



2020年03月14日

# GS 财务状况优良，未来亚太业务新亮点

## 沙钢股份(002075)

### 海外成熟 IDC 企业，盈利能力保持稳定

Global Switch 营业收入长期持续增长，2018 年得益于中国香港和新加坡新的数据中心启用。2019 年预计将在德国法兰克福新增一座数据中心。同时，公司与中国电信和 Daily-Tech 战略合作伙伴关系有望持续促进公司业务全球化进展，未来国内企业出海采用全球化数据中心优势明显。

### 低杠杆率及低融资成本为未来扩张提供坚实基础

尽管资产规模持续快速扩张，Global Switch 长期保持较低的杠杆率水平，其资产端及长期偿债能力较强，并能持续产生大量经营净现金流。同时海外 IDC 厂商能够获得更低的融资，有效降低融资成本。

### 欧亚地区优质地理位置核心资源；高质量、稳定的客户资源，平均租赁期不断延长，亚太地区有望成为新的收入增长点

Global Switch 租赁客户的年度加权平均租赁期限由 2016 年的 4.1 年进一步增加到 2018 年的 6.3 年，整体保持 23% 左右的 CAGR。2018 年亚太地区受益于新加坡及中国香港新增数据中心建成，其应收及 EBITDA 快速增长，随着未来三年其后续工程陆续落地，亚太地区有望成为公司新的收入增长点。

### 投资建议

按照目前 GS 电力及土地规划，以及考虑到公司增发预案，调整公司 2019-2021 备考业绩（总股本按照增发预案发行价计算），总营收分别由 189.3 亿元、201.5 亿元、243.8 亿元调整为 134.7 亿元、201.5 亿元、243.8 亿元，归母净利润分别由 16.7 亿元、25.9 亿元、32.3 亿元调整为 5.2 亿元、21.7 亿元、30.0 亿元，对应现价 PE 分别为 87.14/31.7/22.85 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12414.35	14712.45	13474.57	20150.00	24381.50
YoY (%)	63.66%	18.51%	-8.41%	49.54%	21.00%
归母净利润(百万元)	704.80	1177.04	515.37	2165.23	3002.46
YoY (%)	220.37%	67.00%	-56.21%	320.13%	38.67%
毛利率 (%)	18.17%	22.41%	11.88%	31.00%	35.00%
每股收益(元)	0.16	0.27	0.12	0.34	0.47
ROE	20.80%	26.39%	1.85%	7.20%	9.07%
市盈率	67.44	40.38	87.14	31.69	22.85

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:	11.64
股票代码:	002075
52 周最高价/最低价:	11.64/5.26
总市值(亿)	256.87
自由流通市值(亿)	256.87
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

联系人: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

华西通信&钢铁联合覆盖

相关研究

1. 沙钢股份(002075): Global Switch 股权再度集中, 重组持续推进

2019.08.30

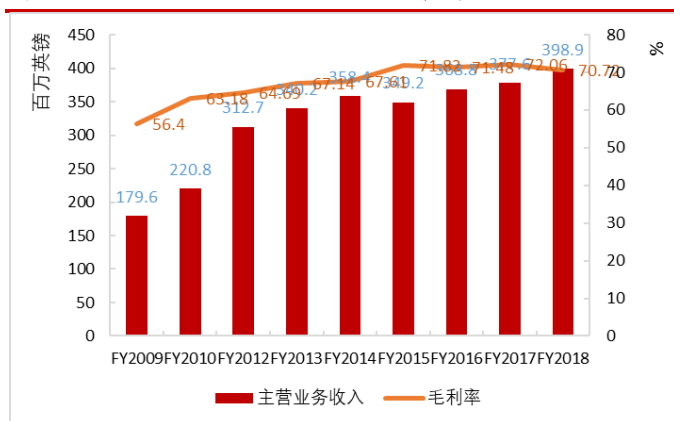
## 1. 海外成熟 IDC 企业，盈利能力持续保持稳定

根据 Global Switch 在 2019 年 10 月披露的 2018 年最新财报，Global Switch 的营业收入长期持续增长，得益于中国香港和新加坡新的数据中心启用，2018 年实现营收 3.99 亿英镑，YoY 5.6%。公司的主要业务毛利率亮眼，近几年皆保持在 70% 以上水准，可见其业务模式的议价能力出色且持续稳定成长中。

