

紫光股份 (000938.SZ)

强烈推荐 (维持)

集团股权落地，国内 ICT 龙头开启新征程

事件：7月13日，紫光集团发布关于法院裁定确认《紫光集团有限公司等七家企业实质合并重整案重整计划》执行完毕的公告。7月13日，管理人收到北京一中院送达的(2021)京01破128号之五《民事裁定书》。根据《民事裁定书》，北京一中院裁定确认紫光集团有限公司等七家企业实质合并重整案重整计划执行完毕，并终结紫光集团有限公司等七家企业重整程序。

1. 如期完成股权交割，紫光重整完美收官

2022年7月11日，紫光集团发布公告，正式完成公司股权及新任董事、监事、总经理的工商变更登记手续，两家原股东全部退出，战略投资人“智路建广联合体”设立的控股平台北京智广芯控股有限公司承接紫光集团100%股权。至此，历时近20个月战略重整工作取得圆满成功，紫光集团进入到了全新的发展阶段。

(1) 95%~100%超高清偿率，实现债权人利益最大化

北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司作为牵头方组成的“智路建广联合体”中选紫光集团重整战略投资人。12月13日，管理人与智路建广正式签署投资协议，并公布了方案。根据方案，战略投资人采用“存续式”重整模式，紫光集团多年积累的产业布局和核心技术得以完整保留；债权人按需求选择三种清偿方案，获得了95%-100%的超高清偿率，实现利益最大化。

- 1) 同意支付600亿元现金全部用于清偿债务；
- 2) 拿出紫光集团下属三家上市公司市值230亿元的流通股股票按市价抵债；
- 3) 安排剩余部分留债延期清偿；

(2) 清偿工作高效推进，偿债股比好于预期

2022年1月14日至7月14日，紫光集团债权清偿工作高效推进。1月28日，在前期已确定595家120万元以下一次性全额受偿的小额债权人之外，对其余460余家普通债权人偿债方案的选择给予确认；3月31日，战略投资人拟投入

风险提示：云计算发展不及预期、运营商投资不及预期、5G发展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	59705	67638	77564	89886	104676
同比增长	10%	13%	15%	16%	16%
营业利润(百万元)	3703	4088	4767	5669	6747
同比增长	5%	10%	17%	19%	19%
归母净利润(百万元)	1895	2148	2558	3012	3571
同比增长	3%	13%	19%	18%	19%
每股收益(元)	0.66	0.75	0.89	1.05	1.25
PE	30.1	26.6	22.3	18.9	16.0
PB	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

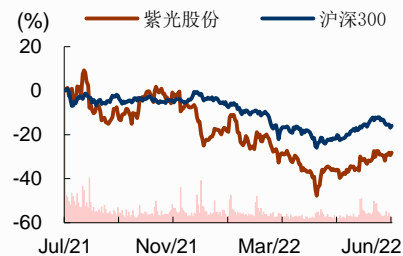
TMT及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：19.94元

基础数据

总股本(万股)	286008
已上市流通股(万股)	286008
总市值(亿元)	570
流通市值(亿元)	570
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	45.3%
主要股东	西藏紫光通信投资有限公司
主要股东持股比例	46.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-18	-19
相对表现	5	-7	-3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫光股份(000938)——一季度业绩超预期，ICT业务快速增长》2022-04-29
- 2、《紫光股份(000938)——赋能数字化转型升级，盈利能力稳步提升》2022-03-27
- 3、《紫光股份(000938)——三季度业绩增长提速，ICT芯云业务协同效应显现》2021-10-31

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉馨 研究助理

✉ sunjiaqing@cmschina.com.cn

重整用于清偿债务的 600 亿元现金到位；4 月 8 日，向留债债权人发送《留债清偿方案确认书》；4 月 15 日，根据重整计划规定，按时向前述留债债权人足额支付了第一期留债利息；6 月 30 日，一次性完成了抵债股票向债权人的分配工作。7 月 13 日，紫光集团发布关于法院裁定确认《紫光集团有限公司等七家企业实质合并重整案重整计划》执行完毕的公告。

- 1) 紫光股份实际偿债得股票比例是 4.91%，远好于预期 18.45%（剩余股票返还管理人账户）；
- 2) 智广芯取得紫光集团 100% 股权（紫光集团 100% 股权最终由智路建广联合体全部持有）。

