

紫光股份（000938）\计算机

收购少数股东权益，有望直接增厚上市公司利润

事件：

2023年1月3日晚公司发布重大事件公告，HPE实体将向紫光股份全资子公司紫光国际出售其持有的新华三49%的股权，本次交易完成后紫光股份将通过紫光国际间接持有新华三100%的股权。每股出售价格将根据《股东协议》约定按照2022年4月30日前12个月新华三扣除非经常性损益后的税后利润的15倍除以行权通知之日新华三全部股份数量的方式确定，对价支付方式为现金。

交易完成有望直接增厚上市公司利润

核心子公司新华三集团2021年实现营收443.51亿元，同比增长20.52%；实现净利润34.34亿元，同比增长22.24%。2022年前3季度实现营收367.19亿元，同比增长18.87%；实现净利润30.43亿元，同比增长12.99%；其中第3季度实现营收128.88亿元，同比增长15.21%，实现净利润13.26亿元，同比增长4.24%。如果交易顺利完成，有望直接增厚上市公司利润。

股权结构变更后有利于参与信创市场

根据IDC最新数据，新华三2022前三季度在中国企业网交换机以36.6%市场份额位列第1；中国服务器市场份额15.7%，位列市场第2。我们预计随着新华三集团股权的变更，将有利于公司直接参与信创市场，进一步提升其市场份额。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年营收分别为812/972/1162亿元，对应增速分别为20.00%/19.80%/19.50%，归母净利润分别为27.80/32.97/39.30亿元，对应增速分别为29.46%/18.58%/19.21%，每股EPS分别为0.97/1.15/1.37元/股，3年CAGR为22.31%，当前股价对应PE分别为21x/18x/15x。鉴于公司ICT基础设施龙头地位稳固，收购H3C少数股东权益或将直接提升归母净利润，参考可比公司估值，给予23年20倍PE，目标价23元，维持“买入”评级。

风险提示

系统性风险；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。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	60,084	67,638	81,165	97,236	116,197
增长率（%）	11.06%	12.57%	20.00%	19.80%	19.50%
EBITDA（百万元）	4,221	4,607	6,726	8,010	9,162
净利润（百万元）	1,812	2,148	2,780	3,297	3,930
增长率（%）	-1.69%	18.51%	29.46%	18.58%	19.21%
EPS（元/股）	0.63	0.75	0.97	1.15	1.37
市盈率（P/E）	32.15	27.13	20.95	17.67	14.82
市净率（P/B）	2.06	1.94	1.80	1.65	1.50
EV/EBITDA	15.10	16.16	12.57	11.00	10.10

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2023年01月03日收盘价

投资评级：

行业：计算机设备

投资建议：买入（维持评级）

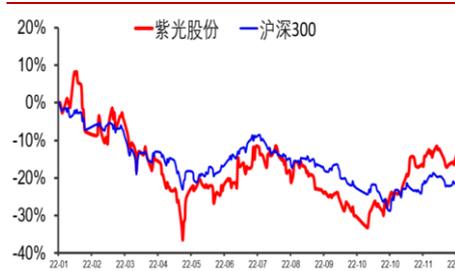
当前价格：20.37元

目标价格：23元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,860/2,860
流通A股市值（百万元）	58,260
每股净资产（元）	10.61
资产负债率（%）	45.26
一年内最高/最低（元）	26.33/14.22

股价相对走势



分析师：孙树明

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：sunsm@glsc.com.cn

联系人：姜青山

邮箱：jiangqs@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《紫光股份（000938）\计算机行业短期业绩承压，长期投资价值显现》2022.10.29
- 2、《紫光股份（000938）\计算机行业半年报业绩符合预期，长期投资价值显现》2022.08.19
- 3、《紫光股份（000938）\计算机行业集团债务重组落地，投资价值显现》2022.07.11

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,351	8,960	32,466	38,894	46,479	营业收入	60,084	67,638	81,165	97,236	116,197
应收账款+票据	10,728	12,217	14,377	17,224	20,583	营业成本	48,240	54,433	64,770	77,302	92,957
预付账款	819	839	1,255	1,503	1,797	税金及附加	207	253	306	367	439
存货	9,644	18,424	15,613	18,635	22,408	营业费用	3,477	4,114	4,870	5,834	6,763
其他	4,876	3,140	4,489	5,152	5,934	管理费用	4,684	5,264	5,860	7,166	8,250
流动资产合计	35,418	43,579	68,201	81,408	97,200	财务费用	-234	-292	471	776	815
长期股权投资	134	134	136	137	138	资产减值损失	-486	-587	-487	-389	-349
固定资产	937	1,658	1,425	1,187	943	公允价值变动收益	-42	45	0	0	0
在建工程	52	189	157	126	94	投资净收益	-56	-24	-19	-19	-19
无形资产	3,984	3,880	3,244	2,605	1,964	其他	397	788	761	733	700
其他非流动资产	17,641	16,990	17,640	17,513	17,471	营业利润	3,523	4,088	5,143	6,115	7,306
非流动资产合计	22,749	22,852	22,601	21,567	20,612	营业外净收益	92	88	84	84	84
资产总计	58,167	66,430	90,802	102,976	117,812	利润总额	3,615	4,176	5,227	6,199	7,390
短期借款	2,965	4,290	19,614	20,998	22,769	所得税	551	384	481	570	679
应付账款+票据	10,394	11,818	13,146	15,690	18,867	净利润	3,064	3,792	4,747	5,629	6,710
其他	10,013	12,321	15,706	18,787	22,493	少数股东损益	1,252	1,645	1,966	2,332	2,780
流动负债合计	23,372	28,429	48,466	55,475	64,130	归属于母公司净利润	1,812	2,148	2,780	3,297	3,930
长期带息负债	0	546	428	313	199	财务比率					
长期应付款	334	173	173	173	173		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	1,395	1,615	1,615	1,615	1,615	成长能力					
非流动负债合计	1,729	2,333	2,216	2,100	1,986	营业收入	11.06%	12.57%	20.00%	19.80%	19.50%
负债合计	25,101	30,763	50,681	57,575	66,116	EBIT	-16.62%	14.88%	46.71%	22.41%	17.63%
少数股东权益	4,802	5,707	7,674	10,005	12,785	EBITDA	-10.16%	9.13%	46.02%	19.09%	14.38%
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	归母净利润	-1.69%	18.51%	29.46%	18.58%	19.21%
资本公积	17,997	17,834	17,834	17,834	17,834	获利能力					
留存收益	7,408	9,266	11,753	14,701	18,216	毛利率	19.71%	19.52%	20.20%	20.50%	20.00%
股东权益合计	33,066	35,668	40,121	45,401	51,696	净利率	5.10%	5.61%	5.85%	5.79%	5.77%
负债和股东权益总计	58,167	66,430	90,802	102,976	117,812	ROE	6.41%	7.17%	8.57%	9.31%	10.10%
现金流量表						ROIC	7.90%	10.16%	13.05%	10.66%	11.30%
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	3,064	3,792	4,747	5,629	6,710	资产负债	43.15%	46.31%	55.82%	55.91%	56.12%
折旧摊销	840	723	1,028	1,035	957	流动比率	1.52	1.53	1.41	1.47	1.52
财务费用	-234	-292	471	776	815	速动比率	0.96	0.79	1.00	1.04	1.07
存货减少	-1,740	-8,780	2,810	-3,021	-3,774	营运能力					
营运资金变动	527	-8,170	3,597	-1,154	-1,324	应收账款周转率	5.62	5.57	5.67	5.67	5.67
其它	2,553	10,208	-3,480	3,128	3,881	存货周转率	5.00	2.95	4.15	4.15	4.15
经营活动现金流	5,010	-2,519	9,173	6,393	7,266	总资产周转率	1.03	1.02	0.89	0.94	0.99
资本支出	-1,226	-468	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-458	2,276	0	0	0	每股收益	0.63	0.75	0.97	1.15	1.37
其他	861	-32	-108	-108	-108	每股经营现金流	1.75	-0.88	3.21	2.24	2.54
投资活动现金流	-824	1,776	-108	-108	-108	每股净资产	9.88	10.48	11.34	12.38	13.60
债权融资	-1,297	1,870	15,206	1,269	1,658	估值比率					
股权融资	817	0	0	0	0	市盈率	32.15	27.13	20.95	17.67	14.82
其他	-5,183	-1,738	-765	-1,125	-1,231	市净率	2.06	1.94	1.80	1.65	1.50
筹资活动现金流	-5,664	133	14,441	144	427	EV/EBITDA	15.10	16.16	12.57	11.00	10.10
现金净增加额	-1,486	-627	23,506	6,428	7,584	EV/EBIT	18.85	19.17	14.83	12.63	11.28

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取股价为 2023 年 01 月 03 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
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	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

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695