

Q3 单季营收回暖，费用端拖累净利

——紫光股份 (000938) 点评报告

买入 (维持)

日期: 2019年11月01日

事件: 近日紫光股份发布 2019 年三季报, 报告期内公司实现营收 379.6 亿元、归母净利润 12.4 亿元、扣非归母净利润 9.1 亿元, 分别同比增长 10.2%、6.9%、-2.4%。

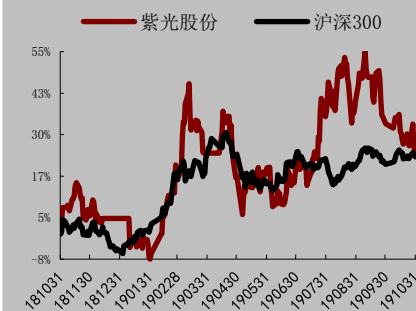
投资要点:

- **分销、服务器业务驱动营收回暖, 但毛利率略有下滑。**公司前三季度实现营收379.6亿元, 同比增长10.2%, 其中Q3单季营收150.7亿元, 同比增长25.8%, 扭转此前Q2的负增长局面(-13.6%)。营收增速回升预计与分销业务稳健增长、自有品牌服务器实现突破有关, 尤其是公司自有品牌的服务器增长迅猛, 预计三、四季度收入贡献均超预期。但与此同时, 分销、服务器业务偏低的毛利率也拖累整体毛利表现, Q3毛利率同/环比分别下滑2.8/6.2个百分点。
- **汇兑损失拖累费用端, 利润表现不及预期。**前三季度费用超预期走高, 主要原因有二: 1) 公司进一步加码研发, 前三季度研发费用28.5亿元, 其中Q3贡献10.2亿元, 同比增长21.1%, 投入领域包括AI网络模块, WiFi 6无线产品及5G融合解决方案等, 长期有望充分受益; 2) 另一方面, 前三季度财务费用达到3.5亿元, 同比增加1.1亿元, 主要系汇兑损失及短期借款增加所致。受此拖累, 前三季度/Q3单季净利润同比增速分别为6.9%/-7.6%, 表现不及预期。
- **围绕5G建设布局, 打开运营商市场。**当前5G进入大规模建设期, 公司在前三季度积极拓展运营商市场, 推出全系列5G移动回传承载网产品; 路由器突破运营商市场并实现部分落地商用; WLAN以最大份额中标运营商设备集采项目取得规模突破; SDN/NFV与运营商深度合作等。综合来看, 公司正持续完善运营商产品线, 未来有望全面受益5G建设红利。
- **盈利预测与投资建议:** 2019年以来, 尽管核心子公司新华三营收有所下滑, 但公司自有品牌的数字化基础设施业务快速增长, 有望打开长期增长空间。预计2019-2020年公司EPS分别为0.91/1.05元; 对应当前股价的PE分别为32.38/28.10倍, 依旧维持“买入”评级。
- **风险因素:** 5G建设不达预期、中美贸易摩擦加剧、商誉减值风险。

基础数据

行业	计算机
公司网址	
大股东/持股	西藏紫光通信投资有限公司/54.5%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,042.91
流通A股(百万股)	2,042.91
收盘价(元)	29.42
总市值(亿元)	601.03
流通A股市值(亿元)	601.03

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2019年10月31日

相关研究

万联证券研究所 20190904_公司半年报点评_AAA_紫光股份(000938)点评报告
万联证券研究所 20190811_公司首次覆盖_AAA_紫光股份(000938)首次覆盖

分析师: 宋江波
执业证书编号: S0270516070001
电话: 02160883490
邮箱: songjb@wlzq.com.cn

研究助理: 孔文彬
电话: 13501696124
邮箱: kongwb@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	390.71	483.06	540.82	651.21
增长比率(%)	41.00	23.63	11.96	20.41
净利润(亿元)	15.75	17.04	18.56	21.39
增长比率(%)	93.35	8.86	8.94	15.22
每股收益(元)	1.51	0.83	0.91	1.05
市盈率(倍)			32.38	28.10