（3） 董事长提出集团发展五个维度的价值取向和发展原则

李滨董事长于 7 月 13 日发出了《致紫光集团全体员工的一封信》，提出了集团发展需要遵循的五个维度的价值取向和发展原则，为践行“前瞻性、开放性、公平性、市场化、国际化”发展战略和原则指引，紫光股份提出以下规划：

- 1) 坚持创新为本，以硬核技术赋能百行百业数字化变革，驱动企业快速、健康发展。紫光股份旗下新华三将持续把年销售收入的 10%-15% 作为研发投入；
- 2) 持续强化云网事业群的协同配合，形成更强大的合力，全面、高效拉动全产业链快速发展。紫光股份旗下新华三、紫光云、紫光软件等企业将充分发挥自身在技术创新、市场拓展方面的优势，与紫光集团旗下的其他云网板块伙伴企业协同配合，持续推动“芯-云-网-边-端”创新链、产业链五指成拳，进一步补齐短板，发挥好集团作战的合力和实力，更好地维护紫光集团的整体利益；
- 3) 锚定业务发展目标，保持战略定力，提升经营能力，创造和贡献更大、更多价值。在行业市场，紫光股份将继续以客户需求为导向，驱动智能数字平台的升级、迭代，打造丰富的智慧类应用；在商业市场，紫光股份将紧跟乡村振兴、区域发展等国家战略，把握下沉市场数字化转型的市场机遇。同时，紫光股份也将充分发挥好新华三商城（H3C MALL）的作用，以原厂直营，开创 ICT 服务行业新模式；
- 4) 秉持开放合作理念，积极融入全球经济大循环，加快拓展国际业务。今年，紫光股份将在已设立 12 个海外代表处的基础上，新增西班牙、韩国等 5 个代表处，明年将全面进军欧美市场，计划每年保持高速增长、快速扩张，五年内在网络通信市场，力争跻身全球前三；
- 5) 持续加强人才队伍建设，优化激励机制，提升组织活力，为企业基业长青奠定坚实基础；
- 6) 践行 ESG 理念，推动企业行稳致远。

重整归来的紫光集团不仅吸纳了更多元化的力量和资源，有效增强了各产业公司的融资能力，使投资人和债权人信心倍增。而且集团层面设立的业务、赋能和管理三大总部，也将为旗下企业的持续创新发展，提供坚强有力的战略指引和资源支撑。

2. 紫光集团轻装上阵，智路建广联合体带来产业链协同资源

新紫光交接完成后，紫光集团债务均得到了平稳有效化解和妥善安排，负债率下降到合理健康水平，资产结构也得到全面优化，集团信用和再融资功能将逐步恢复正常。

智路建广联合体是包括国有资本在内的市场化、多元化持股平台。新股东智路建广联合体的多元化资源和产业运营能力支撑，集团及下属产业公司经营业绩有望再创新高。国有出资人涵盖了广东国资、湖北国资、河北国资等多家主体，智广芯平台没有单一持股超 50% 的股东，这种股权结构与微软、苹果的分散化股权结构相类似，优化决策效率也有利于紫光集团未来发展吸纳更多元的力量和资源。智广芯控股背后强大的出资人组合将能够充分发挥其“控股型科技投资、战略型产业运营”的双轮驱动优势。

