

推荐 (维持)

## REITs助推IDC行业发展，光环新网核心受益

2020年05月06日

### 公募REITs试点对IDC行业影响解读

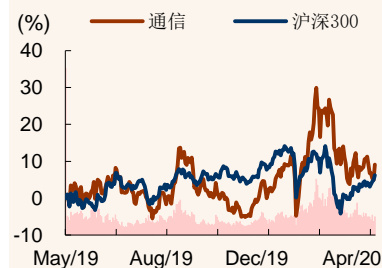
上证指数 2860

#### 行业规模

	占比%
股票家数 (只)	133 3.5
总市值 (亿元)	16703 2.8
流通市值 (亿元)	12346 2.6

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.6	8.3	-1.5
相对表现	-2.5	7.7	-1.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《招商通信 TMT 周周谈 (2020 年第 18 周) 通信行业 2019 年报及 2020 年一季度报详解: IDC、云视频、光模块表现亮眼, 板块有望环比逐季改善》2020-05-05
- 2、《招商通信周周谈 (2020 年第 17 周) ——运营商三月数据大幅改善, 阿里云加大基础设施投入》2020-04-26
- 3、《通信行业点评报告—阿里云三年再投两千亿加码云基建, 云产业链全线受益》2020-04-20

余俊

021-33938892  
yujun@cmschina.com.cn  
S1090518070002

蒋颖

jiangying2@cmschina.com.cn  
S1090519070005

4月30日, 证监会和发改委联合发布《基础设施 REITs 试点通知》, 标志我国公募 REITs 试点正式起航, 新基建、信息网络是公募 REITs 试点关注的七大领域之二, IDC 作为新基建和信息网络重点组成部分, 将受益于公募 REITs 试点推广。

- **全球 IDC REITs 增长强劲, 助力巨头实现快速扩张。**从全球来看, 超 30% 的 IDC 企业已成为 REITs。Equinix 是全球最大的 IDC REITs, 2014 年成为 REITs 后, 开启大规模并购之路, 实现了机柜数量和盈利能力的持续提升, 从五年累计总回报来看, Equinix 2014-2019 年收益大幅跑赢相关指数。新加坡吉宝 DC REIT 为亚洲唯一纯正 IDC REITs, 上市以来增长强劲, 2019 年吉宝 DC REIT 的年化综合回报率达 59.8%, 超过新加坡 REITs 行业平均水平的两倍。
- **IDC REITs 将提升企业融资能力、改善企业盈利能力、加速行业整合、提升行业估值。**IDC 项目做成 IDC REITs 后, 三表出表, 对 IDC 企业而言, 资产端可以将商誉一并剥离, 有助于提升整体 ROE 水平, 同时可降低资金成本和财务风险, 收入端可通过代运营等业务保持, 同时通过后续再扩张, 有望提升盈利能力。IDC REITs 同时为企业提供了轻资产运营的可能性, 以及融资新思路, 有利于降低 IDC 项目的融资难度、拓宽融资渠道、降低杠杆水平, 帮助企业实现快速的并购和大规模扩张, 加速行业整合、提升行业整体估值。
- **具备资产完整性的 IDC 项目有望率先受益于 IDC REITs 试点。**美国的 REITs 以公司型为主, 国内 IDC REITs 基本是以公募基金+ABS 为主, 以契约型为主, 整体倾向于将有稳定现金流的项目拿出去做单独的 IPO, 在这种情况下, 对资产完整性要求非常高, 涉及到土地产权问题、设备归属问题、运营归属问题等, 原则上必须自有土地、自持物业, 同时要求项目稳定经营三年以上, 确保每年有稳定现金流和持续分红。我们认为自有土地 IDC 模式将核心受益。
- **投资建议:**现阶段自有土地自建 IDC 模式有望率先受益, 通过 IDC REITs 抢先在优质地段实现大规模卡位, 打开长期成长空间。**重点推荐核心受益标的【光环新网】、潜在受益【宝信软件】、【奥飞数据】。建议关注【数据港】。**
- **风险提示:**政策推进不及预期、新项目扩张不及预期、上架率低于预期。

#### 重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
光环新网	27.3	0.53	0.65	0.80	41.9	34.1	4.5	强烈推荐-A
宝信软件	50.7	0.77	1.02	1.15	49.7	44.1	7.7	强烈推荐-A
奥飞数据	42.8	0.88	0.81	1.11	52.8	38.5	11	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、全球 IDC REITs 增长强劲，助力巨头实现快速扩张	4
二、具备资产完整性的 IDC 项目有望率先受益于 IDC REITs 试点	7
三、IDC REITs 的定价及对财务报表的影响	8
四、IDC REITs 有助于提升行业估值，加速 IDC 企业发展	9
五、核心受益标的：聚焦自有土地机房资源龙头企业	10
（1）光环新网（300383）自有土地自建 IDC，率先受益于 IDC REITs 试点	10
（2）宝信软件（600845）租赁宝钢土地自建 IDC，后续有望通过分层打包等方式实现 IDC REITs	12
（3）奥飞数据（300738）租赁土地自建 IDC 为主，后续有望通过分层打包等方式实现 IDC REITs	14
六、投资建议与风险提示	16

