

萬國數據-SW (9698 HK)

中國數據中心王者，抓住未來數據新時代
香港 | 科技行業 | 首次覆蓋

25 Nov 2020

投資概要

萬國數據(下稱「公司」)是第三方數據中心運營商和服務商，主要為客戶提供數據中心、托管及管理服務。數據中心分布於國內核心經濟地區，規模大，電力供應充沛、密度高且高效，公司目前是國內領先的高性能數據中心和 IT 基礎設施服務的提供者之一。

備有豐富的土地儲備 享有資產型護城河

IDC 行業屬於重資產行業，規模越大可享有較低的融資成本及規模經濟。根據艾瑞諮詢的數據，按收入計，公司是 2019 年中國最大的第三方數據中心服務提供商，市場份額為 21.9%。截至 2020 年 6 月 30 日，公司約 98% 的自主開發數據中心位於一線市場，如上海、北京、深圳、廣州、香港等等。因為這些地區互聯網用戶密度最大，有很高比例的數據和應用程序屬高關鍵性和時延敏感，為了滿足他們於金融、工業、商業、通信等需求，公司將數據中心設在靠近主要客戶的地區。這讓公司更有能力把握大企業的合約。豐富的土地儲備都為公司的可持續發展打下堅實基礎，這讓公司更有能力把握大企業的合約，漸漸為公司提供了穩固的護城河。

核心業務持續受惠雲計算發展 公司成長具確定性

中國是全球最大、發展最快的數字經濟體之一。中國正在大力發展雲計算、5G、人工智能、大數據、機器學習、區塊鏈、物聯網、AR 和 VR、電子支付和數字貨幣等新技術，預計創建、傳輸、處理和存儲的數據量將以倍數增加，而來自雲服務的客戶佔公司總簽約面積最大(截至 2020 年 6 月 30 日為 71.8%)。根據艾瑞諮詢的數據，2019 年中國雲計算市場規模為人民幣 1,490 億元，預計將以 34.1% 的複合年增長率增加，至 2024 年達到人民幣 6,452 億元。而雲計算是公司主要的收入主要來源，雲廠商對於數據安全要求極高，所以合作關係穩定，合同期一般為 6-10 年，我們預計公司將直接受惠雲計算高速發展大勢。

國內具領先技術的 IDC

數據中心托管業務要求運營商有足够的功率密度，而萬國數據的數據中心是大規模、高度可靠和高效率的設施，提供了一個靈活、模塊化和安全的運行環境，為他們客戶的計算機系統和網絡設備提供存放、電力和製冷服務以支持他們的 IT 基礎設施。通過裝設高電力密度和優化 PUE，公司的客戶能夠更有效地部署其 IT 系統，並降低其運營和資金成本。另外，萬國數據的管理團隊都在 IT 服務行業擁有深厚的知識和專業技能，其技術水平一直受到業界肯定，多年贏得各大機構頒發的獎項。

估值與投資建議

截止 11 月 23 日收市價，公司的滾動企業價值倍數為 54.65x，我們認為基于公司基本面良好，公司是國內第三方 IDC 行業龍頭，業務亦有強勁增長加上盈利確定性高。我們給予公司 2021 年目標企業價值倍數 38x。我們預計公司 2020/2021/2022 年调整后 EBITDA 為 27.33/37.08/49.31 億人民幣，十二個月目標價為 108 港元，對應 2020/2021/2022 EV/EBITDA 為 50.05x/38.00x/29.66x。首次覆蓋給予買入評級。

(匯率：0.88 人民幣/港元) (現價截至 11 月 23 日)

風險因素

- 1) 客戶對數據中心需求放緩
- 2) 公司的債務水平偏高，令公司的浮動利率債務面臨利率風險
- 3) 公司可能無法取得較高的續約率

買入 (首次)

現價 HKD85.60
(現價截至 11 月 23 日)
目標價 HKD 108.00 (+26.2%)

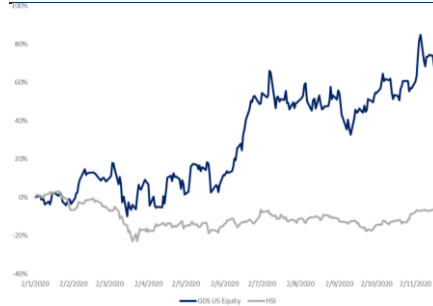
公司資料

普通股股東 (億股) : 14.952
市值 (港幣億元) : 1279.9
52 周 最高價/最低價 (港幣元) : 101.5/81

主要股東 %

STT GDC 32.1
黃偉 5.4

股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

財務資料

RMB'mn except per share data	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	4,122	5,733	7,737	10,280
Net Profit	(442)	(431)	540	1,329
EPS, RMB	(0.33)	(0.29)	0.36	0.89
P/E x	N/A	N/A	269	109
BVPS, RMB	7.59	9.80	10.16	11.05
P/BV, x	9.92	7.69	7.41	6.82
ROE%	(3.89)	(2.94)	3.55	8.04
ROA%	(1.59)	(1.08)	1.29	2.71

Source: Company reports, PSHK

(現價截至 11 月 23 日)

