

2020年04月26日

紫光股份 (000938.SZ)

公司快报

承“新基建”需求，海内外业务有望获得较快增长

投资要点

◆ 公司 2019 年营业收入 540.99 亿元，同比+11.92%，归母净利润 18.43 亿元，同比+8.08%，扣非归母净利润 13.02 亿元，同比-0.8%，经营活动产生的现金流量净额 16.99 亿元，同比-65.14%，EPS0.90，同比+8.08%。公司每 10 股派发现金红利 1.50 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

2020 年一季度，公司实现营业收入 99.67 亿元，同比-18.45%，归母净利润 2.52 亿元，同比-32.86%，扣非归母净利润 2.00 亿元，同比-11.77%，EPS0.12 元，同比-32.86%。受疫情影响公司客户需求延后，预计在“新基建”的推动下，下半年能够弥补上半年的损失。

◆ 公司加速推动数字化基础设施及服务业务。公司 2019 年数字化基础设施及服务收入 290.24 亿元，同比增长 33.25%，毛利率 30.57%，同比-6.46%。IT 产品分销与供应链服务营业收入 319.80 亿元，同比+6.38%，毛利率 7.48%，同比+0.28%。公司逐渐聚焦数字化基础设施及服务业务，毛利贡献约 80%，19 年毛利率下滑可能与云计算市场增速放缓，公司服务器在业务中占比提升有关。

◆ 发布多个突破性产品，实力媲美华为，海外业务发展空间大。公司与华为实力相当，控股子公司新华三前身是华为和 3COM 合资的公司，目前业务几乎覆盖云计算所有相关产品。在网络与安全产品方面，2019 年，公司率先发布了 SeerBlade 业界首款高性能 AI 网络模块；在业界率先推出了可应用于 S12500 系列交换机的 400G 业务线卡，标志着中国以太网建设正式迈入 400G 时代；推出了支持 IP68 防护等级的工业交换机，在全国的取消省界收费站项目中获得重大突破；全系列 5G 移动回传承载网产品 RX8800/RA5000 通过部分运营商集采测试 CR19000，集群路由器成功通过三大运营商的集采测试；公司发布的 5G 融合解决方案对运营商有较大吸引力。公司在运营商领域已由传统的交换机、路由器设备提供商转变为横跨 IT、CT 两大领域的主流设备供应商，2019 年，公司在中国企业网 WLAN 市场份额第一、在中国以太网交换机市场份额第二、路由器市场份额第二、中国安全硬件市场份额第二、中国 SDN 软件市场份额第一。2019 年，HPE 放弃了对新华三在海外以自有品牌销售的限制，为公司打开海外市场。考虑到海外市场目前明显大于国内市场，而公司产品具备竞争力，我们认为这对公司来说是很好的契机。

◆ 计算与存储产品，公司发布了全新一代自研八路关键业务服务器 H3C UniServer R8900 G3，在“2019 凌云奖”中，荣获“2019 年度关键业务服务器奖”；公司发布的全新一代关键业务智能存储系统 Primera，新一代全对称分布式存储 X10000 G3 适应云计算需求，让存储具备云一样的特性。公司在中国 x86 服务器市场份额第三、外部存储市场份额第二，SDS 块存储市场份额第一。

◆ 超融合产品与云计算平台方面，公司 2019 年发布的 H3C UIS 6.5 超融合企业版产品，为中小企业提供云计算融合产品与服务。ABC 融合平台聚合了 AI、大数据、

计算机 | PC 及服务器硬件 III

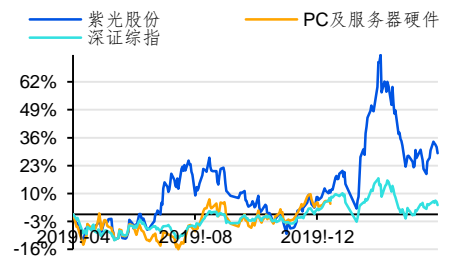
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-04-24) **37.21 元**

交易数据

总市值(百万元)	76,016.84
流通市值(百万元)	76,016.84
总股本(百万股)	2,042.91
流通股本(百万股)	2,042.91
12个月价格区间	25.24/52.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.26	13.68	18.41
绝对收益	1.03	12.55	21.3

分析师

王洁婷
 SAC 执业证书编号: S0910517100001
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20377166

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号: S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20377198

报告联系人

陈南荣
 chennanrong@huajinsec.cn

相关报告

紫光股份: ICT 龙头, 云网战略有望驱动业绩快速增长 2019-12-17

IoT 等多种技术及百态行业云场景化能力，深度挖掘数据潜在价值。公司在中国超融合系统市场份额第二。

◆ **投资建议：**公司持续加大的研发助力业务不断突破，随着 5G 建设的推进和海外业务的拓展，预计未来逐步进入收获期。公司控股股东计划通过协议转让的方式减轻资金压力，引入战略投资者，有利于长期发展，或进一步推升估值。我们预计 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.97、1.17 和 1.41 元。净资产收益率分别为 9.3%、10.3% 和 11.1%，维持买入-A 建议。

