

中信证券研究部

杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002

刘雯蜀
 计算机分析师
 S1010518020001

联系人：张帅
核心观点

华为开放鲲鹏服务器生态叠加当前贸易摩擦局势，我们认为短期 x86 市场格局有望进一步走向集中。随着下游行业 CAPEX 拐点渐进，我们看好公司市场份额持续提升，未来成长可期。维持 2019-21 年归母净利润预测 8.78/12.42/17.42 亿元，对应 PE 36x/25x/18x。给予目标价 30.6 元，维持“买入”评级。

事项：根据澎湃新闻 9 月 19 日消息，在华为全联接大会上，华为智能计算业务部总裁马海旭在接受采访时表示，华为将在条件成熟时退出鲲鹏服务器整机制造，以更好地发展鲲鹏生态。在合理合规条件下，未来将继续与英特尔合作，为客户提供有竞争力的 X86 服务器等计算产品。

重视构建鲲鹏生态，泰山服务器生态全面开放。1) 为争取更多合作伙伴共同发展鲲鹏生态，华为以开放的态度宣布适时退出鲲鹏服务器整机领域，并发布了服务器主板和开源操作系统。2) 鲲鹏服务器主板，向合作伙伴全面开放，128 个物理核，32 个内存插槽，100GE 高速 I/O，56G SerDes 能力，性能提高 25%，故障率比业界低 15%，能效比比业界提升 15%，可以 100% 发挥整机算力。3) 华为的服务器操作系统 EulerOS，拥有三级智能调度，可以将多进程并发时延缩短 60%，而且还可以智能自动有规划，可以将 Web 服务器性能提升 137%，而新系统开源名为 openEuler，计划于 2019 年 12 月 31 日正式上线。

贸易摩擦前景尚未明朗，x86 服务器市场有望进一步集中。对于服务器企业而言，x86CPU 等核心芯片在未实现国产化之前很难找到替代品，预计仍将是全球主流服务器需求架构。随着华为、曙光受到一定外部政策影响，短期 x86 服务器交付或造成一定影响，长期来看华为为料将走向“鲲鹏+x86+昇腾+GPU”的多样化算力支撑，其他厂家还需观察。我们认为，由于贸易摩擦未来前景依旧尚未明确，伴随华为鲲鹏生态加速落地，短期 x86 市场格局有望进一步走向集中。

拐点将至，浪潮增长动力依旧强劲。根据 Gartner 数据，2019Q2，全球 x86 服务器出货量 282.3 万台，同比下降 12.0%，销售额 158.1 亿美元，同比下降 11.0%，行业整体景气度处于相对低位。但充分受益于云计算和 AI 的持续需求，浪潮是唯一增长的主流服务器品牌。Gartner 数据显示，2019Q2，戴尔销售额降幅为 10.3%，HPE/H3C 销售额降幅为 6.9%，第三位浪潮销售额和出货量均实现了同比正增长，其中销售额市场份额进一步提高至 10.3%，同比提高 1.2 个百分点。我们认为，随着科技企业新一轮资本开支周期启动以及上游芯片架构的升级进程，服务器行业有望在 Q4 左右迎来复苏。

风险因素：国内互联网厂商需求放缓，海外贸易政策不确定性。

投资建议：华为开放鲲鹏服务器生态叠加当前贸易摩擦局势，我们认为短期 x86 市场格局有望进一步走向集中。随着下游行业 CAPEX 拐点渐进，我们看好公司市场份额持续提升，未来成长可期。维持 2019-21 年归母净利润预测 8.78/12.42/17.42 亿元，对应 EPS 0.68/0.96/1.35 元，当前股价对应 PE 36x/25x/18x。给予目标价 30.6 元，维持“买入”评级。

