

紫光股份 (000938)

业绩稳步增长，运营商业务表现良好

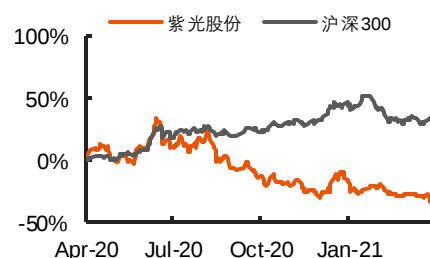
推荐（维持）

现价：18.3 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.thunis.com
大股东/持股	西藏紫光通信投资有限公司 /46.45%
实际控制人	清华控股有限公司
总股本(百万股)	2,860
流通 A 股(百万股)	2,860
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	523.39
流通 A 股市值(亿元)	523.39
每股净资产(元)	10.4
资产负债率(%)	41.9

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
yanlei511@pingan.com.cn

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
fuqiang021@pingan.com.cn



投资要点

事项：

公司公告2020年年报，2020年实现营业收入597.05亿元，同比增长10.36%，实现归母净利润18.95亿元，同比增长2.78%，EPS为0.662元。2020年利润分配预案为：拟每10股派1元（含税），不以资本公积金转增股本。

平安观点：

- **公司业绩平稳增长，收入结构持续优化：**根据公司公告，公司2020年实现营业收入597.05亿元，同比增长10.36%，实现归母净利润18.95亿元，同比增长2.78%，公司业绩平稳增长。分产品看，公司数字化基础设施及服务产品实现收入358.31亿元，同比增长20.09%，业务收入占公司营收的比重从2019年的55.15%提高到60.01%，公司收入结构持续优化。同时，公司以云与智能平台、超融合及软件定义存储为核心的云产品与云服务业务不断扩大，为公司聚焦云与智能领域奠定了良好的产品和技术基础。
- **公司毛利率和期间费用率同比下降，经营性现金流净额同比大幅增长：**公司2020年毛利率为19.85%，同比小幅下降1.06个百分点。公司2020年期间费用率为12.94%，同比下降2.74个百分点。2020年，公司持续加强研发投入，围绕“云—网—边—端—芯”产业链，在数字化基础设施、云与智能平台、网络设备芯片等方面开展了一系列的研发工作，并取得显著进展。公司推出了新一代S12500R系列融合交换路由器、Wi-Fi 6产品、6900 G5服务器等一系列新产品。公司研发投入金额为41.31亿元，同比增长4.81%。公司对研发的重视，为公司在国内ICT市场持续保持领先奠定了坚实基础。在经营性现金流方面，公司2020年经营性现金流净额达50.68亿元，同比大幅增长198.25%，超出同期归母净利润31.73亿元，公司经营性现金流表现亮眼。

- **公司聚焦三大业务，运营商业务高速增长：**2020年，公司聚焦政企业务、

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54099	59705	69862	80975	94320
YoY(%)	11.9	10.4	17.0	15.9	16.5
净利润(百万元)	1843	1895	2295	2775	3397
YoY(%)	8.1	2.8	21.1	20.9	22.4
毛利率(%)	20.9	19.8	20.3	21.0	21.6
净利率(%)	3.4	3.2	3.3	3.4	3.6
ROE(%)	9.5	9.5	10.4	11.2	12.2
EPS(摊薄/元)	0.64	0.66	0.80	0.97	1.19
P/E(倍)	28.4	27.6	22.8	18.9	15.4
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

运营业务和国际业务三大市场。在政企业务领域，子公司新华三陆续中标海南、山西、河北、宁夏等省级政务云以及郑州、连云港、成都、义乌等地市级政务云；中标上海市政务外网、山西全省财政核心业务一体化项目、海关总署国产化设备采购项目等多个重点政务、民生项目，继续保持政务云市场领导者地位。在运营业务领域，公司自主研发的面向运营级应用的全新一代核心路由器 CR19000 通过中国移动、中国电信、中国联通严苛集采测试并在三大运营商集采项目全部中标，在中国移动 2019 年至 2020 年高端路由器项目中获得 70% 第一份额。CR19000 核心路由器已成为运营商组建国家级骨干网重要核心产品。公司 2020 年运营业务收入达到 56.58 亿元，同比增长 67.15%，公司运营业务发展势头良好。在国际业务方面，国际业务中新华三 H3C 品牌产品及服务收入达到 7.18 亿元，同比增长 61.45%，H3C 品牌产品在国际业务拓展方面成效显著。作为我国领先的 ICT 产品和服务提供商，随着我国新基建的推进和数字经济的发展，公司未来发展前景广阔。

