



2020年11月26日

收购草案落地，携手国家队布局国内市场

沙钢股份(002075)

事件：2020年11月24日公告公司拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州卿峰100%股权，同时募集配套资金。考虑评估基准日后分红调整后的交易作价为188.14亿元。

► **收购草案落地，短期预计现金流受损导致评估值下降**
 本次最新收购方案与2018年方案主要有以下两点差异。

(1) 本次对GS评估情况与2018年预评估之间的差异：

本次GS 100%股权评估值约为44.44亿英镑，(预评估值为52.47亿英镑)。主要系德利迅达香港未按时支付租金构成违约，对短期未来预计现金流造成影响，使得GS评估值显著下降。

(2) 本次交易标的资产不包括截止评估基准日其持有的德利迅达12%股权。

► **三大核心优势助力长期持续增长，业绩承诺增强信心**
 在建项目预计新增9.2万平方米建筑面积，161MVA电力容量。多项核心优势保证公司在手及在建业务的持续增长：

(1) 选址稀缺性保障一定议价能力及客户留存度。

(2) 所有房产及大部分土地自有且在同一地区相互毗邻，土地储备充足，维持较低固定经营成本，满足未来发展需求。

(3) 多元化、高质量稳定客户群体，巩固其稳定合约价格能力。

业绩承诺保持在手订单稳定爬坡上架：《评估报告》预测2020/2021/2022/2023年分别实现1.24亿英镑/1.45亿英镑/1.99亿英镑/2.66亿英镑，2021/2022/2023年分别保持同比16.7%/37.4%/33.6%增速。业绩承诺即为预测值。

► **携手国家队战略布局“东数西算”，发力中国市场**

国家“东数西算”产业联盟成立，旨在充分发挥甘肃省本地能源及算力资源优势，结合上海、深圳两地数字经济产业优势，定向承接算力需求。

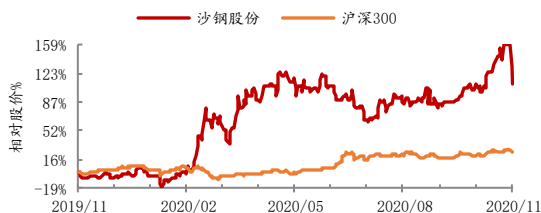
携手国家队战略布局，发力国内数据中心市场：为推进产业联盟试点工作，甘肃省人民政府与国家信息中心旗下国信中数投资公司、沙钢集团、普洛斯投资(上海)近期共同成立国家级大数据产业投资基金，资本金350亿元。其中沙钢集团与国信中数共同设立上海沙钢国信大数据母基金(一期)投入50亿元，沙钢集团将设立的平台公司上海锦寰基金投资管理公司投入300亿元，主要布局国内IDC建设，满足IDC市场需求。

投资建议

考虑合并因素，基于考虑德利迅达影响后GS最新未来预测现金流模型，将2020-2022年营收由202亿元/244亿元/291亿元下调至171亿元/174亿元/184亿元，归母净利润由20亿元/29亿元/36亿元下调至10亿元/11亿元/14亿元，对应现价PE分别为29X/27X/22X，维持“增持”评级。

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：	16.7
股票代码：	002075
52周最高价/最低价：	16.9/4.99
总市值(亿)	298.80
自由流通市值(亿)	298.80
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

分析师：柳珏廷
 邮箱：liujt@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120119060016

相关研究

1. GS营收加速增长，位置+运维构筑核心竞争优势
2020.06.18
2. 回购彰显转型决心，IDC业务境内外协同发展
2020.04.08
3. GS财务状况优良，未来亚太业务新亮点
2020.03.15

风险提示

收购进度不及预期；海外可续约率降低风险；国内业务扩展不及预期；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	17,062	17,405	18,362
YoY (%)	18.5%	-8.4%	26.6%	2.0%	5.5%
归母净利润(百万元)	1,177	529	1,025	1,118	1,368
YoY (%)	67.0%	-55.1%	93.8%	9.1%	22.3%
毛利率 (%)	22.4%	10.3%	22.4%	23.2%	25.9%
每股收益 (元)	0.53	0.24	0.46	0.51	0.62
ROE	26.4%	10.6%	4.1%	4.3%	5.0%
市盈率	25.39	56.50	29.15	26.72	21.85

