

沙钢股份 (002075.SZ)

五问五答，从2018年报出发，再看GS

近期市场对于沙钢的关注度较高，2018年11月定增方案发布时，并购资产 Global Switch (以下简称GS)的2018年报尚未发布，公告中的经营数据距今较久。因为GS的2019年报尚未披露，为了更详细分析公司经营情况，我们先从其2018年报出发，结合市场关注点，从5个问题入手，进行深入剖析。

(1) GS的经营情况?

2018年实现收入4亿英镑，同比增长5.6%；EBITDA 2.7亿英镑，同比增长2.6%，EBITDA率69%，稳定维持全球领先。

(2) GS的项目储备?

2018年底，公司启动新加坡第2个数据中心建设，这是公司第12个数据中心，落成后总电力容量达到384MW，如按5KW的标准柜折算，约7.7万机柜。结合2018年定增方案，GS在手项目储备还将新增约40%的电力容量。

(3) GS各地区业务发展情况?

亚太区增长强劲，欧洲区业务有望逐步恢复增长。1)从收入结构看，亚太区占比快速提升：2018年欧洲区收入占比54%(-6 pct)，亚太区收入占比44%(+7 pct)，其他地区收入占比2%(-1 pct)。

2)从各地区增速看，亚太区增长强劲，欧洲区有望逐步恢复增长：2018年亚太区收入同比增长25%，EBITDA同比增长28%。2018年欧洲区收入同比下滑5%，EBITDA同比下滑8%，我们预计可能源于近年股权架构调整导致的外资客户流失风险。随着股权落地，该风险有望边际趋缓。

3)公司未来仍将聚焦欧洲、亚太，享受新兴市场快速增长红利：根据451 Research数据，预计2017-2022年，全球数据中心收入年复合增速为9.3%，其中北美预计增速6.7%，欧洲、中东和非洲地区增速8.8%，亚太地区增速11.6%。

(4) GS的经营效率如何?

运营效率显著高于同行：截止2018年底，公司员工总数为218人，与往年基本持平。其中物业管理122人，销售人员14人，管理人员82人，运营效率较高，人均创收约183万英镑，人均薪资约7.3万英镑。

(5) GS的未来成长性如何?

海外扩张提速，疫情催化可期。此前因股权交割，GS扩张偏慢，市场对于GS的成长性有所低估。我们认为股权落地后，未来2年有望重回10%以上增长。考虑到海外疫情加速云计算需求，GS扩张或超预期。

收购完成后，GS与众不同的优势：1)对接中国企业数据出海需求：从GS年报披露情况来看，除其传统的业务布局，GS和中国电信(全球)合作日趋紧密，为电信的终端客户提供服务、依需进行项目规划。此外，依托海外核心IDC资源，GS还将成“一带一路”国内企业走出去的数据服务平台。

2)满足海外客户“走进来”需求：积极推进中国市场布局，预计数据中心有望落地在上海外高桥保税区，为海外客户入华提供高性价比方案。

风险提示：收购进度缓慢，GS收入不达预期，钢铁主业盈利下滑，定增方案的不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,712	13,475	11,575	11,679	12,263
增长率 yoy (%)	18.5	-8.4	-14.1	0.9	5.0
归母净利润(百万元)	1,177	529	366	420	486
增长率 yoy (%)	67.0	-55.1	-30.8	14.7	15.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.53	0.24	0.17	0.19	0.22
净资产收益率(%)	30.1	12.8	8.2	8.7	9.3
P/E(倍)	18.9	42.0	60.7	52.9	45.8
P/B(倍)	4.98	4.47	4.35	4.13	3.90

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	钢铁
前次评级	买入
最新收盘价	10.01
总市值(百万元)	22,089.79
总股本(百万股)	2,206.77
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	75.82

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

研究助理 丁劲

邮箱：dingjing@gszq.com

相关研究

1、《沙钢股份(002075.SZ)：从市场最关心的5个问题，深度解析GS价值》2020-03-12



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7088	6797	7171	7929	8643
现金	332	198	545	1287	1614
应收票据及应收账款	746	54	177	56	189
其他应收款	5	11	3	11	4
预付账款	300	281	164	285	187
存货	1709	1618	1648	1655	2015
其他流动资产	3996	4634	4634	4634	4634
非流动资产	4433	4716	4813	4873	4891
长期投资	16	20	27	35	42
固定资产	3236	3506	3581	3616	3610
无形资产	372	370	348	327	305
其他非流动资产	809	821	857	896	933
资产总计	11521	11513	11985	12802	13535
流动负债	3831	3844	3887	4113	4160
短期借款	237	207	200	200	200
应付票据及应付账款	2235	2485	2570	2586	2786
其他流动负债	1359	1152	1117	1327	1174
非流动负债	160	154	154	154	154
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	160	154	154	154	154
负债合计	3991	3998	4041	4267	4314
少数股东权益	3070	2547	2830	3155	3530
股本	2207	2207	2207	2207	2207
资本公积	-609	-609	-609	-609	-609
留存收益	2733	3365	3743	4177	4679
归属母公司股东权益	4461	4968	5113	5380	5691
负债和股东权益	11521	11513	11985	12802	13535

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2560	304	897	1244	839
净利润	2269	960	649	744	861
折旧摊销	370	368	397	436	478
财务费用	-8	-12	-18	-13	-26
投资损失	-132	-166	-124	-104	-104
营运资金变动	-97	-852	22	211	-341
其他经营现金流	158	6	-29	-29	-29
投资活动现金流	-1992	632	-340	-363	-363
资本支出	116	206	89	53	11
长期投资	0	355	-7	-7	-7
其他投资现金流	-1876	1193	-259	-318	-360
筹资活动现金流	-691	-1067	-210	-139	-149
短期借款	137	-30	-7	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-828	-1037	-203	-139	-149
现金净增加额	-126	-130	347	742	327

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14712	13475	11575	11679	12263
营业成本	11415	12083	10614	10569	11012
营业税金及附加	114	66	57	57	60
营业费用	100	108	100	100	100
管理费用	205	189	200	200	200
研发费用	57	60	60	60	60
财务费用	-8	-12	-18	-13	-26
资产减值损失	33	-8	-8	-8	-8
其他收益	19	23	23	23	23
公允价值变动收益	0	22	22	22	22
投资净收益	132	166	124	104	104
资产处置收益	0	8	8	8	8
营业利润	2948	1190	746	870	1022
营业外收入	104	30	104	104	104
营业外支出	83	8	8	8	8
利润总额	2969	1212	843	967	1118
所得税	700	252	194	222	257
净利润	2269	960	649	744	861
少数股东损益	1092	431	283	325	375
归属母公司净利润	1177	529	366	420	486
EBITDA	3344	1587	1241	1387	1565
EPS (元)	0.53	0.24	0.17	0.19	0.22

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	-8.4	-14.1	0.9	5.0
营业利润(%)	55.4	-59.6	-37.3	16.6	17.4
归属于母公司净利润(%)	67.0	-55.1	-30.8	14.7	15.7
获利能力					
毛利率(%)	22.4	10.3	8.3	9.5	10.2
净利率(%)	8.0	3.9	3.2	3.6	4.0
ROE(%)	30.1	12.8	8.2	8.7	9.3
ROIC(%)	47.9	18.4	12.1	13.0	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.6	34.7	33.7	33.3	31.9
净负债比率(%)	-0.6	1.0	-3.5	-11.9	-14.6
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	2.1
速动比率	0.3	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.2	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	16.0	33.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转率	5.7	5.1	4.2	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.24	0.17	0.19	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.14	0.41	0.56	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.25	2.32	2.44	2.58
估值比率					
P/E	18.9	42.0	60.7	52.9	45.8
P/B	5.0	4.5	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	7.6	13.4	17.1	15.0	13.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、2018年经营情况：收入4亿英镑，EBITDA率全球领先.....	4
2、经营效率：人员仅约200人，人均创收约183万英镑.....	6
3、未来成长性：海外扩张有望提速，落子中国稀缺性突显.....	6
4、资产&现金流：负债水平维持低位，现金流稳定健康.....	8
5、融资情况：融资渠道多元，资产结构持续优化.....	10
6、定增梳理：GS 100%股权已处国内，资产注入加速可期.....	12
7、风险提示.....	15