- **盈利预测与投资建议：**根据公司的 2020 年年报，我们调整业绩预测，预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 22.95 亿元（原预测值为 26.58 亿元）、27.75 亿元（原预测值为 33.72 亿元）、33.97 亿元，EPS 分别为 0.80 元、0.97 元、1.19 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PE 分别约为 22.8、18.9、15.4 倍。公司产品覆盖“云-网-边-端-芯”产业链，是国内领先的 ICT 产品和服务提供商。当前，我国云计算行业蓬勃发展，5G 的时代正在到来，网络安全已上升为我国国家战略。立足公司在 ICT 服务领域的业务格局，我们认为，云计算的蓬勃发展将推动公司云 IT 基础设施业务的成长，5G 时代的到来将为公司在运营商市场的拓展带来机遇，网络安全将成为公司业绩新的增长点。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）云 IT 基础设施业务发展不达预期：当前，我国云计算行业蓬勃发展，为我国云 IT 基础设施市场的增长提供了长期支撑，利好公司云 IT 基础设施业务的成长。如果未来我国云计算行业的发展低于预期，则公司的云 IT 基础设施业务的发展存在不达预期的风险。（2）5G 业务拓展进度不达预期：随着 5G 时代的到来，中国移动、中国联通、中国电信均发布了网络重构的规划，公司有望凭借在 SDN/NFV 领域的技术领先优势，在运营商市场获取更大的市场份额。但如果未来运营商在 5G 建设方面的进度低于预期，或者公司不能持续保持 SDN/NFV 的技术领先，则公司的 5G 业务拓展进度将存在不达预期的风险。（3）网络安全业务发展不达预期：网络安全已上升为我国国家战略，等保 2.0 时代的到来，将为我国网络安全行业带来更大的市场空间，我国网络安全行业未来发展前景广阔，但同时行业竞争也更加激烈。如果公司未来在网络安全技术和产品方面不能持续保持领先，则公司的网络安全业务将存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	34805	37395	47511	52339
现金	8977	7308	14916	14139
应收票据及应收账款	9160	11434	12436	15368
其他应收款	225	378	321	493
预付账款	783	1421	1134	1842
存货	9557	10752	12601	14395
其他流动资产	6103	6103	6103	6103
非流动资产	24028	23590	23593	23747
长期投资	171	212	252	293
固定资产	611	528	416	288
无形资产	3917	3959	4093	4175
其他非流动资产	19329	18892	18831	18991
资产总计	58833	60986	71104	76086
流动负债	23042	21552	27206	26659
短期借款	3067	3067	3067	3067
应付票据及应付账款	10177	10432	13266	14129
其他流动负债	9798	8053	10872	9463
非流动负债	1611	1611	1611	1611
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1611	1611	1611	1611
负债合计	24653	23163	28817	28270
少数股东权益	4435	6069	8045	10463
股本	2860	2860	2860	2860
资本公积	19240	19240	19240	19240
留存收益	7653	10988	15022	19959
归属母公司股东权益	29745	31754	34243	37353
负债和股东权益	58833	60986	71104	76086

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5068	-1366	7775	-758
净利润	3243	3928	4751	5815
折旧摊销	710	494	138	-26
财务费用	-228	-228	-344	-478
投资损失	42	42	42	42
营运资金变动	563	-5645	3145	-6152
其他经营现金流	738	43	43	43
投资活动现金流	-2574	-140	-224	-212
资本支出	1595	-479	-38	113
长期投资	-2102	-41	-41	-41
其他投资现金流	-3080	-659	-303	-139
筹资活动现金流	-3861	-163	58	192
短期借款	-1196	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	817	0	0	0
资本公积增加	-817	0	0	0
其他筹资现金流	-2665	-163	58	192
现金净增加额	-1375	-1668	7608	-777

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59705	69862	80975	94320
营业成本	47856	55659	64004	73988
营业税金及附加	207	242	280	326
营业费用	3361	4052	4859	5848
管理费用	759	908	1093	1320
研发费用	3831	4541	5344	6225
财务费用	-228	-228	-344	-478
资产减值损失	-485	559	648	755
其他收益	439	460	460	460
公允价值变动收益	-44	-44	-44	-44
投资净收益	-42	-42	-42	-42
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	3703	4504	5467	6712
营业外收入	100	100	100	100
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	3795	4596	5559	6804
所得税	552	668	808	989
净利润	3243	3928	4751	5815
少数股东损益	1349	1634	1976	2418
归属母公司净利润	1895	2295	2775	3397
EBITDA	4421	5032	5549	6527
EPS (元)	0.66	0.80	0.97	1.19

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	10.4	17.0	15.9	16.5
营业利润(%)	5.2	21.6	21.4	22.8
归属于母公司净利润(%)	2.8	21.1	20.9	22.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	19.8	20.3	21.0	21.6
净利率(%)	3.2	3.3	3.4	3.6
ROE(%)	9.5	10.4	11.2	12.2
ROIC(%)	9.4	10.9	12.1	13.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	41.9	38.0	40.5	37.2
净负债比率(%)	-14.6	-9.1	-26.1	-21.5
流动比率	1.5	1.7	1.7	2.0
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.80	0.97	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	-0.48	2.72	-0.26
每股净资产(最新摊薄)	10.40	11.10	11.97	13.06
估值比率	-	-	-	-
P/E	27.6	22.8	18.9	15.4
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.2	10.5	8.5	7.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033