



2020 年 6 月 4 日

研究发展部
王彩萍 周旭东

李克强总理在今年政府工作报告中指出要加强新型基础设施建设并发展新一代信息网络，再一次从战略层面鼓励数据中心建设，点燃了各方对数据中心的热情。

在之前的文章中，我们已经就美国的 IDC REITs 市场进行了分析，本篇我们将把视野转移到新加坡，通过更全面洞察海外 IDC REITs 市场，以期为未来国内 IDC REITs 发展提供更多的借鉴。

一、新加坡 IDC REITs 上市要求

新加坡对上市 REITs 有一定要求和限制，主要体现在两方面，一是在投资范围上，二是在借贷杠杆比例上。此外，为了获得税收优惠，S-REITs 需要将 90% 的收益用于分配。

从投资范围看，新加坡市场《集合投资计划守则》要求主要有以下 3 点：

- REITs 持有可产生稳定现金流不动产必须占有所有资产 75%以上。
- 开发活动及在建工程不超过总资产净额的 10%，特殊条件可以不超过 25%。
- REITs 来源于其他非租金类及相关的收入不得超过 10%。

从借贷杠杆比例看，《集合投资计划守则》中规定 REITs 总资产负债率不得超过 45%，其中借款包括担保。

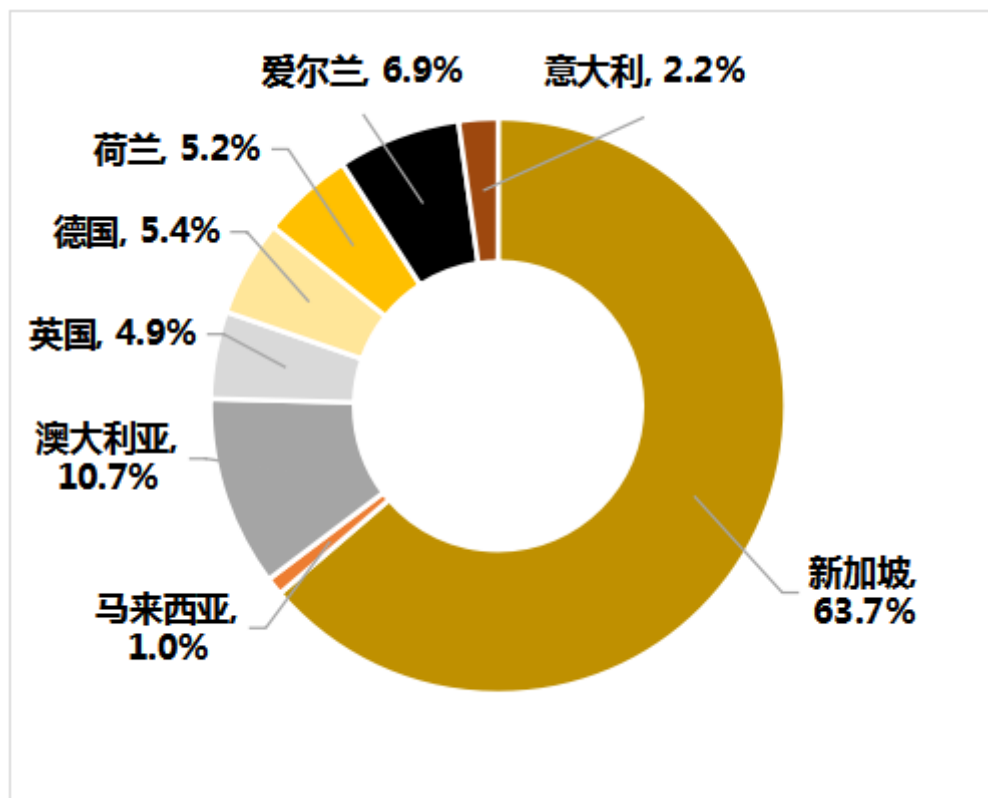
二、吉宝 DC REIT 的资产特征

新加坡的吉宝 (KEPPEL) DC REIT 为亚洲第一支，并且是目前唯一一支上市 IDC REITs，于 2014 年上市，截至发稿市值为 29 亿美元。

1. 资产布局：积极布局全球化一线城市，本土仍为主要市场

截至 2019 年，吉宝共运营 19 个 IDC 项目，主要布局在全球核心一线城市，区域分布在亚洲、欧洲与澳洲三大洲的 8 个国家。若按管理资产规模划分，新加坡本土仍为主要市场，占比达到 64%。

