

2021 年 09 月 17 日

紫光股份 (000938.SZ)

# 中移资本领投紫光云，股权合作促进业务协同持续深入

■事件：9月16日，紫光股份控股子公司紫光云技术有限公司完成6亿元增资，由中移资本领投。增资完成后公司对紫光云持股比例保持不变，仍为46.67%，且仍为其控股股东。

■中移资本领投，紫光云完成6亿元增资，估值56亿元。本次实际增资总金额为人民币6亿元，增资完成后，紫光云注册资本由人民币15,000万元增至人民币16,800万元，中移资本本次投资金额为人民币20,000万元，增资后持股比例3.57%；共青城旭诺本次投资金额为人民币12,000万元，增资后持股比例2.14%；公司本次投资金额为人民币28,000万元，增资后公司对紫光云持股比例保持不变，仍为46.67%，且仍为其控股股东。紫光云本次增资将有助于满足其在云计算和云服务领域的技术研发、市场拓展、节点建设等方面的资金需求，扩大业务规模，提升运营实力，增强市场竞争力。紫光云的发展壮大将增强公司在云计算领域的核心竞争力，更好地支持公司“芯-云-网-边-端”产业链的全面发展。

■协同中国移动覆盖全国到乡镇的强大网络及数据中心资源，优化节点布局，进一步拓展政企市场。中移资本是中国移动下属的产业投资机构，中国移动作为全球网络规模最大、客户数量最多、品牌价值和市值排名位居前列的电信运营企业，在运营商体系内实力雄厚，拥有完善的有线、无线网络和丰富的数据中心资源。此外，中国移动强大的品牌效应，以及覆盖到全国县乡镇一级强大的销售与服务网络，也是紫光云和新华三非常看重的资源。双方将会进一步优势互补，借助中国移动在数据中心、带宽等方面的资源积累，完善双方的基础设施建设，进一步优化节点布局；同时，基于混合云架构，丰富双方的服务产品类别，提升云服务能力。

■资源整合形成紫光行业云，未来成长性持续向好。上半年国内外云厂商资本开支持续上升，云计算行业仍处于爆发增长阶段，空间广阔。2021H1，公司资源整合发布紫光云3.0，通过“紫鸾”平台实现公有云、私有云、混合云、边缘云多场景的统一架构和全面技术同构。同期，紫光云积极拓展行业云，打造云基础设施研发、运维、运营核心能力，收入同比增长73.42%达3.92亿元，亏损同比减少49.10%。国内政企IT结构加速转型，公司作为业内较为稀缺的完整一体化云解决方案与超融合等产品供应商，核心顺应行业发展趋势，云业务成长性持续向好。

■抓住云服务市场快速发展机遇，紫光云进一步加快业务发展速度。紫光云以云服务的技术开发、运营及销售为基础，聚焦于智慧城市运营和产业互联网等业务，致力于成为中国领先的云服务提供者。目前，

**公司快报**

证券研究报告

PC 及服务器硬件

 投资评级 **买入-A**

维持评级

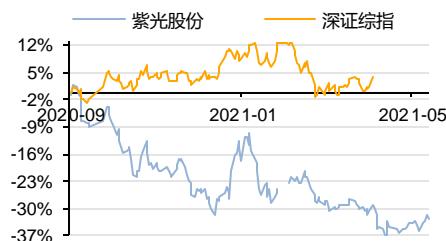
 6个月目标价: **43.50元**

 股价 (2021-09-16) **24.67元**

## 交易数据

总市值 (百万元)	70,558.17
流通市值(百万元)	70,558.17
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	17.38/31.15 元

## 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
绝对收益	-3.5%	12.3%	-10.2%
相对收益	-0.7%	19.3%	-12.7%

**马天诣**

 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1450521030001  
 maty@essence.com.cn

**刘浩天**

 报告联系人  
 liuht1@essence.com.cn

## 相关报告

紫光股份：运营商业务下半年业绩确定性强，紫光云成长能力超预期/马天诣	2021-08-28
紫光股份：紫光集团公开招募战略投资者，引战进程快于预期/马天诣	2021-07-22
紫光股份：自研芯片开启商用元年，从无到有赶追行业龙头/马天诣	2021-07-20
紫光股份：运营商业务拐点已至，海外业务拓展进程超预期/马天诣	2021-07-09
紫光股份：芯云合一技术优势凸显，运营商海外业务两翼齐飞/马天诣	2021-06-02

紫光云已在全国建设了 25 个云节点，自主研发的公有云平台“紫鸾”已正式上线使用。随着我国云计算服务市场逐步成熟及新基建不断落地，政府及行业客户数字化转型进程进一步加快，我国云计算服务市场规模快速提升。紫光云紧抓市场机遇，不断提升技术服务水平和业务运营能力，在基础云服务、智慧城市、行业云等方面取得了阶段性进展。

■**投资建议：**公司政企市场地位稳固，海外市场拓展进展顺利，受益于竞争格局重塑+自研 NP 芯片提升核心竞争力，公司运营商业务市场份额将持续提升，ICT 业务有望在多个领域加速增长；国企 IT 架构加速转型，紫光云行业领先，有望成为公司第二成长曲线。我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年的收入分别为 674.12 亿元(+12.91%)、749.70 亿元(+11.21%)、819.94 亿元(+9.37%)；预计净利润分别为 21.35 亿元(+12.68%)、24.83 亿元(+16.30%)、28.02 亿元(+12.87%)。维持目标价 43.5 元，维持“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**芯片研发进程不及预期，运营商/云厂商资本开支不及预期，海外疫情防控效果不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	54,099.1	59,704.9	67,411.5	74,970.1	81,994.4
净利润	1,843.4	1,894.6	2,134.8	2,482.8	2,802.4
每股收益(元)	0.64	0.66	0.75	0.87	0.98
每股净资产(元)	9.85	10.40	11.04	11.78	12.61
<hr/>					
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	38.3	37.2	33.1	28.4	25.2
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0
净利润率	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
净资产收益率	6.5%	6.4%	6.8%	7.4%	7.8%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
ROIC	14.5%	14.2%	16.5%	16.9%	18.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1：增资前紫光云股权结构

股东名称	注册资本出资额(万元)	持股比例
紫光股份有限公司	7,000	46.67%
天津紫光海河云计算产业基金合伙企业（有限合伙）	5,000	33.33%
天津紫成科技合伙企业（有限合伙）	3,000	20%
合计	15,000	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：增资后紫光持股比例不变

