

浪潮信息 (000977.SZ)

与 IBM 设立合资公司，关键主机领域重要布局

● 浪潮与 IBM 中国成立合资公司

浪潮信息发布公告公司与 IBM 中国签署了合资经营企业合同，共同出资设立合资公司浪潮商用机器有限公司，合资公司注册资本 10 亿元人民币，其中浪潮信息出资 5.1 亿元人民币，占 51% 股权，IBM 中国出资 4.9 亿元人民币，占合资公司 49% 股权。合资公司主要目标为研发、生产、销售基于开放的 POWER 技术的服务器，完善服务器的生态系统。

● 合资公司对双方均有重大意义，更多合作细节数据尚待公布

IBM POWER 系列受制于自身封闭体系以及 X86 开源架构的冲击，其产品收入近年持续下降。应对困局，IBM 选择将 POWER 体系开放，OpenPOWER 联盟于 2013 年成立，中国作为全球服务器市场增长最快的国家之一，自然成为 OpenPOWER 生态圈“生根发芽”最适合的土壤。本次与浪潮成立合资公司，我们认为也是 IBM 在中国推动 OpenPOWER 技术的应用和生态建设的重要举措，“4.9 亿元、占股 49%”无论从绝对金额还是股权比重都彰显了 IBM 本次合作的诚意和决心。

对于浪潮信息，公司一直是国内关键主机领先厂商，但是 K1 等产品在稳定性、可靠性上仍然与国际巨头存在差距，随着安腾处理器未来退出历史舞台，与 IBM 合作 POWER 服务器将为浪潮增加更多芯片的选择余地。此外，在国产化、自主可控的大潮下，合资公司双方如能通力合作开发出自主可控的高可靠、高可用的 POWER 关键主机，无疑也将获得极佳的发展机遇。更多定量的分析或者合资公司未来财务的预期需要更多落地细节的公布才能给出。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.42 元/股、0.56 元/股、0.73 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 43、32、25 倍。公司是国内 IT 基础硬件龙头厂商，看好公司中长期价值，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

合资公司合作细节尚未公布；合资公司业务推进不及预期；国内服务器市场增速下滑的风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	10,123.00	12,667.75	16,730.95	22,049.32	28,957.60
增长率(%)	38.55%	25.14%	32.08%	31.79%	31.33%
EBITDA(百万)	539.76	693.80	856.45	1,120.66	1,424.13
净利润(百万元)	449.20	287.02	539.22	721.03	940.84
增长率(%)	32.59%	-36.10%	87.87%	33.72%	30.49%
EPS (元/股)	0.468	0.287	0.418	0.559	0.730
市盈率 (P/E)	67.75	73.81	43.37	32.44	24.86
市净率 (P/B)	10.75	5.37	3.13	2.85	2.56
EV/EBITDA	60.02	32.49	24.18	18.21	13.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

18.14 元

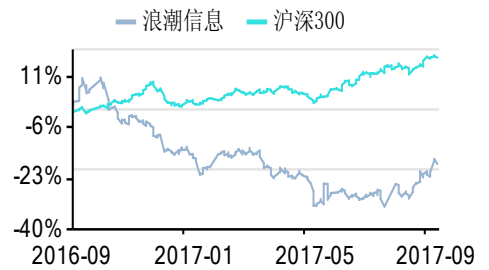
前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-09-10

相对市场表现



分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

浪潮信息 (000977.SZ): 营 2017-08-23
业收入大幅增长, 毛利率仍有待改善

浪潮信息 (000977.SZ): 服 2017-07-07
务器市场继续强势, 积极应对 AI 时代算力需求

浪潮信息 (000977.SZ): 营 2017-05-02
收与扣非净利增长显著, 产品结构拖累盈利能力

联系人：郑楠

zhengnan@gf.com.cn

战略合作具体内容

浪潮信息发布公告公司与国际商业机器（中国）投资有限公司（下文简称：IBM 中国）签署了合资经营企业合作合同，共同出资设立合资公司浪潮商用机器有限公司，合资公司注册资本10亿元人民币，其中浪潮信息出资5.1亿元人民币，占51%股权，IBM 中国出资4.9亿元人民币，占合资公司49%股权。

公司公告称，本次合资公司的目的和对公司影响主要为：通过研发、生产、销售基于开放的POWER技术的服务器，完善服务器的生态系统，建立可持续发展的服务器业务，为用户提供先进的、多样化的信息产品和解决方案。