## 图表目录

图 1：REITs 有助于融资与减轻税收压力	4
图 2：Equinix 成为 REITs 后资本开支水平大幅提升	4
图 3：Equinix 2015-2019 年机柜数量复合增速达 21%	5
图 4：Equinix 2015 以后收入和净利润保持快速增长	5
图 5：Equinix 2015 年以后资产负债率持续下降	5
图 6：Equinix 股价一路走高	5
图 7：Equinix 收益大幅跑赢三大指数	6
图 8：吉宝 DC REIT 2016-2019 年总收入和净收入情况	6
图 9：IDC 企业单项目做 REITs 后的架构设想	8
图 10：公司营收保持稳定增长（亿元）	10
图 11：公司云计算及 IDC 业务营收占比达 98.2%	10
图 12：大力布局京津冀、长三角地区核心地段	11
图 13：公司业绩保持稳定增长	12
图 14：公司收入结构拆分	12
图 15：公司各项业务毛利率情况	12
图 16：公司业绩保持快速增长	14
图 17：公司收入结构拆分	14

图 18: 公司 IDC 业务实现较快增长 .....	14
图 19: 公司毛利率变动情况 .....	14
图 21: 通信行业历史PEBand .....	17
图 22: 通信行业历史PBBand .....	17
表 1: 国内五种 IDC 建设模式目前仅有自有土地自建模式可以做 IDC REITs .....	7
表 2: 公司 2019 年净利润拆分 (亿元) .....	10
表 3: 宝信软件 IDC 情况 .....	13
表 4: 宝之云 IDC 四期经济效益测算 .....	13

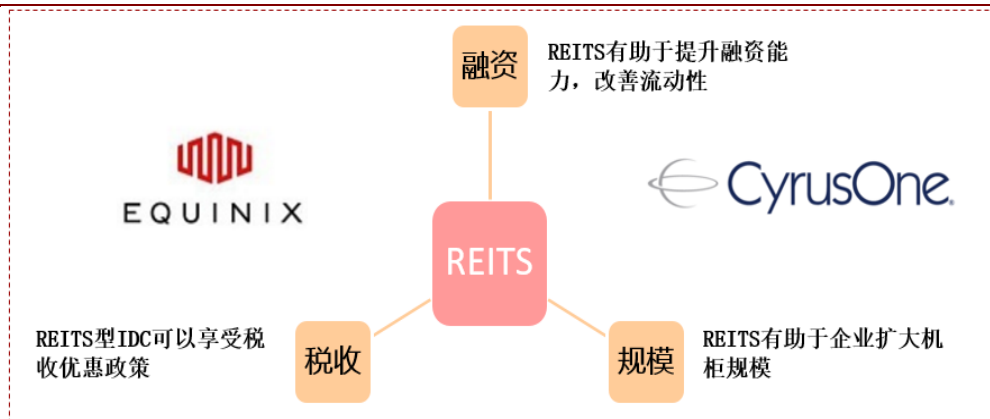
## 一、全球 IDC REITs 增长强劲，助力巨头实现快速扩张

IDC 是一项重资产的投资，建设周期较长（普遍在 1-2 年），同时投资回报周期也较长（普遍在 6-8 年），同时 IDC 企业现金流比较稳定，很适合做 REITs。目前美国很多 IDC 企业已经申请成为 REITs 模式，海外 IDC 企业对 REITs 非常青睐：

- 1) IDC 为重资产行业，需要大量资金进行 IDC 建设与并购，REITs 模式有助于提升融资能力，改善资产流动性，从而有助于 IDC 企业持续扩大机柜规模；
- 2) IDC 企业成为 REITs 后，可以享受税收优惠政策，有效税率从 30-35% 降到 10-15%，公司股息支付率 90% 以上可免除所得税。

从全球来看，超 30% 的 IDC 企业均已成为 REITs，包括 Equinix、Digital Realty Trust、CyrusOne、CoreSite 等，美国大部分为公司型 REITs，新加坡、中国香港大部分为契约型 REITs。

图 1：REITs 有助于融资与减轻税收压力

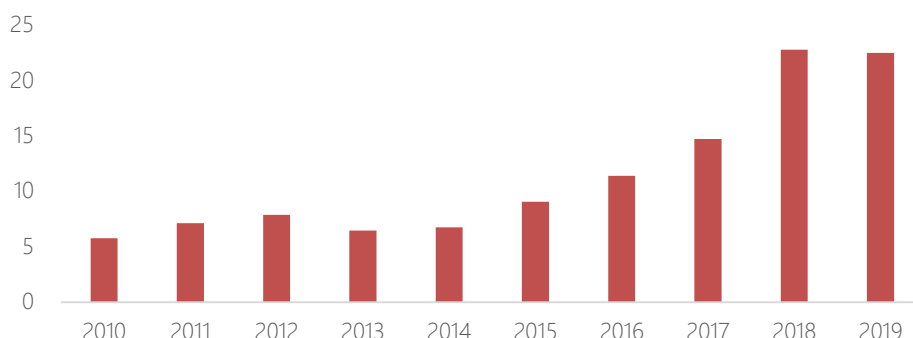


资料来源：招商证券

### （1）Equinix 2014 年成为 REITs 后，实现大规模扩张，盈利能力持续提升

Equinix 是全球最大的 IDC REITs，Equinix 成为 REITs 后，资本开支水平大幅提升，开启大规模并购之路。全球 IDC 龙头企业 Equinix 成立于 1998 年，并于 2003 年在纳斯达克上市，公司于 2012 年宣布计划转变为 REITs，并于 2014 年完成，在 2015 年正式转变为 REITs，在转变为 REITs 后，公司开启大规模并购之路，资本开支持续提升，2014-2019 年复合增速达 26%。

