



2021 年 08 月 29 日

债务稳步推进，企业经营良好

紫光股份(000938)

评级:	买入	股票代码:	000938
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	34.88/17.38
目标价格:		总市值(亿)	692.14
最新收盘价:	24.2	自由流通市值(亿)	692.14
		自由流通股数(百万)	2,860.08

1、事件： 2021H1 公司营业收入约为 307.50 亿元，同比增长 20.11%；实现归母净利润 9.26 亿元，同比增长 8.08%；实现扣非归母净利润 6.92 亿元，同比下降 4.90%。

2、公司规模扩大同时 ICT 基础设施与服务业务占比持续增大，毛利率略微下降

公司 2021H1 实现营收 307.50 亿元，同比增长 20.11%。分业务看，公司两大主要业务中，ICT 基础设施及服务业务实现收入 187.57 亿元，同比增长 28.03%，占营收比重达到 61.00%，收入结构持续优化；毛利率为 26.15%，同比下降 1.13pct；IT 产品分销与供应链服务实现收入 148.61 亿元，同比增长 10.56%，毛利率为 6.51%，同比下降 0.03pct，两项毛利率下降判断系公司规模扩大人员成本增加及市场费用增加所致。

3、子公司新华三集团贡献公司主要营收，业务持续良好增长

公司控股子公司新华三 2021H1 实现营收 197.03 亿元，同比增长 18.52%，贡献公司主要营收；实现净利润 14.70 亿元，同比增长 11.71%，业务质量随规模同步上升。新华三聚焦的三大业务中，国内企业业务实现营收 160.14 亿元，同增 25.67%，实现快速增长；国内运营商业务合同签约金额大幅增长，达到 32.95 亿元，上半年实现营收 28.94 亿元；国际业务保持良好增长态势，实现营收 7.95 亿元，其中 H3C 品牌产品及服务收入达到 3.02 亿元，同增 77.84%。

4、子公司紫光云营收高速增长，亏损下降明显，与新华三协同深化将促进业务持续高增长

公司控股子公司紫光云积极拓展行业云，2021H1 实现营收 3.92 亿元，同比增长 73.42%，实现归母净利润-2,590.94 万元，亏损同比减少 49.10%。2021 上半年，紫光云公司加大研发投入并推出紫鸾 3.0 云平台，随着紫光云逐渐与新华三在云计算底层技术与智慧城市展开深度合作与协同，预计紫光云业务规模将持续高增长。

5、财务费用率下降明显，存货与合同负债增加预示公司业务强劲

费用方面，整体费用率为 13.37%，较去年同比下降 2.17pct，主要系财务费用下降所致。其中销售、管理、研发、财务费用率为 6.40%/1.42%/6.16%/-0.61%，同比变化+1.05pct/+0.13pct/-0.68pct/-1.46pct，其中财务费用率变化幅度较大，主要系本期公司子公司新华三集团汇兑收益增加所致。

资产负债方面，公司总资产达到 582.75 亿元，相比上年度末增长 0.17%。其中存货为 111.23 亿元，比上期增加近 14.79 亿元；负债方面，合同负债 47.31 亿元，相比上期增加 2.36 亿元，两项指标快速增长，主要系子公司新华三集团业务量增加所致。

6、新华三不断中标企业与运营商项目，加速布局国际市场业务，数字化变革需求促进新华三业务持续增长

“十四五”阶段，新华三打造新型定制化解决方案，加速数字产业化转型：在新型智慧城市领域，新华三中标 10 余地级市项目，其中淮安智慧城市建设项目中标金额 3.14 亿元，烟台智慧城市项目中标 3.12 亿元；智慧医疗领域，报告期内新华三陆续中标云南等 5+省医保云项目；智慧交通领域，新中标大连金普线，国内城轨 Wi-Fi6 车地通信网络 90%以上采用新华三产品，城轨云方面中标南京地铁城轨云项目，铁路方面落地济南铁路局云平台项目，为铁路行业第一个全栈云解决方案；智慧教育方面，中标滨州医学院、安徽理工大学、山东农业大学等项目；运营商方面，新华三以 70%的第一份额中标中国移动高端路由器和高端交换机标包 7 和标包 8 项目，并陆续中标中国移动网络云资源池三期工程、中国电信 2021STN 设备建设工程、数字贵溪一期建设项目等多个关键集采项目。

同时，新华三国际业务项目交付、服务支撑能力逐渐成熟，认证的海外合作伙伴已增至 572 家，扩展至 19 个国家和地区，同时中标多个一带一路 ICT 示范项目，海外业务高速增长。

7、深度覆盖“芯-云-网-边-端”产业链，持续赋能客户数字化转型

2021 年上半年，公司深度布局“芯—云—网—边—端”产业链，把握城市和行业发展的重构机遇，依托多年 ICT 技术积累和数字化经验，以“同构混合云”云平台为基础，持续加强“云智原生”核心能力、数字化转型的顶层设计能力和全面整合生态合作伙伴的资源能力，不断推出智慧城市、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等智慧类项目解决方案和智能网络产品，赋能行业客户数字化转型。

8、两大边际改善催化公司估值回升

(1) 集团债务问题持续推进：截至目前，集团累计已有 9 只人民币债券违约，违约规模高达 234.5 亿元，当前逾期本息和为 68.8 亿元。累计有 4 支美元债券违约，当前违约规模高达 15.6 亿美元。近年来，紫光集团进行大规模并购和国际存储基地等项目投建，其投资性现金流大幅流出，在对外投资活跃、流动性紧张压力下，经营获现难以满足紫光集团资金需求，其偿债资金主要依赖于外部融资，我们判断未来集团债务有望通过引入外部战略股东得以解决。

(2) 国际地缘政治因素影响下带来市场渗透机遇：华为受制于芯片制裁，其运营商数据网相关业务板块招标情况不及预期。比如近期电信和移动发布的服务器和集中网络云资源池三期工程计算服务器采购结果，华为均未入选。同时华为正处于战略转移阶段，2019 年 9 月 20 日华为智能计算业务部总裁马海旭在华为全联接大会就表示将在条件成熟时退出服务器整机市场，后续将持续聚焦鸿蒙生态以及车及云 BU 发展。我们判断由于华为退出部分市场竞争，未来新华三会有填补华为份额的机遇。

9、投资建议

考虑公司未来运营商业及海外市场渠道开拓，维持盈利预测不变，预计 2021-2023 实现归母净利润 21.0 亿元、26.4 亿元、33.3 亿元，对应现价 PE 分别为 32.9X、26.3X、20.8X。维持“买入”评级。

10、风险提示：宏观经济环境变化风险；疫情影响产业链上游供应；新冠疫情不确定性导致上游芯片厂商无法满足扩张产能，无法实现用户交货风险；技术产品研发及市场竞争风险；汇率波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54,099	59,705	66,449	75,391	86,757
YoY (%)	11.9%	10.4%	11.3%	13.5%	15.1%
归母净利润(百万元)	1,843	1,895	2,102	2,636	3,330
YoY (%)	8.1%	2.8%	10.9%	25.4%	26.3%
毛利率 (%)	20.9%	19.8%	20.2%	21.0%	21.8%
每股收益 (元)	0.64	0.66	0.73	0.92	1.16
ROE	6.5%	6.4%	6.6%	7.6%	8.8%
市盈率	37.55	36.53	32.93	26.26	20.78

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

华西通信&计算机联合覆盖

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

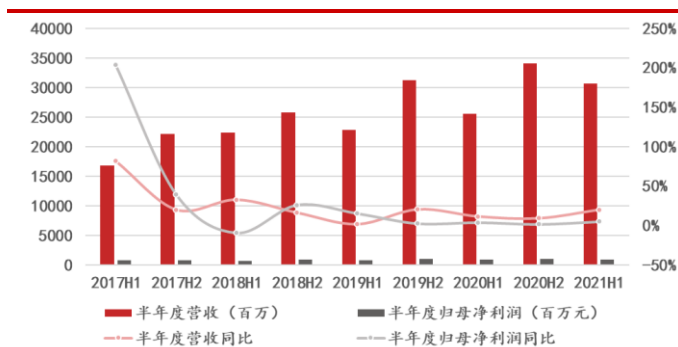
分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

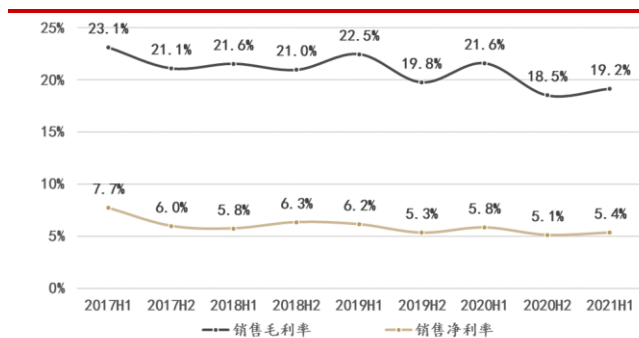
联系电话：

图 1 半年度收入及归母净利润及增速情况（百万元）



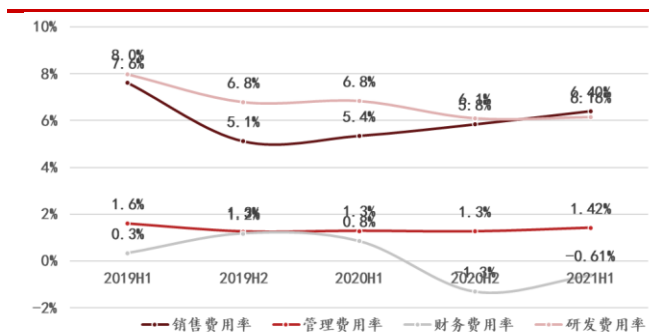
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 半年度毛利率及净利率情况



