

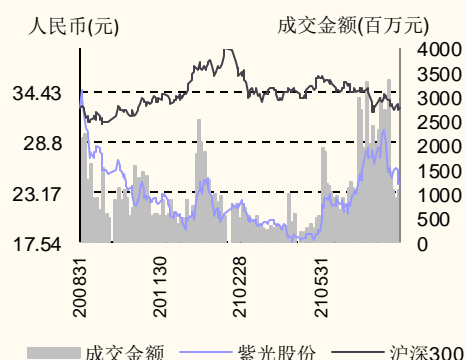
紫光股份 (000938.SZ) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.20 元
 目标价格 (人民币): 33.94-33.94 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.60
已上市流通 A 股(亿股)	28.60
总市值(亿元)	692.14
年内股价最高最低(元)	34.62/17.54
沪深 300 指数	4827
深证成指	14437



相关报告

- 《网络龙头芯片投片, 进一步完善产业链-网络龙头芯片投片, 进一步...》, 2021.4.24
- 《新网络领先供应商, 中国产业数字化赋能者-新网络领先供应商, 中...》, 2020.9.14

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
 luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人
 shaoyikai@gjzq.com.cn

市场份额提升增收显著, 自主芯片完善战略

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54,099	59,705	72,545	82,088	91,819
营业收入增长率	11.99%	10.36%	21.51%	13.16%	11.85%
归母净利润(百万元)	1,843	1,895	1,931	2,426	2,765
归母净利润增长率	8.20%	2.78%	1.92%	25.63%	13.98%
摊薄每股收益(元)	0.902	0.662	0.675	0.848	0.967
每股经营性现金流净额	0.45	1.37	0.58	1.17	1.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.54%	6.37%	5.57%	6.60%	7.05%
P/E	35.02	30.87	35.84	28.53	25.03
P/B	2.29	1.97	2.00	1.88	1.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月27日晚公司发布半年报, 实现营收 307.5 亿元, 同比增长 20.11%; 归母净利润 9.26 亿元, 同比增长 8.08%; 总体符合预期。

经营分析

- 行业景气度提升叠加市场份额提升, IT 基础设施收入增长迅速。**分产品看, 报告期内 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%, 提升约 4 PP, 整体收入结构持续优化。运营商业务与海外市场仍为子公司新华三的主要拓展方向: 运营商业务收入 28.94 亿元, 合同签约金额 32.95 亿元; 国际业务营收 7.95 亿元, H3C 自主品牌收入 3.02 亿元, 同比增长 77.84%。2021 年 Q1 服务器、路由器、WLAN、安全产品、IT 服务等多项产品市占率进一步提升。
- 16nm 高端路由器芯片进行产品测试, 全面覆盖“芯-云-网-边-端”。**公司基于 16nm 工艺的高端网络处理器芯片已进入产品测试阶段, 搭载该芯片的“智擎 660”系列网络产品计划 Q4 发布。智擎 660 集成 256 个专用处理器, 拥有超过 180 亿晶体管, 提供高达 1.2Tbps 的接口吞吐能力, 性能高、容量大、可扩展性强、简单易用。此外, 公司还计划研发 7nm 的高端路由器芯片, 2022 年推出更高规格的智擎 800 系列, 实现 7nm 制程。该芯片的成功发布使公司具备完善的“芯-云-网-边-端”产品布局, 核心技术自主可控, 且可对外销售, 强化产业生态, 打开长期市场空间。
- 多因素催化提升市场信心, 看好公司发展前景。**紫光集团进入重整程序, 公司股权结构或有变动, 但未直接影响公司日常生产经营活动。前期市场对集团债务问题担忧一定程度上得到缓解释放。华为致力发展鲲鹏生态, 公司有望取代华为服务器部分市场份额。预计未来三年公司收入维持两位数增长。

