

2020年06月17日

GS 营收加速增长，位置+运维构筑核心竞争优势

沙钢股份(002075)

事件：Global Switch 发布 2019 年财报。2019 年 GS 实现营收 4.4 亿英镑 (+9.9%)，EBITDA 为 2.5 亿英镑 (-9.0%)。

► GS 营收加速增长，持续加码核心资源拓宽成长空间

19 年 GS 实现营收 4.4 亿英镑 (+9.9%)，业务加速增长；EBITDA 为 2.5 亿英镑 (-9.0%)，系德利迅达应收账款减值影响。20 年公司预计将迎来核心 IDC 资源投资高峰，进一步拓宽成长空间。

► 适度加杠杆助力业务扩张，运营能力相对优化

2019 年加大业务拓张力度，应收、应付账款同步增长，以应付款与应收款差额和主营收入比率表示的占款能力略有改善，显示公司营运能力相对提升。

► “一线资源+优质运维”构建核心竞争优势

截止目前，公司在 8 个国际一线城市的核心区域运营/建设着共 15 座数据中心，总面积约 48.58 万平方米，有 7 座为 30MW 以上的超大规模数据中心，其他数据中心的容量也皆在 14MW 以上，业务规模较大。

凭借核心区位优势和高质量的运维管理服务，公司得到了客户的一致认可，截止 2019 年底，公司客户的加权平均租赁期限为 5.4 年，较长的合约期限一方面直接反映了客户的高度信赖，另一方面也有效保障了公司盈利的稳定性。

► 母公司沙钢集团携手国信中数布局国内数据中心产业投资建议

公司转型稳步推进，GS 在建项目稳步推进，维持盈利预测不变，对应现价 PE 分别为 31、21、17 倍，维持“增持”评级。

风险提示

中美贸易争端造成海外可续约率降低风险；国内业务扩展不及预期，难以弥补并购负担，影响经营情况；证监会审批意见影响公司合并进程；汇率波动性影响营收风险；系统性风险。

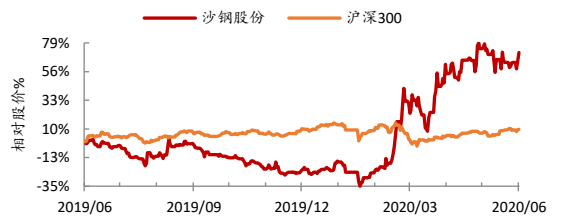
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,712	13,475	20,150	24,382	29,136
YoY (%)	18.5%	-8.4%	49.5%	21.0%	19.5%
归母净利润(百万元)	1,177	529	2,003	2,909	3,563
YoY (%)	67.0%	-55.1%	278.7%	45.2%	22.5%
毛利率 (%)	22.4%	10.3%	31.0%	35.0%	35.0%
每股收益(元)	0.27	0.12	0.45	0.66	0.81
ROE	26.4%	10.6%	6.5%	8.6%	9.5%
市盈率	52.01	115.75	30.57	21.05	17.18

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	13.87
股票代码：	002075
52 周最高价/最低价：	14.6/5.26
总市值(亿)	306.08
自由流通市值(亿)	306.08
自由流通股数(百万)	2,206.77



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

研究助理：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话：

华西通信&钢铁联合覆盖

相关研究

1. 回购彰显转型决心，IDC 业务境内外协同发展
2020.04.08
2. GS 财务状况优良，未来亚太业务新亮点
2020.03.15
3. GlobalSwitch 股权再度集中，重组持续推进
2019.08.30

1. 营收加速增长，高额资本支出拓宽成长空间

根据公司最新披露的 2019 年财报，公司 2019 年营收增速继续上行至 9.9%。年内营收的增长主要来自于欧洲（10.0%）和亚太地区（9.4%），其中亚太区的收入增量主要来自 2018 年 12 月竣工的 Singapore Woodlands 数据中心，而欧洲区的收入增量一方面来自于 2019 年 11 月投入运营的 Frankfurt North 数据中心，另一方面来自于欧洲其他数据中心的客户对增值服务的增量需求。

公司 2019 年的 EBITDA 有所下滑，主要系公司此前与 Daliy Tech（德利迅达）达成的项目协议出现违约情况，公司通过银行担保和江苏沙钢物资贸易公司所提供的担保收回了部分应收账款，同时对剩下的应收账款进行了减值处理。因此，公司 2019 年的 EBITDA 增长受到明显拖累。公司年内包含电力费用的 EBITDA margin 为 57.0%，考虑到电力成本皆由客户承担，剔除电费的净 EBITDA margin 达 67.1%。公司盈利能力依旧较高。

