



万国数据 (GDS US; 34.64 美元; 目标价: 45.5 美元) 国内第三方 IDC 龙头 业绩持续高成长 风险等级: 1

公司概述: 国内最大第三方 IDC 厂商, 过去三年营收 CAGR 59%。万国数据成立于 2001 年, 按资源规模, 为国内最大第三方 IDC 厂商, 拥有超过 600 家大型企业客户, 数据中心遍布国内 7 个核心经济区域, 在运营数据中心总面积超过 17 万平方米。公司于 2016 年在纳斯达克上市, 自上市以来市值累计上涨 4.9 倍, 公司 2018 年实现营业收入 27.92 亿人民币 (同比+72.8%), 最近 3 年收入 CAGR 为 59%; 2018 年实现调整后 EBITDA 10.47 亿元 (同比+104.5%), 对应 EBITDA margin 37.5% (同比提升 5.8pcts), 最近 3 年 EBITDA CAGR 为 113%。

行业分析: 国内 IDC 市场有望保持 30% 以上复合增速, 独立第三方 IDC 厂商快速崛起。国内 IDC 市场整体需求强劲, 预计未来三年国内 IDC 产业营收 CAGR 预计超过 30%, 领先全球。国内 IDC 市场竞争格局亦开始改善, 能耗和效率是政策推手。未来, 超大型数据中心建设和 IDC 行业的兼并收购或将同步展开。IDC 产业有望持续受益于云计算、5G、人工智能等新技术周期带来的数据量指数级增长, 同时云计算有望推动本土 IDC 市场集中度快速提升。本土 IDC 厂商长期亦有望受益于宽松流动性带来的融资成本、环境改善 (当前长期借贷成本约 7%)、规模效应带来的 PUE 能耗降低 (当前国内行业平均 2.2)、一线城市资源稀缺性溢价以及供需改善带来的出租率提升等, EBITDA Margin 有望逐步向全球市场 50% 的平均值靠拢。

公司分析: 中期成长性突出, 运营效率、盈利能力亦存在持续改善可能。1) 资源, 截至 2019Q1, 公司共拥有 IDC 资源 (可用) 17.15 万平方米, 在建 6.57 万平方米, 80% 以上集中于一线城市, 自建超过 95%; 2) 客户, 按签约面积计算, 2019Q1, 云服务商占公司收入比重达 72.7%, 其次为大型互联网企业 (14.9%)、金融及其他企业 (12.4%) 等; 3) 财务稳健性, 目前公司共有息负债 130 亿余元, 但 Q1 净负债/EBITDA 下降至 4.9X, 利息覆盖倍数提升至 1.75X, 环比改善明显; 4) 成长性, 截至 2019Q1 末, 公司签约 IDC 面积累计近 20 万平方米, 交付上架面积仅 11.8 万平方米; 2019Q1, 公司 NOI Margin、EBITDA Margin 同比改善 6.5pcts、10.8pcts, 环比改善 1.5pcts、3.0pcts, 随着上架率持续提升, 公司长期成长性、盈利改善较为明确。

估值逻辑: EV/EBITDA。IDC 属于典型重资产业务, 长周期来看, IDC 公司营收增长一般依赖于 IDC 资源的持续扩充, 以及运营效率等的改善。IDC 项目一般需经历前期建设 (6~12 个月)、上架率爬坡 (24 个月左右)、稳定运营三个阶段, 并逐步实现 EBITDA 转正、净利润转正等。源于上述独特财务特征, 引入 EBITDA 指标, 以还原折旧、财务费用等企业当期利润的影响, 采用 EV/EBITDA 对 IDC 资产进行估值定价更为合理。万国数据作为在美股市场上市的 IDC 厂商, 我们建议采用 EV/EBITDA 估值方法。并参考美股 IDC 企业当前估值表现基础上, 结合公司中期成长性确定最终估值水平。目前美股 IDC 企业 EV/EBITDA (2019) 约在 18~20X 之间, 对应业绩增速 10% 左右。

风险因素: 国内云计算产业发展不及预期风险; 公司 IDC 资源扩张不及预期风险; 市场竞争持续加剧风险; 公司融资能力、成本风险; 贸易争端导致美国资本市场对中概股不友好的风险。

建议关注: 公司在 IDC 资源、客户基础等层面优势明显, 中期有望持续受益于国内云计算市场的高增长, 运营效率、盈利能力等财务指标亦将随上架率提升而改善。我们预计公司 2019/20/21 年营收为 40.60/57.90/75.30 亿人民币, 对应增速 46%/43%/30%, EBITDA 为 17.50/25.70/34.60 亿人民币, 对应增速 67%/47%/35%。

资料来源: 相关公司、中信证券 风险等级: 由低至高分 1 至 5 级

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。	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

香港特区: 本研究报告在香港由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券经纪”,受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号:AAE879)分发。

新加坡: 本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Limited(下称“CLSA Singapore”)分发,并仅向新加坡《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”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与CLSA Singapore的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”,请注意CLSA Singapore与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求:(1)适用《财务顾问规例》第33条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定;(2)适用《财务顾问规例》第34条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定;以及(3)适用《财务顾问规例》第35条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区: 对于本研究报告所评论的证券及金融工具,中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司,(i)有需要披露的财务权益;(ii)在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托;(iii)有雇员担任高级人员;(iv)未进行做市活动。

新加坡: 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得,详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CA Taiwan的情况,不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息,请联系compliance_hk@clsa.com。

美国: 本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券(CITIC Securities International USA, LLC(下称“CSI-USA”)除外)和CLSA group of companies(CLSA Americas, LLC(下称“CLSA Americas”)除外)仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“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分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约,或者证券或金融工具交易的要约邀请。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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析,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均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适用所有投资者。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。