定，第三方厂商主导。据 Synergy 的统计，截至 2018Q1 Equinix、Digital Realty 和 NTT 在托管市场位居前三，且市场份额大幅领先，其中份额最高的 Equinix 占比高达 13%，这与其积极的并购策略息息相关。总体而言，这三家公司目前控制着全球市场近 28% 的市场份额，与之最接近的竞争对手是 KDDI/Telehouse 和中国电信，均拥有 3% 的市场份额，剩余 CyrusOne、Interxion、Cyxtera、Global Switch、Coresite 约占 2% 左右份额，整体来看，全球 IDC 市场由第三方运营商主导。在批发和零售两个主要细分市场中，Equinix 占零售市场份额的 17%，而 Digital Realty 在较小的批发市场中占有 28% 的份额。

图表 31: 全球托管市场份额(2018Q1)

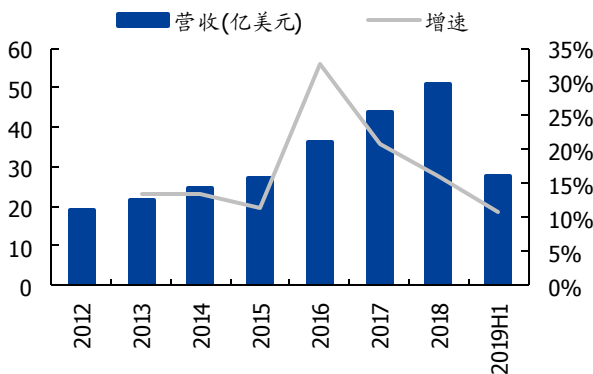


资料来源: Synergy, 国盛证券研究所

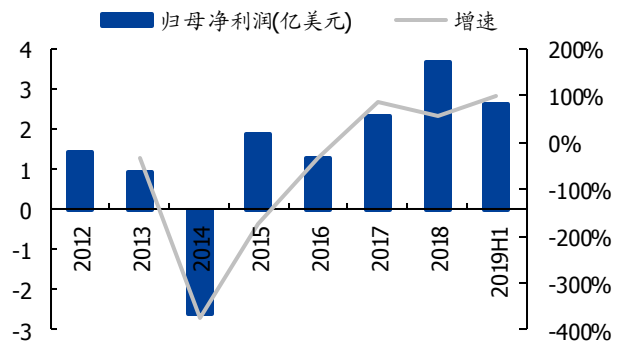
Equinix 是全球最大的 IDC 服务商，目前运营超过 200 个数据中心，遍及美洲、欧洲、中东和非洲以及亚太地区。其平台连接了超过 2900 家云及 IT 服务提供商，服务超过 9800 家企业，通过 Platform Equinix，企业可以将业务延伸到世界各地实现互连与整合。2018 年营业收入达到 50.7 亿美元，同比增长 16%，Equinix 已实现稳定盈利，2018 年归母净利润为 3.65 亿美元，同比大幅增长 56.8%。Equinix 的 EBITDA margin 为 48%，低于 Digital Realty 和 CyrusOne，是由于其零售模式销售费用和管理费用较高所致。

图表 32: Equinix 营业收入及增速

图表 33: Equinix 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

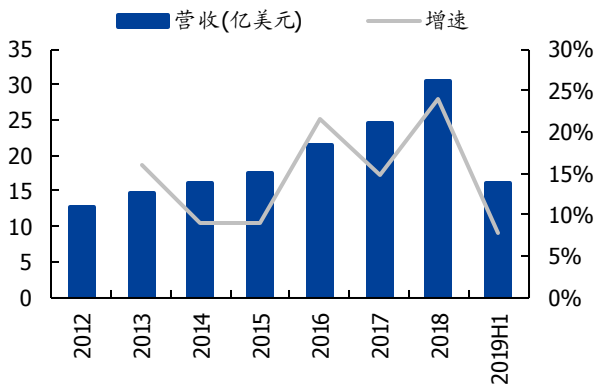
图表 34: Equinix 覆盖城市



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

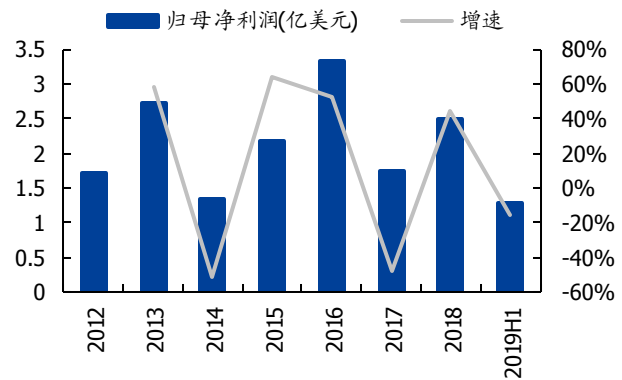
Digital Realty 运营 214 家数据中心, 业务涵盖 5 个大洲中的 14 个国家/地区, 2018 年营业收入达到 30.5 亿美元, 同比增长 24%, Digital Realty 也已实现盈利, 2018 年归母净利润为 2.5 亿美元, 同比增长 44%。公司的 EBITDA margin 为 60%, 利用率高达 89%, 在三家公司中均为最高。CyrusOne 规模较前两家较小, 其 EBITDA margin 和使用率相对较高, 近年净利润在盈亏平衡上下波动。

图表 35: Digital Realty 营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: Digital Realty 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 美国头部 IDC 公司比较

公司	Equinix	Digital Realty	CyrusOne
业务类型	零售为主	批发为主	零售+批发
数据中心数量	200	214	45
收费机柜数或面积	224000 架	29134.6 千平方英尺	3819 千平方英尺
服务地区	美洲、亚洲、欧洲和中东	北美、欧洲、亚太等	美国、德国、英国、新加坡
营业收入(亿美元)	50.72	30.46	8.21
EBITDA(亿美元)	24.14	18.38	4.52
EBITDA Margin	48%	60%	55%
利用率	美洲(77%)、亚洲(83%)、欧洲和非洲和中东(83%)	89%	88%
单机柜月租金	1818 美元/架/月(19Q1)	—	146 美元/KW/月 (19Q1)
主要客户	阿里云、AWS、谷歌云, NetAPP、Azure、AT&T Business	Fcebook、IBM、财富 50 强软件企业、Cyxtera Technologies 等	Google Cloud、Oracle、腾讯、Amazon、Fujitsu、Uloud、财富 1000 强等

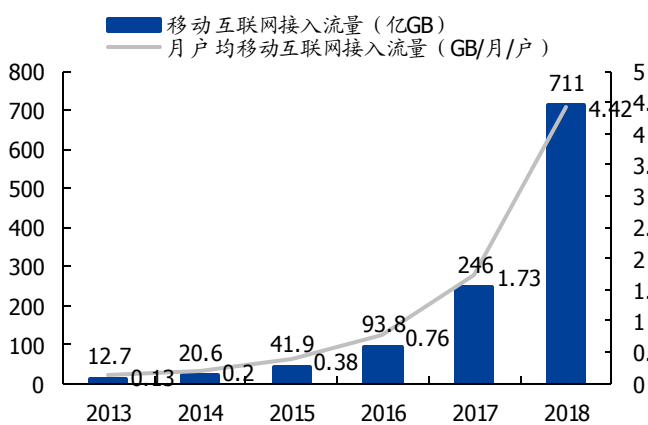
资料来源: 整理自各公司官网、公司公告, 营收、EBITDA 均为 2018 年度数值, 国盛证券研究所

2.3. 国内 IDC 市场: 一线城市政策趋严, 第三方市场较为分散且开始发力

2.3.1. 数据中心规模平稳增长, 以北京上海及周边为主, 中西部开始发力

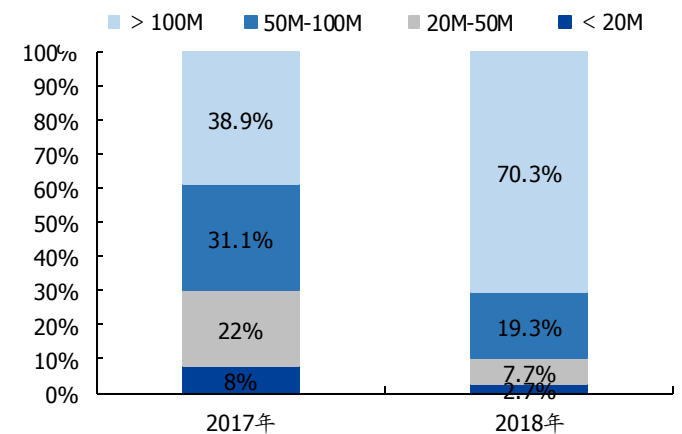
移动互联网流量快速增长, 宽带接入速率迅速提升。随着移动互联网业务的创新拓展、线上线下业务加速融合, 刺激移动互联网接入流量保持高速增长, 最终将带动 IDC 的需求。2018 年, 国内移动互联网接入流量达 711 亿 GB, 同比增长 189%, 增速较上年提高 26.9 个百分点。2018 年月户均移动互联网接入流量 (DOU) 达 4.42GB/月/户, 同比增长 155%, 12 月当月 DOU 高达 6.25GB/月/户。宽带用户持续向高速率迁移, 固定互联网宽带接入用户中 100Mbps 及以上接入速率的用户总数达 2.86 亿户, 占固定宽带用户总数的 70.3%, 较上年末提高 31.4 个百分点。

图表 38: 移动互联网流量及月 DOU 增长情况



资料来源: 2018 年通信业统计公报, 国盛证券研究所

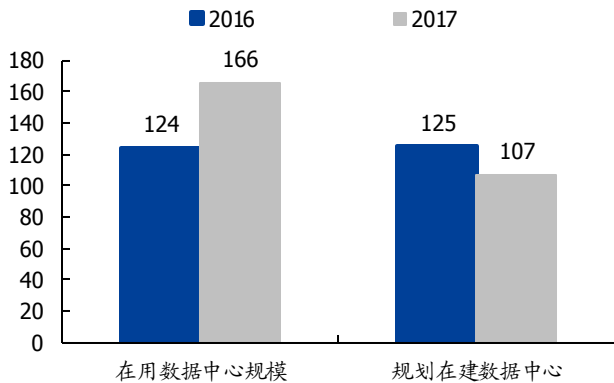
图表 39: 2017-2018 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况



资料来源: 2018 年通信业统计公报, 国盛证券研究所

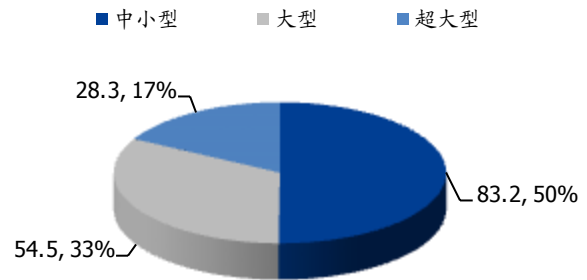
我国数据中心机架数平稳增长，以北京上海及周边为主，中西部开始发力。截至 2017 年，我国在用数据中心规模为 166 万个，其中中小型/大型/超大型分别占 50%/33%/17%，规划在建数据中心 107 万个。2018 年测算可用机架数 204 万个，预计 2019 年可用机架数达 244 万个，其中以上海及周边、北京及周边为主，此外西部地区、中部地区增长也较快。

图表 40: 全国数据中心规模 (万个)



