

2023年05月27日

紫光股份（000938.SZ）

拟定增不超 120 亿收购新华三股权，增厚业绩提升估值

投资要点

◆ **事件：**紫光股份第八届董事会第二十八次会议审议通过，拟面向不超过 35 名特定对象，发行股票数量不超过本次发行前上市公司总股本的 25%（含 25%），即 71,501.9968 万股，且向特定对象发行 A 股股票的募集资金总额不超过 1,200,000.00 万元，用于收购新华三股权。

◆ 事件过程：

2016 年 5 月，紫光股份通过紫光国际完成对新华三 51%控股股权的收购，另 48%股份为 HPE 开曼持有，1%股份为 Izar Holding Co 持有。2022 年 12 月 30 日，经过双方多轮沟通，HPE 开曼、Izar Holding Co 向紫光国际发出了《关于行使卖出期权的通知》。根据交易各方签署的《股份购买协议》，HPE 开曼持有的新华三 48%股权的交易作价为 3,428,535,816 美元，Izar Holding Co 持有的新华三 1%股权的交易作价为 71,464,184 美元，紫光股份需通过紫光国际收购新华三 49%股权合计作价 35 亿美元。故紫光股份向特定对象发行股票募集资金不超过 120 亿元系为了本次收购新华三 49%股权的交易提供资金支持。

◆ 事件分析：

◆ **提升上市公司对新华三控制权，优质资产增厚上市公司盈利水平。**本次交易前，上市公司通过紫光国际持有新华三 51%股权，自 2016 年上市公司收购新华三控制权以来，新华三的资产质量、收入及利润规模均大幅提升。本次收购将有助于提高对新华三公司的控制权，推动公司巩固 ICT 行业领先地位，同时将最大限度提升上市公司归属于母公司股东的净利润规模，2022 年，新华三营收为 498.1 亿元，贡献净利润为 37.3 亿元；若考虑新华三 100%业绩并表，24 年紫光股份利润有望达到 50.7 亿元，进一步改善上市公司财务状况，带动总市值增加，从而巩固并提升上市公司的持续经营能力。

◆ **增强数字经济产业布局，加强资源/技术协同。**公司是全球领先的云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的供应商，在交换机、服务器、路由器、WLAN 等主要 ICT 基础设施市场均占有较高的市场份额，在国内市场居于领先地位。新华三是数字化解决方案领导者，在 ICT 领域拥有众多专利技术，截至 2023 年 3 月末，累计国内已获授权的有效专利超过 7,600 项，海外已获授权的有效专利超过 500 项，且近 90%为发明专利。在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区已设立 17 个海外分支机构，已认证海外合作伙伴 1,500 余家。本次上市公司通过收购新华三股权，将持续优化自身业务，进一步增强数字经济产业布局，发挥协同效应，提升核心竞争力

◆ **妥善解决新华三卖出期权行权事宜，保障上市公司经营稳定性。**本次交易，上市公司拟由全资子公司紫光国际以支付现金的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三

公司快报

计算机 | 通用计算机设备III

投资评级

增持-B(维持)

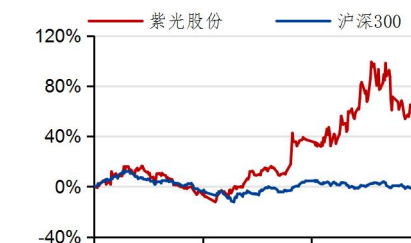
股价(2023-05-26)

29.38 元

交易数据

总市值（百万元）	84,029.15
流通市值（百万元）	84,029.15
总股本（百万股）	2,860.08
流通股本（百万股）	2,860.08
12 个月价格区间	34.01/15.46

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.49	29.4	74.47
绝对收益	0.75	24.23	70.92