研究員
陳柏嘉 (+852 2277 6527)
parkerchan@phillip.com.hk

行業概況及預測

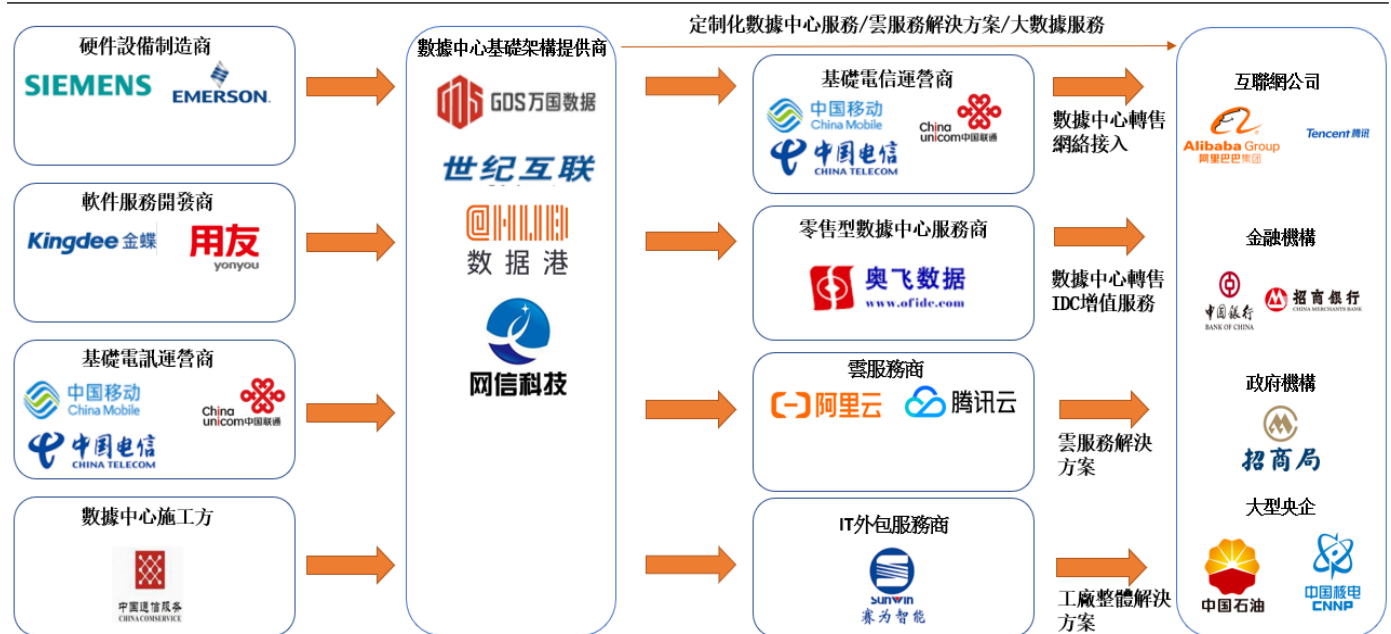
IDC (Internet Data Centre) 全稱為互聯網數據中心，是一種用於安置交付關鍵任務業務應用程序、數據及內容的服務器、存儲及網絡設備的專門設施。

IDC 行業產業鏈主要由基礎電訊運營商、硬件設備製造商數據中心、施工方等；數據中心基礎架構提供商；零售型數據中心服務商、增值服務提供商（包括 IaaS 服務商、IT 外包服務商等）和最終用戶（例如互聯網公司、金融機構、政府機構等等）組成。

基礎運營商、硬件設備製造商、軟件服務開發商和數據中心施工方主要為 IDC 建設提供設備或服務。數據中心基礎架構提供商整合基礎資源提供 IDC 租用服務。基礎電訊運營商提供互聯網帶寬資源及機房資源。零售型數據中心服務商通過租用數據中心提供轉售和增值服務。雲計算的 IaaS 服務商也會以租賃或自建來提供雲服務。

IT 外包服務商/系統集成商向最終用戶提供整體 IT 解決方案，數據中心服務作為一攬子解決方案的構成部分交付給最終用戶。最終用戶包括所有需要將互聯網內容存儲在 IDC 機房的托管服務器的企業、機構單位、政府機關等。

圖一：IDC 行業產業鏈示意圖



資料來源：數據中心白皮書，PSHK

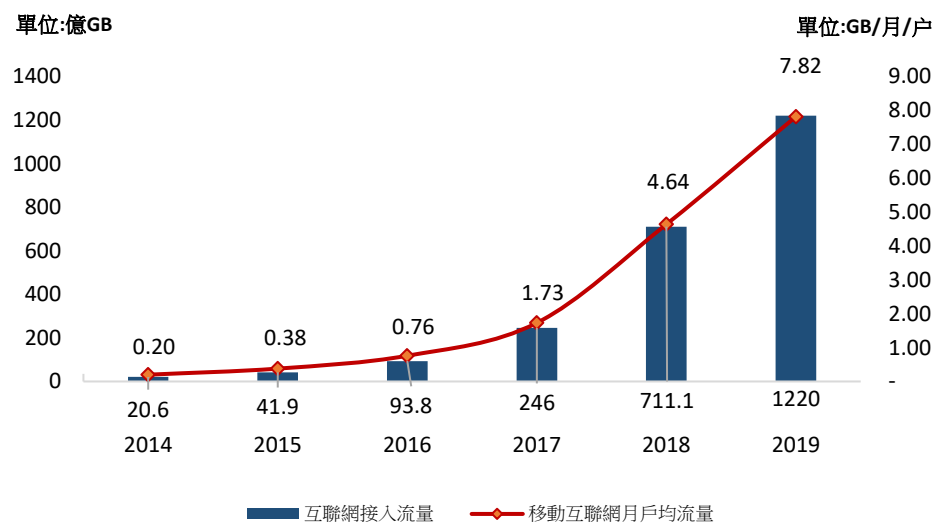
近年來，隨著企業越來越多地採用雲技術，他們在內部自行託管 IT 基礎設施方面面臨著更大的技術挑戰，與傳統的企業客戶相比，雲服務提供商需要更大的數據中心，相應地需要更大的電力容量、靈活的擴展能力、最佳的運營效率以及多市場服務能力。鑒於開發及運營這類數據中心資源所面臨的挑戰，雲服務提供商已選擇將其大部分的需求外包給專業數據中心公司。

加上，中國政府推動「新型基礎設施建設」的概念，包括大型數據中心、人工智能和工業互聯網。該政策導向正在經濟的各個層面迎來新投資浪潮，這將帶來許多有利於數據中心行業的機會。

數據流量爆發增長推動國內數據中心需求

近年來，移動應用，電子商務、網絡遊戲及視頻流服務需求在中國加速增長，使中國市場的移動通信數據流量大幅增長。根據工信部，2014年至2019年，互聯網接入流量由20.6億GB上升到1220億GB，複合年均增長率為126%，移動互聯網月戶均流量亦由0.2GB/月/戶上升到7.82GB/月/戶。複合年均增長率為108%。線上線下服務融合創新保持活躍，各類互聯網應用加快向四五線城市和農村用戶滲透，使移動互聯網接入流量消費保持較快增長。IDC作為數據儲存、雲計算服務等互聯網產業的基礎設施，其發展會與流量需求呈高度正相關。據國際數據公司(IDC)預測，隨着5G商用化到來，物聯網設備、大數據、人工智能等新應用產生的數據將加速成長，中國的數據量由2018年的7.6ZB會增長至2025年的48.6ZB，複合年均增長率為30.35%。