图表目录

图表 1: GS 2018 年经营情况概览.....	4
图表 2: 全球 IDC 巨头 EBITDA 率.....	4
图表 3: GS 2018 年利润表.....	5
图表 4: GS 2018 年收入拆分.....	5
图表 5: GS 人员结构.....	6
图表 6: GS 人员工资结构.....	6
图表 7: GS 2018 年各地区业务收入.....	7
图表 8: GS 所持数据中心物业情况.....	9
图表 9: GS 2018 年资产负债表-1.....	10
图表 10: GS 2018 年资产负债表-2.....	10
图表 11: GS 2018 年现金流量表.....	11
图表 12: 公司历史收购估值.....	13
图表 13: 苏州卿峰股权结构.....	13
图表 14: 交易完成前沙钢股份股权结构图.....	14
图表 15: 交易完成后沙钢股份股权结构图.....	14

1、2018年经营情况：收入4亿英镑，EBITDA率全球领先

收入增长稳定，EBITDA率保持全球第一。2018年收入达到3.99亿英镑，同比增长5.6%，EBITDA 2.7亿英镑，同比增长2.6%，主要因为香港将军澳和新加坡新建的数据中心。如果按固定汇率计算，收入增长7.3%，EBITDA增长4.5%。

图表1: GS 2018年经营情况概览

单位：百万英镑	2017年12月31日	2018年12月31日	增加
收入	377.6	398.9	5.6%
EBITDA	267.7	274.7	2.6%
EBITDA率	70.9%	68.9%	
投资物业估值	5374.1	5952.2	10.8%

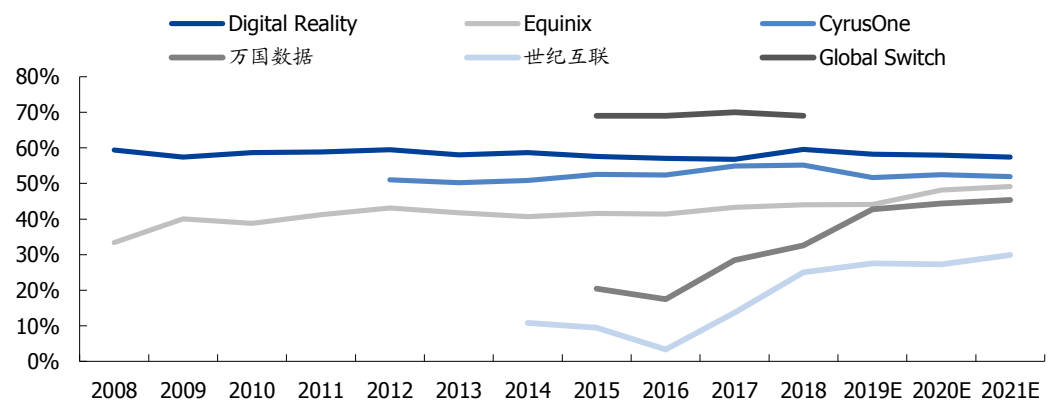
资料来源：Global Switch, 国盛证券研究所

备注：EBITDA不包括投资物业重估收益。

EBITDA率：按照行业管理和会计标准，公司目前的收入端包含了电费收入，成本端包含了供应的电力成本，该EBITDA率为68.9%（2017年为70.9%）。如果以净额计算电费，2018年EBITDA率为80.7%（2017年为83.0%）。

从EBITDA率来看，Global Switch 2015-2018年EBITDA率为69%、69%、70%、69%，处于全球第一梯队。Digital Reality维持在58%，CyrusOne约53%，Equinix约44%。公司盈利能力较强。

图表2: 全球IDC巨头EBITDA率



资料来源：Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: GS 2018 年利润表

单位: 百万英镑	2018	2017
收入	398.9	377.6
销售成本	(116.8)	(105.5)
行政费用	(10.2)	(7.6)
扣除其他收益前的营业利润	271.9	264.5
投资物业重估收益	248.9	176.3
营业利润	520.8	440.8
利息收入	10.2	0.5
利息费用	(43.9)	(78.1)
汇兑收益/(损失)	5.3	(4.4)
财务费用	(28.4)	(82.0)
除税前溢利	492.4	358.8
当期税	(14.9)	(23.2)
递延税款	(81.9)	(2.6)
税金支出	(96.8)	(25.8)
本年度利润	395.6	333.0

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

业绩承诺: 根据 2018 年 11 月份沙钢披露的定增方案: 2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年内 (业绩承诺期实际开始年度为标的资产交割日所在年度), Global Switch 实现的净利润 (该净利润为 Global Switch 合并报表中扣除投资性房地产公允价值变动损益、汇兑损益及其他非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润) 分别不低于 2.04 亿英镑、2.59 亿英镑、3.07 亿英镑和 3.53 亿英镑, 即 **2018-2021 年复合增速约 20%**。

GS 收入主要来源与租金和服务收入, 客户结构较为多元。 只有 2 名客户收入占比超过 10%, 第一大客户在 2 个数据中心签订合同, 总收入约 4860 万英镑 (2017 年: 1490 万英镑)。第二大客户在 GS 的 8 个数据中心签订多个合同, 总收入为 4020 万英镑 (2017 年: 3850 万英镑)。

图表 4: GS 2018 年收入拆分

单位: 百万英镑	2018	2017
租金及服务费收入	284.7	275.1
电力服务	58.6	58.8
额外服务及其他收益	55.6	43.7

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

2、经营效率：人员仅约 200 人，人均创收约 183 万英镑

截止 2018 年底，公司员工总数为 218 人，与往年基本持平。其中物业管理 122 人，销售人员 14 人，管理人员 82 人，运营效率较高，人均创收约 183 万英镑，人均薪资待遇约 7.3 万英镑。

图表 5: GS 人员结构

人员结构	2018	2017
物业管理	122	125
销售人员	14	12
管理人员	82	82
总计	218	219

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

图表 6: GS 人员工资结构

工资结构 (单位: 百万英镑)	2018	2017
工资、薪金和绩效奖金	13.8	10.7
社会保障费用	1.4	1.7
退休金	0.8	0.9
总计	16.0	13.3

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

3、未来成长性：海外扩张有望提速，落子中国稀缺性突显

因为近年来股权架构调整，公司业绩增速放缓，市场对公司未来成长性存在担忧，但是我们认为：

(1) 海外扩张提速，疫情催化可期。此前因股权交割 GS 扩张进度偏慢，股权落定后，2020-2022 年有望重回 10% 以上增长。考虑到海外疫情加速云计算需求，GS 扩张或超预期。

(2) 落子中国。GS 此前业务聚焦欧洲、东南亚，与沙钢整合后，我们判断 GS 有望依托集团落子国内，享 5G 增长红利。因为国内 IDC 有牌照限制，审批较为严格，GS 或者说沙钢将成为全球少有的中国境内外均有布局的 IDC 巨头。

(3) “一带一路”出海平台，数据安全基础设施。依托海外核心 IDC 资源，GS 将成“一带一路”国内企业走出去及海外企业入华的数据服务平台。此外从年报披露情况，公司与中国电信(全球)合作关系日趋紧密，有望共同拓展终端客户，进一步增强渠道优势。

从 2018 年的收入结构也可以看出这一趋势：

(1) 从收入结构分析，亚太区占比快速提升：2018 年欧洲区收入占比 54% (2017 年为 60%)，亚太区收入占比 44% (2017 年为 37%)，其他地区收入占比 2% (2017 年为 3%)。

(2) 从各地区增速看，亚太区增长强劲，欧洲区有望逐步恢复增长：2018年亚太区收入同比增长25%，EBITDA同比增长28%。2018年欧洲区收入同比下滑5%，EBITDA同比下滑8%，我们预计可能源于近年股权架构调整导致的外资客户流失风险。随着股权落定，该风险有望边际趋缓。

图表7: GS 2018年各地区业务收入

单位: 百万英镑	2018	2017
收入总计	398.9	377.6
欧洲	215.4	227.3
亚太	176.6	141.0
其他地区	6.9	9.3
EBITDA 总计	274.4	267.7
欧洲	138.9	150.8
亚太	137.7	107.3
其他地区	(1.9)	9.6

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

在手项目分析: 全球一线城市提前卡位, 储备项目可维持公司长期稳定增长。

(1) 2018年11月定增公告:

GS在亚欧澳3大洲8个国际一线城市拥有11个数据中心, 分布在伦敦、巴黎、阿姆斯特丹、马德里、法兰克福、新加坡、悉尼、香港等8个区域核心城市, 总建筑面积超过34.05万平方米、总电力容量**371兆伏安**。

