

中信证券研究部



许英博
科技产业首席分析师
S1010510120041

核心观点

公司 Q1 营业收入、调整后 EBITDA 均超出市场预期。在国内以及全球云计算市场持续高速发展的背景下，作为国内领先的第三方 IDC 服务商并拥有较全面的客户组合，我们认为公司的业绩稳定性及成长性得到合理的平衡，建议投资者重点关注公司业务稳定增长带来的投资机会。

万国数据公布 2019 财年 1 季报（截至 2019 年 3 月 31 日），营业收入 8.9 亿（人民币，下同）（同比+59%），调整后 EBITDA 为 3.8 亿（+111%），净亏损 1.5 亿。公司维持此前对 2019 财年的指引：收入 39-41 亿（对应同比增速 40%-47%），调整后 EBITDA 为 16.4-17.0 亿（对应同比增速 57%-62%）。对此我们点评如下：

Q1 营业收入、调整后 EBITDA 均超出市场预期。万国数据 2019 财年一季度的营业收入持续高速增长，8.90 亿人民币收入比市场预期高出 0.5%，59%的收入增速对比上季度的 64%和去年同期的 61%。销售增长的主要原因是中国云计算的持续蓬勃发展，导致云服务提供商的需求增加，以及来自大型互联网和金融服务机构客户的新订单。调整后 EBITDA 利润率达 43%，比去年同期高 10.5 个百分点。EBITDA 增长主要归功于冷季电力效率的提高以及在固定成本部分的规模效应。

创造收入面积达 11.8 万平米，维持一线城市资源供应是成功的关键因素。2019Q1 数据中心在使用面积同比增长 76%，运营中总机房面积同比增长 66%，而 Q1 亦增加了 16,088 平方米的额外签约面积，销售势头超出公司之前的预期。在第一季度末，积压订单面积增加到超过 81,000 平方米，意味着在不签署任何新客户合同的情况下公司仍有近 70%的空间扩大现有收入。公司表示在确保超大规模开发的额外土地和电力方面取得了重大进展，而 Q1 亦启动了五个包括深圳、广州等地区的新项目。数据中心使用率从 2017Q4 的 61%持续增长至 2019Q1 的 69%。

签约全球云龙头为新战略客户，公开发行及战略投资稳定后续资金供应。公司在一季度业绩电话交流会上表示全球云计算龙头企业在二季度成为了新签约客户并且订单规模可期待，意味着全球前两大云供应商目前均为公司客户，约占公司业务的 5%。据公司表示，两者在中国云市场中占有约 6%的市场份额；另外企业客户占公司新业务的 10%。融资方面，公司完成了后续公开发行股票，募集了约 4.45 亿美元，而平安以可转换优先股的战略投资亦筹集了 1.50 亿美元，为公司近期项目提供充足的资金。公司的净债务除以调整后 EBITDA 倍数已大幅下降至 4.9 倍，未来项目层面的资本结构目标将定在 6 比 4 的债务与股权比例。

风险因素：云厂商收入增速放缓风险；行业竞争持续加剧风险；公司运营的数据中心出现宕机&违反 SLA 等风险；公司信贷融资成本快速上升风险等。

投资建议：根据路透一致预期，公司在 2019/20/21 财年的 EBITDA 预测分别为 15.60/24.70/32.30 亿元人民币，对应 EV/EBITDA 估值分别为 26/17/13 倍。在国内以及全球云计算市场持续高速发展的背景下，作为国内领先的第三方 IDC 服务商并拥有较全面的客户组合，我们认为公司的业绩稳定性及成长性得到合理的平衡，建议投资者重点关注公司业务稳定增长带来的投资机会。

万国数据盈利预测与估值

项目/财年	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万人民币）	1,616.2	2,792.1	4,124.1	5,820.0	7,578.8
同比增长%	53.1	72.8	47.7	41.1	30.2
EBITDA（百万人民币）	512.4	1,046.5	1,556.7	2,465.7	3,226.4
同比增长%	177.0	104.3	48.7	58.4	30.9
净利润（百万人民币）	(326.9)	(430.3)	(284.7)	145.2	772.5
每股普通股收益（人民币）	(3.36)	(3.48)	(2.15)	(0.55)	0.48
同比增长%	-68.9	3.6	-38.2	-74.4	-187.3
资本支出（百万人民币）	1,720.2	4,261.0	4,765.6	4,880.2	4,553.5
企业价值/净收入（倍）	25.2	14.6	9.9	7.0	5.4
企业价值/EBITDA（倍）	79.5	38.9	26.2	16.5	12.6