图 1：2019 年吉宝投资资产构成



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

2. 资产权属：自有与租赁并举，租约稳定且租期较长

从各物业的权属来看，吉宝目前运营的 19 个项目合计约 18 万平方米，其中 9 个为自有，10 个为租赁，且租赁项目的可续租期均在 30 年以上，超长的租

期保障了吉宝在未来提供 IDC 服务的稳定性。从项目单体平均面积看，自有型物业的单体面积远大于租赁项目，单体项目平均为 1.36 万平方米，租赁型项目单体平均面积仅为 0.58 万平方米。

表 1：吉宝 DC REIT 物业权属情况

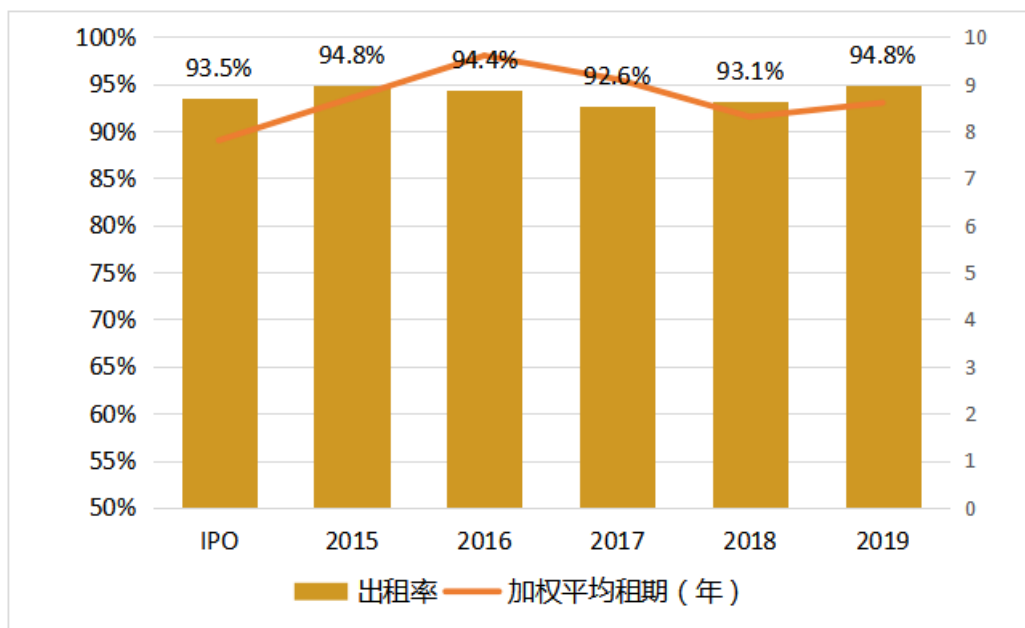
| 吉宝DC REIT物业权属情况 | | | | | | |
|-----------------|------------|--------------|------------|-------------|-----------|--------------|
| 区域 | 自有 | | 租赁 | | 总计 | |
| | 数量(个) | 面积(万平方米) | 数量(个) | 面积(万平方米) | 数量(个) | 面积(万平方米) |
| 亚洲 | 1 | 0.45 | 6 | 4.59 | 7 | 5.04 |
| 澳洲 | 3 | 2.46 | 1 | 0.12 | 4 | 2.58 |
| 欧洲 | 5 | 9.3 | 3 | 1.1 | 8 | 10.4 |
| 合计 | 9 | 12.21 | 10 | 5.81 | 19 | 18.02 |
| 占比 | 47% | 68% | 53% | 32% | | |

资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3.资产运营：出租率长期保持高位，客户租期较长

吉宝 DC REIT 在 2014 年上市后，虽然每年都有新增物业，但整体出租率一直维持在 92%-95%，同时其整体的加权租期平均也达到了 8 年，极高的出租率和稳定的租约保证了稳定的现金流入。