2018年-2020年, Global Switch计划在伦敦、阿姆斯特丹、香港、新加坡、法兰克福等城市中心区域建设或者规划建设新的数据中心, 预计新增总建筑面积达到**14.20万平方米**、新增电力容量**156兆伏安**, 分别较现有水平增长**41.69%**、**42.05%**。全部建设完成后, Global Switch将进一步提高其在欧洲和亚太地区的覆盖率, 巩固行业领先的地位。

(2) 2018年报披露:

2018年底, 公司启动建设新加坡第二个数据中心, 这是公司第**12**个数据中心, 落成后公司的总电力容量达到**384兆瓦**。截止**2018**年底, **GS**加权平均租赁期进一步延长至**6.3**年, 相较**2017**年增加**23%**。

待**2019**年底, 法兰克福项目落成后, GS将扩展到**13**个数据中心。自**2010**年以来, GS已经将数据中心数量增加了**50%**, 总建筑面积增加了**36%**, 收入增长了**81%**, 在没有收购的情况下, EBITDA实现翻番。

欧洲、亚太区将成未来发力重点。根据451 Research数据, 预计**2017-2022**年, 全球数据中心收入年复合增速为**9.3%**, 其中北美预计增速**6.7%**, 欧洲、中东和非洲地区增速**8.8%**, 亚太地区增速**11.6%**, 因此GS将其工作重点聚焦欧洲和亚太地区。

沙钢收购GS后的协同优势:

1) 对接中国企业数据出海需求: 从GS年报披露情况来看, 除其传统的业务布局, GS和中国电信(全球)合作日趋紧密, 为电信的终端客户提供服务、依需进行项目规划。

此外，依托海外核心 IDC 资源，GS 还将成“一带一路”国内企业走出去的数据服务平台。

2) 满足海外客户“走进来”需求：积极推进中国市场布局，预计数据中心有望落地在上海外高桥保税区，为海外客户入华提供高性价比方案。

在手项目储备详解：

(1) 新加坡：2018 年底，公司根据中国电信（全球）的需求，启动了新加坡第二个数据中心，这是公司第 12 个数据中心，位于 Woodlands。落成后公司的总电力容量达到 384 兆瓦。该数据中心 PUE 设计为 1.34，远低于新加坡环境局设定的 1.78 的 PUE 目标，体现了公司优越的设计能力和运维能力。

(2) 香港：2017 年底香港数据中心一期（1、2 号楼）启动，2018 年二期的（3、4、5 号楼）开始施工，计划将在 2019-2020 年分阶段完成。

(3) 上海：2018 年收购计划取得良好进展，预计会落地在上海外高桥保税区。如果成功将标志着公司正式进入中国市场，使得外国客户无需支付进口税/关税即可将其设备入场，公司的海外客户资源丰富，这对于有意在中国国内开展业务的客户有很强的吸引力，满足其“走进来”的需求。

(4) 法兰克福：2018 年，根据中国电信（全球）的最终客户需求，开始建设法兰克福的第二个数据中心。耗资约 1.4 亿欧元，提供 14MW 市电，将法兰克福的总电力容量扩展到 28MW。

(5) 阿姆斯特丹：计划扩建 40MW，使电力容量达到 100MW。

4、资产&现金流：负债水平维持低位，现金流稳定健康

2018 年底，公司总资产为 61.8 亿英镑（2017 年为 59.4 亿英镑），净资产为 37.5 亿英镑，公司全部物业资产 100% 自有且无抵押（除阿姆斯特丹、新加坡、香港的土地通过长期可续约租赁持有外）。

图表 8: GS 所持数据中心物业情况

位置	国家	所有权
已建设		
阿姆斯特丹	荷兰	租赁权 (50 年有效期至 2045 年)
法兰克福	德国	自有
伦敦北部	英国	自有
马德里	英国	自有
巴黎东部	法国	自有
巴黎西部	法国	自有
新加坡大成	新加坡	租赁权 (30 年有效期至 2023 年)
新加坡林地	新加坡	租赁权 (30 年有效期至 2039 年)
悉尼西部	澳大利亚	自有
悉尼东部	澳大利亚	自有
香港	中国香港	租赁权 (35 年有效期至 2047 年)
合计投资物业价值: 57.6 亿英镑 (2018 年), 50.9 亿英镑 (2017 年)		
建设中、待建设		
香港	中国香港	租赁权 (35 年有效期至 2047 年)
新加坡林地	新加坡	租赁权 (30 年有效期至 2039 年)
阿姆斯特丹	荷兰	租赁权 (50 年有效期至 2045 年)
法兰克福北部	德国	自有
伦敦南部	英国	自有
合计投资物业价值: 57.6 亿英镑 (2018 年), 50.9 亿英镑 (2017 年)		

