

万国数据-SW (09698.HK)

收入稳健增长，东南亚战略布局稳步推进

公司收入增长较快，全年资本开支目标提高。公司 3Q21 营业收入 20.6 亿元，同比+35.2%，环比+10.6%，季度新增投入使用面积 18678 平方米。3Q21 调整后 EBITDA 同比+34.2%至 9.6 亿元，EBITDA 净利润率为 46.7%，环比降低 1.2pct，主要是由于夏季用电量、电力供应紧张及使用更多后备电源提升了费用率。3Q21 内生资本开支约 32 亿元，收购对价约 6 亿元，合计资本开支约 38 亿元，前三季度累计资本开支约 110 亿元。由于 2H21 上架速度有可能低于预期且电力成本增加，公司调低了收入和调整后 EBITDA 的指引上限；由于公司决定通过收购等方式加快扩张，全年资本开支目标由 120 亿元提高至 160 亿元，反映了公司对未来需求依然充满信心。

公司东南亚战略布局稳步推进，落地马来西亚和印度尼西亚。7月15日，公司宣布将在马来西亚柔佛州建设超大规模数据中心园区，建成后净机房面积约 2.25 万平方米，总 IT 容量达 54 兆瓦，一期工程（约 18 兆瓦 IT 容量）预计于 1H24 完工。11月15日，公司宣布计划在印度尼西亚峇淡岛农萨数码工业园绿地建设 2 座数据中心，总净机房面积约 1 万平方米，IT 容量 28 兆瓦，并将使用可再生能源。

公司将逐步提升对 BOT 项目的持股比例。以往在与 GIC 合作的 IDC 项目中，公司负责建造并在建成后项目 90%权益出售予 GIC 以回笼资金，其后向项目收取运营管理费并最终分享项目 10%的利润。近期部分合作 IDC 项目开始改为 BOT 合作模式，万国数据在项目建成后保留 51%股份，GIC 持有另外 49%的股份。通过提升持股比例，万国数据降低了单个项目的杠杆率，但是从单个项目所得的盈利总额将变大，同时也提升了对这些 BOT 项目的掌控能力。

投资建议：我们测算公司 2021-2023 年收入分别为 77.8/98.4/119.3 亿元人民币，调整后 EBITDA 分别为 36.6/47.3/58.9 亿元人民币。给予公司美股目标价 69.35 美元/港股 67.62 港元，对应未来 12 个月 EV/EBITDA 目标倍数 23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：今年以来政策监管趋严，能耗指标越来越难获得；数据中心签约、上架不及预期；负债率过高风险；下游客户若加大自建 IDC 会影响行业格局；下游客户面临更严格的行业管制。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,122	5,739	7,776	9,842	11,934
增长率 yoy (%)	47.6	39.2	35.5	26.6	21.3
归母净利润(百万元)	-501	-738	-1,078	-1,070	-1,123
增长率 yoy (%)	16.2	47.2	46.2	-0.7	4.9
EPS 最新摊薄(元/股)	-2.68	-3.95	-5.77	-5.73	-6.01
净资产收益率(%)	-3.9	-2.5	-4.5	-4.7	-5.3
P/E(倍)	-22.4	-15.2	-10.4	-10.5	-10.0
P/B(倍)	0.99	0.42	0.44	0.46	0.48

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 17 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11月17日收盘价(港元)	59.60
总市值(百万港元)	89,112.75
总股本(百万股)	1,495.18
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.09