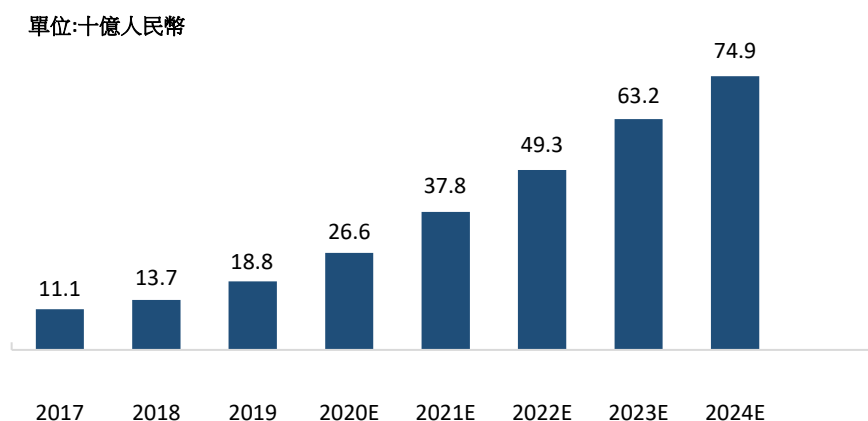
圖二：移動互聯網流量及月戶均流量增長情況(2014-2019年)



資料來源：中國工信部，PSHK

數據中心是產業數字化的關鍵基礎設施，在網絡數據量迅速提升、雲計算興起以及開始步入5G時代的大背景下，對數據中心的需求量將大幅增長。根據艾瑞諮詢的數據，2017至2019年，中國運營商網絡第三方數據中心行業市場規模由111億上升到188億人民幣，複合年均增長率為30.1%。艾瑞諮詢預計，從2019年到2024年，中國運營商網絡第三方數據中心行業市場規模會由188億上升到749億人民幣，複合年均增長率為31.8%。

圖三：中國第三方數據中心行業市場規模(2017-2024年)

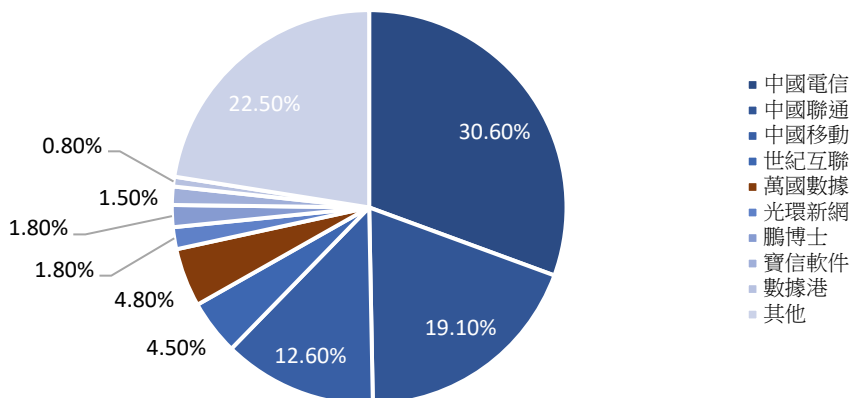


資料來源：艾瑞諮詢，公司招股書，PSHK

第三方 IDC 公司透過差異化經營突圍

中國 IDC 市場格局以三大電訊運營商(中國移動、中國聯通、中國電信)為主，根據中國信通院，其市場份額已佔 62.3%。電訊運營商有充足的帶寬資源和豐富的下游客戶資源，領先於第三方 IDC 公司，但他們往往依賴運營商自己的網絡進行連接，客戶缺乏與其他運營商網絡連接的靈活性。相比電訊運營商，第三方 IDC 公司中立於營運商和雲服務提供商，所以令其客戶能夠訪問中國所有主要的電訊網絡。第三方 IDC 公司可以通過差異化，靈活化，定制化經營實現增長，例如他們能根據服務標準、數據中心性能以及對客戶需求的回應能力進行競爭。隨著專業化分工的持續，我們認為第三方 IDC 公司的發展速度可超過電信運營商數據中心的發展速度。

圖四. 中國 IDC 市場份額(2019 年)

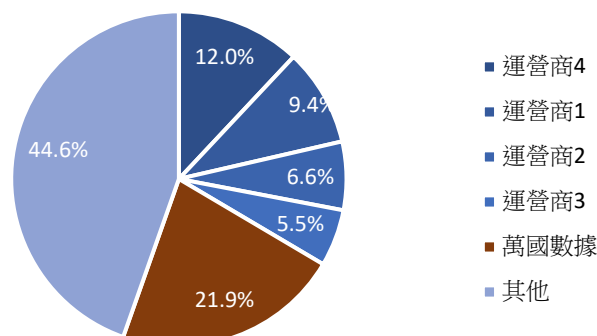


資料來源：中國通信院，前瞻產業院，PSHK

隨着行業整合市場集中度將會提高

IDC 行業具有很高的入行門檻，其中包括資本門檻、技術門檻、產品設計上的門檻等等，而第三方 IDC 市場分散，少數領先的數據中心服務提供商存在於幾個或所有一線市場與每個市場的不同區域公司競爭。根據艾瑞諮詢的數據，萬國數據是中國第三方 IDC 的領先運營商，在 2019 年按收入計的市佔率為 21.9%。由於市場對數據中心的服務要求越來越高(例如：數據中心必須保持連續的運行、監控及高度的安全性)，具有良好運營記錄的運營商是客戶的首選。加上，全球數據中心向超大規模趨勢發展。隨著行業發展，行業龍頭可通過收購一些營運能力較差的公司實現擴張。例如國際龍頭 Equinix 便一直收購數據中心以鞏固其龍頭地位。併購可讓公司擴展服務範圍及提升技術水平，長遠可避免行業出現惡性價格競爭，形成馬太效應。

圖五. 中國第三方 IDC 市場份額(2019 年)



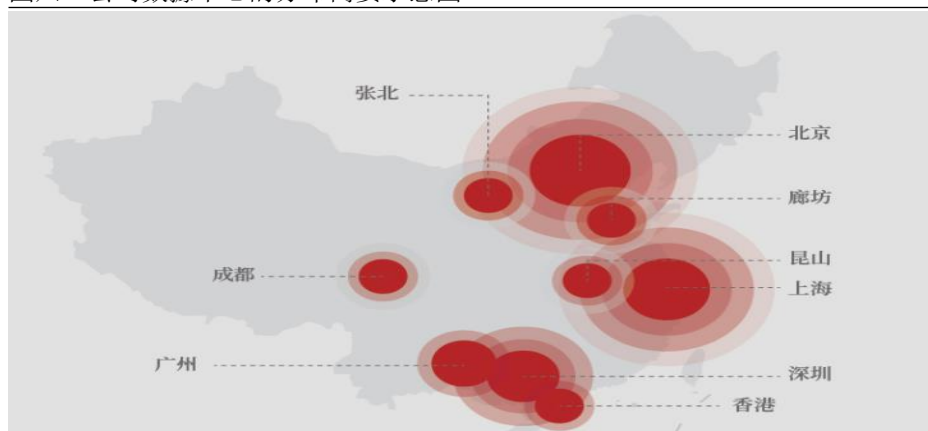
資料來源：公司招股書，PSHK

公司概況

萬國數據成立於 2000 年。公司是第三方數據中心運營商和服務商，擁有 19 年的運營歷史，現時為超過 670 家國內企業提供關鍵業務所需的數據中心、托管及管理雲等 IT 服務。公司於 2016 年 11 月 2 日在美國納斯達克上市納斯達克代碼 (GDS)，2020 年 11 月 2 日在港二次上市，在香港聯交所主板開始買賣，股票代碼為「9698」。公司的收入主要來自 1) 託管服務、2) 管理服務、3) IT 設備銷售。

公司的數據中心規模大，可靠性高，效率高，提供靈活、模塊化和安全的運行環境，可為客戶的計算機系統和網絡設備提供存放、電力和製冷等服務，以支持他們處理關鍵任務的 IT 基礎設施。公司數據中心主要集中于北京、上海、珠三角及其周邊地區。截至 2020 年 6 月 30 日，公司運營中的總淨機房面積為 26 萬平方米，公司的自主開發數據中心組合(包括運營中，在建及持作未來發展)於北京、上海、大灣區分別佔比為 29.9%，34.7%及 23.1%。

圖六. 公司數據中心的分布簡要示意圖



資料來源：公司網站，PSHK

- 1) 托管服務指為客戶提供高度安全、可靠的數據中心環境，可以保證安全存放客戶的服務器和相關 IT 設備。公司的客戶有多種選擇來存放其網絡、服務器和存儲設備。他們可以將設備放置在可以根據其需求定制的共享或私有地方並根據客戶的個別電力需求定制的電力選項。
- 2) 公司的管理託管服務包括廣泛的增值服務，涵蓋數據中心 IT 價值鏈的每一層。公司的一整套管理託管服務包括技術服務、網絡管理服務、數據存儲服務、系統安全服務、數據庫服務和服務器中間件服務。公司的一整套管理雲服務包括與領先的公有雲的直接專用連接、用於管理混合雲的創新服務平台，以及在需要時轉售公有雲服務。
- 3) IT 設備銷售指公司提供 IT 基礎設施，包括銷售 IT 設備和提供諮詢服務。

圖七. 公司數據中心例圖



資料來源：公司網站，PSHK

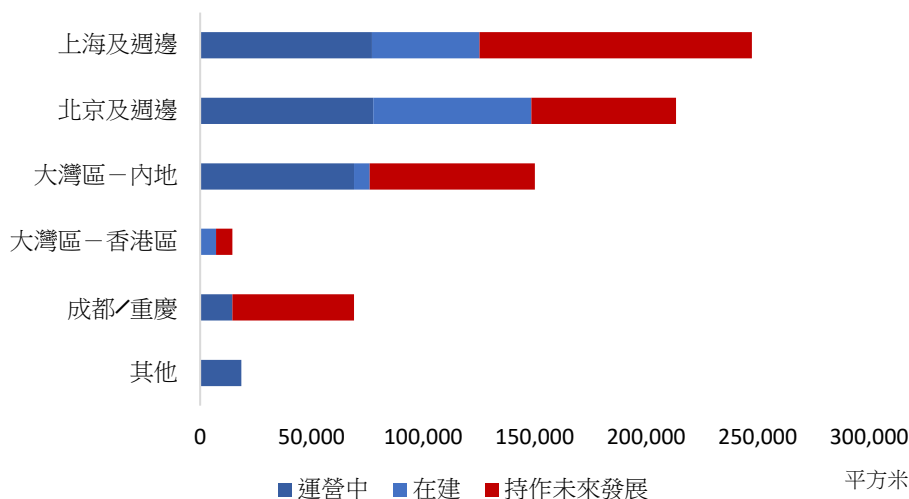
投資亮點

備有豐富的土地儲備 享有資產型護城河

IDC 行業屬於重資產行業，規模越大可享有較低的融資成本及規模經濟。根據艾瑞諮詢的數據，按收入計，公司是 2019 年中國最大的運營商網絡第三方數據中心服務提供商，市場份額為 21.9%。截至 2020 年 6 月 30 日，公司約 98% 的自主開發數據中心位於一線市場，如上海、北京、深圳、廣州、香港等等。因為這些地區互聯網用戶密度最大，有很高比例的數據和應用程序屬高關鍵性和時延敏感，為了滿足他們於金融、工業、商業、通信等需求，公司將數據中心設在靠近主要客戶的地區。

數據中心着重區域布局，由於一線市場的土地供應及供電許可稀缺，令一線城市的機房資源變得稀有，存在一定的供需缺口，而公司早年已積極在一線市場獲得了大量的土地和建築物，並將這些土地和建築物留作潛在未來發展之用。截至 2020 年 6 月 30 日，公司持作未來發展淨機房面積為 32 萬平方米，相比起運營中總淨機房面積 25 萬平方米尚有一倍可發展空間。它們主要分布在上海 (122,082 平方米)、北京 (64,830 平方米)、內地 (74,156 平方米)、香港 (7,440 平方米) 及成都 (54,506 平方米)，這讓公司更有能力把握大企業的合約。豐富的土地儲備都為公司的可持續發展打下堅實基礎，漸漸公司提供了穩固的護城河。

圖八. 萬國數據自主開發數據中心組合 (截至 2020 年 6 月 30 日)