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

公司自融资的业务模式, 提供了充足的财务灵活性, 负债维持低位。截止 2018 年底, 净负债/EBITDA 为 4.4X, 贷款价值比: 净负债/投资性房地产价值=20%, 而 2017 年这两个数值分别为 4.0X, 20%。

图表 9: GS 2018 年资产负债表-1

单位: 百万英镑	2018	2017
非流动资产		
投资物业	5862.2	5290.7
无形资产	1.6	2.0
物业、厂房及设备	0.8	1.4
衍生金融工具	-	12.6
合计: 非流动资产	5864.6	5306.7
流动资产		
存货	2.0	2.0
贸易及其他应收款	215.5	183.3
现金及现金等价物	88.0	437.9
衍生金融工具	11.8	10.2
当期税	2.3	-
合计: 流动资产	319.6	633.4
总资产	6184.2	5940.1

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

折旧如何计算?

- (1) 根据会计准则, 对于以公允价值计量的投资性房地产不计折旧。
 (2) 物业、厂房及设备按直线法折旧: 1) 固定装置和配件折旧期 3 年, 2) 电脑设备折旧期 3 年。

图表 10: GS 2018 年资产负债表-2

单位: 百万英镑	2018	2017
非流动负债		
借款	(1282.4)	(1243.0)
递延税款	(1018.0)	(939.4)
合计: 非流动负债	(2300.4)	(2182.4)
流动负债		
借款	(1.1)	(270.3)
其他应付款	(130.3)	(135.9)
当期税	-	(6.3)
合计: 流动负债	(131.4)	(412.5)
负债总额	(2431.8)	(2594.9)
净负债	3752.4	3345.2
所有者权益		
股本	-	-
留存收益	3192.7	2799.6
外币报表折算差额	(73.8)	(88.8)
套期保值	(91.8)	(90.9)
其他	725.3	725.3
合计: 所有者权益	3752.4	3345.2

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

5、融资情况: 融资渠道多元, 资产结构持续优化

债券的提前赎回、6亿欧元债余额的还款与新债券的发行使公司的平均债务成本下降至**2.6%**，资本结构持续优化。根据2018年报，2018年底，公司的加权平均债务期限为5.9年（2017年为5.8年），加权平均债务成本为2.6%（2017年为3.1%），资产结构持续优化，融资成本相对较低。

(1) 欧元债：公司2017年发行的6.5年期5亿欧元债和10年期5亿欧元债，到期日分别为2024年1月31日及2027年5月31日，票面利率分别为1.50%及2.25%，定价与基准交换利率中价的息差分别为110及145个基点，延长了Global Switch的平均债务到期日，并进一步降低了公司的债务成本。此次发行共获逾3.4倍的超额认购。

(2) 循环贷：2017年2月，与五家银行商定4.25亿英镑的循环贷，将于2021年4月到期，可延长一年，并于2018年12月31日提取2260万英镑（2017年未提取）。

(3) 提前赎回部分债券：2017年5月，提前赎回49%的2018年到期的6亿欧元债及88%的2020年到期的1亿澳元债。

图表 11: GS 2018 年现金流量表

单位: 百万英镑	2018	2017
经营活动产生的现金流		
除税前利润	492.4	358.8
财务收入	(10.2)	(0.5)
利息费用	43.9	78.1
汇兑收益(损失)	(5.3)	4.4
物业、厂房及设备的折旧	0.8	1.7
无形资产摊销	0.9	1.5
处置不动产、厂房和设备的损失	1.1	-
投资物业重估收益变动	(248.9)	(176.3)
-其他应收款	(22.3)	(20.6)
其他应付款	(16.3)	(10.5)
经营活动产生的现金	236.1	236.6
利息收入	0.2	0.5
已付所得税	(23.3)	(31.5)
经营活动产生的现金净额	213.0	205.6
投资活动产生的现金流量		
购买物业、厂房和设备	(1.8)	(1.0)
投资物业的建设和改善	(284.8)	(240.8)
投资活动所用现金净额	(286.6)	(241.8)
筹资活动产生的现金流量		
偿还股东贷款	-	(189.4)
远期外汇合约收益	16.4	8.5
循环信贷费用	(1.2)	(3.2)
银行贷款收益	22.6	299.5
偿还银行贷款	-	(299.5)