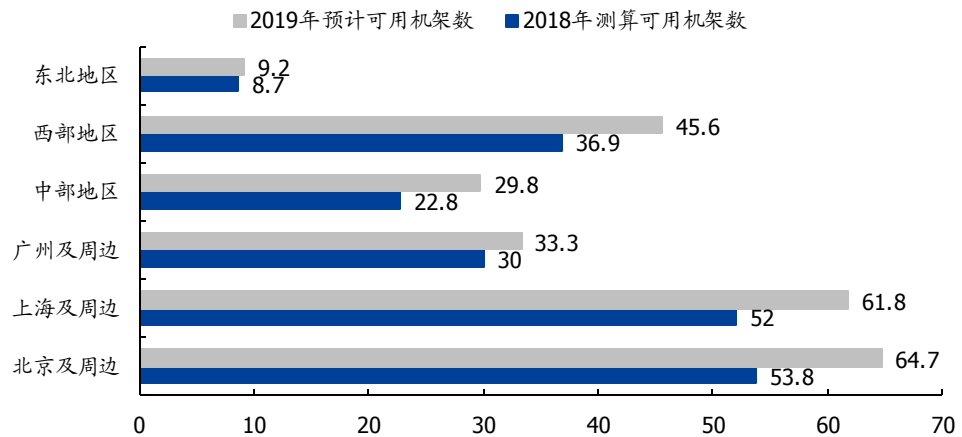
资料来源: 全国数据中心应用发展指引 (2018), 国盛证券研究所

图表 41: 2017 年数据中心各类型机架构成 (万个) 及占比



资料来源: 全国数据中心应用发展指引 (2018), 国盛证券研究所

图表 42: 全国数据中心增长趋势及预测 (万个)

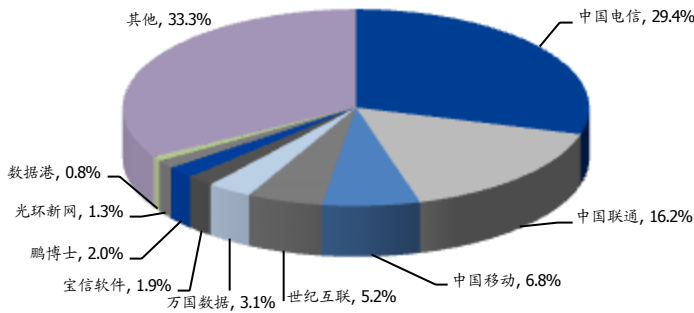


资料来源: 全国数据中心应用发展指引 (2018), 国盛证券研究所

2.3.2. 电信运营商为主导，第三方较为分散且开始发力

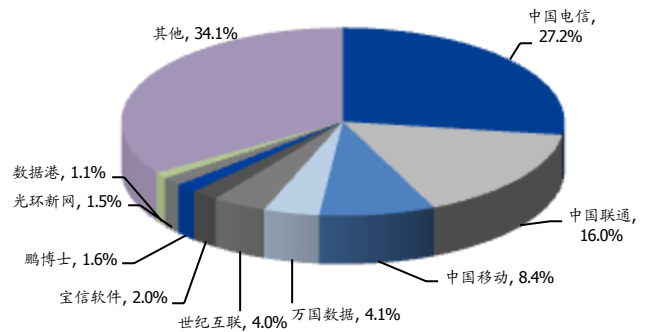
运营商占我国 IDC 市场主要份额但呈下降趋势，第三方市场较为分散且开始发力。我们根据信通院对于 2017 及 2018 年 IDC 市场收入的预测以及各家公司对应年度 IDC 相关业务收入 (不含云计算)，计算出 2017 年、2018 年 IDC 市场份额构成。我国 IDC 市场依旧以运营商为主导，三大运营商合计占比超过 50%，但运营商整体占比呈下降趋势。剩余市场较为分散，2018 年第三方网络中立的数据中心服务商中占比最高的万国数据 (还原约 20% 带宽收入后) 占 4.1%，世纪互联、宝信软件、鹏博士、光环新网、数据港分别占 4.0%/2.0%/1.6%/1.5%/1.1%，万国数据市场份额提升最快。

图表 43: 2017年 IDC 市场份额测算 (不含云计算)



资料来源: 信通院, 各公司公告, 国盛证券研究所

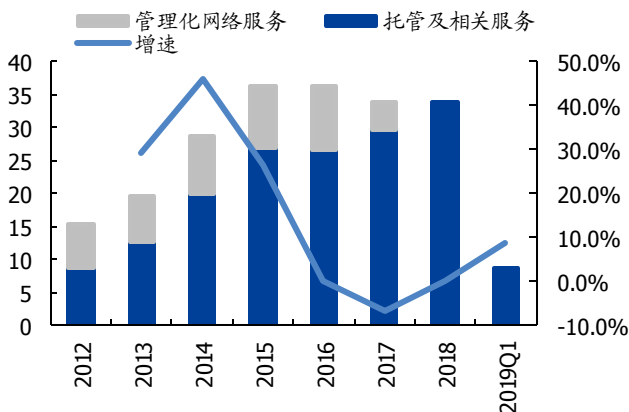
图表 44: 2018年 IDC 市场份额测算 (不含云计算)



资料来源: 信通院, 各公司公告, 国盛证券研究所

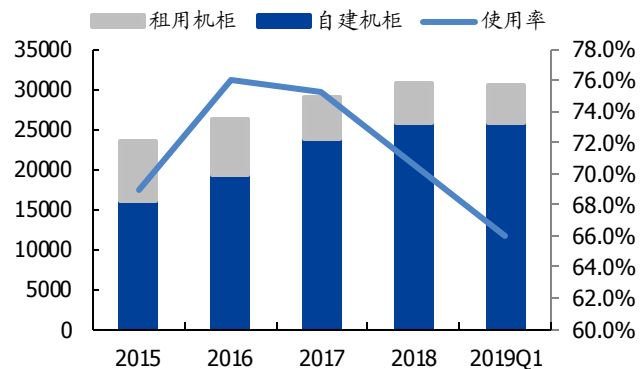
世纪互联创立于 1999 年, 并于 2011 年 4 月在美国纳斯达克上市, 是国内 IDC 行业的标志性公司, 规模处于业内领先水平。2018 年实现营业收入 34 亿元, 共有 30654 架机柜, 公司近年处于业务转型阶段, 2017 年三季度剥离宽带和 CDN 业务, 增长有所放缓。公司 2019-2021 年三年计划分别新增机柜 6000-8000/15000/15000 个。

图表 45: 世纪互联历年营收及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 世纪互联历年机柜数 (架) 及使用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

万国数据是目前国内 IDC 业务成长性最高的公司, 万国数据 2016 年于纳斯达克上市, 由于美股没有盈利要求, 整体扩张战略较为激进。2018 年实现营业收入 27.9 亿元, 2014-2018 年 CAGR 为 56%, 远高于其他同行业公司。万国数据披露 2018 年底数据中心服务面积为 16 万平米, 在建面积 6.5 万平米, 假设一个机柜占地 2.5 平米, 则预计折合机柜规模约 9 万个。截至 2019Q2, 面积折合的机柜数已超过 10 万个。

光环新网是北京地区主要的互联网综合供应商之一, 2014 年 1 月在深交所创业板上市, 其主营业务为云计算和 IDC 及其增值服务等, 公司以零售业务为主, 2018 年 IDC 及其增值服务收入为 12.9 亿元。公司积极推进 IDC 全国战略布局, 扩张加快, 2020 年预计投产机柜数量达 50000 个, 同时公司在河北燕郊地区、上海地区、江苏地区等正在筹建新的数据中心项目, 预计未来可达到 10 万台机柜的运营规模。

宝信软件由宝钢控股，从2013年10月起通过一系列股权融资和自筹资金在上海市宝山区先后完成建设宝之云一/二/三期IDC项目，成为上海最大的数据中心产业基地，公司以批发业务为主，2018年产业规模近20000个机柜，服务外包业务（包含信息系统、轨道交通车辆系统控制部件的维护及维修、云计算运营服务、IDC运营服务）实现营业收入12.9亿元。在建的宝之云四期规划新增机柜9000个，待建的武钢大数据产业园将新增机柜18000个。

数据港是A股中专注提供IDC托管服务的公司，2016年上市，规模尚小但成长迅速，以批发型业务为主，与阿里巴巴合作紧密。2018年实现营收9.1亿元，同比增长75%，运营机柜13622个（折合5KW标准机柜）。

图表 47: 国内IDC公司经营情况比较

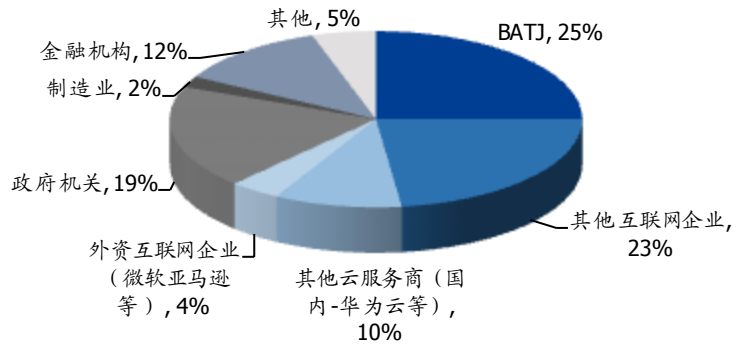
公司	业务类型	运营机柜数	服务地区	IDC收入 (亿)	IDC毛利率	EBITDA (亿)	EBITDA Margin	19Q1 利用率	主要客户
世纪互联	零售	30654	北上广深、浙江等	34.0	27.78%	9.18	27.0%	66%	小米等互联网、政企、金融等
万国数据	批发	108326 平方米 (约 43330 机柜)	北京和上海及周边、广深港、成都	27.9	22.29%	10.46	37.5%	68.8%	阿里云等云服务商、大型互联网企业等
宝信软件	批发	约 20000	上海	16.9	45.03%	-	-	-	阿里、腾讯等
鹏博士	零售	约 30000	北上广深、武汉、成都等	13.5	49.03%	-	-	-	阿里、金山等互联网类、视频游戏、国企事业单位等
光环新网	零售	> 30000	北京、上海及其周边地区	12.9	56.70%	-	-	-	BAT 等
数据港	批发	13622	杭州、北上深、河北	9.1	37.24%	3.3	36.3%	-	BAT 等

资料来源: Wind, 各公司官网、公司公告, 机柜数、收入、毛利、EBITDA 均为 2018 年, 宝信软件为服务外包业务收入和毛利, 假设万国数据一个机柜占地 2.5 平方米, 数据港机柜数为折合标准 5KW 机柜数, 国盛证券研究所

2.3.3. 多元客户派生多样化需求, 互联网类企业占据半壁江山

数据中心客户群体以互联网类为主。数据中心客户群体主要分为互联网类（含云服务）、政府机关、制造业、金融机构以及其他，其中占比最高的为互联网类客户，占比高达 62%，互联网类客户由 BATJ/外资互联网企业/其他云服务商/其他互联网企业构成，分别占总客户群体的 25%/4%/10%/23%，头部互联网企业为重要客户群体。除互联网客户外，政府机关、金融机构也是重要的细分客户类型，分别占 19%/12%。

图表 48: 数据中心客户群占比



资料来源: 中国数据中心产业发展联盟《2018中国数据中心行业发展报告》, 国盛证券研究所

各类客户对于数据中心的不同需求要素呈现出不同的敏感程度, 互联网企业对于价格、网络、部署速度、单机柜密度方面要求较高, 金融机构对于数据中心的安全等级要求最高, 而政府类客户地域性强, 对于位置和安全要求较高。不同业务类型对应可选数据中心的范围要求也不同, 网络时延要求越高的业务 (如网络游戏、付费结算等) 要求数据中心距骨干直连点城市或周边的范围越近。