分析师

李宏涛

 SAC 执业证书编号：S0910523030003
 lihongtao1@huajinsc.cn

相关报告

紫光股份：需求+技术+治理三频共振，数字基座龙头曙光在前-紫光股份年报点评
 2023.4.3



- 48%股权，以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1%股权，收购新华三 49%股权的交易对价为 35 亿美元，且对价支付方式为现金，公司所需资金金额较大，若仅依靠自有资金及银行贷款，会在一定程度上影响公司财务结构和经营稳健性，本次向特定对象发行股票的募集资金将有效地解决公司本次交易所需资金缺口。同时，财务结构的改善将有助于拓展公司后续通过银行信贷等方式融资的空间，但本次向特定对象发行使得公司总股本将有所扩大，不排除每股收益等指标在短期内被摊薄的可能。但从从中长期来看，公司的盈利能力和可持续经营能力将得到进一步提升。
- ◆ **事件落地时间预判：**通常情况下，定增审批从股东大会审议通过定增预案到证监会发审委审核通过，实际上所需要的时间通常在 3 到 6 个月，待上市公司拿到证监会的书面核准文件后才能实施，我们预测 23 年底前完成紫光股份对新华三股权的收购。
- ◆ **投资建议：**我们认为未来公司将长期保持较高成长性。预测公司 2023-2025 年收入 851.66/ 962.38/1058.62 亿元，同比增长 15.0%/13.0%/10.0%，公司归母净利润分别为 25.89/ 32.16/38.44 亿元，同比增长 20.0% / 24.2% / 19.5%，对应 EPS 0.91 /1.12 / 1.34 元，PE 32.5 / 26.1 / 21.9（假设 2024 年新华三 100%业绩并表，公司 2023-2025 年归母净利润预计约为 25.89/ 50.7/58.1 亿元，PE 32.5 /16.5/14.4）；给予“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**云或算力需求不及预期；公司整合不及预期；市场竞争加剧；外部实体清单扰动。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	85,166	96,238	105,862
YoY(%)	13.3	9.5	15.0	13.0	10.0
净利润(百万元)	2,148	2,158	2,589	3,216	3,844
YoY(%)	13.4	0.5	20.0	24.2	19.5
毛利率(%)	19.5	20.6	21.5	21.7	22.3
EPS(摊薄/元)	0.75	0.75	0.91	1.12	1.34
ROE(%)	10.6	9.9	10.5	11.7	12.4
P/E(倍)	39.1	38.9	32.5	26.1	21.9
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
净利率(%)	3.2	2.9	3.0	3.3	3.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	43579	50712	68421	77966	84543
现金	8960	10669	23192	28362	31300
应收票据及应收账款	11148	13138	14791	16768	17947
预付账款	839	972	1111	1243	1346
存货	18424	20275	23774	25843	28318
其他流动资产	4208	5659	5552	5750	5632
非流动资产	22852	23351	23156	23314	23465
长期投资	134	112	89	64	39
固定资产	912	1042	1244	1366	1375
无形资产	3953	3697	3599	3694	3784
其他非流动资产	17852	18500	18224	18190	18268
资产总计	66430	74063	91577	101280	108008
流动负债	28429	33322	34037	38457	38750
短期借款	4290	4175	4175	4175	4175
应付票据及应付账款	11818	13245	15284	16851	18226
其他流动负债	12321	15902	14578	17430	16348
非流动负债	2333	2913	2871	2832	2792
长期借款	100	200	158	119	80
其他非流动负债	2233	2713	2713	2713	2713
负债合计	30763	36235	36908	41289	41542
少数股东权益	5707	5987	7848	10204	13040
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17834	17834	17834	17834	17834
留存收益	9276	11148	15097	20116	26220
归属母公司股东权益	29961	31841	46821	49787	53426
负债和股东权益	66430	74063	91577	101280	108008

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2180	4019	1329	6108	3814
净利润	3792	3742	4450	5572	6680
折旧摊销	723	694	567	538	645
财务费用	-292	634	179	-41	-138
投资损失	24	-21	9	14	7
营运资金变动	-8170	-1883	-3831	45	-3347
其他经营现金流	1743	853	-45	-18	-34
投资活动现金流	1776	38	-336	-690	-769
筹资活动现金流	133	-2109	-861	-248	-107

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.75	0.75	0.91	1.12	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	1.41	0.46	2.14	1.33
每股净资产(最新摊薄)	10.48	11.13	12.04	13.08	14.35

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67638	74058	85166	96238	105862
营业成本	54433	58772	66898	75354	82255
营业税金及附加	253	294	326	361	405
营业费用	4114	4251	5030	5620	6238
管理费用	926	964	1139	1270	1410
研发费用	4338	5299	5806	6448	7168
财务费用	-292	634	179	-41	-138
资产减值损失	-703	-846	-822	-987	-1104
公允价值变动收益	45	27	45	18	34
投资净收益	-24	21	-9	-14	-7
营业利润	4088	4160	5003	6243	7447
营业外收入	93	69	92	88	86
营业外支出	5	10	9	8	8
利润总额	4176	4220	5085	6324	7525
所得税	384	478	635	752	845
税后利润	3792	3742	4450	5572	6680
少数股东损益	1645	1584	1862	2356	2836
归属母公司净利润	2148	2158	2589	3216	3844
EBITDA	4897	4860	5403	6345	7532

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.3	9.5	15.0	13.0	10.0
营业利润(%)	10.4	1.8	20.2	24.8	19.3
归属于母公司净利润(%)	13.4	0.5	20.0	24.2	19.5
获利能力					
毛利率(%)	19.5	20.6	21.5	21.7	22.3
净利率(%)	3.2	2.9	3.0	3.3	3.6
ROE(%)	10.6	9.9	10.5	11.7	12.4
ROIC(%)	10.7	9.7	10.6	11.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	48.9	40.3	40.8	38.5
流动比率	1.5	1.5	2.0	2.0	2.2
速动比率	0.8	0.8	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7
估值比率					
P/E	39.1	38.9	32.5	26.1	21.9
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.4	17.3	13.5	11.0	9.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn