

扣非净利润大幅增长，IT基础产品及云服务进展顺利

——紫光股份年报点评

年报点评报告

田杰华(分析师)

tianjiehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

●扣非净利润大幅增长，费用控制良好

公司于2019年4月11日晚间发布2018年年报，报告期内，公司实现营业收入483.06亿元，同比增长23.46%，实现归母净利润17.04亿元，同比增长8.15%。实现扣除非经常性损益的净利润13.11亿元，同比大幅增长35.11%。扣非后增速差别较大，主要是2017年公司非经常性损益项目中获得的政府补助较多所致，排除非经常性损益后公司利润实现快速增长。报告期内公司四费率总额为15.51%，较2017年的16.72%下降1.21pct，除汇兑损失导致财务费用率上升外，其余费用率都略有下降，公司费用控制良好。

●收入结构同比改善有望增厚后续毛利，经营性现金流大幅提升

公司营收结构同比改善，毛利率较高的H3C设备及行业云解决方案收入增速较快，占营收比由2017年40.94%提升至2018年的44.89%，传统低毛利的分销业务的收入占比逐渐降低，高毛利的业务占比提升有望增厚公司后续毛利率。受下游需求回暖影响，报告期内公司子公司新华三调整回收资金结算方式，公司经营性现金流净额为38.69亿元，同比大幅提升1705.09%。

●数字化基础设施产品份额领先，行业应用解决方案全面转型云服务

根据公司援引IDC数据显示，2018年公司在国内数字化基础设施产品市场占有率保持领先地位。其中，企业级WLAN市场占有率第一，以太网交换机市场占有率第二；企业网路由器市场占有率第二；防火墙、入侵防御系统、安全内容管理、负载均衡等多类安全产品市场份额居前列。在行业应用领域，公司积极推动系统集成业务从传统IT架构下的集成和服务向包含云集成、云服务在内的大集成方向转型。在雪亮工程、智慧粮食管理、电力大数据、住建管理领域推出了一系列解决方案，并取得多处项目中标的实质性进展。

●投资建议:

我们持续看好公司H3C设备以及行业解决方案业务全面转云后的成长性。根据年报数据修正盈利预测，预计2019-2021年公司归母净利润分别为21.29、27.99、34.87亿元(2019、2020年原预测分别为26.08、34.81亿元)，对应EPS分别为1.46、1.92、2.39元，维持“推荐”评级。

●风险提示:云业务拓展不及预期，网络行业增速放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,071	48,306	58,181	68,958	80,929
增长率(%)	41.0	23.6	20.4	18.5	17.4
净利润(百万元)	1,575	1,704	2,129	2,799	3,487
增长率(%)	93.3	8.1	25.0	31.4	24.6
毛利率(%)	22.0	21.2	22.4	23.1	23.5
净利率(%)	4.0	3.5	3.7	4.1	4.3
ROE(%)	9.1	9.6	10.8	12.5	13.6
EPS(摊薄/元)	1.08	1.17	1.46	1.92	2.39
P/E(倍)	39.5	36.5	29.2	22.2	17.8
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.12
收盘价(元):	43.14
一年最低/最高(元):	30.43/80.42
总股本(亿股):	14.59
总市值(亿元):	629.51
流通股本(亿股):	2.89
流通市值(亿元):	124.46
近3月换手率:	189.0%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.94	4.84	-21.82
绝对	-7.77	34.01	-20.32