Global Switch 拥有多样且均衡的目标群体及区域布局，实现了长期稳定的高 EBITDA 利润率回报，2018 年实现 EBITDA 2.75 亿英镑，YoY 2.6%。因公司的电力成本全部由客户承担，在考虑电费均计入收费和成本情况下 EBITDA Margin 在近三年皆保持在 69% 左右水准，若以净额基准计量电费时，2018 年 EBITDA Margin 达到 80.7% (2017 年: 83%)，在只考虑显示其销售收入的盈利能力亮眼。

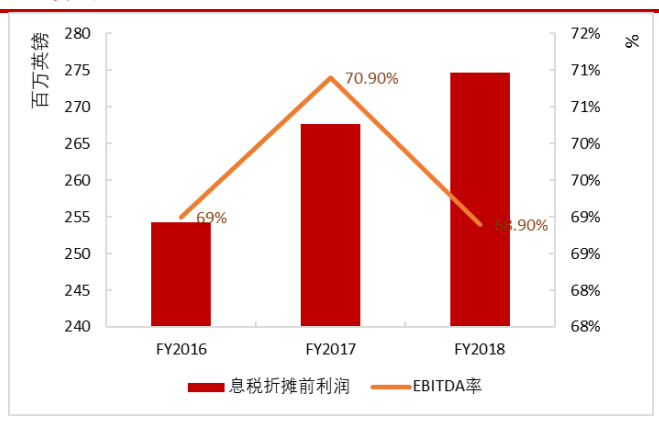
根据 2018 年最新财报，公司 2019 年预计将在德国法兰克福新增一座数据中心。同时，公司与中国电信和 Daily-Tech 战略合作伙伴关系有望持续促进公司业务全球化进展，未来国内企业出海采用全球化数据中心优势明显。

图 1 Global Switch 营收及毛利率情况



资料来源: wind, Bloomberg, 华西证券研究所

图 2 Global Switch EBITDA 及 EBITDA 利润率情况 (包含电费计量)

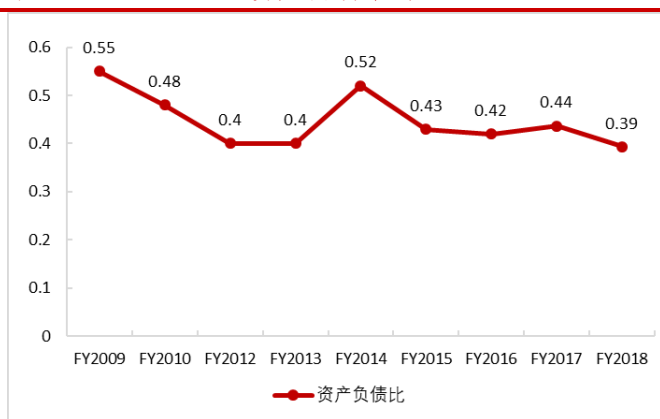


资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

## 2. 低杠杆率及低融资成本为未来扩张提供坚实基础

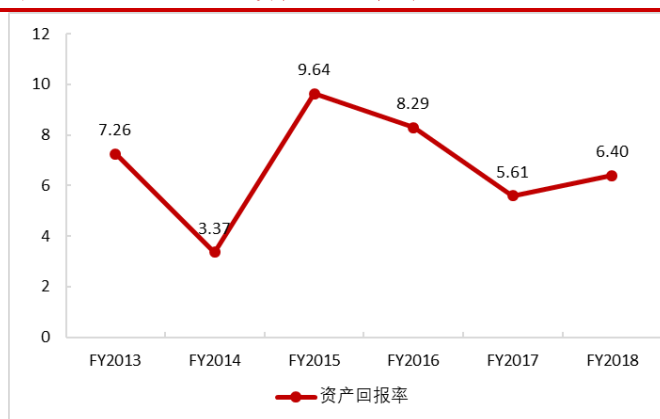
尽管资产规模持续快速扩张，Global Switch 长期保持较低的杠杆率水平，其资产端及长期偿债能力较强，并能持续产生大量经营净现金流。公司 2018 年净负债/EBITDA 为 4.4:1, (2017 年: 4:1)，港股普遍比率集中在 6-7 区间内；贷款价值比两年均稳定在 20%。其资产负债率也持续下降，资产回报率 2018 年提升至 6.4%。同时海外 IDC 厂商能够灵活获得更低的融资，有效降低融资成本。