資料來源：公司招股書, PSHK

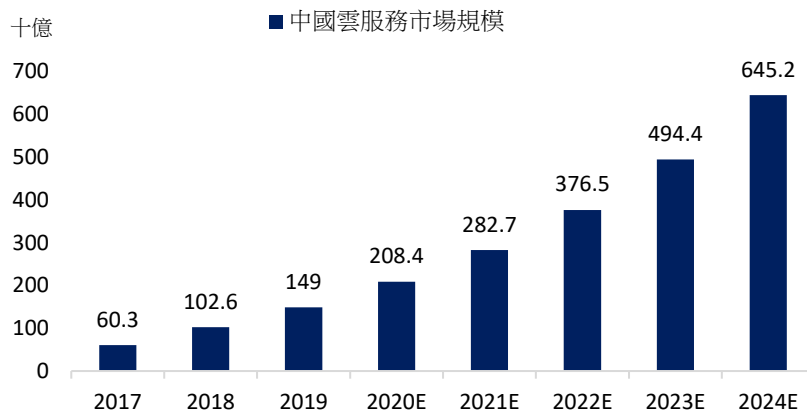
核心業務持續受惠雲計算發展 公司成長具確定性

中國是全球最大、發展最快的數字經濟體之一。中國正在大力發展雲計算、5G、人工智能、大數據、機器學習、區塊鏈、物聯網、AR 和 VR、電子支付和數字貨幣等新技術，預計創建、傳輸、處理和存儲的數據量將以倍數增加，而來自雲服務的客戶佔公司總簽約面積最大 (截至 2020 年 6 月 30 日為 71.8%)。根據艾瑞諮詢的數據，2019 年中國雲計算市場規模為人民幣 1,490 億元，預計將以 34.1% 的複合年增長率增加，至 2024 年達到人民幣 6,452 億元。而雲計算是公司主要的收入主要來源，雲廠商對於數據安全要求極高，所以合作關係穩定，合同期一般為 6-10 年，與美國相比，當前中國的雲計算市場仍處於早期發展階段，市場滲透率較低，具有強大的增長潛力，公司將直接受惠雲計算高速發展大勢。

數據中心屬大型建設，所以客戶中長線的應用需求能否支撐其建設十分重要，因為一旦數據中心投入使用，就會不斷發生折舊，如果空置的話便是帶來低成本效應的營運。萬國數據的客戶包括超大型的雲服務提供商、大型互聯網公司、金融機構、電信運營商、IT 服務提供商，以及國內大型私營企業和跨國公司。其中，互聯網巨頭阿里巴巴和騰訊佔了他們總簽約面積 55% (截至 2020 年 6 月 30 日)。于 2017、2018 年及 2019 年，公司的季度客戶流失率 (來自季度內終止或到

期但並未重續的協議的季度服務收入與上季度的季度服務收入總額的比率) 平均分別為 2.1%、0.9%及 0.5%，及截至 2020 年 6 月 30 日止六個月僅為 0.6%。公司的服務保持高續約率意味著客戶滿意公司的服務水平並為公司帶來穩定收入。另外，不同行業的客戶對數據中心的產品規格有不同的要求，公司客戶來自不同行業意味著公司的數據中心能精準並合乎成本效應按他們要求定制。通過與這些頭部雲服務商、互聯網企業以及金融機構的深度合作，公司能夠把握大客戶對大型容量的需求，並圍繞公司託管的企業和雲服務提供商形成網絡效應。進而吸引新客戶，提高市場份額，增加收入來源。

圖九. 中國雲服務市場規模



資料來源：公司招股書，艾瑞諮詢，PSHK

圖十. 萬國數據新增大型互聯網客戶 (2011-2020)



資料來源：公司資料，PSHK

國內具領先技術的 IDC

數據中心托管業務要求運營商有足够的功率密度，萬國數據的數據中心是大規模、高度可靠和高效率的設施，提供了一個靈活、模塊化和安全的運行環境，為他們客戶的計算機系統和網絡設備提供存放、電力和製冷服務以支持他們的關鍵性 IT 基礎設施。通過裝設高電力密度和優化 PUE，公司的客戶能夠更有效部署其 IT 系統，並降低其運營和資金成本。根據公司招股書，高性能的數據中心一般具有以下特點：

高可用性： 萬國數據的數據中心統配備了充足的冗餘傳輸路徑以符合 Uptime Institute 界定的三級標準，從而滿足客戶對重要的 IT 基礎設施的存放要求。

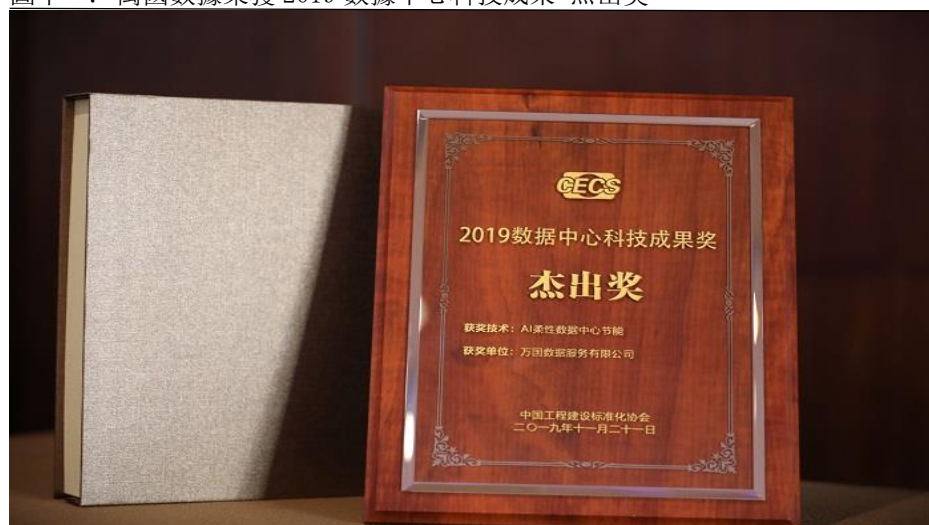
高電力密度： 電力密度指電力容量與淨機房面積之比。萬國數據的數據中心容量的平均電力密度約為 2.2kW/平方米，而中國的行業平均電力密度為 1kW/平方

米。通過裝置高電力密度的設施，公司客戶可更有效地使用其 IT 基礎設施，從而降低他們的 IT 投資和運營成本。

高電力效率：萬國數據的平均 PUE 值為 1.25-1.4，而 2019 年中國的平均 PUE 水平為 1.7 倍。高電力效率降低了運營成本，有利於公司的客戶，也減少了公司的碳足跡。

公司的技術水平一直受到業務肯定，多年贏得各大機構頒發的獎項。例如 2019 年 11 月萬國數據便以“AI 柔性數據中心節能”系統憑藉精細化、自動化、智能化的能效管理特性，榮獲“2019 數據中心科技成果杰出獎”，數據中心科技成果獎是經國家科學技術獎勵工作辦公室批准，中國工程建設標準協會特設立的行業內國家頂級科技獎項，“杰出獎”為最高獎項。目前，該技術可輔助數據中心運營人員進行 7×24 小時全自動能效精細管理，降低 PUE，從而提升運營效率。

