

09698.HK 万国数据-SW

港股

买入

目标价：73.59 港元

现价：53.50 港元

预期升幅：37.6%

营收符合预期，运营面积持续扩张

2021年08月26日

市场数据

日期	2021-08-25
收盘价(港元)	53.50
总股本(亿股)	14.95
流通股本(亿股)	14.28
总市值(亿港元)	800
流通市值(亿港元)	764
净资产(亿元人民币)	264.0
总资产(亿元人民币)	625.0
每股净资产(元人民币)	17.66

数据来源: Wind

相关报告

《营收略低预期，运营面积持续扩张》-2021.05.31

《布局核心城市，增长预期五年三倍》-2020.12.27

《营业收入高速增长，快速扩张抢占市场》-2020.11.18

《云计算叠加政策利好，数据中心发展进入快车道》-2020.05.14

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万人民币)	5,739	7,754	10,265	12,017
同比增长	39.2%	35.1%	32.4%	17.1%
归母净利润(百万人民币)	-738	-1,027	-633	-402
毛利率	27.0%	23.0%	27.7%	29.2%
归母净利润率	-12.9%	-13.2%	-6.2%	-3.3%
净资产收益率	-2.6%	-4.1%	-2.6%	-1.7%
基本每股收益(元人民币)	-0.59	-0.72	-0.44	-0.28

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **FY21Q2 业绩: 营收基本符合预期, 项目收购致使亏损扩大。**万国数据 21Q2 营收 18.64 亿(人民币, 下同), 同比+38.9%, 接近彭博一致预期 18.71 亿。经调整毛利率 54.0% (-0.4ppts), 经调整 EBITDA 8.96 亿(+41.4%), 经调整 EBITDA 率 48.1% (+0.9ppts)。归母净亏损为 3.25 亿, 去年同期亏损 1.14 亿, 上季度亏损 3.01 亿, 主要由于项目收购(本季度完成了 BJ15、TJ1、CZ8 以及新的 BJ17、BJ18、BJ19 数据中心的收购)带来的管理费用和利息支出增加, 以及新增项目爬坡带来的折旧摊销增长所致。**公司维持 2021 全年业绩指引: 预计 2021 全年收入 77-80 亿(中位数+36.8%), 经调整 EBITDA 36.6-38 亿(中位数+39.2%)。**
- **积极融资助力产能扩张, 维持资本开支指引。**21Q2 公司完成总债务融资 47 亿元, 再融资部分占 27 亿元。截至 21Q2, 公司现金达 123 亿元(+59.2%)。本季度公司完成了 BJ15、TJ1 和 CZ8 数据中心的收购, 分别产生 1.9/1.4/0.25 万平米的运营面积, 以及 BJ17、BJ18、BJ19 的心交易, 共产生约 1.1 万平米的运营面积; 同时正在香港葵涌地区开发两个新数据中心 HK1、HK2, 与之后新签订的 HK4 共同产生约 2.1 万平米的运营面积; 宣布在马来西亚收购绿地, 可开发容量为 2.235 万平米, 作为东南亚地区扩张的第一步。公司预计 21 年 CAPEX 将达 120 亿(+28%), 2017-2020 年 CAPEX 三年 CAGR 高达 67%。
- **头部客户营收贡献保持稳定, 新政扶持驱动未来成长。**截至 21Q2, 公司客户数达到 718 个(+6.7%), 前 5 大客户贡献了 70.1% (-4.7ppts) 的签约面积与 64.9% (-1.6ppts) 的收入, 头部客户营收贡献保持稳定。此外, 随着工信部发布三年行动计划, 数据中心被指定为新的基础设施, 政策的支持将加速数据中心行业的发展。作为行业领头羊, 凭借在核心经济区域的竞争优势, 公司未来的成长性较为确定。
- **投资建议: 根据测算, 公司 2021、2022、2023 年收入预计为 77.5 亿、103 亿和 120 亿元, 当前股价对应的 EV/EBITDA 2021、2022、2023 年分别为 19.3x、13.8x、11x, 结合公司的先发优势和行业龙头地位, 我们给予公司 2021 年 25x 的 EV/EBITDA, 对应股价 73.59 港元, 给予“买入”评级。**