图 3 Global Switch 资产负债率情况



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

图 4 Global Switch 资产回报率情况 (%)



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

各大评级机构惠誉、穆迪和标准普尔为 Global Switch 所打出的信用评级分别为 BBB+、Baa2 和 BBB，证明公司的盈利能力、财务状况稳定性、资产质量等多方面受到国际权威机构一致认可，对于公司未来综合成本方面有积极的降低作用。

表 1 全球数据中心三大评级机构评级

	GLOBAL SWITCH	QTS	DIGITAL REALTY	CyrusOne	EQUINIX	interxion
穆迪	Baa2	B1	Baa2	-	Ba3	B1
标普	BBB	BB-	BBB	BB	BB+	BB-
惠誉	BBB+	-	BBB	-	BB	-

资料来源：穆迪、标普、惠誉评级报告，华西证券研究所整理

### 3. 欧亚太地区优质地理位置核心资源

IDC 优质地理位置是 IDC 厂商的市场核心境内整理。Global Switch 拥有 8 个国际一线城市核心 CBD 的数据中心，总面积约 38 万平方米，欧洲的数据中心分布于阿姆斯特丹、法兰克福、伦敦、马德里、巴黎，亚太地区数据中心分布于中国香港、新加坡、悉尼。

表 2 Global Switch 全球数据中心选址

	地理位置	说明
英国伦敦	距离金融区（金丝雀码头）仅 0.5 英里	毗邻主要国际光纤线路，可以直接连接两根主要的海底电缆（大西洋穿越 1 号线和西非电缆系统）。金丝雀码头包含 HSBC、Barclays 全球总部、花旗 EMEA 总部、JP Morgan 欧洲总部、摩根斯坦利欧洲总部；以及美银美林集团、Instinet、MWB、Credit Suisse 等众多金融机构
荷兰阿姆斯特丹	距离金融区 Zuidas 和市中心只有 2 公里。	毗邻荷兰主要的电缆基础设施。附近的 Zuidas 金融区不仅座拥荷兰前五大律师事务所，而且还拥有包括波士顿顾问集团以及埃森哲公司在内的多家咨询机构。阿姆斯特丹世界贸易中心也坐落于此。
法国巴黎	距离巴黎拉德芳斯 2 公里左右。	是巴黎首要的中心商务区，全球金融商区影响力第四。
德国法兰克福	临近金融区、市中心，和法兰克福国际机场仅 15 分钟车程	金融业是法兰克福的支柱产业，拥有 324 家银行，欧洲中央银行和德国联邦银行也都坐落在法兰克福

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

<b>西班牙马德里</b>	坐落于“马德里硅谷”	是一个以互联网和科技公司高度集中而闻名的地区，拥有大量光纤网络，人均连接速度居西班牙之首
<b>中国香港</b>	位于将军澳工业区	毗邻香港交易所数据中心、中国移动环球数据中心、中国联通（香港）环球中心
<b>新加坡</b>	大成数据中心邻近金融区和市中心	可以接入在新加坡登陆的所有海底光缆系统。第二个在建数据中心在兀兰新镇，
<b>澳大利亚悉尼</b>	于悉尼中央商务区（澳大利亚的金融和商业中心）的西部边缘	距离澳洲证券交易所、澳洲储备银行直线距离约 1.5km 以内

资料来源：穆迪、标普、惠誉评级报告，华西证券研究所整理

根据 2018 年最新财报，IDC 数据机房总体物业地产价值评估约为 59.5 亿英镑。

图 5 Global Switch 全球投资物业地产的价值评估

Location	Country	Ownership	Value	Value
			2018 £m	2017 £m
Amsterdam	The Netherlands	Leasehold (50 year term expiring 2045)	610.6	598.1
Frankfurt	Germany	Freehold	167.8	165.6
London North	United Kingdom	Freehold	345.6	344.9
London East	United Kingdom	Freehold	1,188.1	1,146.8
Madrid	Spain	Freehold	206.0	203.4
Paris East	France	Freehold	249.0	257.9
Paris West	France	Freehold	288.8	284.7
Singapore Tai-Seng	Singapore	Leasehold (30 year term expiring 2023)	664.8	639.8
Singapore Woodlands	Singapore	Leasehold (30 year term expiring 2039)	363.3	-
Sydney West	Australia	Freehold	824.3	824.1
Sydney East	Australia	Freehold	381.0	353.1
Hong Kong	Hong Kong	Leasehold (35 year term expiring 2047)	470.0	275.0
<b>Total completed</b>			<b>5,759.3</b>	<b>5,093.4</b>