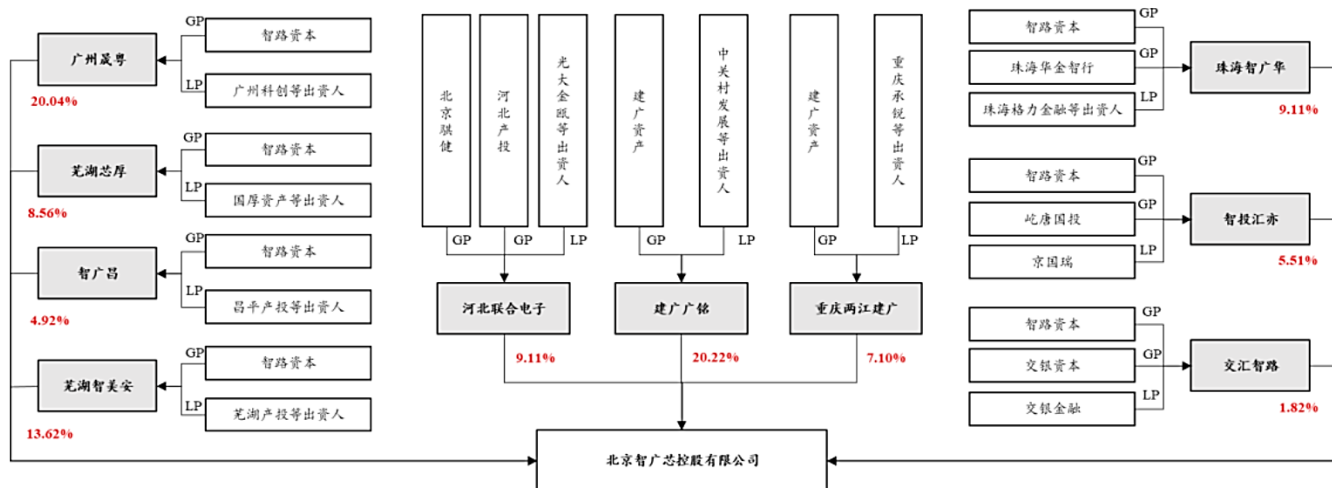
- 1) 为紫光集团提供创新发展所需长期战略资源，有效运用紫光集团已经形成的产业协同优势，弥补产业链短板；
- 2) 进一步加强自主研发力度，推进产品的优化和更新迭代，助力提升中国集成电路核心产业链的自主性、完整性和竞争力。

表 1: 智广芯股权架构 (截至 2022/6/30)

公司名称	认缴出资 (万元)	持股比例
建广广铭(德州)产业投资合伙企业(有限合伙)	1,110,000.00	20.22%
晟粤 (广州) 产业投资合伙企业 (有限合伙)	1,100,000.00	20.04%
芜湖智美安投资合伙企业 (有限合伙)	747,672.00	13.62%
河北联合电子信息产业投资基金 (有限合伙)	500,000.00	9.11%
珠海智广华产业投资合伙企业 (有限合伙)	500,000.00	9.11%
芜湖芯厚云智股权投资合伙企业 (有限合伙)	469,928.00	8.56%
重庆两江建广广银私募股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	390,000.00	7.10%
北京智投汇亦股权投资合伙企业 (有限合伙)	302,500.00	5.51%
北京智广昌股权投资基金 (有限合伙)	270,000.00	4.92%
交汇智路助力 (苏州) 新兴产业发展基金合伙企业 (有限合伙)	99,900.00	1.82%
合计	5,490,000.00	100.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 智广芯 (拟搭建) 控制关系结构



资料来源: 公司公告、招商证券

3. 云网边端芯全面布局, 政企+运营商+海外同步发力, 维持“强烈推荐”评级

高端网络设备的应用将全面支撑各行各业在新一代网络时代的业务发展, ICT 厂商将大有可为。紫光股份形成“2 大板块+5 个核心子公司”的战略布局, 全面覆盖网络、IT 产品, 并向智慧屏、PC 延伸, 下游拓展云服务, 具备从底层硬件制造到软件研发的全链路平台技术能力。数字化转型是未来全球各行业企业不可逆转的战略趋势, 高端网络设备的应用将全面支撑各行各业在新一代网络时代的业务发展, 公司依托逾 30 年 ICT 技术积累和服务行业客户数字化转型的经验, 在数字化时代下将大有可为。

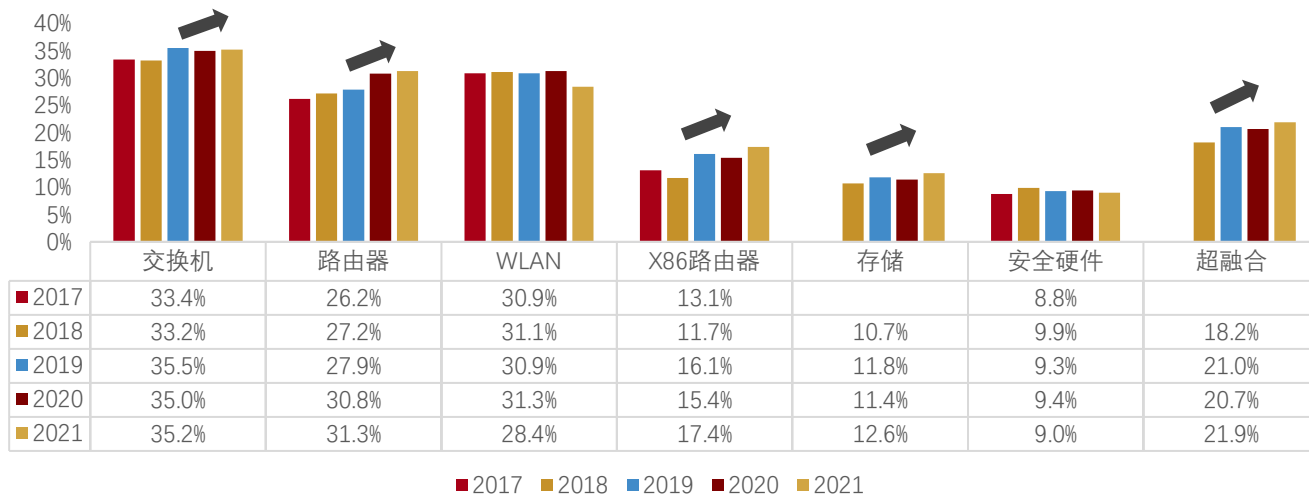
图 2：“芯-云-网-边-端”产业链全面布局



资料来源：公司公告、招商证券

公司是国内 ICT 龙头，各类产品性能优势明显。网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居前列。根据 IDC、Gartner、计世资讯的相关统计数据，2021 年公司在中国以太网交换机市场份额由上年的 35% 增至 35.2%，跃至市场第二；中国企企业网路由器市场份额由上年的 30.8% 增至 31.3%，持续位列市场第二；中国企业级 WLAN 市场份额为 28.4%，连续 13 年蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额升至第二，由上年的 15.4% 增至 17.4%；中国存储市场、中国安全硬件市场，持续保持市场份额第二，市场份额分别为 12.6% 和 9%；中国 SDN（软件）市场、中国云管理平台市场，连续五年在保持市场份额第一。此外，公司 2021 年，在中国超融合市场份额达到 21.9%，升至第一。

图 3：公司 ICT 产品市占率不断提升



资料来源：公司公告、招商证券

从政企到运营商、海外市场的全面扩张。随着业务的快速发展，公司控股子公司新华三已形成由政企、运营商、国际构成的三大市场架构。在不断巩固和加强政企业务领导者地位的同时，运营商业务快速增长，国际业务逐步落地与拓展。

- **政企市场：**新华三在智慧数字底座的基础上，加速数据治理整合，重点布局 18 个行业数字化转型解决方案。在智慧城市、数字城轨、智慧医院、智慧园区、数字媒体等解决方案处于业界领先地位，年度内又陆续发布了工业互联网、智慧矿山、智慧机场、智慧水利、智慧应急、5G 行业边缘等多个具有前瞻性的解决方案，以技术一市

场一服务全方位赋能行业客户的数字化转型和升级。加快推进数字产业化和产业数字化转型；

- **运营商市场：**并购华三后逐渐打开运营商市场的销售渠道。一方面，运营商 5G 大规模建设，公司在以大份额中标三大运营商高端交换机和高端路由项目；同时，主要竞争对手华为对 ICT 设备的战略性聚焦，未来新华三高端网络设备市场份额或将进一步提升；
- **海外市场：**借助开放政策加速布局，稳步构建起了完善的销售网络和服务体系。公司已在马来西亚、泰国、印度尼西亚、巴基斯坦、俄罗斯、哈萨克斯坦、日本、南非、墨西哥、土耳其、新加坡和菲律宾 12 个国家建立了子公司，已认证海外合作伙伴 800 余家，在 24 个国家和地区建立了备件中心，服务交付可覆盖 135 个国家，深入到金融、运营商、政府等高门槛、高要求的核心行业中。海外销售渠道逐步扩大，有望为公司发展带来新活力。

表 2：公司赋能信息化建设升级和数字化转型

运营商	运营商的主流核心供应商，产品和解决方案服务于四大运营商总部及省分公司，持续助力运营商行业转型
政府	在全国累计服务 190 余个智慧城市项目建设和运营，参与 18 个国家部委级、26 个省级和 300 余个地市区县政务云建设；承建“十二金工程”的 9 个全国骨干网络建设，参与国家电子政务外网、21 个省级和 300 余个地市区县级电子政务外网建设，助力政务信息化建设向数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务的融慧治理新阶段全面迈进
建筑	服务于全国 80% 国家级重大工程、国内 TOP10 的超高层建筑、2,000 家以上高中档酒店、1,000 家以上商业综合体、数十次国内国际大型活动赛事场馆等
金融	服务于 90% 以上中国金融机构，持续助力中农工建、邮储、交通六大国有银行和大型商业银行数字化转型；承载中国人保、中国人寿等头部保险机构，上交所、深交所、北交所等证券交易机构的数据中心、先进网络架构建设；以主流供应商身份参与中国人民银行总行、清算总中心、数字货币研究所等数字化基础设施建设
互联网	与国内众多互联网公司形成战略合作，网络产品与服务器已广泛部署于阿里、腾讯、京东、百度、字节跳动等众多互联网企业
能源	服务 90% 以上的电力能源企业，包括国家电网、南方电网、中石油、中石化及煤炭 50 强企业等
教育	服务于包括全部双一流高校在内的 2,600 余所教育机构和科研院所，参与搭建 300 余朵校园云，参与 900 多个教育城域网、无线城域网及 8 万余家中小学信息化校园建设及两个国家级智慧教育示范区建设，见证了教育信息化向 2.0 阶段的跃进
医疗	连续 12 载领航医疗健康 ICT 市场，服务全国超过 85 家百强医院，助力全国超过 1,200 家三甲医院数字化转型升级
交通	服务全国 46 个城市的 275 条地铁线路，助力全国 29 个省份高速公路取消省界重大工程建设，成功服务国内 180 余家机场，其中包括国内吞吐量排名前 30 的全部机场，服务国铁集团及 18 个铁路局集团公司，助力全国 20 余家港务集团数据中心建设

资料来源：公司公告、招商证券

投资建议：公司作为国内 ICT 领域龙头，“芯-云-网-边-端-芯”全面布局，政企+运营商+海外市场同步发力，逐步打开市场空间。集团债务问题解决方案的落地以及引入战略投资者将完善公司管理能力并支撑公司长期发展。基于行业成长的确信性和公司核心竞争力的持续增长，我们坚定看好公司未来发展。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 25.58 亿元、30.12 亿元、35.71 亿元，对应 PE 分别为 22.3、18.9 和 16.0 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

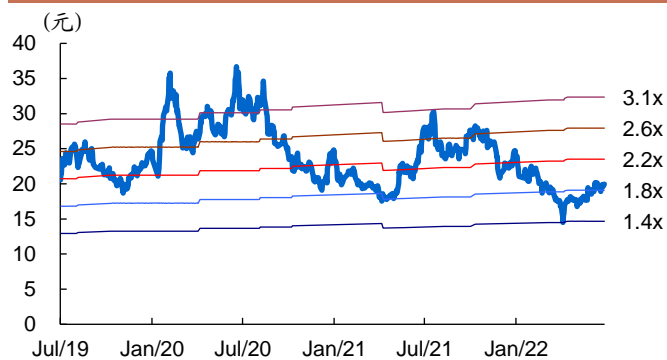
- 1) 云计算发展不及预期：如果云计算发展不及预期，将会影响到国内云巨头对于 ICT 设备的采购，从而影响到公司的业务发展。
- 2) 运营商云计算投资不及预期：如果运营商云计算投资不及预期，将会影响到运营商对于 ICT 设备的采购，从而影响到公司业务发展。
- 3) 5G 发展低于预期：5G 时代，云计算有望迎来发展新风口，拉动 IDC 的增长，如果 5G 发展低于预期，一定程度上会影响到云计算的发展速度。

图 4: 紫光股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 紫光股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	34805	43579	48001	57732	68763
现金	8977	8960	13356	19795	28717
交易性投资	2120	1142	1142	1142	1142
应收票据	37	67	77	89	103
应收款项	9123	11081	12708	14726	17150
其它应收款	225	207	237	275	320
存货	9557	18424	16247	16798	15620
其他	4766	3699	4235	4906	5711
非流动资产	24028	22852	20864	19142	17627
长期股权投资	171	134	134	134	134
固定资产	611	912	753	673	633
无形资产商誉	17909	17944	16150	14535	13081
其他	5337	3861	3827	3800	3778
资产总计	58833	66430	68865	76874	86390
流动负债	23042	28429	26445	29992	34212
短期借款	3067	4290	0	0	0
应付账款	10177	11818	13453	15578	18107
预收账款	4358	5702	6491	7517	8737
其他	5440	6619	6500	6897	7368
长期负债	1611	2333	2333	2333	2333
长期借款	0	100	100	100	100
其他	1611	2233	2233	2233	2233
负债合计	24653	30763	28778	32325	36545
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积金	19240	17834	17834	17834	17834
留存收益	7645	9266	11825	14069	16737
少数股东权益	4435	5707	7567	9785	12413
归属于母公司所有者权益	29745	29961	32519	34764	37431
负债及权益合计	58833	66430	68865	76874	86390

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5068	(2180)	8649	6720	9432
净利润	1895	2148	2558	3012	3571
折旧摊销	710	723	2290	2023	1816
财务费用	313	261	(220)	(247)	(253)
投资收益	42	24	(540)	(540)	(440)
营运资金变动	979	(8037)	2850	218	2191
其它	1129	2701	1711	2254	2548
投资活动现金流	(2574)	1776	240	240	140
资本支出	(1595)	(527)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(979)	2303	540	540	440
筹资活动现金流	(3861)	133	(4493)	(521)	(651)
借款变动	(3905)	1007	(4713)	0	0
普通股增加	817	0	0	0	0
资本公积增加	(817)	(1405)	0	0	0
股利分配	(306)	(286)	0	(768)	(904)
其他	350	817	220	247	253
现金净增加额	(1367)	(271)	4396	6440	8922

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	59705	67638	77564	89886	104676
营业成本	47856	54433	61963	71752	83399
营业税金及附加	207	253	290	337	392
营业费用	3361	4114	4654	5393	6281
管理费用	759	926	1008	1169	1256
研发费用	3831	4338	5042	5753	6595
财务费用	(228)	(292)	(220)	(247)	(253)
资产减值损失	(571)	(703)	(600)	(600)	(700)
公允价值变动收益	(44)	45	30	30	30
其他收益	439	902	500	500	400
投资收益	(41)	(23)	10	10	10
营业利润	3703	4088	4767	5669	6747
营业外收入	100	93	100	90	80
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	3795	4176	4862	5755	6823
所得税	552	384	444	525	623
少数股东损益	1349	1645	1860	2217	2629
归属于母公司净利润	1895	2148	2558	3012	3571

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	10%	13%	15%	16%	16%
营业利润	5%	10%	17%	19%	19%
归母净利润	3%	13%	19%	18%	19%
获利能力					
毛利率	19.8%	19.5%	20.1%	20.2%	20.3%
净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
ROE	6.4%	7.2%	7.9%	8.7%	9.5%
ROIC	8.0%	8.5%	10.3%	11.0%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	46.3%	41.8%	42.0%	42.3%
净负债比率	5.4%	7.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.5	1.5	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	5.5	3.9	3.6	4.3	5.1
应收账款周转率	6.8	6.7	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	5.4	4.9	4.9	4.9	5.0
每股资料(元)					
EPS	0.66	0.75	0.89	1.05	1.25
每股经营净现金	1.77	-0.76	3.02	2.35	3.30
每股净资产	10.40	10.48	11.37	12.15	13.09
每股股利	0.10	0.00	0.27	0.32	0.37
估值比率					
PE	30.1	26.6	22.3	18.9	16.0
PB	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	18.9	16.9	10.4	9.5	8.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得 2020 及 2019 年 wind “金牌分析师” 第一和第三名，2020 年 21 世纪“金牌分析师” 第三名，2020 及 2019 年新浪金麒麟“新锐分析师” 第一名和“最佳分析师” 第五名；2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

孙嘉擎 招商证券通信行业研究助理 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21 年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。