

紫光股份(000938)

推进新华三少数股权收购，有望增厚归母净利润

事件：

2024年5月24日晚，紫光股份发布重大资产购买预案、终止2023年度向特定对象发行A股股票等公告。

新华三在国内主要ICT基础设施市场居于领先地位

新华三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，IDC数据显示，2023年公司分别在中国企业级WLAN、IT统一运维软件、网络管理软件市场份额排名第一；在以太网交换机、企业网路由器、x86服务器、安全硬件、超融合市场份额排名第二；存储市场份额排名第三。

购买新华三股权比例调整为30%，终止定增事项

综合考虑前期协议履行义务、自身货币资金情况和可融资渠道等因素，公司对新华三少数股权收购事项进行调整。(1) 购买比例由49%调整为30%，支付金额由35亿美元调整为21.43亿美元（股份价格不变）；(2) 完成交割后，紫光国际将放弃剩余新华三19%股权的优先购买权，HPE开曼有权一次性出售给满足特定条件的第三方；(3) 交易资金来源为上市公司自有资金及银行贷款，目前拟向银行申请不超过100亿元人民币或等值的美元贷款，终止定增；(4) 预期交割日为2024/8/31，宽限期结束日为2024/10/21。

有望在股权不稀释的情况下增厚归母净利润

本次收购新华三少数股权，有望进一步发挥协同效应，巩固市场优势地位，增强上市公司盈利能力。2023年新华三归母净利润为34.11亿元，购买30%股权对应利润为10.23亿元，为上市公司2023年归母净利润的48.64%。此外本次预案资金筹措未采用定增方式，将不会引起股权稀释。

盈利预测、估值与评级

考虑到本次交易尚有审批、资金筹措等风险，我们暂不考虑收购完成的情况，预计公司2024-2026年营业收入分别为854.33/932.11/1006.06亿元，同比增速分别为10.51%/9.10%/7.93%，归母净利润分别为25.64/30.14/36.28亿元，同比增速分别为21.92%/17.56%/20.37%，EPS分别为0.90/1.05/1.27元/股，3年CAGR为19.94%。鉴于公司是全球新一代云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先者，参照可比公司估值，我们给予公司2024年31倍PE，目标价27.79元，维持“买入”评级。

风险提示：上游供应链风险；下游客户需求不达预期；海外业务发展不及预期；收购少数股东权益进度不达预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74058	77308	85433	93211	100606
增长率(%)	9.49%	4.39%	10.51%	9.10%	7.93%
EBITDA(百万元)	5915	5575	6584	7614	8657
归母净利润(百万元)	2158	2103	2564	3014	3628
增长率(%)	0.48%	-2.54%	21.92%	17.56%	20.37%
EPS(元/股)	0.75	0.74	0.90	1.05	1.27
市盈率(P/E)	29.7	30.5	25.0	21.3	17.7
市净率(P/B)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.5	11.9	11.3	9.3	7.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月24日收盘价

行业：	计算机/IT服务II
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	22.43元
目标价格：	27.79元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,860.08/2,860.08
流通A股市值(百万元)	64,151.59
每股净资产(元)	12.01
资产负债率(%)	51.84
一年内最高/最低(元)	38.78/14.22

股价相对走势



作者

分析师：黄楷
执业证书编号：S0590522090001
邮箱：huangk@glsc.com.cn
分析师：张宁
执业证书编号：S0590523120003
邮箱：zhangnyj@glsc.com.cn

相关报告

1、《紫光股份(000938)：运营商、国际业务增速较高，全面布局AIGC领域》2024.05.07
2、《紫光股份(000938)：业绩短期承压，国际市场或将成为第二增长曲线》2023.10.29

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10669	14711	25630	27963	30182	营业收入	74058	77308	85433	93211	100606
应收账款+票据	15012	16670	18898	20108	21152	营业成本	58772	62158	68276	74302	80085
预付账款	972	1669	1342	1464	1580	营业税金及附加	294	283	324	353	381
存货	20275	27935	31800	34606	37300	营业费用	4251	4287	4827	5313	5785
其他	3785	2661	2926	3164	3390	管理费用	6263	7036	7732	8296	8702
流动资产合计	50712	63645	80595	87305	93604	财务费用	634	771	688	720	498
长期股权投资	112	109	108	107	105	资产减值损失	-695	-595	-683	-699	-704
固定资产	2287	2423	2259	2266	2215	公允价值变动收益	27	-75	0	0	0
在建工程	150	111	330	324	318	投资净收益	21	139	49	59	69
无形资产	3697	4119	3672	3427	3105	其他	965	1435	1647	1833	2020
其他非流动资产	17105	16858	17217	17163	17148	营业利润	4160	3678	4598	5419	6539
非流动资产合计	23351	23619	23585	23286	22891	营业外净收益	60	83	77	77	77
资产总计	74063	87264	104181	110591	116495	利润总额	4220	3760	4675	5496	6616
短期借款	4175	6283	14609	11989	7935	所得税	478	76	187	220	265
应付账款+票据	13245	14358	15109	16442	17503	净利润	3742	3685	4488	5276	6351
其他	15902	18690	23545	27526	31699	少数股东损益	1584	1582	1924	2262	2723
流动负债合计	33322	39331	53263	55957	57137	归属于母公司净利润	2158	2103	2564	3014	3628
长期带息负债	1227	6155	4907	3648	2385						
长期应付款	56	0	0	0	0						
其他	1629	1736	1736	1736	1736	财务比率					
非流动负债合计	2913	7891	6644	5385	4121		2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	36235	47222	59906	61342	61258	成长能力					
少数股东权益	5987	6096	8020	10283	13006	营业收入	9.49%	4.39%	10.51%	9.10%	7.93%
股本	2860	2860	2860	2860	2860	EBIT	24.97%	-6.64%	18.35%	15.90%	14.43%
资本公积	17834	17835	17835	17835	17835	EBITDA	19.61%	-5.74%	18.09%	15.65%	13.69%
留存收益	11147	13252	15559	18272	21538	归属于母公司净利润	0.48%	-2.54%	21.92%	17.56%	20.37%
股东权益合计	37828	40043	44275	49249	55238	获利能力					
负债和股东权益总计	74063	87264	104181	110591	116495	毛利率	20.64%	19.60%	20.08%	20.29%	20.40%
						净利率	5.05%	4.77%	5.25%	5.66%	6.31%
						ROE	6.78%	6.20%	7.07%	7.74%	8.59%
						ROIC	11.47%	11.59%	11.28%	12.76%	14.77%
现金流量表						偿债能力					
单位:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.92%	54.11%	57.50%	55.47%	52.58%
净利润	3742	3685	4488	5276	6351	流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6
折旧摊销	1061	1044	1221	1398	1543	速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
财务费用	634	771	688	720	498	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-1851	-7660	-3865	-2807	-2694	应收账款周转率	5.0	4.7	4.6	4.7	4.8
营运资金变动	-1883	-7444	-425	938	1154	存货周转率	2.9	2.2	2.1	2.1	2.1
其它	2316	7747	3754	2833	2718	总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
经营活动现金流	4019	-1857	5861	8358	9570	每股指标(元)					
资本支出	-584	-890	-1050	-1100	-1150	每股收益	0.8	0.7	0.9	1.1	1.3
长期投资	429	1427	0	0	0	每股经营现金流	1.4	-0.6	2.0	2.9	3.3
其他	193	117	-26	-25	-23	每股净资产	11.1	11.9	12.7	13.6	14.8
投资活动现金流	38	655	-1076	-1125	-1173	估值比率					
债权融资	567	7035	7079	-3879	-5318	市盈率	29.7	30.5	25.0	21.3	17.7
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
其他	-2676	-1690	-944	-1021	-860	EV/EBITDA	10.5	11.9	11.3	9.3	7.7
筹资活动现金流	-2109	5345	6134	-4900	-6178	EV/EBIT	12.8	14.6	13.8	11.4	9.4
现金净增加额	1993	4137	10919	2333	2219						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 24 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