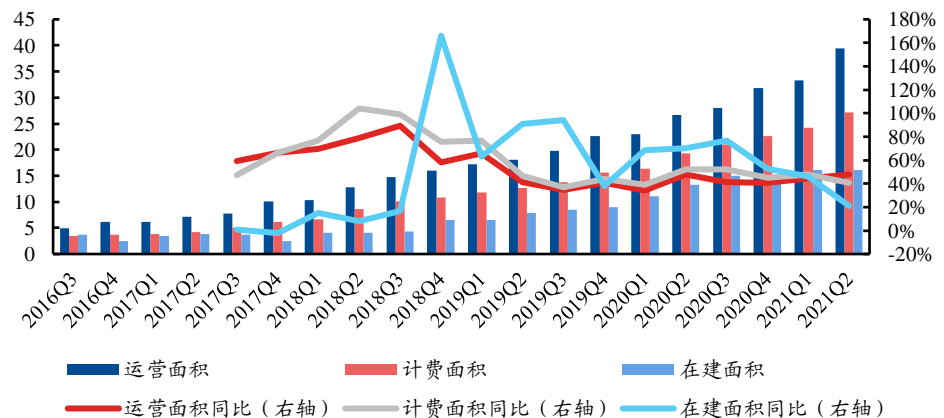
风险提示: 上架不及预期; 计费单价呈略微下滑趋势; 计费率不及预期; 未来行业竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

万国数据(09698.HK)是中国目前最大的运营商中立IDC服务提供商。截至2021Q2,公司数据中心机房总面积达到55.5万平方米(+39.0%),其中运营面积39.4万平方米(+47.9%),签约率95.9%(+1.3ppts);在建面积16.1万平方米(+21.1%),预签约率为57.2%(-11.2ppts),总签约面积(签约面积+预签约面积)47.0万平方米(+41.0%)。计费面积达到27.2万平方米(+40.7%),计费率为69.0%(-3.9ppts)。公司MSR(每平米可出租空间月收入)截至2021Q2为2416元/平米/月,同比-3.0%,环比-0.4%,较上一季度略微降低,主要受到部分新项目的上架和季节性用电量减少的影响,公司预计全年MSR会有个位数的同比下降。

图1、公司数据中心运营面积、计费面积、在建面积及增速(万平方米)



资料来源：业绩会演示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：运营面积：已经准备好为客户提供服务的可使用面积

计费面积：正在为客户提供服务的使用面积

在建面积：正在建设中的可使用面积

图2、公司数据中心每平米月收入及增速(元/平米/月)

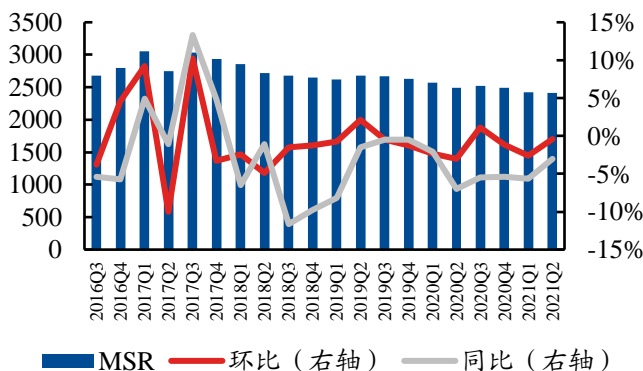
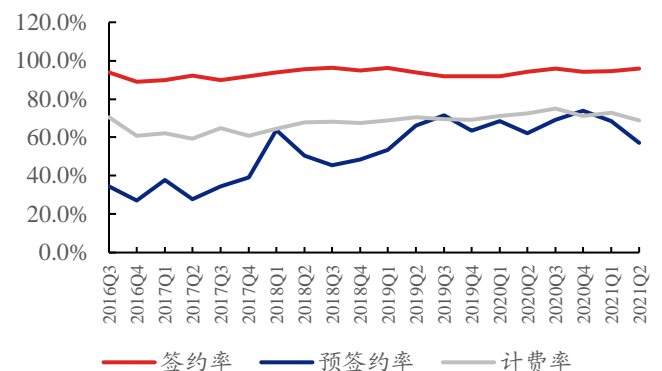


图3、公司数据中心签约率、预签约率和计费率



资料来源：业绩会演示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：MSR：每平米可出租空间月收入

资料来源：业绩会演示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：签约率 = 签约面积 ÷ 运营面积