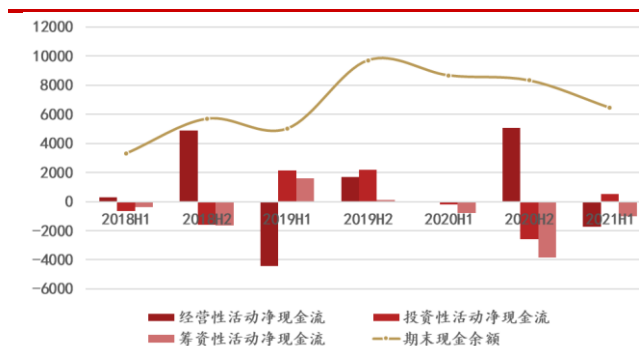
资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 半年度销售/管理/财务/研发费用率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 半年度现金流净额和期末现金余额情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	59,705	66,449	75,391	86,757	净利润	3,243	3,570	4,476	5,663
YoY (%)	10.4%	11.3%	13.5%	15.1%	折旧和摊销	710	417	329	347
营业成本	47,856	52,995	59,567	67,816	营运资金变动	366	-2,853	-763	-1,006
营业税金及附加	207	261	287	329	经营活动现金流	5,068	1,698	4,625	5,583
销售费用	3,361	4,017	4,472	5,092	资本开支	-1,594	-1,277	-862	-955
管理费用	759	907	1,013	1,151	投资	-2,062	0	0	0
财务费用	-228	66	55	1	投资活动现金流	-2,574	-1,264	-847	-938
资产减值损失	-485	-410	-410	-408	股权募资	63	0	0	0
投资收益	-42	13	15	17	债务募资	5,441	933	0	0
营业利润	3,703	4,132	5,212	6,586	筹资活动现金流	-3,861	765	-190	-190
营业外收支	92	0	0	0	现金净流量	-1,375	1,199	3,587	4,455
利润总额	3,795	4,132	5,212	6,586	主要财务指标				
所得税	552	562	736	923	成长能力				
净利润	3,243	3,570	4,476	5,663	营业收入增长率	10.4%	11.3%	13.5%	15.1%
归属于母公司净利润	1,895	2,102	2,636	3,330	净利润增长率	2.8%	10.9%	25.4%	26.3%
YoY (%)	2.8%	10.9%	25.4%	26.3%	盈利能力				
每股收益	0.66	0.73	0.92	1.16	毛利率	19.8%	20.2%	21.0%	21.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	5.4%	5.4%	5.9%	6.5%
货币资金	8,977	10,176	13,763	18,219	总资产收益率 ROA	3.2%	3.4%	3.8%	4.3%
预付款项	783	1,036	1,163	1,289	净资产收益率 ROE	6.4%	6.6%	7.6%	8.8%
存货	9,557	9,912	11,371	12,958	偿债能力				
其他流动资产	15,488	16,469	17,955	19,855	流动比率	1.51	1.63	1.71	1.82
流动资产合计	34,805	37,594	44,251	52,320	速动比率	1.04	1.14	1.21	1.30
长期股权投资	171	171	171	171	现金比率	0.39	0.44	0.53	0.63
固定资产	611	716	773	836	资产负债率	41.9%	39.6%	39.4%	38.9%
无形资产	3,917	4,656	5,114	5,640	经营效率				
非流动资产合计	24,028	24,881	25,408	26,011	总资产周转率	1.01	1.06	1.08	1.11
资产合计	58,833	62,475	69,659	78,331	每股指标 (元)				
短期借款	3,067	4,000	4,000	4,000	每股收益	0.66	0.73	0.92	1.16
应付账款及票据	10,177	10,107	11,653	13,348	每股净资产	10.40	11.14	12.06	13.22
其他流动负债	9,798	9,005	10,165	11,477	每股经营现金流	1.77	0.59	1.62	1.95
流动负债合计	23,042	23,112	25,818	28,825	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,611	1,611	1,611	1,611	PE	36.53	32.93	26.26	20.78
非流动负债合计	1,611	1,611	1,611	1,611	PB	1.97	2.17	2.01	1.83
负债合计	24,653	24,723	27,430	30,437					
股本	2,860	2,860	2,860	2,860					
少数股东权益	4,435	5,904	7,743	10,076					
股东权益合计	34,180	37,752	42,229	47,894					
负债和股东权益合计	58,833	62,475	69,659	78,331					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。