图 2：Equinix 成为 REITs 后资本开支水平大幅提升

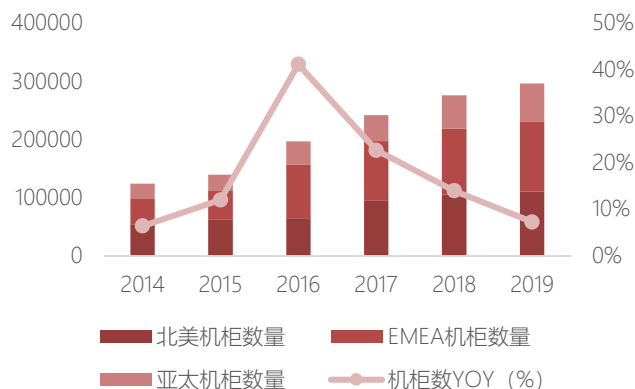


资料来源：wind、招商证券

Equinix 成为 REITs 后开启迅速扩张之路，机房数量、机柜数量实现快速增长，同时盈利能力不断提升，股价也一路走高。

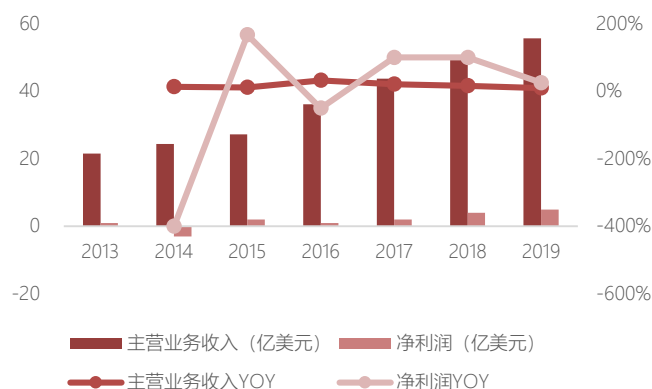
- 1) 税收降低：公司转变为 REITs 后有效税率由原来的 30%-35% 降低至 10%-15%；
- 2) 机柜扩张：机房数量从 2015 年的 115 个扩大到 2019 年的 204 个，机柜数从 2015 年的 13.99 万个扩张到 2019 年的 29.70 万个，2015-2019 年机柜数量复合增速达 20.7%，高于 2011-2014 年 11% 的复合增速；
- 3) 收入快速增长：公司收入从 2015 年的 27.3 亿美元上升到 2019 年的 55.6 亿美元，2015-2019 年收入复合增速达 19.5%，高于 2011-2014 年 11% 的复合增速；
- 4) 净利润扭亏并快速增长：公司净利润从 2014 年的 -3 亿美元上升到 2019 年的 5 亿美元，净利润扭亏为盈，并实现快速增长；
- 5) 资产负债率持续下降：2014 年以后公司资产负债率持续下降，从 2014 年的 71% 下降到 2019 年的 63.1%。

图 3: Equinix 2015-2019 年机柜数量复合增速达 21%



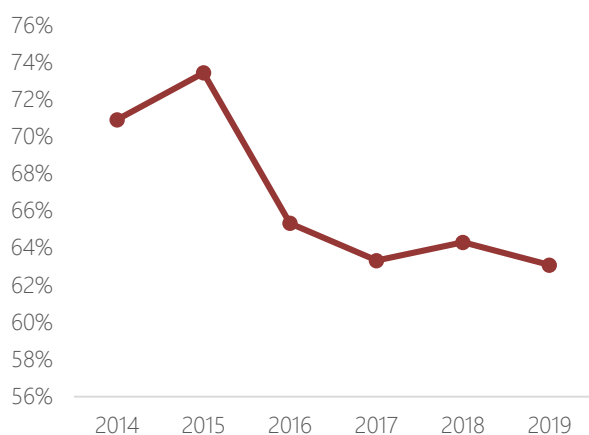
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: Equinix 2015 以后收入和净利润保持快速增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 5: Equinix 2015 年以后资产负债率持续下降



资料来源：wind、招商证券

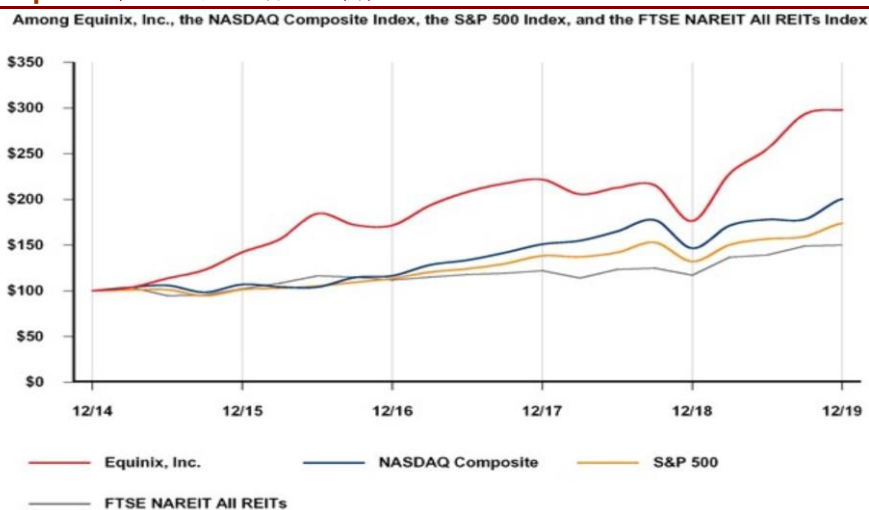
图 6: Equinix 股价一路走高



资料来源：wind、招商证券

从五年累计总回报来看，2014-2019 年，Equinix 收益大幅跑赢标普 500 指数、纳斯达克综合指数和富时美国房地产投资信托协会股权 REITs 指数。