预签约率 = 预签约面积 ÷ 在建面积

计费率 = 计费面积 ÷ 运营面积

FY21Q2 业绩：营收基本符合预期，项目收购致使亏损扩大。万国数据 21Q2 营收 18.64 亿（人民币，下同），同比+38.9%，接近彭博一致预期 18.71 亿。其中服务收入 18.63 亿（+39.6%），占比 99.9%（同比+0.5ppts，环比持平），业务集中度稳中有升；IT 设备销售收入 96.8 万元，占比 0.1%。经调整毛利率 54.0%（-0.4ppts），经调整 EBITDA 8.96 亿（+41.4%），经调整 EBITDA 率 48.1%（+0.9ppts）。归母净亏损为 3.25 亿，去年同期亏损 1.14 亿，上季度亏损 3.01 亿，主要由于项目收购（本季度完成了 BJ15、TJ1、CZ8 以及新的 BJ17、BJ18、BJ19 数据中心的收购）带来的管理费用和利息支出增加，以及新增项目爬坡带来的折旧摊销增长所致。

公司维持 2021 全年业绩指引：预计 2021 全年收入 77-80 亿（中位数+36.8%），经调整 EBITDA 36.6-38 亿（中位数+39.2%）。

图4、公司季度营收及增速（百万人民币）

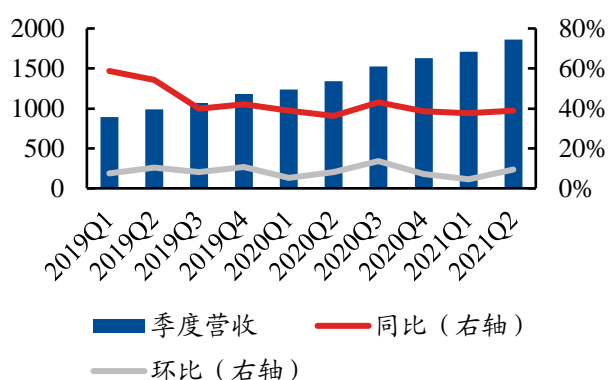
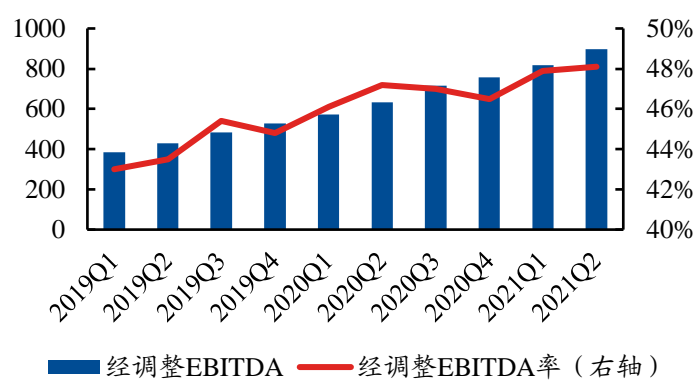


