

证券研究报告

公司研究——中报点评

紫光股份（000938.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.08.27

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 83326721

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

袁海宇 研究助理

联系电话：+86 10 83326726

邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

蔡靖 研究助理

联系电话：+86 10 83326728

邮箱：caijing@cindasc.com

相关研究

《大力并购，打造云服务全产业链》2015.08.27

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

新华三驱动业绩大增，云服务战略持续推进

2017年08月25日

事件：2017年8月25日，紫光股份发布2017年中报，2017年上半年公司实现营业收入168.77亿元，同比增长82.11%；实现归属母公司股东净利润8.06亿元，同比增长203.99%。基本每股收益0.774元，同比增长41.46%。

点评：

- **新华三并表，业绩大幅提升。**公司上半年营收及利润实现快速增长，主要是新华三于2016年5月1日纳入合并报表，去年同期只有5月和6月的经营数据被纳入合并报表，今年则是上半年数据被全部纳入。去年同期新华三被纳入报表的营收和净利润分别为29.04亿元和2.52亿元，而今年上半年纳入报表的营收和净利润分别为107.04亿元和10.52亿元。此外，本期的毛利率和净利率分别达到23.11%和7.71%，均较去年同期有较大幅度提升。对于新华三的并购对公司业绩带来极大提升，也显著改善了公司的盈利水平。
- **IT基础架构产品保持行业领先。**IT基础架构产品服务和应用服务领域是公司的传统业务领域，随着新华三的并入，公司在该领域的竞争优势得以加强。上半年，公司在政府、金融、教育、交通、互联网、运营商等多个行业市场持续保持增长。其中，在政府行业，公司承建了12个部委政务云、18个省级政务云、200余个地市政务云，持续在政务云市场保持第一份额；2017年公司再次实现全线产品入围中央政府采购平台；公司在中央网信办实现销售突破，全国政务内网实现广西、重庆、河南等7个省市的突破。在金融行业，公司中标农业银行、中国人民银行、中国外汇交易中心以及多省农信等大型金融机构核心数据中心建设项目，继续保持金融数据中心SDN领域领先地位。
- **云服务战略持续推进。**在云计算领域，公司推出了针对运营商市场电信级云平台H3CloudCG，是运营商网络重构关键组成部分；超融合产品UIS连续两年在中国区市场份额排名第一；计算虚拟化软件CAS为中国区国产虚拟化软件第一份额产品；公司发布“云筑百城”计划，计划在三年内和合作伙伴建设100个新城市云和10个行业云，该计划“第一片云”已在苏州落地。此外，公司还积极推进传统的集成和服务向云集成、云服务方向转型。公司也推出了为云计算服务的存储系统，其中的UniverFlash全供应闪存系统成功入围中央政府采购平台“企业级磁盘阵列”采购名单。公司在云服务平台、产品、存储系统等多个细分方向均有所斩获，各业务单元之间的协同作用有望持续发挥，助力公司向领先的云服务提供商迈进。
- **盈利预测及评级：**我们预计2017~2019年公司营业收入分别为374.56、417.56、468.47亿元，归属于母公司净利润分别为14.21、16.47、18.01亿元，按最新股本10.42亿股计算每股收益分别为1.36、1.58、1.73元，最新股价对应PE

分别为 42、36、33 倍，维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**行业竞争加剧风险；业务整合不及预期；业务拓展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,349.90	27,709.71	37,455.62	41,755.70	46,847.18
增长率 YoY %	19.78%	107.56%	35.17%	11.48%	12.19%
归属母公司净利润(百万元)	152.16	814.82	1,421.05	1,647.42	1,800.79
增长率 YoY%	20.93%	435.52%	74.40%	15.93%	9.31%
毛利率%	4.53%	18.71%	20.89%	21.37%	21.31%
净资产收益率 ROE%	7.31%	6.22%	5.81%	6.35%	6.51%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.78	1.36	1.58	1.73
市盈率 P/E(倍)	389	73	42	36	33
市净率 P/B(倍)	24.81	2.48	2.35	2.21	2.07

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 8 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,029.98	16,303.10	18,821.86	20,903.66	23,031.72
货币资金	782.34	4,015.61	3,031.87	3,793.24	4,321.18
应收票据	19.58	1,232.11	1,665.46	1,856.66	2,083.06
应收账款	1,586.82	4,097.90	5,539.20	6,175.12	6,928.09
预付账款	358.01	314.88	414.20	458.99	515.35
存货	1,160.64	3,019.67	4,148.21	4,596.72	5,161.13
其他	122.58	3,622.92	4,022.92	4,022.92	4,022.92
非流动资产	2,253.54	20,800.62	21,801.81	22,825.10	24,193.34
长期投资	72.31	180.43	180.43	180.43	180.43
固定资产	56.09	353.76	361.16	671.00	1,043.72
无形资产	95.09	3,756.33	3,967.48	4,476.61	5,149.05
其他	2,030.04	16,510.10	17,292.74	17,497.06	17,820.15
资产总计	6,283.52	37,103.72	40,623.68	43,728.75	47,225.06
流动负债	3,386.50	9,191.07	10,733.74	11,425.73	12,284.29
短期借款	215.78	100.14	100.14	100.14	100.14
应付账款	987.20	2,578.79	3,392.18	3,758.96	4,220.50
其他	2,183.52	6,512.14	7,241.41	7,566.63	7,963.65
非流动负债	208.99	823.03	823.03	823.03	823.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.99	823.03	823.03	823.03	823.03
负债合计	3,595.49	10,014.10	11,556.77	12,248.76	13,107.32
少数股东权益	303.51	3,284.98	3,945.44	4,711.11	5,548.07
归属母公司股东权益	2,384.52	23,804.64	25,121.46	26,768.88	28,569.67
负债和股东权益	6283.52	37103.72	40623.68	43728.75	47225.06

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,349.90	27,709.71	37,455.62	41,755.70	46,847.18
同比	19.78%	107.56%	35.17%	11.48%	12.19%
归属母公司净利润	152.16	814.82	1,421.05	1,647.42	1,800.79
同比	20.93%	435.52%	74.40%	15.93%	9.31%
毛利率	4.53%	18.71%	20.89%	21.37%	21.31%
ROE	7.31%	6.22%	5.81%	6.35%	6.51%
每股收益(元)	0.15	0.78	1.36	1.58	1.73
P/E	389	73	42	36	33
P/B	24.81	2.48	2.35	2.21	2.07
EV/EBITDA	33.21	38.96	17.58	15.17	13.51

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,349.90	27,709.71	37,455.62	41,755.70	46,847.18
营业成本	12,745.58	22,525.18	29,630.06	32,833.73	36,865.22
营业税金及附加	15.37	169.98	209.75	233.83	262.34
营业费用	179.46	1,857.73	2,511.11	2,799.40	3,140.75
管理费用	155.76	2,599.32	3,183.73	3,549.23	3,982.01
财务费用	51.48	-1.29	52.12	78.92	78.40
资产减值损失	25.53	225.06	114.76	140.97	185.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	78.46	558.22	487.27	498.09	514.53
营业利润	255.19	891.94	2,241.37	2,617.70	2,847.44
营业外收入	12.37	272.99	432.80	482.03	540.32
营业外支出	0.40	13.72	5.56	6.03	6.03
利润总额	267.17	1,151.21	2,668.60	3,093.70	3,381.73
所得税	64.62	-42.31	587.09	680.61	743.98
净利润	202.55	1,193.53	2,081.51	2,413.09	2,637.75
少数股东损益	50.39	378.70	660.46	765.67	836.95
归属母公司净利润	152.16	814.82	1,421.05	1,647.42	1,800.79
EBITDA	358.78	1,521.02	3,370.34	3,906.41	4,385.62
EPS (摊薄)	0.15	0.78	1.36	1.58	1.73

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	93.18	1,308.28	110.27	2,068.10	2,344.57
净利润	202.55	1,193.53	2,081.51	2,413.09	2,637.75
折旧摊销	22.32	350.62	672.33	783.30	974.48
财务费用	69.30	19.19	29.41	29.41	29.41
投资损失	-78.46	-558.22	-487.27	-498.09	-514.53
营运资金变动	-97.70	335.52	-2,274.59	-769.40	-927.11
其它	-24.83	-32.36	88.88	109.79	144.56
投资活动现金流	-24.11	-17,325.34	-960.37	-1,277.32	-1,787.22
资本支出	-19.88	-195.99	-1,047.64	-1,775.41	-2,301.75
长期投资	92.99	2,371.44	487.27	498.09	514.53
其他	-97.22	-19,500.80	-400.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	13.13	19,207.03	-133.64	-29.41	-29.41
吸收投资	0.55	22,371.72	0.00	0.00	0.00
借款	-79.33	-127.61	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	114.99	2,813.44	133.64	29.41	29.41
现金净增加额	83.21	3217.17	-983.74	761.37	527.94

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学国家发展研究院 MBA，曾经在世界 500 强企业美国伟创力，芬兰诺基亚从事手机研发，实验室管理工作。2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。