◆ **风险提示：**疫情影响全球经济，国内外订单受到明显影响，产品价格下滑。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,306	54,099	61,979	73,586	87,404
YoY(%)	23.6	12.0	14.6	18.7	18.8
净利润(百万元)	1,704	1,843	1,979	2,397	2,883
YoY(%)	8.1	8.2	7.4	21.1	20.3
毛利率(%)	21.2	20.9	20.4	20.8	21.0
EPS(摊薄/元)	0.83	0.90	0.97	1.17	1.41
ROE(%)	9.6	9.5	9.3	10.3	11.1
P/E(倍)	44.6	41.2	38.4	31.7	26.4
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.4	2.2
净利率(%)	3.5	3.4	3.2	3.3	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	26355	31567	38060	44441	53395	营业收入	48306	54099	61979	73586	87404
现金	5840	9847	14255	15914	19144	营业成本	38048	42787	49348	58280	69050
应收票据及应收账款	7779	8440	10342	11957	14134	营业税金及附加	237	223	256	304	361
预付账款	638	1100	1655	2025	2575	营业费用	3085	3340	3719	4268	4807
存货	5837	7905	9720	12273	15347	管理费用	686	761	868	1023	1206
其他流动资产	6261	4276	2089	2273	2195	研发费用	3323	3941	4648	5666	6992
非流动资产	22205	23172	21991	21903	21289	财务费用	397	443	434	447	508
长期投资	114	126	129	131	137	资产减值损失	491	-280	374	405	361
固定资产	573	604	635	695	736	公允价值变动收益	36	151	62	83	99
无形资产	3665	3595	3476	3348	3222	投资净收益	173	9	148	104	85
其他非流动资产	17852	18848	17751	17729	17194	营业利润	3145	3521	3690	4526	5447
资产总计	48560	54739	60051	66345	74684	营业外收入	83	105	105	105	105
流动负债	16071	20881	23047	25652	29484	营业外支出	30	15	15	15	15
短期借款	2446	4263	3354	3808	3581	利润总额	3198	3611	3780	4616	5537
应付票据及应付账款	5848	7543	11079	12233	15387	所得税	265	537	479	618	728
其他流动负债	7777	9075	8613	9610	10515	税后利润	2933	3075	3301	3998	4809
非流动负债	1999	1500	1651	1771	1898	少数股东损益	1229	1231	1322	1601	1926
长期借款	734	0	0	0	0	归属母公司净利润	1704	1843	1979	2397	2883
其他非流动负债	1265	1500	1651	1771	1898	EBITDA	3874	4293	4177	5024	6016
负债合计	18070	22380	24698	27422	31382						
少数股东权益	3930	4176	5498	7099	9025	主要财务比率					
股本	1459	2043	2860	2860	2860	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	20648	20057	19240	19240	19240	成长能力					
留存收益	4299	6064	8804	12102	16045	营业收入(%)	23.6	12.0	14.6	18.7	18.8
归属母公司股东权益	26560	28183	29855	31823	34277	营业利润(%)	9.1	12.0	4.8	22.7	20.4
负债和股东权益	48560	54739	60051	66345	74684	归属于母公司净利润(%)	8.1	8.2	7.4	21.1	20.3
						获利能力					
						毛利率(%)	21.2	20.9	20.4	20.8	21.0
						净利率(%)	3.5	3.4	3.2	3.3	3.3
						ROE(%)	9.6	9.5	9.3	10.3	11.1
						ROIC(%)	9.9	9.2	9.6	10.7	12.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.2	40.9	41.1	41.3	42.0
						流动比率	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8
						速动比率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	6.8	6.7	6.6	6.6	6.7
						应付账款周转率	8.7	6.4	5.3	5.0	5.0
						估值比率					
						P/E	44.6	41.2	38.4	31.7	26.4
						P/B	2.9	2.7	2.5	2.4	2.2
						EV/EBITDA	27.9	24.6	24.2	20.2	16.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4869	1699	5708	2199	4096
净利润	2933	3075	3301	3998	4809
折旧摊销	615	644	428	512	626
财务费用	397	443	434	447	508
投资损失	-173	-9	-148	-104	-85
营运资金变动	1210	-2515	1755	-2572	-1664
其他经营现金流	-113	61	-62	-83	-99
投资活动现金流	-1594	2165	963	-238	172
筹资活动现金流	-1630	131	-2262	-302	-1037

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.90	0.97	1.17	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	0.83	2.79	1.08	2.01
每股净资产(最新摊薄)	13.00	13.80	14.61	15.58	16.78

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王洁婷、谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn