

## 方正证券研究所证券研究报告

沙钢股份(002075)

公司研究

钢铁行业

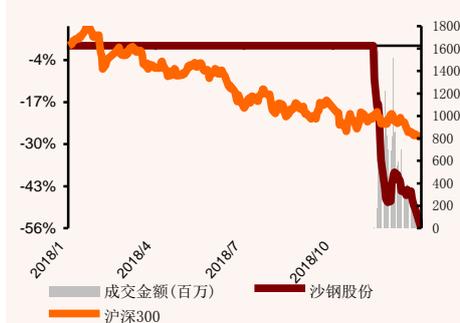
公司跟踪报告

2019.01.03/强烈推荐(首次)

分析师： 吴彤  
 执业证书编号： S1220518030001  
 TEL：  
 E-mail wutong0@foundersc.com

联系人： 宋辉，柳珏廷  
 TEL： 010-68584861  
 E-mail: songhui@foundersc.com

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 1、Global Switch 覆盖欧洲和亚洲一线城市地理位置稀缺性极强，技术优势显著

1) 地理位置稀缺、优越，自有土地具备增值空间：我们通过谷歌地图判断，Global Switch 持物业附近的同类物业存在活跃报价，采用公允价值计量具备合理性。

2) “不间断运行”、低 PUE、连通性极佳，技术优势显著

### 2、业绩增长确定：欧洲亚太一线城市市场扩建，中国跨国企业、中国本土市场展开布局

1) 数据流量驱动，欧洲、亚太区域数据中心需求持续高增长，公司超前布局业绩弹性高于同行

2) 欧洲亚太一线城市市场扩建基本完成，数据中心规模有望进入全球前三

3、交付模式先进，业绩优异获得全球三大机构最高评级：凭借其优异的地理位置和先进的技术保障，Global Switch 采用“白地板”模式交付，有效降低公司资本开支和折旧摊销成本。

4、大股东 11 亿元受让自然人股东股份，彰显发展信心

5、钢铁资产有望剥离，Global Switch 价值有望凸显

### 6、投资建议

在暂不考虑 2019 及以后来自中国地区新合同的收入的情况下，通过 DCF 估值及 EV/EBITDA 估值对比分析，我们认为 Global Switch 保守市值在 105 亿磅以上；上市公司传统钢铁业务周期性较强，采用 Pb 估值建议保守给予 50 亿人民币市值。按照增发价 12.16 元计算，我们认为公司 19 年保守市值备考后为 510 亿元，给予“强烈推荐”评级。

7、风险提示：中美贸易战影响，海外客户续约率降低；数据中心开支不足，不足以支撑业绩增长；证监会审批风险；汇率风险。

### 盈利预测：(19-20 年为备考后预测)

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	12414.35	16019.00	18931.60	20150.00
(+/-) (%)	63.66	29.04	18.18	6.44
净利润	704.80	1143.84	2213.18	2443.72
(+/-) (%)	220.37	62.29	93.49	10.42
EPS(元)	0.32	0.52	0.53	0.59
P/E	50.47	13.52	13.17	11.93

数据来源：wind 方正证券研究所

## 目录

1	沙钢集团并购全球数据中心巨头 GLOBAL SWITCH, 开启全球 IDC 产业布局.....	4
2	GLOBAL SWITCH 覆盖欧洲和亚洲一线城市地理位置稀缺性极强, 技术优势显著.....	4
2.1	地理位置稀缺、优越, 自有土地具备增值空间.....	4
2.2	“不间断运行”、低 PUE、连通性极佳, 技术优势显著.....	7
3	业绩增长确定: 欧洲亚太一线市场扩建, 中国跨国企业、中国本土市场展开布局.....	8
3.1	数据流量驱动, 欧洲、亚太区域数据中心需求持续高增长, 公司超前布局业绩弹性高于同行....	8
3.2	欧洲亚太一线市场扩建基本完成, 数据中心规模有望进入全球前三.....	9
3.3	中国市场布局进行时, 股东优势有望带来新机遇.....	10
4	交付模式先进, 业绩优异获得全球三大机构最高评级.....	11
5	大股东 11 亿受让自然人股东股份, 彰显发展信心.....	12
6	钢铁资产有望剥离, GLOBAL SWITCH 价值有望凸显.....	12
7	GLOBAL SWITCH 估值分析.....	12
7.1	DCF 估值分析.....	12
7.2	EV/EBITDA 估值分析.....	14
7.3	可比公司估值分析.....	15
8	投资建议.....	16
9	风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1:	收购 GS 后股权关系图 .....	4
图表 2:	Global Switch 主要数据中心地理位置概述 .....	5
图表 3:	伦敦数据中心地理位置 .....	6
图表 4:	阿姆斯特丹数据中心地理位置 .....	6
图表 5:	巴黎数据中心地理位置 .....	6
图表 6:	法兰克福数据中心地理位置 .....	6
图表 7:	马德里数据中心地理位置 .....	6
图表 8:	香港数据中心地理位置 .....	6
图表 9:	新加坡数据中心地理位置 .....	7
图表 10:	澳大利亚数据中心地理位置 .....	7
图表 11:	Global Switch 技术优势显著 .....	7
图表 12:	全球超大型数据中心 .....	8
图表 13:	2017-2021 年 IP 数据流量复合增长率 .....	8
图表 14:	全球主流数据中心业务布局 .....	9
图表 15:	Global Switch 在建项目建设情况 .....	9
图表 16:	公司数据中心部署规划 .....	10
图表 17:	公司数据中心中国部分主要客户 .....	10
图表 18:	白地板交付设备折旧摊销小于同行 .....	11
图表 19:	全球数据中心三大评级机构评级 .....	11
图表 20:	Global Switch 2018E-2022E 自由现金流模型 (€M) .....	13
图表 21:	Global Switch 2018E DCF 模型敏感性分析 (€M) .....	13
图表 22:	Global Switch 2019E DCF 模型敏感性分析 (€M) .....	14
图表 23:	Global Switch 2018-2022 年 EBITDA 测算结果 (€M) .....	14
图表 24:	Global Switch 投资性房地产按照收益法估值 .....	15
图表 21:	Global Switch 2019 年分部估值 (€M) .....	15
图表 25:	Global Switch 2018-2022 年 EBITDA 测算结果 .....	错误!未定义书签。

