

万国数据投资分析报告

Emily

04/21/2021

投资核心:

- 万国数据是国内最大的网络中立数据中心服务提供商，占去年市场总收入的 21.9%。
- 由于企业数字化转型的趋势，市场对高效数据中心服务需求持续增长。
- 万国数据的盈利增长在持续改善。2020 年万国数据的净收入增长率为 51%，EBITDA 率近 5 年持续增长，2020 年增长至 42%。

公司简介

万国数据专注于开发和运营高性能数据中心，拥有 42 个数据中心，偏布内地一线城市。现时内地和全球最大的云服务供应商，均将其服务器托管于集团的数据中心。集团旗下客户位位星光熠熠，包括阿里云、腾讯云、亚马逊 AWS、微软 Azure、华为云、金山云等。阿里云及腾讯云为最大客户，占集团签约面积 55%。

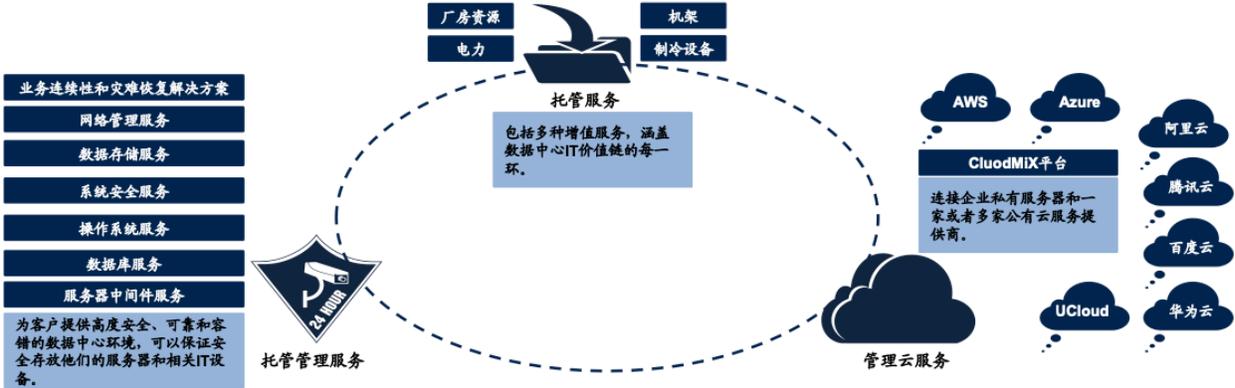
该公司过去不断增强其对大型企业的专业服务能力，并与内地主要的公共云供应商及互联网巨企保持业务关系，不时提供数据中心相关增值服务。截至 2020 年，公司的运营中的总净机房面积为 266,260 平方米，其中 94.1% 已获客户签约，总在建净机房面积为 133,208 平方米，其中 62.3% 已获客户预签约。

公司名称：万国数据控股有限公司	公司简称：万国数据
英文名称：Gds Holdings Limited	所属行业：数据处理与外包服务
上市场所：美国 NASDAQ 证券交易所	公司网址： www.gds-services.com
公司总裁：William Wei Huang	注册地址：开曼群岛
邮政编码：200137	联系电话：86-021-20292200

主营业务

公司的数据中心位于中国主要经济中心的战略位置, 这些地区对高性能数据中心服务的需求相当集中。公司提供托管和管理服务, 包括与领先的公有云进行直接私有连接, 提供管理混合云的创新服务平台, 以及在需要时转售公有云服务。公司的创新和独特的互连数据中心平台, 使云服务提供商能够在其主要市场灵活地扩张。

公司与客户签订长期合约, 这些客户主要包括超大型的云服务提供商、大型互联网公司、金融机构、电信运营商和 IT 服务提供商, 以及国内大型私营企业和跨国公司。公司的许多客户都是各自行业的领导者。



