

计算机行业

REITs 模式下 IDC 公司可获得资金保障，改善财务指标

分析师：刘雪峰

分析师：庞倩倩



SAC 执证号：S0260514030002



SAC 执证号：S0260519010004

SFC CE.no: BNX004

SFC CE.no: BON635



021-60750605



021-60750605



gflxuefeng@gf.com.cn



pangqianqian@gf.com.cn

核心观点：

- 4 月 30 日，据证监会发布信息称，近日证监会与发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（简称《通知》），标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。同时，发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿，简称《指引》），公开征求意见。
- 《指引》明确了产品定义与结构，公开募集基础设施证券投资基金（简称基础设施基金）是指：80%以上基金资产投资于单一基础设施资产支持证券，通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，同时积极运营管理基础设施项目以获取稳定现金流，并将 90%以上可供分配利润按要求分配给投资者的封闭式基金产品。
- 《通知》指出，在区域上，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。在行业上，鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。上市公司布局的 IDC 主要分布在北上广深、且属于网络新基建范畴，从《通知》内容来看，属于鼓励的对象。
- REITs（Real Estate Investment Trust，房地产投资信托基金）是通过发行权益投资证券的方式来募集资金，投资房地产资产项目获得租金回报，并以较高的分红比例进行分红的信托基金。按照组织形式的不同，REITs 分为公司型和信托型。本次试点的类型是信托型。交易结构为：试点的公募 REITs 的产品模式，是采用设立封闭式公募基金，然后购买基础设施 ABS 的方式完成对标的资产的收购，同时聘请资产管理公司进行运营管理。
- Equinix2015 年转型为 REITs 后，财务指标改善。资产负债率下降：从 2015 年的 74%降至 2016 年的 65%，2019 年进一步降至 63%。营业收入、EBITDA 增速较转型提速：2013-2015 年，两项指标复合增速分别为 13%、11%；2015-2018 年，分别为 23%、25%。且此后估值有明显提升（EV/EBITDA、P/S）。
- IDC 建设需要大量的资金投入，发行 REITs 对国内 IDC 公司的而言，能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。
- 虽然发行 REITs 利好整个 IDC 行业，但具体到不同 IDC 公司，受益程度有别。体量较大、项目资源储备充裕的公司，有更好的持续运营能力，相对更好发 REITs；且 IDC 项目需是自有土地才可发行 REITs。综合到这两点，光环新网的受益程度最高。
- 风险提示。政策落地推进较慢；IDC 公司是否能成功发行 REITs 有待跟进。

相关研究：

计算机行业:年初至今复盘验证：新兴产业周期向上，龙头溢价明显	2020-05-06
计算机行业 2019 年报综述:行业整体收入增速放缓、部分细分领域优势突出，2020 年趋势或继续	2020-05-05
计算机行业:2020 年一季度综述	2020-05-05

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
光环新网	300383	CNY	27.25	2020/04/17	增持	30.53	0.68	0.84	40.07	32.44	24.35	20.17	11.1	12.2
宝信软件	600845	CNY	50.70	2020/04/23	买入	55.30	1.01	1.24	50.20	40.89	82.36	59.42	14.0	14.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

一、REITs 政策解读

4月30日，据证监会发布信息称，近日证监会与发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（简称《通知》），标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。同时，发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿，简称《指引》），公开征求意见。

《通知》指出，在区域上，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。在行业上，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。上市公司布局的IDC主要分布在北上广深、且属于网络新基建范畴，从《通知》内容来看，属于鼓励的对象。

《指引》明确了产品定义与结构，公开募集基础设施证券投资基金（简称基础设施基金）是指：80%以上基金资产投资于单一基础设施资产支持证券，通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，同时积极运营管理基础设施项目以获取稳定现金流，并将90%以上可供分配利润按要求分配给投资者的封闭式基金产品。

REITs（Real Estate Investment Trust，房地产投资信托基金）是通过发行权益投资证券的方式来募集资金，投资房地产资产项目获得租金回报，并以较高的分红比例进行分红的信托基金。

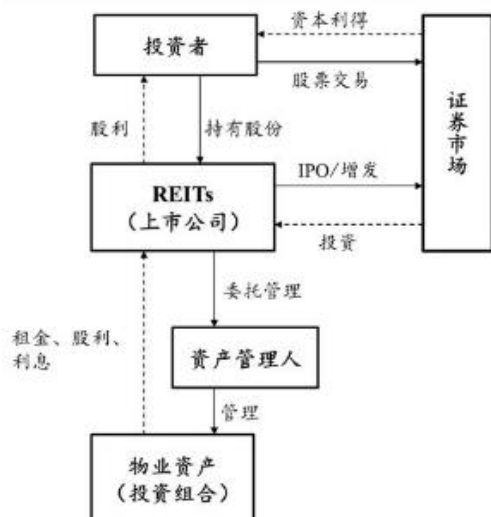
REIT的优势。对企业而言：REITs能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。对投资者而言：