IBM官网的官方新闻中着重提到合资公司的成立将推动开放的 Power 技术的应用和生态建设，将充分利用开放的 Power 体系架构在高可靠、高性能的技术优势，研发更加适应客户应用需求的差异化服务器产品。

简评：

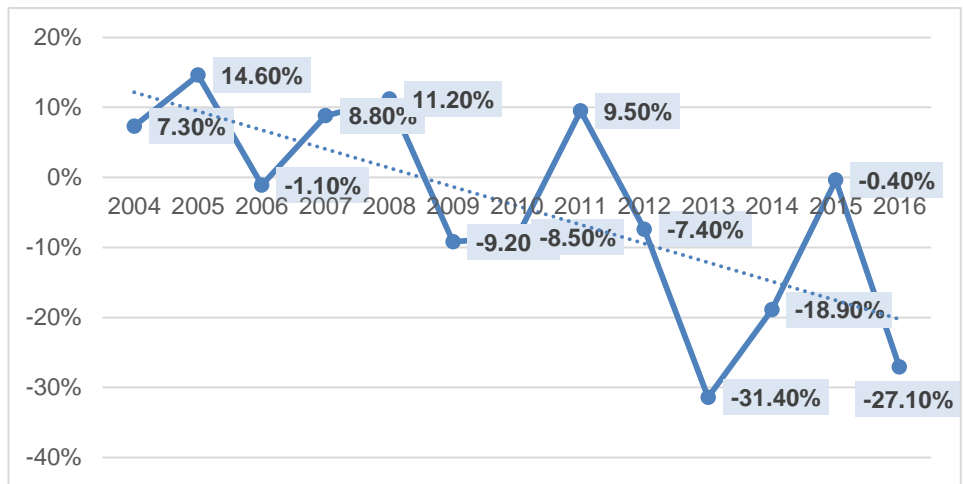
本次公告并未详细披露合资公司成立后双方具体的合作细节，例如IBM自身已有的POWER产品线与合资公司产品的竞合关系、合资公司技术授权范围、时间跨度和IP授权费用计算方式、人员整合方式等内容均未详细公布。因此，关于合资公司更多定量的分析尚需更多落地细节的披露才能给出。定性的来看双方本次合作，开发及交付开放的 POWER 服务器产品将是合资公司业务发展的重点。

什么是开放的POWER技术的服务器？

IBM POWER系列一直以来都是小型机市场中的杰出代表。小型机是一种介于PC服务器和大型机之间的高性能计算机，一般认为，传统小型机是指采用RISC、MIPS等专用处理器，主要支持UNIX操作系统的封闭、专用的计算机系统。IBM POWER系列小型机采用基于精简指令集的POWER处理器，其相比复杂指令集在高性能领域优势明显，同时通过搭载AIX UNIX操作系统、Websphere中间件、DB2数据库等IBM自有软件体系，IBM POWER相比X86服务器表现出更好的可靠性和可用性，因此广泛应用于银行、金融等关键领域。

IBM POWER 系列优势在于其稳定性和可用性，而其劣势在于其封闭环境，由于开放性不够，相关应用软件缺乏，通常需要专业人员进行维护，维护成本较高。X86架构采用CISC（复杂指令集），指令集的天然缺陷使得其在执行效率、芯片功耗上弱于RISC架构服务器，但其开放的生态使得源源不断的优化技术得以涌现和实施，其性能不断接近小型机，同时由于分布式系统的成熟度越来越高，系统已经越来越不依赖几台小型机来提供稳定可靠性，所以X86服务器的应用也越来越广泛。IBM POWER系统在X86服务器的冲击下，收入从2009年开始出现明显下降，2016年年报公司IBM POWER System收入同比下滑27.1%（如下图）。

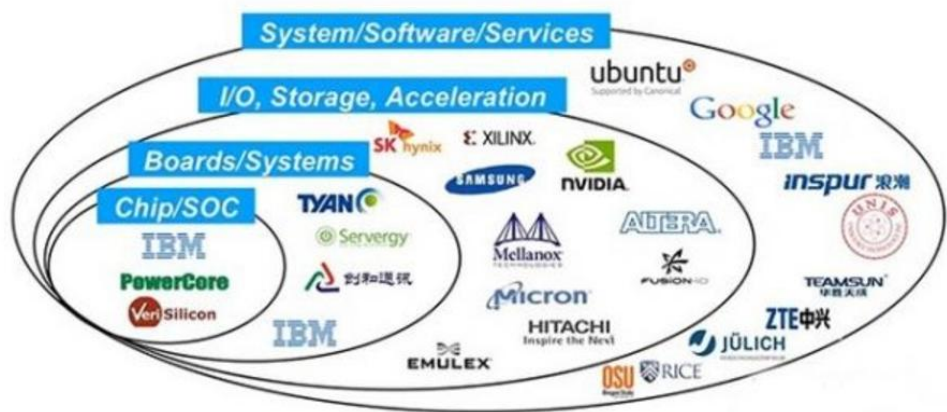
图1: IBM POWER System近年收入增速变化



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

为应对困局, IBM选择将POWER体系开放。2013年8月, IBM联合Google、NVIDIA、TYAN、Mellanox成立了OpenPOWER联盟, 之后演化为OpenPOWER基金会, 这个基金会旨在通过开放合作的模式, 将IBM的POWER硬件资产与软件堆栈, 以及第三方联盟伙伴的软件堆栈深度结合, 在芯片设计、系统设计与开源软件三个层面推动POWER生态环境的发展与壮大。OpenPower合作伙伴能够通过授权得到IBM的技术, 但是他们必须为IBM没有开放源代码的知识产权付费。此外, 合作伙伴对Power平台作出的技术创新能够用于IBM商业性销售的芯片中, 某种意义上, 也帮助IBM省下了不菲的研发费用。OpenPOWER也将POWER+LINUX作为生态建设的主要方向, 力求挑战X86在开源体系内一直以来垄断的地位。

图2: OpenPOWER联盟五大研究方向和相关参会成员



数据来源: OpenPOWER官网、广发证券发展研究中心

国内服务器市场近年来是亚太区乃至全球发展最快的市场, 中国也自然成为OpenPOWER生态圈“生根发芽”最适合的土壤。近年来, 苏州中太、新云东方、山东英特力等国内厂商相继发布了OpenPOWER服务器, 腾讯、中国移动等产业巨头也积极参与到OPENPOWER服务器在其数据中心中的测试应用。当然开放生态的建设并非一朝一夕, 目前OPENPOWER还很难与X86丰富的生态体系和庞大的厂商阵容相抗衡。因此本次与浪潮成立合资公司, 我们认为也是IBM在中国推动OpenPower技术的应用和生态建设的重要举措, 浪潮信息在国内服务器市场出货量连续多个季度位

居首位，通过设立合资公司获得一线服务器厂商的支持，有望大大提升OpenPOWER的市场推力，此外“4.9亿元、占股49%”无论从绝对金额还是股权比重都彰显了IBM本次合作的诚意和决心。

合资公司对浪潮的意义是什么？

浪潮信息在关键主机领域一直走在国内前列，2013年1月浪潮K1发布，弥补了国内关键主机市场的空白。尽管K1发布以来很快获得市场认可，收入在2014年就突破亿元人民币，但是其性能、稳定性仍然与IBM POWER存在一定差距，生态圈建设也处于逐步丰富的过程，想做到关键应用领域的完全替代尚存差距。本次与IBM合资公司的成立也可以看作浪潮在关键主机领域的再次发力：

- ✓ K1使用Intel的安腾处理器作为其底层架构，Intel于今年5月发布新款安腾9700系列处理器，不过这将是安腾的收官之作，此后Intel将不再推出安腾系列处理器。浪潮将面临重新选择处理器的现实问题，通过与IBM的深度合作，也将丰富浪潮自身关键主机芯片的选择。
- ✓ 国产化带来的新机遇。去“IOE”使得IBM的POWER系列在国内销售收入持续低迷，但其高可靠性和高可用性仍然领先于国产化产品，尽管分布式系统的成熟在某些场景中一定程度上替代了小型机，但关键高性能计算机仍有其应用场景。本次双方如能通力合作，研发出自主可控的高可靠、高可用基于POWER的关键主机，依托于IBM的技术优势和浪潮的品牌、渠道优势，合资公司无疑将在国产化浪潮下迎来极佳的发展机遇。

小结：

本次合作对于双方而言都有其重要意义：

- ✓ **对于IBM：**去IOE、国产化，以及X86体系的冲击，使得其POWER体系收入持续下降，OPENPOWER的开放体系是其发展重心。中国作为全球服务器市场增长最快的国家之一，自然成为OpenPOWER生态圈“生根发芽”最适合的土壤。通过与浪潮这样一线服务器厂商的合作，有望大大提升OpenPOWER的市场推力，此外“4.9亿元、占股49%”无论从绝对金额还是股权比重都彰显了IBM本次合作的诚意和决心。
- ✓ **对于浪潮信息：**公司一直是国内关键主机领先厂商，但是K1等产品在稳定性、可靠性上仍然与国际巨头存在差距，随着安腾处理器未来退出历史舞台，公司关键主机领域也将面临新处理器的选择，与IBM合作POWER服务器将为浪潮增加更多芯片的选择余地。此外，在国产化、自主可控的大潮下，合资公司双方如能通力合作开发出自主可控的高可靠、高可用的POWER关键主机，无疑也将获得极佳的发展机遇。

当然更多定量的分析或者合资公司未来财务的预期需要更多落地细节的公布才能给出，双方团队如何融合、合资公司的落地时间、以及双方能否持续全情投入也都有待持续跟踪观察。

风险提示

合资公司合作细节尚未公布；合资公司业务推进不及预期；国内服务器市场增速下滑的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6362	7276	11637	13213	15375
货币资金	989	1323	5354	5658	6768
应收及预付	2218	2257	2794	3501	3963
存货	2269	2757	3489	4055	4644
其他流动资产	887	939	0	0	0
非流动资产	1458	1803	1603	1685	1748
长期股权投资	364	332	332	332	332
固定资产	232	391	445	504	533
在建工程	124	5	5	5	5
无形资产	572	897	681	704	738
其他长期资产	165	178	140	140	140
资产总计	7819	9079	13239	14898	17123
流动负债	4928	4806	5452	6390	7674
短期借款	2951	2376	2376	2376	2376
应付及预收	1977	2419	3075	4013	5297
其他流动负债	0	10	0	0	0
非流动负债	50	323	300	300	300
长期借款	0	300	300	300	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	23	0	0	0
负债合计	4977	5129	5752	6690	7974
股本	960	999	1289	1289	1289
资本公积	669	1552	4260	4260	4260
留存收益	1125	1362	1901	2622	3563
归属母公司股东权	2832	3944	7481	8202	9143
少数股东权益	10	6	6	6	6
负债和股东权益	7819	9079	13239	14898	17123

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10123	12668	16731	22049	28958
营业成本	8556	10930	14405	18973	24928
营业税金及附加	10	26	34	45	59
销售费用	523	580	766	1010	1326
管理费用	575	569	820	1080	1419
财务费用	113	114	113	113	113
资产减值损失	117	403	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	237	239	130	130	130
营业利润	466	286	642	877	1162
营业外收入	84	82	56	56	56
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	549	367	698	933	1217
所得税	102	83	158	212	276
净利润	447	284	539	721	941
少数股东损益	-2	-3	0	0	0
归属母公司净利润	449	287	539	721	941
EBITDA	540	694	856	1121	1424
EPS (元)	0.47	0.29	0.42	0.56	0.73

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-144	72	1038	574	1380
净利润	447	284	539	721	941
折旧摊销	81	131	151	180	199
营运资金变动	-593	-593	315	-334	232
其它	-78	251	32	8	8
投资活动现金流	-393	-143	131	-157	-157
资本支出	-445	-399	0	-287	-287
投资变动	52	256	131	130	130
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	638	441	2862	-113	-113
银行借款	6890	4511	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	3	982	2998	0	0
其他	-6255	-5052	-136	-113	-113
现金净增加额	101	369	4032	304	1110
期初现金余额	924	989	1323	5354	5658
期末现金余额	1025	1358	5354	5658	6768

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	38.5	25.1	32.1	31.8	31.3
营业利润增长	18.2	-38.6	124.6	36.7	32.4
归属母公司净利润增长	32.6	-36.1	87.9	33.7	30.5
获利能力(%)					
毛利率	15.5	13.7	13.9	14.0	13.9
净利率	4.4	2.2	3.2	3.3	3.2
ROE	15.9	7.3	7.2	8.8	10.3
ROIC	8.7	9.0	12.6	15.3	20.6
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	56.5	43.4	44.9	46.6
净负债比率	0.7	0.3	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	1.29	1.51	2.13	2.07	2.00
速动比率	0.80	0.91	1.46	1.40	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.50	1.50	1.57	1.81
应收账款周转率	7.36	7.41	7.93	8.49	10.43
存货周转率	4.13	4.35	4.13	4.68	5.37
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.29	0.42	0.56	0.73
每股经营现金流	-0.15	0.07	0.81	0.45	1.07
每股净资产	2.95	3.95	5.80	6.36	7.09
估值比率					
P/E	67.7	73.8	43.4	32.4	24.9
P/B	10.7	5.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	60.0	32.5	24.2	18.2	13.5

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 分析师, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。