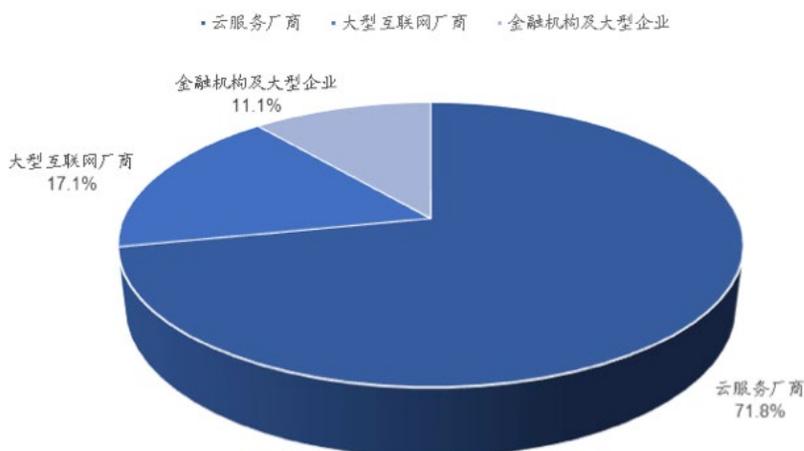
商业模式

公司早期以服务金融客户为主, 在公司转型后, 客户越来越多元化, 金融客户对收入贡献的占比逐渐降低。根据 2020 年财报显示, 云服务厂商对公司收入贡献占比达 71.8%, 成为公司主要的收入贡献者。近几年, 公司与多数国内主要云厂商和互联网公司达成合作关系, 重点客户包括阿里巴巴、腾讯、字节跳动、百度、金山集团等。

万国数据新增大客户情况:



公司客户收入贡献情况：



IDC 按照合同期限长短和租赁单元不同，可以划分为零售、批发以及超大数据中心几类，其中批发型的合同期限平均为 3-5 年，毛利率略低于零售行，但是稳定性相对较高，平均所需上架时间较短，电力密度相对较高，可以根据客户需求进行个性化的定制。万国数据目前主要为中长合同期限(>5 年)，采取批发为主的业务模式，公司 IDC 项目具有较高的自主性和稳定性。

商业模式分析：

	零售型	批发型	超大数据中心
目标客群	中小企业	大型企业	大型科技公司和云计算厂商
平均合同期	每年期	3-5年平均	5-10年平均
租赁单元	按机柜租用	整模块租赁	多个模块、整个机房出租
单机柜功率数	2KW	3.5KW	> 5KW
平均上架时间	2-4年	2-3年	6-9月
PUE	1.8-2.5	< 1.7	1.51
客户留存率	较低	中高	较高
可扩展性	较低	中等	较高
客户定制化程度	低	中低	较高
安全等级	中低	中高	较高

市场趋势

中国云市场收入仅次于美国，成为全球第二大市场，云计算、5G 技术及大数据运用，已令数据传输及储存需求大增，由于阿里云、腾讯云等（IaaS）等公司数目增加及业务量大升，令万国数据所经营数据中心服务被市场持续需求。网络中立数据中心的市場增长会如此之快，主要因为网络中立数据中心主要是抓住了企业数字化转型的趋势，再加上云计算、5G、人工智能、大数据、机器学习等新技术的应用增多，导致传输、处理和存储的数据量快速增长，让市场对高效数据中心服务需求更加迫切。

全球互联网数据中心市场去年总规模近 6903 亿元，近 5 年 CAGR15.5%，预计 2022 年总规模将接近 10000 亿元，未来三年年均复合增速 CAGR12%。从区域上看，全球 IDC 地区分布主要集中在北美地区，亚太地区累计占比约 30%。