股东名称	注册资本出资额(万元)	持股比例
紫光股份有限公司	7,840	46.67%
天津紫光海河云计算产业基金合伙企业（有限合伙）	5,000	29.76%
天津紫成科技合伙企业（有限合伙）	3,000	17.86%
中移资本控股有限责任公司	600	3.57%
共青城旭诺紫光股权投资合伙企业（有限合伙）	360	2.14%
合计	16,800	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	54,099.1	59,704.9	67,411.5	74,970.1	81,994.4	成长性					
减: 营业成本	42,786.7	47,855.9	54,296.4	59,788.6	65,412.1	营业收入增长率	12.0%	10.4%	12.9%	11.2%	9.4%
营业税费	223.5	206.6	202.2	224.9	246.0	营业利润增长率	12.0%	5.2%	10.3%	16.8%	12.9%
销售费用	3,339.6	3,361.4	3,842.5	4,276.3	4,673.7	净利润增长率	8.2%	2.8%	12.7%	16.3%	12.9%
管理费用	760.5	758.9	876.4	977.6	1,065.9	EBITDA 增长率	29.4%	17.8%	-8.8%	24.2%	9.4%
研发费用	3,941.1	3,830.8	4,381.8	4,948.0	5,411.6	EBIT 增长率	31.8%	17.3%	-6.8%	24.7%	9.0%
财务费用	443.5	-228.0	-271.5	-12.4	-196.8	NOPLAT 增长率	3.9%	-12.0%	9.7%	24.7%	9.0%
资产减值损失	-279.7	-485.0	-	-	-	投资资本增长率	-10.2%	-5.3%	21.7%	1.0%	0.4%
加: 公允价值变动收益	150.7	-43.5	-0.6	0.3	0.0	净资产增长率	6.1%	5.6%	9.5%	10.1%	10.3%
投资和汇兑收益	9.1	-41.7	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>3,521.3</b>	<b>3,703.1</b>	<b>4,083.2</b>	<b>4,767.3</b>	<b>5,382.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	89.9	91.9	78.2	72.5	80.9	毛利率	20.9%	19.8%	19.5%	20.3%	20.2%
<b>利润总额</b>	<b>3,611.2</b>	<b>3,795.1</b>	<b>4,161.4</b>	<b>4,839.8</b>	<b>5,462.8</b>	营业利润率	6.5%	6.2%	6.1%	6.4%	6.6%
减: 所得税	536.5	551.6	603.4	701.8	792.1	净利润率	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
<b>净利润</b>	<b>1,843.4</b>	<b>1,894.6</b>	<b>2,134.8</b>	<b>2,482.8</b>	<b>2,802.4</b>	EBITDA/营业收入	7.0%	7.5%	6.1%	6.8%	6.8%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.9%	5.7%	6.3%	6.3%
资产负债表											
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
货币资金	9,846.8	8,976.6	10,135.3	11,271.8	13,563.4	固定资产周转天数	4	4	3	3	3
交易性金融资产	778.5	2,120.4	2,120.4	2,120.4	2,120.4	流动营业资本周转天数	34	20	25	33	30
应收帐款	8,699.9	9,347.4	10,101.4	12,043.4	12,176.8	流动资产周转天数	193	200	192	192	191
应收票据	19.2	37.1	1,028.5	364.3	359.2	应收帐款周转天数	53	54	52	53	53
预付帐款	1,100.1	783.1	1,148.9	1,154.2	1,319.6	存货周转天数	46	53	47	48	49
存货	7,904.5	9,556.9	8,036.7	12,093.3	10,268.6	总资产周转天数	344	342	317	303	294
其他流动资产	3,218.0	3,983.4	4,423.0	3,874.8	4,093.7	投资资本周转天数	147	123	117	116	107
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	126.0	171.2	171.2	171.2	171.2	ROE	6.5%	6.4%	6.8%	7.4%	7.8%
投资性房地产	254.4	245.3	245.3	245.3	245.3	ROA	5.6%	5.5%	5.9%	6.2%	6.9%
固定资产	603.6	610.8	650.1	649.4	608.6	ROIC	14.5%	14.2%	16.5%	16.9%	18.2%
在建工程	2.7	42.9	42.9	42.9	42.9	费用率					
无形资产	3,595.0	3,917.5	4,008.2	4,087.4	4,161.0	销售费用率	6.2%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
其他非流动资产	18,590.4	19,041.0	17,860.3	18,218.7	18,274.9	管理费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>资产总额</b>	<b>54,739.3</b>	<b>58,833.3</b>	<b>59,972.1</b>	<b>66,336.8</b>	<b>67,405.6</b>	研发费用率	7.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%
短期债务	4,262.7	3,067.1	3,279.7	1,657.7	-	财务费用率	0.8%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.2%
应付帐款	5,410.2	7,530.7	4,837.1	9,587.7	6,535.6	四费/营业收入	15.7%	12.9%	13.1%	13.6%	13.4%
应付票据	2,577.2	3,036.4	2,019.9	4,275.5	2,608.5						
其他流动负债	8,630.5	9,407.7	10,546.1	8,101.3	11,288.8	<b>偿债能力</b>					
长期借款	-	-	404.9	-	-	资产负债率	40.9%	41.9%	37.6%	37.9%	32.6%
其他非流动负债	1,499.8	1,611.3	1,458.7	1,523.2	1,531.1	负债权益比	69.2%	72.1%	60.2%	61.0%	48.3%
<b>负债总额</b>	<b>22,380.4</b>	<b>24,653.2</b>	<b>22,546.4</b>	<b>25,145.5</b>	<b>21,963.9</b>	流动比率	1.51	1.51	1.79	1.82	2.15
少数股东权益	4,176.3	4,435.2	5,858.4	7,513.6	9,381.9	速动比率	1.13	1.10	1.40	1.31	1.65
股本	2,042.9	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	利息保障倍数	7.86	-17.94	-14.04	-383.57	-26.35
留存收益	26,120.7	26,892.6	28,707.2	30,817.6	33,199.6						
<b>股东权益</b>	<b>32,358.9</b>	<b>34,180.2</b>	<b>37,425.7</b>	<b>41,191.3</b>	<b>45,441.6</b>	<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.11	0.10	0.11	0.13	0.15
						分红比率	16.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
现金流量表											
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	3,074.6	3,243.4	2,134.8	2,482.8	2,802.4	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	644.1	709.7	276.0	321.5	367.1	EPS(元)	0.64	0.66	0.75	0.87	0.98
资产减值准备	390.1	570.7	-	-	-	BVPS(元)	9.85	10.40	11.04	11.78	12.61
公允价值变动损失	-150.7	43.5	-0.6	0.3	0.0	PE(X)	38.3	37.2	33.1	28.4	25.2
财务费用	258.0	313.3	-271.5	-12.4	-196.8	P/FCF	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0
投资损失	-9.1	41.7	-	-	-	P/S	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9
少数股东损益	1,231.2	1,348.8	1,423.2	1,655.2	1,868.3	EV/EBITDA	15.0	10.8	15.4	12.1	10.6
营运资金的变动	-291.4	2,294.0	-2,970.4	-529.8	-132.1	CAGR(%)	10.4%	12.9%	6.6%	10.4%	12.9%
经营活动产生现金流量	1,698.9	5,067.6	591.5	3,917.6	4,709.0	PEG	3.7	2.9	5.0	2.7	1.9
投资活动产生现金流量	2,165.3	-2,573.7	-242.6	-459.0	-415.1	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.6	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	130.7	-3,860.6	809.8	-2,322.2	-2,002.2	REP	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马天诣声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售副总监	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
广州联系人	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

**安信证券研究中心**
**深圳市**
**地 址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮 编：** 518026

**上海市**
**地 址：** 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

**邮 编：** 200080

**北京市**
**地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

**邮 编：** 100034