相关报告

《营收同比增长33%，“平台+生态”能力持续深化》2018-08-26

《业绩高增长，云计算、网络产品、物联网多点开花》2018-04-26

《IT基础设施龙头，受益于国产替代、5G建设、云计算三重驱动》2018-04-01

《业绩预告增速89%-99%符合预期，“云-网-端”协同效应显著》2018-01-28

《业绩增长符合预期，转型云服务提供商进展顺利》2017-10-27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	20697	26355	31487	39177	42200	营业收入	39071	48306	58181	68958	80929
现金	4072	5840	10961	13127	15351	营业成本	30487	38048	45145	53063	61886
应收账款	5503	7127	7129	10139	10121	营业税金及附加	180	237	285	338	397
其他应收款	158	186	250	257	338	营业费用	2712	3085	3574	4143	4808
预付账款	380	638	541	842	801	管理费用	3701	4009	4670	5613	6765
存货	5047	5837	5722	8436	8029	财务费用	119	397	288	268	175
其他流动资产	5536	6727	6884	6377	7560	资产减值损失	430	491	465	552	647
非流动资产	21879	22205	22043	21914	21776	公允价值变动收益	0	36	18	27	22
长期投资	151	114	68	66	65	投资净收益	257	173	232	269	307
固定资产	441	573	516	453	387	营业利润	2883	3145	4003	5276	6581
无形资产	3736	3665	3596	3527	3457	营业外收入	129	83	104	120	142
其他非流动资产	17551	17852	17864	17868	17866	营业外支出	9	30	11	13	15
资产总计	42576	48560	53530	61091	63976	利润总额	3003	3198	4096	5384	6707
流动负债	12363	16071	17744	20944	18283	所得税	373	265	430	565	704
短期借款	3328	2446	4826	4900	2674	净利润	2631	2933	3666	4818	6003
应付账款	2649	3913	3874	5279	5395	少数股东损益	1055	1229	1537	2020	2516
其他流动负债	6386	9712	9045	10765	10213	归属母公司净利润	1575	1704	2129	2799	3487
非流动负债	1322	1999	1850	1699	1549	EBITDA	3633	3834	4477	5774	7021
长期借款	256	734	585	435	284	EPS (元)	1.08	1.17	1.46	1.92	2.39
其他非流动负债	1066	1265	1265	1265	1265						
负债合计	13685	18070	19594	22643	19832	主要财务比率					
少数股东权益	3744	3930	5466	7486	10002	成长能力					
股本	1042	1459	2043	2043	2043	营业收入(%)	41.0	23.6	20.4	18.5	17.4
资本公积	21064	20648	20064	20064	20064	营业利润(%)	223.3	9.1	27.3	31.8	24.7
留存收益	2817	4299	7540	11845	17115	归属于母公司净利润(%)	93.3	8.1	25.0	31.4	24.6
归属母公司股东权益	25147	26560	28470	30962	34143	获利能力					
负债和股东权益	42576	48560	53530	61091	63976	毛利率(%)	22.0	21.2	22.4	23.1	23.5
						净利率(%)	4.0	3.5	3.7	4.1	4.3
						ROE(%)	9.1	9.6	10.8	12.5	13.6
						ROIC(%)	9.4	9.7	10.7	13.0	15.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.1	37.2	36.6	37.1	31.0
						净负债比率(%)	-1.7	-8.3	-15.9	-19.9	-27.7
						流动比率	1.7	1.6	1.8	1.9	2.3
						速动比率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	8.1	7.6	8.2	8.0	8.0
						应付账款周转率	11.7	11.6	11.6	11.6	11.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.08	1.17	1.46	1.92	2.39
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.08	2.78	2.28	1.93	3.50
						每股净资产(最新摊薄)	17.23	18.20	19.51	21.22	23.40
						估值比率					
						P/E	39.5	36.5	29.2	22.2	17.8
						P/B	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
						EV/EBITDA	24.9	23.2	19.6	15.1	12.1

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	297	4869	3330	2819	5104
净利润	2631	2933	3666	4818	6003
折旧摊销	533	615	369	423	488
财务费用	119	397	288	268	175
投资损失	-257	-173	-232	-269	-307
营运资金变动	-2966	1210	-742	-2394	-1233
其他经营现金流	238	-113	-18	-27	-22
投资活动现金流	-2005	-1594	63	-2	-22
资本支出	2193	1770	-115	-128	-137
长期投资	35	20	47	23	1
其他投资现金流	224	196	-5	-107	-158
筹资活动现金流	1776	-1630	-358	-823	-599
短期借款	3228	-882	294	-98	33
长期借款	256	479	-150	-150	-151
普通股增加	0	417	584	0	0
资本公积增加	0	-416	-584	0	0
其他筹资现金流	-1707	-1228	-503	-574	-481
现金净增加额	27	1666	3035	1994	4482

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。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>