资料来源: wind, 华西证券研究所

1. 事件

2020年11月24日公司发布最新重组交易方案草案，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州卿峰100%股权，同时募集配套资金。本次标的资产评估值为189.96亿元，考虑评估基准日后分红调整后的交易作价为188.14亿元。

2. 重组方案落地，短期预计现金流受损导致评估值下降

2016年1月沙钢股份同江苏智卿合资成立苏州卿峰，注册资本237亿元。其中江苏智卿出资236.5亿元，为此次收购Global Switch (GS) 成立国内投资公司。2016年，由国内IDC德利迅达及其实际控制人李强组织的中资财团Elegant Jubilee以24亿英镑（约合209亿人民币）收购GS 49%的股份，2017年12月，Elegant Jubilee又增持GS另外2%股权，成为GS最大的股东。回国后，Elegant Jubilee变成苏州卿峰。

2017年，沙钢股份公告拟收购苏州卿峰100%股权及德利迅达88%股权，2018年11月15日公司发布重组预案，德利迅达88%股权不再作为此次交易收购标的，公司以237.83亿元收购苏州卿峰100%股权（调整后的交易作价较原方案增加8.83亿元，增长3.86%）。

2020年11月24日公司发布最新重组交易方案草案：公司拟以发行股份及支付现金的方式购买苏州卿峰100%股权，同时募集配套资金。本次标的资产评估值为189.96亿元，考虑评估基准日后分红调整后的交易作价为188.14亿元。

根据最新交易草案，公司本次拟向沙钢集团、上海领毅、皓玥掌迦、中金瑟合、中金云谷、堆龙致君、上海奉朝、烟台金腾、顺铭腾盛、佳源科盛、上海三卿、昆山江龙、厚元顺势、厦门宇新共发行1,616,741,648股（定价基准日：2020年11月25日，发行价格11.61元/股）作为购买资产对价的一部分；同时拟定增不超过2亿元募集配套资金（0.43亿元支付标的资产现金对价；1.57亿元支付本次交易费用）。

本次交易完成后，在未考虑募集配套资金情况下，公司总股本约由22.1亿股增至38.2亿股，沙钢集团持股29.85%，仍为公司最大股东。

表 1 重组前公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量 (股)	持股比 例
1	沙钢集团	587,871,726	26.64%
2	李非文	110,338,500	5.00%
3	燕卫民	79,536,000	3.60%
4	朱崢	76,000,000	3.44%
5	香港中央结算有限公司	55,437,547	2.51%
6	李强	26,224,169	1.19%
7	中国国投高新产业投资有限公司	25,200,000	1.14%
8	金洁	20,000,000	0.91%
9	刘本忠	16,690,000	0.76%
10	回购专用证券账户	12,946,327	0.59%
合计		1,010,244,269	45.78%

表 2 不考虑定增，重组后主要股东股权结构情况

序号	股东名称	持股数量 (股)	持股比 例
1	沙钢集团	1,141,336,088	29.85%
2	上海领毅	297,961,971	7.79%
3	皓玥掌迦、堆龙致君、顺铭腾盛	297,961,969	7.79%
4	上海奉朝、上海三卿	139,297,220	3.64%
5	李非文	110,338,500	2.89%
6	燕卫民	79,536,000	2.08%
7	朱崢	76,000,000	1.99%
8	中金瑟合	74,490,492	1.95%
9	中金云合	74,490,492	1.95%
10	烟台金腾	74,490,492	1.95%
合计		2,365,903,224	61.80%

