

紫光股份 (000938)

公司研究/点评报告

紫光集团重整草案通过，经营风险有望出清

点评报告/计算机

2021年12月30日

一、事件概述

2021年12月30日，公司发布关于间接控股股东重整的进展公告，紫光集团等七家企业实质合并重整案重整计划（草案）获通过。

二、分析与判断

➤ 紫光集团重整二债会顺利召开，重整计划（草案）获通过

根据公司公告，12月29日，紫光集团等七家企业实质合并重整案第二次债权人会议暨出资人组会议通过全国企业破产重整案件信息网召开，本次会议设立有财产担保债权组、普通债权组以及出资人组对重整计划（草案）进行分组表决。

其中，有财产担保债权组中，6家债权人投票同意，占出席会议的该组债权人人数的100%，其所代表的债权额占该组债权总额的100%。普通债权组中，1069家债权人投票同意，占出席会议的该组债权人人数的99.72%，其所代表的债权额占该组债权总额的90.14%。出资人组由清华控股有限公司和北京健坤投资集团有限公司两名出资人组成，总出资额合计为人民币6.7亿元，两名出资人均投票同意。

经统计表决结果，各组均已表决通过《紫光集团有限公司等七家企业实质合并重整案重整计划（草案）》。

➤ 期待重整方对集团各子公司的赋能，紫光股份核心受益

紫光集团业务多元，以芯片业务和云网为主，芯片产业板块下属上市公司紫光国微在智能安全领域处于国内领先地位，其他几家未上市公司产品在存储器、通讯领域、云服务等领域亦有广泛应用。云网产业板块紫光股份为核心资产，在计算存储、网络传输设备、数据安全、云服务、智慧城市等领域均处于国内领先地位。

强调前述报告观点，我们认为智路和建广联合体具备良好的管理和产业运营能力，通过其在半导体产业链多年布局，有望进一步提升对紫光集团各个科技企业的协同赋能效应，紫光股份作为云网板块优质资产将核心受益。

三、投资建议

伴随紫光集团重整计划（草案）通过，我们认为集团债务重整有望加速落地，此前压制公司估值的风险因素将逐渐出清，基于公司在ICT领域市占率持续提升，有望受益于服务器、路由器等细分行业竞争格局的优化，我们小幅提升盈利预测，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28x/23x/18x，选取浪潮信息、中科曙光、深信服、星网锐捷为可比公司，21年平均PE估值为41X（星网锐捷为我们预测，其余均为wind一致预期）。维持“推荐”评级。

四、风险提示：

芯片研发进展不及预期；运营商及海外市场拓展不及预期；集团债务重整落地不及预期。

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（现价）	33.66	28.16	23.08	18.47
PB	1.97	2.01	1.87	1.72

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

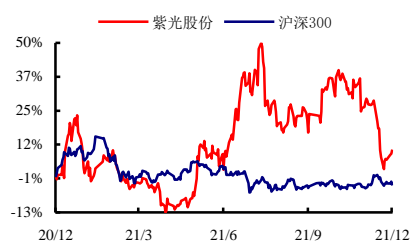
当前价格：22.28元

交易数据

2021-12-29

近12个月最高/最低(元)	30.3/17.62
总股本(百万股)	2,860
流通股本(百万股)	2,860
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	637
流通市值(亿元)	637

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：马天诣

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):紫光集团司法重整落地，经营风险出清在即
- 2.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

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.4	19.4	19.3	16.2
EBIT 增长率	-7.1	15.0	21.5	27.6
净利润增长率	2.8	19.4	22.0	24.9
盈利能力				
毛利率	19.8	19.6	19.8	20.2
净利润率	5.4	5.4	5.5	5.9
总资产收益率 ROA	3.2	3.5	3.8	4.1
净资产收益率 ROE	6.4	7.1	8.1	9.3
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	41.9	42.0	42.8	43.5
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	33.66	28.16	23.08	18.47
PB	1.97	2.01	1.87	1.72
EV/EBITDA	12.57	12.77	9.86	7.14
股息收益率	0.4	0.5	0.7	0.8
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

分析师与研究助理简介

马天诣，民生证券研究院通信行业首席分析师；北京大学数学系硕士，证券从业7年，曾任职于安信证券/国泰君安证券/中关村科技园区管委会/北京股权交易中心；2018-2020年财经国际最佳top3通信分析师。研究领域：前瞻研究改变人类工作/生活/通信方式的伟大科技企业，重点研究符合中国制造业发展方向的硬科技企业。

于一铭，民生证券研究院通信行业研究员；香港中文大学会计学硕士，上海财经大学财务管理学士，曾任职于信达证券、华为技术有限公司，2021年加入民生证券，重点覆盖主设备、运营商、物联网、华为产业链、工业互联网等领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

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

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。