图 1 GS 营收增长逐步加速（百万英镑）



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

图 2 客户应收减值拖累 EBITDA 增长（百万英镑）



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

三年来，公司持续通过新建数据中心和对现有数据中心进行扩容来扩大业务规模，合计资本开支达 8.20 亿英镑，其中 2019 年内资本支出为 2.87 亿英镑。在 2020 年，香港数据中心的 4、5 号楼有望竣工投产，公司的年内资本开支将达到这一阶段资本支出周期的顶峰，未来公司的重心将转移到现有 IDC 资产的运营优化之上

表 1 各地区收入稳定增长，持续大额资本开支锁定未来增长空间（百万英镑）

以百万 GBP 计除每股	FY 2018 12/31/2018		FY 2019 12/31/2019	
营收	398.9	100.0%	438.6	100.0%
Europe	215.4	54.0%	235.6	53.7%
Asia Pacific	176.6	44.3%	196.0	44.7%
Corporate and Other	6.9	1.7%	7.0	1.6%
EBITDA	274.7	100.0%	250.1	100.0%
Europe	138.9	50.6%	141.7	56.7%
Asia Pacific	137.7	50.1%	124.9	49.9%
Corporate and Other	-1.9	-0.7%	-16.5	-6.6%
长期资产	5,864.6	100.0%	5,510.2	100.0%
Europe	3,088.7	52.7%	3,031.5	55.0%
Asia Pacific	2,775.9	47.3%	2,462.4	44.7%
Corporate and Other	0.0		16.3	0.3%
资本支出	-290.7		-286.5	100.0%
Corporate and Other	0.0		0.0	-
Europe	-46.5	16.0%	-104.0	36.3%
Asia Pacific	-244.2	84.0%	-182.5	63.7%

资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

2. 适度加杠杆助力业务扩张，运营能力相对优化

在业务规模高速扩张的同时，公司资产负债率仍保持在合理水平（2019 年为 42.2%），再考虑到公司较低的平均债券成本（2019 年为 2.6%）和较长的债券平均到期日（2019 年为 4.9 年），我们认为公司的债务偿付能力值得信赖。公司健康的资本结构还体现在较低的净负债/EBITDA 比率（2019 年为 5.0:1）以及稳定在 20% 左右的贷款价值比（2019 年为 22%）。受德利迅达应收账款减值影响，公司 ROA 有所下滑，但短期承压不改公司长期向好的发展态势，未来资本回报率有望回归正常水准。

图 3 GS 资产负债率保持在合理水准



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

图 4 GS 总资产回报率受应收账款减值大幅拖累



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

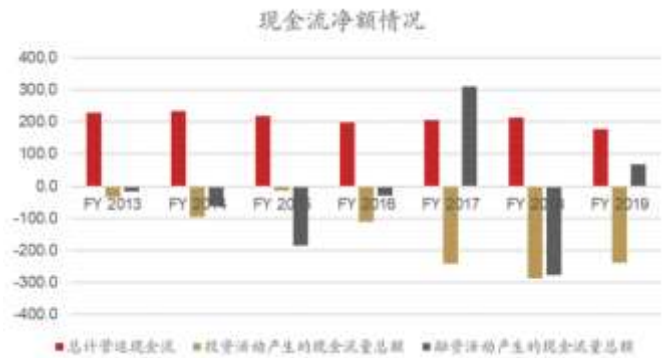
公司 2019 年加大业务拓张力度，应收、应付账款同步增长，以应付款与应收款差额和主营收入比率表示的占款能力略有改善，显示公司运营能力相对提升。公司现金流情况较好，主营业务运营稳健，为公司贡献相对稳定的现金流。融资现金流回正，提前储备后期项目建设资本投入。

图5 公司占款能力略有提升（百万英镑）



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

图6 现金流有所改善，营运情况稳定（百万英镑）



资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

3. “一线资源+优质运维”构建核心竞争优势

截止目前，公司在8个国际一线城市的核心区域运营/建设着共15座数据中心，总面积约48.58万平方米。欧洲的数据中心主要分布于英国、法国、德国、西班牙和荷兰等国的首都及主要商业城市，亚太地区的数据中心则位于中国香港地区、新加坡和澳洲悉尼。

