

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

紫光股份 (000938)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年09月04日

## 股权受让落地，看好长期发展

证券分析师：程成	0755-22940300	chengcheng@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
证券分析师：刘彬	010-88005317	liubin7@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080006
证券分析师：陈彤	0755-81981372	chentong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001
证券分析师：马成龙	021-60933150	machenglong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

## 事项：

2020年9月2日，公司收到控股股东西藏紫光通信发来的《关于公开征集转让紫光股份部分股份进展的通知》，关于西藏紫光通信拟通过公开征集转让方式协议转让公司部分股份的公开征集期已结束，在本次公开征集期内，共有2家意向受让方向西藏紫光通信提交了受让申请材料，其中屹唐同舟申请受让公司5.68%的股份；大家资产管理有限责任公司发行设立并管理的大家资产-琼琚系列专项产品（第五期）申请受让公司5.46%的股份。2家意向受让方已缴纳缔约保证金。

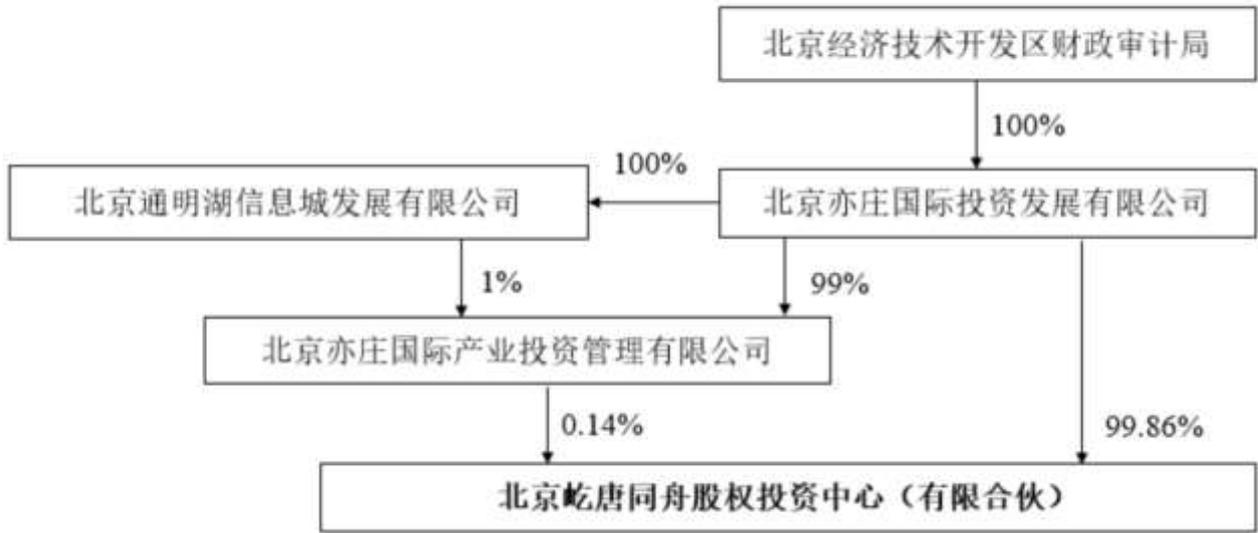
国信通信观点：此次紫光股份股权转让落地，代表了北京市地方政府和长期资金对公司未来业务发展的看好。紫光集团的债务风险正在逐步下降。公司作为通信行业的核心资产，充分受益此轮新基建。公司云与智能业务整合迅速，新产品新架构短时间内陆续推出，公有云私有云整合顺利，可以说当前时点云与智能事业群在产品架构等方面基本整合完毕，公司原有的私有云业务有紫光公有云补足短板后，可以更好地满足产业互联网的发展，推动政务、交通、教育、智慧城市等行业客户提速上云。运营商订单实现大幅度增长，电信市场业务进入收获期，随着后续芯片能力提升带来的产品竞争力的进一步提升，有望快速实现运营商200亿业务收入阶段性目标。看好公司未来发展，预计20-22年收入分别为622.94/764.15/858.77亿，归母净利润20.61/25.16/33.73亿，对应EPS为0.72/0.88/1.18元，对应当前股价PE为45/37/27，维持评级为“买入”评级。