资料来源：万国数据财报，路透一致预期 注：股价为 2019 年 5 月 17 日收盘价，公司财年截至当年 12 月底

万国数据	GDS.O
当前价	37.55 美元
总股本	10.1 亿股
流通股本	9.4 亿股
52 周最高/最低价	46.18 / 18.59 美元
近 1 月绝对涨幅	-3.96%
近 3 月绝对涨幅	28.16%
近 12 月绝对涨幅	-0.58%

表 1: 万国数据 2019 财年 Q1（截至 2019 年 3 月 31 日）业绩摘要

(以百万人民币计除每股)	Q1 FY2018		Q1 FY2019	
	实际值	一致预测	实际值	实际与一致预测差距%
营业收入	562.2	887.5	891.8	0.5
同比增长%	60.6	57.9	58.6	0.8
服务收入	551.5		891.0	
同比增长%	60.5		61.6	
设备经销	10.8		0.9	
同比增长%	68.5		(91.7)	
调整后息税折旧及摊销前利润	181.3	354.0	383.2	8.3
同比增长%	46.3	95.3	111.4	16.1
调整后息税折旧及摊销前利润率 (%)	32.2	39.9	43.0	3.1
净利润	(85.9)	(106.2)	(154.9)	
每股收益 (普通股)	(0.09)	(0.13)	(0.15)	
每股收益 (ADS)	(0.71)	(1.02)	(1.21)	

资料来源: 万国数据财报, 路透一致预期, 中信证券研究部

表 2: 万国数据 2019 财年 Q1（截至 2019 年 3 月 31 日）主要经营指标

	Q1 FY2018	Q1 FY2019	同比增长 (%)
Total area committed 总签约面积 (平方米)	97,068	164,747	69.7
Area utilized 使用面积 (平方米)	66,905	118,050	76.4
Area in service 运营中总机房面积 (平方米)	103,475	171,515	65.8
Utilization rate 使用率 (%)	64.7	68.8	4.1
Area under construction 在建中总机房面积 (平方米)	40,357	65,736	62.9
Commitment rate 签约率 (%)	93.8	96.1	2.3

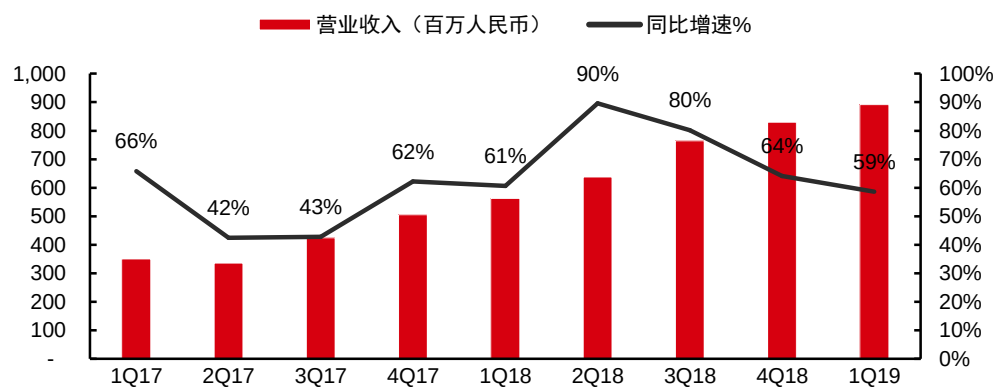
资料来源: 万国数据财报, 中信证券研究部

表 3: 万国数据 2019 财年（截至 2019 年 12 月 31 日）业绩指引

(以百万人民币计除每股)	FY2018		FY2019 (最新指引)		指引变化
	实际值	一致预测	公司最新指引 (最低)	公司最新指引 (最高)	
营业收入	2,792	4,124	3,900	4,100	0%
同比增长%	72.8	47.7	39.7	46.8	0%
调整后息税折旧及摊销前利润	1,047	1,557	1,640	1,700	0%
同比增长%	104.3	48.7	56.7	62.4	0%
调整后息税折旧及摊销前利润率 (%)	37.5	37.7	42.1	41.5	0%
资本支出	4,261	4,766	4,500	5,000	0%
同比增长%	147.7	11.8	5.6	17.3	0%