数据来源: WIND, 万联证券研究所

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	26,355	30,482	35,519	43,286
货币资金	5,840	7,709	9,914	12,777
应收及预付	8,418	9,311	10,643	12,651
存货	5,837	6,490	7,685	9,625
其他流动资产	6,261	6,973	7,278	8,232
非流动资产	22,205	23,062	24,020	25,101
长期股权投资	114	119	121	122
固定资产	573	748	914	1,118
无形资产	3,665	4,283	4,911	5,685
商誉	13,992	13,992	13,992	13,992
其他长期资产	3,861	3,920	4,082	4,184
资产总计	48,560	53,544	59,539	68,387
流动负债	16,071	18,515	21,518	26,688
短期借款	2,446	2,809	3,113	3,423
应付及预收	7,240	8,683	10,604	14,435
其他流动负债	6,386	7,023	7,801	8,830
非流动负债	1,999	1,949	1,886	1,774
长期借款	734	634	514	378
其他非流动负债	1,265	1,315	1,372	1,396
负债合计	18,070	20,464	23,404	28,462
股本	1,459	2,043	2,043	2,043
资本公积	20,648	20,064	20,064	20,064
留存收益及其他	4,452	5,846	7,394	9,224
归属母公司股东权益	26,560	27,954	29,501	31,331
少数股东权益	3,930	5,127	6,634	8,594
负债和股东权益	48,560	53,544	59,539	68,387

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,869	3,160	3,770	4,723
净利润	2,933	1,856	2,139	2,563
折旧摊销	1,106	824	1,101	1,240
营运资金变动	1,172	(701)	(842)	(865)
其它	(342)	1,182	1,373	1,784
投资活动现金流	(1,594)	(982)	(1,028)	(1,153)
资本支出	(1,769)	(1,104)	(1,206)	(1,431)
投资变动	(11)	(146)	(91)	(71)
其他	187	268	269	349
筹资活动现金流	(1,630)	(309)	(537)	(706)
债权融资	1,070	(74)	(114)	(125)
其他	(2,700)	(235)	(423)	(582)
现金净增加额	1,646	1,869	2,205	2,863
期初现金余额	4,043	5,840	7,709	9,914
期末现金余额	5,709	7,709	9,914	12,777

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	48,306	54,082	65,121	81,749
营业成本	38,048	42,396	50,890	63,864
营业税金及附加	237	276	319	417
销售费用	3,085	3,510	4,161	5,068
管理费用	686	757	899	1,128
财务费用	397	449	544	693
研发费用	3,323	3,953	4,832	6,156
资产减值损失	491	539	727	838
公允价值变动	36	9	11	12
投资净收益	173	164	220	271
其他收益	897	977	1,106	1,285
营业利润	3,145	3,352	4,087	5,152
营业外收入	83	20	29	76
营业外支出	30	6	6	10
利润总额	3,198	3,405	4,146	5,205
所得税	265	352	500	682
净利润	2,933	3,053	3,646	4,523
少数股东损益	1,229	1,197	1,507	1,960
归母净利润	1,704	1,856	2,139	2,563

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	23.6%	12.0%	20.4%	25.5%
归母净利润	8.9%	8.9%	15.2%	19.9%
获利能力				
毛利率	21.2%	21.6%	21.9%	21.9%
净利率	6.5%	6.2%	6.3%	6.3%
ROE	6.4%	6.6%	7.2%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	38.2%	39.3%	41.6%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天	53.9	58.6	55.3	52.1
存货周转天数	52.2	55.9	55.1	55.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.9	1.0	1.3
每股经营现金流	3.3	1.5	1.8	2.3
每股净资产	13.0	13.7	14.4	15.3
估值比率				
P/E	37.5	32.4	28.1	23.4
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9

资料来源：WIND，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场