图 2：吉宝 DC REIT 物业组合出租表现及租期情况



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

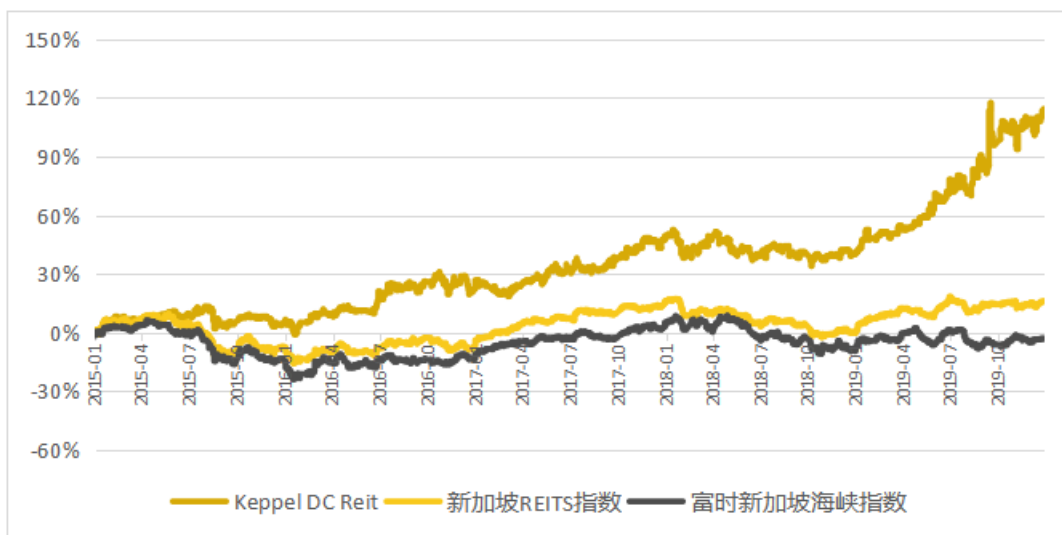
三、吉宝 DC REIT 资本市场表现

1. 股价表现：近 5 年吉宝股价不断攀升，远超新加坡 REITs 整体指数

近 5 年，吉宝 DC REIT 股价走势远好于同期的新加坡 REITs 整体指数，也显著优于新加坡大盘指数。我们分析支撑股价上涨的主要原因：

- 上游物业租期长且稳定，业务可稳健扩张。
- 下游客户优质，租金回报稳定，经营性现金流稳健，且随市场需求提高而稳步上升。
- 在利率下行大环境下融资成本较低，可实现低成本快速扩张。

图 3：2015-2019 年吉宝 DC REIT 股价与指数走势



资料来源：Wind、远洋资本研究发展部

2.综合收益率：吉宝综合收益率整体稳健，市场下行期韧性表现一枝独秀

新加坡吉宝 DC REIT 综合收益率整体表现较为稳健，除 2018 年外综合收益率均在 20%以上。2018 年综合收益率为负，主要是受股价大幅下降影响（市场整体呈下行趋势）。近 4 年派息率稳定，基本维持在 4%-7%，资本利得率表现良好，除 2018 年外基本在 20%以上，2019 年更是达到了 35%。

表 2：吉宝 DC REIT 收益率

| 年份 | 综合收益 | 派息率 | 资本利得率 |
|------|-------|------|-------|
| 2016 | 28.1% | 6.6% | 21.5% |
| 2017 | 22.1% | 5.0% | 17.1% |
| 2018 | -0.5% | 5.4% | -5.9% |
| 2019 | 38.8% | 3.7% | 35.1% |

资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

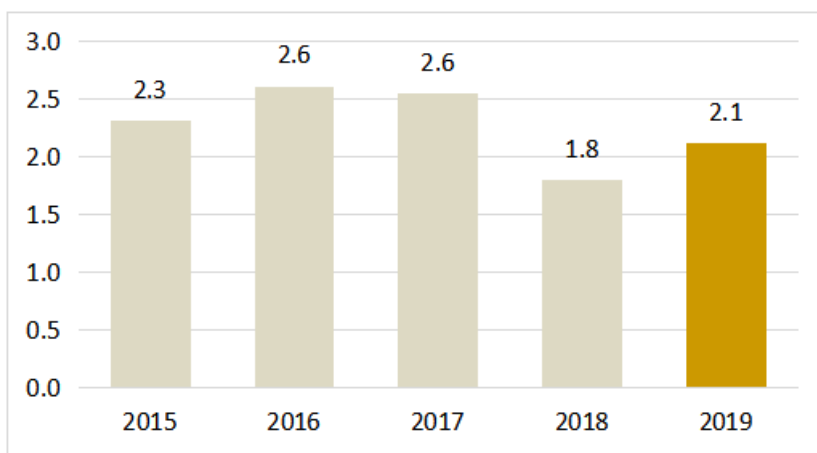
此外，吉宝 DC REIT 在市场下行中表现出来的韧性尤为亮眼。截至 2020 年 Q1，受市场整体下行影响，新加坡各 REITs 总收益率均跌为负值，但吉宝 DC

REIT 成为了新加坡 45 支 REITs 中唯一一支收益率为正的 REITs 产品，其在资本市场的优异表现，反应了其业务模式的稳健性和抗风险的优越性。

3.估值：P/RNAV 在 2.1-2.6，单机柜 10-17 万美元/个

新加坡 IDC REITs 与美国市场不同，更加偏重以重资产的逻辑进行估值，即会计期末以资产公允价值为基础进行估值，故以 P/RNAV（重估净资产）作为估值指标衡量。2019 年末，吉宝 DC REIT 的 P/RNAV 为 2.1，估值排新加坡上市 REITs 第一位，同期其他 REITs 如新加坡最大的写字楼 REITs（Keppel REIT）这一指标约为 0.7，物流地产类 REITs 中 Mapletree REIT 为 1.5。从单机柜估值来看，机柜的估值大致在 10-17 万美元/个之间，稍低于美国 14-18 万美元/个的单机柜估值水平。

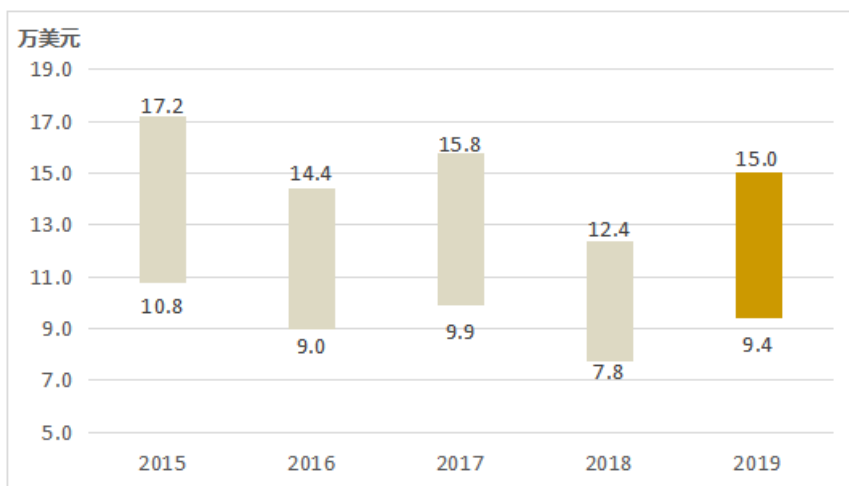
图 4：2015-2019 吉宝 P/RNAV 估值变化



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

注：RNAV（重估净资产）=（物业面积×市场均价—净负债）/总股份

图 5：2015-2019 吉宝单机柜估值变化



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

注：估值高点为假设单机柜建面 8 平米，低点为假设建面 5 平米估算得出