图表 49: 全国数据中心客户需求要素重要程度

客户	价格	网络	位置	安全	部署速度	容量冗余	单机柜供电密度
互联网	★★★★★ 对于成本要求敏感	★★★★★ 宽带质量要足够好、方便接入	★★ 分布式架构, 对于位置要求较低	★★★★ 需要一定的安全防护措施, 如 IPS 等	★★★★★ 要求部署快	★★★ 对 IT 荣誉要求较高	★★★★★ 单机柜达到 8KW
金融	★★ 对于价格敏感度低	★★★ 对于物理光纤或者传输资源有较高要求	★★★★★ 选址方面要严格, 生产中心均会建设在总行所在地	★★★★★ 对于数据中心的安全等级要求高	★	★★ 对于未来的需求以及金融互联网的发展, 要求有一定扩展能力	★
政府 (含公用事业)	★★★	★★★	★★★★★ 地域性强, 一般都是建设在本省或者本市	★★★★★ 对等级保护有要求	★	★	★
制造业	★★★★	★	★ 大量分析类数据地理位置要求较低	★	★	★	★

资料来源: 中国数据中心产业发展联盟《2018中国数据中心行业发展报告》, ★越多表示重要程度越高, 国盛证券研究所

图表 50: 不同业务类型对应可选数据中心的范围

业务种类	时延要求	地域范围
网络时延要求较高的业务 (如网络游戏、付费结算等)	10ms 以内	骨干直连点城市或周边 200 千米范围内
网络时延要求中等的业务 (如网页浏览、视频播放等)	50ms 以内	骨干直连点城市或省级节点周边 400 千米范围内
网络时延要求较低的业务 (如数据备份存储、大数据运算处理)	200ms 以内或更长	骨干直连点城市或省级节点周边 1000 千米范围内

资料来源: 全国数据中心应用发展指引 (2018), 国盛证券研究所

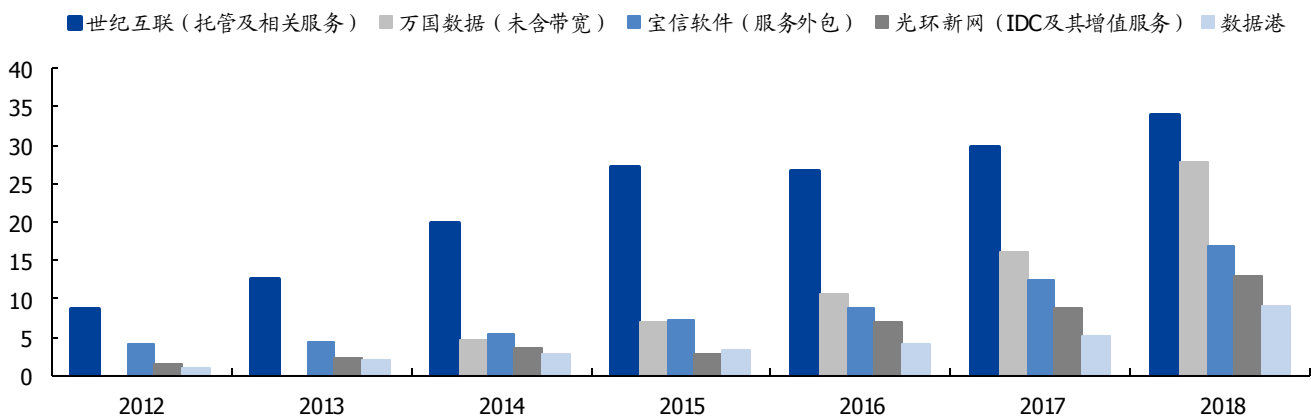
3. 竞争优势：核心城市布局完善，客户优质、运维能力突出

3.1. 第三方 IDC 服务商有望主导市场，万国持续高增长独占鳌头

单带宽与长周期建设模式局限，电信运营商无法成为 IDC 市场主导。IDC 产业链中的基础网络和带宽服务只能由电信运营商提供，电信运营商在骨干网络带宽和国际互联网出口带宽也有明显优势，但国内三大电信运营商在旗下 IDC 中只能提供自家品牌专线带宽接入，而第三方 IDC 服务商可以通过与不同电信运营商合作提供多个网络的连接服务，并且网络不以电信运营商和省份边界划分。此外，由于终端用户（特别是大型互联网公司）的需求往往具有突发性、规模大和无法准确预知的特点，而基础电信运营商的数据中心投资计划需根据每年集团总公司制定的投资预算作出，规划和建造项目的执行力和灵活性不够高，难以与大型互联网公司对数据中心持续高节奏的需求匹配。

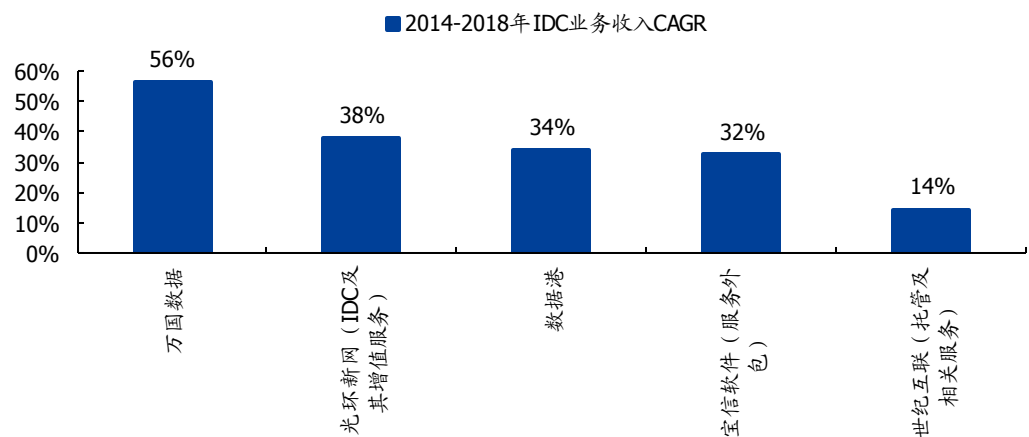
因此，未来 IDC 市场很可能会由第三方 IDC 服务商主导，第三方服务商从电信运营商手上获取更多市场份额，成长潜力巨大。2018 年，世纪互联收入在第三方服务商中排名第一。若剔除带宽因素以统一口径考虑，万国数据和世纪互联的差距并不大。

图表 51: 国内公司 IDC 业务营收规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

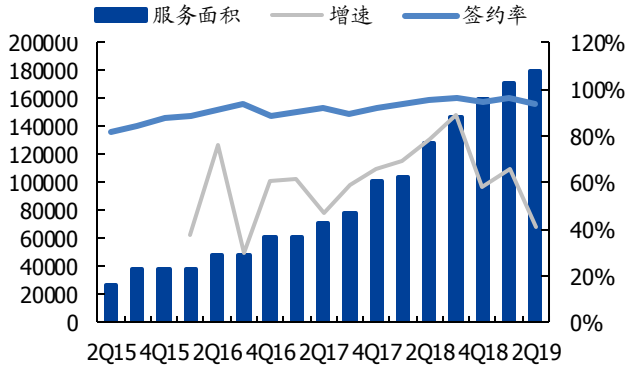
图表 52: 国内公司 2014-2018 年 IDC 业务营收规模 CAGR



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

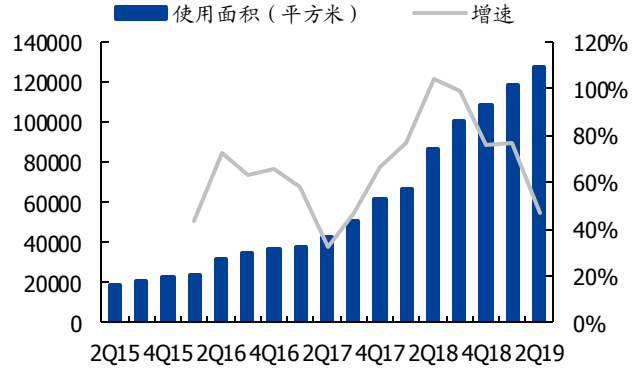
万国数据的数据中心规模大扩张快，对比海外同行成长空间仍大。截至2019Q2公司数据中心机柜服务面积达到18万平方米，同比增长41%，折合机柜约7.2万个，签约率为93.7%，目前已使用面积为12.7万平，同比增长47%，折合机柜约5.1万个。

图表 53: 公司数据中心服务面积、增速以及签约率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

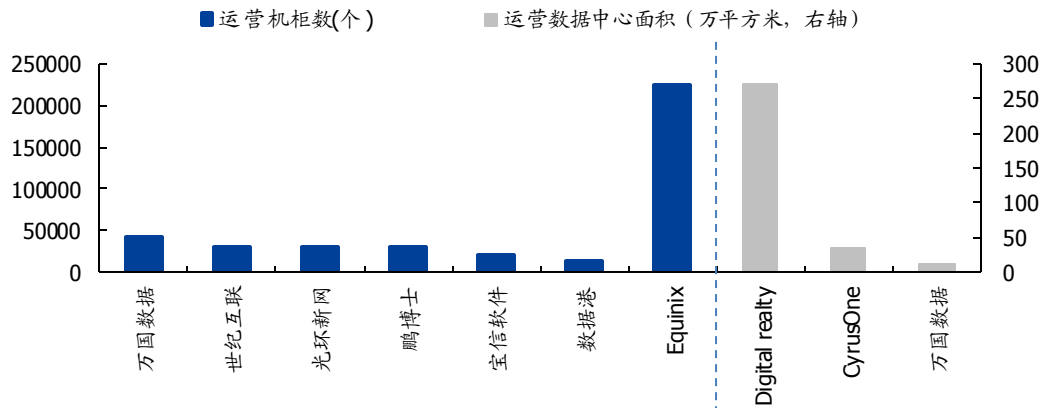
图表 54: 公司数据中心使用面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

与国内外同业公司相比，公司在国内 IDC 企业中名列前茅，但与全球 IDC 龙头相比差距较大，未来发展空间巨大。就 2018 年底数据中心规模而言，公司折合已使用数据中心机柜数为 4.3 万个，居国内首位，而全球龙头 Equinix 收费机柜数已经超过 22 万个；就数据中心收费面积规模而言，公司截至 2018 年底数据中心已使用面积为 10.8 万平，而 Digital Realty 和 CyrusOne 的数据中心可租用面积分别高达 271/35 万平方米。

图表 55: 2018 年数据中心运营规模比较



资料来源: 各公司公告, 万国数据为折合机柜数, 国盛证券研究所

3.2. 核心城市资源供不应求，公司数据中心布局完善

北上深等核心一线城市对 IDC 政策趋严。《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)》要求全市层面禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心(PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外)，中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。上海规定到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万个以内，新建/改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3/1.4 以下。深圳市发改委强调要建立完善能源管理体系，实施减量替代，严控数据中心的能源消费新增量，同时强化技术引导，PUE 低于 1.25 的数据中心可享受新增能源消费量 40% 以上的支持。浙江要求数据中心年增长率控制在 30% 以下，至“十三五”末，数据中心机架数不超过 25 万个。

