



投资评级：增持（首次）

计算机设备 III/计算机设备 II/计算机

紫光股份（000938）

——全球 IT 支出回暖，子公司新华三继续行业领先

主要观点：

◆并表新华三，业绩快速提升。公司 2017 年前三季度营业收入为 270.22 亿元，同比增长 52.10%，归母净利润为 11.26 亿元，同比增长 116.67%。2016 年公司营业收入为 277.10 亿元，同比增长 107.56%，归母净利润为 8.15 亿元，同比增长 435.52%，主要是因为公司并表新华三所致。新华三从 2016 年 5 月开始并表，根据单季度财务数据，新华三并表后公司毛利率和净利率迅速提高，2016Q3 到 2017Q3，公司毛利率略有提升，基本稳定在 22% 左右；净利率存在一定的波动，但 2017Q1-Q3 均高于 2016Q3、2016Q4 的净利率水平。

◆全球 IT 支出回暖，云计算市场保持快速发展势头。根据 Gartner 预测，全球 IT 支出在 2017-2018 年恢复增长，同比增长率分别为 3.30%、4.28%，预计 2018 年达到 3.66 万亿美元。云计算将逐步深入 IT 系统的建设中，IDC 预测显示，2015 年约有 82% 的新应用运行在云计算平台上，而到 2020 年，云计算业务将占到所有 IT 系统的 27%。Gartner 预测预计 2020 年全球公有云总体规模为 4,114 亿美元，2016-2020 年 CAGR 为 17.0%；信通院预计 2020 年，我国公有云市场规模将达到 603.6 亿元，2016-2020 年 CAGR 约为 37%，私有云市场规模将达到 762.4 亿元，CAGR 约为 22%。云计算的快速发展将带动交换机、路由器、服务器等 IT 设备市场的增长。

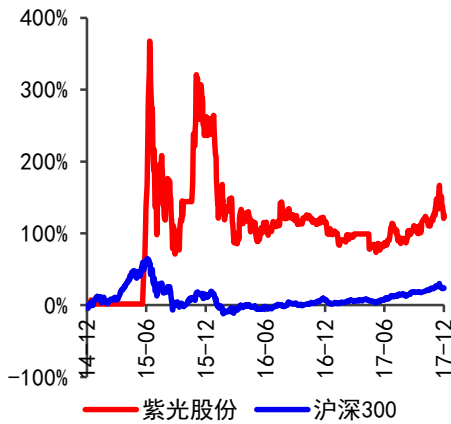
◆新华三市场地位突出。新华三主要有两块业务，一是原有华三通信的网络设备业务，二是紫光华山收购的惠普中国的企业集团业务（主要是服务器、存储销售，以及技术服务）。新华三在网络设备市场具有较高的市场占有率，根据 IDC 数据，2017 年上半年新华三以太网交换机市场份额为 35.3%，WLAN 市场份额为 35.3%，企业网路由市场份额为 33.4%，均居于国内首位。在服务器领域，IDC 数据显示，2017Q2 新华三在国内市场出货量占比为 12.10%，居第 4 位。

◆紫光数码渠道资源丰富，有望与新华三形成良好协同。公司全资子公司紫光数码多年从事 IT 分销业务，在全国形成了强大的营销网络，近几年收入和利润均保持快速增长。HP 和 H3C 均是紫光数码分销的重要品牌，在控股新华三之后，H3C 成为公司旗下品牌，同时公司也成为 HPE 服务器、存储的中国独家提供商，紫光数码能够利用自身丰富的渠道资源，与新华三形成良好协同。

主要数据(截止 12 月 11 日收盘)：

当前股价(元)	66.84
总市值(亿元)	697
流通市值(亿元)	138
总股本(亿股)	10.42
流通股本(亿股)	2.06
第一大股东	西藏紫光通信投资有限公司
第一大股东持股比例	54.50%

近三年股价表现：



长城国瑞证券研究所

分析师：

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号：S0200517100001

研究助理：

刘亿

liuyi@gwgsc.com

联系电话：0592-5161646

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司



### 投资建议：

公司国资背景以及多年分销业务所积累的渠道资源,有望为新华三业务拓展提供较大的帮助,在公司 IT 产品分销与供应链服务、IT 基础架构产品服务及解决方案等业务保持较快增长的假设下,我们预计公司 2017、2018 以及 2019 年的 EPS 分别为 1.49 元、1.71 元和 2.08 元,对应 P/E 分别为 44.86 倍、39.09 倍和 32.13 倍。目前计算机设备行业最新市盈率(TTM,整体法,剔除负值)为 57.68 倍,考虑全球 IT 支出回暖以及云计算广泛应用带来的 IT 设备机遇,我们认为公司的估值仍具有一定的上升空间,因此首次给予其“增持”评级。

### 风险提示：

渠道资源整合风险；新华三业务整合风险；市场竞争风险等。

#### 主要财务数据及预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27709.71	37241.49	44464.15	51792.03
增长率(%)	107.56%	34.40%	19.39%	16.48%
归母净利润(百万元)	814.82	1549.14	1779.63	2164.78
增长率(%)	435.52%	90.12%	14.88%	21.64%
EPS(元)	1.07	1.49	1.71	2.08
毛利率	18.71%	23.01%	23.30%	23.53%
净资产收益率(摊薄)	3.42%	6.14%	6.62%	7.50%

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



## 目 录

1 主营业务清晰，业绩指标稳定.....	6
2 全球 IT 支出回暖，云计算市场保持快速发展势头.....	9
3 控股子公司新华三位居国内 IT 设备及解决方案市场前列.....	14
3.1 新华三基本情况.....	14
3.2 新华三位居国内 IT 设备及解决方案市场前列.....	15
4 紫光数码渠道优势明显，合资成立紫光西数发力存储市场.....	18
4.1 紫光数码长期专注分销领域，渠道优势明显.....	18
4.2 联手西部数据，发力存储领域.....	21
盈利预测.....	23



## 图目录

图 1: 紫光股份股权结构及主要子公司 (截至 2017 年 9 月 30 日)	6
图 2: 2015-2016 年公司营业收入构成	7
图 3: 2015-2016 年公司毛利润构成	7
图 4: 近 5 年公司营业收入及其增长情况	8
图 5: 近 5 年公司归母净利润及其增长情况	8
图 6: 近 5 年公司毛利率和费用率情况	8
图 7: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况	8
图 8: 2016Q3-2017Q3 公司单季营业收入和净利润情况	8
图 9: 2016Q3-2017Q3 公司各季度毛利率和费用率情况	8
图 10: 2012-2018 年全球 IT 支出及预测	9
图 11: 2012-2018 年全球 IT 支出结构 (单位: 10 亿美元)	9
图 12: 2014-2020 年全球公有云市场规模及预测	10
图 13: 2012-2020 年我国公有云市场规模及预测	10
图 14: 2013-2020 年我国私有云市场规模及预测	11
图 15: 2016-2021 年我国政务云市场规模及预测	11
图 16: 2016Q1-2017Q3 全球以太网交换机市场规模	12
图 17: 2016Q1-2017Q3 全球路由器市场规模	12
图 18: 2016Q1-2017Q3 全球企业级 WLAN 市场规模	12
图 19: 2016Q1-2017Q3 全球消费级 WLAN 市场规模	12
图 20: 2016-2017 年 Q1-Q3 全球服务器市场规模比较	13
图 21: 2016-2017 年 Q1-Q3 全球存储市场规模比较	13
图 22: 新华三股权结构	14
图 23: 新华三主要产品	15
图 24: 2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模	15
图 25: 2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布	15
图 26: 2016Q2-2017Q2 全球以太网路由器销售份额情况	16
图 27: 2017Q1 我国 X86 服务器厂商出货量占比	16
图 28: 2017Q2 我国 X86 服务器厂商出货量占比	16
图 29: 2016 年我国政务云市场份额情况	17
图 30: 2016 年我国政务云市场各品牌竞争力分析	17
图 31: 政务云平台逻辑架构图	17
图 32: 2016 年我国超融合市场份额情况	18
图 33: 2017Q1 我国超融合市场份额情况	18
图 34: 紫光数码的主要合作伙伴	19
图 35: 2012-2017H1 紫光数码营业收入及其增长情况	19
图 36: 2012-2017H1 紫光数码归母净利润及其增长情况	19
图 37: 紫光数码的营销服务网络	21



