

集团债务重组尘埃落定，数字经济底座乘风而起

2022 年 01 月 18 日

➤ **事件概述：**2022 年 1 月 17 日，公司发布关于间接控股股东重整的进展公告，北京一中院裁定批准紫光集团等七家企业实质合并重整案重整计划，并终止紫光集团等七家企业重整程序。

➤ **集团债务重组尘埃落定，经营风险出清在即，期待重整方赋能。**自 2021 年 7 月 9 日紫光集团被债权人申请破产重整，我们一直密切紫光集团债务问题进展。2021 年 12 月 10 日，智路资本及建广资产作为牵头方组成的联合体成为合并重整战略投资者，我们在《紫光集团司法重整落地，经营风险出清在即》报告中，详细分析了智路建广入局紫光的意义。2021 年 12 月 30 日，伴随紫光二债会顺利召开，紫光集团合并重整计划（草案）或通过，我们在《紫光集团重整草案通过，经营风险有望出清》报告中进一步提示了集团债务有望加速落地。此次重整计划获批，标志着集团债务重组尘埃落定，我们认为紫光系公司的经营风险出清在即，同时我们也期待重整方对紫光股份带来的产业协同和赋能。

➤ **政策定调大力发展数字经济，公司提供最底层数字基础设施。**近期国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，并对“十四五”数字经济发展提出定量指标，目标 20-25 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重由 7.8% 增加到 10%。2022 年 1 月 16 日，《求是》转载总书记讲话，提出要“大力推动我国数字经济发展”，并进一步强调要“适度超前部署新型基础设施建设”、“全面发展融合终端，加速传统基础设施数字化改造”。公司“芯-云-网-边-端”布局与国家战略充分契合，其核心产品服务器、交换机、路由器是数字化不可或缺的底层基础设施，紫光云、华三云也将广泛应用于企业数字化转型，公司有望在“十四五”数字经济大力发展的宏伟浪潮中充分受益。

➤ **软硬件市场份额领先，近期招标结果凸显核心竞争力。**根据 IDC 和计世资讯，公司在国内 ICT 软硬件市场份额均排名前列，2021Q1-Q3 企业级交换机第一（38.1%）、2021Q1-Q3 企业级 WLAN 第一（29.9%）、Wi-Fi6 第一（32.4%）、刀片服务器第一（45.1%）；2021H1 分布式块存储第一（28.4%）、IT 统一运维软件第一（13.3%）、网络管理服务第一（3.9%）、支持服务第一（6.6%）、硬件部署与支持服务第一（11.2%）。近期公司在运营商领域持续突破，根据新华三官微，公司中标中国移动数据中心交换机集采，并斩获近三成份额；中标中国移动 2022-2023 年地路段路由交换集采项目，中标金额在所有 7 个厂商中排名第一。

➤ **投资建议：**紫光集团债务靴子落地，公司经营风险出清在即，公司作为 ICT 龙头，全系列产品均有望受益数字经济的蓬勃发展，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 22.63/27.61/34.50 亿元，对应 PE 倍数 29x/24x/19x，公司历史估值中枢在 39x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**数字经济政策落地不及预期；运营商及海外市场拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59,705	71,269	85,009	98,764
增长率（%）	10.4	19.4	19.3	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	1,895	2,263	2,761	3,450
增长率（%）	2.8	19.4	22.0	24.9
每股收益（元）	0.66	0.79	0.97	1.21
PE	35	29	24	19
PB	2.0	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 17 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
24.37 元

分析师：马天谔

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

- 1.紫光股份(000938)：紫光集团重整草案通过，经营风险有望出清
- 2.紫光股份(000938)：紫光集团司法重整落地，经营风险出清在即
- 3.紫光股份(000938)：毛利率持续改善，“芯云网边端”全面发力

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	59,705	71,269	85,009	98,764
营业成本	47,856	57,301	68,154	78,782
营业税金及附加	207	214	255	296
销售费用	3,361	4,276	5,101	5,827
管理费用	759	912	1,088	1,264
研发费用	3,831	4,560	5,543	6,382
EBIT	3,482	4,006	4,868	6,212
财务费用	-228	-15	-73	-112
资产减值损失	-485	-431	-414	-376
投资收益	-42	0	0	0
营业利润	3,703	4,366	5,398	6,768
营业外收支	92	77	85	94
利润总额	3,795	4,443	5,483	6,862
所得税	552	600	795	995
净利润	3,243	3,844	4,688	5,867
归属于母公司净利润	1,895	2,263	2,761	3,450
EBITDA	4,192	4,356	5,235	6,599

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,977	10,181	14,168	19,753
应收账款及票据	9,160	10,859	13,014	15,102
预付款项	783	974	1,243	1,380
存货	9,557	12,159	13,624	15,828
其他流动资产	6,328	6,843	7,295	7,711
流动资产合计	34,805	41,017	49,345	59,774
长期股权投资	171	191	219	246
固定资产	611	609	585	546
无形资产	3,917	4,043	4,202	4,377
非流动资产合计	24,028	24,069	24,141	24,215
资产合计	58,833	65,086	73,487	83,989
短期借款	3,067	1,972	1,947	3,042
应付账款及票据	10,177	12,245	14,564	16,836
其他流动负债	9,798	11,534	13,320	15,077
流动负债合计	23,042	25,751	29,832	34,955
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,611	1,611	1,611	1,611
非流动负债合计	1,611	1,611	1,611	1,611
负债合计	24,653	27,362	31,443	36,566
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	4,435	6,016	7,943	10,360
股东权益合计	34,180	37,724	42,043	47,423
负债和股东权益合计	58,833	65,086	73,487	83,989

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.36	19.37	19.28	16.18
EBIT 增长率	-7.06	15.04	21.53	27.60
净利润增长率	2.78	19.43	22.04	24.95
盈利能力 (%)				
毛利率	19.85	19.60	19.83	20.23
净利润率	5.43	5.39	5.52	5.94
总资产收益率 ROA	3.22	3.48	3.76	4.11
净资产收益率 ROE	6.37	7.14	8.10	9.31
偿债能力				
流动比率	1.51	1.59	1.65	1.71
速动比率	0.99	1.00	1.08	1.15
现金比率	0.39	0.40	0.47	0.57
资产负债率 (%)	41.90	42.04	42.79	43.54
经营效率				
应收账款周转天数	55.77	55.79	55.96	55.87
存货周转天数	72.89	80.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.01	1.09	1.16	1.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.79	0.97	1.21
每股净资产	10.40	11.09	11.92	12.96
每股经营现金流	1.77	1.07	1.70	1.91
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.18
估值分析				
PE	35	29	24	19
PB	2.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.57	13.21	10.22	7.43
股息收益率 (%)	0.44	0.52	0.63	0.79

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,243	3,844	4,688	5,867
折旧和摊销	710	351	367	386
营运资金变动	366	-1,683	-681	-1,246
经营活动现金流	5,068	3,053	4,853	5,467
资本开支	-1,594	-293	-324	-332
投资	-2,062	-11	-18	-19
投资活动现金流	-2,574	-304	-342	-351
股权募资	63	0	0	0
债务募资	-1,900	-1,095	-25	1,095
筹资活动现金流	-3,861	-1,544	-524	469
现金净流量	-1,375	1,205	3,987	5,585

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001