四、吉宝 DC REIT 的财务状况

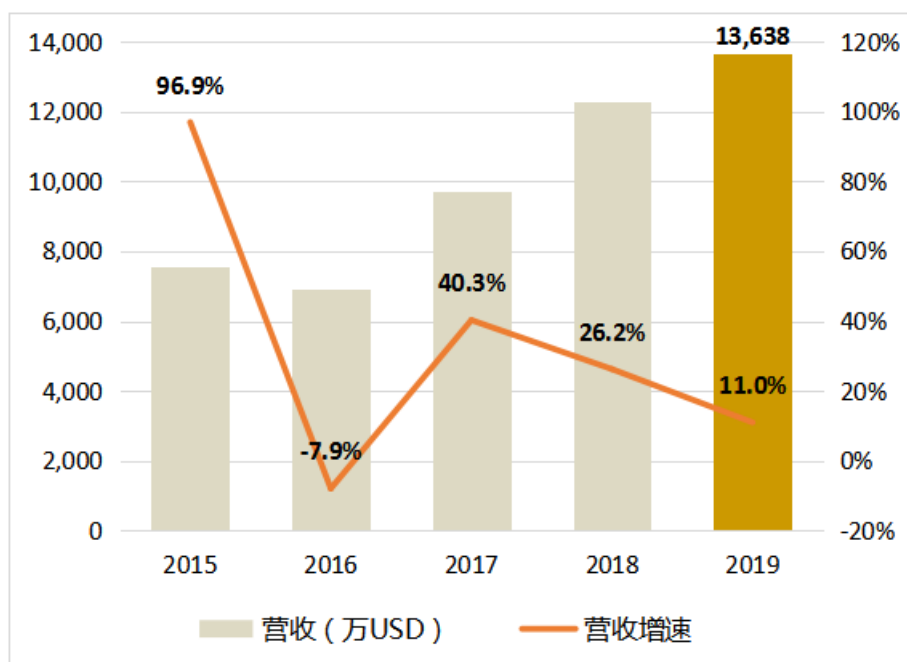
1.盈利模式：主要营收来源为机柜出租业务，占比为 70%以上

吉宝 DC REIT 当前收入主要为 3 类，即机柜出租、定制化出租和毛坯出租业务，机柜出租因包含全部成本且由吉宝承担运营管理职责，故盈利水平强于另外两种模式。业务占比上，机柜出租为最主要营收来源，占比达到 72%，定制出租占比 20%，毛坯出租 8%。机柜出租主要针对零售客户，提供机电设备和设施管理服务；定制出租则针对批发型单一大客户，仅提供机电设备；毛坯出租则仅是单一场地出租。与美国龙头企业相比，吉宝为企业提供的增值服务较少，但为客户提供的运营服务灵活多样。

2.成长性：营收规模保持逐年稳健增长

吉宝 DC REIT 近 5 年营收除 2016 年小幅下跌外，其余年份均保持稳定增长，但增速逐渐放缓。2019 年营收达到 1.36 亿美元，主要源于每年新项目数量的增加以及租金的稳步提升。

图 6：2015-2019 吉宝 DC REIT 营收及增速

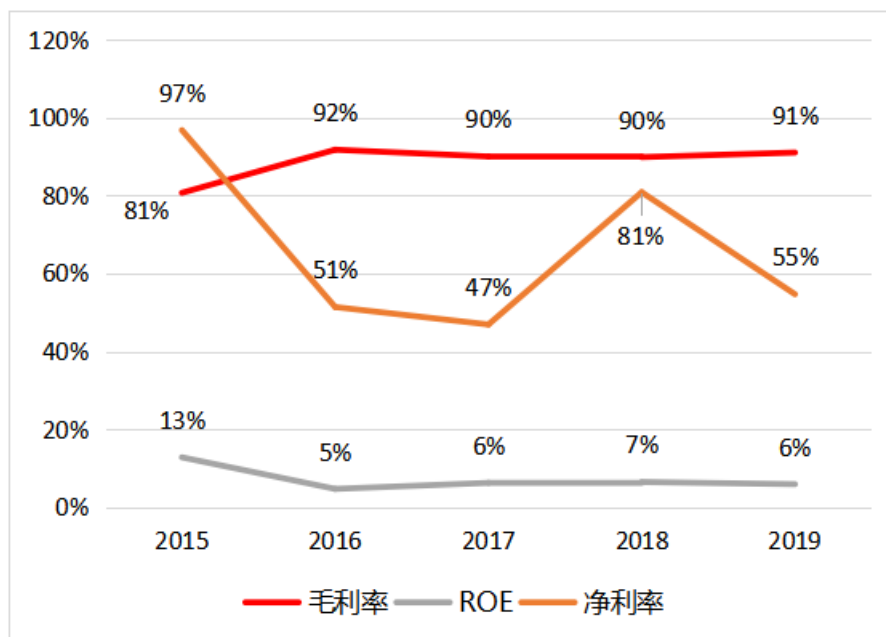


资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3.盈利性：盈利能力强，但综合 ROE 不高

吉宝拥有着较强的盈利能力，毛利率维持在 90%左右，净利率维持在 50%左右（部分年份净利率过高主要受资产公允价值变动计入损益的影响），但 ROE 水平较低，主要由于杠杆率和总资产周转率较低造成。

图 7：2015-2019 吉宝 DC REIT 核心财务指标变化



资料来源：公司财报、远洋资本研究发展部

五、吉宝 DC REIT 发展的关键策略

关键策略一:积极的主动管理，资本运作、资产配置以及客户需求多角度切入

吉宝 DC REIT 的主动管理体现在几个方面：

▷ 资本运作管理

同美国 IDC 企业发展路径类似，吉宝 DC REIT 在上市后同样进行了持续地扩张，且资产扩张策略十分稳健，每年新增 1-3 个项目，稳固其资产组合的高估值。在策略上，吉宝投资的区域相对聚焦，主要投资在亚太和欧洲两大区域，约有 75% 资产布局在亚太区域，同时进行适度的全球化布局以分散风险，主要专注于全球核心的一线城市。

▷ 资产配置管理

吉宝 DC REIT 始终保持各业态（服务器托管、定制化租赁和毛坯租赁）的最佳配比，以提供优质产品与服务，满足全球化客户多元需求；对同一区域内的物业，吉宝会进行多元化组合，通过差异化服务方式，分散租约集中到期风险，增强收入稳定性。

▷ 客户需求管理

吉宝不断优化租户组合，针对行业客户持续进行定向调整与租赁期限的柔性匹配，保障稳定现金流的同时提升收益。同时针对物业组合定期评估，按需改善物业并进行优化升级以提高收益。

关键策略二：审慎的融资策略，持续保持较低的杠杆率，并不断优化债务成本

虽持续不断扩张，但吉宝 DC REIT 在并购过程中始终保持了 30% 稳健债务占比，资产负债表十分健康，远低于监管要求的 45%。吉宝还对现有债务进行积极的利率管理，通过获取有力的信贷方案及条款满足运营资金需求，对即将到期的贷款提前进行再融资，不断拓展多元融资渠道，使融资成本持续降低，并通过利率掉期锁定长期低融资成本。2019 年，吉宝 DC REIT 新增融资成本在 2% 以下，同时在多市场融资以分散汇率风险。低债务利率使吉宝 DC REIT 更容易进行增值并购，并不断扩张规模。

关键策略三：灵活的服务策略，面向客户提供差异化定制服务

吉宝 DC REIT 针对不同租赁类型客户提供灵活的差异化服务，共包括 3 种主流运营模式：

- 机柜出租模式，业主方承担所有运营成本及各类税费，在整体资产中占比为 47%。

- Triple-net 模式（只提供基本租赁场地，其余全部费用由租户承担），客户需自行承担运营成本并负责设备管理，吉宝承担责任较少，该类业务占比为 37%。

- Double-net 模式（介于上述两种模式之间），吉宝同客户责任可以灵活划分，占比为 16%，上述 3 种模式可灵活满足市场上不同客户需求。

六、小结

新加坡的吉宝 DC REIT 为亚洲目前唯一的 IDC REITs，其综合表现亮眼。

S-REITs 对于**上市要求**，一是能产生稳定现金流的不动产必须占比 75%以上，二是资产负债率 45%以下，三是需要将 90%的收益用于分配。

从吉宝 DC REIT 的**资产特征**看，主要布局于亚太和欧洲的一线核心城市，本土仍为最主要市场。吉宝 DC REIT 在物业的权属上采取灵活处理，自有与租赁并行，对上游都保持较长的租约，确保服务提供的稳定性。项目运营方面也非常优秀，92%以上的高出租率与 8 年以上的平均客户租期，为长期稳定的现金流提供充足保障。

从**资本市场**上看，吉宝 DC REIT 的股价走势远好于同期的新加坡 REITs 整体指数，也显著优于新加坡大盘指数。综合回报率较高且比较稳健，平均 20%以上，其中派息率在 4%-7%，股价溢价率平均为 20%以上，且在下行市场环境中的韧性表现也尤为亮眼。从估值看，P/RNAV 在 2.1-2.6，单机柜平均在 15 万美元/个左右。

从**财务状况**看，主要营收来源为机柜出租业务，占比为 70%以上；营收规模保持逐年稳健增长；盈利能力较强，毛利率维持在 90%左右，但 ROE 水平较低。

从**业务发展策略**看，积极的主动管理、审慎的融资策略、灵活的差异化服务等系列组合拳，才造就如此独树一帜的吉宝 DC REIT。