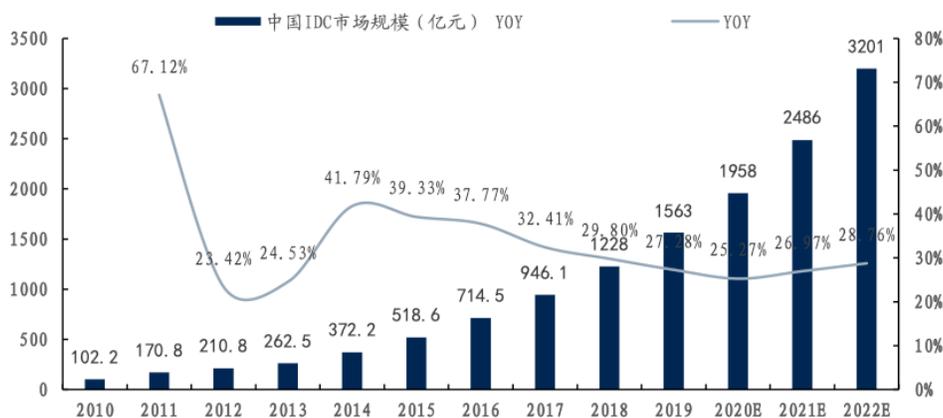
全球 IDC 市场规模及增速 / 亿元



中国 IDC 市场总规模 1563 亿元，近 5 年年均复合增长率(CAGR)24.7%。预计 2022 总规模将超过 3200 亿元，未来 3 年年均复合增长率 (CAGR) 27%，发展前景广阔。我国数据中心主要分布在一线核心及周边地区，北上广周边地区累计占比 67%，中西部地区占比 18%，东北地区占比 4%。

万国数据已是内地最大的网络中立数据中心服务提供商，占去年市场收入份额 21.9%。

中国互联网数据中心市场规模及增速 / 亿元

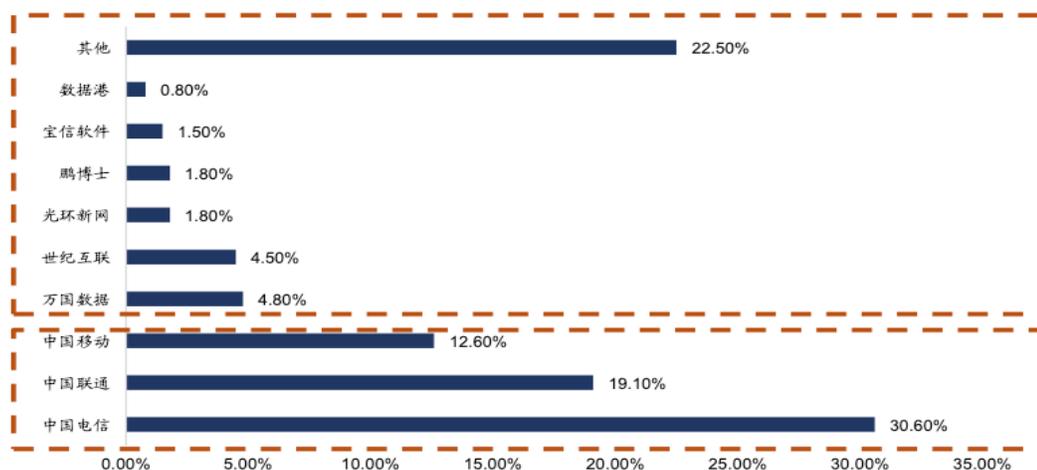


行业分析

竞争格局:

目前，中国 IDC 市场份额仍然以三大基础电信运营商为主，截至 2020 年，基础运营商市场份额累计 65%，第三方运营商市场份额合计 35%。万国数据、世纪互联、光环新网、鹏博士、宝信软件等第三方 IDC 厂商分别占比 4.8%、4.5%、1.8%、1.8%、1.5%，累计占有率 15.2%。