图5、公司经调整 EBITDA 及 EBITDA 率（百万人民币）

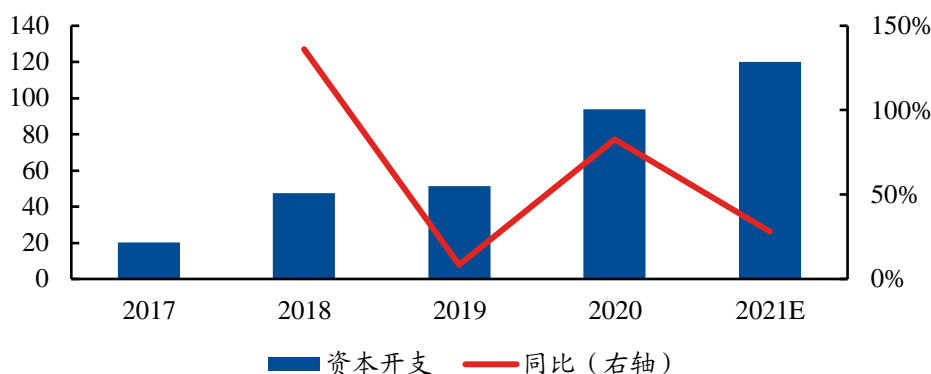


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

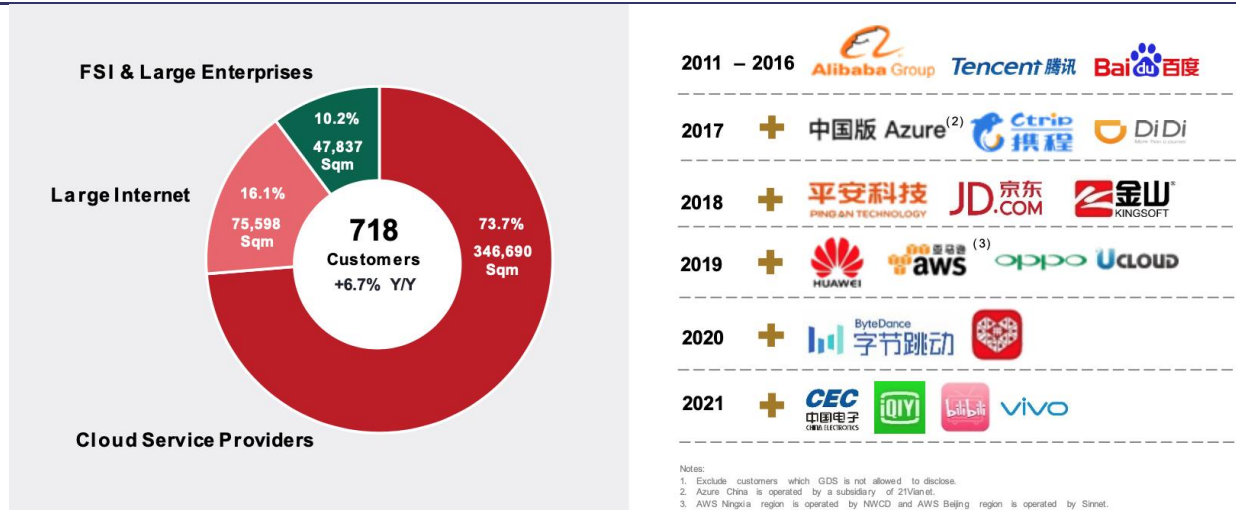
积极融资助力产能扩张，资本开支指引乐观反映下游强劲需求。为支持公司的快速扩张，增加土地储备并进行战略性收购以扩大在核心经济区域的覆盖范围，21Q2 公司完成总债务融资 47 亿元，再融资部分占 27 亿元。截至 21Q2，公司现金达 123 亿元（+59.2%）。本季度公司完成了 BJ15、TJ1 和 CZ8 数据中心的收购。BJ15 运营面积 1.9 万平方米，已全部签约，计费率约 85.2%；TJ1 运营面积 1.4 万平方米，目前正在建设中，预计 21H2 投入使用；CZ8 运营面积 0.25 万平方米，目前正在建设中。同时，完成了新的 BJ17、BJ18、BJ19 的新交易，其中 BJ17/18 运营面积 0.37 万平方米，已全部签约，计费率约 50%，BJ19 运营面积约 0.7 万平方米，目前正在建设中。公司正在香港葵涌地区开发两个新数据中心 HK1 和 HK2，与之后新签订的 HK4 共同产生约 2.1 万平方米的运营面积；同时宣布在马来西亚收购绿地，可开发容量为 2.234 万平方米，作为东南亚地区扩张的第一步。公司预计 21 年 CAPEX 将达 120 亿（+28%），2017-2020 年 CAPEX 三年 CAGR 高达 67%。

图6、公司历年资本开支(亿元人民币)



资料来源：业绩会演示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司客户结构(左图截至21Q2末)



资料来源：业绩会演示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

头部客户营收贡献保持稳定，新政扶持驱动未来成长。截至21Q2，公司客户数达到718个(+6.7%)。分类别来看，云服务厂商签约面积34.7万平方米，占比73.7%(-4.0ppts)，大型互联网公司签约面积7.6万平方米，占比16.1%，金融机构及大型企业签约面积4.8万平方米，占比10.2%。前5大客户贡献了70.1%(-4.7ppts)的签约面积与64.9%(-1.6ppts)的收入，公司与BAT等头部云厂商保持稳定合作，并积极与字节跳动、拼多多、哔哩哔哩等大型互联网公司建立合作关系，头部客户营收贡献保持稳定。此外，随着工信部发布三年行动计划，数据中心被指定为新的基础设施，政策的支持将加速数据中心行业的发展。公司作为行业领头羊，凭借在核心经济区域的竞争优势，公司未来的成长性较为确定。

投资建议: 根据测算, 公司 2021、2022、2023 年收入预计为 77.5 亿、103 亿和 120 亿元, 当前股价对应的 EV/EBITDA 2021、2022、2023 年分别为 19.3x、13.8x、11x, 结合公司的先发优势和行业龙头地位, 我们给予公司 2021 年 25x 的 EV/EBITDA, 对应股价 73.59 港元, 给予“买入”评级。

