

业绩恢复迅速，各项目有序推进

投资要点

- **业绩总结：**公司2020年上半年营业收入为255.5亿元，同比增长了11.7%，归属于母公司股东的净利润为8.8亿元，同比增长了4.2%。
- **公司业绩恢复迅速，业务布局态势良好。**公司2020年Q2实现营收155.8亿元，归属于母公司股东的净利润为6.3亿元。公司一季度业绩受新冠疫情影响有所下滑，但是随着二季度公司经营与各产品线逐渐复工复产，公司也在持续推进在云计算和5G产业链的布局。目前，公司在国内政企市场上有多个重点项目开始陆续实现交付，在国内运营商市场上也有多个产品中标。
- **整合产业链上下游，促进分销业务顺利进行。**公司致力于构建出完整的IT分销产业链和生态圈，公司能够和产业链上下游协同发展、互利共赢。公司持续推进与惠普、戴尔、联想等厂商的全面合作，在保证各产品线稳定发展的同时，能够迅速根据用户的需求在市场中找到合适的合作厂商并将其引入至公司的产品线中。同时公司也在不断提升物流与信息化水平，IT分销业务板块将继续保持稳健发展趋势。
- **公司以云计算平台为基石，助力行业客户数字化转型。**公司发布的“数字大脑计划”是以融合云计算基础设施的智能数字平台为核心并打造智慧应用生态，持续在政务云、金融云、交通云、电信云等领域取得新的突破，保持领先地位，助力更多客户加速数字化转型进程。目前公司已经在全国各地多个行业领域中标项目，且项目都在有序推进中。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.81元、0.98元、1.22元，未来三年归母净利润将达到23.7%的复合增长率。考虑到下半年公司多个项目逐渐开始交付，产品陆续中标，行业景气度上行叠加5G建设催化公司业务快速增长，给予2020年47X PE，对应目标价38.07元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；大客户拓展不及预期等风险。

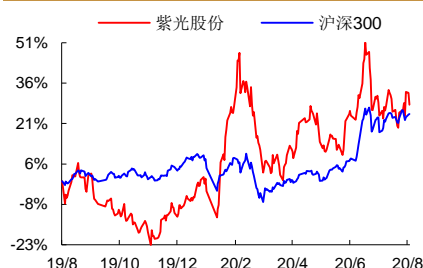
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54099.06	62068.71	72916.04	87123.93
增长率	11.99%	14.73%	17.48%	19.49%
归属母公司净利润(百万元)	1843.40	2309.62	2793.48	3486.09
增长率	8.20%	25.29%	20.95%	24.79%
每股收益EPS(元)	0.64	0.81	0.98	1.22
净资产收益率ROE	9.50%	10.86%	11.70%	12.88%
PE	49	39	32	26
PB	3.17	3.02	2.76	2.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.60
流通A股(亿股)	28.60
52周内股价区间(元)	26.32-51.76
总市值(亿元)	894.63
总资产(亿元)	562.53
每股净资产(元)	14.08

相关研究

1 公司为云计算基础设施建设的先行者

公司是新一代云计算基础设施建设和智能应用创新发展的先驱。公司为云计算、大数据、人工智能、5G 和物联网在行业智能应用方面提供计算、网络、存储和安全等软硬件产品，广泛应用在政府、电信、互联网、金融、教育等众多行业，并持续为用户的云计算智能应用项目提供规划设计、软件开发、系统集成和运维管理等全生命周期服务。

从营收结构来看，公司主要业务有 IT 产品分销与供应链服务和数字化基础设施及服务，2019 年分别占营收比重为 52.5%、47.5%。与之相对比的是公司的毛利结构，IT 产品分销与供应链服务、数字化基础设施及服务分别占总毛利比例为 21.2%、78.8%，IT 产品分销与供应链服务占公司营收比重最大，而数字化基础设施及服务贡献了大部分的毛利。

图 1：公司各业务占比（亿元）

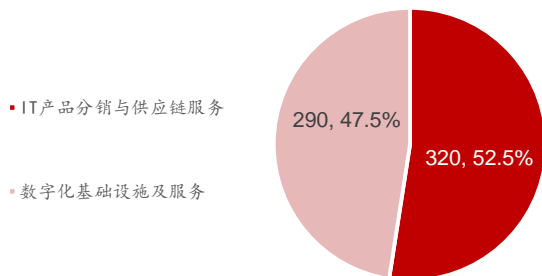
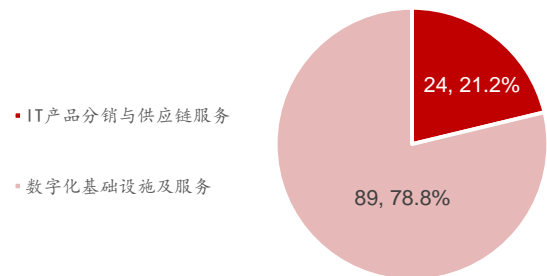


