

联手 IBM 开发 POWER 服务器，核心竞争力持续增强

——浪潮信息与 IBM 设立合资公司事件点评

公司点评

◆ 事件

公司9月8日晚公告：将与 IBM（中国）设立合资公司，其中公司出资 5.1 亿元人民币（占比 51%），IBM 出资 4.9 亿元人民币（占比 49%）。合资公司将研发、生产、销售基于开放的 POWER 技术的服务器。

◆ 两家公司为什么要进行本次合作？我们分析认为——浪潮：高端业务主机天梭系列的英特尔安腾处理器面临停产，如使用 POWER 架构将进一步提升其技术实力；IBM：受限于中国国产化替代要求，同时市场份额不断下降，合作有望提升其服务器在中国的销售

浪潮：天梭系列的英特尔安腾处理器将停产。公司高端业务主机天梭系列近几年发展理想，在关键业务市场中不断替代大型机、小型机，取得了良好的进展，但其采用的英特尔安腾处理器今年 5 月发布了收官之作（安腾 9700 系列），之后将停产，本次合作有望使公司关键业务主机采用性能更为强劲的 IBM POWER 处理器。

浪潮：服务器采用 POWER 架构有望提升技术实力。POWER 架构为 IBM 小型机架构，处理器属于 RISC 架构，相比于 X86 架构的服务器（处理器为英特尔的 CISC 架构），具有高 RAS（Reliability Availability, Serviceability, 高可靠性、高可用性、高服务性）的特性，合资公司的 POWER 服务器有望提升公司的技术实力。

图表1：大小型机的 RISC 架构和 X86 架构简单比较

名称	架构	特点
大型机、小型机	RISC	高 RAS (Reliability、Availability、Serviceability, 高可靠性、高可用性、高服务性)，在关键业务中地位突出
通用服务器	X86 为主	开放，足以胜任通用任务，RAS 特性不断提高，但仍弱于 RISC 架构

资料来源：新时代证券研究所

IBM：合作有望扩大 IBM 服务器在中国的销售。在中国市场“去 IOE”、“国产化”的背景下，IBM 与全球服务器第一梯队的浪潮合作，有望助推其服务器业务在中国的销售。另外一方面，在大、小型机市场份额趋于下降的环境下，IBM 与浪潮合作有望建立 POWER 生态，有望改变其服务器业务萎缩的现状。

图表2：IBM 服务器（大、小型机）全球的营收面临下降压力

(\$ in millions)			
For the year ended December 31:	2016	2015	2014
Systems			
Servers	\$ 3,567	\$ 5,032	\$ 7,177
Storage	2,083	2,325	2,641
Software	1,586	1,749	2,053
Services	478	442	423

强烈推荐（调高评级）

分析师

田杰华 (执业证书编号：S0280517050001)
tianjiehua@xsdzq.cn

联系人

胡文超
huwenchao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.09.08

收盘价(元)：	18.14
总股本(亿股)：	12.89
总市值(亿元)：	233.87
一年最低/最高(元)：	15.22/27.78
近3月换手率：	85.57%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.46	2.7	-35.4
绝对	11.98	10.15	-20.84

相关研报

X86 服务器龙头地位稳固，布局 AI 计算产品

2017-08-24

资料来源：IBM 财报，新时代证券研究所

◆ OpenPOWER 简介及发展历程

IBM 服务器分为为大型机和小型机，前者为 z Systems 主机，后者为 POWER 主机，目前主要面向金融、电信、政府等行业的关键业务中。（盈利质量相对弱的 x86 服务器业务已于 2014 年 10 月出售给联想）

面临更开放的 X86 架构服务器的冲击，2013 年 IBM 选择开源 POWER 架构：X86 服务器凭借开放的生态和相对低的价格，抢占了通用服务器的主要份额，大、小型机市场份额出现萎缩。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）。

2014 年，六家中国公司加入 OpenPOWER 基金会。2014 年底，浪潮集团、苏州中晟宏芯、江苏产业技术国际研究院、北京华胜天成、中兴通讯、北京创和世纪通讯六家国内公司加入了 OpenPOWER 基金会。

OpenPOWER 是深层的开源架构，生态企业有望共同获益。OpenPOWER 开源了硬件架构（深至 CPU 架构）、操作系统、中间件和数据库，且接受安全审查，而英特尔的 X86 架构开源主要只限于系统应用层面。因此，中国企业若进行 POWER 架构服务器开发，服务器的自主技术渗透率将会进一步提高，企业盈利能力也将获得提升。

◆ 预计开放生态下，合资公司的 POWER 服务器角色多样化，具备支撑关键业务、通用业务的能力，亦可支持 AI 时代的芯片异构计算，发展空间大

POWER 架构作为 IBM 的小型机架构，在关键业务方面实力强劲；开放的 OpenPOWER 架构支持 Scale Out（横向扩展），在通用服务器的潜力不输 X86 架构；在 AI 快速崛起的背景下，开放的 POWER 架构将支持 CPU\GPU\FPGA\ASIC 的各种异构模式，合资公司的 POWER 服务器发展空间大。

◆ 双方合作铺垫已久，不排除通过合资公司进一步合作升级的可能

浪潮是全球服务器第一梯队中唯一加入 OpenPOWER 基金会的成员，双方合作铺垫已久。浪潮于 2014 年加入 OpenPOWER，在基金会成员中，只有浪潮来自全球服务器第一梯队，不排除双方通过合资公司进一步合作升级的可能。

◆ 投资建议

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42、0.55 和 0.71 元。予以“强烈推荐”评级。

◆ 风险提示：合作和业务进展不及预期，市场竞争加剧

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10123	12,668	17,056	21,965	28,510
增长率(%)	38.5	25.1	34.6	28.8	29.8
净利润(百万元)	449.2	287	537	708	911
增长率(%)	32.6	-36.1	87.2	31.8	28.6
毛利率(%)	15.5	13.7	12.1	11.8	11.6
净利率(%)	4.4	2.3	3.2	3.2	3.2
ROE(%)	15.7	7.2	11.3	13.1	14.6
EPS(摊薄/元)	0.35	0.22	0.42	0.55	0.71
P/E(倍)	52.06	81.5	43.5	33.0	25.7
P/B(倍)	8.26	5.9	4.9	4.4	3.8

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6362	7276	9822	10224	12545	营业收入	10123	12668	17056	21965	28510
现金	989	1323	2217	2196	2217	营业成本	8556	10930	14994	19377	25211
应收账款	1681	1740	2524	2357	3345	营业税金及附加	10	26	26	32	43
其他应收款	109	105	184	189	294	营业费用	523	580	648	769	998
预付账款	150	132	247	240	392	管理费用	575	569	716	857	1055
存货	2269	2757	3240	3806	4598	财务费用	113	114	115	114	102
其他流动资产	1165	1219	1410	1435	1698	资产减值损失	117	403	205	242	285
非流动资产	1458	1803	2130	2468	2817	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	364	332	520	709	897	投资净收益	237	239	234	237	237
固定资产	232	391	471	550	657	营业利润	466	286	587	813	1053
无形资产	556	877	930	998	1053	营业外收入	84	82	62	64	73
其他非流动资产	306	203	208	211	210	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	7819	9079	11952	12692	15362	利润总额	549	367	648	876	1126
流动负债	4928	4806	6926	7084	8975	所得税	102	83	113	172	221
短期借款	2951	2376	3320	2934	3163	净利润	447	284	535	705	905
应付账款	1269	1532	2311	2656	3807	少数股东损益	-2	-3	-2	-4	-6
其他流动负债	707	897	1295	1494	2006	归属母公司净利润	449	287	537	708	911
非流动负债	50	323	281	235	180	EBITDA	779	622	927	1191	1471
长期借款	0	300	257	212	157	EPS (元)	0.35	0.22	0.42	0.55	0.71
其他非流动负债	50	23	23	23	23						
负债合计	4977	5129	7207	7319	9156	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	10	6	4	0	-6	成长能力					
股本	960	999	1289	1289	1289	营业收入(%)	38.5	25.1	34.6	28.8	29.8
资本公积	669	1552	1552	1552	1552	营业利润(%)	18.2	-38.6	105.3	38.5	29.6
留存收益	1125	1362	1838	2465	3273	归属于母公司净利润(%)	32.6	-36.1	87.2	31.8	28.6
归属母公司股东权益	2832	3944	4741	5372	6212	获利能力					
负债和股东权益	7819	9079	11952	12692	15362	毛利率(%)	15.5	13.7	12.1	11.8	11.6
						净利率(%)	4.4	2.3	3.2	3.2	3.2
						ROE(%)	15.7	7.2	11.3	13.1	14.6
						ROIC(%)	9.7	5.7	7.6	9.4	10.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.7	56.5	60.3	57.7	59.6
						净负债比率(%)	69.1	34.3	30.0	19.0	18.9
						流动比率	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
						速动比率	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.8	2.0
						应收账款周转率	7.4	7.4	8.0	9.0	10.0
						应付账款周转率	7.3	7.8	7.8	7.8	7.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.22	0.42	0.55	0.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.44	0.12	0.02	0.68	0.27
						每股净资产(最新摊薄)	2.20	3.06	3.68	4.17	4.82
						估值比率					
						P/E	52.06	81.48	43.52	33.02	25.67
						P/B	8.26	5.93	4.93	4.35	3.76
						EV/EBITDA	32.60	39.8	26.8	20.5	16.7

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-144	72	26	881	350
净利润	447	284	535	705	905
折旧摊销	81	131	150	183	221
财务费用	113	114	115	114	102
投资损失	-237	-239	-234	-237	-237
营运资金变动	-593	-593	-539	117	-642
其他经营现金流	46	376	0	0	0
投资活动现金流	-393	-143	-242	-284	-334
资本支出	445	400	138	149	161
长期投资	31	232	-188	-188	-188
其他投资现金流	83	488	-292	-323	-361
筹资活动现金流	630	416	404	30	63
短期借款	822	-575	238	261	288
长期借款	-1	300	-43	-45	(55)
普通股增加	480	40	290	0	0
资本公积增加	-286	883	0	0	0
其他筹资现金流	-385	-232	-81	-186	-170
现金净增加额	101	369	188	627	79

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士，现任新时代证券计算机行业首席分析师。曾先后任职于交通银行股份有限公司总行软件开发中心3年、中国银河证券股份有限公司投资研究总部2年。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>