



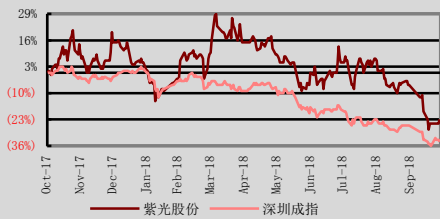
000938.SZ

买入

市场价格：人民币 34.42

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(33.1)	(19.8)	(28.0)	(22.2)
相对深证成指	(0.3)	(8.9)	(8.3)	12.3

发行股数(百万)	1,459
流通股(%)	20
流通股市值(人民币 百万)	9,931
3个月日均交易额(人民币 百万)	251
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
西藏紫光通信投资有限公司	55

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年10月26日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

紫光股份

市场化蜕变中的云计算巨子

并购新华三后，公司成为云计算领域巨头。新华三优质资产先后受华为、3Com、惠普与紫光追逐。华为与惠普基因使其重视研发和产品的领先性。公司在国内企业网络、服务器和存储市占率分别列行业第一、第四和第一。在政府、企业渠道的优势催生信息安全、超融合等新兴业务的快速发展。给予买入评级。

支撑评级的要点

- **云计算领域算力、网络与存储全面领先。**根据 IDC 的数据，2018 年新华三在中国服务器（算力）市场份额升至行业第四，企业网络和存储占有率长期保持第一。随着“紫光云”对服务器产品的采购、网络设备涉足运营商市场等催化因素，产品领先优势进一步扩大。
- **新兴业务变革市场格局。**公司在信息安全、私有云等新业务的投入正快速产生成效，改变市场竞争格局。随着政务云等政府客户的需求放大，新业务的毛利率有望带动综合毛利率的提升。
- **高研发投入持续，护城河巩固。**2017 年研发投入 30 亿元，行业内上市公司中排名第一。研发投入的不遗余力在下游需求增速放缓的存量市场竞争中将为公司份额提升给予有力保障。
- **股权市场化逐步落地，激励机制有望跟进。**控股股东紫光集团的控股权正朝着市场化方向推进。10 月 25 日晚公司公告清华控股拟向深投控转让紫光集团 36% 股权，深投控以现金支付对价。转让后清华控股持有集团 15% 股权，深投控持有集团 36% 股权。紫光系股权的市场化进程落地将有助于带动的激励机制落地，增强公司活力。

评级面临的主要风险

- 股权交易不确定性；市场竞争加剧。

估值

- 预计 2018-2020 年归母净利润为 18.7 亿、25.0 亿和 34.5 亿元，对应估值为 27 倍、20 倍和 15 倍。看好公司行业地位与高研发下的技术产品领先性，给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	27,710	39,071	50,556	63,658	77,794
变动(%)	108	41	29	26	22
净利润(人民币 百万)	815	1,575	1,869	2,503	3,453
全面摊薄每股收益(人民币)	0.558	1.080	1.281	1.715	2.366
变动(%)	(24.4)	93.3	18.7	33.9	38.0
全面摊薄市盈率(倍)	61.6	31.9	26.9	20.1	14.5
价格/每股现金流量(倍)	38.4	168.9	31.7	5.4	(523.5)
每股现金流量(人民币)	0.90	0.20	1.09	6.32	(0.07)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.8	23.7	11.8	6.9	5.3
每股股息(人民币)	0.071	0.143	0.183	0.245	0.338
股息率(%)	0.2	0.4	0.5	0.7	1.0

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	27,710	39,071	50,556	63,658	77,794
销售成本	(22,695)	(30,666)	(37,673)	(47,166)	(56,972)
经营费用	(4,331)	(6,310)	(8,629)	(10,001)	(11,794)
息税折旧前利润	683	2,095	4,254	6,491	9,027
折旧及摊销	(351)	(533)	(1,073)	(1,863)	(2,494)
经营利润 (息税前利润)	332	1,562	3,181	4,628	6,533
净利息收入/(费用)	1	(119)	(221)	(260)	(303)
其他收益/(损失)	817	1,560	603	403	353
税前利润	1,151	3,003	3,564	4,771	6,583
所得税	42	(373)	(442)	(592)	(816)
少数股东权益	379	1,055	1,252	1,677	2,313
净利润	815	1,575	1,869	2,503	3,453
核心净利润	815	1,590	1,870	2,503	3,454
每股收益 (人民币)	0.558	1.080	1.281	1.715	2.366
核心每股收益 (人民币)	0.558	1.090	1.281	1.715	2.367
每股股息 (人民币)	0.071	0.143	0.183	0.245	0.338
收入增长(%)	108	41	29	26	22
息税前利润增长(%)	46	370	104	45	41
息税折旧前利润增长(%)	173	207	103	53	39
每股收益增长(%)	(24)	93	19	34	38
核心每股收益增长(%)	(26)	95	18	34	38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,151	3,003	3,564	4,771	6,583
折旧与摊销	351	533	1,073	1,863	2,494
净利息费用	(1)	119	221	260	303
运营资本变动	875	(775)	(2,109)	232	(1,918)
税金	421	683	(442)	(592)	(816)
其他经营现金流	(1,489)	(3,266)	(722)	2,686	(6,742)
经营活动产生的现金流	1,308	297	1,584	9,220	(96)
购买固定资产净值	3,657	(29)	2,611	3,213	2,532
投资减少/增加	(13,541)	288	200	200	200
其他投资现金流	(7,441)	(2,264)	(5,223)	(6,426)	(5,064)
投资活动产生的现金流	(17,325)	(2,005)	(2,411)	(3,013)	(2,332)
净增权益	(104)	(208)	(267)	(358)	(493)
净增债务	(114)	3,485	9,639	(2,314)	6,759
支付股息	104	208	267	358	493
其他融资现金流	19,321	(1,708)	(245)	(617)	(797)
融资活动产生的现金流	19,207	1,776	9,394	(2,931)	5,962
现金变动	3,190	69	8,567	3,275	3,534
期初现金	782	4,016	4,072	12,639	15,914
公司自由现金流	(16,017)	(1,707)	(827)	6,207	(2,428)
权益自由现金流	(16,132)	1,896	9,032	4,152	4,634

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4,016	4,072	12,639	15,914	19,449
应收帐款	5,461	6,656	13,286	11,824	17,997
库存	3,020	5,047	4,762	1,198	6,042
其他流动资产	315	380	1,897	953	2,510
流动资产总计	16,303	20,697	33,197	30,502	47,920
固定资产	425	484	1,248	1,567	1,317
无形资产	3,765	3,736	4,870	6,381	7,196
其他长期资产	839	2,306	1,187	1,458	1,667
长期资产总计	5,029	6,526	7,306	9,405	10,180
总资产	37,104	42,576	55,822	55,155	72,999
应付帐款	3,708	2,868	8,842	5,670	11,958
短期债务	100	3,328	9,458	5,217	10,418
其他流动负债	5,383	6,167	2,430	3,428	2,721
流动负债总计	9,191	12,363	20,730	14,315	25,097
长期借款	0	256	3,074	5,000	6,789
其他长期负债	823	1,066	80	80	80
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459
储备	22,411	23,881	25,483	27,628	30,588
股东权益	23,870	25,340	26,942	29,088	32,047
少数股东权益	3,285	3,744	4,996	6,673	8,986
总负债及权益	37,104	42,576	55,822	55,155	72,999
每股帐面价值 (人民币)	16.36	17.37	18.46	19.93	21.96
每股有形资产 (人民币)	13.78	14.81	15.13	15.56	17.03
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.68)	(0.33)	(0.07)	(3.90)	(1.54)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	2.5	5.4	8.4	10.2	11.6
息税前利润率 (%)	1.2	4.0	6.3	7.3	8.4
税前利润率 (%)	4.2	7.7	7.0	7.5	8.5
净利率 (%)	2.9	4.0	3.7	3.9	4.4
流动性					
流动比率 (倍)	1.8	1.7	1.6	2.1	1.9
利息覆盖率 (倍)	n.a.	13.1	14.4	17.8	21.5
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.4	1.3	1.4	2.0	1.7
估值					
市盈率 (倍)	61.6	31.9	26.9	20.1	14.5
核心业务市盈率 (倍)	61.6	31.6	26.9	20.1	14.5
市净率 (倍)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
价格/现金流 (倍)	38.4	168.9	31.7	5.4	(523.5)
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	67.8	23.7	11.8	6.9	5.3
周转率					
存货周转天数	33.6	48.0	47.5	23.1	23.2
应收帐款周转天数	47.3	56.6	72.0	72.0	70.0
应付帐款周转天数	39.8	30.7	42.3	41.6	41.4
回报率					
股息支付率 (%)	12.8	13.2	14.3	14.3	14.3
净资产收益率 (%)	6.5	6.4	7.2	8.9	11.3
资产收益率 (%)	1.5	3.4	5.7	7.3	8.9
已运用资本收益率 (%)	1.4	1.3	1.2	1.4	1.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测