## 评论：

## ■ 转让股份终落地，紫光集团债务问题基本解决

此次股权受让方为屹唐同舟和大家资产。其中屹唐同舟隶属于北京亦庄国际投资发展有限公司，北京亦庄国际投资发展有限公司通过直接、间接出资的方式合计持有屹唐同舟100%的出资份额。大家资产管理有限责任公司系大家保险集团有限责任公司旗下资产管理公司。亦庄国投和大家资产的入股，反映出北京市地方政府和长期资金对公司未来业务发展的看好。而紫光集团通过对旗下公司股权的梳理，降低了公司整体负债率。如与大基金二期投资50亿入股紫光展锐，重庆两江集团对紫光集团增资，加上此次紫光股份17%股权的转让，紫光集团总体债务规模在下降，特别是集团本部的有息债务在迅速下降，紫光集团的债务风险正在逐步下降。

图 1: 屹唐同舟出资结构图



资料来源:天眼查、国信证券经济研究所整理

我们看好紫光股份 ICT 龙头未来发展。

**1) 公司是中国通信产业的核心资产，是此轮新基建受益核心标的**

新华三起源于华为，中间历经华为退出、3COM 被惠普收购、紫光集团拿下 51% 控股权，形成了具备华为精神内核、惠普成熟产品运营经验、紫光良好的创新精神的 ICT 综合体；经多年耕耘，新华三在企业网地位与华为类似，凭借着产品线宽度和技术深度构成足够深的护城河，成为所有国内甲方绕不开的 ICT 巨头，在数据中心交换机市场获得 40.8% 的市场第一占有率，公司在企业网路由器占比 28.5%，公司在企业网领域已经跟华为形成双寡头局面。在“新基建”浪潮下和 5G 技术在中国的开展，我们认为新华三作为网络设备的龙头企业将受益于行业大背景和公司自身产品线的建设。而公司是这一轮新基建的核心受益标的。1) 集团公司新成立紫光云与智能事业群，以迎接“新基建”背景下数字经济发展对云计算和智能化的需求。紫光股份作为集团该事业群的核心，云相关业务将受益；2) 随着 5G 的建设，流量的增加，网络设备的需求将进一步扩张，新华三作为网络设备的龙头企业将迎来新的发展机遇。

**2) 运营业务已经打开局面，未来运营业务收入有望突破 200 亿**

公司之前专注企业网市场发展，近年开始发力运营商市场，但因运营商更换新设备周期长，对接入设备稳定性要求高，且 4G 末期没有大规模更换设备需求，导致公司的运营业务相对规模小。但 5G 给公司带来了新机遇。运营商在 5G 时期有网络重构的需求，公司在其在 SDN 方面的优势也得以充分发挥，多款核心产品已经实现大规模部署和应用。高端路由进入三大运营商网络，中国移动集采超过 1600 台设备；运营商防火墙/负载均衡/入侵防御集采综合份额第一；5G 小站以优异成绩通过三大运营商第一阶段测试；在电信和联通的 5G 承载网试点中全面领先获高度认可。19 年开始公司在运营商的中标订单越来越多，而今年上半年相关订单基本与去年全年持平，公司深度耕耘运营商市场，终于进入收获期，通过高端路由器、防火墙、服务器等业务，公司有望在运营商市场拿下 200 亿的市场规模。

**3) 海外业务将会是公司重要增长点。**

公司海外业务原先通过 HP 实现海外销售，即绿牌，但近年来 HP 整体发展低迷，对公司的海外业务造成了不小的负面影响。于是公司开始用自有品牌 H3C 来拓展海外市场，即红牌战略。通过红牌绿牌双品牌战略，公司当前已在马来西亚、泰国、印度尼西亚、巴基斯坦、俄罗斯、哈萨克斯坦和日本 7 个国家建立了子公司，在 30 多个国家形成项目突破并成功落地交付，自主品牌网络产品逐步应用于金融、电信、政府等高门槛、高要求的核心行业。并