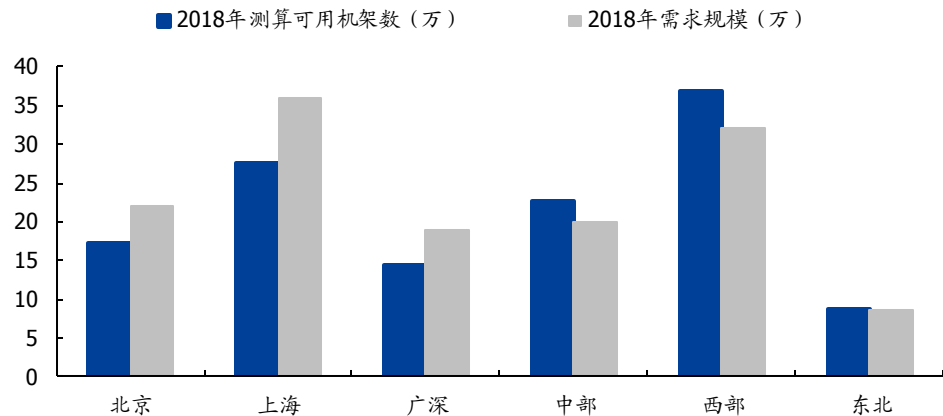
图表 56: 核心城市 IDC 相关政策

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2018 年 9 月	北京市政府	北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)	要求全市层面禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心(PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外)，中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。建立完善能源管理体系。实施减量替代，促进老旧数据中心绿色化改造。新建数据中心要按照“以高(能效)代低、以大(规模)代小、以新(技术)代旧”的方式，严控数据中心的能源消费新增量。强化技术引导，跟进 PUE 的高低，新增能源消费量给予不同程度的支持。PUE1.4 以上的数据中心不享有支持，PUE 低于 1.25 的数据中心可享受新增能源消费量 40% 以上的支持。
2019 年 4 月	深圳市发改委	深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知	指出要严格控制新建数据中心，确有必要建设的，必须确保数据中心能源利用效率(PUE)值优于 1.5。
2017 年 3 月	上海市政府	上海市节能和应对气候变化“十三五”规划	新建机架控制在 6 万个，总规模控制在 16 万个。推动数据中心节能技改和结构调整，存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下。
2018 年 10 月	上海市政府	上海市推进新一代信息基础设施助力提升城市能级和核心竞争力三年行动计划(2018-2020 年)	新建互联网数据中心，单项目规模原则上应不低于 3000 个机架，且平均单机架功率不低于 6 千瓦。项目建设宜在外环以外区域，既有工业区优先，严格禁止在中环以内区域新建；确需在中外环之间新建的，遵循一事一议从严要求。有效控制互联网数据中心建设规模和用能总量，到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万个以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。
2019 年 1 月	上海市经信委、市发改委	加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见	到 2020 年，全省基本形成数据中心有序化、规模化、集约化、绿色化、云计算化的发展格局，数据中心生产率(DCP)水平全国领先，新建数据中心 PUE 值低于 1.5，改造后的数据中心 PUE 值低于 2.0，绿色数据中心和云计算数据中心比例均超过 40%。数据中心年增长率控制在 30% 以下，至“十三五”末，数据中心机架数不超过 25 万个。
2017 年 3 月	浙江省发改委、经信委	浙江省数据中心“十三五”发展规划	

资料来源：政府网站，国盛证券研究所

核心城市供不应求、需求外溢至一线周边，中西部供给余量较大，东北基本供求均衡。核心城市北上广深由于政策限制原因，数据中心资源放缓，《全国数据中心应用发展指引(2018)》指出 2018 年北京、上海、广深均处于供不应求的状态，而中部和西部地区供给余量较大，东北基本供求均衡。

图表 57: 2018年国内核心城市及其他地区机架供需情况



资料来源: 全国数据中心应用发展指引(2018), 国盛证券研究所

一线城市周边地区数据中心网络质量较好, 大部分直连骨干节点, 且按照高可用等级建设, 在规模和能力上具备承接一线城市外溢需求的条件。一线城市周边地区新建数据中心快速增长, 预计 2018 年北京周边地区(河北、内蒙古、天津等)可用数据中心规模将达到 36 万个, 上海周边(江苏、浙江)供给规模到 25 万个, 广深周边(广东省其他地区、福建省)供给规模将达到 15.6 万个, 周边地区有望承接一线城市外溢需求。北上广深一线城市数据中心租用价格水平最高, 其周边环一线城市租金相对降低 20%-30%。

图表 58: 不同地区数据中心租用价格

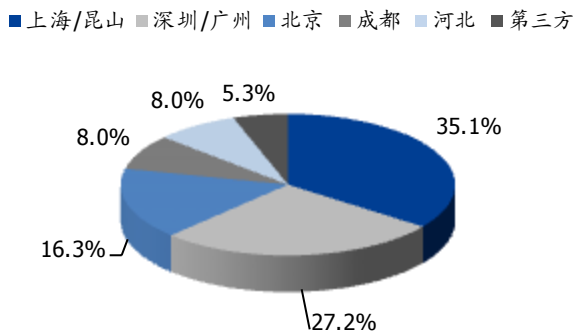
地区	资源情况	价格水平
北京市、上海市、广州市、深圳市	供应紧张	总体较高
北京市、上海市、广州市、深圳市周边地区	供应相对充足	比北京市、上海市、广州市、深圳市低 20%-30%
中西部地区	供应充分	比北京市、上海市、广州市、深圳市低约 50%
东北地区	供应相对充足	比北京市、上海市、广州市、深圳市低约 50%

资料来源: 全国数据中心应用发展指引(2018), 国盛证券研究所

万国数据北上广深资源充足, 布局完善。目前北上深一线城市政策趋严, 存在一定的供需缺口, 而公司在北上广深资源充足, 目前将近 80% 的服务面积均位于北上广深一线城市。截至 2019Q2 数据中心在建面积为 7.8 万平, 均分布于核心城市, 折合机柜数约 3.1 万个(假设一个机柜占地 2.5 平方米)。上海/昆山、广深、北京数据中心的在建面积/服务面积比例高达 35%/39%/92%, 未来将持续巩固核心城市布局优势。

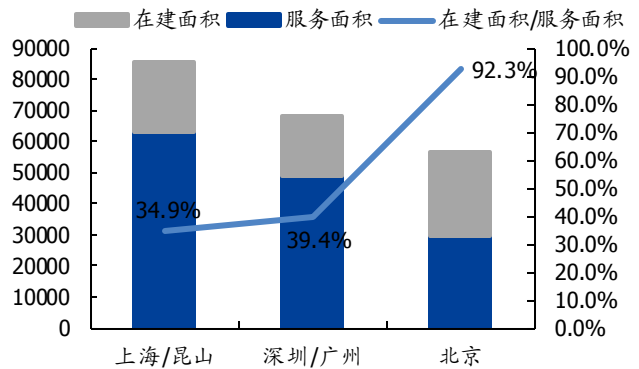
尽管北京地区数据中心资源紧缺, 2019Q1 公司仍获批一个大型数据中心项目——北京八号, 二季度公司收购北京九号数据中心, 机房面积超过 8000 平方米且已经全部签约并基本全部投入使用, 收购预计将在年底前完成, 为公司在北京市场注入新的竞争力。而北京周边地区廊坊拥有良好的网络连接及电力基础设施, 可承接北京的外溢需求, 公司已经与廊坊地政府签订框架协议, 积极拓展北京周边战略地域的资源。

图表 59: 公司截至 2019Q2 数据中心服务面积分地区构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 公司截至 2019Q2 数据中心在建、服务面积分地区构成



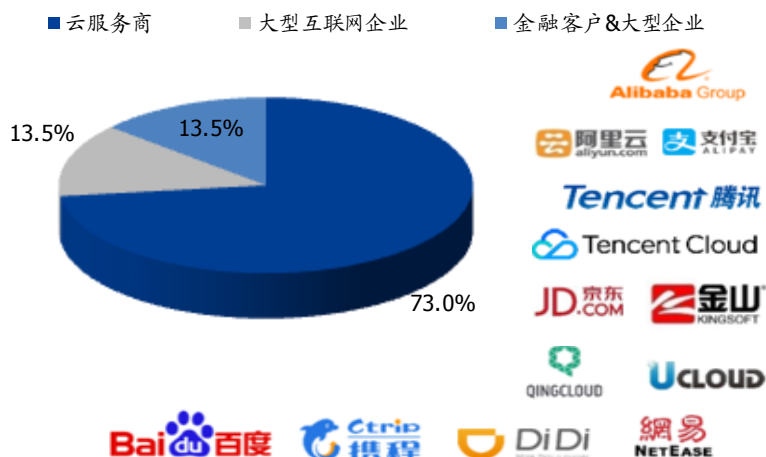
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 锁定大客户，流失率较低

锁定大客户，流失率较低。万国数据的主要客户类型为云服务商、大型互联网企业、金融客户和其他大型企业。截至 19Q2 公司共有 610 个客户，签约面积中，云服务商占比高达 73.0%，大型互联网企业占比 13.5%，其余为金融及其他企业。公司以提供批发型数据中心服务为主，一般签订长期合约，锁定大客户，客户流失率低，2016-2018 年客户流失率分别为 1.6%，2.1%和 0.9%。此外公司也提供零售业务，服务对象主要是大型企业和金融类客户，这些客户会存有自己的机柜，不会全部上云，因此流失率也较低。

客户结构向平衡与多元化发展。公司前五大客户均为云服务商或大型互联网企业，合计占签约面积比重的 74%，贡献 2019 年二季度约 61% 的营业收入，公司正积极开拓企业级和金融类客户，未来客户结构将更加多元化。2019 年一季度，企业客户占公司新业务的 10%，新增数家重要客户，其中包括大型汽车企业和国际酒店集团。

图表 61: 公司 2019Q2 签约面积客户构成



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 62: 公司 TOP5 客户情况(2019Q2)

TOP5 客户	占签约面积比重	占 19Q1 营收比重	数据中心数量 (个)
客户一	27.9%	28.8%	18
客户二	24.0%	19.3%	13
客户三	10.5%	0.6%	5
客户四	8.6%	11.5%	6
客户五	2.8%	1.1%	7
合计	73.8%	61.3%	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.4. 节能要求趋严, 设计运维实力突出的公司有望跑出

国家对数据中心相关政策指引 IDC 向着绿色节能发展。近年来工信部针对 IDC 的政策越来越强调 PUE (电力使用效率), 2019 年 2 月《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》提出, 到 2022 年, 数据中心平均能耗基本达到国际先进水平, 大型和超大型数据中心设计 PUE 不高于 1.4, 改造既有大型、超大型数据中心 PUE 不高于 1.8。IDC 运营商面临越来越严格的监管, 设计运维能力强、能合规控制能耗的公司有望获取更多市场份额。

图表 63: 全国 IDC 相关政策

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2013 年 1 月	工信部、发改委、国土资源部、电监会、能源局	关于数据中心建设布局的指导意见	数据中心的建设和布局应以科学发展为主题, 以加快转变发展方式为主线, 以提升可持续发展能力为目标, 以市场为导向, 以节约资源和保障安全为着力点, 遵循产业发展规律, 发挥区域比较优势, 引导市场主体合理选址、长远规划、按需设计、按标建设, 逐渐形成技术先进、结构合理、协调发展的数据中心新格局。
2015 年 3 月	工信部、国家机关事务管理局、国家能源局	关于国家绿色数据中心试点工作方案	提出到 2017 年, 围绕重点领域创建百个绿色数据中心试点, 试点数据中心能效平均提高 8% 以上, 制定绿色数据中心相关国家标准 4 项, 推广绿色数据中心先进适用技术、产品和运维管理最佳实践 40 项, 制定绿色数据中心建设指南。
2017 年 4 月	工信部	关于加强“十三五”信息通信业节能减排工作的指导意见	“十二五”期间新建大型数据中心的能耗效率 (PUE) 要普遍低于 1.5; 到 2020 年, 新建大型、超大型数据中心的能耗效率 (PUE) 值必须达到 1.4 以下。
2017 年 8 月	工信部	关于组织申报 2017 年度国家新型工业化产业示范基地的通知	首次将数据中心、云计算、大数据、工业互联网等新兴产业纳入国家新型工业化产业示范基地创建的范畴, 并提出 2017 年度优先支持新兴产业示范基地的创建
2019 年 2 月	工信部、国家机关事务管理局、国家能源局	关于加强绿色数据中心建设的指导意见	到 2022 年, 数据中心平均能耗基本达到国际先进水平。引导大型和超大型数据中心设计电能使用效率值不高于 1.4; 力争通过改造使既有大型、超大型数据中心电能使用效率值不高于 1.8。

