

证券研究报告

公司研究——年报点评

紫光股份（000938.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2017.08.25

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

王佐玉 研究助理

联系电话：+86 10 83326723

邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

相关研究

《新华三驱动业绩大增，云服务战略持续推进》

2017.08.25

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

业绩显著提升，云服务战略加码

2018年05月07日

事件：近日，紫光股份发布2017年年度报告，2017年公司实现营业收入390.71亿元，同比增长41.00%；实现归属母公司股东净利润15.75亿元，同比增长93.35%。基本每股收益1.511元，同比增长41.66%。

点评：

- **业绩快速增长，利润水平提升。**公司全年业绩实现快速增长，主要是新华三集团并表时间增加所致，2016年新华三并表时间为5月至12月，2017年则是全年并入。若仅考察下半年的业绩情况以剔除并表时间差异的影响，紫光股份2017年下半年营业收入较2016年下半年同比增长20.34%，归母净利润同比增长39.93%，增长速度仍较为可观。此外，同样得益于新华三的并表，公司主要财务指标得到有效提升，销售毛利率及净利率分别提升3.26和2.42个百分点。并表因素同样导致销售费用和管理费用的快速上涨，但费用率小幅提升，销售费用率和管理费用率分别提升0.24和0.09个百分点。从收入结构来看，2017年毛利率较高的IT基础架构产品及服务在总营收中的比重达到40.90%，相比2016年的31.54%提升明显；与之对应，毛利率较低的IT产品分销业务占比明显下降，公司收入结构得到优化。
- **主要产品市占率提升，行业优势地位不断巩固。**公司基于多年的行业积累和客户基础在国内企业级IT设备市场中保持领先地位，2017年度公司H3C品牌产品在国内企业级市场中的交换机、路由器、WLAN产品的市场占有率分别为34.7%、26.2%、30.9%，相较2016年分别变化2.7、-1.8和3.9个百分点；2017年X86服务器和存储设备的市场占有率分别为13.7%和7.3%，相较2016年分别变化1.7和2.3个百分点。大部分细分产品的市场占有率均有所提升。公司推出了涵盖路由器、交换机、服务器等多个产品线的技术领先的新产品及解决方案，进一步巩固了在政府、金融、教育、交通、电力等行业的优势地位。另外在运营商市场，公司取得较大突破，与三大运营商签署战略合作协议并在多个项目领域有合作。
- **政务云服务保持市场份额第一，“紫光云战略”发布。**公司云服务战略稳步推进。产品方面，全面升级了面向城市云和行业云的H3Cloud 2.0产品，发布多款超融合新产品，推出全新的H3Cloud OC云运维平台。应用方面，公司承建了13个部委政务云、18个省级政务云、200余个地市政务云，持续保持政务云市场占有率第一。2016-2017年公司在政务云市场连续两年市场份额第一、服务虚拟化市场连续两年国产品牌份额第一、云管理平台市场份额第一、超融合产品UIS连续两年在中国区市场份额排名第一。2018年3月份，紫光集团发布“紫光云战略”，拟投资120亿元进军公有云市场，而新华三凭借在私有云和混合云方面的技术积累和实践经验，成为集团云战略的重要抓手。考虑到目前国内公有云市场

仍然处在快速发展阶段，后进入的玩家仍有较大的发展机会，紫光云未来的发展值得关注。

- **盈利预测及评级：**我们预计 2018~2020 年公司营业收入分别为 487.4、598.7、708.9 亿元，归属于母公司净利润分别为 18.72、22.50、26.56 亿元，按最新股本 10.42 亿股计算每股收益分别为 1.80、2.16、2.55 元，最新股价对应 PE 分别为 40、33、28 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧；云业务拓展不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	27,709.71	39,071.04	48,743.61	59,868.02	70,892.96
增长率 YoY %	107.56%	41.00%	24.76%	22.82%	18.42%
归属母公司净利润（百万元）	814.82	1,575.42	1,871.96	2,249.70	2,656.47
增长率 YoY %	435.52%	93.35%	18.82%	20.18%	18.08%
毛利率%	18.71%	21.97%	22.76%	23.04%	23.17%
净资产收益率 ROE%	6.22%	6.44%	7.18%	7.99%	8.68%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.51	1.80	2.16	2.55
市盈率 P/E(倍)	92	48	40	33	28
市净率 P/B(倍)	3.14	2.98	2.77	2.56	2.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 5 月 4 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	16,303.10	20,696.62	23,066.09	27,598.42	32,946.89
货币资金	4,015.61	4,072.01	3,557.54	4,740.72	6,761.14
应收票据	1,232.11	994.12	1,240.23	1,523.28	1,803.80
应收账款	4,097.90	5,503.41	6,865.86	8,432.80	9,985.74
预付账款	314.88	380.12	469.45	574.46	679.14
存货	3,019.67	5,046.87	6,232.93	7,627.08	9,016.99
其他	3,622.92	4,700.08	4,700.08	4,700.08	4,700.08
非流动资产	20,800.62	21,879.07	22,001.90	22,229.22	22,268.73
长期投资	180.43	151.40	151.40	151.40	151.40
固定资产	353.76	441.04	461.71	501.59	520.45
无形资产	3,756.33	3,736.12	3,786.49	3,832.43	3,873.93
其他	16,510.10	17,550.51	17,602.30	17,743.81	17,722.96
资产总计	37,103.72	42,575.69	45,068.00	49,827.65	55,215.62
流动负债	9,191.07	12,363.24	11,934.09	13,182.75	14,424.93
短期借款	100.14	3,328.03	1,828.03	1,828.03	1,828.03
应付账款	2,578.79	2,649.48	3,272.14	4,004.03	4,733.70
其他	6,512.14	6,385.73	6,833.92	7,350.70	7,863.21
非流动负债	823.03	1,321.51	1,321.51	1,321.51	1,321.51
长期借款	0.00	255.58	255.58	255.58	255.58
其他	823.03	1,065.93	1,065.93	1,065.93	1,065.93
负债合计	10,014.10	13,684.75	13,255.59	14,504.26	15,746.44
少数股东权益	3,284.98	3,743.77	4,793.27	6,054.56	7,543.89
归属母公司股东权益	23,804.64	25,147.17	27,019.13	29,268.83	31,925.29
负债和股东权益	37103.72	42575.69	45068.00	49827.65	55215.62

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,709.71	39,071.04	48,743.61	59,868.02	70,892.96
同比	107.56%	41.00%	24.76%	22.82%	18.42%
归属母公司净利润	814.82	1,575.42	1,871.96	2,249.70	2,656.47
同比	435.52%	93.35%	18.82%	20.18%	18.08%
毛利率	18.71%	21.97%	22.76%	23.04%	23.17%
ROE	6.22%	6.44%	7.18%	7.99%	8.68%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.51	1.80	2.16	2.55
P/E	92	48	40	33	28
P/B	3.14	2.98	2.77	2.56	2.34
EV/EBITDA	49.28	21.29	18.62	15.88	13.94

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,709.71	39,071.04	48,743.61	59,868.02	70,892.96
营业成本	22,525.18	30,486.64	37,651.25	46,072.87	54,468.89
营业税金及附加	169.98	179.83	224.34	275.55	326.29
营业费用	1,857.73	2,712.09	3,325.70	4,084.70	4,836.91
管理费用	2,599.32	3,700.62	4,594.59	5,643.18	6,682.39
财务费用	-1.29	119.05	167.51	156.00	151.78
资产减值损失	225.06	429.79	241.91	414.80	506.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	558.22	257.27	513.60	443.03	404.63
营业利润	891.94	2,883.39	3,051.91	3,663.96	4,324.39
营业外收入	272.99	129.34	275.73	336.06	395.86
营业外支出	13.72	9.28	7.80	10.27	9.11
利润总额	1,151.21	3,003.45	3,319.84	3,989.75	4,711.13
所得税	-42.31	372.58	398.38	478.77	565.34
净利润	1,193.53	2,630.87	2,921.46	3,510.98	4,145.80
少数股东损益	378.70	1,055.45	1,049.50	1,261.28	1,489.33
归属母公司净利润	814.82	1,575.42	1,871.96	2,249.70	2,656.47
EBITDA	1,521.02	3,683.74	4,133.17	4,843.70	5,518.73
EPS	0.78	1.51	1.80	2.16	2.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,308.28	297.46	1,379.11	1,771.72	2,402.09
净利润	1,193.53	2,630.87	2,921.46	3,510.98	4,145.80
折旧摊销	350.62	532.90	651.34	734.84	688.48
财务费用	19.19	147.39	161.99	119.12	119.12
投资损失	-558.22	-257.27	-513.60	-443.03	-404.63
营运资金变动	335.52	-2,966.39	-2,055.01	-2,515.28	-2,592.81
其它	-32.36	209.96	212.93	365.10	446.15
投资活动现金流	-17,325.34	-2,004.95	-231.59	-469.42	-262.56
资本支出	-195.99	-2,192.54	-745.19	-912.45	-667.19
长期投资	2,371.44	20,292.34	513.60	443.03	404.63
其他	-19,500.80	-20,104.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	19,207.03	1,776.27	-1,661.99	-119.12	-119.12
吸收投资	22,371.72	52.43	0.00	0.00	0.00
借款	-127.61	2,763.90	-1,500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2,813.44	1,029.73	161.99	119.12	119.12
现金净增加额	3217.17	26.69	-514.47	1183.19	2020.42

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。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。