已认证海外合作伙伴 223 家，海外销售渠道逐步扩大。海外网络产品市场空间比国内市场更大，而且公司的合资公司身份使得在海外业务阻力较小，未来有望达到 300 亿海外收入规模。

#### 4) 自研芯片提升供应链安全，提升公司产品竞争力

紫光旗下新华三半导体技术有限公司（以下简称新华三半导体技术公司）自主开发的核心网络处理器测试芯片顺利完成生产与封装测试环节，并已成功运行自研固件和测试软件。该款核心网络处理器的商用芯片将在今年内实现流片投产，可广泛应用于路由器等网络产品领域，预计明年上半年新华三将发布采用自研核心网络处理器的高端路由器产品。

而公司近期被批准的 120 亿定增中，包括了两个 5G 网络应用关键芯片项目，分别是基于 AI 的 5G 网络通讯关键芯片及设备研发项目和 5G 小基站关键芯片及设备开发项目。

“基于 AI 的 5G 网络通讯关键芯片及设备研发项目”预计总投资 22.0365 亿元，研发周期为 4 年。该子项目旨在通过对以太网交换机可编程交换芯片的持续研发，致力于填补国内基于 AI 的 5G 网络通讯关键芯片的技术空白。项目的具体建设内容包括两部分，一是交换机芯片的研发，具体包括芯片规格定义、芯片设计、流片、封装测试、SMT 组装等；二是基于此交换芯片的样机研发，具体包括相关硬件研发和软件研发。

“5G 小基站关键芯片及设备开发项目”预计总投资 15.0156 亿元，研发周期为 3 年。该子项目通过对 5G 小基站关键芯片技术的研究及设备研发，进一步提高公司的核心竞争力。项目的建设内容分两部分，一是 5G 小基站关键芯片的研发，二是基站 BBU、前传交换机 rHub、RRU 等样机研发。

在网络通信芯片领域的创新突破，将有助于新华三在中国高端路由器市场的竞争中保持领先，并有能力向全球进军。与此同时，新华三半导体技术公司本次取得的创新成果，将推动紫光集团在芯片领域形成包括移动、存储与网络芯片的扩展版图，并贯穿云计算和整个 IT 与网络产业生态，进一步提升“从芯到云”产业链条的总体发展。

**表 1: 5G 网络应用关键芯片及设备研发项目细节**

子项目名称	总投资 (亿)	项目内容	研发周期
基于 AI 的 5G 网络通讯关键芯片及设备研发项目	22	自主研发以太网交换机高速可编程交换芯片，并在交换机上嵌入人工智能芯片，以实现实时流量的智能调度和优化，提高实时吞吐率，降低交换时延，改善网络的智能运维和管理效率，增强安全应用和部署能力	4
5G 小基站关键芯片及设备开发项目	15	自主研发 5G 小基站 BBU 基带芯片，RRU 与 DFE 芯片，研发小基站完整解决方案，包括基站 BBU、前传扩展交换机 rHub、远端天线单元 RRU 等	3

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

#### 5) 云与智能事业群整合完毕，混合云业务蓄势待发

今年 4 月 8 日，紫光集团宣布重大组织架构升级——基于紫光云网板块的整体发展战略，整合旗下公司的私有云、公有云、人工智能、视频云、软件服务能力，成立“紫光云与智能事业群”，在技术、品牌、市场与服务层面全面统一，以全新的“紫光云”品牌面向市场，倾力发展“云+智能”业务。4 月 21 日公司就发布了全新升级的“数字大脑计划 2020”，将数字大脑的核心引擎升级为“云与智能平台”。依托“云与智能平台”的紫光云 2.0，可实现私有云、公有云、边缘云以及多云服务的全域覆盖，为企业客户带来统一架构、统一服务和统一体验。面向私有云应用场景，推出的全新 UniCloud Stack 架构，全面融合紫光云从虚拟化到 IaaS、PaaS、数据服务的全部 ABC 能力，满足客户开箱即云的需求。面向公有云应用场景，推出的全新 UniCloud 2.0 架构。