Location	Country	Ownership	Value	Value
			2018 £m	2017 £m
Hong Kong	Hong Kong	Leasehold (35 year term expiring 2047)	119.2	112.7
Singapore Woodlands	Singapore	Leasehold (30 year term expiring 2039)	-	120.9
Amsterdam	The Netherlands	Leasehold (50 year term expiring 2045)	26.1	23.2
Frankfurt North	Germany	Freehold	37.5	14.9
London South	United Kingdom	Freehold	10.1	9.0
<b>Total development</b>			<b>192.9</b>	<b>280.7</b>
<b>Investment properties at valuation</b>			<b>5,952.2</b>	<b>5,374.1</b>

资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

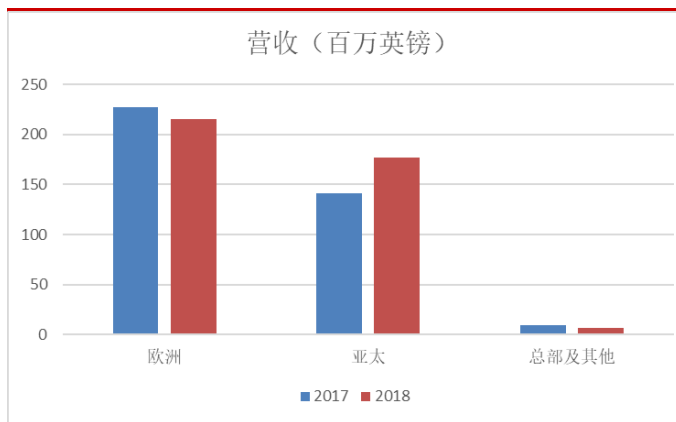
## 4. 高质量、稳定的客户资源，平均租赁期不断延长，亚太地区有望成为新的收入高增长点

Global Switch 左右欧亚太地区超大型 IDC 厂商，其高质量的管理效率及服务标准使得其保持高质量、高稳定的客户资源。由于新客户合同，截止 2018 年 12 月 31 日，Global Switch 租赁客户的年度加权平均租赁期限由 2016 年的 4.1 年进一步增加到 6.3 年，整体保持 23% 左右的 CAGR。同时在 2018 年和 2019 年新增的新加坡 Woodlands 数据中心和德国法兰克福北部数据中心 PUE 分别达到 1.34 和 1.2 以下。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

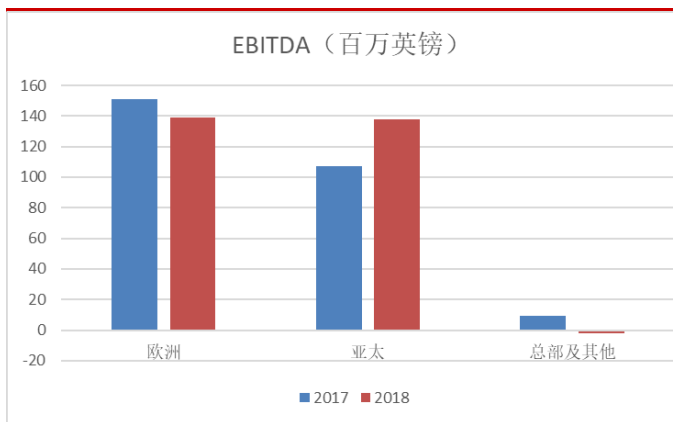
根据 2018 年财报数据，2018 年亚太地区受益于新加坡及中国香港新增数据中心建成，其应收及 EBITDA 快速增长，随着未来三年其后续工程陆续落地，亚太地区有望成为公司新的收入增长点。