圖十一. 萬國數據榮獲 2019 數據中心科技成果-杰出獎



資料來源：公司網頁, PSHK

另外，萬國數據的管理團隊都在 IT 服務行業擁有深厚的知識和專業技能，萬國數據的創始人、主席兼首席執行官黃偉是一位有遠見卓識的先驅者，在中國數據中心行業擁有 19 年的經驗。公司的高級管理團隊擁有在領先的跨國 IT 服務提供商工作的豐富經驗。

表一. 萬國數據部份董事及高級管理層履歷(截至 2020 年 6 月 30 日)

名稱	職位	履歷
黃偉先生	創始人兼董事會主席 首席執行官	海富產業投資基金管理有限公司-董事 上海美寧計算機軟體有限公司-高級副總裁
Sio Tat Hiang 先生	董事會副主席	Singapore Technologies Telemedia Pte Ltd.-董事 U Mobile Sdn Bhd-董事會成員 Virtus HoldCo Limited-董事會成員 STT Global Data Centres India Private Limited-董事會成員
Satoshi Okada 先生	董事	軟銀集團 - 管理職位 Baozun Inc. - 董事會董事 Alibaba.com Japan - 董事
Daniel Newman 先生	首席財務官	美銀美林 - 董事總經理 印度孟買信實通信 - 董事長辦公室的顧問 德意志銀行 - 董事總經理
Jamie Gee Choo Khoo 女士	首席運營官	ST Telemedia - 管理職務 ABB (China) Holdings Limited 安永(新加坡) - 財務和諮詢工作

資料來源：公司招股書, PSHK

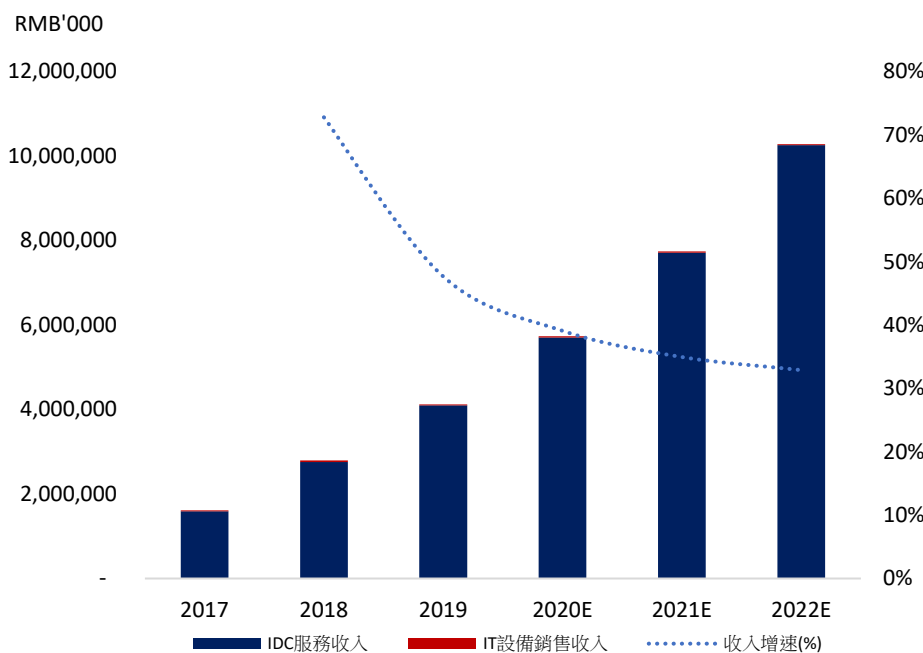
財務分析及預測

收入分析

公司的收入主要分成兩部分，包括1) IDC服務收入及2) IT設備銷售。其中，公司2017/2018/2019的服務收入分別為15.9/27.6/40.9億人民幣，分別佔總收入的98.5%/98.8%/99.3%，年均複合增長率為60.4%。公司數據中心主要採取自建及併購的方式獲取，一線城市數據中心總面積將繼續保持穩健增長，二線城市數據中心擴張加速；我們預計，2020年數據中心運營總面積約31.9萬平方米，計費面積20.6萬平方米，2021年交付總面積約42.4萬平方米，計費面積27.8萬平方米，2022年交付總面積約53.4萬平方米，計費面積35.6萬平方米公司。整體計費率維持65%-70%區間。結合前文我們對公司的分析，我們預計公司2020/2021/2022的IDC服務業務收入分別為57.1/77.1/102.5億人民幣，按年上升39.1%/34.9%/32.8%。

公司2017/2018/2019的IT設備銷售收入分別為2.4/3.3/2.8千萬人民幣，分別佔總收入的1.5%/2.0%/1.7%，年均複合增長率為7.0%。我們預計公司2020/2021/2022IT設備銷售收入將分別為2.8/2.8/2.9千萬人民幣，按年上升1.0%/1.0%/1.0%。總括而言，公司2020/2021/2022的預測總收入分別為57.3/77.4/102.8億人民幣。分別同比增長39.1%/35.0%/32.9%。

圖十二. 公司收入情況和預測



資料來源：公司年報, PSHK

表二. 公司分類收入

(RMB'000)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Service revenue	1,591,860	2,759,490	4,094,571	5,705,269	7,708,181	10,251,533
Equipment sales	24,306	32,587	27,834	28,112	28,393	28,677
Revenue	1,616,166	2,792,077	4,122,405	5,733,381	7,736,575	10,280,210