产业互联网比消费互联网所涉及的领域更大、更关乎国计民生、更具产业价值、也更亟待技术去改变它，实现转型升级。当前时点云与智能事业群在产品架构等方面基本整合完毕，公司原有的私有云业务有紫光公有云补足短板后，可以更好地满足产业互联网的发展，推动政务、交通、教育、智慧城市等行业客户提速上云。

### 投资建议:

此次紫光股份股权转让落地,代表了北京市地方政府和长期资金对公司未来业务发展的看好。紫光集团的债务风险正在逐步下降。

公司作为通信行业的核心资产,充分受益此轮新基建。公司云与智能业务整合迅速,新产品新架构短时间内陆续推出,公有云私有云整合顺利,可以说当前时点云与智能事业群在产品架构等方面基本整合完毕,公司原有的私有云业务有紫光公有云补足短板后,可以更好地满足产业互联网的发展,推动政务、交通、教育、智慧城市等行业客户提速上云。运营商订单实现大幅度增长,电信市场业务进入收获期,随着后续芯片能力提升带来的产品竞争力的进一步提升,有望快速实现运营商 200 亿业务收入阶段性目标。看好公司未来发展,预计 20-22 年收入分别为 622.94/764.15/858.77 亿,归母净利润 20.61/25.16/33.73 亿,对应 EPS 为 0.72/0.88/1.18 元,对应当前股价 PE 为 45/37/27,维持评级为“买入”评级。

表 2: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 9 月 2 日)