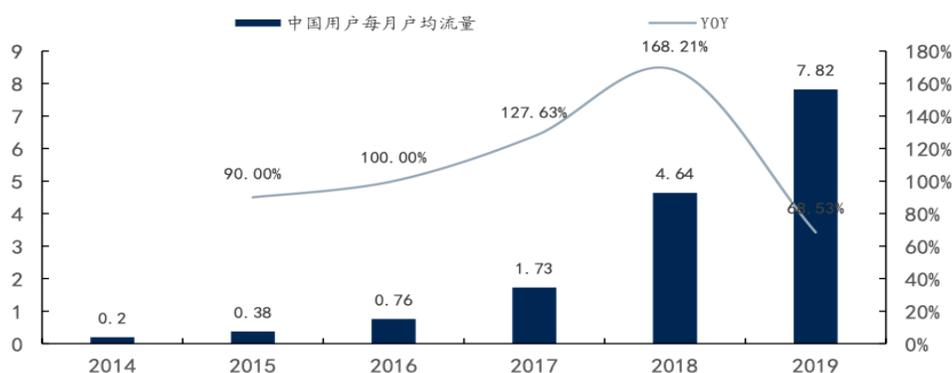
国内 IDC 行业市场竞争格局



流量增长:

随着 5G 进程加快，相关应用产生的数据量非常可观；与此同时，根据工信部统计，中国用户户均流量仍呈现稳定增长态势。

中国用户每月户均流量/ GB :

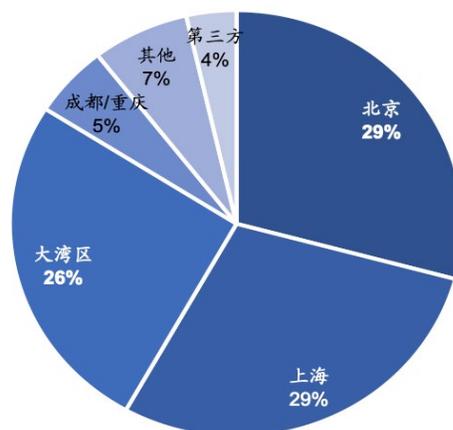


区域扩张:

截至 2020，万国数据共有数据中心 59 座，其中北京地区 24 座，上海 21 座，大湾区 12 座，成都/重庆地区 2 座。在使用中的数据中心，北京、上海、大湾区累计面

积占比 84%，在建工程结束后，一线城市数据中心合计占比将达到 89%。数据中心地理位置是客户选择数据中心的首要因素之一，万国数据在数据中心布局的优势日益凸显。

使用中数据中心面积分布：



公司将继续保持稳健的扩张计划，随着一线城市能耗指标资源日益紧缺，公司将逐步由一线核心城市群向需求较大的二线城市延伸。

客户需求增长：

阿里、腾讯、百度等公司先后宣布在未来几年内加大对数据中心、云计算、服务器等投资。云巨头的资本开支大幅增长，数据中心加速扩张，有助于 IDC 厂商业务增长。

与 IDC 厂商合作仍然是云计算厂商数据中心扩张的主要方式，尤其是一线城市周边数据中心，将主要以租赁第三方 IDC 为主，核心城市周边数据中心价值日益凸显。偏远地区的数据中心将采取合作建设等方式，目前公司客户 70%以上为云计算厂商，将有助于公司收入的进一步增长。

公司	投资规模 (元人民币)	年限	2019CaPex参考 (元人民币)	具体内容
移动	千亿级	未来三年（2019年宣布）	约1660亿（含4G、5G）	承载5G核心应用，目标三年内进入国内云服务商第一阵营。
阿里	2000亿	未来三年（2020年宣布）	约417亿	用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设。
腾讯	5000亿	未来五年（2020年宣布）	约324亿	云计算、人工智能、区块链、服务器、大型数据中心、超算中心等，其中，在数据中心方面，腾讯将陆续在全国新建多个百万级服务器规模的大型数据中心。
百度	/	未来十年（2020年宣布）	约64亿	未来十年将继续加大在人工智能、芯片、云计算、数据中心等新基建领域的投入。预计到2030年，百度智能云服务器台数超过500万台。

财务分析

营业收入：

万国数据 2018、2019、2020 年营业收入增速分别为 73%、48%、38%，2017-2019 年均复合增长率 CAGR 为 57.5%，公司增速大幅领先于行业整体水平。万国数据 2017、2018、2019 年市场份额占比分别为 3.10%、4.10%、4.80%。公司作为国内第三方 IDC 龙头的市场地位不断得到巩固。

2017-2019 国内第三方 IDC 市场份额变化情况



毛利润：

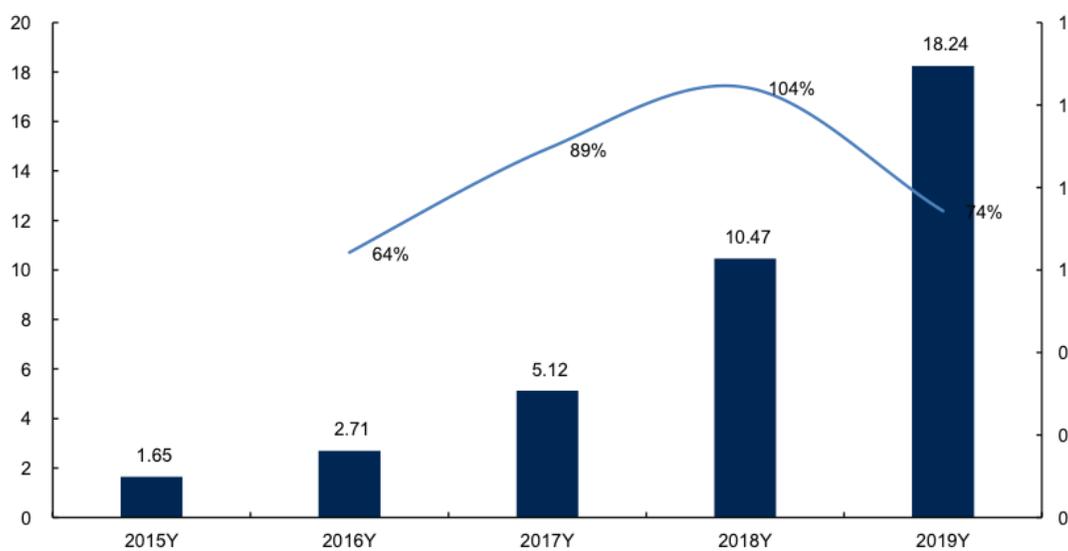
万国数据 2018 年、2019 年、2020 毛利润分别为 6.22 亿元、10.43 亿元、7.11 亿元，对应毛利率 22%、25%、28%，近 5 年平均毛利率为 25%。

万国数据毛利率偏低的主要原因包括: 1)公司采用批发为主的商业模式, 一般这种模式较典型的零售型数据中心的毛利率明显偏低; 2)公司的上架率有待提高, 截至2019年末, 万国数据上架率为69%, 与公司仍处于快速扩张期, 新建数据中心增长较快有关, 公司丰富的数据中心储备为未来业绩增长提供有利支撑; 3)公司采取租赁+自建的模式, 北上广深的核心地段占比超过80%, 租赁土地占比46%; 4)运营效率有进一步提升空间。