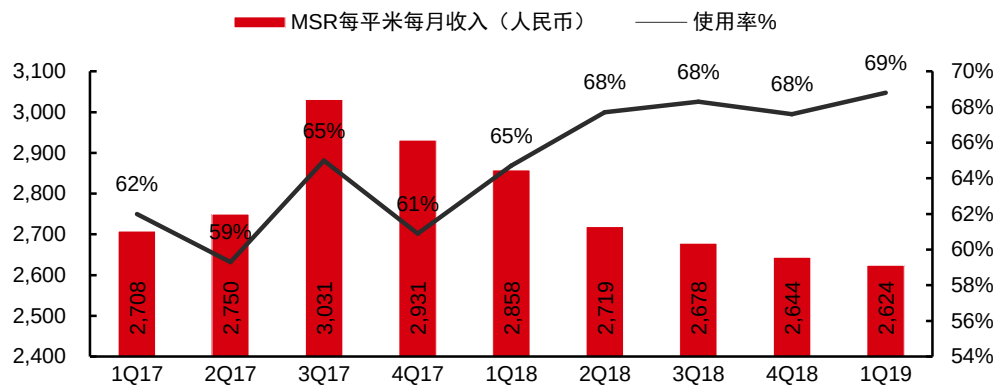
资料来源: 万国数据财报, 路透一致预期, 中信证券研究部

图 1：万国数据营业收入历史趋势



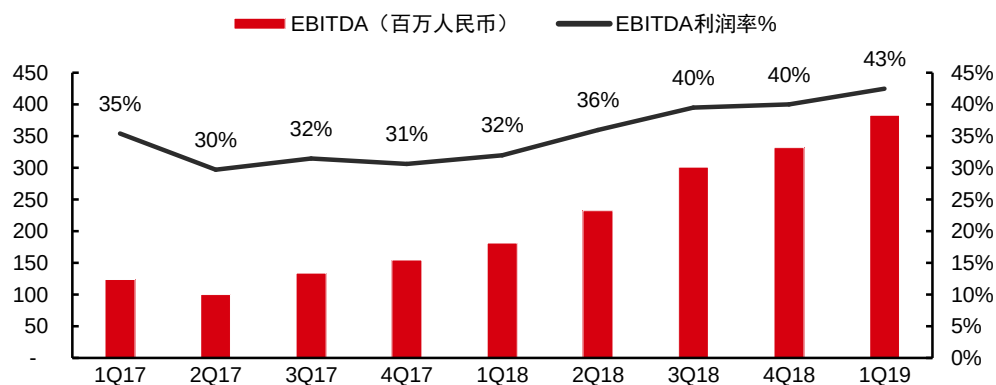
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 2：万国数据数据中心使用率和单价历史趋势



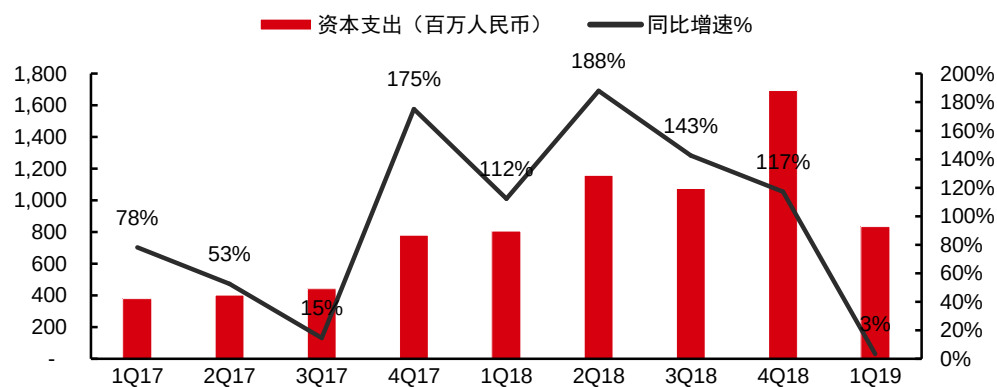
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 3：万国数据调整后息税折旧及摊销前利润历史趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 4：万国数据资本支出历史趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。