

紫光股份 (000938.SZ)

债务重组方案落地，看好公司长期经营发展

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码: S0980518100002
证券分析师: 付晓钦 0755-81982929 fuxq@guosen.com.cn 执证编码: S0980520120003

事项:

公司公告:

2022年1月14日,北京一中院作出裁定,批准紫光集团有限公司等七家企业实质合并重整案重整计划,根据重整计划,信息披露义务人西藏紫光通信持有的5.28亿股紫光股份股票(占总股本的18.45%)属于本次重整偿债资源,将根据债权人方案选择情况直接抵偿给债权人或提存至紫光集团管理人证券账户。

本次权益变动系因执行重整计划导致西藏紫光通信持有的紫光股份股票数量减少5.28亿股(占总股本的18.45%),其中1.41亿股(占总股本的4.91%)已直接登记至相关债权人名下,3.8亿股(占总股本的13.54%)已提存至紫光集团管理人开立的证券账户。划转完成后,西藏紫光目前持有紫光股份8亿股,占紫光股份总股本的比例为28.00%。

国信通信观点:

- 1) 公司本次股权划转方案落地进一步明确了债权人交割的比例,经过整体的选择后预计债权人将累计取得紫光股份4.91%的股权,较大比例低于公司提出的18.45%比例上限,对于公司短期股价的冲击相对有限。
- 2) 从进度上看,公司本次划转方案明确后,后续部分股东股份的交割仍需要进一步审理,从节奏上看,部分股权的交割仍需要相关法律程序的确定,有望于近期完成交割,重组后,公司股权层面的不确定性消除,治理结构持续优化,有助于公司进一步聚焦主业。

我们维持盈利预测,预计2022-2023年收入783/900/1002亿元,(同比+16%/15%/14%),归母净利润27/34/42亿元(同比+27%/26%/22%),当前股价对应PE为20/16/13倍,目前公司股东层面的不确定性进一步消除,长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力,维持“买入”评级。

评论:

◆ 拟用4.91%紫光股份股权抵债,短期流动性冲击相对有限

紫光股份债务于2020年11月构成实质性违约,2021年正式提起破产重组,并于2021年12月确定由北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司(以下简称“智建建广联合体”)作为牵头方组成的联合体为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者。

表1:紫光股份债务重组进程

时间	事件	描述
2020/11/16	发生实质违约	根据相关公告,“17紫光PPN005”展期方案表决无效,未能按期进行足额兑付本息,紫光集团构成实质性违约。
2021/7/9	提起破产重整	债权人向北京市第一中级人民法院(简称“北京一中院”)提起破产重整。
2021/7/19	受理破产重整	北京一中院裁定受理紫光集团的破产重整一案。
2021/8/27	法院裁定	北京一中院裁定对紫光集团及其子公司北京紫光通信科技集团有限公司、北京紫光资本管理有限公司、西藏紫光投资有限公司、西藏紫光卓越股权

		投资有限公司、西藏紫光通信投资有限公司、西藏紫光春华投资有限公司(合称“紫光集团等七家企业”)实质合并重整。
2021/12/10	确定“智建建广联合体”牵头并作为战略投资者	紫光集团官网发布公告称,已确定由北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司(以下简称“智建建广联合体”)作为牵头方组成的联合体为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者。
2022/6/30	确定用于4.91%比例股权抵债	西藏紫光通信持有的紫光股份股票数量减少5.28亿股(占总股本的18.45%),其中1.41亿股(占总股本的4.91%)已直接登记至相关债权人名下,3.8亿股(占总股本的13.54%)已提存至紫光集团管理人开立的证券账户。

资料来源:21世纪经济报,国信证券经济研究所整理

根据重整草案,战略投资者现金出资600亿元参与本次重整投资,其中智路资本、建广资产、长城资产、珠海华发和河北产投等联合体成员通过其搭建的战投收购平台现金出资549亿元整体承接重整后紫光集团100%股权,联合体成员湖北科投现金出资51亿元收购长存项目资产(包括重整企业持有的西藏紫光光器100%股权以及与长江存储相关的应收款债权和信托受益权)并承接与长江存储相关的担保责任。

根据《21世纪经济报道》报导,在清偿方面,债权人可以在现金+股票+三年留债”“现金+股票+五年留债”以及“现金+八年留债”三种方案中任选一种。若一切顺利,三种清偿方案有望最终实现95%至100%的高质量清偿:

- **方案一:以“现金+股票抵债+3年期留债”方案对重整确定债权金额的95%进行清偿**,即每100元普通债权分得38元现金、38元价值的抵债股票,剩余19元进行3年期留债;
- **方案二:以“现金+8年期留债”方案对重整确定债权金额进行全额清偿**,即每100元普通债权分得40元现金,剩余60元进行8年期留债。
- **方案三:以“现金+股票抵债+5年期留债”方案对重整确定债权金额进行全额清偿**,即每100元普通债权分得40元现金、15元价值的抵债股票,剩余45元进行5年期留债。

表2:紫光股份债务重组方案

序号	方案	描述
方案一	现金+股票抵债+3年期留债	即每100元普通债权分得38元现金、38元价值的抵债股票,剩余19元进行3年期留债。
方案二	现金+8年期留债	即每100元普通债权分得40元现金,剩余60元进行8年期留债。
方案三	现金+股票抵债+5年期留债	即每100元普通债权分得40元现金、15元价值的抵债股票,剩余45元进行5年期留债。

资料来源:《21世纪经济报》,国信证券经济研究所整理

债务人可以根据实际情况在三种方案中做出清偿方案选择,其中选择紫光股份占公司总比例不得超过紫光股份总股份的18.45%,从公司公告的结果上看,债权人合计选择用于清偿的股份比例为4.91%,较大比例低于此前18.45%上限,短期对流动性冲击压力有所减轻。

◆ 集团重组有望近期落地,优化治理结构进一步聚焦主业

从节奏上看,部分股权的交割仍需要相关法律程序的确定,有望于近期完成交割,重组后,公司股权层面的不确定性消除,治理结构持续优化,有助于公司进一步聚焦主业。

重申公司推荐逻辑：夯实数字化综合解决方案能力，全面助推数字经济转型

紫光股份是国内 ICT 龙头企业，公司定位“云网边端芯”全栈式产品及服务提供商，旗下公司新华三作为数字基座，不断扩展业务范围，持续为客户提供从软硬件到综合解决方案的一体化服务。目前公司自产的设备包括网络、计算、云、安全等产品线，其中，交换机、WLAN、企业级路由器、安全硬件、超融合等多个产品市占率位于行业前两名，在政企市场的竞争优势明显。公司凭借自有及合作伙伴渠道，构建完善的营销网络，有效触达各个层级客户。

新华三深度布局“芯-云-网-边-端”全产业链，不断提升数字化和智能化赋能水平。公司拥有芯片、计算、存储、网络、5G、安全、终端等全方位的数字化基础设施整体能力，提供云计算、大数据、人工智能、工业互联网、信息安全、智能联接、AI 视觉、边缘计算等在内的一站式数字化解决方案，以及端到端的技术服务。

图1：紫光股份数字平台架构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新华三多项产品名列前茅。新华三主要产品线为以太网交换机、企业级路由器、企业级 WLAN、X86 服务器、企业级存储、安全硬件、超融合、SDN 和云管理平台。其主要产品均位居细分市场前列，为智慧城市、政务、交通、教育、医疗、制造等行业全场景提供数字化服务。

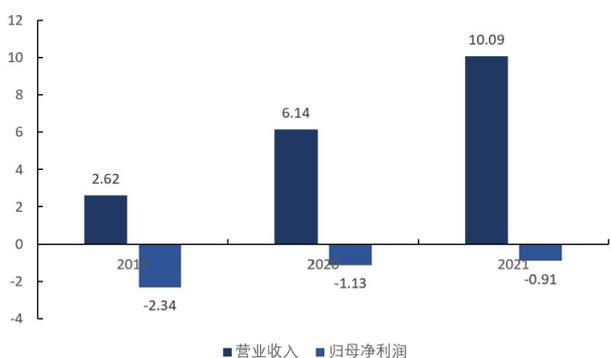
表 2：新华三多项产品名列前茅

产品	市场份额（2019-2021 年）	排名	产品
以太网交换机	35.5%、35.0%、35.2%	第二	以太网交换机
企业级路由器	27.9%、30.8%、31.3%	第二	企业级路由器
企业级 WLAN	30.9%、31.3%、28.4%	第一	企业级 WLAN
X86 服务器	16.1%、15.4%、17.4%	第二	X86 服务器
企业级存储	11.7%、11.4%、12.6%	第二	企业级存储
安全硬件	9.3%、9.4%、9.0%	第二	安全硬件
超融合	21%、20.7%、20.5%	第一	超融合
SDN、云管理平台		第一	SDN、云管理平台

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

紫光云定位同构混合云，提供一站式云计算解决方案。紫光云成立于 2018 年，是紫光集团“芯云战略”的重要组成部分，专注于同构混合云技术，聚焦于智慧城市运营，公有云研发、运营及销售，产业互联网等业务，公司目前可提供包括专享云、视频监控联网、云灾备、企业上云等在内的通用解决方案、行业解决方案、企业办公解决方案、云管理服务（MSP）、生态解决方案。紫光云采用与公有云统一架构、统一门户、统一服务的方式构建私有云或专属云，利用 VPN、专线等组网方式打通多云网络，既可将公有云的 CDN、AI 等能力下沉到云下，又可将云下业务弹性扩展或快速迁移到公有云，能够满足企业级用户在数字化转型过程中的多类型业务需要。

图2：紫光云营业收入与净利润（亿元，亿元）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图3：紫光云 3.0



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

布局网安，加强信息技术应用创新建设。2019 年，紫光集团成立信息技术应用创新工作委员会，在集团层面布局信创工作核心企业，以“网信安全捍卫者”为企业愿景，依托集团在芯片、网络、计算、安全、云等 IT 产业积淀多年的领先经验，全面践行“从芯到云 技术创新”的发展战略，集紫光集团全产业链能力，自主研发信创相关知识产权数千项，全力投身信息技术应用创新产业，持续研发规划信创产品。

图4：网安产品线



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司以传统优势的 ICT 产品和高技术附加值的解决方案为抓手，进一步向综合解决方案提供商转型，不断提升价值量。1) 网络产品的市占率水平持续提升（2021 年，公司在中国企业级 WLAN 连续 13 年蝉联市场

第一；在中国以太网交换机位列市场第二；在中国企业网路由器市场份额从上年的 30.8% 提升至 31.3%），前期逻辑验证，趋势有望延续；2）公司在智慧城市、医疗交通媒体等行业数字化转型方案设计上深度参与，以专业化的能力推动企业数字化转型，新订单增势良好；3）公司自有产品在海外市场保持高速增长，进一步开启全球化的增长路径；4）公司积极推动内部降本增效，加大费用成本管控，盈利能力持续提升。

投资建议：夯实数字化综合解决方案能力，全面助推数字经济转型，维持“买入”评级

我们维持盈利预测，预计 2022-2023 年收入 783/900/1002 亿元，（同比+16%/15%/14%），归母净利润 27/34/42 亿元（同比+27%/26%/22%），当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍，目前公司股东层面的不确定性进一步消除，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（截至 20220630）

代码	公司简称	股价 /元	总市值 /亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
002396.SZ	星网锐捷	22.64	132.05	0.74	0.94	1.49	1.65	30.6	24.1	15.2	13.7	0.7	—
603019.SH	中科曙光	29.02	424.99	0.57	0.78	0.90	1.09	50.9	37.2	32.2	26.6	1.3	—
000977.SZ	浪潮信息	26.48	384.95	1.01	1.53	2.07	2.00	26.3	17.3	12.8	13.2	0.5	买入
300454.SZ	深信服	103.78	431.29	1.96	1.95	2.78	3.92	52.9	53.2	37.3	26.5	1.1	—
688561.SH	奇安信	55.80	380.60	-0.49	-0.81	0.27	0.92	-113.9	-68.9	206.7	60.7	-	—
	平均							40.2	33.0	24.4	20.0		
000938.SZ	紫光股份	19.40	554.86	0.66	0.75	0.96	1.16	29.4	25.9	20.2	16.7	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：紫光股份、浪潮信息为国信证券经济研究所预测，其余为 Wind 一致预测

◆ 风险提示

上游客户投资不及预期；芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

相关研究报告：

- 《紫光股份（000938.SZ）——一季度业绩表现亮眼，高毛利产品增速领先提升盈利能力》——2022-04-29
- 《紫光股份（000938.SZ）-整体经营稳健，云与 ICT 表现亮眼》——2022-03-27
- 《紫光股份-000938-21 年第三季度财报点评：三季度盈利能力改善，利润大幅增长》——2021-11-02
- 《紫光股份-000938-21 年半年报点评：营收基本符合预期，智擎量产助力芯云战略》——2021-08-31
- 《紫光股份-000938-深度报告：全栈式 ICT 综合提供商，多轮驱动成长》——2021-08-16

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8977	8960	9990	10653	11926	营业收入	59705	67638	78302	89982	102580
应收款项	9385	11355	1993	2290	2610	营业成本	47856	54433	61624	70366	79705
存货净额	9557	18424	14711	16791	19015	营业税金及附加	207	253	290	333	380
其他流动资产	3583	2818	464	533	608	销售费用	3361	4114	4957	5696	6493
流动资产合计	34805	43579	29181	32290	36183	管理费用	759	926	1048	1181	1325
固定资产	654	1101	1544	1957	2231	研发费用	3831	4338	5184	5957	6791
无形资产及其他	3917	3880	3825	3770	3715	财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
投资性房地产	19286	17736	17736	17736	17736	投资收益	(42)	(24)	3	3	3
长期股权投资	171	134	129	123	118	资产减值及公允价值变动	442	632	(3)	(3)	(3)
资产总计	58833	66430	52415	55876	59983	其他收入	(4447)	(4723)	(5184)	(5957)	(6791)
短期借款及交易性金融负债	3171	4713	500	300	200	营业利润	3703	4088	5321	6696	8165
应付款项	10177	11818	4553	5197	5885	营业外净收支	92	88	2	2	2
其他流动负债	9694	11898	8120	9273	10508	利润总额	3795	4176	5323	6698	8167
流动负债合计	23042	28429	13173	14770	16593	所得税费用	552	384	489	616	751
长期借款及应付债券	0	100	(130)	(130)	(130)	少数股东损益	1349	1645	2096	2638	3216
其他长期负债	1611	2233	2182	2131	2081	归属于母公司净利润	1895	2148	2737	3445	4200
长期负债合计	1611	2333	2052	2001	1951	现金流量表 (百万元)					
负债合计	24653	30763	15225	16771	18544	净利润	1895	2148	2737	3445	4200
少数股东权益	4435	5707	6541	7590	8870	资产减值准备	181	132	359	228	214
股东权益	29745	29961	30649	31514	32570	折旧摊销	392	556	351	411	464
负债和股东权益总计	58833	66430	52415	55876	59983	公允价值变动损失	(442)	(632)	3	3	3
关键财务与估值指标						财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
每股收益	0.66	0.75	0.96	1.20	1.47	营运资本变动	1252	(3922)	4693	(472)	(534)
每股红利	0.59	0.56	0.72	0.90	1.10	其它	(26)	281	475	821	1066
每股净资产	10.40	10.48	10.72	11.02	11.39	经营活动现金流	3251	(1437)	8618	4436	5412
ROIC	19%	20%	30%	43%	49%	资本开支	0	(1610)	(1100)	(1000)	(900)
ROE	6%	7%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(1492)	1280	0	0	0
毛利率	20%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(1537)	(293)	(1094)	(994)	(894)
EBIT Margin	6%	5%	7%	7%	8%	权益性融资	(8)	455	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	0	100	(230)	0	0
收入增长	10%	13%	16%	15%	14%	支付股利、利息	(1678)	(1608)	(2050)	(2579)	(3145)
净利润增长率	3%	13%	27%	26%	22%	其它融资现金流	778	4274	(4213)	(200)	(100)
资产负债率	49%	55%	42%	44%	46%	融资活动现金流	(2585)	1713	(6493)	(2779)	(3245)
息率	3.7%	3.6%	4.5%	5.7%	7.0%	现金净变动	(870)	(17)	1030	663	1273
P/E	23.8	21.0	16.5	13.1	10.7	货币资金的期初余额	9847	8977	8960	9990	10653
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	8977	8960	9990	10653	11926
EV/EBITDA	17.1	18.4	10.9	9.0	7.6	企业自由现金流	0	(1731)	8666	4796	6192
						权益自由现金流	0	2643	4332	4820	6345

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032