*截止2020年10月31日前

资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

本次最新收购方案与2018年方案主要有以下两点差异。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

(1) 本次对 GS 评估情况与 2018 年预评估之间的差异:

根据中联评估出具的《评估报告》，以 2020 年 6 月 30 日为基准日，GS 100% 股权评估值约为 44.44 亿英镑，折合人民币约 387 亿元（预评估值为 52.47 亿英镑，折合人民币约 461 亿元）。

其与前次预评估值差距较大的原因主要系 GS 在历史期与德利迅达香港曾就中国香港、新加坡、法兰克福北部数据中心业务签订相关协议，因德利迅达香港未按时支付租金构成违约，对短期未来预计现金流造成影响，德利迅达相关收入减少使得 GS 评估值显著下降。

同时，德利迅达相关收入减少导致公司 2019-2020H 报告期内，投资性房地产公允价值下降以及商誉、无形资产减值导致备考口径净利润亏损。该次影响主要系德利迅达违约所导致的偶发情况，后续不具有持续性影响。在扣除德利迅达等非经常性因素影响后，GS 在 2018/2019/2020H 分别实现净利润 11.69 亿元/10.24 亿元/6.03 亿元，仍具有稳定盈利能力。

(2) 本次交易标的资产不包括截止评估基准日其持有的德利迅达 12% 股权:

苏州卿峰同时持有德利迅达 12% 股权。鉴于德利迅达香港合同违约，苏州卿峰已对该股权投资全额计提减值准备，并不再将德利迅达 12% 股权纳入本次交易标的资产范围。

3. 三大核心优势助力长期持续增长，业绩承诺增强信心

在建项目预计新增 9.2 万平方米建筑面积，161MVA 电力容量：根据公司公告，GS 目前现有数据中心 13 个，总建筑面积 39.27 万平方米，总电力容量 369MVA，分别分布在阿姆斯特丹、法兰克福、中国香港、伦敦、马德里、巴黎、新加坡、悉尼等 8 个区域核心城市。此外，GS 已计划在伦敦、阿姆斯特丹、巴黎、中国香港等城市中心区域新增或改扩建数据中心，预计新增总建筑面积达到 9.20 万平方米，新增电力容量 161MVA，较现有规模分别增长 23.4%、43.6%。全部建成后 GS 将拥有月 48.47 万平方米总建筑面积，总电力容量达到 530MVA。

表 3 GS 目前现有及在建数据中心情况

#	地址	国家或地区	持有情况	面积 (平方米)	电力容量 (MVA)
1	London#1	United Kingdom	Freehold	65542	46
2	London#2	United Kingdom	Freehold	23439	13
3	Paris#1	France	Freehold	34915	25
4	Paris#2	France	Freehold	16703	25
5	Amsterdam#1	The Netherlands	Leasehold (50 year term expiring 2045)	41061	32
6	Madrid	Spain	Freehold	21922	18
7	Frankfurt#1	Germany	Freehold	17686	14
8	Frankfurt#2	Germany	Freehold	11862	14
9	Sydney#1	Australia	Freehold	41575	35
10	Sydney#2	Australia	Freehold	31226	45
11	Singapore#1	Singapore	Leasehold (30 year term expiring 2023)	26743	30
12	Singapore#2	Singapore	Leasehold (30 year term expiring 2039)	25157	30
13	Hong Kong #1	China	Leasehold (35 year term expiring 2047)	34826	42

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Total completed			252058	260
London#2 extension	United Kingdom	Freehold		14
London#3	United Kingdom	Freehold	25000	40
Amsterdam#2	The Netherlands	Leasehold (50 year term expiring 2045)	32000	40
Paris#1 extension	France	Freehold		9
Hong Kong#3	China	Leasehold (35 year term expiring 2047)	35000	58
Total development			344058	421

资料来源: wind, 华西证券研究所整理

多项核心优势保证公司在手及在建业务的持续增长:

- (1) 选址稀缺性保障一定议价能力及客户留存度。公司数据中心选址均处于一线城市的核心地段, 紧邻主要商业及金融中心, 基于海外成熟市场城市中心土地稀缺性, 及电力、网络综合保障, GS 具备较高服务议价能力及较高的客户留存率;
- (2) 所有房产及大部分土地自有且在同一地区相互毗邻, 土地储备充足, 维持较低固定经营成本, 满足未来发展需求。公司大部分土地自有 (部分为 30-50 年长期租赁), 所有经营性房产自有, 同时在同一地区或城市的数据中心实际物理位置相互毗邻或较近, 能够共用部分配套设施, 维持较低的固定经营成本及运营费用, 提高利润空间。同时在阿姆斯特丹、伦敦等多个市场核心地段仍持有土地储备, 满足 GS 未来发展;
- (3) 多元化、高质量稳定客户群体, 巩固其稳定合约价格能力。GS 客户包括电信公司、系统集成商、托管式服务提供商及其他托管中介、企业和政府机构等, 具备行业、地域、合约多元化特点。截止目前, 2020 年 GS 已完成 Adapt Service、Alibaba、NTT、AT&T 等客户的签约和续约。

表 4 GS 历史前五大客户收入情况

2018		2019		2020H	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
德利迅达香港	12.36%	客户 1	11.24%	客户 1	11.10%
客户 1	10.18%	客户 3	5.08%	客户 3	4.62%
客户 2	5.61%	客户 2	4.36%	客户 5	4.20%
客户 3	4.73%	客户 4	4.21%	客户 6	3.31%
客户 4	4.31%	客户 5	4.14%	客户 7	3.26%
合计	37.19%	合计	29.02%	合计	26.50%

*由于德利迅达未按时支付业务往来款并违约, 2019\2020H 在苏州卿峰合并层面以实际收款为限确认对其的销售收入, 分别为 0/1075.22 万元。

资料来源: wind, 华西证券研究所整理

业绩承诺保持在手订单稳定爬坡上架: GS 业绩承诺资产交割日所在会计年度起三个会计年度内实现净利润不低于《评估报告》预测净利润数额, 其中《评估报告》预测 2020/2021/2022/2023 年分别实现 1.24 亿英镑/1.45 亿英镑/1.99 亿英镑/2.66 亿英镑 (该净利润为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的归母净利润), 2021/2022/2023 年分别保持同比 16.7%/37.4%/33.6%增速。

4. 携手国家队战略布局“东数西算”, 发力中国市场

国家“东数西算”产业联盟成立，优化东中西部算力资源协同发展，促进数字经济共同发展：9月26日，国家信息中心、甘肃省发改委、上海市闵行区政府、深圳市发改委，以及华为、腾讯等知名企业，相关高等院校和科研院共同发起的国家“东数西算”产业联盟在甘肃省兰州市成立。当前我国东部算力资源紧张与西部算力需求不足情况并存，工信部数据显示北上广深等一线城市平均缺口率达到25%，而西部供给超出需求15%以上。国家“东数西算”产业联盟旨在充分发挥甘肃省本地能源及算力资源优势，结合上海、深圳两地数字经济产业优势，定向承接算力需求。

携手国家队战略布局，发力国内数据中心市场：为推进产业联盟试点工作，甘肃省人民政府与国家信息中心旗下国信中数投资公司、沙钢集团、普洛斯投资（上海）近期共同成立国家级大数据产业投资基金，资本金350亿元。其中沙钢集团与国信中数共同设立上海沙钢国信大数据母基金（一期）投入50亿元，沙钢集团将设立的平台公司上海锦寰基金投资管理公司投入300亿元，主要布局国内IDC建设，满足IDC市场需求。

同时，沙钢集团还将成立中国大陆的大数据运营平台锦寰科技，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。