## 1 沙钢集团并购全球数据中心巨头 Global Switch，开启全球 IDC 产业布局

2016 年 1 月沙钢股份同江苏智卿注资成立苏州卿峰，注册资本 237 亿元。其中江苏智卿出资 236.5 亿元，为此次收购 GS 成立国内投资公司。2016 年，Elegant Jubilee (EJ) 以 24 亿英镑 (GS 整体估值 52.47 亿磅) 收购 Global Switch 49% 的股份，2017 年 12 月，Elegant Jubilee 又增持 Global Switch 另外 2% 股权，成为 Global Switch 最大的股东。

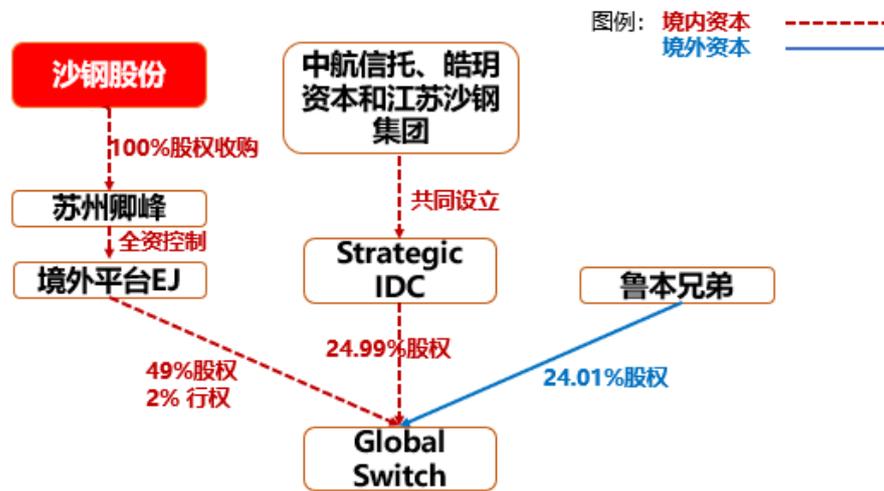
2018 年 7 月 3 日，由六位中国投资者组成的 Strategic IDC 将以 21 亿英镑的价格 (GS 整体估值 72 亿磅)，收购 Global Switch 24.99% 的股权，其中 18 亿英镑将用于收购 Global Switch 股份，3 亿英镑用于支付给鲁本兄弟旗下的 Aldersgate Investments，用于锁定剩下的 24.01% 的股权。

2018 年 11 月沙钢股份发布公告，公司通过发行股份的方式以 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%)，并购重组成功后，公司间接持有 Global Switch 51% 股权。

本次发行股份及支付现金购买资产的发行价格确定为 12.16 元/股，发行新股数量 19.51 亿股。

同时沙钢股份作为业绩补偿方承诺，2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年内，Global Switch 实现的现金净利润分别不低于 2.04 亿英镑、2.59 亿英镑、3.07 亿英镑和 3.53 亿英镑。

图表1：收购 GS 后股权关系图



资料来源：方正证券研究所整理

本次交易完成后，Global Switch 股权包括：原始股东 Aldersgate Investments Limited (英国鲁本兄弟)、Elegant Jubilee (中国财团) 和 Strategic IDC (中国财团)，分别占有 24.01%、51% 和 24.99% 股份。

## 2 Global Switch 覆盖欧洲和亚洲一线城市地理位置稀缺性极强，技术优势显著

### 2.1 地理位置稀缺、优越，自有土地具备增值空间

Global Switch 的数据中心专门面向欧洲和亚太地区的一级至三研究源于数据 4 研究创造价值

级或以上级别的市场运营，目前总占地面积约为 300,000 平方米 (3,200,000 平方英尺)，服务来自国内外多个国家不同规模的客户，包括政府组织、金融机构、企业、全球系统集成商、电信运营商，云和管理服务供货商，以及其他托管业务。

Global Switch 专注于为地处高弹性、中心化、低延时、网络密集的市中心黄金地段，和毗邻金融与商业区的互联网枢纽地区的客户提供服务。

图表2： Global Switch 主要数据中心地理位置概述

	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 金融区不仅坐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
西班牙马德里	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
中国香港	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