股票代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002396.SZ	星网锐捷	29.61	163	1.05	1.26	1.49	28.20	23.50	19.87	买入
300454.SZ	深信服	222	910	1.86	2.26	3.07	119.35	98.23	72.31	-
300369.SZ	绿盟科技	21.51	171	0.28	0.4	0.53	76.82	53.78	40.58	-
603019.SH	中科曙光	44.5	580	0.66	0.58	0.76	67.42	76.72	58.55	-
000063.SZ	中兴通讯	38.84	1776	1.22	1.37	1.8	31.84	28.35	21.58	买入
000977.SZ	浪潮信息	35.48	507	0.72	0.91	1.23	49.28	38.99	28.85	-
	<b>平均</b>		<b>694.5</b>	<b>0.97</b>	<b>1.13</b>	<b>1.48</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	
000034.SZ	神州数码	23.72	155	1.07	1.4	1.89	22.17	16.94	12.55	-
000158.SZ	常山北明	9.53	151	0.06	0.24	0.38	158.83	39.71	25.08	-
	<b>平均</b>		<b>694.5</b>	<b>0.88</b>	<b>1.06</b>	<b>1.4</b>	<b>61.55</b>	<b>41.80</b>	<b>31.04</b>	
<b>000938.SZ</b>	<b>紫光股份</b>	<b>34.01</b>	<b>924</b>	<b>0.72</b>	<b>0.88</b>	<b>1.18</b>	<b>47.24</b>	<b>38.65</b>	<b>28.82</b>	<b>买入</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理注: 贝达药业为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9847	7843	10196	12235
应收款项	8719	10411	12771	14352
存货净额	7905	7790	9608	10785
其他流动资产	3285	6170	7568	8505
<b>流动资产合计</b>	<b>31567</b>	<b>34026</b>	<b>41955</b>	<b>47690</b>
固定资产	606	3076	5064	6942
无形资产及其他	3595	3551	3507	3464
投资性房地产	18845	18845	18845	18845
长期股权投资	126	138	149	161
<b>资产总计</b>	<b>54739</b>	<b>59636</b>	<b>69520</b>	<b>77101</b>
短期借款及交易性金融负债	5028	8121	13281	17377
应付款项	7543	6932	8549	9596
其他流动负债	8310	9949	12169	13516
<b>流动负债合计</b>	<b>20881</b>	<b>25002</b>	<b>33999</b>	<b>40490</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1500	1700	1900	2100
<b>长期负债合计</b>	<b>1500</b>	<b>1700</b>	<b>1900</b>	<b>2100</b>
<b>负债合计</b>	<b>22380</b>	<b>26702</b>	<b>35899</b>	<b>42590</b>
少数股东权益	4176	4516	4918	5423
股东权益	28183	28417	28704	29089
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>54739</b>	<b>59636</b>	<b>69520</b>	<b>77101</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.90	0.72	0.88	1.18
每股红利	0.80	0.64	0.78	1.05
每股净资产	13.80	9.94	10.04	10.17
ROIC	18%	8%	10%	12%
ROE	7%	7%	9%	12%
毛利率	21%	22%	21%	21%
EBIT Margin	13%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	14%	6%	6%	7%
收入增长	12%	15%	23%	12%
净利润增长率	8%	12%	22%	34%
资产负债率	49%	52%	59%	62%
息率	2.4%	2.6%	3.2%	4.3%
P/E	37.7	47.2	38.7	28.8
P/B	2.5	3.4	3.4	3.3
EV/EBITDA	12.6	32.9	27.5	22.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>54099</b>	<b>62294</b>	<b>76415</b>	<b>85877</b>
营业成本	42787	48894	60368	67843
营业税金及附加	223	283	347	390
销售费用	3340	4143	4929	5539
管理费用	761	5501	6333	6241
财务费用	443	152	355	542
投资收益	9	146	110	88
资产减值及公允价值变动	430	430	430	430
其他收入	(3464)	0	0	0
营业利润	3521	3898	4623	5840
营业外净收支	90	88	88	88
<b>利润总额</b>	<b>3611</b>	<b>3986</b>	<b>4710</b>	<b>5928</b>
所得税费用	537	566	589	534
少数股东损益	1231	1359	1606	2021
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1843</b>	<b>2061</b>	<b>2516</b>	<b>3373</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1843</b>	<b>2061</b>	<b>2516</b>	<b>3373</b>
资产减值准备	(101)	(362)	17	18
折旧摊销	318	295	398	507
公允价值变动损失	(430)	(430)	(430)	(430)
财务费用	443	152	355	542
营运资本变动	1219	(3596)	(1523)	(1082)
其它	241	702	385	487
<b>经营活动现金流</b>	<b>3091</b>	<b>(1331)</b>	<b>1362</b>	<b>2873</b>
资本开支	(703)	(1929)	(1929)	(1929)
其它投资现金流	(928)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1642)</b>	<b>(1940)</b>	<b>(1940)</b>	<b>(1940)</b>
权益性融资	75	0	0	0
负债净变化	(734)	0	0	0
支付股利、利息	(1633)	(1826)	(2229)	(2989)
其它融资现金流	7219	3093	5160	4096
<b>融资活动现金流</b>	<b>2559</b>	<b>1268</b>	<b>2932</b>	<b>1107</b>
<b>现金净变动</b>	<b>4007</b>	<b>(2004)</b>	<b>2353</b>	<b>2039</b>
货币资金的期初余额	5840	9847	7843	10196
货币资金的期末余额	9847	7843	10196	12235
企业自由现金流	6785	(2250)	829	2832
权益自由现金流	13270	713	5679	6434

## 相关研究报告

- 《紫光股份-000938-2020 年中报点评：业绩超预期，运营商市场和混合云蓄势待发》 ——2020-08-25
- 《紫光股份-000938-重大事件快评：ICT 龙头多渠道提升公司核心竞争力》 ——2020-06-22
- 《紫光股份-000938-深度报告：云与智能事业群核心，ICT 龙头蓄势待发》 ——2020-06-05
- 《紫光股份-000938-重大事件快评：5G 时代 ICT 巨头，运营商业务服务器和高端路由持续突破》 ——2020-06-01
- 《紫光股份-000938-财报点评：业绩符合预期，受益新基建的 ICT 龙头》 ——2020-04-27

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032