图 7: Equinix 收益大幅跑赢三大指数

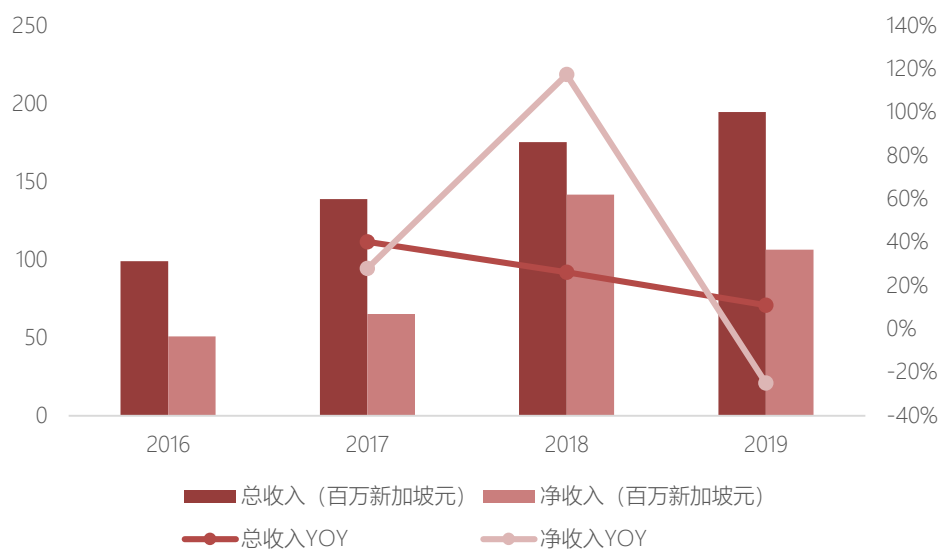


资料来源: 公司公告、招商证券

**(2) 吉宝 DC REIT 为亚洲唯一纯正 IDC REITs, 上市以来增长强劲**

根据戴德梁行《亚洲房地产投资信托基金 REITs 研究报告》显示,新加坡的吉宝 DC REIT 为亚洲市场上唯一一支专门运营数据中心的房地产投资信托基金,旗下运营 18 个数据中心项目,可租赁面积达 13.9 万平方米,出租率长期稳定在 92%~95%,平均租期达 7.7 年。2019 年吉宝 DC REIT 的年化综合回报率达 59.8%,超过新加坡 REITs 行业平均水平的两倍。

图 8: 吉宝 DC REIT 2016-2019 年总收入和净收入情况



资料来源: 英为财经、招商证券



## 二、具备资产完整性的 IDC 项目有望率先受益于 IDC REITs 试点

国内 IDC REITs 尚处于早期探索阶段，我们通过研究全球 IDC REITs 市场情况，结合国内当前相关政策，以及通过大量调研了解到，目前国内外 IDC REITs 尚存一些差异：

- 美国的 REITs 以公司型为主，国内 IDC REITs 基本是以公募基金+ABS 为主，以契约型为主，整体来讲，倾向于将有稳定现金流的项目拿出来做单独的 IPO。在这种情况下，**对资产完整性要求非常高**，涉及到土地产权问题、设备归属问题、运营归属问题等，同时要求项目稳定经营三年以上，确保每年有稳定现金流和持续的分红。
- 在税收方面，美国的 IDC 企业成为 REITs 后，可以享受税收优惠政策，有效税率从 30-35% 降到 10-15%，公司股息支付率 90% 以上可免除所得税。目前国内尚没有配套的 IDC 税收政策出台，还无法享受税收的减免。

我们大概将国内的 IDC 的建设模式分为五种类型，由于 IDC REITs 对资产完整性要求非常高，尤其在目前刚开始试点阶段，要求更加严格，所以目前仅有**自有土地自建模式的 IDC 项目**可以发行 REITs，其他 IDC 项目模式推进难度较大，后期进展尚需等待试点的推进，以及国家政策的完善。

- **IDC REITs 严格要求资产的完整性**：资产的完整性涉及到土地产权问题、设备归属问题、运营归属问题等，从国外的情况来看，有一些没有产权、只有现金流的项目可做一些小型 REITs，但大的核心 REITs 都是产权方去做，**所以原则上必须自有土地、自持物业**。
- **代建方现阶段发行 IDC REITs 较难**：和互联网巨头合作代建 IDC 的模式，如果土地和房产（甚至设备产权）归属于互联网巨头，在这种情况下，代建企业类似于建筑工程公司，没有资产，仅为提供劳务获得收入的公司，现阶段发行较困难；
- **租地模式现阶段发行 IDC REITs 较难**：国内现存大部分 IDC 项目都是租地去完成的，国外也有租地去发的（很罕见），但国外租赁双方具有明确的法律关系，比国内稳定很多，在国内租赁关系不稳定，同时政策也在变动，由于涉及到底层资产的稳定性的问题，投资者对租地模式的认可度很低，现阶段发行较困难。

表 1：国内五种 IDC 建设模式目前仅有自有土地自建模式可以做 IDC REITs

模式	简介	机房归属权	毛利率	现阶段可否做 IDC REITs?
自建（自有土地）	土地自有，机房自建	自有	高	✓
自建（租赁土地）	土地租赁，机房自建	自有	较高	×
代建	云计算企业出地建房，代其投机电设备	云计算企业	低	×
租赁	转租其他 IDC 企业机柜	出租方	低	×
代运营	相当于物业管理	建设方	低	×

资料来源：招商证券

### 三、IDC REITs 的定价及对财务报表的影响

国内 IDC REITs 以契约型为主，主要通过收益法进行定价，比如可按照派息和派息率去进行定价。IDC 企业可以拿资产完整、培育成熟、稳定经营三年以上的 IDC 项目去做 IDC REITs，对于 IDC 企业而言，IDC 项目做 REITs 以后财务报表三张表要从母公司剥离，对于资产、收入、利润影响我们分析如下：

- **资产端：**对于 IDC 企业来说，将成熟 IDC 项目做成 IDC REITs，资产、折旧摊销等均实现出表，有助于降低资金风险和财务成本，同时可以将商誉一并剥离，有助于提升整体 ROE 水平；
- **收入端：**IDC 企业可通过做代运营业务，实现收入端的持续与稳定。一般而言资产公司并不具备 IDC 运营能力，IDC 企业可以通过成立运营公司，通过与资产公司签约，以转租的形式转售 IDC REITs 的机柜，该种模式为代运营模式，IDC 企业仍获得 IDC 机柜出租的收入，同时从资产公司转租机柜的租金为 IDC 企业的成本，IDC 企业可通过这种模式保持收入的持续与稳定。
- **利润端：**IDC 企业可在当期获得一笔可观的投资收益。由于 IDC REITs 项目三表均出表，IDC 企业无法再持续获得原 IDC 项目的 EBITDA、净利润，对 IDC 企业的 EBITDA、净利润会形成一定压力，但 IDC 企业仍可获得代运营业务的净利润。另外 IDC 企业可通过设计一系列资产架构去保障净利润的稳定，并通过 REITs 融资获得的资金可以用于后续的持续扩张与发展，长期有利于提升盈利能力。

图 9：IDC 企业单项目做 REITs 后的架构设想



资料来源：招商证券



## 四、IDC REITs 有助于提升行业估值，加速 IDC 企业发展

### （1）盘活存量资产，实现轻资产运营

IDC 项目的前期投资很高，一般超 1 万个机柜的 IDC 投资在 15 亿以上，同时，IDC 项目的回收周期也很长，一般资金回收要 6-8 年，是比较典型的重资产行业，REITs 为 IDC 公司提供了轻资产运营的可能性。在实施上，REITs 可以将数据中心的经营权和所有权分开，数据中心的所有权属于 REITs，原来的 IDC 公司变为 REITs 的管理机构，真正地实现了轻资产经营，轻资产运营能力或成为 IDC 行业新核心竞争力。

### （2）创造融资新思路，降低杠杆水平

REITs 为 IDC 企业提供了融资新思路，用 REITs 的经营方式有利于降低数据中心项目的融资难度，拓宽融资渠道，降低杠杆水平。现在国内 IDC 厂商融资方式大多以银行贷款为主，信贷金额及使用方向等受到较大约束，REITs 是公开市场上市交易的产品，信息公开透明、流动性强，各方投资人均可以很容易地获取准确信息，降低了信息的不对称性，使融资更加容易。通过 REITs，发行人可以实现短期的投资收益，盘活资产，回笼资金，大大降低资产回收期，进一步实现降杠杆，降低债务水平和利息负担。

### （3）助力成熟企业实现并购扩张，加速行业整合

REITs 筹集的资金可以帮助企业实现快速的并购，推动行业整合。IDC 厂商拥有大量数据中心资产，亦需要大量资金进行 IDC 资源自建和收购，REITs 帮助 IDC 厂商提高资产周转速度，推动成熟企业去尽快进行新项目的并购和开发，同时不断地把项目投到市场去，有助于增加市场并购的积极性，有利于行业整合，从而提升 IDC 行业的集中度和进入门槛，利好手握头部机柜资源的头部 IDC 企业。

### （4）增强流动性，提升 IDC 行业估值

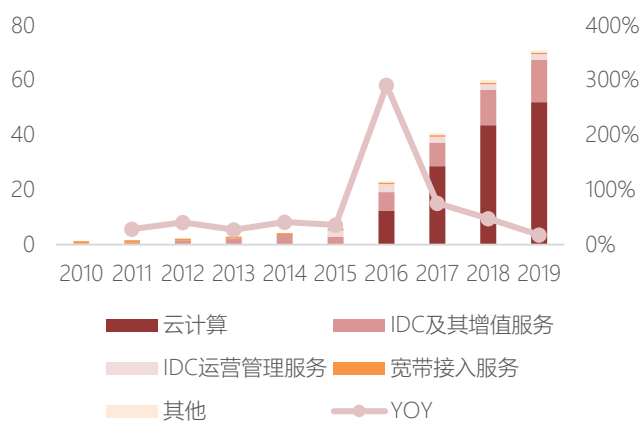
IDC REITs 可以将流动性较低的数据中心投资转化为资本市场上可交易的产品，帮助发行人增加流动性，减少财务和资金压力。同时，帮助企业加速战略布局，优化行业竞争态势，有助于提升行业整体估值。

## 五、核心受益标的：聚焦自有土地机房资源龙头企业

### (1) 光环新网（300383）自有土地自建 IDC，率先受益于 IDC REITs 试点

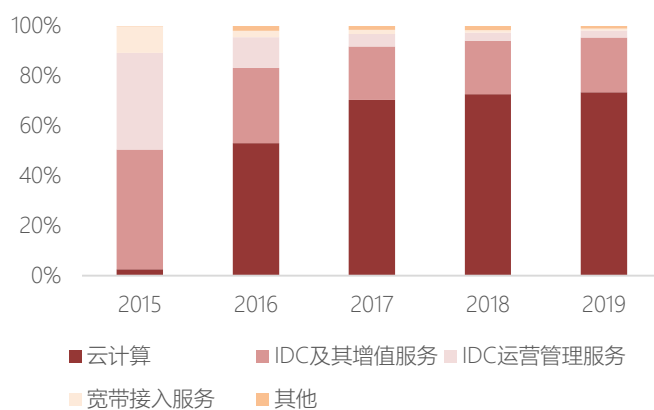
光环新网是国内 IDC 龙头企业，目前为自有土地自建 IDC 模式，公司近年来业绩保持快速稳定增长。公司于 2016 年完成对中金云网、无双科技 100% 并购，一季度并表，同时从 8 月中旬开始，AWS 云计算收入全部计入公司（之前 AWS 收入约 10% 计入公司），2016 年营收和净利润增速大增，此后保持快速增长。从收入结构来看，2019 年 IDC 占比超 24.8%，云计算超 73.4%，从净利润结构来看，IDC 贡献 87.6%，近几年，IDC 及其增值服务毛利持续提升，目前接近 55%。