浪潮信息	000977
评级	买入（维持）
当前价	25.85 元
目标价	30.6 元
总股本	1,289 百万股
流通股本	1,289 百万股
52 周最高/最低价	29.18/15.53 元
近 1 月绝对涨幅	6.77%
近 6 月绝对涨幅	2.61%
近 12 月绝对涨幅	7.37%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,488.18	46,940.82	58,614.51	74,374.00	93,647.26
营业收入增长率	101%	84%	25%	27%	26%
净利润(百万元)	427.53	658.60	878.45	1,242.37	1,742.44
净利润增长率	49%	54%	33%	41%	40%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.39	0.51	0.68	0.96	1.35
毛利率%	11%	11%	11%	12%	12%
净资产收益率 ROE%	5.87%	7.34%	8.99%	9.65%	12.04%
每股净资产(元)	5.65	6.96	7.58	9.99	11.23
PE	62	47	36	25	18
PB	4	3	3	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 9 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,488	46,941	58,615	74,374	93,647	货币资金	2,410	5,535	6,191	7,885	10,287
营业成本	22,792	41,767	51,952	65,782	82,624	存货	4,987	8,217	9,990	13,266	16,611
毛利率	10.58%	11.02%	11.37%	11.55%	11.77%	应收账款	4,182	5,086	6,408	8,118	10,202
营业税金及附加	34	53	88	149	187	其他流动资产	4,298	4,612	4,768	4,807	4,884
销售费用	794	1,229	2,052	2,417	3,015	流动资产	15,876	23,449	27,357	34,077	41,984
营业费用率	3.12%	2.62%	3.50%	3.25%	3.22%	固定资产	403	593	677	749	808
管理费用	1,072	577	1,026	1,242	1,536	长期股权投资	322	314	314	314	314
管理费用率	4.21%	1.23%	1.75%	1.67%	1.64%	无形资产	818	832	498	166	-165
财务费用	217	424	384	337	290	其他长期资产	462	411	429	447	466
财务费用率	0.85%	0.90%	0.66%	0.45%	0.31%	非流动资产	2,005	2,150	1,918	1,676	1,423
投资收益	90	66	115	69	74	资产总计	17,882	25,599	29,276	35,753	43,408
营业利润	506	784	1,061	1,486	2,094	短期借款	3,583	2,090	2,327	1,160	2,244
营业利润率	1.98%	1.67%	1.81%	2.00%	2.24%	应付账款	5,484	10,480	11,689	16,117	20,656
营业外收入	1	7	11	6	8	其他流动负债	1,102	3,156	4,594	4,721	5,173
营业外支出	0	1	1	1	1	流动负债	10,168	15,726	18,610	21,997	28,074
利润总额	506	790	1,071	1,491	2,101	长期借款	400	223	223	223	223
所得税	82	138	201	260	376	其他长期负债	32	341	340	340	340
所得税率	16.12%	17.51%	18.78%	17.47%	17.92%	非流动性负债	432	563	563	563	563
少数股东损益	(3)	(7)	(9)	(12)	(18)	负债合计	10,600	16,290	19,174	22,561	28,637
归属于母公司股东的净利润	428	659	878	1,242	1,742	股本	1,289	1,289	1,289	1,389	1,389
净利率	1.68%	1.40%	1.50%	1.67%	1.86%	资本公积	4,230	4,280	4,280	6,140	6,140
						归属于母公司所有者权益合计	7,278	8,975	9,776	12,878	14,475
						少数股东权益	3	334	326	314	296
						股东权益合计	7,282	9,310	10,102	13,192	14,771
						负债股东权益总计	17,882	25,599	29,276	35,753	43,408

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	506	790	1,071	1,491	2,101
所得税支出	-82	-138	-201	-260	-376
折旧和摊销	176	431	415	429	443
营运资金的变化	-712	-504	-534	-639	-739
其他经营现金流	366	752	198	436	441
经营现金流合计	255	1,330	950	1,457	1,869
资本支出	-293	-419	-184	-187	-190
投资收益	90	66	115	69	74
其他投资现金流	-3,057	109	0	0	0
投资现金流合计	-3,259	-243	-69	-118	-116
发行股票	2,967	1,322	0	1,960	0
负债变化	9,729	27,705	237	-1,167	1,084
股息支出	-52	-77	-77	-100	-146
其他融资现金流	-8,549	-27,356	-384	-337	-290
融资现金流合计	4,095	1,593	-225	356	649
现金及现金等价物净增加额	1,090	2,680	656	1,695	2,402

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	101.21%	84.17%	24.87%	26.89%	25.91%
营业利润增长率	76.99%	54.94%	35.32%	40.09%	40.95%
净利润增长率	48.95%	54.05%	33.38%	41.43%	40.25%
毛利率	10.58%	11.02%	11.37%	11.55%	11.77%
EBITDA Margin	3.26%	3.50%	3.21%	3.05%	3.04%
净利率	1.68%	1.40%	1.50%	1.67%	1.86%
净资产收益率	5.87%	7.34%	8.99%	9.65%	12.04%
总资产收益率	2.39%	2.57%	3.00%	3.47%	4.01%
资产负债率	59.28%	63.63%	65.49%	63.10%	65.97%
所得税率	16.12%	17.51%	18.78%	17.47%	17.92%
股利支付率	12.06%	11.75%	11.42%	11.74%	11.63%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科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性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。