5. 盈利预测预估值

考虑合并因素，基于考虑德利迅达影响后GS最新未来预测现金流模型，将2020-2022年营收由202亿元/244亿元/291亿元下调至171亿元/174亿元/184亿元，归母净利润由20亿元/29亿元/36亿元下调至10亿元/11亿元/14亿元，对应现价PE分别为29X/27X/22X，维持“增持”评级。

6. 风险提示

收购进度不及预期；海外可续约率降低风险；国内业务扩展不及预期；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	17,062	17,405	18,362	净利润	960	1,929	2,088	2,548
YoY (%)	-8.4%	26.6%	2.0%	5.5%	折旧和摊销	368	208	200	212
营业成本	12,083	13,235	13,365	13,605	营运资金变动	-863	-1,613	150	82
营业税金及附加	66	104	104	107	经营活动现金流	304	1,049	3,615	3,956
销售费用	108	130	133	142	资本开支	-193	-489	-508	-521
管理费用	189	546	557	588	投资	355	-49,899	-1,054	-1,072
财务费用	-12	704	730	831	投资活动现金流	632	-50,222	-1,380	-1,400
资产减值损失	-8	12	18	20	股权募资	12	1,617	0	0
投资收益	166	166	182	193	债务募资	358	31,110	-852	-1,223
营业利润	1,190	2,488	2,679	3,266	筹资活动现金流	-1,067	49,174	-2,235	-2,556
营业外收支	23	1	1	1	现金净流量	-130	2	0	0
利润总额	1,212	2,489	2,680	3,267	主要财务指标				
所得税	252	559	592	719	成长能力 (%)				
净利润	960	1,929	2,088	2,548	营业收入增长率	-8.4%	26.6%	2.0%	5.5%
归属于母公司净利润	529	1,025	1,118	1,368	净利润增长率	-55.1%	93.8%	9.1%	22.3%
YoY (%)	-55.1%	93.8%	9.1%	22.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.24	0.46	0.51	0.62	毛利率	10.3%	22.4%	23.2%	25.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	7.1%	11.3%	12.0%	13.9%
货币资金	198	200	200	200	总资产收益率 ROA	4.6%	1.6%	1.7%	2.0%
预付款项	281	321	324	328	净资产收益率 ROE	10.6%	4.1%	4.3%	5.0%
存货	1,618	1,901	1,890	1,917	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4,699	8,368	8,259	8,259	流动比率	1.77	0.67	0.69	0.75
流动资产合计	6,797	10,790	10,673	10,704	速动比率	1.27	0.53	0.55	0.59
长期股权投资	20	20	20	20	现金比率	0.05	0.01	0.01	0.01
固定资产	3,506	3,644	3,802	3,972	资产负债率	34.7%	57.1%	54.8%	52.0%
无形资产	370	363	357	351	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,716	54,912	56,298	57,705	总资产周转率	1.17	0.26	0.26	0.27
资产合计	11,513	65,702	66,971	68,409	每股指标 (元)				
短期借款	207	10,182	9,330	8,107	每股收益	0.24	0.46	0.51	0.62
应付账款及票据	2,485	2,606	2,668	2,717	每股净资产	2.25	11.22	11.73	12.35
其他流动负债	1,152	3,410	3,381	3,444	每股经营现金流	0.14	0.48	1.64	1.79
流动负债合计	3,844	16,198	15,379	14,269	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	21,136	21,136	21,136	估值分析				
其他长期负债	154	154	154	154	PE	56.50	29.15	26.72	21.85
非流动负债合计	154	21,290	21,290	21,290	PB	2.77	1.21	1.15	1.10
负债合计	3,998	37,487	36,668	35,559					
股本	2,207	3,824	3,824	3,824					
少数股东权益	2,547	3,452	4,421	5,601					
股东权益合计	7,515	28,215	30,303	32,851					
负债和股东权益合计	11,513	65,702	66,971	68,409					

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。