盈利调整与投资建议

- 因 IT 产品收入增加, 我们调高 IT 基础设施业务收入增速 8 PP, 降低毛利率 0.5 PP。预计 21-23 年营收 725.45 (+8.5%) / 820.88 (+8.5%) / 918.19 (+8.4%) 亿元, 归母净利润 19.31/24/26/27.65 亿元。给予 22 年 40 倍 PE, 目标价 33.94 元。

风险提示

- 行业竞争加剧; 5G 推进不达预期; 中美贸易摩擦加深; 海外市场拓展不达预期; 管理风险; COVID-19 疫情持续影响海外需求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	48,306	54,099	59,705	72,545	82,088	91,819	货币资金	5,840	9,847	8,977	13,767	15,559	17,419
增长率		12.0%	10.4%	21.5%	13.2%	11.9%	应收款项	7,965	9,608	10,292	12,390	14,020	15,682
主营业务成本	-38,048	-42,787	-47,856	-58,005	-65,538	-73,409	存货	5,837	7,905	9,557	11,124	12,569	14,078
%销售收入	78.8%	79.1%	80.2%	80.0%	79.8%	79.9%	其他流动资产	6,713	4,207	5,979	6,206	6,952	7,207
毛利	10,258	11,312	11,849	14,540	16,550	18,410	流动资产	26,355	31,567	34,805	43,487	49,100	54,387
%销售收入	21.2%	20.9%	19.8%	20.0%	20.2%	20.1%	%总资产	54.3%	57.7%	59.2%	66.3%	68.1%	69.4%
营业税金及附加	-237	-223	-207	-254	-287	-321	长期投资	2,365	2,240	2,176	2,476	2,776	3,076
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	589	606	654	1,162	1,635	2,072
销售费用	-3,085	-3,340	-3,361	-4,715	-5,336	-5,968	%总资产	1.2%	1.1%	1.1%	1.8%	2.3%	2.6%
%销售收入	6.4%	6.2%	5.6%	6.5%	6.5%	6.5%	无形资产	18,349	18,127	18,156	18,418	18,620	18,811
管理费用	-686	-761	-759	-1,030	-1,166	-1,304	非流动资产	22,205	23,172	24,028	22,057	23,031	23,959
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	45.7%	42.3%	40.8%	33.7%	31.9%	30.6%
研发费用	-3,323	-3,941	-3,831	-4,498	-5,089	-5,693	资产总计	48,560	54,739	58,833	65,544	72,131	78,346
%销售收入	6.9%	7.3%	6.4%	6.2%	6.2%	6.2%	短期借款	2,589	5,028	3,171	2,927	3,224	2,673
息税前利润 (EBIT)	2,928	3,048	3,691	4,043	4,672	5,124	应付款项	6,189	8,002	10,569	11,368	12,845	14,387
%销售收入	6.1%	5.6%	6.2%	5.6%	5.7%	5.6%	其他流动负债	7,293	7,851	9,302	8,941	10,138	11,322
财务费用	-397	-443	228	-196	-272	-306	流动负债	16,071	20,881	23,042	23,236	26,206	28,382
%销售收入	0.8%	0.8%	-0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	长期贷款	734	0	0	0	0	0
资产减值损失	-491	390	571	0	0	0	其他长期负债	1,265	1,500	1,611	1,765	1,839	1,954
公允价值变动收益	36	151	-44	40	60	80	负债	18,070	22,380	24,653	25,001	28,045	30,335
投资收益	173	9	-42	-40	10	20	普通股股东权益	26,560	28,183	29,745	34,688	36,770	39,192
%税前利润	5.4%	0.3%	n.a	n.a	0.2%	0.4%	其中：股本	1,459	2,043	2,860	2,860	2,860	2,860
营业利润	3,145	3,521	3,703	3,847	4,472	4,918	未分配利润	4,161	5,900	7,443	9,088	11,170	13,592
营业利润率	6.5%	6.5%	6.2%	5.3%	5.4%	5.4%	少数股东权益	3,930	4,176	4,435	5,855	7,315	8,818
营业外收支	53	90	92	95	100	103	负债股东权益合计	48,560	54,739	58,833	65,544	72,131	78,346
税前利润	3,198	3,611	3,795	3,942	4,572	5,021	比率分析						
利润率	6.6%	6.7%	6.4%	5.4%	5.6%	5.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-265	-537	-552	-591	-686	-753	每股指标						
所得税率	8.3%	14.9%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.168	0.902	0.662	0.675	0.848	0.967
净利润	2,933	3,075	3,243	3,351	3,886	4,268	每股净资产	18.201	13.795	10.400	12.128	12.856	13.703
少数股东损益	1,229	1,231	1,349	1,420	1,460	1,503	每股经营现金净流	3.337	0.450	1.373	0.582	1.175	1.466
归属于母公司的净利润	1,704	1,843	1,895	1,931	2,426	2,765	每股股利	0.200	0.150	0.150	0.100	0.120	0.120
净利率	3.5%	3.4%	3.2%	2.7%	3.0%	3.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.41%	6.54%	6.37%	5.57%	6.60%	7.05%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.51%	3.37%	3.22%	2.95%	3.36%	3.53%
净利润	2,933	3,075	3,243	3,351	3,886	4,268	投入资本收益率	7.78%	6.81%	8.29%	7.74%	8.22%	8.41%
少数股东损益	1,229	1,231	1,349	1,420	1,460	1,503	增长率						
非现金支出	1,106	254	139	259	306	352	主营业务收入增长率	23.64%	11.99%	10.36%	21.51%	13.16%	11.85%
非经营收益	-342	114	178	1,464	296	255	EBIT增长率	46.99%	4.09%	21.12%	9.52%	15.57%	9.66%
营运资金变动	1,172	-2,524	366	-3,409	-1,128	-681	净利润增长率	8.15%	8.20%	2.78%	1.92%	25.63%	13.98%
经营活动现金净流	4,869	919	3,926	1,666	3,360	4,194	总资产增长率	14.05%	12.73%	7.48%	11.41%	10.05%	8.62%
资本开支	-1,769	-1,887	-1,594	2,293	-879	-876	资产管理能力						
投资	-11	5,037	-2,062	-1,360	-140	-120	应收账款周转天数	47.7	52.4	53.6	55.0	55.0	55.0
其他	187	-985	1,082	-140	-90	-80	存货周转天数	52.2	58.6	66.6	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-1,594	2,165	-2,574	793	-1,109	-1,076	应付账款周转天数	31.5	37.9	46.2	46.2	46.2	46.2
股权募资	73	75	63	3,300	0	0	固定资产周转天数	4.3	4.1	3.7	4.1	4.4	4.5
债权募资	-197	1,728	-1,900	-318	252	-556	偿债能力						
其他	-1,486	-1,684	-2,032	-650	-710	-702	净负债/股东权益	-8.39%	-17.30%	-23.19%	-31.97%	-32.79%	-35.13%
筹资活动现金净流	-1,610	119	-3,869	2,332	-458	-1,258	EBIT利息保障倍数	7.4	6.9	-16.2	20.6	17.2	16.7
现金净流量	1,666	3,203	-2,516	4,790	1,792	1,860	资产负债率	37.21%	40.89%	41.90%	38.14%	38.88%	38.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	18	22	29
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

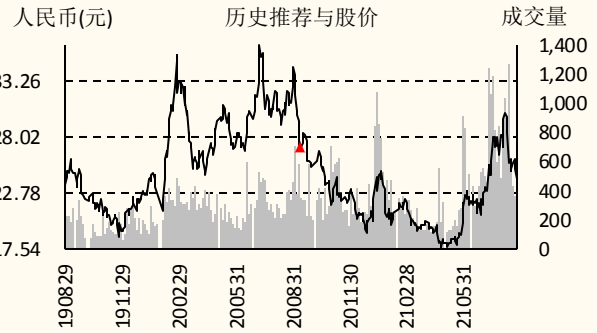
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-14	买入	27.76	42.09 ~ 42.09
2	2021-04-24	增持	18.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402