<p><b>新加坡</b></p>	<p>大成数据中心邻近金融区和市中心</p>	<p>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，</p>
<p><b>澳大利亚悉尼</b></p>	<p>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</p>	<p>距离澳洲证券交易所、澳洲储备银行直线距离约 1.5km 以内</p>

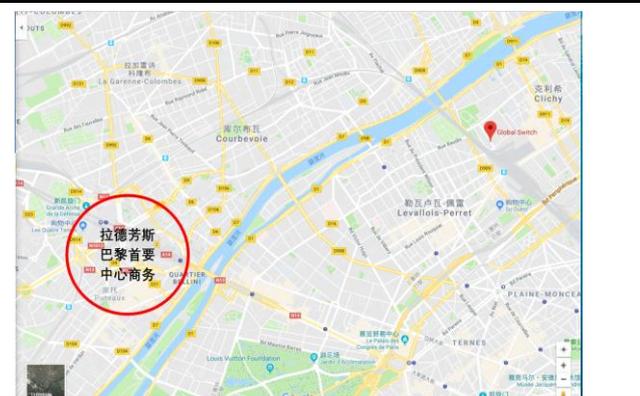
资料来源：方正证券研究所整理

图表3：伦敦数据中心地理位置



资料来源：谷歌地图，方正证券

图表5：巴黎数据中心地理位置

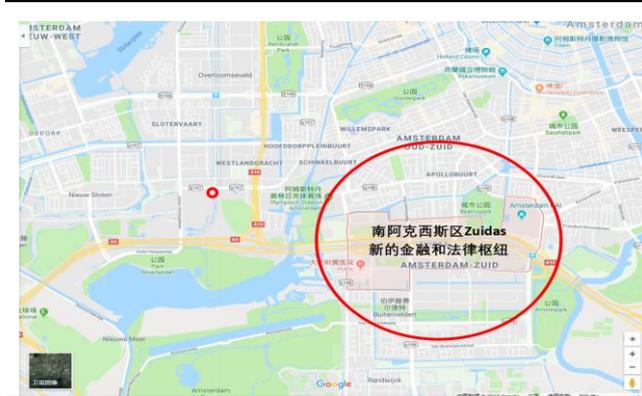


资料来源：谷歌地图，方正证券

图表7：马德里数据中心地理位置



图表4：阿姆斯特丹数据中心地理位置



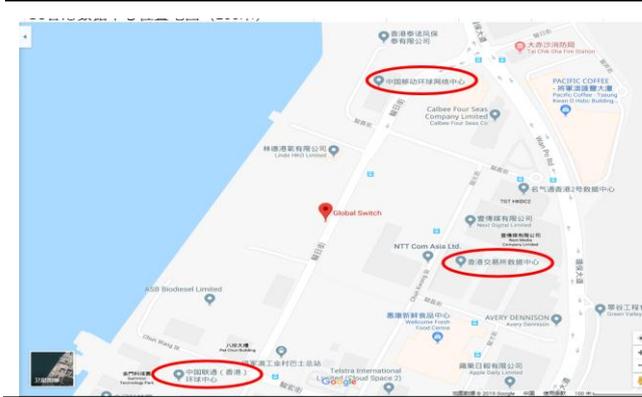
资料来源：谷歌地图，方正证券

图表6：法兰克福数据中心地理位置



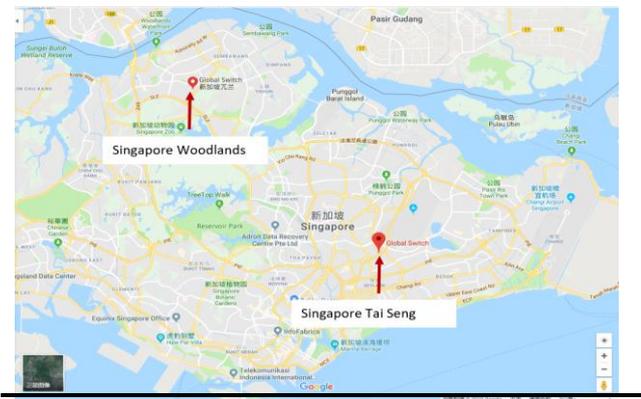
资料来源：谷歌地图，方正证券

图表8：香港数据中心地理位置



资料来源：谷歌地图，方正证券

图表9：新加坡数据中心地理位置



资料来源：谷歌地图，方正证券

资料来源：谷歌地图，方正证券

图表10：澳大利亚数据中心地理位置



资料来源：谷歌地图，方正证券

Global Switch 拥有 11 个数据中心的面积为 34.06 万平方米，其中香港、新加坡两处合计 4.7 万平方米为长期租赁所得，其他数据中心均为公司自有土地。

从公司数据中心所处的地理位置看，Global Switch 持物业附近的同类物业存在活跃报价，采用公允价值计量具备合理性。

2.2 “不间断运行”、低 PUE、连通性极佳，技术优势显著

1) Global Switch 数据中心服务的恢复能力和可靠性，可以简单总结为“不间断运行”(ALWAYS ON)：Global Switch 的数据中心可确保拥有强大的快速恢复能力和“不间断的”IT 电源，数据中心以高压供电，同时有备用发电系统作为保障，永不断电。

另外，数据中心机房设备由动态柴油机式不间断电源系统 (UPS) 提供电力保障，新建设的数据中心通常带有两台作为冗余设备(即 N+2，一般数据中心采用 N+1 备用电源冗余)。

2) 极佳的制冷设施及冷却系统设计，有效实现低 PUE：Global Switch 冷却系统的设计，极具恢复能力且能效极高，一般提供 N+2 冗余配置，走在领先的地位。在可行的情况下，采用有关 ASHRAE 调高机房温度和扩大工作温度范围的提议，从而降低 PUE。

新建设的所有数据中心可以在气候合适的情况下提供自然冷却，以确保系统以最低的能耗运行，目前公司新建数据中心 PUE 低于 1.2。

3) 提供多个独立接入点(最多八个)，具备良好的网络可靠性和扩展性：每个接入点备有多条管道连接到电信运营商的外部基础设施。管道可以用于光缆进线，为当前和未来的扩展提供便利。

不同的接入机房 (MMR) 能够支持电信运营商引入电缆、海底电缆交换、结构化布线分界点和手机设备区域，每个数据中心提供具有快速恢复能力的连接解决方案和互联服务。

图表11：Global Switch 技术优势显著



资料来源：方正证券研究所整理

### 3 业绩增长确定：欧洲亚太一线市场扩建，中国跨国企业、中国本土市场展开布局

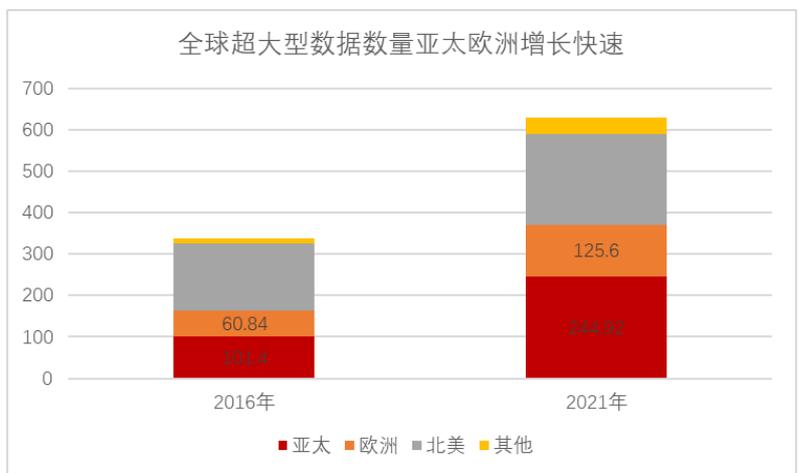
#### 3.1 数据流量驱动，欧洲、亚太区域数据中心需求持续高增长，公司超前布局业绩弹性高于同行

根据思科预测，2016年至2021年期间，亚太地区和欧洲的IP流量的年均复合增长率预计将分别达到26%和22%，相比之下，北美地区的增长率预计为20%。

亚太地区在全球IP流量中预计将占据最大的比例，2017年，亚太地区在全球IP总流量中的占比约为36%。

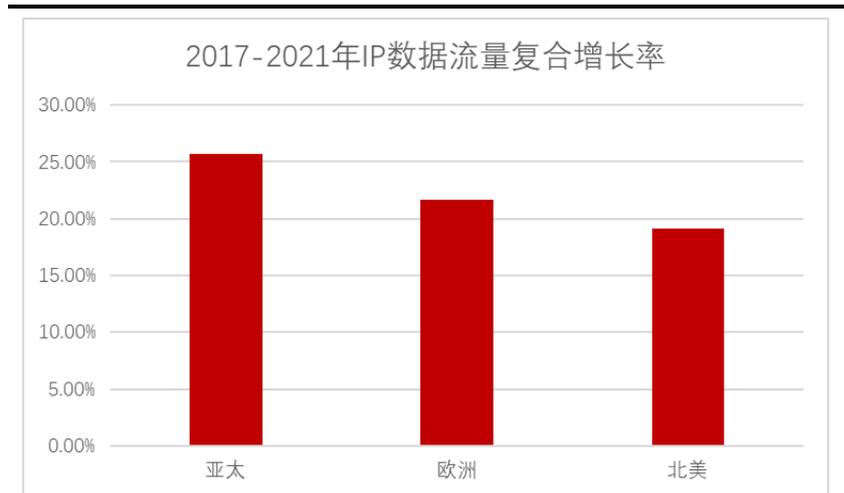
Global Switch数据中心资产主要聚焦在欧洲和亚洲的一线市场，随着未来欧洲和亚太市场流量的高增长，公司数据中心需求将会持续攀升，有着大量的增长机会：