图 10：公司营收保持稳定增长（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 11：公司云计算及 IDC 业务营收占比达 98.2%



资料来源：公司年报、招商证券

表 2：公司 2019 年净利润拆分（亿元）

	2019 年净利润（亿元）	2019 年总净利润占比	YOY
<b>IDC 及其他业务（含 AWS）</b>	<b>7.23</b>	<b>87.6%</b>	<b>24.2%</b>
中金云网	3.29	39.9%	17.1%
科信盛彩	1.27	33.2%	15.3%
<b>云计算业务（无双科技）</b>	<b>1.02</b>	<b>12.4%</b>	<b>20.1%</b>

资料来源：公司年报、招商证券

光环新网目前共有八大数据中心，均为自有土地自建 IDC 模式，已有成熟机房符合 IDC REITs 试点的要求，我们认为公司有望率先受益于国内 IDC REITs 试点，从而有望加速 IDC 扩张步伐，加速成为 5G 时代国内 IDC 龙头企业。公司目前数据中心建筑面积合计约 38.38 万平方米，整体设计机柜数总量约为 5 万个，主要位于北京和上海，稀缺性价值显著，议价能力较强，能力较强，同时 IDC 客户结构优质，高价值客户占比较高，盈利能力强劲。同时公司正在京津冀地区、上海及长三角地区 IDC 市场积极布局，规划 2020-2025 年新建 IDC 项目设计容量达 10 万个，完善在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等的布局，我们认为随着公司 IDC 项目的建设推进，公司龙头地位将进一步夯

实，看好公司长期发展空间。

图 12：大力布局京津冀、长三角地区核心地段



资料来源：公司公告、招商证券

## (2) 宝信软件（600845）租赁宝钢土地自建 IDC，后续有望通过分层打包等方式实现 IDC REITs

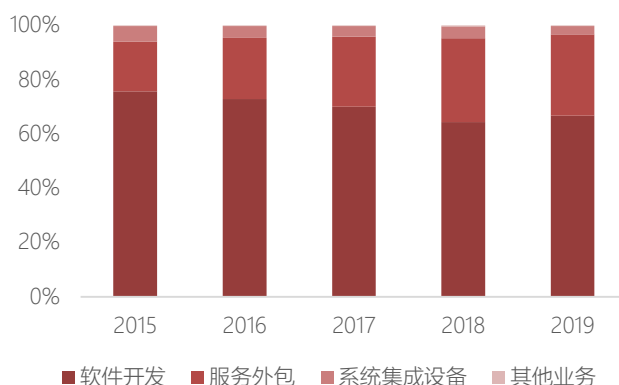
宝信软件是国内“工业 4.0+IDC”龙头企业，目前主要租赁大股东宝钢股份的土地做自建 IDC，在初期试点阶段，公司做 IDC REITs 还存在一定难度，我们认为后续可通过分层打包等方式实现。公司业务主要包括钢铁信息化和 IDC（IDC 业务主要计入在服务外包细分项，我们预计占比超 60%），近年来业绩保持快速稳定增长。从营收占比来看，我们预计 IDC 业务占比超 20%，钢铁信息化接近 80%，从净利润占比来看，我们预计 IDC 贡献接近一半。近几年，IDC 业务毛利率持续提升。