- 1.投资回报率高：REIT的长期投资回报率大多在7%-10%的水平，远高于标普500指数收益率。此外REIT的股息由长期租赁的稳定资金担保，杠杆率处于较低水平；
- 2.税收负担较低：REIT无双重征税，即在公司层面不被征收资本利得税，仅收取投资者分红收入部分的个人所得税；

按照组织形式的不同，REITs分为公司型和信托型。美国主要采用公司型，亚洲国家主要采用信托型。公司型REITs，投资者与REITs形成股权关系，投资收益以股利方式分配。信托型REITs，投资者与管理人、受托人形成信托关系，持有信托基金份额。两者优缺点：（1）在REITs 市场发展的初期，采用信托型/基金型（契约型）的REITs 结构，做成有期限的、可上市交易的封闭式基金，可以减少REITs 设立的法律程序，容易为管理层和投资者接受。（2）公司型REITs 拥有一个独立的按照投资者最佳利益行事的董事会而非像信托/基金型REITs 的投资者那样要委托外部管理人负责REITs 的运营发展，公司型REITs 通常可以更好的解决投资者和管理者利益冲突的问题。

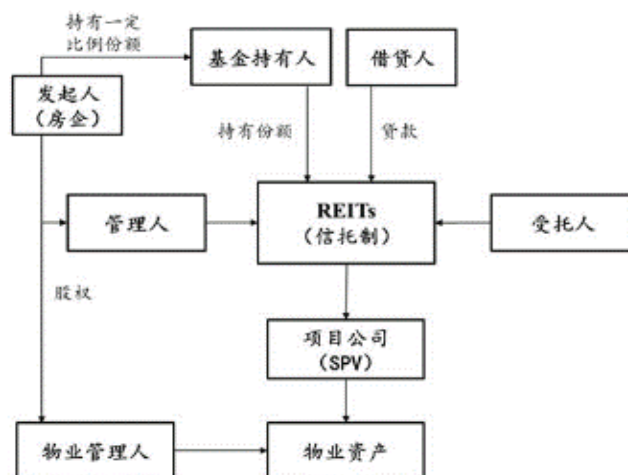
本次试点的类型是**基金型**。**交易结构**为：试点的公募REITs的产品模式，是采用设立封闭式公募基金，然后购买基础设施ABS的方式完成对标的资产的收购，同时聘请一家资产管理公司进行运营管理。

图 1：公司型REITs交易结构



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：信托型REITs交易结构



数据来源：广发证券发展研究中心

在美国，根据投资对象的不同，REITs 分为权益型、抵押型和混合型，其中，权益型主要投资各类物业，持有物业产权；抵押型主要投资房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券（MBS）。美国上市 REITs 绝大多数是权益型 REITs。具体分为工业、写字楼、零售、住宅、多元化用途、酒店/度假、健康医疗、自助仓储、林场、基础设施、数据中心和其他 12 类。此次《通知》明确了**投资对象是基建项目**，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

二、EQUINIX 转型 REITs 后财务指标改善，估值提升

Equinix成立于1998年，2003年在纳斯达克上市，公司是一家全球领先的主机托管IBX（International Business Exchange，国际业务交换）数据中心提供商，也是全球最大的零售型数据中心提供商，主要业务为主机托管、机柜租赁、互联连接等服务。

公司的主要客户为企业、金融机构、运营商、内容供应商以及云IT服务公司，知名客户包括AWS、Azure、AT&T、阿里云、彭博、芝加哥期货交易所等等。目前，Equinix的全球客户规模超过了9800家，包含了财富500强中的半数企业。