这些数据中心绝大多数为公司自持物业，部分租赁物业的租赁期限都在30年以上，物业产权影响业务稳定经营的风险较小。从机房容量来看，公司目前运营/在建的数据中心中，有7座为30MW以上的超大规模数据中心，其他数据中心的容量也皆在14MW以上，业务规模较大，可有效承接大型客户的项目需求。

表2 公司储备有丰富的核心IDC资源，业务规模较大可承接大型客户项目需求

完工	所在地	物业持有情况	租赁时间及到期年份	建成时间	总面积 (m ²)	供电容量 (MVA)	标准功率密度 (W/m ²)
London East	英国	自有			65542	46	2000
London North	英国	自有		改建中	23439	29	2000
Amsterdam West	荷兰	租赁	(50年, 2045)		41061	32	1500
Frankfurt North	德国	自有		2019.11	11862	14	2000
Frankfurt South	德国	自有			17686	14	1000
Paris East	法国	自有			34915	25	800
Paris West	法国	自有			16703	25	1500
Madrid	西班牙	自有			21922	18	1000
Hong Kong (一期, 1-2)	中国	租赁	(35年, 2047)	2017年底	71000	100	1875
Singapore Tai-Seng	新加坡	租赁	(30年, 2023)		26743	15	1000
Singapore Woodlands	新加坡	租赁	(30年, 2039)	2019.03	25157	30	1500
Sydney West	澳大利亚	自有			41575	35	1000
Sydney East	澳大利亚	自有			31226	45	1850
在建							
Amsterdam East	荷兰	租赁	(50年, 2045)	19年底开建	28000	40	2000
Hong Kong (二期, 3-5)	中国	租赁	(35年, 2047)	2020	71000	100	
London South	英国	自有		规划	29000	14	

资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

从后期运维的角度看，公司的数据中心运营水准皆在Tier 3以上，相对优异的运维能力助力公司赢得众多高标准大型客户的青睐。此外，公司通过充分利用自然冷

源以及合理设计冷却系统，实现了能源的高效应用，项目最低 PUE 可达 1.11，极大地优化了公司的成本，提升了项目的盈利能力。

表 3 公司运维能力优异，可充分满足大型客户的高标准需求

完工	运营水准	PUE	冷却系统	
			装机冷却功率 (MW)	水冷技术
London East	超越Tier 3		41.57	水冷系统；机架内冷却能力
London North	超越Tier 3	1.2	15.8	水冷系统；机架内冷却能力
Amsterdam West	超越Tier 3		27.9	自然水冷的水冷系统；机架内冷却能力
Frankfurt North	超越Tier 3	1.11	14	自然水冷的水冷系统；机架内冷却能力
Frankfurt South	超越Tier 3		11.8	自然冷却的水冷系统
Paris East	超越Tier 3		22.8	水冷冷却系统
Paris West	超越Tier 3		18	水冷系统，具备自然冷却能力
Madrid	超越Tier 3		24	水冷冷冻系统
Hong Kong (一期, 1-2)	超越Tier 3	1.5	71.5	水冷系统
Singapore Tai-Seng	超越Tier 3		30	水冷系统，具备自然冷却能力
Singapore Woodlands	超越Tier 3	1.34	28.8	水冷系统
Sydney West	超越Tier 3		31.5	水冷系统，机架内冷却能力
Sydney East	超越Tier 3	1.35	35.4	水冷系统，具备自然冷却能力；机架内冷却能力
在建				
Amsterdam East	超越Tier 3	<1.2		风侧自然冷却
Hong Kong (二期, 3-5)		1.5		
London South				

资料来源：GS 公告，华西证券研究所整理

凭借核心区位优势和高质量的运维管理服务，公司得到了客户的一致认可，截止 2019 年 12 月 31 日，公司客户的加权平均租赁期限为 5.4 年，较长的合约期限一方面直接反映了客户的高度信赖，另一方面也有效保障了公司盈利的稳定性。

4. 母公司沙钢集团携手国信中数布局国内数据中心产业

根据澎湃新闻新闻，6 月 15 日下午，北京国信中数投资管理有限公司与闵行区人民政府正式签订战略合作协议。母公司沙钢集团与国家信息中心实控的国信中数将以 50 亿元共同设立上海沙钢国信大数据母基金（一期），此外沙钢集团拟以 300 亿元设立大数据产业资本平台公司上海锦寰基金投资管理公司，这两家企业都将落户闵行区虹桥基金小镇办公。