資料來源：公司年報, PSHK

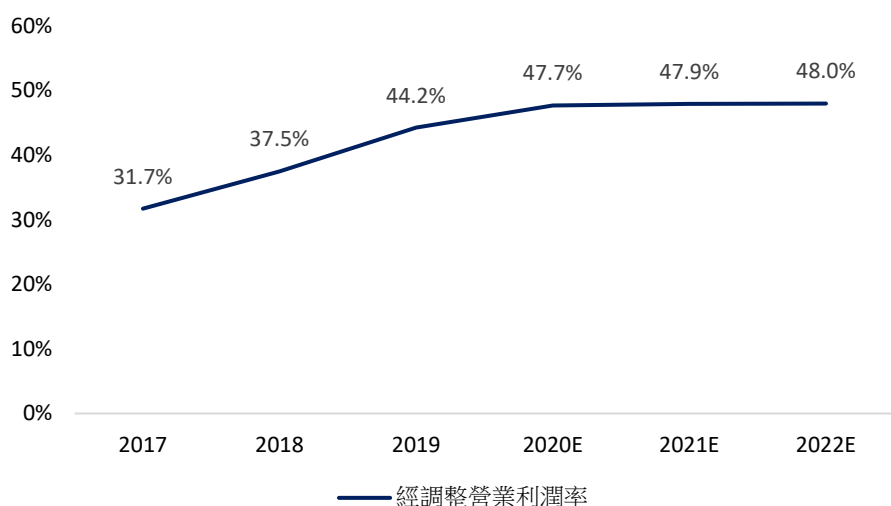
成本和費用

公司主要的成本為銷售成本，主要費用為銷售及營銷開支、一般及行政開支及研發開支。2019年，它們分別為30.80/1.30/4.11/0.22億人民幣，佔收入74.7%/3%/10%/0.5%。銷售成本方面，隨著業務的擴展，銷售成本將繼續增加，而我們預計電力、成本、折舊和攤銷以及租金成本將繼續構成銷售成本的最大部分。我們預計2020-2022年公司的銷售成本佔收入將收益於規模經濟會下降於一定水平，它們分別為72.7%/68.0%/65.0%，意味着我們預計2020-2022年公司的毛利率為27.3%/32.0%/35.0%。而銷售及市場推廣開支、研發開支及一般及行政開支我們認為隨着公司的品牌漸趨成熟，其費用率將會下降到一定的收入比率。基於以上，我們預計2020-2022年公司的營運成本為48.6/60.3/75.1億人民幣。

經調整營業利潤率 (Adjusted EBITDA) 分析

公司的經調整營業利潤率於過去3年保持穩定增長，由2017年的31.7%上升到2019年的44.2%。主要是因為公司一直嚴格控制營運成本並積極拓展新增長動力。我們預計公司2020-2022年得益於數字經濟，公司作為IDC行業龍頭，將把握機會把經調整營業利潤率會進一步上升。我們預計公司會於2020-2022年繼續改善，他們分別為47.7%/47.9%/48.0%。

圖十三. 公司營業利潤率及預測



資料來源：公司年報, PSHK

估值與投資建議

截止11月23日收市價，公司的滾動企業價值倍數(TTM)為54.65x，我們認為基於公司基本面良好，公司是國內第三方IDC行業龍頭，業務亦有強勁增長加上盈利確定性高。我們給予公司2021年目標企業價值倍數38x，對應企業價值為1,417億元人民幣。

我們預計公司2020/2021/2022年调整后EBITDA為27.33/37.08/49.31億人民幣，十二個月目標價為108港元，對應2020/2021/2022EV/EBITDA為50.05x/38.00x/29.66x。首次覆蓋給予買入評級。(匯率：0.88人民幣/港元)(現價截至11月23日)

同行比較

Company	Stock code	Closing Price	Market Cap	P/E			EV/EBITDA		
				TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
(listed currency) (million RMB)									
万国数据	9698 hk equity	86.50	108,409	-	-	630.48	54.65	41.375	30.319
宝信软件	600845 ch equity	62.27	60,531	57.3x	57.6x	46.0x	-	-	-
光环新网	300383 ch equity	19.06	29,366	33.0x	30.9x	24.8x	-	17.6x	13.9x
数据港	603881 ch equity	70.00	16,510	118.7x	108.1x	61.7x	-	39.0x	26.1x
Equinix有限公司	eqix US equity	730.59	426,013	110.8x	137.1x	84.8x	28.9x	26.3x	23.6x
CyrusOne股份有限公司	cone us equity	71.94	56,365	-	325.5x	266.0x	22.2x	22.0x	20.3x
数字房地产信托有限公司	dtr us equity	143.00	270,466	291.8x	87.2x	113.6x	37.5x	26.3x	24.1x
Average				122.3x	124.4x	175.4x	35.8x	28.8x	23.1x
Median				110.8x	97.6x	73.3x	28.9x	26.3x	23.6x

現價截至 11 月 23 日

資料來源: Bloomberg, PSHK

風險因素

- 1) 客戶對數據中心需求放緩
- 2) 公司的債務水平偏高，令公司的浮動利率債務面臨利率風險
- 3) 公司可能無法取得較高的續約率

財務報表

財務摘要

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio	N/A	N/A	N/A	237.04	96.32
P/B ratio	20.40	9.92	7.69	7.41	6.82
Per share data (RMB)					
EPS	-0.29	-0.33	-0.29	0.36	0.89
Book value per share	3.69	7.59	9.80	10.16	11.05
Adjusted EBITDA per share	0.70	1.22	1.83	2.48	3.30
Growth & Margin					
Revenue growth	73%	48%	39%	35%	33%
Adjusted EBITDA growth	104%	74%	50%	36%	33%
Net profit growth	-32%	-16%	14%	225%	146%
Adjusted EBITDA margin	37%	44%	48%	48%	48%
Net profit margin	-15%	-11%	-8%	7%	13%
Key Ratios					
ROE	-7.8%	-3.9%	-2.9%	3.6%	8.0%
ROA	-2.1%	-1.6%	-1.1%	1.3%	2.7%

現價截至 11 月 23 日

資料來源：公司年報, PSHK

合併綜合收益表

(RMB'000)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Service revenue	1,591,860	2,759,490	4,094,571	5,705,269	7,708,181	10,251,533
Equipment sales	24,306	32,587	27,834	28,112	28,393	28,677
Revenue	1,616,166	2,792,077	4,122,405	5,733,381	7,736,575	10,280,210
Cost of Sales	(1,207,694)	(2,169,636)	(3,079,679)	(4,168,168)	(5,260,871)	(6,682,137)
Gross Profit	408,472	622,441	1,042,726	1,565,213	2,475,704	3,598,074
Sales and marketing expenses	(90,118)	(110,570)	(129,901)	(143,335)	(185,678)	(154,203)
General and administrative expenses	(228,864)	(329,601)	(411,418)	(516,004)	(541,560)	(616,813)
Research and development expenses	(7,261)	(13,915)	(21,627)	(30,079)	(40,588)	(53,932)
Income from operations	82,229	168,355	479,780	875,796	1,707,878	2,773,126
Other income (expenses):						
Interest income	5,600	19,213	53,017	6,784	6,766	12,424
Interest expenses	(412,003)	(656,186)	(968,693)	(1,243,040)	(1,176,365)	(1,044,588)
Foreign currency exchange (loss)gain, net	(12,299)	20,306	(6,000)	-	-	-
Government grants	3,062	3,217	9,898	12,578	8,564	10,347
Others, net	435	5,436	5,565	1,326	4,109	3,667
Loss before income tax	(332,976)	(439,659)	(426,433)	(346,556)	550,952	1,754,976
Income tax benefits (expenses)	6,076	9,391	(15,650)	(84,174)	(11,019)	(426,262)
(Loss)/Profit for the year	(326,900)	(430,268)	(442,083)	(430,730)	539,933	1,328,714