图 13：公司业绩保持稳定增长



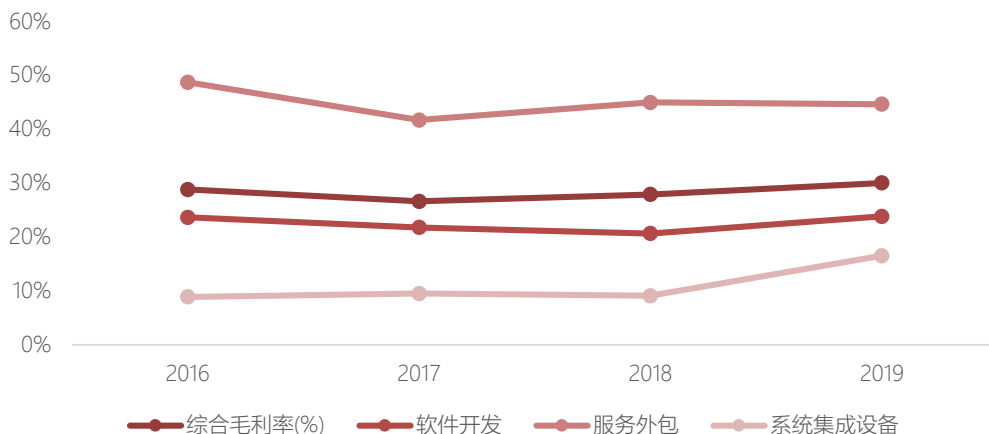
资料来源：公司年报、招商证券

图 14：公司收入结构拆分



资料来源：公司年报、招商证券

图 15：公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司年报、招商证券

公司背靠宝钢，发展 IDC 具备得天独厚的优势，同时股权激励落地，未来发展动力十足，我们看好公司长远发展。依托宝钢丰富的土地和水电资源，公司积极在全国核心城市进行 IDC 布局，目前拥有华东地区单体最大的宝之云 IDC，宝之云 IDC 项目主要选址在宝钢股份罗泾钢铁厂，总面积达到 2.82 平方公里（282 万平方米），不考虑能耗指标等其他因素，具备未来扩容到几十万只机柜的潜在能力；在武汉、南京等骨干网核心节点城市，公司同样拥有丰富的 IDC 资源储备，具备较强扩容潜力。公司背靠宝钢，IDC 拥有得天独厚的资源优势，叠加传统工业软件开发优势，使公司具备优秀的 IDC 建设运维能力、成本控制能力，以及强劲的盈利能力。

表 3: 宝信软件 IDC 情况

项目	宝之云一期	宝之云二期	宝之云三期	宝之云四期
机柜数量 (个)	4000	4000	9500	9000
投入资金来源	定增募集 5.37 亿元	自筹 5.20 亿元	定增募集 11.80 亿元	债券募集 16.00 亿元, 自筹 3.53 亿元, 2018 年追加投资 6.40 亿元
投入金额总计	5.37	5.2	11.8	25.93
预计投资回收期 (含建设期) (年)	5.51	5.53	5.64	6.34
(预计) 完成期	2014 年 9 月	2018 年	2018 年下半年	2019 年-2020 年
租用客户	上海电信 (阿里)	上海移动 (腾讯)	上海电信 (阿里、腾讯、360)	中国太保、上海电信 (腾讯)
租用年限 (年)	10	10 年	10	20
预计投资回收期 (含建设期) (年)	5.51	5.53	5.64	6.34

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 宝之云 IDC 四期经济效益测算

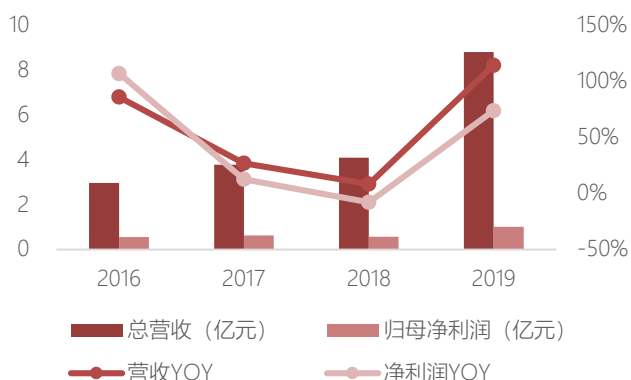
财务指标	金额
达产年度营业收入 (万元)	94932
达产年度利润总额 (万元)	36458
达产年度税后利润 (万元)	30989
财务内部收益率 (税后) (%)	18.59
财务净现值 (I=10%) (万元)	83145
税后投资回收期 (含建设期) (年)	6.34

资料来源: 公司公告、招商证券

### (3) 奥飞数据(300738) 租赁土地自建 IDC 为主, 后续有望通过分层打包等方式实现 IDC REITs

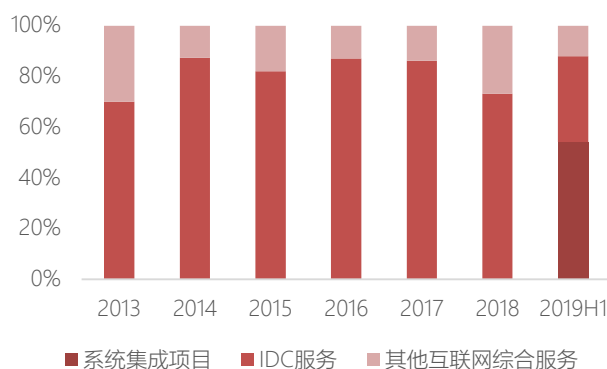
奥飞数据目前主要以租赁土地为主开展自建 IDC 业务, 在初期试点阶段, 公司做 IDC REITs 还存在一定难度, 我们认为后续可通过分层打包等方式实现。公司业务主要由“IDC+国际带宽业务+系统集成”组成, 从营收占比来看, 2019 年以前占比在 70%以上, 2019 年做了 IDC 系统集成业务, 占比下降到 34%, 预计 IDC2019 年收入超 4 亿元, IDC 毛利率较低, 主要是因为上架率低+折旧大, 另外受带宽业务毛利率下滑影响。

图 16: 公司业绩保持快速增长



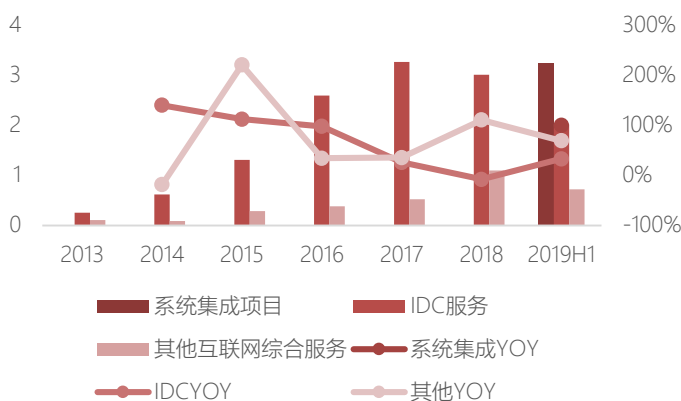
资料来源: 公司年报、招商证券

图 17: 公司收入结构拆分



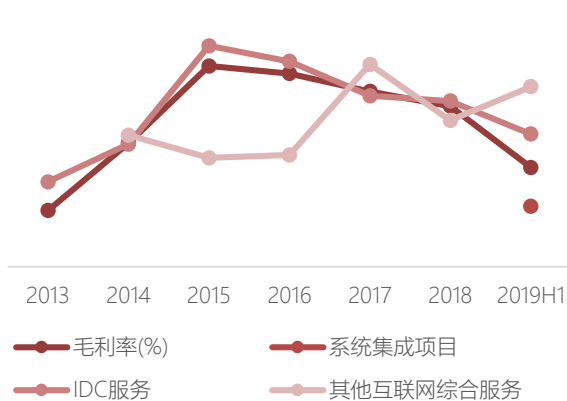
资料来源: 公司年报、招商证券

图 18: 公司 IDC 业务实现较快增长



资料来源: 公司年报、招商证券

图 19: 公司毛利率变动情况



资料来源: 公司年报、招商证券

公司高管团队及骨干均具备运营商背景, 在 IDC 运营方面积累了丰富的经验, 同时具备一定资源获取能力。公司通过内生+外延方式不断在核心地段扩大 IDC 版图, 2018 年底公司自建机柜规模达 2950 个, 2018-2019 年公司先后并购北京云基 M8 数据中心和北京德昇亦庄数据中心, 并启动定增拟投建廊坊讯云 IDC 二期, 廊坊讯云 IDC 一期和二期将分别新增 1500 个 4.4KW 标准机柜和 1500 个 8KW 标准机柜。我们预计 2020-2021 年公司核心城市自建机柜有望达 1.4-1.5 万个、2-2.5 万个。与此同时, 公司不断加深与阿里、快手等大互联网客户合作, 通过绑定大客户, 使得公司未来持续成长具备了坚实的保障。



图 20：奥飞数据通过自建+外延并购的方式不断在核心城市进行 IDC 扩张



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

## 六、投资建议与风险提示

参照海外发展经验，我们认为 IDC REITs 将提升企业融资能力、改善企业盈利能力、加速行业整合、提升行业估值，国内 IDC REITs 尚处于初期试点阶段，目前对 IDC 资产的完整性要求非常严格，现阶段自有土地自建 IDC 模式有望率先受益，通过 IDC REITs 提升融资能力，抢先在优质地段实现大规模卡位，打开长期成长空间。

### 重点推荐：

#### 核心受益标的：

光环新网（300383）自有土地自建 IDC，已有成熟机房符合 IDC REITs 试点的要求，有望率先受益于国内 IDC REITs 试点。

#### 潜在核心受益标的：

宝信软件（600845）目前以租赁大股东宝武集团土地为主，后续可通过分层打包等方法实现 IDC REITs。

奥飞数据（300738）租用土地为主，后续有望通过分层打包等方法实现 IDC REITs。

### 风险提示：

#### 1) 政策推进不及预期

目前 IDC REITs 尚处于初期推广阶段，若政策推进不及预期，会影响到行业和公司整体 IDC REITs 的进展。

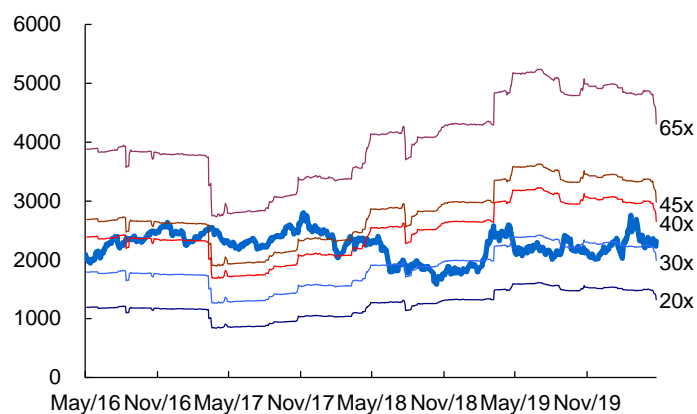
#### 2) 新项目扩张不及预期

除了融资问题，目前 IDC 行业扩张还受到能耗指标等政策的限制，有可能会导导致新项目扩张低于预期。

#### 3) 上架率低于预期

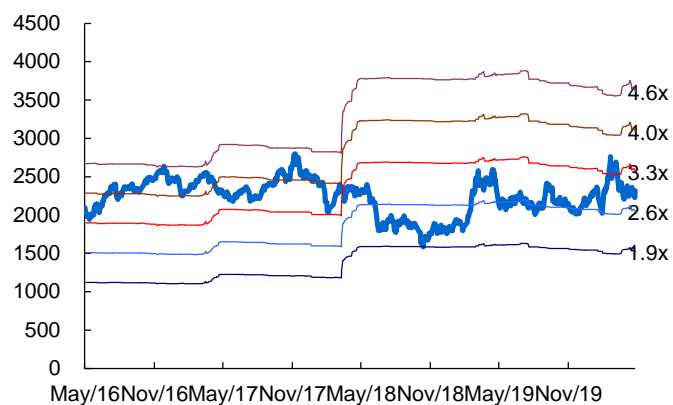
如果上架率不及预期，将会影响到项目盈利，从而拖累 IDC REITs 的发展。

图 21: 通信行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 22: 通信行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

蒋颖 招商证券通信行业分析师 中国人民大学经济学硕士、理学学士，3 年通信行业研究经验，专注于云计算及数据中心产业链（IDC、交换机、光模块与光器件、服务器、云视频等）、超高清、运营商等相关领域研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。