图表12：全球超大型数据中心



资料来源：思科，方正证券

图表13：2017-2021年IP数据流量复合增长率



资料来源：思科，方正证券

得益于欧洲及亚太区域更为强劲的增长状况，我们判断公司业绩弹性将远超位于美国的数据中心运营商。

图表14：全球主流数据中心业务布局



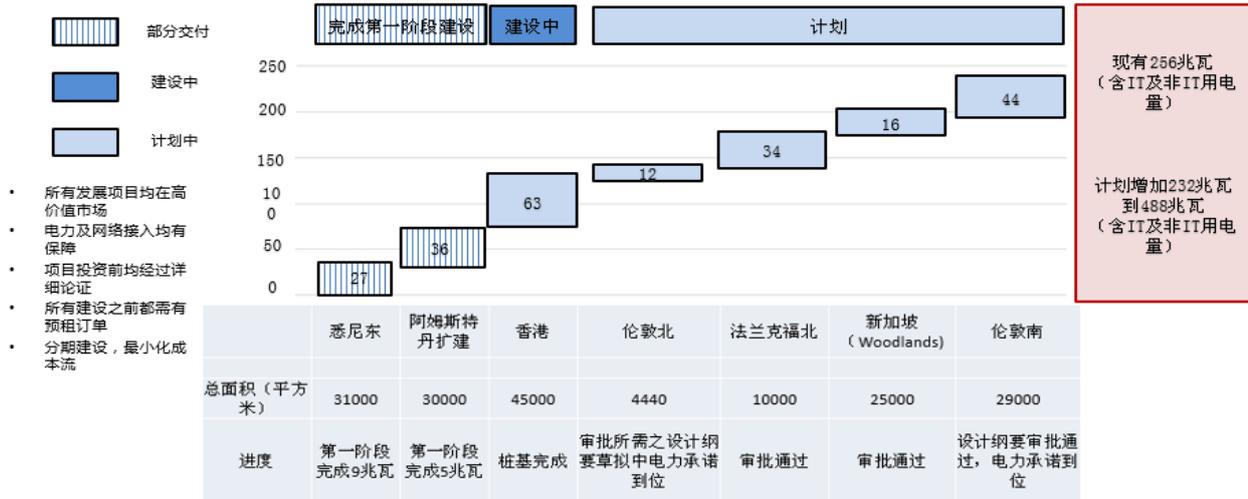
资料来源：方正证券研究所整理

### 3.2 欧洲亚太一线市场扩建基本完成，数据中心规模有望进入全球前三

Global Switch 计划兴建 6 个数据中心，分别是伦敦南（总面积 29000 平方米）、阿姆斯特丹扩建项目（总面积 28000 平方米）、法兰克福北（总面积 11000 平方米）、香港（总面积 45000 平方米）、新加坡（总面积 25000 平方米）和悉尼东（总面积 31332 平方米），目前已有两个完成第一阶段建设。在建的数据中心总用电量达 232 兆瓦，占地面积超过 15 万平方米，将在中期逐步交付使用。

我们预计 Global Switch 完成第二期的建设后，Global Switch 将会于市场排名前三。

图表15：Global Switch 在建项目建设情况



资料来源：方正证券研究所整理

### 3.3 中国市场布局进行时，股东优势有望带来新机遇

随着中国互联网企业以及大型企业海外业务的扩展加大，拥有中资背景的数据中心成为重要需求，未来中国市场成为公司业绩重要增长点。

图表16：公司数据中心部署规划



资料来源：方正证券研究所整理

公司已经和中国领先的电信运营商、互联网企业建立战略合作伙伴关系。

2017年12月21日, Global Switch 在香港和新加坡同时签订了《预先承诺书》，施工完毕后，基于与德利迅达达成的直接服务协议，中国电信国际将成为香港和新加坡数据中心的最终客户。

这些预先承诺书是全球数据中心行业内迄今为止规模最大的客户承诺书之一，将有助于 Global Switch 进一步提高资产和收入的多样性。

图表17：公司数据中心中国部分主要客户



资料来源：方正证券研究所整理

#### 4 交付模式先进，业绩优异获得全球三大机构最高评级

凭借其优异的地理位置和先进的技术保障，Global Switch 采用“白地板”模式交付，不为客户提供机柜、服务器等 IT 设备，有效降低公司资本开支和折旧摊销成本。

图表18：白地板交付设备折旧摊销小于同行



资料来源：公司官网，方正证券

Global Switch 成立于 1998 年，具有成熟的商业模式和优异的业绩，是世界上信用评级最高的数据中心公司，获得了来自惠誉国际、穆迪和标准普尔的投资级信用评级。

图表19：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：方正证券研究所整理

## 5 大股东 11 亿元受让自然人股东股份，彰显发展信心

2018 年 12 月 27 日，沙钢股份发布公告称，公司大股东沙钢集团于 12 月 21 日与公司境内自然人股东刘振光签署了股份转让协议，刘振光拟通过协议转让方式将其持有的公司无限售流通股 1.39 亿股（占公司总股本 6.30%）股份，以 8.046 元/股的价格转让给沙钢集团，转让价款合计人民币约 11.18 亿元。

根据 2015 年 2 月份公司公告，刘振光获得沙钢股份 6.98% 的股权成本价格为 5.29 元。溢价受让股权，彰显控股股东对上市公司未来转型发展的信心及对 Global Switch 公司价值的认可。

## 6 钢铁资产有望剥离，Global Switch 价值有望凸显

沙钢股份于 2017 年 7 月 10 日公告，公司实际控制人沈文荣控制的宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（下称：锦程沙洲）拟作为主要投资人参与东北特钢及其子公司东北特钢集团大连特殊钢有限责任公司、东北特钢集团大连高合金棒线材有限责任公司的破产重整。根据东北特钢等三家公司的破产重整计划，锦程沙洲拟出资 44.62 亿元投资东北特钢并持有其重整后 43% 的股权，成为其第一大股东。

东北特钢的主要业务为钢铁冶炼；钢压延加工；特殊钢产品、深加工产品及附加产品生产、销售等，其业务与沙钢股份的特钢业务构成了同业竞争。

2017 年 8 月，沙钢股份披露，上市公司实际控制人沈文荣变更了同业竞争承诺，计划自重整东北特钢完成之日起的五年内，通过行使股东权利彻底解决沙钢股份与东北特钢的同业竞争问题。

我们判断未来随着钢铁业务剥离，公司数据中心主营业务将会更加突出，有利凸显 Global Switch 价值。

## 7 Global Switch 估值分析

我们采用绝对估值法 DCF 和相对估值法 EV/EBITDA 对 Global Switch 进行估值探讨。

### 7.1 DCF 估值分析

#### 对 Global Switch 的自由现金流模型作以下关键性假设：

(1) 考虑 2018-2020 年持续投入在建机房项目，新增数据中心营收规模有望快速增长，分别给予 2018-2022 年新增数据中心营收 0.5 亿英镑、1 亿英镑、1.4 亿英镑、1.82 亿英镑、2.37 亿英镑收入预测。

(2) 考虑其电费成本转嫁给客户以及其高价值 IDC 运营模式，预计 GS 2018-2022 年整体营业利润率保持在 69%，高于行业均值；

(3) GS IDC 运营采取出租机房，由客户自设机柜等设施，折旧大部分来自于房地产自身折旧，参考 Digital Realty 给与折旧摊销占收比 2%。

图表20: Global Switch 2018E-2022E 自由现金流模型 (€M)

百万英镑	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
现有数据中心	402.0	444.0	469.0	483.0	495.0
新增数据中心	50.0	100.0	140.0	182.0	236.6
<b>营业收入</b>	<b>452.0</b>	<b>544.0</b>	<b>609.0</b>	<b>665.0</b>	<b>731.6</b>
<b>增长率</b>	<b>25.6%</b>	<b>20.4%</b>	<b>11.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.0%</b>
营业成本	140.1	168.6	188.8	206.2	226.8
管理费用	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
不含投资性房地产公允价值后的营业利润	304.3	367.8	412.6	451.3	497.2
投资性房地产公允价值变动损益	200.0	220.0	242.0	266.2	292.8
营业利润	504.3	587.8	654.6	717.5	790.0
财务费用	82.0	82.0	82.0	82.0	82.0
EBIT	422.3	505.8	572.6	635.5	708.0
<b>扣除投资性房地产公允价值变动损益和汇兑损益后的 EBIT</b>	<b>222.3</b>	<b>285.8</b>	<b>330.6</b>	<b>369.3</b>	<b>415.2</b>
<b>非现金项目调整</b>					
加: 折旧摊销	9.0	10.9	12.2	13.3	14.6
<b>扣除投资性房地产公允价值变动损益和汇兑损益后的 EBITDA</b>	<b>231.3</b>	<b>296.6</b>	<b>342.8</b>	<b>382.6</b>	<b>429.8</b>
减: 所得税	17.8	22.9	26.4	29.5	33.2
减: 资本性支出-现有数据中心	64.0	15.0	13.0	7.0	7.0
减: 资本性支出-新增数据中心	610.0	350.0	0.0	0.0	0.0
减: 营运资金需求	50.0	33.0	34.0	10.0	-3.0
<b>企业自由现金流</b>	<b>-510.5</b>	<b>-124.2</b>	<b>269.3</b>	<b>336.0</b>	<b>392.6</b>
企业自由现金流的调整	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>调整后企业自由现金流</b>	<b>-510.5</b>	<b>-124.2</b>	<b>269.3</b>	<b>336.0</b>	<b>392.6</b>

资料来源: wind, 方正证券研究所整理

基于 DCF 模型测算, 我们假定 WACC 6.5%, 长期增长率 3.5%, 得出 Global Switch 2018 年价值为 107 亿英镑, 2019 年价值为 119 亿英镑。相应敏感性分析如下:

图表21: Global Switch 2018E DCF 模型敏感性分析 (€M)

长期增长率	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%
5.5%	12058.5	13274.3	14760.4	16617.9	19006.2	22190.6	26648.8
6.0%	10037.3	10882.5	11881.5	13080.2	14545.3	16376.7	18731.4
6.5%	8556.0	9175.1	9889.4	10722.9	11707.8	12889.7	14334.3
WACC 7.0%	7424.0	7895.3	8429.5	<u>9040.0</u>	9744.4	10566.1	11537.3
7.5%	6531.1	6900.7	7313.8	7778.6	8305.4	8907.3	9601.9
8.0%	5808.8	6105.7	6433.7	6798.3	7205.7	7664.0	8183.5
8.5%	5212.7	5455.7	5721.9	6014.6	6338.2	6697.7	7099.5

资料来源: wind, 方正证券研究所整理

图表22: Global Switch 2019E DCF 模型敏感性分析 (€M)

长期增长率	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%
5.5%	13260.2	14543.0	16110.8	18070.5	20590.1	23949.6	28653.0
6.0%	11180.6	12076.6	13135.5	14406.1	15959.1	17900.4	20396.4
6.5%	9655.8	10315.1	11075.9	11963.5	13012.4	14271.2	15809.7
WACC 7.0%	8489.9	8994.2	9565.8	<u>10219.0</u>	10972.7	11852.0	12891.1
7.5%	7569.6	7967.0	8411.1	8910.8	9477.0	10124.1	10870.8
8.0%	6824.8	7145.4	7499.7	7893.4	8333.4	8828.4	9389.5
8.5%	6209.7	6473.3	6762.1	7079.7	7430.8	7820.8	8256.8

资料来源: wind, 方正证券研究所整理

GS 公司整体运营收入良好,其盈利能力一直处于相对稳定状态足以产生稳定的自由净现金流。

GS 近几年的业务扩张导致其因新增数据中心产生的资本支出大幅增加,预计随着 2018 年大部分新建数据中心投入使用,其业务扩张完成,因新增数据中心产生的资本支出锐减,同时净利润增加,进而使得其之后的自由净现金流增加。

## 7.2 EV/EBITDA 估值分析

按照图 22 的 EBITDA 测算结果:

图表23: Global Switch 2018-2022 年 EBITDA 测算结果 (€M)

百万英镑	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
投资性房地产公允价值变动损益	200.0	300.0	350.0	400.0	450.0
EBIT	422.3	585.8	680.6	769.3	865.2
扣除投资性房地产公允价值变动损益和汇兑损益后的 EBIT	<b>222.3</b>	<b>285.8</b>	<b>330.6</b>	<b>369.3</b>	<b>415.2</b>
加：折旧摊销	9.0	10.9	12.2	13.3	14.6
扣除投资性房地产公允价值变动损益和汇兑损益后的 EBITDA	<b>231.3</b>	<b>296.6</b>	<b>342.8</b>	<b>382.6</b>	<b>429.8</b>

资料来源：wind，方正证券研究所整理

此外，考虑 Global Switch 其投资性房地产大多为全球一线城市中心地区地产，考虑未来能够带来稳定的公允价值变动正向收益，是一部分隐含利润，针对该部分选取收益法进行分部估值，选取关键参数作出假设如下：

假设 GS 投资性房地产公允价值收益在 2018-2022 年以每年 10% 速率增长，并在未来保持稳定收益，资本化率为 10%：

图表 24： Global Switch 投资性房地产按照收益法估值

资本化率：10%	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
投资性房地产公允价值变动损益（£m）	200.0	220.0	242.0	266.2	292.8
按照收益法估值（£m）	2727	2800	2860	2904	2928

资料来源：wind，方正证券研究所整理

参考 2019 年估值，根据 Global Switch 现金流作出一定合理假设，我们给出 GS 总体价值为 105 亿英镑，具体假设及估值结构如下：

对公司现金流作出假设，根据公司此次重组估值，Global Switch 能获得约  $52.47 \times 51\% = 26.24$  亿英镑现金，**并且不考虑公司中国客户业务拓展等因素**，按照目前公司总体负债和现金及现金等价物情况和筹资活动做出合理性假设，预计 2019 年公司能够偿还部分负债，总负债 12 亿英镑，2019 年现金及现金等价物 16 亿英镑。

图表 21： Global Switch 2019 年分部估值（£M）

EBITDA	295
*EV/EBITDA	25x
=EV	<b>7375.00</b>
-Total Liability	1200

资料来源：wind，方正证券研究所

### 7.3 可比公司估值分析

我们整理 Digital Realty 和 Equinix 等全球数据中心的估值水平，发现美股 IDC 企业 2019 年平均 EV/EBITDA 为 20 倍以上，考虑到公司成本端优势、高价值运营模式带来远高于行业的毛利率水平以及高价值 IDC 稀缺性：

首先，电费是数据中心运营的主要成本，占比营业收入接近 17%，

研究源于数据 15 研究创造价值

而 GS 公司的盈利模式将该成本转嫁到用户上,使得 GS 在成本上对比 DLR, Equinix 存在明显优势;

其次,该经营模式加之 GS 多样且均衡的目标群体及局域分布,高价值 IDC 稀缺性使得该市场供不应求,公司议价能力高于普通 IDC 厂商,也使得 GS 的长期稳定的高 EBITDA 率回报,主要业务毛利率亮眼,其业务模式的议价能力出色且持续稳定成长中,使得该项指标的优势得以保持;

此外未来 2-3 年欧洲及亚太区域数据中心需求较美国地区旺盛,GS 数据中心销售有望高于美国数据中心厂商。

因此我们认给予 Global Switch 2019 年对应 EV/EBITDA 约为 25 倍。

图表25: 可比公司估值

可比上市公司	Price	EV	EBITDA				EV/EBITDA		
			2018E	2019E	2020E	3Y CAGR	2018E	2019E	2020E
Global Switch (£b)	-	7.4	0.2	0.3	0.3	21.7%	32.1	25.0	21.6
DLR.N (\$b)	111.4	33.6	1.8	1.9	2.1	9.0%	19.1	17.6	16.1
EQIX.O	388.6	41.7	2.4	2.7	3.0	12.0%	17.5	15.7	14.0
GDS.O	29.2	12.5	0.1	0.2	0.3	48.9%	87.6	53.2	39.5
CONE.O	54.5	9.0	0.5	0.5	0.6	15.8%	19.2	16.4	14.3
<b>Average</b>	<b>145.9</b>	<b>24.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>12.6%</b>	<b>35.9</b>	<b>25.7</b>	<b>21.0</b>

资料来源: wind, 方正证券研究所整理

## 8 分业务收入预测和投资建议

图表26: 分业务收入预测

	2018E	2019E	2020E
整体收入(百万)	16019.0	18931.6	20150.0
Global Switch 收入(百万)		4841.6	6141.0
钢铁业务收入(百万)	16019.0	14090.0	14009.0
整体成本(百万)	12014.3	12494.9	13097.5
钢铁业务成本(百万)	12014.3	11131.1	11375.3
Global Switch 成本(百万)	0.0	1363.8	1722.2
整体毛利率	25.0%	34.0%	35.0%
钢铁业务毛利率	25.0%	21.0%	18.8%
Global Switch 毛利率		71.8%	72.0%

资料来源：方正证券研究所整理

在暂不考虑 2019 及以后来自中国地区新合同的收入的情况下，通过 DCF 估值及 EV/EBITDA 估值对比分析，我们认为 Global Switch 保守市值在 105 亿磅；上市公司传统钢铁业务周期性较强，采用 Pb 估值建议保守给予 50 亿人民币市值（按照增发价 12.16 元计算，公司增厚股本 19 亿股），我们认为公司 19 年保守股价为 13 元，给予“强烈推荐”评级。

## 9 风险提示

中美贸易战影响，海外客户续约率降低；数据中心开支不足，不足以支撑业绩增长；证监会审批风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	5386.00	9150.40	15022.03	21152.24	<b>营业总收入</b>	12414.35	16019.00	18931.60	20150.00
现金	420.48	3218.93	8646.42	14440.22	营业成本	10158.43	12014.25	12494.86	13097.50
应收账款	61.16	158.98	194.74	176.10	营业税金及附加	78.67	76.99	96.64	111.05
其它应收款	4.45	127.64	175.37	197.72	营业费用	100.31	200.54	237.18	237.72
预付账款	238.00	259.58	285.66	304.19	管理费用	215.85	325.96	397.49	434.99
存货	1632.26	2084.60	2171.44	2343.61	财务费用	-18.61	0.00	0.00	0.00
其他	3029.64	3300.67	3548.39	3690.39	资产减值损失	31.42	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	4269.59	3799.56	3349.88	2894.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	447.24	447.24	447.24	447.24	投资净收益	42.64	-20.48	-9.77	6.21
固定资产	3408.03	2951.08	2525.77	2091.42	<b>营业利润</b>	1897.08	3380.79	5695.65	6274.95
无形资产	388.68	375.62	351.24	330.26	营业外收入	8.77	0.00	0.00	0.00
其他	25.62	25.62	25.62	25.62	营业外支出	8.68	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	9655.59	12949.97	18371.91	24046.79	<b>利润总额</b>	1897.16	3364.23	5674.82	6265.95
<b>流动负债</b>	3364.95	3967.95	4566.30	4915.13	所得税	480.45	672.85	851.22	939.89
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	1416.70	2691.38	4823.59	5326.05
应付账款	1227.39	1793.71	1919.65	1982.48	少数股东损益	711.90	1547.54	2610.42	2882.33
其他	2037.56	2174.25	2646.65	2932.65	<b>归属母公司净利润</b>	704.80	1143.84	2213.18	2443.72
<b>非流动负债</b>	141.71	141.71	141.71	141.71	EBITDA	2304.78	3857.78	6153.31	6717.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.32	0.52	0.53	0.59
其他	141.71	141.71	141.71	141.71					
<b>负债合计</b>	3506.67	4109.67	4708.01	5056.84	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	2760.98	4308.52	6918.93	9801.27	<b>成长能力</b>				
股本	2206.77	2206.77	2206.77	2206.77	营业收入	0.64	0.29	0.18	0.06
资本公积	-608.60	-608.60	-608.60	-608.60	营业利润	2.31	0.78	0.68	0.10
留存收益	1621.90	2765.74	4978.92	7422.63	归属母公司净利润	2.20	0.62	0.93	0.10
归属母公司股东权益	3387.95	4531.78	6744.96	9188.68	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9655.59	12949.97	18371.91	24046.79	毛利率	0.18	0.25	0.34	0.35
					净利率	0.06	0.07	0.12	0.12
					ROE	0.21	0.25	0.33	0.27
					ROIC	0.25	0.52	1.04	1.27
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.36	0.32	0.26	0.21
					净负债比率	0.03	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.60	2.31	3.29	4.30
					速动比率	1.12	1.78	2.81	3.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.42	1.42	1.21	0.95
					应收账款周转率	243.96	145.53	107.04	108.67
					应付账款周转率	9.82	10.60	10.20	10.33
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.32	0.52	0.53	0.59
					每股经营现金	0.82	1.32	2.47	2.62
					每股净资产	1.54	2.05	3.06	4.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.47	13.52	13.17	11.93
					P/B	10.50	3.41	2.29	1.68
					EV/EBITDA	15.30	3.76	1.47	0.49

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 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。在法律许可的情况下, 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。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com