风险提示: 上架不及预期; 计费单价呈下滑趋势; 计费率不及预期; 未来行业竞争加剧

附表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18,319	13,529	11,509	6,292
现金及其等价物	16,493	11,574	8,265	3,512
应收账款	1,480	1,446	2,660	2,147
预付款	164	81	81	81
待抵扣增值税	156	156	156	156
其他流动资产	173	273	347	397
非流动资产	38,940	49,412	58,700	67,590
固定资产	29,596	38,770	46,191	54,076
使用权资产	3,738	4,433	5,128	5,375
可抵扣增值税	1,446	1,680	2,255	2,698
其他非流动资产	4,161	4,529	5,126	5,442
资产总计	57,259	62,941	70,209	73,882
流动负债	7,644	7,434	9,327	9,851
短期借款	2,153	1,938	2,053	2,403
租赁负债	86	105	125	132
应付账款	3,657	3,541	4,718	4,753
预付款项及其他应付	1,396	1,352	1,801	1,814
其他流动负债	351	499	630	749
非流动负债	22,947	29,447	35,479	39,091
长期借款	10,567	13,957	16,424	16,824
租赁负债	1,543	1,876	2,235	2,355
融资租赁负债	8,098	10,531	13,477	16,351
递延负债及其他	2,740	3,083	3,344	3,561
负债合计	30,591	36,882	44,806	48,942
股本	0.51	0.51	0.51	0.51
储备	29,710	29,710	29,710	29,710
累计亏损	-3,163	-3,961	-4,618	-5,081
股东权益合计	26,668	26,060	25,403	24,940
负债及权益合计	57,259	62,941	70,209	73,882

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-669	-1,027	-633	-402
折旧及摊销	1,638	2,422	2,923	3,557
其他	-648	227	227	863
经营活动产生现金流量	321	1,622	2,518	4,018
投资活动产生现金流量	-9,378	-12,645	-11,422	-12,425
融资活动产生现金流量	20,144	5,914	5,596	3,655
现金净变动	10,520	-4,919	-3,308	-4,753
现金的期初余额	5,973	16,493	11,574	8,265
现金的期末余额	16,493	11,574	8,265	3,512

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,739	7,754	10,265	12,017
营业成本	-4,189	-5,967	-7,417	-8,506
毛利	1,550	1,787	2,848	3,511
销售费用	-135	-155	-205	-240
管理费用	-703	-930	-1,129	-1,202
研发费用	-40	-44	-61	-75
利息费用	-1,317	-1,717	-2,062	-2,262
其他	95	60	70	77
税前利润	-548	-1,000	-541	-191
所得税	-121	-27	-92	-212
净利润	-669	-1,027	-633	-402
经调整 EBITDA	2,681	3,673	5,155	6,461
EPS (元)	-0.59	-0.72	-0.44	-0.28

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	39.2%	35.1%	17.1%	0.0%
毛利增长率	48.7%	15.2%	59.4%	23.3%
EBITDA 增长率	47.0%	37.0%	40.4%	25.3%
盈利能力				
毛利率	27.0%	23.0%	27.7%	29.2%
净利率	-11.7%	-13.2%	-6.2%	-3.3%
经调整 EBITDA 率	46.7%	47.4%	50.2%	53.8%
ROE	-2.6%	-4.1%	-2.6%	-1.7%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	58.6%	63.8%	66.2%
流动比率	2.40	1.82	1.23	0.64

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资产周转率	0.10	0.12	0.15	0.16
应收账款周转率	4.86	5.30	5.00	5.00
每股资料(元)				
每股收益	-0.59	-0.72	-0.44	-0.28
每股经营现金	0.26	1.14	1.76	2.81
每股净资产	20.39	17.35	16.89	16.57
估值比率(倍)				
PE	-62	-100	-100	-158
EV/EBITDA	26.4	19.3	13.7	11.0

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司、中国恒大集团、朗诗绿色生活服务股份有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、大丰港和顺科技股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、广州金融控股集团有限公司、中国东方资产管理(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国科大教育集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、水发集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团、长兴城市建设投资集团有限公司、龙光集团有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华夏幸福基业股份有限公司、旭辉控股集团、时代中国控股有限公司、国厚资产管理股份有限公司、武汉市江夏农业集团有限公司、河南投资集团有限公司、环球新材国际控股有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港华发投资控股有限公司、浙江长兴经开建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、诺辉健康、淮南建设发展控股(集团)有限公司、深圳星河智善生活股份有限公司、靖江港口集团有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司、德信服务集团有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明