股价走势



作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《万国数据-SW (09698.HK): EBITDA 持续高增长，下游客户需求未见放缓》2021-08-20
- 2、《万国数据(9698.HK/GDS.O): EBITDA 增速超指引，IDC 行业管制趋严没有动摇公司成长逻辑》2021-05-21
- 3、《万国数据(9698.HK/GDS.O): EBITDA 超指引，2021 年成长路径清晰》2021-03-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7085	18319	17337	14779	14754
现金	5811	16259	14711	11732	11168
应收票据及应收账款	1144	1904	2416	2764	3203
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	130	156	210	284	383
非流动资产	24408	38940	46955	57871	66909
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19185	29596	40804	51005	59738
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5223	9344	6151	6866	7171
资产总计	31493	57259	64293	72650	81663
流动负债	4000	7644	8965	10482	12713
短期借款	683	1292	1615	2100	2624
应付票据及应付账款	2584	5150	5808	6345	7579
其他流动负债	733	1202	1542	2038	2510
非流动负债	16137	22947	29805	37800	45817
长期借款	10078	12495	17262	22749	27756
其他非流动负债	6059	10452	12542	15051	18061
负债合计	20137	30591	38770	48282	58530
少数股东权益	0	0	-67	-151	-264
股本	0	1	1	1	1
资本公积	13465	29830	29830	29830	29830
留存收益	-2110	-3163	-4308	-5463	-6698
归属母公司股东权益	11356	26668	25589	24519	23396
负债和股东权益	31493	57259	64293	72650	81663

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	293	321	2747	3813	5434
净利润	-443	-669	-1145	-1155	-1236
折旧摊销	1142	1638	2248	2749	3334
财务费用	916	1287	1584	2088	2649
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-665	-920	60	131	687
其他经营现金流	-656	-1015	0	0	0
投资活动现金流	-5131	-9378	-10264	-13664	-12372
资本支出	-5131	-9378	-8668	-9833	-8672
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-0	-0	-1596	-3831	-3700
筹资活动现金流	8362	20144	5968	6872	6374
短期借款	-87	609	323	485	525
长期借款	2870	2417	4767	5487	5007
普通股增加	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	6189	16365	0	0	0
其他筹资现金流	-610	752	878	900	842
现金净增加额	3689	10520	-1549	-2979	-564

利润表 (百万元)

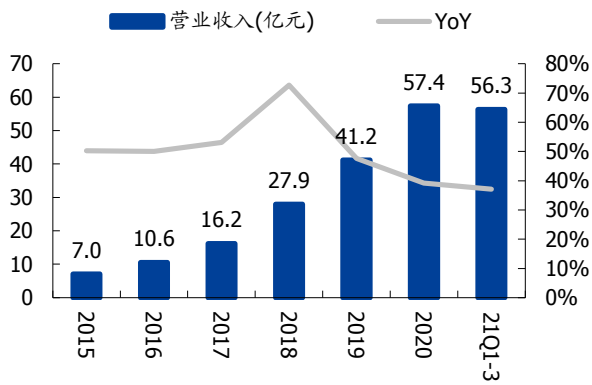
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4122	5739	7776	9842	11934
营业成本	3080	4189	5643	6988	8354
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	130	135	163	197	215
管理费用	411	703	933	1083	1253
研发费用	22	40	47	54	60
财务费用	916	1287	1584	2088	2649
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-436	-615	-594	-567	-596
营业外收入	8	66	73	80	88
营业外支出	0	0	417	459	505
利润总额	-428	-548	-939	-946	-1013
所得税	16	121	206	208	223
净利润	-443	-669	-1145	-1155	-1236
少数股东损益	-58	-69	-67	-84	-113
归属母公司净利润	-501	-738	-1078	-1070	-1123
Adjusted EBITDA	1824	2681	3655	4728	5891
EPS (元)	-2.68	-3.95	-5.77	-5.73	-6.01

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	47.6	39.2	35.5	26.6	21.3
营业利润(%)	7.0	-41.0	3.3	4.5	-5.0
归属于母公司净利润(%)	16.2	47.2	46.2	-0.7	4.9
获利能力					
毛利率(%)	25.3	27.0	27.4	29.0	30.0
净利率(%)	-12.2	-12.9	-13.9	-10.9	-9.4
ROE(%)	-3.9	-2.5	-4.5	-4.7	-5.3
ROIC(%)	0.4	-0.3	-1.1	-0.7	-0.4
偿债能力					
资产负债率(%)	63.9	53.4	60.3	66.5	71.7
净负债比率(%)	101.0	33.2	70.3	122.6	170.6
流动比率	1.8	2.4	1.9	1.4	1.2
速动比率	1.7	2.4	1.9	1.4	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
应收账款周转率	4.4	3.8	3.6	3.8	4.0
应付账款周转率	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.68	-3.95	-5.77	-5.73	-6.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.72	14.70	20.40	29.07
每股净资产(最新摊薄)	60.76	142.68	136.92	131.19	125.18
估值比率					
P/E	-22.4	-15.2	-10.4	-10.5	-10.0
P/B	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	46.6	31.7	23.3	18.0	14.4

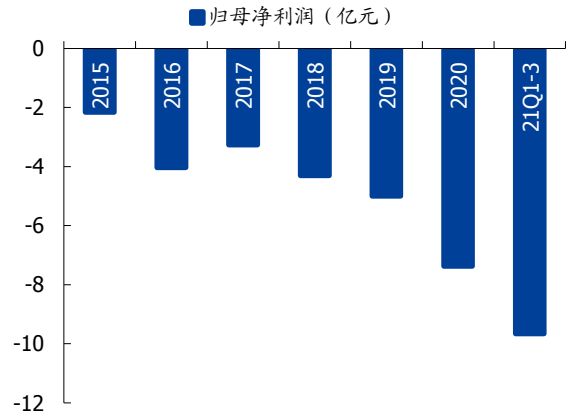
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 17 日收盘价

图表 1: 公司历年营业收入及增速



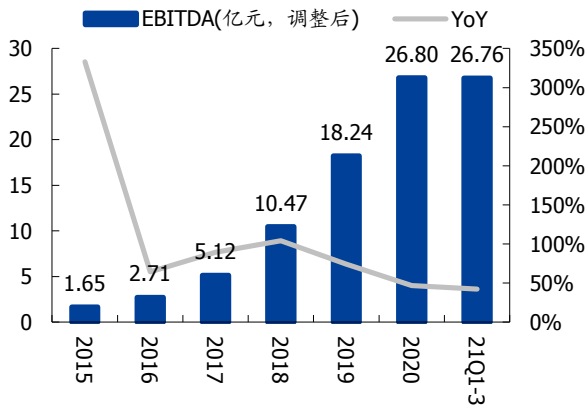
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历年归母净利润



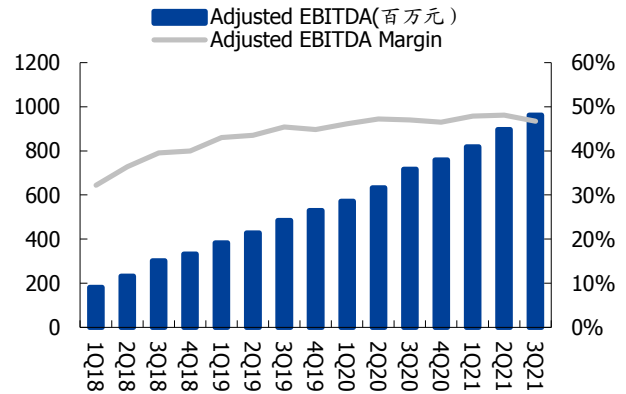
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司年度调整后 EBITDA 及增速



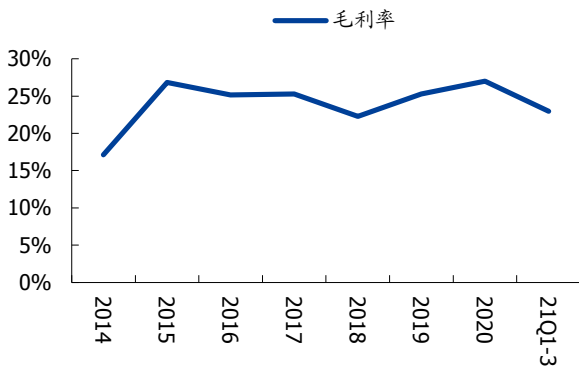
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司单季调整后 EBITDA 及 EBITDA margin



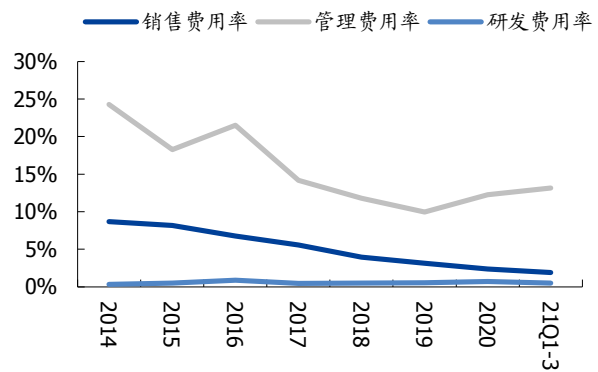
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年毛利率



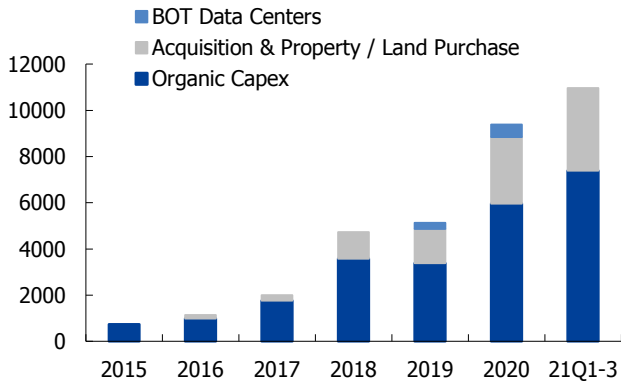
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司历年费用率



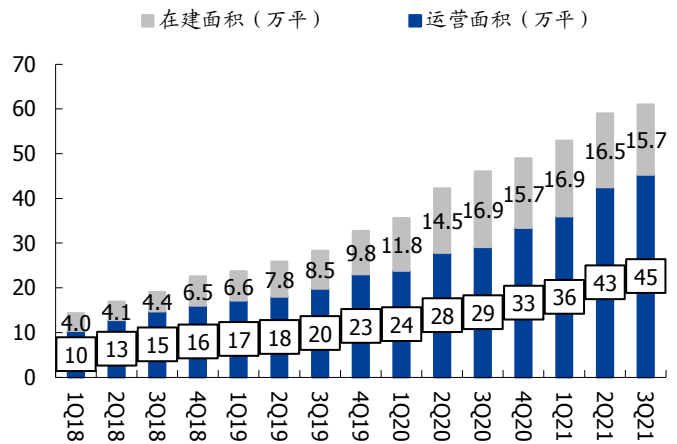
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司数据中心 Capex 投入 (亿元)



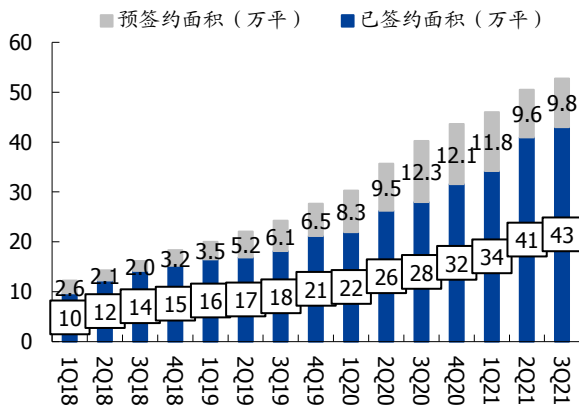
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 21Q1 起 BOT 并入 Organic)

图表 8: 公司数据中心总面积及构成 (万平)



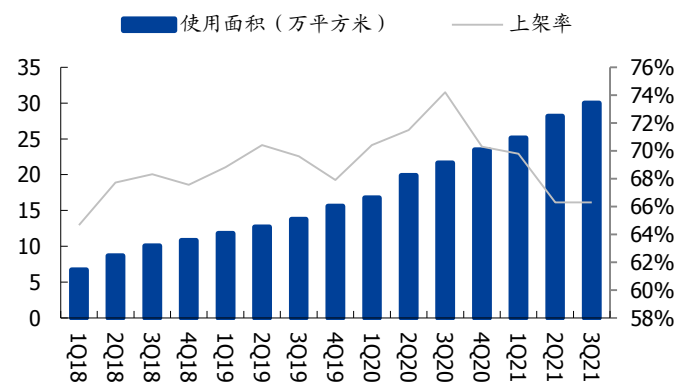
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 19Q4 起含 BOT 面积)

图表 9: 公司数据中心签约面积及构成 (万平)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 19Q4 起含 BOT 面积)

图表 10: 公司数据中心使用面积及上架率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 19Q4 起含 BOT 面积)

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com