資料來源：公司年報, PSHK

合併資產負債表

(RMB'000)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Non-current assets						
Property, plant and equipment, net	8,165,601	13,994,945	19,184,639	25,327,312	25,736,435	25,120,431
Intangible assets, net	348,466	482,492	394,628	616,803	887,765	1,207,991
Prepaid land use rights, net	26,245	756,957	747,187	720,724	680,463	630,565
Operating lease right-of-use assets	-	-	796,679	1,909,239	2,576,311	3,423,351
Goodwill	1,570,755	1,751,970	1,905,840	2,409,325	2,409,325	2,409,325
Deferred tax assets	14,305	36,974	72,931	101,431	136,871	181,871
Restricted cash	63,317	123,039	128,025	171,705	171,705	171,705
VAT recoverable	290,065	488,526	888,483	385,643	385,643	385,643
Other non-current assets	211,785	212,944	289,410	385,643	385,643	385,643
	10,690,539	17,847,847	24,407,822	31,084,834	32,427,170	32,973,533
Current assets						
Cash	1,873,446	2,161,622	5,810,938	6,997,548	6,977,766	13,051,208
Restricted cash	10,837	87	34,299	112,756	112,756	112,756
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accr	364,654	536,842	879,962	1,223,838	1,651,437	2,194,397
Value-added tax recoverable	112,067	163,476	129,994	180,794	243,962	324,171
Prepaid expenses	50,373	64,843	80,913	112,533	151,851	201,776
Other current assets	42,651	110,526	148,603	155,782	155,782	155,782
	2,454,028	3,037,396	7,084,709	8,783,251	9,293,553	16,040,091
Total assets	13,144,567	20,885,243	31,492,531	39,868,085	41,720,723	49,013,624
Non-current liabilities						
Long-term borrowings	3,459,765	5,203,708	8,028,473	9,337,882	5,953,600	5,953,600
Convertible bond payable	-	2,004,714	2,049,654	2,086,179	2,086,179	2,086,179
Operating lease liabilities	-	-	709,998	987,455	1,332,463	1,770,551
Finance lease and other financing obligations	2,303,044	4,134,327	4,751,121	6,607,790	8,916,495	11,848,065
Deferred tax liabilities	124,277	171,878	252,672	351,413	474,193	630,099
Other long-term liabilities	358,898	340,812	345,537	345,537	345,537	345,537
	6,245,984	11,855,439	16,137,455	19,716,256	19,108,467	22,634,031
Current liabilities						
Short-term borrowings	790,484	1,283,320	1,137,737	1,582,348	2,135,207	2,837,221
Accounts payable	1,110,411	1,508,020	1,675,966	2,330,909	3,145,309	4,179,425
Accrued expenses and other payable	368,624	476,564	817,883	1,137,500	1,534,932	2,039,588
Deferred revenue	55,609	73,077	90,316	59,826	80,729	107,271
Operating lease liabilities	-	-	55,139	76,687	103,480	137,502
Finance lease and other financing obligations	97,943	166,898	222,473	309,412	417,518	554,790
	2,423,071	3,507,879	3,999,514	5,496,682	7,417,175	9,855,798
Total liabilities	8,669,055	15,363,318	20,136,969	25,212,938	26,525,642	32,489,829
Redeemable preferred shares	-	-	1,061,981	1,064,137	1,064,137	1,064,137
Ordinary shares	320	341	412	434	434	434
Additional paid-in capital	5,861,445	7,275,945	12,403,043	16,125,571	16,125,571	16,125,571
Accumulated other comprehensive loss	(200,688)	(139,254)	(52,684)	(47,075)	(47,075)	(47,075)
Accumulated deficit	(1,185,565)	(1,615,107)	(2,057,190)	(2,487,920)	(1,947,986)	(619,272)
Total redeemable preferred shares and shareholders' equity	4,475,512	5,521,925	11,355,562	14,655,147	15,195,081	16,523,795

資料來源：公司年報, PSHK

綜合現金流量表

(RMB'000)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
(Loss)/profit for the year	(326,900)	(430,268)	(442,083)	(430,730)	539,933	1,328,714
Depreciation and amortization	378,130	741,507	1,142,032	1,380,308	1,491,754	1,501,152
Others	96,321	133,106	253,993	289,188	463,030	604,563
Decrease/(Increase) in working capital assets	(316,946)	(404,728)	(686,650)	(433,475)	(530,084)	(673,096)
Increase/(Decrease) in working capital liabilities	(34,405)	(13,933)	33,523	1,052,557	1,367,634	1,736,609
Decrease/(Increase) in other non-current assets	(23,111)	(37,035)	(8,678)	(96,233)	-	-
Increase/(Decrease) in long-term liabilities	59,095	(1,559)	1,299	-	-	-
Net cash (used in) provided by operating activities	(167,816)	(12,910)	293,436	1,761,616	3,332,267	4,497,942
Capital expenditures	(2,000,054)	(4,745,946)	(5,105,600)	(10,492,839)	(6,286,033)	(6,801,683)
Others	(5,000)	12,896	(25,631)	(5,912)	(6,216)	(12,586)
Cash from investing activities	(2,005,054)	(4,733,050)	(5,131,231)	(10,492,839)	(6,286,033)	(6,801,683)
Cash from financing activities	2,355,728	4,876,806	8,361,939	10,039,970	2,933,984	8,377,183
Net change in cash during period	182,858	130,846	3,524,144	1,308,747	(19,782)	6,073,442
Cash and cash equivalents at beginning of year	1,838,992	1,947,600	2,284,748	5,973,262	7,282,009	7,262,227
Effect of changes in foreign exchange rates on cash and cash equivalents	(74,250)	206,302	164,370	-	-	-
Cash and cash equivalents at end of year	1,947,600	2,284,748	5,973,262	7,282,009	7,262,227	13,335,669

資料來源：公司年報, PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm