



000938.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 34.92

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	11.2	8.3	(5.6)	(13.8)
相对深证成指	(3.8)	(2.6)	(9.6)	7.4

发行股数(百万)	1,459
流通股(%)	20
流通股市值(人民币 百万)	10,075
3个月日均交易额(人民币 百万)	131
净负债比率(%) (2019E)	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, 聚源及中银国际证券
以2019年2月14日收市价为标准

相关研究报告

《紫光股份: 还原真实增长, 大象开始奔跑》
20181030

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: 计算机设备

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

Q4 扣非增长8成, 收入结构亦有望改善

2月14日, 公司发布2018年业绩快报, 全年实现营收483.3亿, 同比增长23.7%, 净利润16.9亿, 同比增长8.1%。公司作为数字化解决方案领先提供商, 扣非增速逐步走高, 当前估值明显偏低。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩符合预期, 扣非高增长。**根据万得统计的预测中值, 2018年营收和净利润分别为494.5亿元和18.5亿元, 整体业绩基本符合预期。由于新华三业务线完善, 服务器、网络设备和存储设备等为基础性产品, 销售范围广, 对收入预测影响较大; 非经常性损益较去年的5.9亿约减少1.9亿, 导致净利润增速略低于市场预期。全年扣非增速33%, 表现良好, 且超营收增速。
- **低毛利率和传统业务收入结构有望改善。**从扣非增速高于收入增速角度估计, 公司并购新华三后新老业务结构得到改善: (1) 根据IDC统计数据, 毛利率较低的服务器收入增速从18Q1的76%随行业趋势下降至18Q3的39%; (2) 随着政务云等承接项目增加, 分销性质收入或有部分融入项目性收入。因此, 预计云、大数据、安全等利润率较好业务贡献加大。
- **四季度扣非增速创新高, 2019年业绩值得期待。**按单季表现看, 18Q4扣非净利润3.6亿, 较上年同期2.0亿增长约80%, 而前三季度分别为-11%、29%和30%。

评级面临的主要风险

- 业务及组织架构调整; 网络领域拓展不及预期。

估值

- 因非经常性损益低于预期, 下调2019~2020年预计净利润为22.6亿和28.6亿, 2018~2020年EPS为1.16元、1.55元和1.96元(约下修9~17%)。当前股价对应估值为30倍、23倍和18倍。公司未来两年净利润增速约30%, 且新华三行业地位突出, 当前估值明显偏低, 因此维持**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	48,308	59,125	70,309
变动(%)	108	41	24	22	19
净利润(人民币 百万)	815	1,575	1,698	2,261	2,861
全面摊薄每股收益(人民币)	0.558	1.080	1.163	1.549	1.961
变动(%)	(24.4)	93.3	7.8	33.2	26.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.281	1.715	2.366
调整幅度(%)			(9.2)	(9.7)	(17.1)
全面摊薄市盈率(倍)	62.5	32.3	30.0	22.5	17.8
价格/每股现金流量(倍)	38.9	171.3	26.8	5.9	(215.2)
每股现金流量(人民币)	0.90	0.20	1.30	5.94	(0.16)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	68.9	24.1	12.8	7.7	6.3
每股股息(人民币)	0.071	0.143	0.166	0.221	0.280
股息率(%)	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	48,308	59,125	70,309
销售成本	(22,695)	(30,666)	(36,061)	(44,012)	(52,033)
经营费用	(4,331)	(6,310)	(8,287)	(9,213)	(10,463)
息税折旧前利润	683	2,095	3,960	5,900	7,814
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	2,887	4,037	5,319
净利息收入/(费用)	1	(119)	(204)	(230)	(268)
其他收益/(损失)	817	1,560	553	503	403
税前利润	1,151	3,003	3,236	4,310	5,455
所得税	42	(373)	(401)	(535)	(676)
少数股东权益	379	1,055	1,137	1,515	1,917
净利润	815	1,575	1,698	2,261	2,861
核心净利润	815	1,590	1,698	2,261	2,862
每股收益(人民币)	0.558	1.080	1.163	1.549	1.961
核心每股收益(人民币)	0.558	1.090	1.164	1.550	1.961
每股股息(人民币)	0.071	0.143	0.166	0.221	0.280
收入增长(%)	108	41	24	22	19
息税前利润增长(%)	46	370	85	40	32
息税折旧前利润增长(%)	173	207	89	49	32
每股收益增长(%)	(24)	93	8	33	27
核心每股收益增长(%)	(26)	95	7	33	27

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	12,077	14,781	17,577
应收帐款	5,461	6,656	12,399	10,922	16,030
库存	3,020	5,047	4,558	1,003	5,609
其他流动资产	315	380	1,800	860	2,303
流动资产总计	16,303	20,697	31,447	28,179	43,441
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	54,073	52,833	68,520
应付帐款	3,708	2,868	8,350	5,191	10,909
短期债务	100	3,328	8,802	4,212	8,874
其他流动负债	5,383	6,167	2,353	3,221	2,550
流动负债总计	9,191	12,363	19,506	12,624	22,333
长期借款	0	256	2,811	5,000	6,609
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	25,336	27,274	29,726
股东权益	23,870	25,340	26,795	28,733	31,185
少数股东权益	3,285	3,744	4,881	6,396	8,313
总负债及权益	37,104	42,576	54,073	52,833	68,520
每股帐面价值(人民币)	16.36	17.37	18.36	19.69	21.37
每股有形资产(人民币)	13.78	14.81	15.03	15.32	16.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.68)	(0.33)	(0.32)	(3.82)	(1.43)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	3,236	4,310	5,455
折旧与摊销	351	533	1,073	1,863	2,494
净利息费用	(1)	119	204	230	268
运营资本变动	875	(775)	(1,694)	126	(1,274)
税金	421	683	(401)	(535)	(676)
其他经营现金流	(1,489)	(3,266)	(518)	2,677	(6,503)
经营活动产生的现金流	1,308	297	1,900	8,672	(237)
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)	(243)	(323)	(409)
净增债务	(114)	3,485	8,720	(2,401)	6,041
支付股息	104	208	243	323	409
其他融资现金流	19,321	(1,708)	(204)	(553)	(677)
融资活动产生的现金流	19,207	1,776	8,517	(2,954)	5,365
现金变动	3,190	69	8,005	2,704	2,796
期初现金	782	4,016	4,072	12,077	14,781
公司自由现金流	(16,017)	(1,707)	(512)	5,658	(2,569)
权益自由现金流	(16,132)	1,896	8,413	3,488	3,740

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	8.2	10.0	11.1
息税前利润率(%)	1.2	4.0	6.0	6.8	7.6
税前利润率(%)	4.2	7.7	6.7	7.3	7.8
净利率(%)	2.9	4.0	3.5	3.8	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.6	2.2	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	13.1	14.2	17.5	19.9
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	2.2	1.7
估值					
市盈率(倍)	62.5	32.3	30.0	22.5	17.8
核心业务市盈率(倍)	62.5	32.0	30.0	22.5	17.8
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	38.9	171.3	26.8	5.9	(215.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	68.9	24.1	12.8	7.7	6.3
周转率					
存货周转天数	33.6	48.0	48.6	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	42.4	41.8	41.8
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	6.5	8.1	9.6
资产收益率(%)	1.5	3.4	5.2	6.6	7.7
已运用资本收益率(%)	1.4	1.3	1.1	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371