资料来源: 政府网站, 国盛证券研究所

万国数据的数据中心设计先进，且拥有国际领先标准的运维管理水平。公司数据中心设计先进，采用合理的模块化设计，灵活性强，数据中心的占地面积和电力密度均是国内数据中心平均标准的2倍，数据中心服务可用性到达99.99%。公司提供数据中心运维服务，运营团队负责指导、协调和监测数据中心设施的日常运营，服务团队负责为客户提供7*24小时服务，实现安全性、标准化与平台化。

图表 64: 公司数据中心运维内容

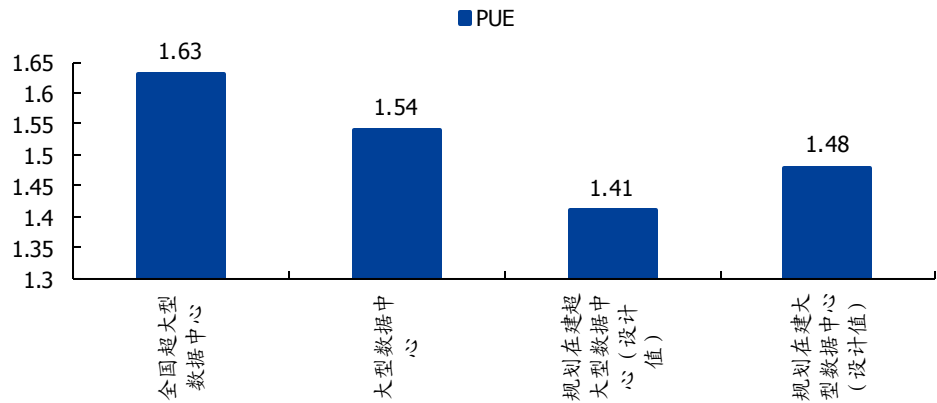
	分类	内容
全方位的安保措施	物理安全	7*24*365人员值守；金属探测门，X光机，防尾随门；周界防入侵系统；园区内外的7*24*365 CCTV监控；公共区域视频记录存放1个月，模块内视频记录存放3个月
	操作安全	操作许可；重要岗位双人值守；关键操作双重确认；操作记录堡垒机备案
	数据安全	恒温恒湿介质存储柜；数据介质消磁管理；重要系统与外网隔离；打印室文件管理/办公邮件数据管理
	网络安全	DDOS云防护；智能；漏洞扫描评估；WAF/WEB应用防火墙；IPS/DPI WAF入侵检测；WEB过滤；防数据泄露；应用/流量控制
	人员安全	无犯罪记录证明；岗位A/B角互备；定期培训与考核
	信息安全	ISO27001认证；系统密码管理；访问权限矩阵；内外部定期审计
标准化	SOP	覆盖所有关键操作；风险控制点；看板管理
	PPM/MOP	覆盖所有重要设备；年度维护保养计划；预防性检修保养
	EOP	应急场景全覆盖；定期培训与预防性演练；年度回顾与更新
	年度回顾与更新	服务经理；数据中心入场须知与生活服务指南；客户请求支持中心；服务报告；客户满意度调查
	新建数据中心	沃尔玛开店模式；运维参与设计评审；运维参与工程验收；运维团队提前组建
	资产管理	条码标识；设备出入管理；设备移动透明化；资产数据完整准确性控制
	能耗管理	绿色数据中心；PUE实时监控；免费冷源
	供应商管理	定期评估供应商风险；KPI年度考核；突击抽查备品备件
平台化	IBMS（智能楼宇管理系统）	分布式数据采集；全国/区域集中式管理；电力，制冷，消防，CCTV，智能照明，门禁等集成
	IT监控系统	网络，服务器，应用进程等监控；支持对接Zenoss, Zabbix, Solarwinds, BMC等开源和商业监控平台；零时差报告机制
	设施设备巡检系统	二维码标识；标准化巡检路线；PAD巡检和一键开单
	作业调度管理系统	作业计划管理；作业许可管理；作业结果跟踪
	资源管理系统	实时动态可视；资源安全阈值
	设施设备管理系统	资产记录；故障历史；维保日志；设备移动轨迹
	客户服务管理系统	400热线电话/电子邮件/服务请求门户；移动化/微信平台；请求过程透明化；请求结果评价反馈
	IT服务管理系统	ISO20000, ISO22301认证；基于ITIL V3的事件，问题，变更，配置和服务级别管理
	应急管理系统	应急预案与场景集中管理；演练计划的制定，追踪和执行；演练时间目标与实际演练的差异报告；观察员评价
	指挥决策系统	能效分析；重大事件追踪；服务延误跟踪；高频故障设备跟踪；作业异常跟踪；供应商违约检测；客户投诉处理

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

对标国际领先标准，5家数据中心获得M&O认证。2019年，万国数据成都一号和广州一号数据中心顺利通过由Uptime Institute颁发的全球顶级数据中心基础设施运维认证（M&O认证），其中成都一号数据中心成为西南地区第一家获得该认证的数据中心。同时，万国数据北京一号数据中心、上海一号数据中心、深圳一号数据中心继2016年之后又获得了认证更新，万国数据获得M&O认证的数据中心总量为5家。Uptime Institute长期致力于数据中心基础设施的探索和研究，是目前全球公认的数据中心标准化组织和权威的专业认证机构，公司多个数据中心获得认证表明公司拥有国际领先标准的运维管理水平。

截至 2017 年底全国在用超大型数据中心平均运行 PUE 为 1.63，大型数据中心平均 PUE 为 1.54，公司先进的设计以及优秀的运维能力降低了数据中心的能耗、大幅提升效率，2018 年 PUE 为 1.4，较上年下降 0.1，低于行业水平。此外，公司北京一号数据中心、深圳一号数据中心、广州一号数据中心均入选信通院绿色数据中心优秀案例。

图表 65: 全国数据中心 PUE 情况



资料来源: 全国数据中心应用发展指引 (2018), 国盛证券研究所

图表 66: 绿色数据中心优秀案例

绿色数据中心名称	所在城市	年均 PUE	绿色等级
百度云计算 (阳泉) 中心 2# 模组	阳泉	1.23	运行 AAAAA
腾讯青浦上海电信/新奥泛能三联供数据中心 1# 楼	上海	1.31	运行 AAAAA
阿里巴巴/张北云联数据中心	张家口	1.23	运行 AAAAA
万国数据北京一号数据中心	北京	1.29	运行 AAAA
万国数据深圳一号数据中心	深圳	1.42	运行 AAAA
万国数据广州一号数据中心	广州	1.39	运行 AAAA

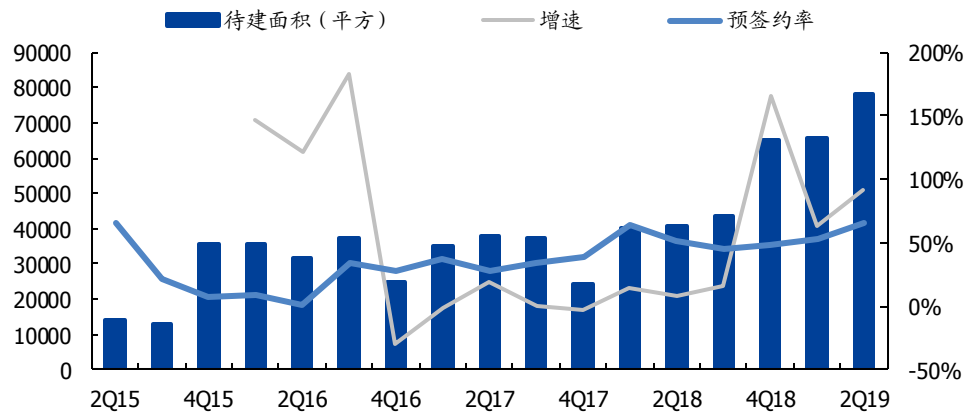
资料来源: 信通院, 国盛证券研究所

4. 成长动力: 项目持续投入上架, 混合云、轻资产模式起航

4.1. 待建规模庞大, 新项目持续投入

万国数据目前数据中心待建面积规模大, 截至 2019 年二季度待建面积为 7.8 万平, 服务面积为 18 万平, 合计 25.8 万平, 折合机柜数 10.3 万个, 而目前已使用面积折合机柜仅 5.1 万个。公司目前待建数据中心预计将于 2019 年或 2020 年上半年投入服务, 届时公司数据中心服务规模将达到目前已使用规模的 2 倍以上。

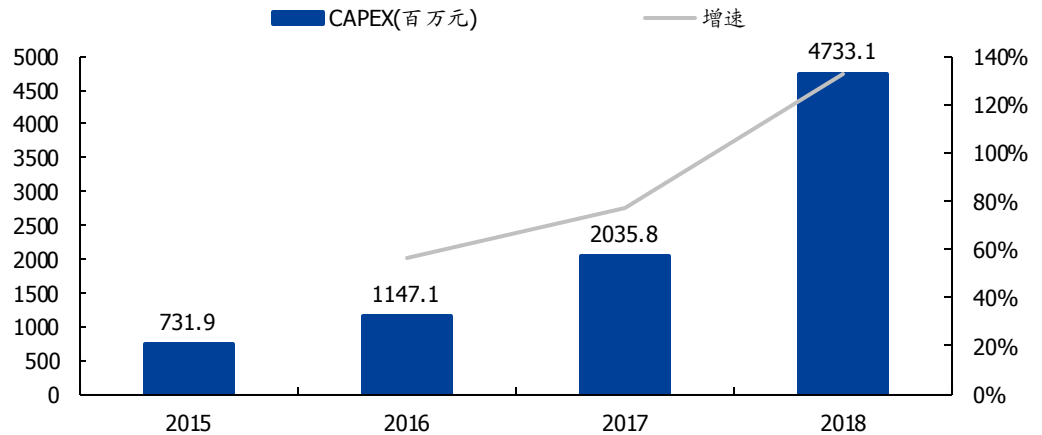
图表 67: 公司数据中心待建面积、增速以及预签约率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司资本开支投入迅速提升, 2018 年投入约 47 亿元, 同比大幅增长 132%, 为 2015 年资本开支投入 7 亿的 6 倍, 2019 年公司计划投入 45-50 亿, 规模与 2018 年基本持平, 为公司未来数据中心规模扩张提供持续动力。

图表 68: 公司历年 CAPEX 及增速

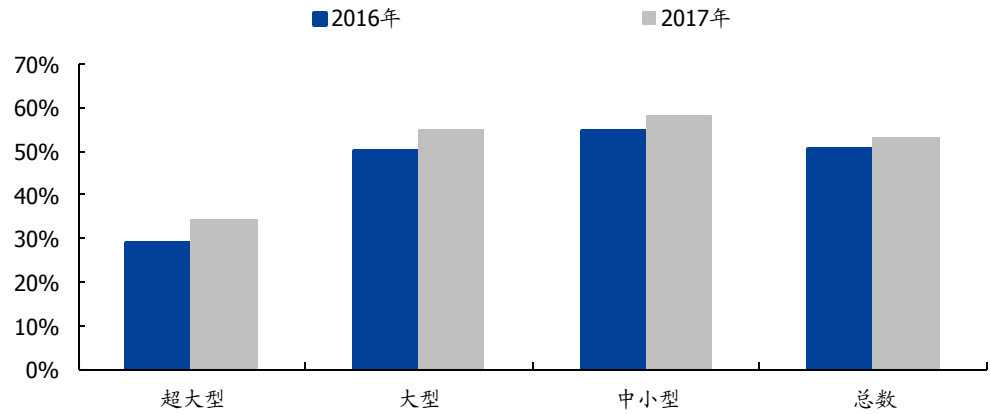


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 使用率提升空间大, 单机柜租金有望上涨

全国数据中心使用率整体呈现上升趋势。2017 年全国数据中心使用率为 52.85%, 同比提升 2.16 个百分点, 其中超大型、大型、中小型数据中心利用率均较 2016 年有所提升, 由于新投入的超大型及大型数据中心较多, 整体使用率较低。2016 年底北上广深数据中心使用率达到 60%~70%, 部分西部省份上架率低于 30%, 截至 2017 年底, 除北上广深外, 河南、浙江、江西、四川、天津等省市数据中心使用率也达到了 60% 以上, 除个别省外, 西部各省的使用率均达 30% 以上。受到非一线城市使用率较低、各地新项目投入较多的拖累, 目前全国数据中心使用率水平尚低, 未来提升趋势不变。

图表 69: 全国数据中心使用率



资料来源: 全国数据中心应用发展指引(2017、2018), 国盛证券研究所

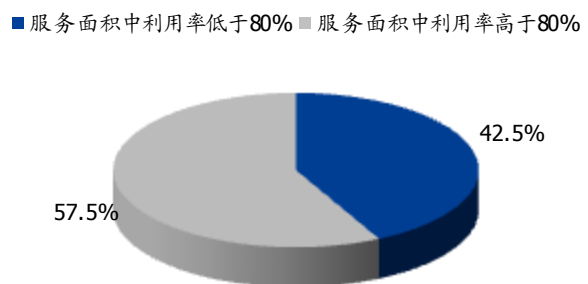
公司利用率尚处低位, 未来提升空间大。万国数据目前利用率仍处于低位, 主要是由于公司数据中心扩张速度较快, 新数据中心上架率较低因而拉低了整体的利用率, 从与海外成熟公司 Equinix、Digital Realty 等公司的比较可以发现, 成熟数据中心利用率率往往达到 80% 以上。公司目前有 42.5% 的服务面积利用率低于 80%, 利用率整体呈现上升趋势, 2019Q2 达 70%, 未来仍有上升空间。

图表 70: 公司数据中心利用率



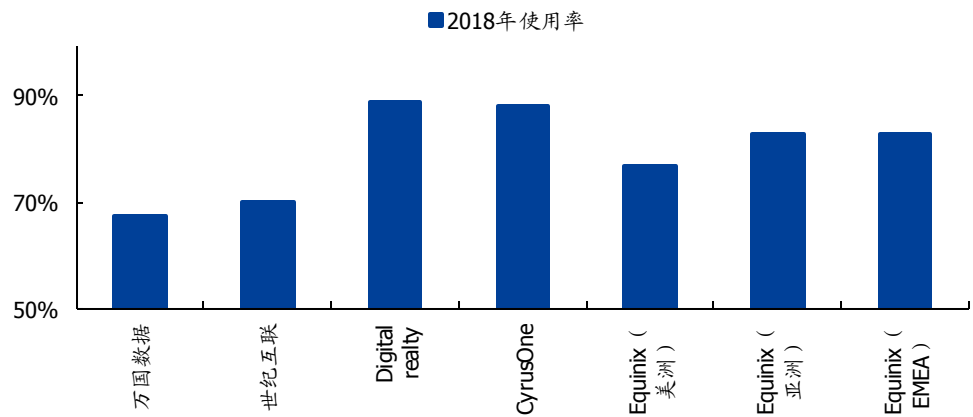
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 71: 公司 2019Q2 服务面积利用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: 全国数据中心使用率

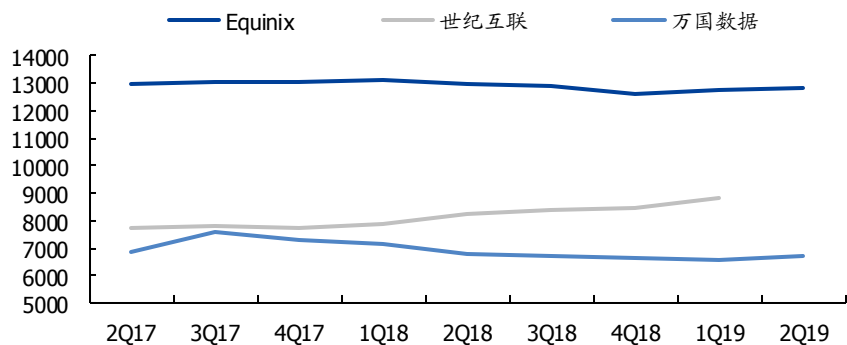


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

单机柜租金短期承压, 但未来上涨潜力巨大。目前全球 IDC 龙头公司 Equinix 单机柜租金折合人民币为 12810 元/月, 国内 IDC 行业平均单机柜的租金大约 6000-7000 元/月, 其中世纪互联单机柜租金为 8788 元/月, 万国数据单机柜租金折合约 6700 元/月。国内外租金相差较大, 我们认为有两个潜在原因, 第一个是机柜密度较高, 第二个是海外龙头公司提供了较多增值服务, 包含带宽及增值服务也是世纪互联单机柜租金比行业高的主要原因。

万国数据近两年承接较大客户订单, 导致单柜租金 MSR (Monthly service revenue) 短期有下行压力。但长远来看, 客户对算力要求越来越高, 加上万国持有核心城市数据中心资源, 这些资源供不应求, 升值潜力巨大。

图表 73: 数据中心单机柜租金比较 (元/月)

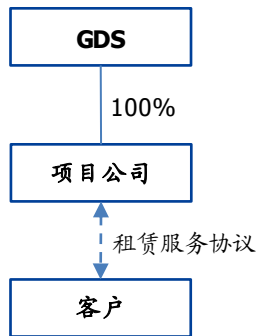


资料来源: 各公司公告, 万国数据为假设折算值, 美元兑人民币汇率采用 7, 国盛证券研究所

4.3. 联合新加坡政府投资基金（GIC）参与大客户基地项目，新模式回报更高

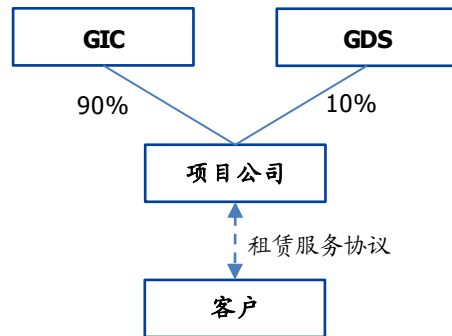
全新轻资产发展模式。万国数据 2019 年二季度首提与新加坡政府投资基金(GIC)合作，为客户提供数据中心建设服务。此类项目由客户负责所需土地、场地和电力资源，前期由万国承担场地建设过程中的资本开支。项目建成达到客户规格要求后，万国将项目 90% 的权益转让给 GIC，自己持有剩下 10% 的权益，迅速回收投入资金。整个建成项目的管理运营由万国负责，租用 IDC 的客户每月向 GIC 和万国的合资公司支付数据中心服务费，合资公司按照协议再向万国支付管理费。

图表 74: 与 GIC 合作模式 (建设期)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 与 GIC 合作模式 (运营期)



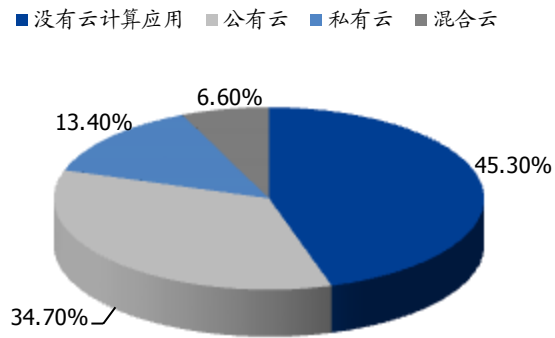
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

合作项目三方共赢。对于万国而言，合作计划的意义在于：1）拓宽收入成长边界，在非一线城市采用更节省资本的方式打开新市场，提高投资回报率；2）获得 GIC 背书和长期稳定的融资支持；3）巩固与超大互联网客户的合作关系，未来将有望承接更多建造基地项目大型数据中心的订单。对于 GIC 来说，可以获得客户承诺的稳定回报。对于客户来说，可以绑定实力强大的项目承建方和资金方。

4.4. 开发 Cloud connect 产品，混合云连接起航

混合云将成为未来的重要发展方向。公有云具有计算资源优势，而私有云的安全性优势突出，混合云则将公有云和私有云进行混合和匹配，它既可以将重要数据保存在本地数据中心保证安全，同时也可以使用公有云的计算和数据处理资源，更高效快捷地完成工作。根据信通院 2017 年中国云计算使用市场调查结果，混合云占比仅 6.6%。IDC 预测，全球未来混合云将占据整个云市场份额的 67%，混合云将成为未来的重要的行业增长点。

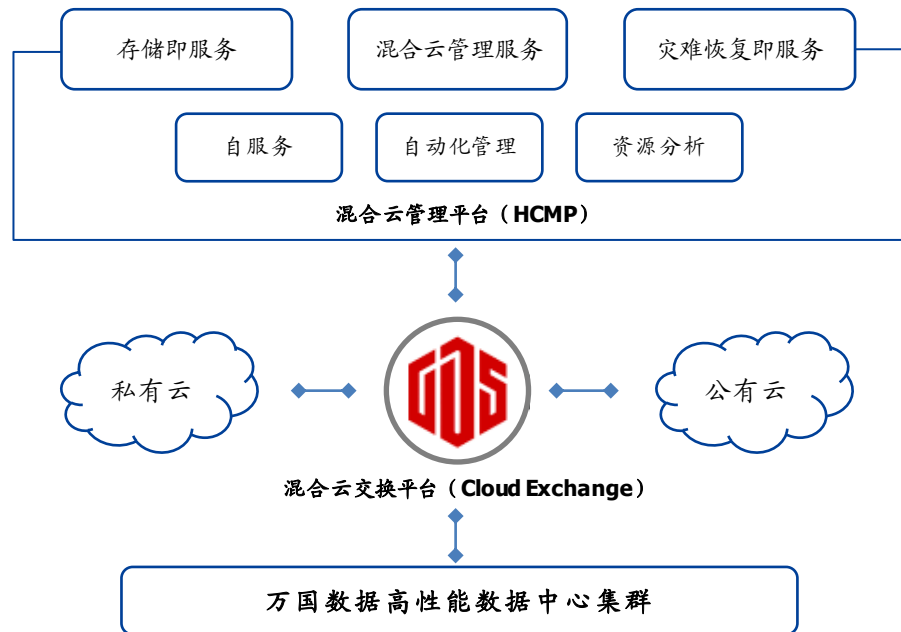
图表 76: 2017年中国云计算使用市场调查



资料来源: 信通院《云计算发展白皮书(2018)》, 国盛证券研究所

万国数据已开发 **Cloud connect**, 与各大云服务商合作。万国数据的 Cloud connect 产品融合了万国数据高性能数据中心集群, 满足数字化转型背景下企业对于弹性、灵活的混合云服务的需求。

图表 77: 公司云连接新一代混合云数据中心架构



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

早在 2015 年底, 万国数据就与阿里云达成战略合作伙伴关系, 共同开发了基于阿里云的万国数据混合云平台 CloudMix, 2017 年继续开展深入合作并联合发布云托付混合云产品, 2018 年双方持续推动大型客户的混合云落地、实施及迁移, 帮助用户构建既灵活高效又安全可控的混合架构 IT。2019 年 1 月, 万国数据助力微软 Azure ExpressRoute 提供云连接服务, 4 月万国数据宣布与 AWS 深入合作, 在上海和深圳数据中心提供 AWS Direct Connect 接入点服务。目前, 万国数据已全面展开与各大云服务商的合作, 现已包括: 阿里云、腾讯云、AWS、Azur67e、百度云、UCloud 以及 VMware 的 VCloud Datacenter 等。

图表 78: 公司混合云连接部分合作情况

时间	合作对象	内容
2015年12月	阿里云	公司与阿里云达成战略合作, 打造最大规模的混合云平台 CloudMix™, 打造企业级混合云数据中心, 推出多个垂直领域的企业级混合云解决方案和混合云服务, 重构企业级云生态。
2017年10月	阿里云	与阿里云联合发布云托付混合云产品, 基于阿里云平台, 为客户提供云连接、云下托管、云管理服务的一站式创新混合云解决方案。在云上, 客户可拥有阿里云功能强大的公有云及金融云产品和服务; 在云下, 则可以享受到万国数据提供的高等级数据中心托管服务。该产品满足了客户轻松简易上下云, 统一管理界面的需求。客户可根据自身的不同要求, 通过 GDS - SDN Cloud Connect 自助按需连接云上与云下资源, 实现云上云下一张网, 灵活使用混合云资源及网络连接, 并配合一站式混合云运维服务, 大大强化了混合云解决方案的能力。
2018年	阿里云	双方持续推动大型容=户的混合云落地、实施及迁移, 帮助用户构建既灵活高效又安全可控的混合架构 IT。
2018年12月	Check Point	网络安全解决方案提供商 Check Point 与高性能数据中心和 IT 基础设施服务提供商万国数据在北京签署战略合作协议, 旨在结合双方在各自领域内的优势经验, 为我国企业用户提供更加安全的多云架构使用体验。
2019年1月	微软云	万国数据助力微软 Azure ExpressRoute 提供云连接服务。万国数据作为微软 ER 产品在大陆地区的 C3 级(最高级别)合作伙伴, 参与了微软云 ER 产品的规划、部署、测试的整个过程。万国数据已经可以为中国的 Azure 企业用户提供 ExpressRoute 连接服务的全面支持, 包括方案规划、服务报价、链路资源采购、配置联调和运维管理等在内的一站式服务解决方案。
2019年4月	AWS	万国数据宣布与 AWS 深入合作, 在上海和深圳数据中心提供 AWS Direct Connect 接入点服务。通过 AWS Direct Connect 接入点服务, 客户可以通过专有的、企业级网络连接, 直接接入 AWS, 降低数据的传输成本, 提高网络安全性, 享受稳定的网络性能。

资料来源: 公司官网、新闻等, 国盛证券研究所

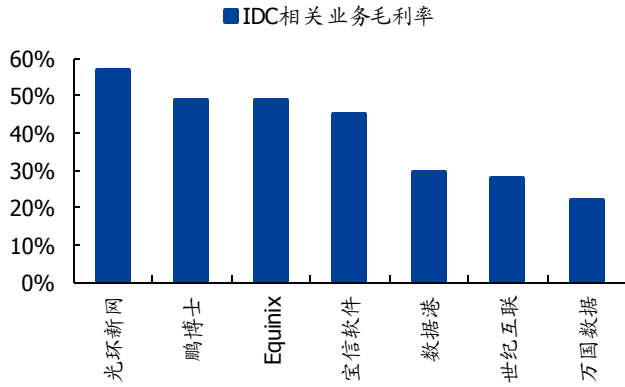
万国数据具备发展混合云的优势, 并非其他竞争对手可以复制。混合云产品需要提供国内主流云服务商的连接服务, 才能吸引下游私有云客户接入。万国的基因十分适合发展混合云业务, 主要是因为其拥有大量对安全性要求高、希望保留私有云的企业客户, 同时也和大型公有云服务商有紧密的业务合作。其他同行竞争对手如果业务上依赖于零售或者单一云服务大客户, 就没有办法很好地开展混合云业务。

5. 财务分析: 盈利提升空间大, 货币资金充足

5.1. 规模效应与费用管控, 盈利能力将进一步提升

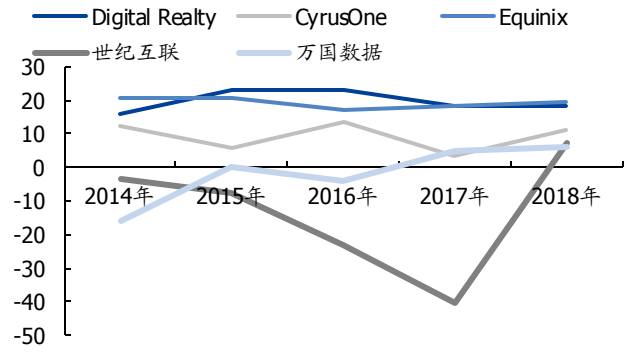
万国数据目前毛利率水平较低, 2018年只有22%, 主要是由于公司运营新项目较多, 而且批发型数据中心收费较零售便宜, 毛利率相对不及零售型。光环新网的毛利较高, 与其零售模式有关, 也跟其自建项目较多使用自有土地有关系。从长期来看, 我们认为万国数据的毛利率有很大的改善空间, 随着整体利用率提升, 能向35-40%的水平靠拢。万国数据营业利润率也在逐步好转, 2017年起已经转正, 2018年营业利润率为6%。

图表 79: 2018 年公司 IDC 业务毛利率与同业对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

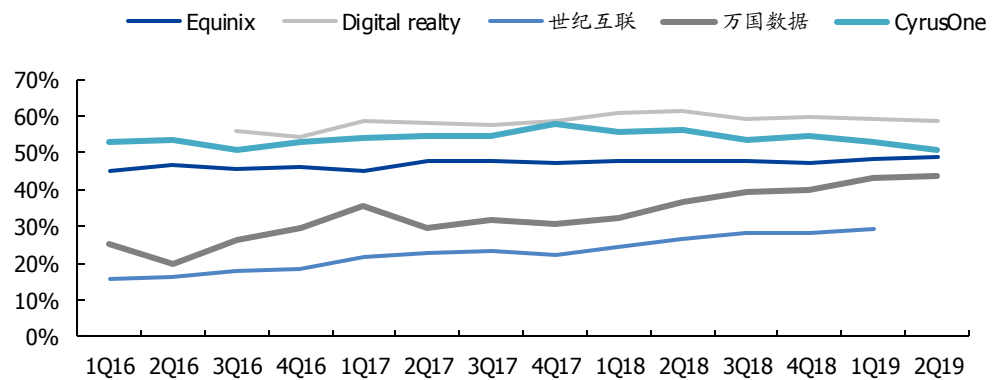
图表 80: 公司营业利润率与同业对比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

从 EBITDA margin 看, 公司 EBITDA margin 处于上升趋势, 截至 2019Q2 达到 43.5%, 高于国内的世纪互联, 全球龙头 EBITDA margin 基本在 50%以上。

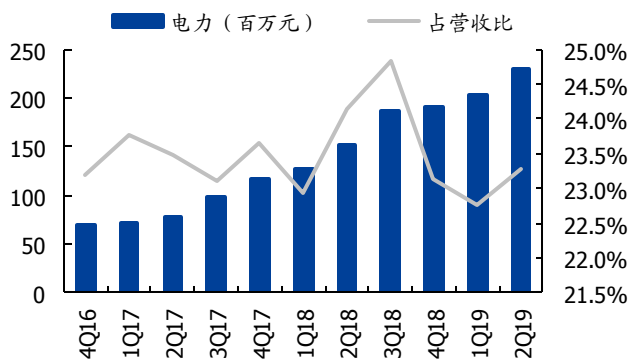
图表 81: 公司 EBITDA margin 与同业对比



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

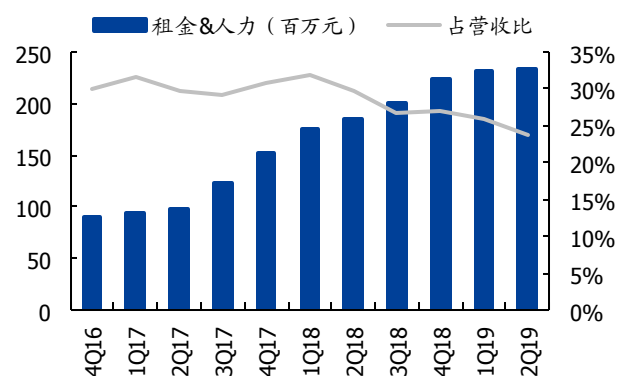
未来数据中心规模效应将逐步体现, 带来租金和人力成本、设备折旧等规模效应, 盈利能力将提升, 2019Q2 公司租金&人力成本占收入比重为 24%, 同比下降 6 个百分点。

图表 82: 公司电力成本及占营收比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

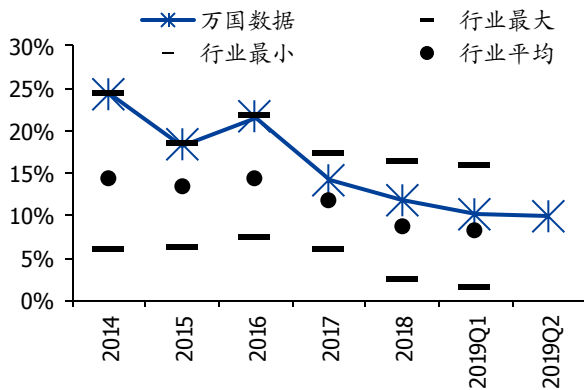
图表 83: 公司租金&人力成本及占营收比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

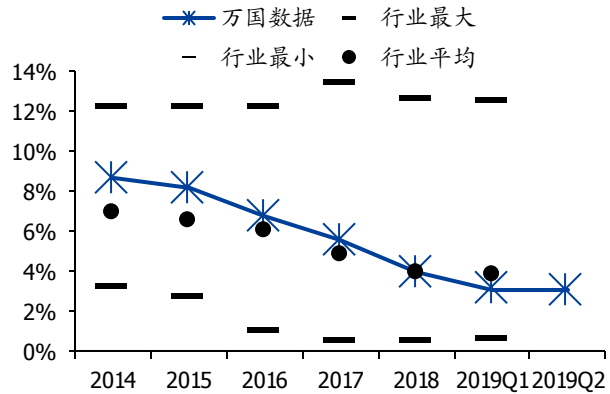
公司费用率呈现下降趋势。选取 Equinix、Digital Realty、CyrusOne、世纪互联、光环新网、宝信软件、数据港作为行业可比公司进行比较。万国数据费用率呈现下降趋势，2018/2019Q1 管理费用率为 11.8%/10.1%，较行业公司平均高 3.2/1.9 个百分点，销售费用率为 4%/3.1%，低于行业平均水平 0/0.7 个百分点，2019Q2 费用率延续下降趋势，未来随着管理费用规模效应释放以及合理管控措施，费用率将进一步下降。

图表 84: 公司管理费用率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 85: 公司销售费用率与同业对比

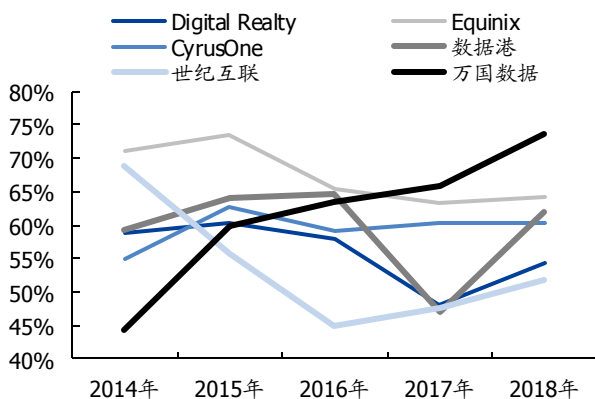


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 财务杠杆高，周转率良好，货币资金充足

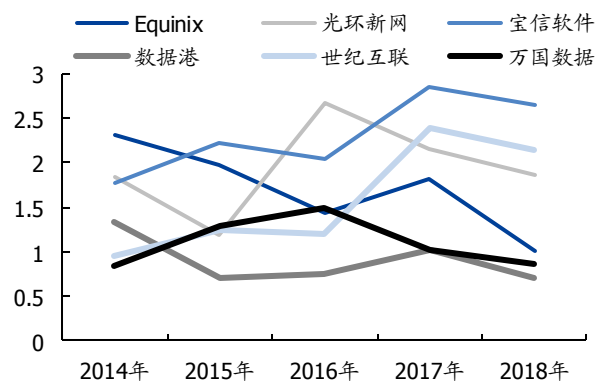
快速扩张需资金支持，资产负债率攀升。万国数据负债率较高，2018 年资产负债率为 73.6%，为可比公司最高。流动比率位居行业下游，2018 年流动比率为 0.86。由于公司采取积极扩张战略，而数据中心扩张需要大量资金投入，因此需要较多借贷和融资支撑，公司的负债主要由长期借款、融资租赁负债、可换股债、应付账款以及短期借贷（含长期即期部分）组成，分别占比 34%/27%/13%/10%/8%。公司资产负债率以及流动比率与同样扩张迅速的国内同业数据港、全球龙头 Equinix 相比较为接近。

图表 86: 公司资产负债率与同业对比



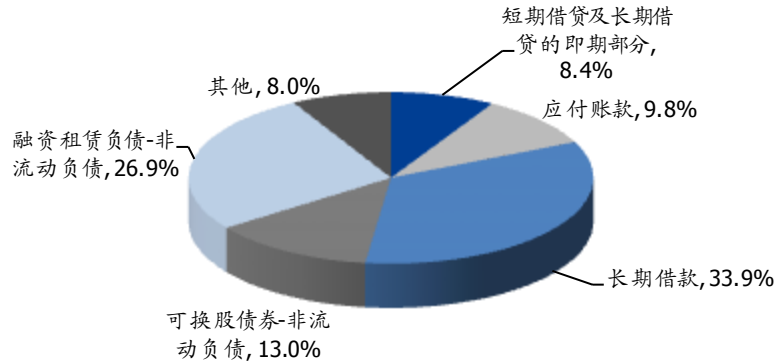
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 87: 公司流动比率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

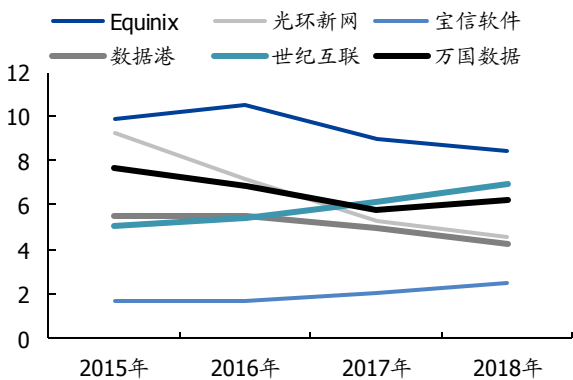
图表 88: 公司 2018 年负债构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

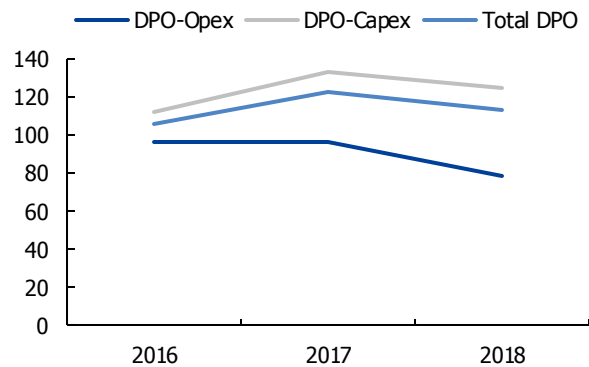
公司周转率良好。公司应收账款周转率处于行业中上游, 2018 年应收账款周转次数为 6.2 次, 纯 IDC 可比公司中最低的为数据港 (4.3 次)。2016-2018 年应付账款周转天数分别为 106/122/113 天, 较为稳定。

图表 89: 公司应收账款周转率与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

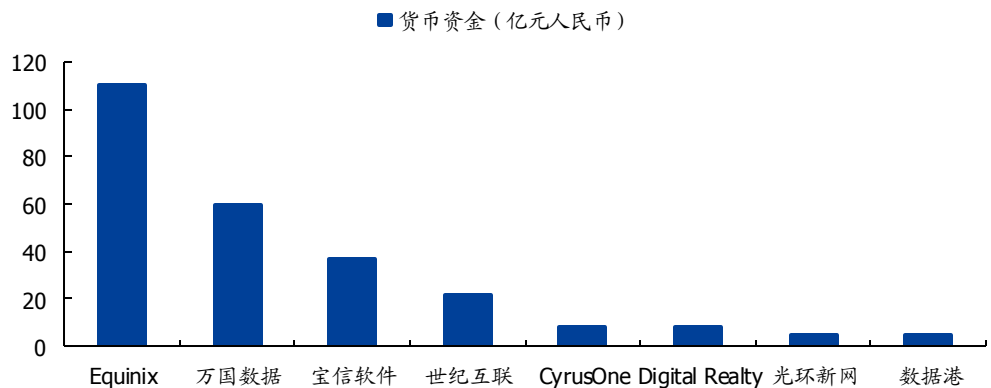
图表 90: 公司应付账款周转天数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在手货币资金充足。截至 2019Q1 公司在手货币资金为人民币 60 亿元, 远超同业公司 (除 Equinix)。主要由于是 3 月公司成功公开发行 ADS 募集约 4.45 亿美元, 同时平安海外控股也以可转换优先股的形式对公司进行了 1.5 亿美元股权投资。2019Q2 在手货币资金为 57.3 亿元, 在手资金充足, 将保障未来业务顺利进行。

图表 91: 公司 2019 年一季度货币资金与同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 盈利预测及估值

6.1. 盈利预测

盈利预测核心假设:

(1) 数据中心使用面积及收入预测:

根据万国数据目前待建数据中心面积以及 CPAEX 投入计划, 我们预计公司 2019-2021 年服务面积为 21.5/29/37 万平方米, 考虑到公司未来利用率提升趋势, 预计 2019-2021 年利用率为 71%/74%/76%, 对应使用面积为 15.3/21.5/28.1 万平方米, 折合机柜数 6.1/8.6/11.2 万个。我们预测公司单机柜租金短期承压, 但未来具上涨潜力, 2019-2021 将实现营业收入 41/56.9/75.9 亿元, 同比增长 46.9%/38.6%/33.4%。

图表 92: 公司数据中心服务面积、已使用面积 (万平方米) 及利用率预测

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2019E	2020E	2021E
服务面积	4.9	4.9	6.1	6.1	7.2	7.8	10.1	10.3	12.8	14.7	16.0	17.2	18.0	21.5	29.0	37.0
同比增速				61%	47%	59%	66%	69%	79%	89%	58%	66%	41%	34%	3%	28%
利用面积	3.2	3.4	3.7	3.8	4.2	5.1	6.2	6.7	8.7	10.1	10.8	11.8	12.7	15.3	21.5	28.1
同比增速				58%	32%	47%	66%	77%	104%	99%	76%	76%	47%	41%	41%	31%
利用率	66%	70%	61%	62%	59%	65%	61%	65%	68%	68%	68%	69%	70%	71%	74%	76%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 93: 公司营业收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	4.7	7.0	10.6	16.2	27.9	41.0	56.9	75.9
增速		50.2%	50.1%	53.1%	72.8%	46.9%	38.6%	33.4%

资料来源: 国盛证券研究所

(2) 营业成本及毛利率预测:

我们认为未来数据中心规模效应将逐步体现, 带来租金和人力成本、设备折旧等规模效应, 预测 2019-2021 年营业成本为 30.2/40.4/52.8 亿元, 毛利率 26.5%/28.9%/30.3%。

图表 94: 公司营业成本预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业成本	5.1	7.9	12.1	21.7	30.2	40.4	52.8
占收入比	73.2%	74.8%	74.7%	77.7%	73.6%	71.1%	69.7%
折旧摊销	1.3	2.1	3.5	6.8	9.9	13.6	18.5
占收入比	18.6%	19.6%	21.4%	24.4%	24.3%	24.0%	24.4%
电力	1.4	2.3	3.6	6.6	9.4	12.9	17.1
占收入比	19.9%	21.4%	22.5%	23.5%	22.6%	22.7%	22.5%
租金、人工等其他成本	2.4	3.6	5.0	8.3	10.9	13.9	17.3
占收入比	34.7%	33.8%	30.9%	29.8%	26.5%	24.4%	22.8%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 95: 公司毛利及毛利率预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利 (亿元)	1.9	2.7	4.1	6.2	10.9	16.4	23.0
毛利率	26.8%	25.2%	25.3%	22.3%	26.5%	28.9%	30.3%

资料来源: 国盛证券研究所

(3) 费用率预测:

我们判断规模效应下管理费用率将会显著下降, 研发费用率和销售费用率基本保持稳定。

图表 96: 公司费用率预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	8.2%	6.8%	5.6%	4.0%	2.8%	2.5%	2.2%
管理费用率	18.3%	21.5%	14.2%	11.8%	9.4%	8.0%	6.7%
研发费用率	0.5%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源: 国盛证券研究所

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为-3.45/-1.18/1.42 亿元, 2020 年实现季度盈利, 2021 年实现年度盈利, 对应 E/ADS 分别为-2.39/-0.82/0.98 元, 实现调整后 EBITDA 为 17.7/26.2/36.9 亿元, 同比增长 45.1%/48.4%/40.9%。

6.2. 估值与投资建议

我们选取 Equinix、Digital Realty、Cyrusone、Interxion、Coresite、宝信软件、光环新网、数据港和世纪互联这些上市 IDC 公司作为可比公司进行相对估值分析。基于行业重资本开支的属性, 我们使用 EV/EBITDA 估值。目前海外 IDC 可比公司 2020 年平均 EV/EBITDA 为 19.1 倍, 考虑到万国数据收入成长性更强、一线城市布局完善、客户流失率低, 未来随着大量机柜投入使用, 上架率有望回升, 给予一定的估值溢价, 目标价 48.8 美元 (对应 2020 年 22 倍 EV/EBITDA), 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 97: 可比公司估值对比

股票名称	最新价	市值	EV	EV/EBITDA		
	(元人民币)	(亿元人民币)	(亿元人民币)	2019E	2020E	2021E
Equinix	3890	3300	4060	21.26	19.31	17.33
Digital Realty	870	1896	2781	20.90	19.55	17.89
Cyrusone	494	559	750	20.35	18.01	15.84
Interxion	558	426	561	21.88	19.13	16.30
Coresite	800	387	480	22.14	19.67	17.25
宝信软件	32	311	280	22.10	17.30	14.79
光环新网	20.53	316	329	19.84	15.35	12.11
数据港	38.34	81	8	18.02	12.61	8.67
世纪互联	49	56	75	7.93	6.42	4.76

资料来源: Bloomberg, 美元兑人民币汇率取 7, 国盛证券研究所

风险提示

一线城市数据中心资源趋紧：龙头 IDC 服务商过去有很好的资源获取能力，但一线城市电力指标越来越难获得，新项目竞争将会加剧。

数据中心上架率不及预期：有别于零售模式 80%左右的机柜利用率天花板，批发型 IDC 服务商的机柜资源如果由单一客户采购，调控电力使用不过载的话，理论上机柜上架率能够接近 100%。万国数据最新的机柜上架率只有 69%，上架率还有不小的改善空间，能否提升使用率是影响经营规模经济和利润弹性的关键变量之一。如果销售计划逊于预期或者发生断电事故等意外，会影响上架率的实现进度。

负债率过高、再融资的可能性：公司最新的资产负债率已经达到 74%，未来 3 年维持 45-50 亿的资本开支，我们预测这三年里的 EBITDA 和资本开支之间有 60 亿左右的缺口。虽然公司账上有超过 60 亿现金，但是未来财务杠杆有可能进一步攀升，或者有可转债、股权融资的需求。

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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

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 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com