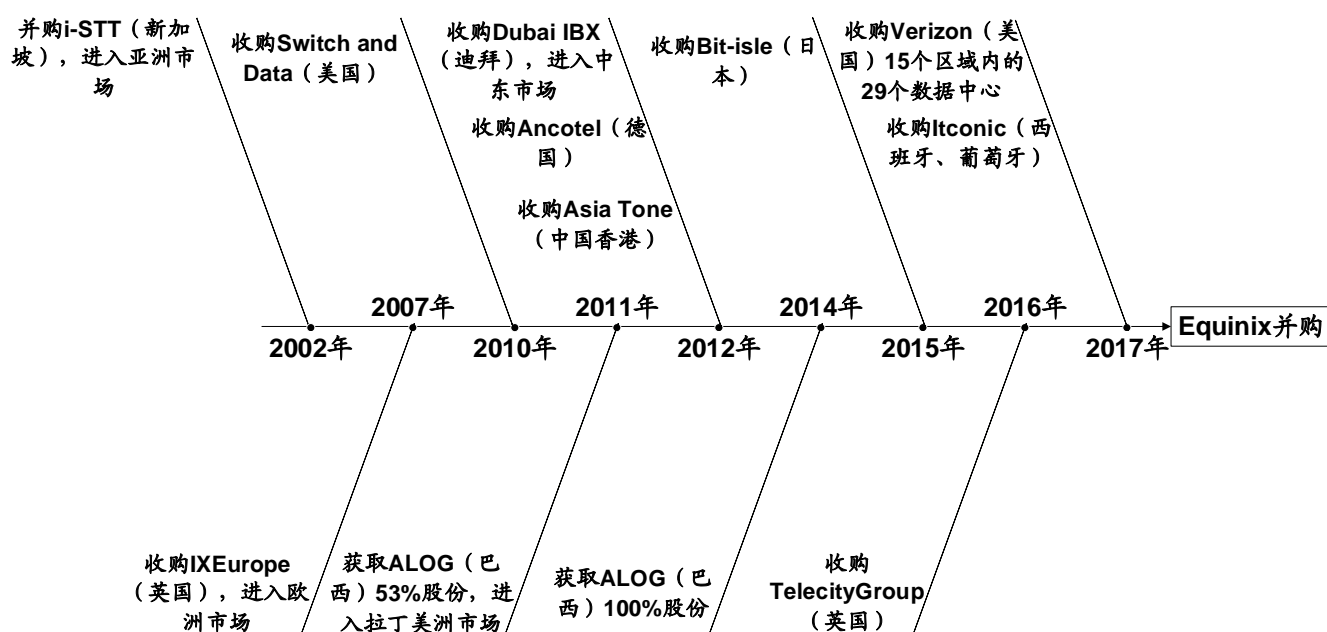
Equinix一直开展着全球扩张活动，这也是公司大规模发展的基础。公司的数据中心在美国、德国、英国等多个国家的市场占有率排名第一，在五大洲22个国家和48个市场运营超过190个数据中心。

（一）全球扩张

Equinix自1998年成立以来，进行多次全球性的并购，通过不断的并购快速将业务覆盖到全球。以下是进入全球重要地区的时间、事件节点：

- 1.北美市场：1998年公司在华盛顿DC创建首个IBX数据中心；
- 2.亚洲市场：2002年公司完成新加坡电信技术公司i-STT和Pihana Pacific的合并；
- 3.欧洲市场：2007年公司4.8亿美元收购IX Europe；
- 4.南美市场：2011年公司以5.2亿美元获得了数据中心ALOG的53%股权；
- 5.中东市场：2012年公司收购了Dubai IBX；

图 3：Equinix自成立以来的重要并购项目



数据来源：公司官网、Wiki、DataCenter Knowledge 等网站、广发证券发展研究中心

（二）Equinix发行REITs后财务关键财务指标改善

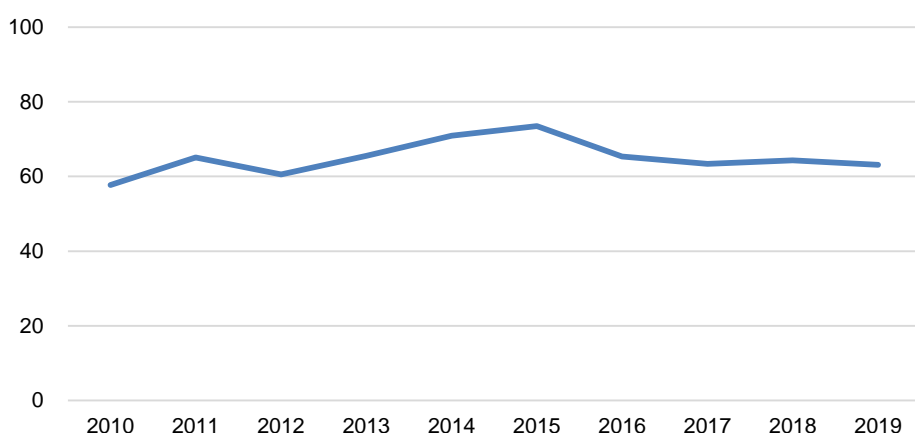
公司于2012年提出转型REITs的计划，2014年完成了REITs转型工作，2015年正式成为REITs。发行REITs后公司的关键财务指标改善明显：

资产负债率下降，从2015年的74%降至2016年的65%，2019年进一步降至63%；

同时由于获得较充裕的资金支持，可加速进行业务拓展，收入增速较发行前几年有所提升，2013-2015年，收入复合增速为13%；2015-2018年，收入复合增速为23%；

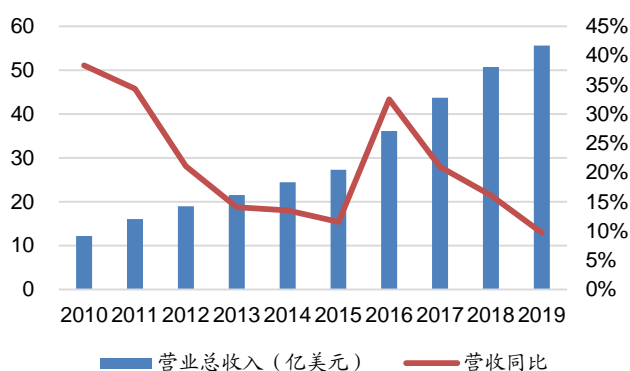
EBITDA有与收入增速类似的表现，2013-2015年，EBITDA复合增速为11%；2015-2018年，EBITDA复合增速为25%。

图 4：Equinix资产负债率变化



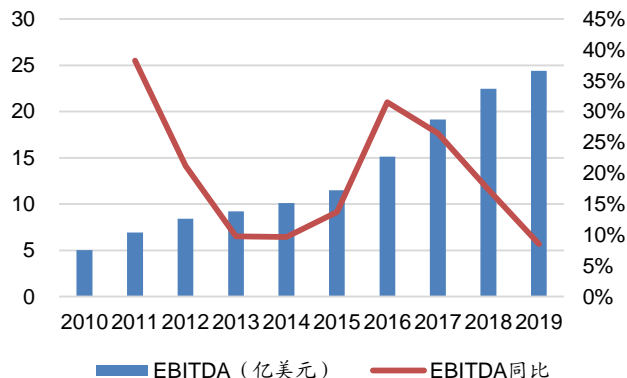
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：Equinix收入增速变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：Equinix的EBITDA变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

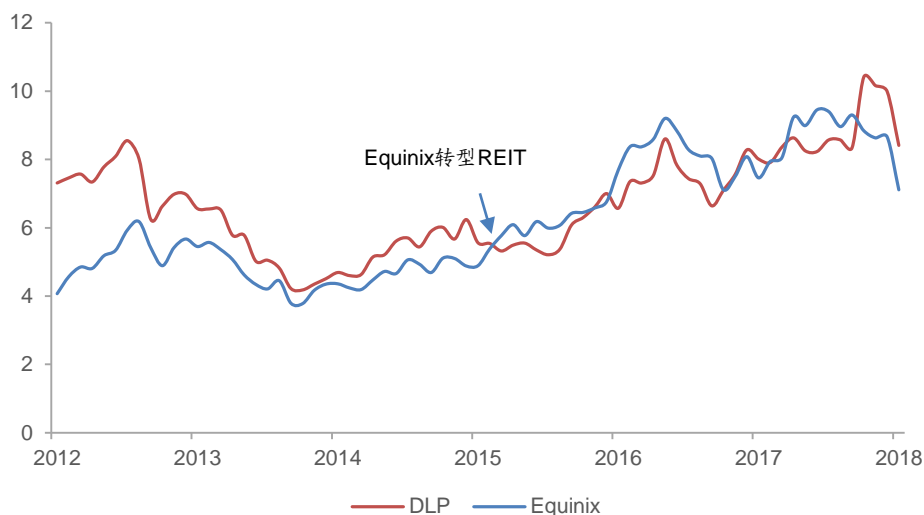
（三）Equinix发行REITs后估值有所提升

Equinix自上市以来，已经连续60个季度保持收入增长。但由于公司业务属性的缘故，数据中心等重资产较多、折旧费用较高导致净利率波动较大，不断的业务扩张导致公司自由现金流常年为负，所以市场对Equinix的估值通常关注EBITDA、

sales、AFFO（Adjusted Funds from Operations，调整后的经营基金）和FFO（Funds from Operations，经营基金）这四个指标，鉴于AFFO与FFO是REIT行业内的特有指标，IDC行业主要关注EBITDA、sales，我们采用P/S指标比较公司转型REITs前后估值。结果显示公司2015年转型为REITs后，估值水平有所提高。