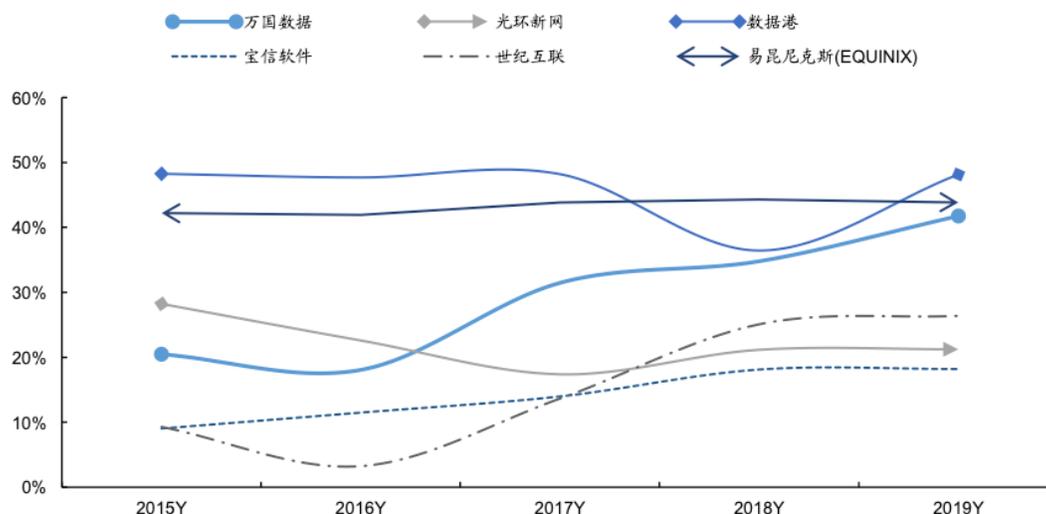
EBITDA 利润率:

EBITDA 利润率稳健提升。万国数据 2020、2019、2018 年 EBITDA 利润率分别为 47.6%、44.2%、37.5%。EBITDA Margin 位于可比公司较高区间。截至 2019 年末, 万国数据 EBITDA 利润率 44.2%, 国内行业整体水平为 31%, 全球 IDC 龙头厂商 Equinix 为 44%。

万国数据 EBITDA 及增长情况 / 亿元



可比公司 EBITDA Margin 对比



收入预测及估值

公司 IDC 服务收入将继续稳健增长，第三方 IDC 龙头地位进一步巩固，我们预计 2021 年可实现营业收入 79.62 亿元; 2022 年可实现营业收入 106.99 亿元; 2023 年可实现营业收入 137.48 亿元。

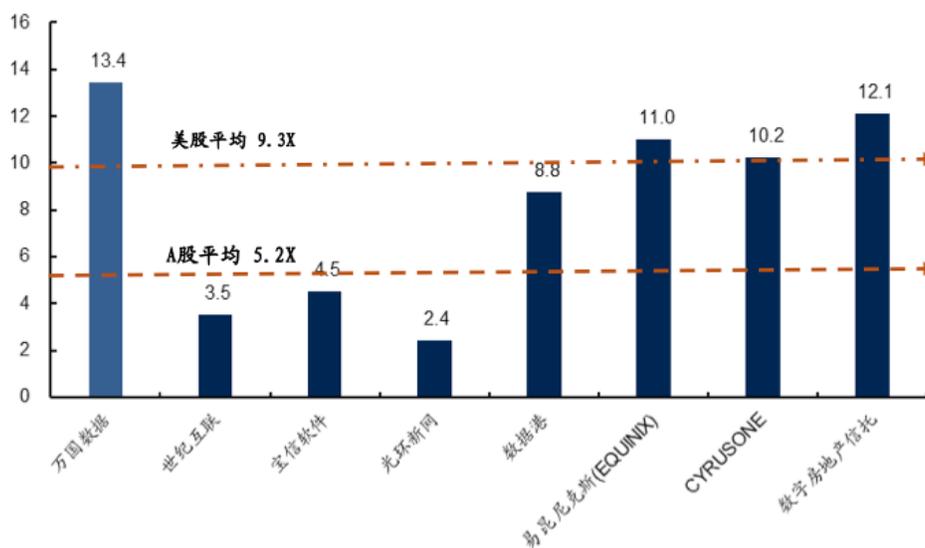
公司的 EBITDA 主要由 IDC 租赁服务项目贡献，随着公司规模化效应的增强，公司盈利能力将持续改善，预计 2021 年 EBITDA 36.76 亿元，对应 EBIT Margin 14.5%; 2022 年 EBITDA 51.31 亿元，对应 EBIT Margin 16.9%; 2023 年 EBITDA 68.09 亿元，对应 EBIT Margin 19.8%。

万国数据收入预测 / 百万元

Fiscal Period: December	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net sales ¹	2 792	4 122	5 739	7 962	10 699	13 748
EBITDA ¹	1 047	1 824	2 681	3 676	5 131	6 809
Operating profit (EBIT) ¹	168	480	673	1 155	1 811	2 724
Operating Margin	6,03%	11,6%	11,7%	14,5%	16,9%	19,8%
Pre-Tax Profit (EBT) ¹	-440	-426	-548	-434	137	790
Net income ¹	-430	-500	-738	-506	-7,43	495
Net margin	-15,4%	-12,1%	-12,9%	-6,35%	-0,07%	3,60%
EPS ²	-3,44	-3,60	-4,71	-1,76	-0,29	1,96

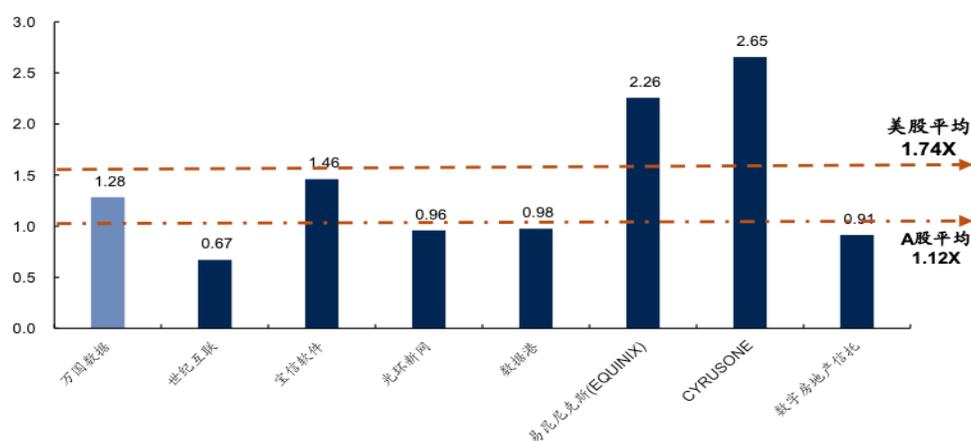
按照 2020 年营业收入 57.39 亿元，目前股价对应公司 EV/SALES 为 24.1X，A 股可比公司平均估值 9.7X，美股可比公司平均估值 11.6X；按照 2021 年营业收入 79.62 亿元，股价对应公司 EV/SALES 为 17.6X，A 股可比公司平均估值 6.7X，美股可比公司平均估值 10.3X；按照 2022 年营业收入 106.99 亿元，目前股价对应公司 EV/SALES 为 13.5X，A 股可比公司平均估值 5.2X，美股可比公司平均估值 9.3X。

万国数据可比公司 EV/SALES 估值情况



万国数据作为国内第三方龙头企业，仍处于持续扩张中，采用 EV/EBITDA/G 方法估值，万国数据处于相对估值中低区间。目前公司仍然处于积极扩张期，龙头领先有望进一步扩大，预计公司 2022-2025 年仍将领先行业增长，参照 2019-2022 三年 EV/EBITDA 复合年均复合增速以及行业增长率变化情况，对应公司 EV/EBITDA/G 为 1.12X，A 股可比公司平均估值 1.15X，美股可比公司平均估值 1.74X。

万国数据可比公司 EV/EBITDA/G 估值情况



万国数据于 2016 年 11 月 2 日登陆纳斯达克(GDS.O)，首发价格 10.00 美元，截至 2021 年 4 月 25 日，收盘价 85.02 美元，区间涨幅 890%。万国数据作为行业龙头，加上市场需求持续增持，以及盈利情况持续改善，推荐投资该股票。