同时，本次成立的锦寰科技，后续将取得工信部颁布的“互联网数据中心业务”牌照，并作为沙钢集团在中国大陆的大数据运营平台为沙钢集团及其他第三方在中国大陆的大数据项目提供运营服务。锦寰科技的成立直接标志着沙钢正式开启国内的数字化转型进程。

我们认为本次战略合作将充分发挥国家信息中心的资源优势 and 沙钢集团的资本优势，在承接基金小镇数字基础设施建设需求的基础上还有望进一步在全国范围内推广数字园区项目建设经验，助力沙钢转型。目前，这一产业基金在全国范围的大数据项目落地主要围绕北京、上海、深圳、重庆、杭州等五大核心区位的数字园区。

5. 盈利预测预估值

沙钢资本优势携手国信中数资源优势在承接基金小镇海量数字基建需求的基础上有望进一步抢占一线核心资源，助推沙钢数字化转型。维持盈利预测不变，对应现价 PE 分别为 31、21、17 倍，维持“增持”评级。

6. 风险提示

中美贸易争端造成海外可续约率降低风险；国内业务扩展不及预期，难以弥补并购负担，影响经营情况；证监会审批意见影响公司合并进程；汇率波动性影响营收风险；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,475	20,150	24,382	29,136	净利润	960	3,922	5,686	6,882
YoY (%)	-8.4%	49.5%	21.0%	19.5%	折旧和摊销	368	193	185	197
营业成本	12,083	13,904	15,848	18,938	营运资金变动	-863	-1,078	109	-72
营业税金及附加	66	143	175	197	经营活动现金流	304	3,030	5,961	6,987
销售费用	108	568	669	798	资本开支	-193	-492	-513	-527
管理费用	189	544	634	723	投资	355	0	0	0
财务费用	-12	-227	-490	-596	投资活动现金流	632	-492	-513	-527
资产减值损失	-8	12	18	20	股权募资	12	1,951	255	0
投资收益	166	0	0	0	债务募资	358	-207	0	0
营业利润	1,190	5,176	7,494	9,009	筹资活动现金流	-1,067	23,516	255	0
营业外收支	23	0	0	0	现金净流量	-130	26,054	5,703	6,460
利润总额	1,212	5,176	7,494	9,009					
所得税	252	1,254	1,809	2,127	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	960	3,922	5,686	6,882	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	529	2,003	2,909	3,563	营业收入增长率	-8.4%	49.5%	21.0%	19.5%
YoY (%)	-55.1%	278.7%	45.2%	22.5%	净利润增长率	-55.1%	278.7%	45.2%	22.5%
每股收益	0.12	0.45	0.66	0.81	盈利能力 (%)				
					毛利率	10.3%	31.0%	35.0%	35.0%
					净利率	7.1%	19.5%	23.3%	23.6%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	4.6%	5.0%	6.3%	6.6%
货币资金	198	26,252	31,956	38,416	净资产收益率 ROE	10.6%	6.5%	8.6%	9.5%
预付款项	281	350	402	473	偿债能力 (%)				
存货	1,618	2,133	2,408	2,830	流动比率	1.77	7.90	8.07	8.29
其他流动资产	4,699	5,943	6,198	6,517	速动比率	1.27	7.34	7.51	7.72
流动资产合计	6,797	34,679	40,964	48,236	现金比率	0.05	5.98	6.29	6.60
长期股权投资	20	20	20	20	资产负债率	34.7%	11.4%	11.3%	11.1%
固定资产	3,506	3,644	3,802	3,972	经营效率 (%)				
无形资产	370	378	387	396	总资产周转率	1.17	0.51	0.53	0.54
非流动资产合计	4,716	5,028	5,375	5,725	每股指标 (元)				
资产合计	11,513	39,707	46,339	53,961	每股收益	0.12	0.45	0.66	0.81
短期借款	207	0	0	0	每股净资产	1.13	6.96	7.67	8.48
应付账款及票据	2,485	2,334	2,656	3,031	每股经营现金流	0.07	0.69	1.35	1.58
其他流动负债	1,152	2,053	2,422	2,788	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,844	4,387	5,078	5,818	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	115.75	30.57	21.05	17.18
其他长期负债	154	154	154	154	PB	5.53	1.99	1.81	1.64
非流动负债合计	154	154	154	154					
负债合计	3,998	4,541	5,232	5,972					
股本	2,207	4,158	4,414	4,414					
少数股东权益	2,547	4,467	7,244	10,562					
股东权益合计	7,515	35,166	41,107	47,989					
负债和股东权益合计	11,513	39,707	46,339	53,961					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。