下图是Equinix和同为行业龙头的Digital Realty Trust的历史P/S对比。在2015年转型REIT之前，Equinix与早已转型为REIT的Digital Realty Trust相比P/S略低，在2015年转型REIT之后，与Digital Realty Trust的估值水平相当。

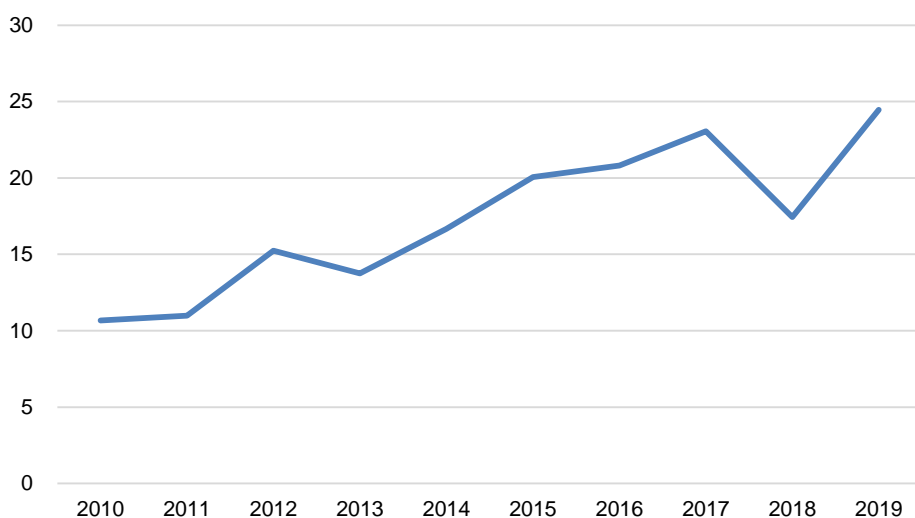
图 7：Digital Realty Trust和Equinix的历史P/S对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下图是Equinix的EV/EBITDA走势，公司2014年完成REITs转型工作，2015年正式成为REITs后，估值较此前有明显提升。

图 8：Equinix的EV/EBITDA（某年1月1日EV/上一年度EBITDA）变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、REITS 模式下 IDC 公司可获资金保障，改善财务指标

IDC建设需要大量的资金投入，IDC公司普遍有融资需求。如宝信软件建设宝之云四期9000个机柜，拟投入19.53亿元，通过发行可转债满足资金需求（数据来源：宝信软件公开发行A股可转换公司债券申请文件反馈意见回复（修订稿））。再如光环新网拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过50亿元，主要投像数据中心建设，其中北京房山绿色云计算数据中心二期、上海嘉定绿色云计算基地二期和长沙绿色云计算基地一期设计机柜数目分别为5000、5000和16000个，总投资分别为12.2亿元、13亿元和34.6亿元（数据来源：光环新网2020年度非公开发行A股股票预案）。

经过上述分析已有结论。发行REITs对国内IDC公司的而言，能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。对投资者而言，投资回报率高，税收较低。由于这些优点，类比EQUINIX，发行REITs，国内IDC公司估值水平或能有所提升。

虽然发行REITs利好整个IDC行业，但具体到不同IDC公司，受益程度有别。体量较大、项目资源储备充裕的公司，有更好的持续运营能力，相对更好发REITs；且IDC项目需是自有土地才可发行REITs。综合到这两点，光环新网的受益程度最高。

光环新网：截止2019年年报数据，可运营机柜数量为3.6万个。公司在北京、上海及其周边地区拥有数据中心规模近40万平米，设计容量约为5万架等效机柜。除此外，公司积极推进IDC全国战略布局，启动河北燕郊三四期项目、上海嘉定二期项目以及江苏昆山项目，规划机柜数量近3.5万个。以及长沙1.6万个机柜项目。上述机柜全部建设，公司可拥有约10万个机柜服务能力。上述IDC储备绝大多数是自有土地。

宝信软件：宝之云1-4期建设完成可运营机柜数量2.63万个，换算标准型机柜约3万个，2019年年报披露宝之云IDC四期1号楼及2号楼项目部分机房已交付使用，推测当年可运营机柜数量近3万台。上述IDC储备为自有土地。公司的软件业务可带来稳定现金流，同时可从大股东宝钢获得资金支持，有相对较好的资金满足能力。

万国数据：截止2019年年报数据，运营的总机房面积近226000平方米，若按一个机柜占地2.5平方米估算，折合机柜数量约9.04万个。多数土地为租赁模式。

四、重点个股

光环新网、宝信软件。

五、风险提示

政策落地推进较慢；IDC公司是否能成功发行REITs有待跟进。

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

钱砾：资深分析师，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。