图 6 Global Switch 各地区营收情况



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

图 7 Global Switch 各地区 EBITDA 情况



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

按照目前 GS 电力及土地规划，以及考虑到公司增发预案，调整公司 2019-2021 备考业绩（总股本按照增发预案发行价计算），总营收分别由 189.3 亿元、201.5 亿元、243.8 亿元调整为 134.7 亿元、201.5 亿元、243.8 亿元，归母净利润分别由 16.7 亿元、25.9 亿元、32.3 亿元调整为 5.2 亿元、21.7 亿元、30.0 亿元，对应现价 PE 分别为 87.14/31.7/22.85 倍，维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

公司股价短期波动，增发股本摊薄超出预案规模；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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14712.45	13474.57	20150.00	24381.50	净利润	2269.32	1011.29	4240.43	5868.48
YoY (%)	18.51%	-8.41%	49.54%	21.00%	折旧和摊销	370.36	0.00	0.00	0.00
营业成本	11414.69	11873.79	13903.50	15847.98	营运资金变动	-106.12	-325.46	87.81	110.35
营业税金及附加	114.00	93.69	143.38	174.74	经营活动现金流	2560.18	691.46	4328.24	5978.83
销售费用	100.35	115.88	403.00	487.63	资本开支	-105.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	204.69	225.35	503.75	609.54	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-7.52	-204.89	-453.09	-543.28	投资活动现金流	-1991.78	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	32.80	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	23065.50	0.00	0.00
投资收益	132.42	0.00	0.00	0.00	债务募资	137.00	-237.00	0.00	0.00
营业利润	2947.64	1335.72	5595.94	7735.61	筹资活动现金流	-690.99	22702.77	0.00	0.00
营业外收支	21.67	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-122.60	23394.23	4328.24	5978.83
利润总额	2969.31	1335.72	5595.94	7735.61	<b>主要财务指标</b>				
所得税	699.99	324.43	1355.51	1867.13	<b>成长能力 (%)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	2269.32	1011.29	4240.43	5868.48	营业收入增长率	18.51%	-8.41%	49.54%	21.00%
归属于母公司净利润	1177.04	515.37	2165.23	3002.46	净利润增长率	67.00%	-56.21%	320.13%	38.67%
YoY (%)	67.00%	-56.21%	320.13%	38.67%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.27	0.12	0.34	0.47	毛利率	22.41%	11.88%	31.00%	35.00%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	15.42%	7.51%	21.04%	24.07%
货币资金	332.50	23726.73	28054.97	34033.80	总资产收益率 ROA	10.22%	1.47%	5.38%	6.41%
预付款项	299.68	298.08	350.48	401.71	净资产收益率 ROE	26.39%	1.85%	7.20%	9.07%
存货	1709.46	1811.60	2133.14	2408.35	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	4746.64	4854.11	5304.45	5559.96	流动比率	<b>1.85</b>	<b>8.83</b>	<b>8.17</b>	<b>8.35</b>
流动资产合计	7088.28	30690.51	35843.04	42403.82	速动比率	1.33	8.22	7.60	7.79
长期股权投资	16.12	16.12	16.12	16.12	现金比率	0.09	6.83	6.39	6.70
固定资产	3236.23	3236.23	3236.23	3236.23	资产负债率	34.64%	10.35%	11.29%	11.19%
无形资产	372.21	372.21	372.21	372.21	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	4433.20	4433.20	4433.20	4433.20	总资产周转率	1.39	0.58	0.53	0.56
资产合计	11521.48	35123.71	40276.25	46837.02	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	237.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.12	0.34	0.47
应付账款及票据	2234.87	1941.21	2334.25	2656.02	每股净资产	1.01	6.34	6.84	7.52
其他流动负债	1358.67	1534.86	2053.93	2424.46	每股经营现金流	0.58	0.16	0.98	1.36
流动负债合计	3830.53	3476.07	4388.18	5080.48	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	160.27	160.27	160.27	160.27	PE	40.38	87.14	31.69	22.85
非流动负债合计	160.27	160.27	160.27	160.27	PB	7.92	0.98	0.91	0.83
负债合计	3990.81	3636.34	4548.45	5240.75					
股本	2206.77	4158.11	6352.51	6352.51					
少数股东权益	3069.81	3565.73	5640.93	8506.95					
股东权益合计	7530.68	31487.36	35727.79	41596.27					
负债和股东权益合计	11521.48	35123.71	40276.25	46837.02					

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年券商工作经验，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。