债券发行收益	-	872.6
偿还/回购欧元计价的担保票据	(267.0)	(263.4)
回购以澳元计价的担保票据	-	(51.5)
已付利息	(47.7)	(63.6)
筹资活动产生的现金净额	(276.9)	310.0
现金及现金等价物的净增加	(350.5)	273.8
期初的现金和现金等价物	437.9	166.0
汇率变动影响	0.6	(1.9)
期末的现金和现金等价物	88.0	437.9

资料来源: Global Switch, 国盛证券研究所

6、定增梳理: GS 100%股权已处国内, 资产注入加速可期

(该部分主要参考 2018 年 11 月份沙钢股份披露的定增公告)

沙钢股份本次定增拟收购标的: 苏州卿峰 (GS 51%股权, 以 2017 年 12 月 31 日为基准, 交易作价 238 亿元)

(1) 根据 2017 年 6 月 15 日定增预案, 公司拟以发行股份及支付现金方式收购苏州卿峰 100%股权 (即 51%的 GS 股权, 以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日, 作价 229 亿元)+德利迅达 88%股权 (作价 29 亿元)。定增发行价 12.19 元, 募集资金总额不超过 2 亿元。

(2) 根据 2018 年 11 月 16 日定增方案调整说明, 更改拟收购标的为苏州卿峰 100%的股权, 以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日, 交易作价 238 亿元。

GS 剩余 49%股权, 已处于上市公司的控股股东沙钢集团的实际控制之下:

(1) 2018 年 3 月 31 日, 公司控股股东沙钢集团联合部分投资人成立的公司 SIL, 收购 24.99% GS 股权, 交易作价 17.95 亿英镑, 目前已经交割完成。沙钢集团通过全资子公司对 SIL 持股 41%, 为实控人。

(2) 2019 年 8 月 28 日, 公司控股股东沙钢集团通过间接全资子公司 TEL 收购 24.01% GS 股权。

截止目前收购 GS 100%股权共花费 59.37 亿英镑=23.42 亿 (苏州卿峰)+35.95 亿 (49%股权)。

(1) 2016 年 12 月 21 日, 苏州卿峰的子公司 EJ 收购 GS 51%股权, 总交易价格为 23.42 亿英镑, 对应 GS 的 100%股权估值为 45.92 亿英镑, 对应 2015 年 EV/EBITDA 为 19.1X, 当年行业中位数 21.9X。

(2) 2018 年 3 月 31 日, 沙钢集团旗下 SIL 收购 GS 24.99%股权, 交易价格为 17.95 亿英镑, 对应 GS 的 100%股权估值为 71.83 亿英镑, 对应 2017 年 EV/EBITDA 26.9X, 当年行业中位数 30X, 估值提升与当年 IDC 行业的整体估值波动相挂钩。

(3) 2019年8月27日, 沙钢集团收购GS 24.01%股权, 交易价格为18亿英镑。

(4) 2018年11月16日最新的方案中, 以2017年12月31日为基准日, GS 100%股权按收益法预评估值约为52.47亿英镑, 对应2017年EV/EBITDA 19.6X。

图表 12: 公司历史收购估值

项目	Global Switch 100%股权估值 (亿英镑)	本次交易的估值作价 (亿英镑)	差额 (亿英镑)	差异率
EJ 收购交易	45.92	52.47	6.55	14.26%
SIL 收购交易	71.83	52.47	-19.36	-26.95%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

根据 2018 年 11 月份定增方案, 苏州卿峰的股权结构如下:

图表 13: 苏州卿峰股权结构

序号	股东名称	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)	持股比例
1	沙钢集团	650,000.00	650,000.00	29.88%
2	上海领毅	400,000.00	400,000.00	18.39%
3	皓玥肇迦	200,000.00	200,000.00	9.19%
4	秦汉万方	100,000.00	100,000.00	4.60%
5	中金瑟合	100,000.00	100,000.00	4.60%
6	中金云合	100,000.00	100,000.00	4.60%
7	堆龙致君	100,000.00	100,000.00	4.60%
8	上海奉朝	100,000.00	100,000.00	4.60%
9	上海三卿	100,000.00	100,000.00	4.60%
10	烟台金腾	100,000.00	100,000.00	4.60%
11	顺铭腾盛	100,000.00	100,000.00	4.60%
12	上海道璧	80,000.00	80,000.00	3.68%
13	秦汉江龙	33,400.00	33,400.00	1.54%
14	厚元顺势	7,000.00	7,000.00	0.32%
15	上海蓝新	5,000.00	5,000.00	0.23%
合计		2,175,400.00	2,175,400.00	100.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

根据 2018 年 11 月份定增方案, 沙钢股份总股本为 2,206,771,772 股。根据交易方案, 公司本次拟向除上海蓝新以外的 14 名苏州卿峰股东发行 1,951,337,999 股作为购买资产对价的一部分; 同时, 公司拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金。

本次交易前, 截至 2018 年 9 月 30 日, 沙钢股份前十大股东持股情况如下表所示:

图表 14: 交易完成前沙钢股份股权结构图

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	沙钢集团	448,871,726	20.34%
2	李非文	158,200,000	7.17%
3	刘振光	154,000,000	6.98%
4	朱峥	140,000,000	6.34%
5	李强	140,000,000	6.34%
6	黄李厚	100,353,500	4.55%
7	刘本忠	89,172,601	4.04%
8	金洁	88,000,000	3.99%
9	王继满	81,100,000	3.68%
10	燕卫民	79,536,000	3.60%
合计		1,479,233,827	67.03%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

不考虑发行股份募集配套资金的情形, 本次交易完成后, 上市公司主要股东的股权结构如下表:

图表 15: 交易完成后沙钢股份股权结构图

本次交易完成后、未考虑募集配套资金 一致行动口径下上市公司主要股东的股权结构			
序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	沙钢集团	1,033,266,172	24.85%
2	上海领毅	359,627,351	8.65%
3	皓玥肇迦、堆龙致君、顺铭腾盛	359,627,349	8.65%
4	上海奉朝、上海三卿、秦汉江龙	209,842,557	5.05%
5	李非文	158,200,000	3.80%
6	刘振光	154,000,000	3.70%
7	朱峥	140,000,000	3.37%
8	李强	140,000,000	3.37%
9	黄李厚	100,353,500	2.41%
10	秦汉万方	89,906,837	2.16%
10	中金瑟合	89,906,837	2.16%
10	中金云合	89,906,837	2.16%
10	烟台金腾	89,906,837	2.16%
合计		3,014,544,277	72.50%

注: 1、皓玥肇迦、堆龙致君、顺铭腾盛存在关联关系, 为一致行动人而将其持股合并计算; 2、上海三卿、上海奉朝、秦汉江龙存在关联关系, 为一致行动人而将其持股合并计算。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

7、风险提示

(1) 收购进度缓慢: 因为当前国际大环境不确定性加剧, 跨境并购的政府审批可能比此前更为严苛, 存在一定不确定性。

(2) GS 收入不达预期: 当前经济下行压力大, 再加上新冠疫情发酵, 可能导致海外原定项目的现场施工推后。另一方面, 中资控股后, 可能导致部分海外用户出于政治、数据安全等角度考虑, 选择退租。如果海外 IPO 完成, 将 GS 运营置于全球市场的监督之下, 客户信任度有望提升。

(3) 钢铁主业盈利下滑: 受到“新冠”疫情影响, 复工延迟导致库存累积时间显著拉长。因为库存的超预期累积, 需求端完全复苏尚需时间, 钢价承压, 对于钢铁企业的盈利造成负面影响, 具体影响幅度尚待观察。

(4) 定增方案或将调整: 2018 年 11 月出具了最新版的定增方案, 但定增发行价仍为 2017 年 6 月 15 日定增方案中的 12.19 元, 不能完全与当前市场行情匹配, 因此我们预计定增方案可能面临调整。

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：021-38934111

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