## 表目录

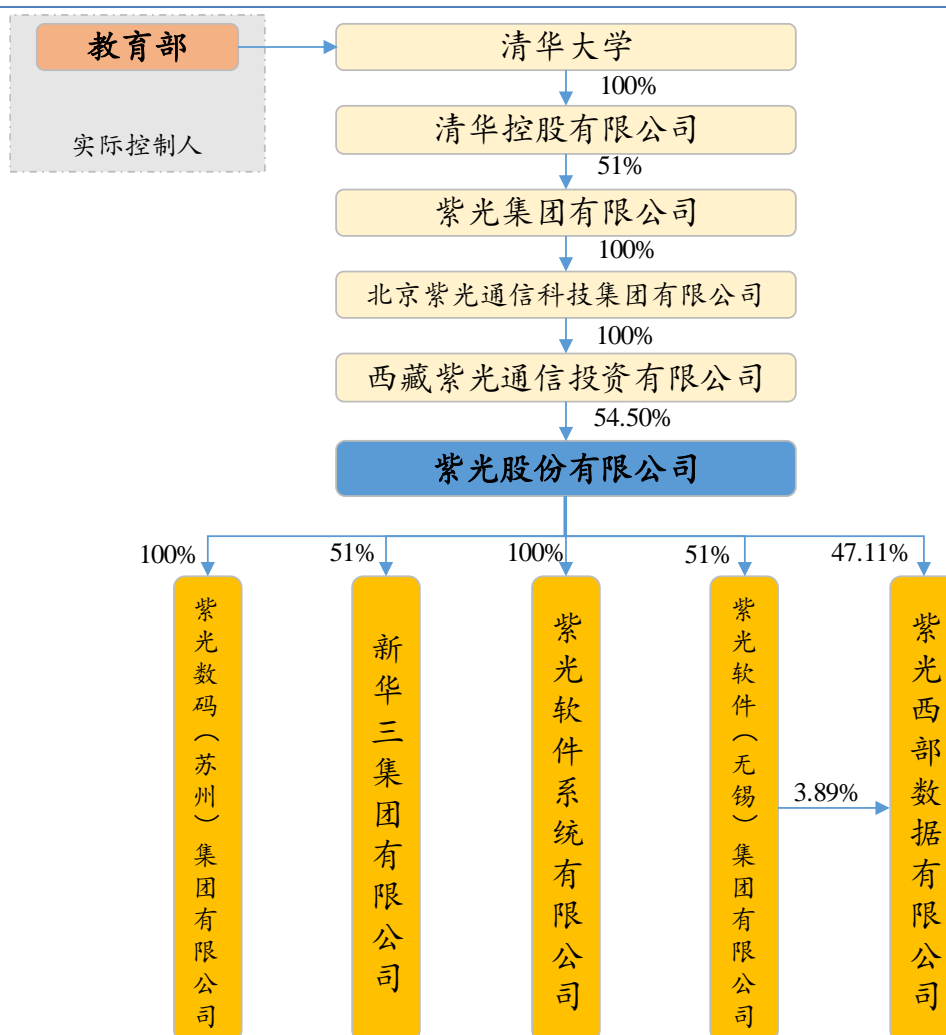
表 1：紫光数码主要分销品牌和产品.....	19
表 2：紫光数码主要竞争优势 .....	20
表 3：紫光西部数据主要产品 .....	21

## 1 主营业务清晰，业绩指标稳定

公司成立于1999年3月，于1999年11月在深交所上市，总部位于北京市。2016年，公司实现了对新华三集团有限公司51%股份的收购，同时与西部数据合资成立紫光西部数据有限公司，并持有51%的股份。公司旗下有多家子公司，其中紫光数码主要从事IT分销业务；新华三致力于新IT解决方案和产品的研发、生产、咨询、销售及服务；紫光软件（紫光软件系统有限公司）是专业的软件服务与系统集成提供商，具有信息系统集成及服务一级资质；紫光西部数据主要从事存储产品和解决方案业务。

公司战略聚焦于IT服务领域，致力于打造完整而强大的“云—网—端”产业链，向云计算、移动互联网和大数据处理等信息技术的行业应用领域全面深入，并成为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务提供商。目前，公司的核心业务基本覆盖IT服务的重要领域：硬件方面提供智能网络设备、存储系统、全系列服务器等为主的面向未来计算架构的先进装备；软件方面提供从桌面端到移动端的各重点行业的应用软件解决方案；技术服务方面涵盖技术咨询、基础设施解决方案和支持服务。

图 1：紫光股份股权结构及主要子公司（截至 2017 年 9 月 30 日）

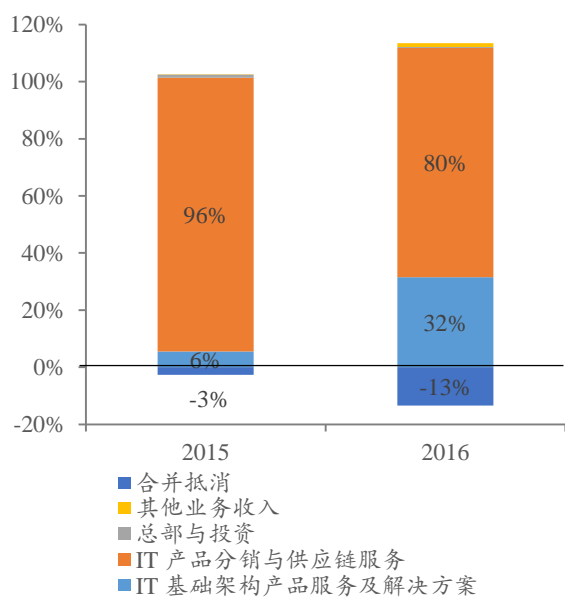


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



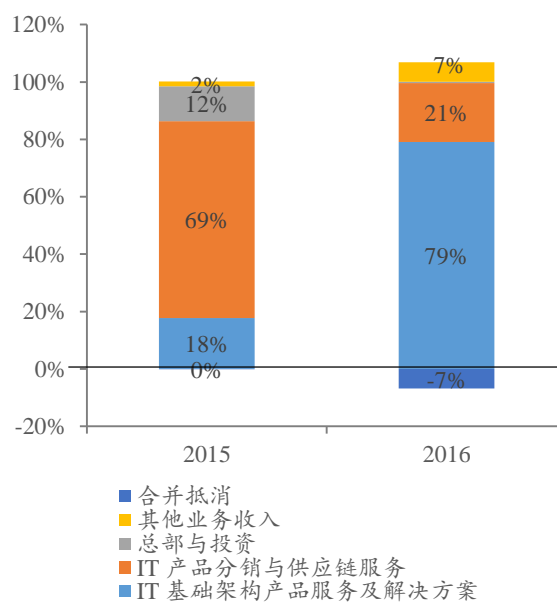
2016 年并购新华三之后，公司业务结构出现较大的变化，在 2016 年以前，公司 90%以上收入来自于子公司紫光数码，主要是 IT 产品分销收入，2016 年 5 月开始，新华三实现并表，公司收入中 IT 基础架构产品服务及解决方案比重显著提升。2016 年 IT 基础架构产品服务及解决方案毛利率为 46.90%，IT 产品分销与供应链服务毛利率为 4.80%，IT 基础架构产品服务及解决方案贡献公司的绝大部分毛利润。另外，2016 年合并抵消项显著提升，主要是紫光数码为新华三的 H3C 品牌产品提供分销服务，同时新华三是 HPE 品牌的服务器、存储和技术服务的中国独家提供商，紫光数码也作为一级分销商代理 HPE 产品。

图 2：2015-2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 3：2015-2016 年公司毛利构成

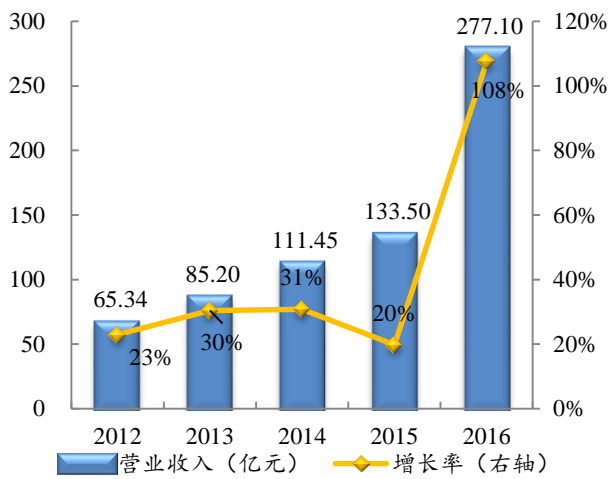


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

公司 2017 年前三季度营业收入为 270.22 亿元，同比增长 52.10%，归母净利润为 11.26 亿元，同比增长 116.67%；第三季度营业收入为 101.45 亿元，同比增长 19.38%，归母净利润为 3.20 亿元。2016 年公司营业收入为 277.10 亿元，同比增长 107.56%，归母净利润为 8.15 亿元，同比增长 435.52%，主要是因为公司并表新华三。在并购新华三之前，公司历年收入和净利润均保持平稳较快增长势头，2012-2015 年营业收入和净利润增速均超过 20%，同时公司毛利率和费用率基本稳定。新华三并表后（购买日为 2016 年 5 月 1 日），公司毛利率和净利率迅速提高，根据单季度财务数据，2016Q3 到 2017Q3，公司毛利率基本稳定在 22%左右，略有提升；净利率存在一定的波动，但 2017Q1-Q3 均高于 2016Q3、2016Q4 的净利率水平。

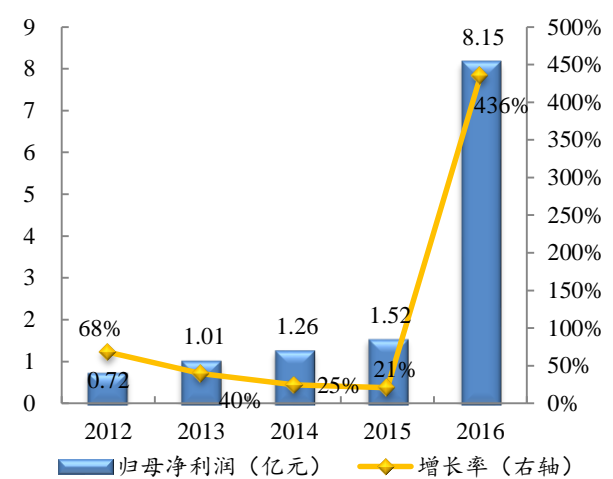


图 4：近 5 年公司营业收入及其增长情况



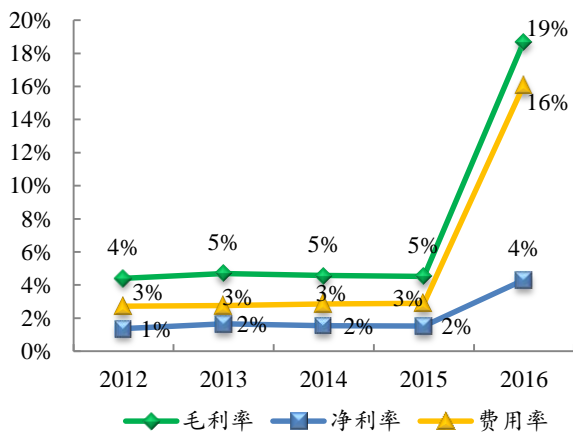
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年公司归母净利润及其增长情况



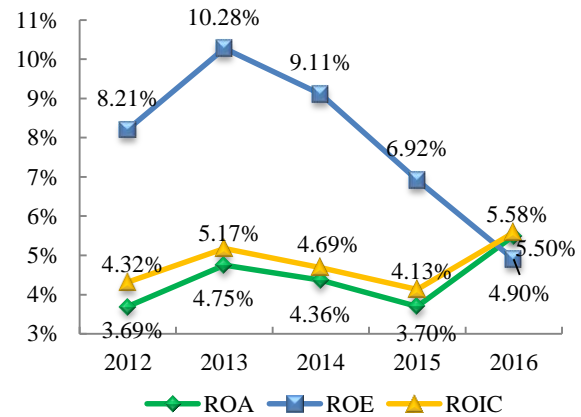
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 6：近 5 年公司毛利率和费用率情况



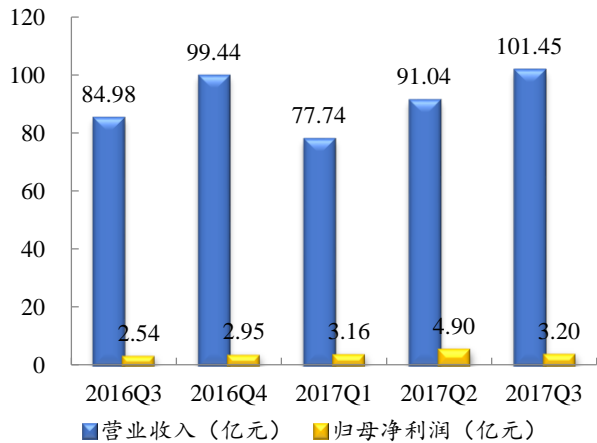
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7：近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况



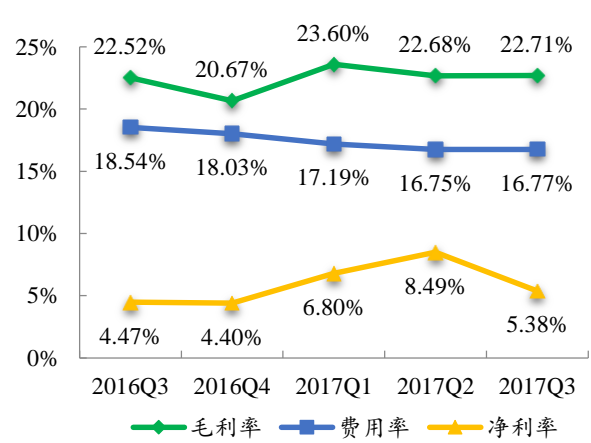
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 8：2016Q3-2017Q3 公司单季营业收入和净利润情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 9：2016Q3-2017Q3 公司各季度毛利率和费用率情况

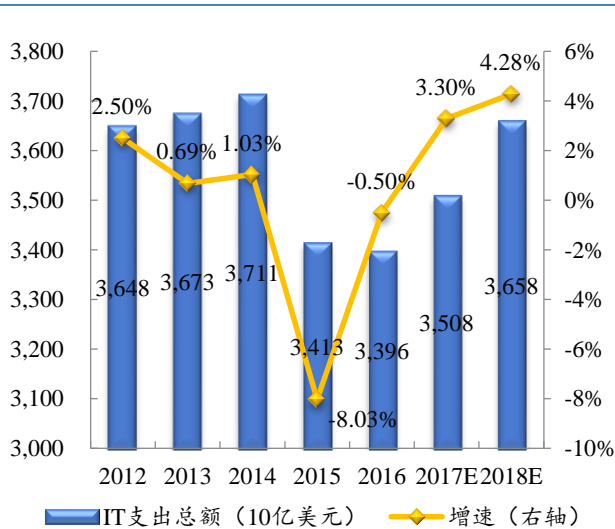


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

## 2 全球 IT 支出回暖，云计算市场保持快速发展势头

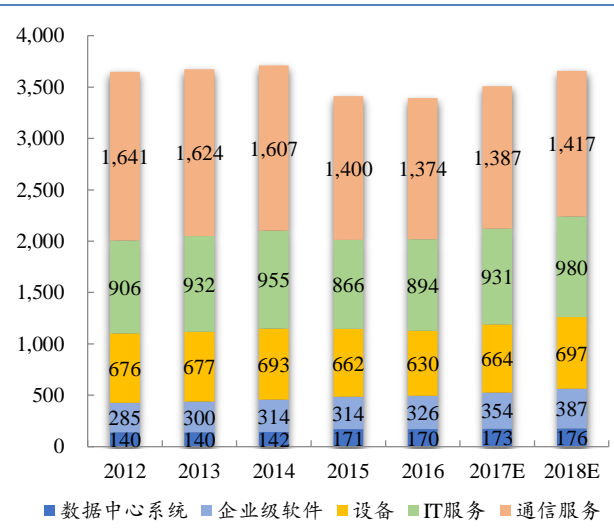
Garnter 三季度更新了全球 IT 支出预测，在经历 2015-2016 年低迷期之后，全球 IT 支出将在 2017-2018 年保持增长态势，预计 2017 年达到 3.51 万亿美元，同比增长 3.30%，2018 年达到 3.66 万亿美元，同比增长 4.28%。从细分结构来看，企业级软件、设备、IT 服务具有较高的增长率，其中软件支出 2017-2018 年增长率预计分别为 8.5%、9.4%，2018 年达到 3,870 亿美元；设备支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 5.3%、5.0%，2018 年达到 6,970 亿美元；IT 服务支出在 2017-2018 年增长率预计分别为 4.0%、5.33%，2018 年达到 9,800 亿美元。

图 10: 2012-2018 年全球 IT 支出及预测



资料来源: Gartner、长城国瑞证券研究所

图 11: 2012-2018 年全球 IT 支出结构 (单位: 10 亿美元)

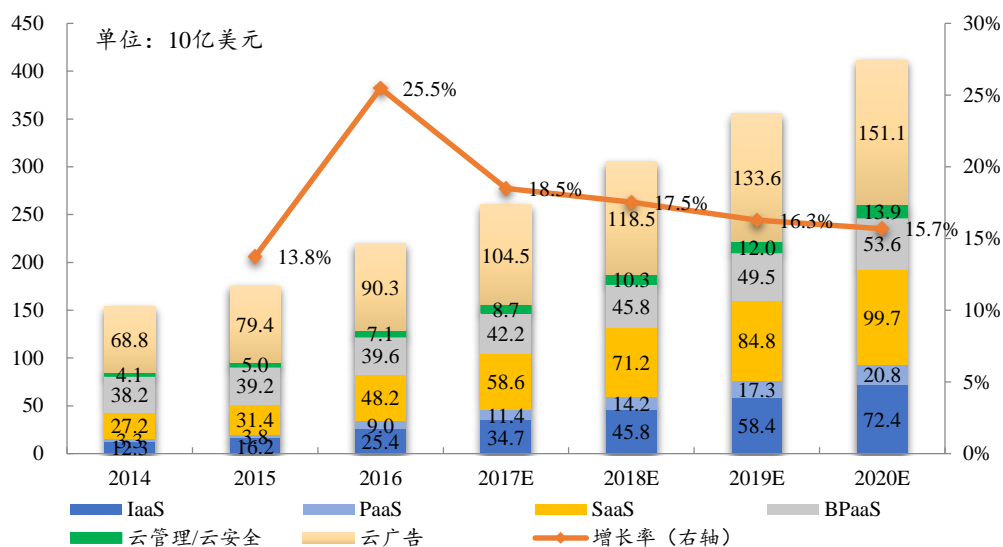


资料来源: Gartner、长城国瑞证券研究所

IDC 预测显示，2015 年约有 82% 的新应用运行在云计算平台上，而到 2020 年，云计算业务将占到所有 IT 系统的 27%，云中心的建设已成为整个 IT 系统建设的基础。云计算的发展将带来对网络设备、服务器、存储等 ICT 设备的需求提升。

根据 Gartner 数据，2016 年全球公有云市场总体规模为 2,196 亿美元，同比增长 25.5%，预计 2020 年全球公有云总体规模为 4,114 亿美元，2016-2020 年 CAGR 为 17.0%，预计 IaaS、PaaS、SaaS 三大典型市场总规模在 2020 年达到 1,929 亿美元（2016 年为 826 亿美元），CAGR 为 23.6%，其中 IaaS、PaaS、SaaS 市场分别达到 724 亿美元、208 亿美元、997 亿美元，CAGR 分别为 29.9%、23.3%、19.9%，全球云计算市场在未来将继续保持快速增长态势。

图 12：2014-2020 年全球公有云市场规模及预测



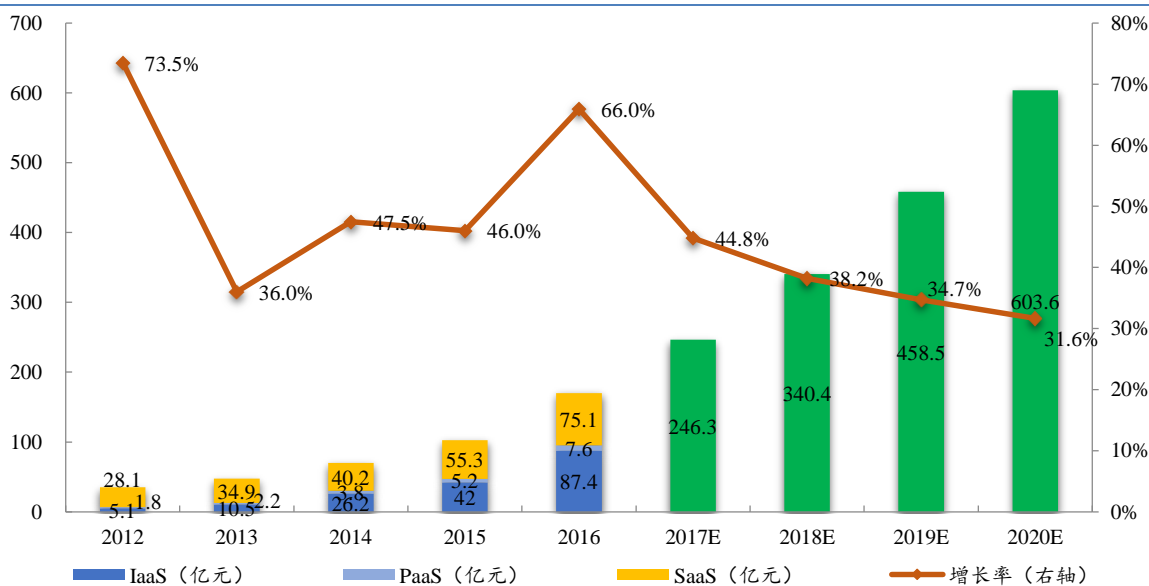
注：BPaaS 指 Business Process as a Service，业务流程服务

资料来源：Gartner、长城国瑞证券研究所

在全球云计算市场中，北美地区仍占据主导地位，根据《云计算白皮书（2016）》，2015 年美国云计算市场占据全球 56.5% 的市场份额（北美地区整体份额为 59.5%），增速达 19.4%。2015 年亚洲云计算市场份额约为 12%。

目前，我国云计算市场在全球市场的比重较低（2015 年约为 5% 左右），但是增速快于全球水平，根据中国信通院，2016 年我国公有云市场规模为 170.1 亿元，同比增长 66%，2012-2016 年 CAGR 为 48.5%，预计 2020 年，我国公有云市场规模将达到 603.6 亿元，2016-2020 年 CAGR 约为 37%。2016 年，我国私有云市场规模为 344.8 亿元，预计 2020 年将达到 762.4 亿元，2016-2020 年 CAGR 约为 22%。

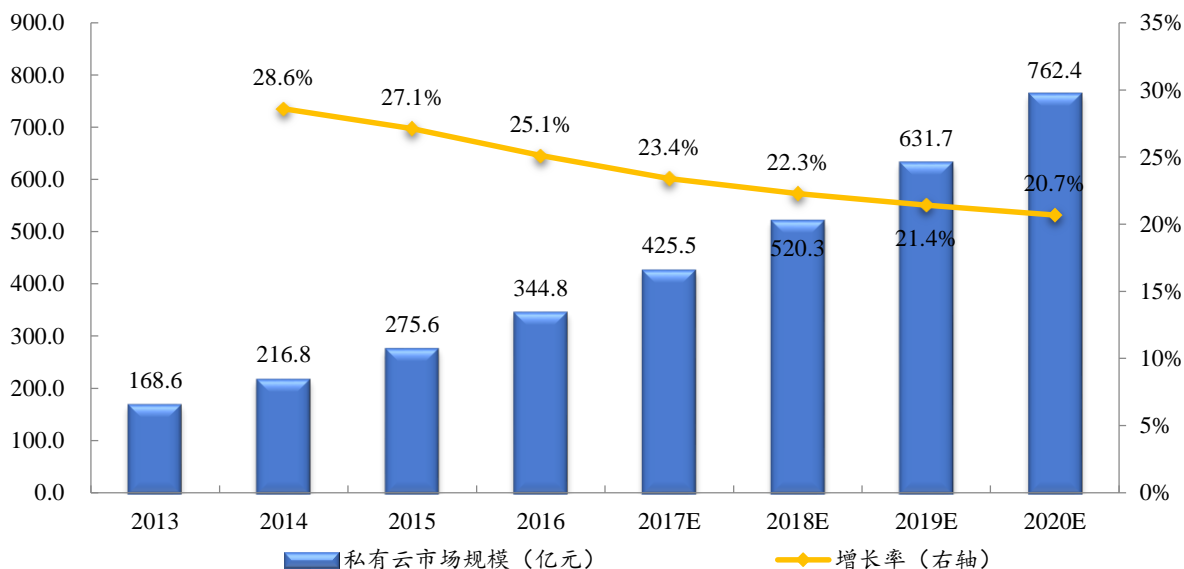
图 13：2012-2020 年我国公有云市场规模及预测



资料来源：中国信通院、长城国瑞证券研究所



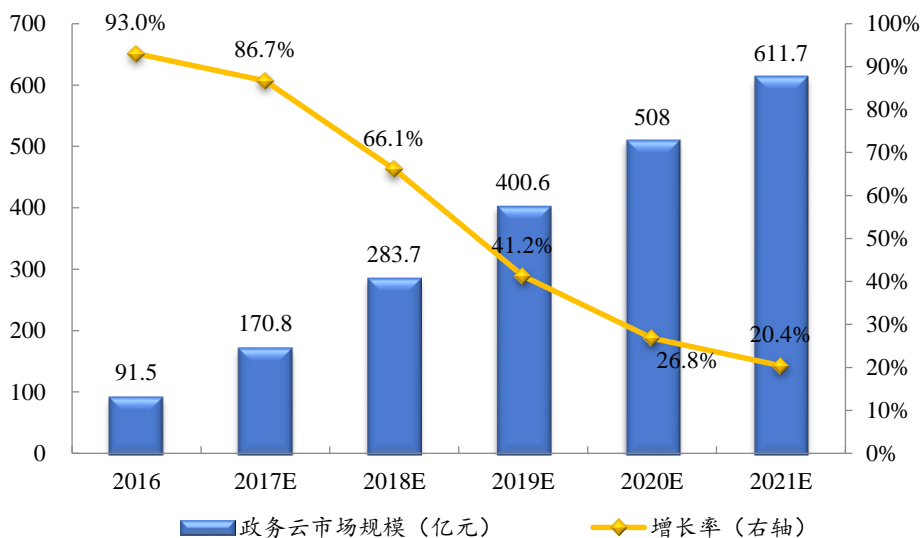
图 14：2013-2020 年我国私有云市场规模及预测



资料来源：中国信通院、长城国瑞证券研究所

在政务云市场，计世资讯显示，2016 年我国政务云市场规模为 91.5 亿元，同比增长 93%。预计未来 5 年政务云市场将继续保持快速增长势头，预计 2017 年市场规模将达到 170.8 亿元，相对 2016 年增长 86.7%，到 2021 年市场规模将达到 611.7 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 46.2%。

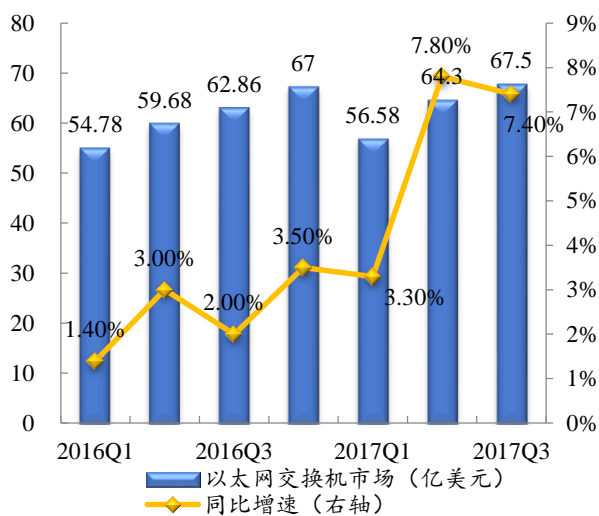
图 15：2016-2021 年我国政务云市场规模及预测



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

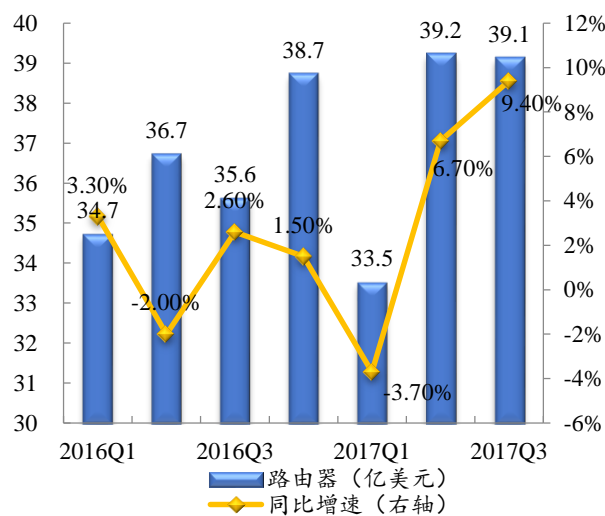
全球以太网交换机、路由器、WLAN 市场近期增长基本稳定。根据 IDC 数据，2016 年全球以太网交换机市场规模为 244 亿美元，同比增长 2.4%，路由器市场规模为 145.8 亿美元，同比增长 1.5%；2017 年第三季度，交换机市场规模为 67.5 亿美元，同比增长 7.4%，路由器市场规模为 39.1 亿美元，同比增长 9.4%。相对路由器市场而言，交换机市场近期更加稳定，2016 年以来各个季度都保持正增长。

图 16: 2016Q1-2017Q3 全球以太网交换机市场规模



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

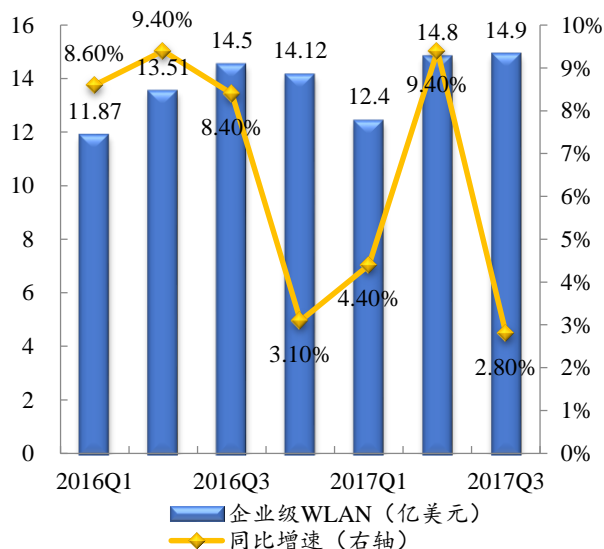
图 17: 2016Q1-2017Q3 全球路由器市场规模



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

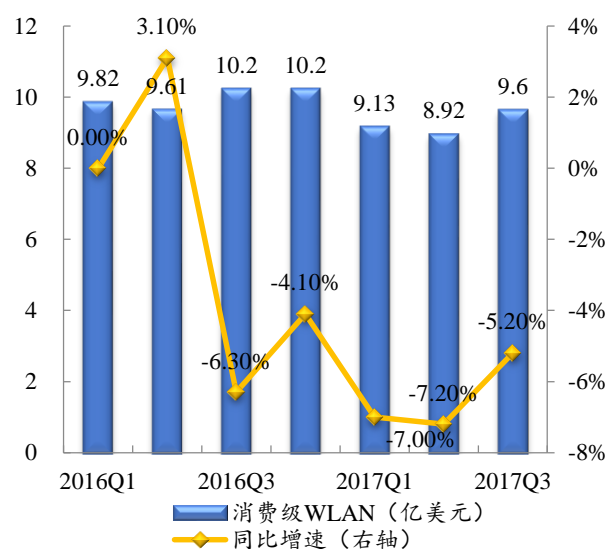
2016 年全球 WLAN 市场规模为 93.8 亿美元,同比增长 3.1%,其中企业级 WLAN 市场规模为 54 亿美元,同比增长 7.2%,消费级 WLAN 市场规模为 39.8 亿美元,同比下降 2.1%。2017 年第三季度,全球 WLAN 市场规模为 24.5 亿美元,同比下降 0.5%,其中企业级 WLAN 市场规模为 14.9 亿美元,同比增长 2.8%,消费级 WLAN 市场规模同比下降 5.2%。企业级 WLAN 市场在保持增长势头,而消费级 WLAN 自 2016 年第三季度开始连续 4 个季度同比下降。

图 18: 2016Q1-2017Q3 全球企业级 WLAN 市场规模



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

图 19: 2016Q1-2017Q3 全球消费级 WLAN 市场规模



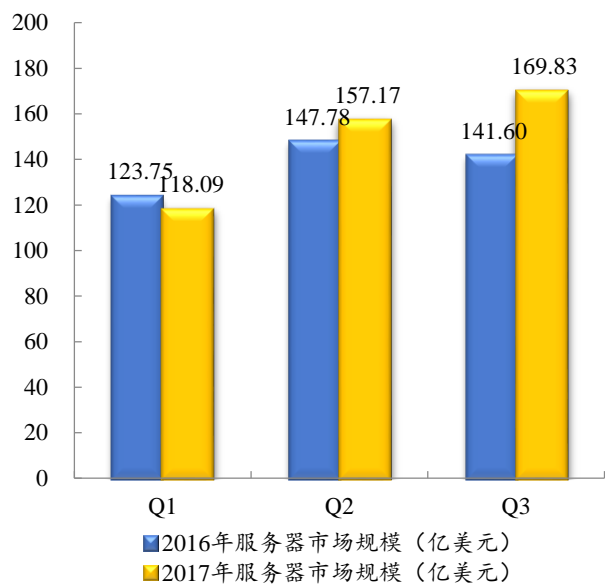
资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

全球服务器和存储设备市场在 2016 年经历了一个低迷期,根据 IDC 数据,2016 年服务器市场规模为 529.23 亿美元,同比下降 4%,企业级存储市场规模为 369.73 亿美元,同比下降 4.4%。2017 年一季度,服务器和存储市场依然出现了小幅下滑,但是在第二、三季度有较为明显的改善,2017 年第二季度,全球服务器



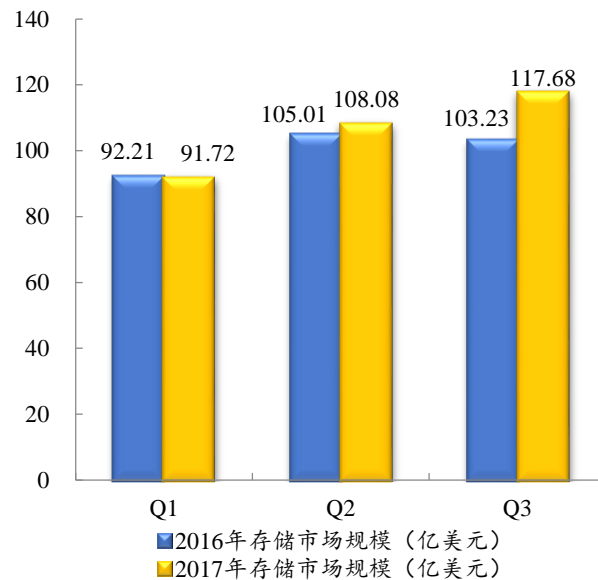
市场规模为 157.16 亿美元, 较 2016 年同期增长 6.3%, 第三季度市场规模为 169.83 亿美元, 同比增长 19.9%; 2017 年第二季度企业级存储市场规模为 108.08 亿美元, 同比增长 2.9%, 第三季度市场规模为 117.68 亿美元, 同比增长 14%。

图 20: 2016-2017 年 Q1-Q3 全球服务器市场规模比较



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

图 21: 2016-2017 年 Q1-Q3 全球存储市场规模比较



资料来源: IDC、长城国瑞证券研究所

### 3 控股子公司新华三位居国内 IT 设备及解决方案市场前列

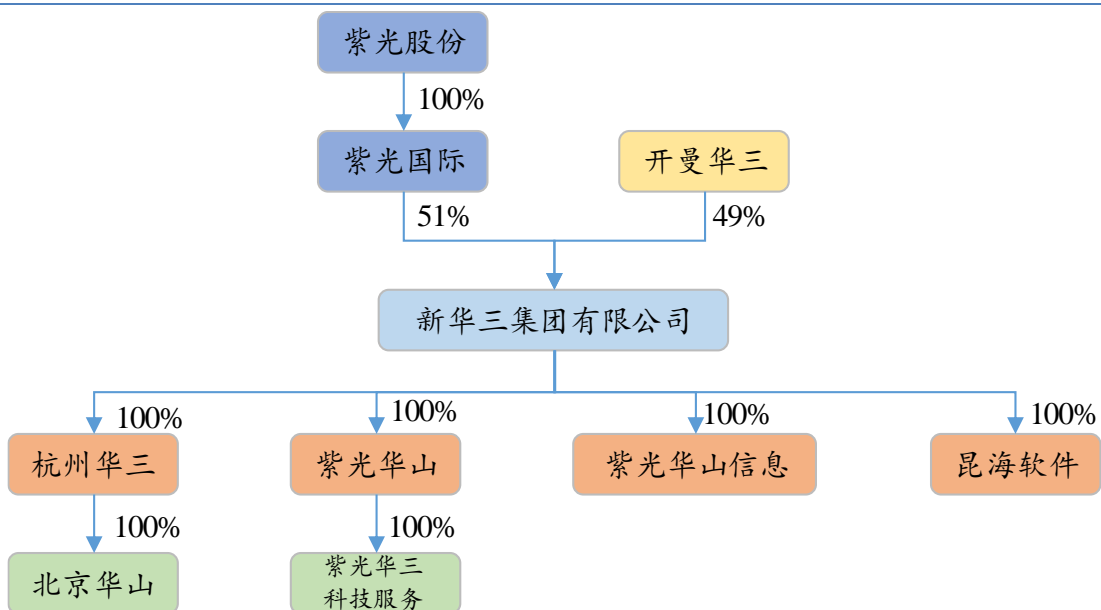
#### 3.1 新华三基本情况

新华三集团（全称新华三集团有限公司）于 2003 年 10 月在香港注册成立，成立时全称为华为三康有限公司，设立之初，华为持股 51%，3COM 持股 49%；2007 年 3 月，惠普控股子公司开曼华三获得华为三康 100% 的股份，更名为华三通信技术有限公司（下称香港华三）。2015 年 5 月，紫光股份获得香港华三 51% 的股份（由全资子公司紫光国际持股），2015 年 8 月，香港华三更名为新华三集团有限公司。

新华三集团拥有全资子公司新华三技术有限公司（H3C，总部在杭州，以下称杭州华三）、紫光华山科技有限公司、杭州昆海软件有限公司和紫光华山信息技术有限公司，其中紫光华山承接惠普在中国大陆地区的服务器及存储设备销售以及技术服务业务（即 EG 业务，Enterprise Group），并持有天津惠普（已更名为紫光华山科技服务有限公司）100% 的股份。新华三集团是全球领先的新 IT 解决方案领导者，致力于新 IT 解决方案和产品的研发、生产、咨询、销售及服务，拥有 H3C 品牌的全系列服务器、存储、网络、安全、超融合系统和 IT 管理系统等产品，同时也是 HPE 品牌的服务器、存储和技术服务的中国独家提供商。

新华三不仅在国内具有较高的市场地位，其产品也广泛应用于近百个国家和地区，尤其是欧洲和北美市场，客户包括沃达丰、西班牙电信、瑞士电信、可口可乐、梦工厂、法国国铁、俄罗斯联邦储蓄银行、三星电子、巴西世界杯等。2017 年上半年新华三集团营业收入为 107.04 亿元，归母净利润为 10.52 亿元。

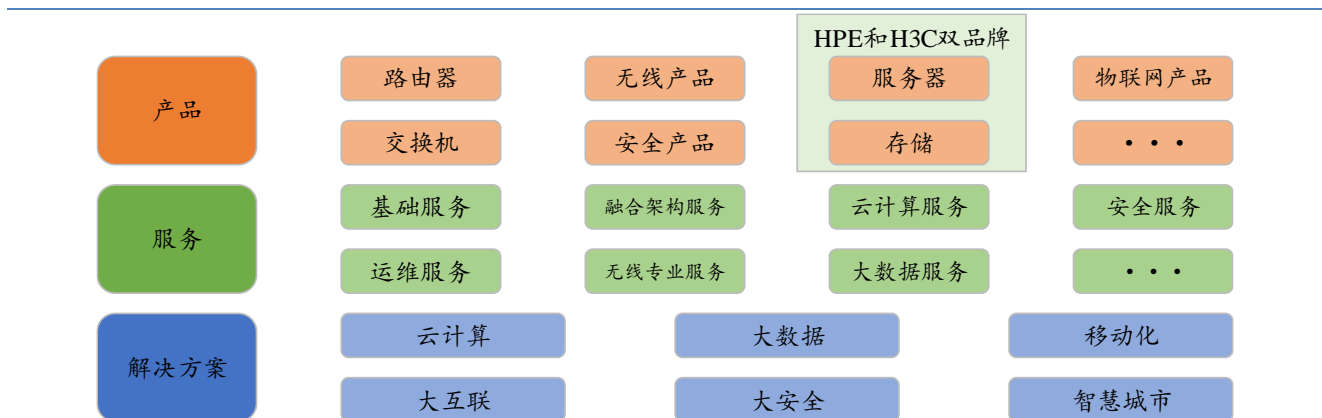
图 22：新华三股权结构



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

新华三的主要产品包括路由器、交换机、无线等网络设备，防火墙、UTM（统一威胁管理）等安全产品，另外还有服务器、存储，以及物联网关、智能手环/手表、通信模组等物联网产品。除此之外，新华三还提供工程服务、运维服务、云计算服务、大数据服务等。新华三的解决方案从技术角度来看，可以分为云计算、大互联、大数据、大安全、移动化、智慧城市等类别，涉及政府、金融、教育、电力、能源、交通、制造业、医疗卫生等多个行业。

图 23：新华三主要产品

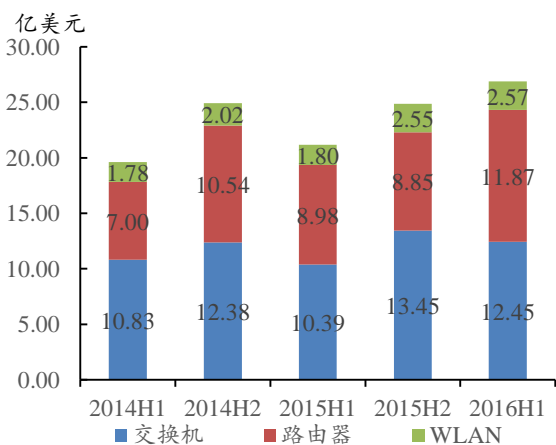


资料来源：新华三官网、长城国瑞证券研究所

### 3.2 新华三位居国内 IT 设备及解决方案市场前列

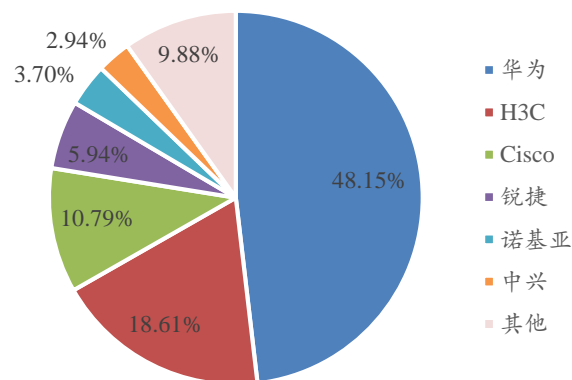
新华三在网络设备市场保持较高市场占有率。我国网络设备市场保持较高增长速度，2016 年上半年市场规模为 26.89 亿美元，同比增长 27%，其中 WLAN 同比增速高达 42.77%。从市场竞争情况来看，我国网络设备市场处于寡头垄断市场，华为、华三、思科三强占据约 75% 的份额，且历年基本稳定。根据 IDC 统计，2016 年第二季度，我国网络设备市场中（包括电信级和企业级市场），华为以 48.15% 的市占率高居榜首，新华三以 18.61% 居于次席。

图 24：2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

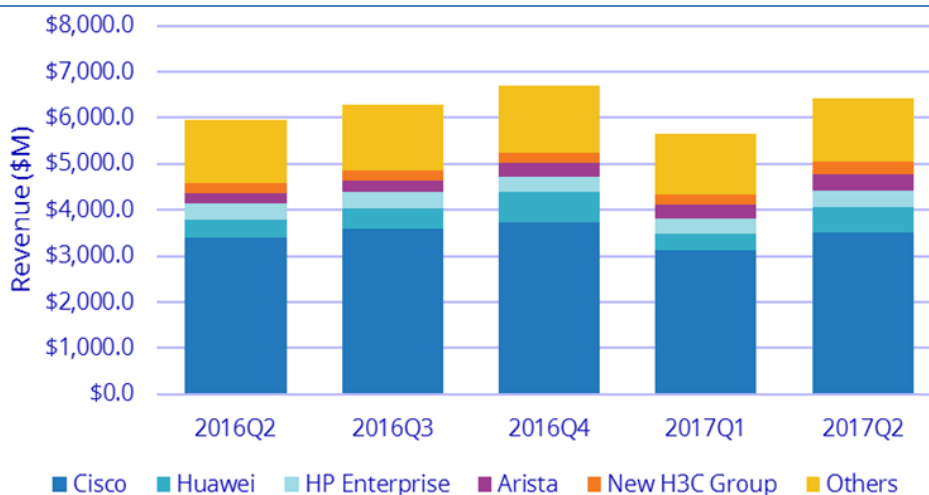
图 25：2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

据 IDC 发布的最新数据显示，2017 年上半年新华三以太网交换机市场销售额 4.98 亿美元，占国内市场份额的 35.3%；无线局域网市场销售额 1.01 亿美元，占比 35.3%；企业网路由市场销售额 7500 万美元，占比 33.4%。在三个细分市场中，新华三均居于国内首位。就全球市场而言，根据 IDC 数据，2017 年第二季度新华三在以太网交换机市场中位居全球第五。

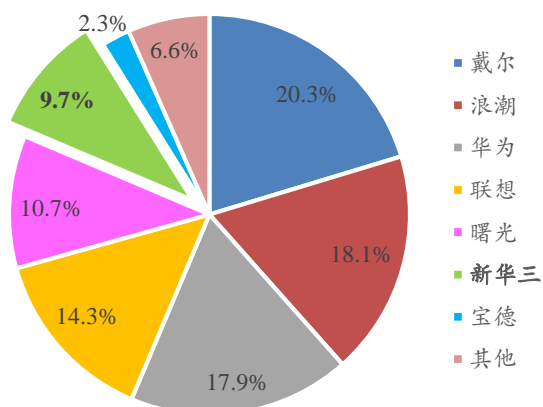
图 26：2016Q2-2017Q2 全球以太网路由器销售份额情况



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

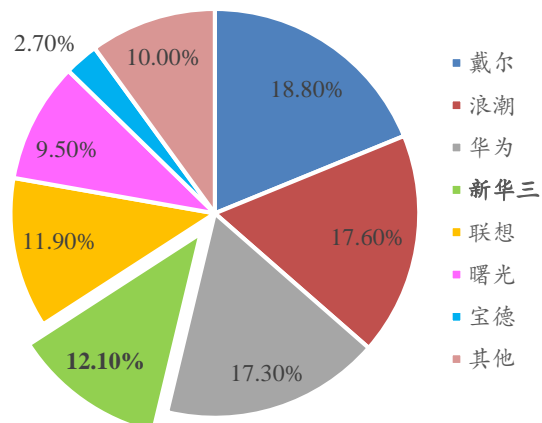
新华三在服务器市场占有率位居国内前列，第二季度出货量占比有所提升。2017 年第一季度，我国 X86 服务器出货量为 49.3 万台，同比增长 3.2%，市场规模为 18.14 亿美元（约合 124.67 亿元人民币）；第二季度为 58.7 万台，同比增长 2.4%，同比增长 2.4%，场规模为 23.85 亿美元（约合 162.69 亿元人民币），同比增长 15.2%。从出货量占比情况来看，戴尔、浪潮、华为保持市场前三，新华三在第二季度出货量占比上升到第四位，为 12.10%。新华三在服务器领域采用 HPE 和 H3C 双品牌经营，产品种类齐全，能够满足客户的多样化需求。

图 27：2017Q1 我国 X86 服务器厂商出货量占比



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

图 28：2017Q2 我国 X86 服务器厂商出货量占比

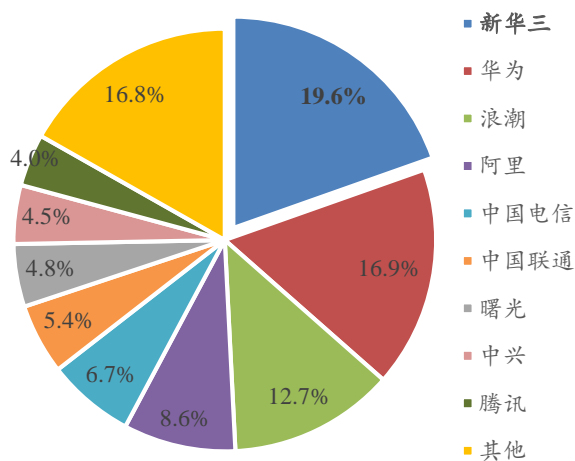


资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

新华三在政务云市场占有率居国内首位。新华三连续多年保持政务信息化建设领域市场领先地位，在最高人民法院、公安部、司法部、国家税务总局、外交部等中央部委的应用份额超过了70%。在公安、检察院、法院局域网和广域网市场份额超过65%。在金保工程、国土、税务、工商省干和广域网市场份额超过65%，各级电子政务国干、省干、地市城域网新增份额超过80%。在政务云市场上，据计世资讯，2016年新华三在政务云市场占有率为19.6%，居于行业首位，已承建12个国家部委级、18个省级、近200个地市/区县政务云建设。考虑到政务云市场的快速增长，新华三产品具有全面的产品线，尤其是进入紫光旗下后，在获取订单方面形成了一定的优势，预计政务云市场将成为公司收入增长的重要推动力。

除了政务领域外，新华三的云解决方案在教育、医疗、金融、交通、安防等领域都有较好的应用。此外，公司还提供大数据、移动互联等技术的应用方案。

图 29：2016 年我国政务云市场份额情况



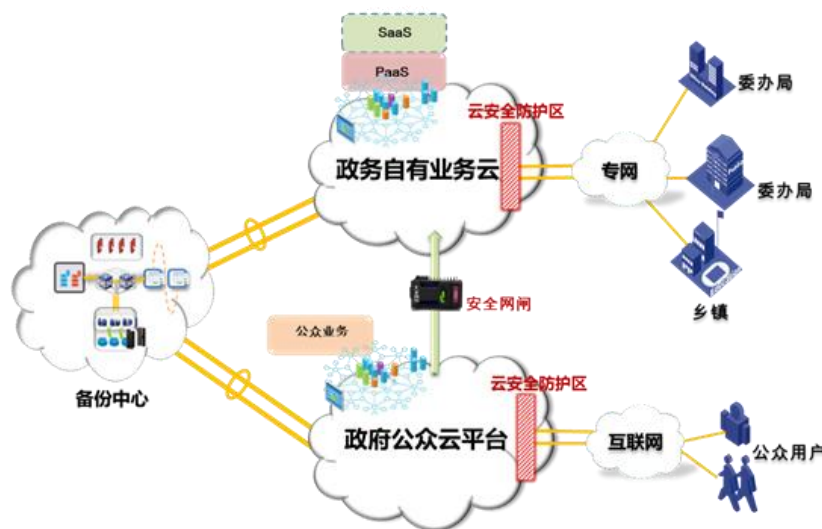
资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

图 30：2016 我国政务云市场各品牌竞争力分析



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

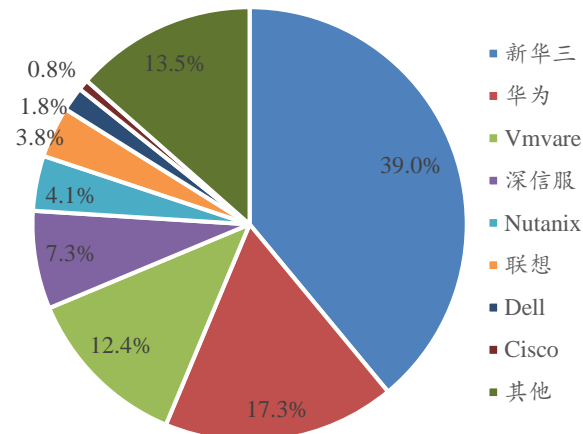
图 31：政务云平台逻辑架构图



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

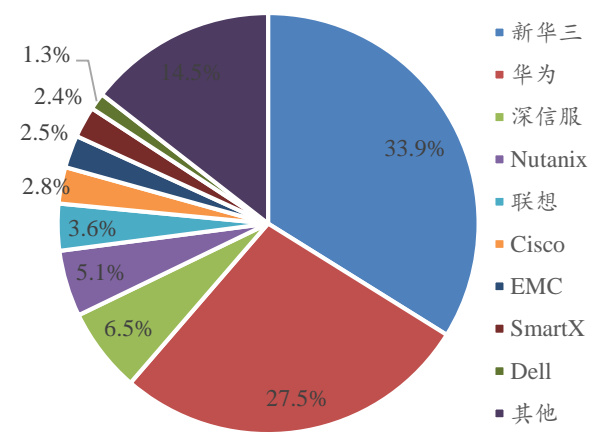
新华三在我国超融合市场也居于领导地位，根据 IDC 数据，2017 年第一季度，国内超融合市场规模约为 5,630 万美元，同比增长 67%，其中新华三在超融合市场市占率达 33.9%，位居第一，领先于华为、深信服等企业。超融合市场排名前三的行业为政府、教育、制造，主要承载软件定义计算如运管平台以及虚拟化等解决方案为主。IDC 预测，未来 5 年超融合市场 CAGR 约为 24.7%，到 2021 年达到 6 亿美元。

图 32：2016 年我国超融合市场份额情况



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

图 33：2017Q1 我国超融合市场份额情况



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

## 4 紫光数码渠道优势明显，合资成立紫光西数发力存储市场

### 4.1 紫光数码长期专注分销领域，渠道优势明显

紫光数码前身是公司的 IT 分销业务，2006 年从公司分拆成立紫光数码有限公司，2012 年与苏州市政府达成战略合作，成立紫光数码（苏州）集团有限公司（购买紫光数码有限公司全部股权）。2016 年公司对紫光数码少数股东权益进行收购，紫光数码成为公司的全资子公司。紫光数码主要为 HP、Dell、联想、H3C、三星等国内外知名 IT 厂商提供增值分销服务，业务涉及渠道分销、增值分销、供应链服务、代采购服务、电商运营服务、中小企业金融服务等多领域，覆盖数据中心、网络基础设施、服务器、工作站、外设与信息产品等 IT 基础架构。此外，紫光数码成功获批多项金融牌照，并与多家银行保持长期深度合作，长期分销业务让公司积淀了上万家中小企业渠道伙伴大数据，紫光数码相继启动贸易金融服务、互联网科贷、融资租赁、商业保理业务，为优质渠道提供专业的、一站式供应链金融服务。

表 1: 紫光数码主要分销品牌和产品

品牌	产品
联想	消费类台式机、消费类笔记本、商业类台式机、商业类笔记本、联想工作站、联想手机等
HP	打印机、复印机、扫描仪、硒鼓、墨盒、商用 PC、显示器、工作站、服务器等
DELL	商用显示器、家用显示器、服务器、存储产品等
三星	商用显示器、家用显示器、SSD 固态硬盘、配件等
H3C	交换机、安全设备、监视器、路由器、存储设备等
华硕	显示器

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

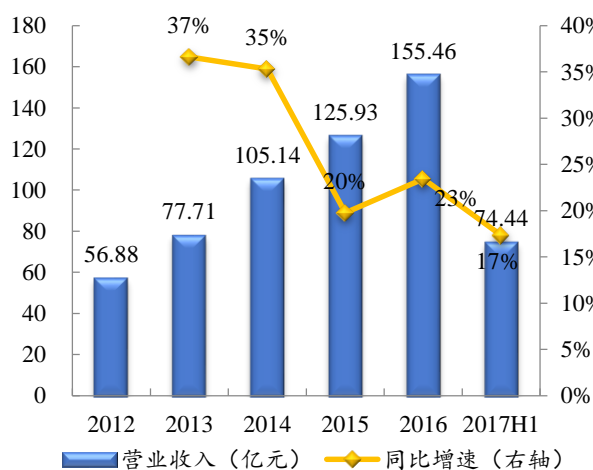
图 34: 紫光数码的主要合作伙伴



资料来源：紫光数码官网、长城国瑞证券研究所

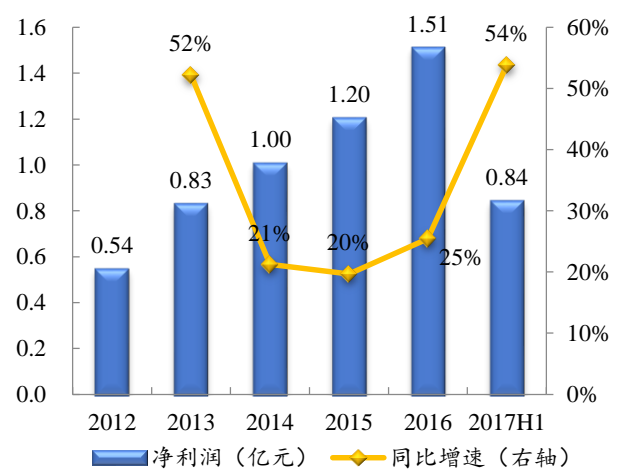
2017 年上半年，紫光数码营业收入为 74.44 亿元，同比增长 17.33%，归母净利润为 8,397.47 万元，同比增长 53.82%。2016 年，紫光数码营业收入为 155.46 亿元，同比增长 23.44%，2012-2016 年 CAGR 为 28.58%；归母净利润为 1.51 亿元，同比增长 25.43%，2012-2016 年 CAGR 为 29.01%。

图 35: 2012-2017H1 紫光数码营业收入及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 36: 2012-2017H1 紫光数码归母净利润及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



经过多年的经营发展，紫光数码搭建了覆盖全国的、成熟的营销网络，共有 9 大事业部，设有 15 个平台、15 个办事处，在 21 个城市设有 23 个库房，除了台湾、西藏等少数省份外，紫光数码在各个地方均设有办事机构。紫光数码在中国 IT 百大、百强分销商评比中获评第四名。

紫光数码与惠普从 1999 年签订战略合作协议，开展惠普产品的分销，目前旗下 HP 业务在 HP 各总代理中综合排名第一，多次获 HP 飞跃成长奖、最高达成奖、最佳运营奖等诸多厂商殊荣。紫光数码也是 H3C 品牌产品的分销商。在公司并购新华三后，紫光数码能够与新华三在渠道方面进行有效整合、密切合作，助力新华三 H3C 品牌、HPE 品牌产品在境内的销售。

表 2：紫光数码主要竞争优势

项目	竞争优势体现
营销服务架构	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 共有 9 大事业部，设有 15 个平台、15 个办事处，在 21 个城市设有 23 个库房，形成了覆盖全国 700 多个大、中型城市，并可辐射到四-六级市场的发达营销网络。</li> <li>◆ 遍布 40 多个城市的常驻销售代表和专业的渠道队伍，与超过 8000 家、月销额 10 万-50 万的经销商展开合作。</li> </ul>
信息化管理体系	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 拥有一套高度集成的信息管理系统，该系统以 SAP ERP 为核心业务系统，通过 EDI 将客户、厂商、物流商、银行等合作伙伴整合到一个交互平台，有效实现了业务管控、信息共享、风险控制。</li> </ul>
风险控制能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 紫光数码分销业务经过十年的发展和积淀，具有成功运作不同类型产品线的丰富经验，在业内建立了极好的口碑，连续多年获得中国 IT 百大、百强分销商评比第四名，具有极强的竞争实力。</li> </ul>
供应链管理能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ SAP ERP 系统能够实时提供库存状况和货运信息</li> <li>◆ 配置可辐射到全国所有二、三级城市的现代立体仓库和运输系统，具备 700 个以上城市的物流直达能力。</li> <li>◆ 与物流合作伙伴的 EDI 信息系统对接，保证订单处理监控和库存信息查询的准确性和时效性。</li> </ul>
资金实力	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 紫光数码背靠上市公司平台，具有较强融资能力。</li> <li>◆ 紫光数码与多家银行保持良好的银企合作关系，获得众多中资、外资银行的无担保授信。</li> </ul>

资料来源：紫光数码官网、长城国瑞证券研究所



图 37：紫光数码的营销服务网络



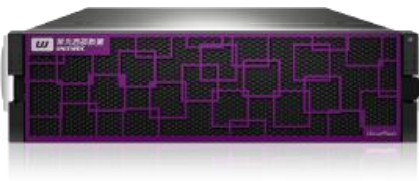
资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

## 4.2 联手西部数据，发力存储领域

2016年3月，公司和西部数据合资成立紫光西部数据有限公司，总部位于南京，该公司注册资本为15,800万美元，其中公司持股51%，以现金和紫光云信息100%股权出资。根据公司公告，合资公司设董事会，由5名成员组成，其中公司委派3名（包括董事长），西部数据委派2名。西部数据持股49%，是全球领先的数据存储解决方案提供商，总部位于美国加州，2016年3月实现了对闪迪的收购，目前在全球硬盘市场占有率排名第一。

紫光西部数据主要产品包括UniverFlash全供应闪存系统、UniverScale分布式云存储系统、UniverPlat F300高密度闪存平台、全系列存储介质、UniverStor动态海量存储系统等，同时紫光西数还提供存储解决方案，包括数据库存储解决方案、服务器虚拟化存储解决方案等。

表 3：紫光西部数据主要产品

产品	简介
	是最新一代混合闪存介质的企业级存储，通过 flash 智能平台实现所有的工作负载，帮助组织消除存储孤岛，简化存储管理，降低成本。在快速、灵活的可靠架构内，无缝支持多种存储介质，智能管理数据存放位置，使性能和容量效率实现最大化。帮助企业确保业务连续性的同时，显著减少存储成本，并且极大提升服务器虚拟化、虚拟桌面(VDI)和数据库应用的性能。



UniverFlash 全供应闪存系统



UniverScale 分布式云存储系统

UniverScale 分布式云存储系统是一套成熟、开放、经济、易用，基于软件定义的超规模多协议海量存储系统。采用弹性、稳定、高效、融合，支持纵向和横向全方位扩展（Scale Anything）的全对称分布式架构。从 2 个节点无缝动态扩展到上万个节点，可满足 EB 级存储容量需求、千万级 IOPS 性能以及百 GB 级综合带宽需求。



UniverPlat F300 高密度闪存平台

UniverPlat F300 高密度闪存平台含有企业级和超大规模存储设备所需的所有硬件：一个 3U 机箱中最多 64 块存储卡，可满足 8 台服务器需求的 12Gbps SAS 连接器。平台可以使用的软件提供闪存优化的扩展和管理功能，并提供大容量信息块、文件和对象存储接口，使管理变得容易并节省时间。UniverPlat F300 高密度闪存平台的设计以不断增加的移动员工、社交媒体、大数据和分析数据的存储需求为中心-同时定位于超大规模计算和云端工作负载。



全系列存储介质（SSD、HDD）

紫光西部数据的 SSD（固态硬盘）产品包括 PCIe SSD、SATA SSD、SAS SSD 多种类型，存储容量 400G~7.68T。  
HDD（机械硬盘）产品可分为 2.5 英寸高性能 HDD、3.5 英寸高容量 HDD、3.5 英寸高容量 HDD，存储容量 300G~12T。



UniverStor 动态海量存储系统

紫光西部数据 UniverStor 动态海量存储系统是一个易于部署、兼容 Amazon S3 且可纵向/横向全方位扩展的对象存储解决方案。单机架裸容量可以从 720TB 扩展到 5.8PB。通过垂直创新集成，UniverStor 系统在总体拥有成本上显著优于云方案和磁带基础设施。

资料来源：紫光西部数据官网、长城国瑞证券研究所



## 盈利预测

单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	27709.71	37241.49	44464.15	51792.03	货币资金	4015.61	6283.35	9285.45	12222.35
减：营业成本	22525.18	28672.22	34104.00	39605.36	应收和预付款项	5797.06	7669.82	9155.83	10663.38
营业税金及附加	169.98	228.45	272.76	317.71	存货	3019.67	2611.20	3105.88	3606.89
营业费用	1857.73	2496.76	2980.98	3472.26	其他流动资产	3470.76	3470.76	3470.76	3470.76
管理费用	2599.32	3493.45	4170.98	4858.38	长期股权投资	180.43	176.34	172.26	168.18
财务费用	-1.29	-92.37	-175.15	-241.96	投资性房地产	281.82	248.64	215.46	182.27
资产减值损失	225.06	179.33	75.00	90.00	固定资产	425.38	120.15	-80.74	-296.64
投资收益	558.22	-4.08	-4.08	-4.08	无形资产	17757.68	17373.72	16989.75	16605.79
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	2155.31	1226.46	622.32	622.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	37103.72	39180.45	42936.97	47245.30
营业利润	891.94	2259.55	3031.49	3686.19					
其他非经营损益	259.27	410.73	36.00	45.00	短期借款	100.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	1151.21	2670.29	3067.49	3731.19	应付和预收款项	4440.64	6903.33	8197.20	9509.92
所得税	-42.31	401.16	460.74	560.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1193.53	2269.13	2606.75	3170.90	其他负债	5473.32	3043.80	3043.80	3043.80
少数股东损益	378.70	719.99	827.12	1006.12	负债合计	10014.10	9947.13	11241.00	12553.72
归母净利润	814.82	1549.14	1779.63	2164.78	股本	1042.30	1042.30	1042.30	1042.30
					资本公积	21064.00	21064.00	21064.00	21064.00
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	1347.12	3122.04	4757.57	6747.06
经营活动现金流	1325.78	3903.97	2940.45	2831.97	归母股东权益	23804.64	25228.34	26863.87	28853.37
投资活动现金流	-17325.3	349.12	30.60	38.25	少数股东权益	3284.98	4004.98	4832.10	5838.22
融资活动现金流	19207.03	-133.21	31.05	66.67	股东权益合计	27089.63	29233.32	31695.97	34691.58
现金流量净额	3234.67	4119.88	3002.10	2936.90	负债和股东权益	37103.72	39180.45	42936.97	47245.30

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。