图 2：公司各业务毛利占比（亿元）

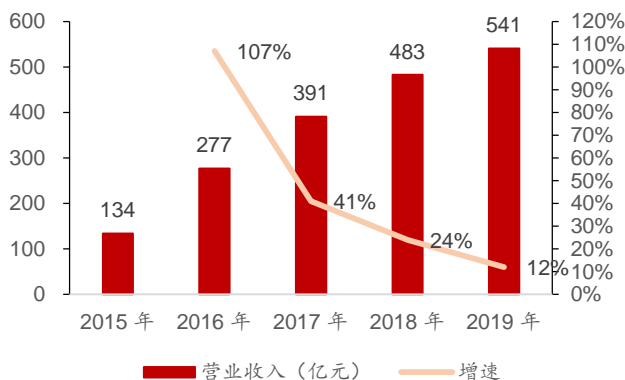


数据来源：公司年报，西南证券整理

数据来源：公司年报，西南证券整理

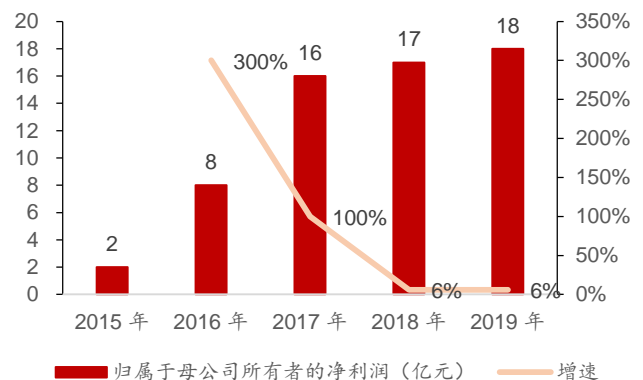
公司营收逐年上升，盈利水平稳健增长。公司在不断巩固提升国内政企客户云计算基础设施和行业应用市场优势的同时，也在运营商市场和海外市场取得了阶段性进展。公司近 5 年来营收的复合增长率达到了 41.7%，盈利水平也在稳健提升，归母净利润从 2015 年的 2 亿元增长至 2019 年的 18 亿元，复合增速达到了 73.2%。

图 3：公司近 5 年营收及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近 5 年归母净利润及增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着二季度公司产品生产线逐渐复工复产，公司大客户稳定，公司在政企领域大量订单实现交付，云计算和 5G 产业链布局持续推进，假设 2020-2022 年信息电子类产品订单量增速分别为 6%、6.3%、6.2%；

假设 2：公司 IT 分销服务业务发展迅速，公司也在加大推进产业链上下游整合，不断根据客户的新需求引进新的产品线，未来该业务维持平稳增速，假设 2020-2022 年 IT 分销服务业务订单量增速为 25%、27%、29%；

假设 3：公司其他业务并非主营业务，随着公司在行业里持续深耕主营业务，未来其他业务会逐渐退出。

假设 4：公司内部摊销增幅与收入增速密切相关，假设未来三年内部摊销增速平稳增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
信息电子类产品	收入	31980.5	33899.3	36034.9	38269.1
	增速	6.4%	6.0%	6.3%	6.2%
IT 服务	收入	29024.3	36280.4	46076.1	59438.2
	增速	33.8%	25.0%	27.0%	29.0%
其他业务	收入	178.3	35.7	10.7	3.2
	增速	-89.7%	-80.0%	-70.0%	-70.0%
内部抵销	收入	-7084.0	-8146.6	-9205.7	-10586.5
	增速	-35.4%	15.0%	13.0%	15.0%
合计	收入	54099.1	62068.7	72916.0	87123.9
	增速	12.0%	14.7%	17.5%	19.5%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

我们选取云计算行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与紫光股份相似，都是以云计算相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 66 倍，公司估值水平低于行业。考虑到云计算与 5G 的快速发展，公司的多个项目产品陆续中标，我们认为公司目前被低估。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
			20E	21E	20E	21E
688051.SH	佳华科技	132.50	2.38	3.62	56.60	37.17
002912.SZ	中新赛克	82.80	2.13	2.87	40.81	30.18
300454.SZ	深信服	224.06	2.19	2.96	102.27	75.73
平均值					66.56	47.70

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元、1.22 元，未来三年归母净利润将达到 23.7%的复合增长率。考虑到下半年公司多个项目逐渐开始交付，产品陆续中标，行业景气度上行叠加 5G 建设催化公司业务快速增长，给予 2020 年 47X PE，对应目标价 38.07 元，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54099.06	62068.71	72916.04	87123.93	净利润	3074.63	3835.89	4681.09	5836.11
营业成本	42786.69	23586.11	26249.77	29622.14	折旧与摊销	644.10	502.00	502.00	502.00
营业税金及附加	223.49	620.69	729.16	871.24	财务费用	443.45	558.62	656.24	784.12
销售费用	3339.56	16137.86	19978.99	24394.70	资产减值损失	-279.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	760.53	16758.55	19978.99	24743.20	经营营运资本变动	2190.59	-2281.99	-1266.76	-1758.36
财务费用	443.45	558.62	656.24	784.12	其他	-4374.14	-160.09	-803.85	245.94
资产减值损失	-279.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1698.91	2454.43	3768.73	5609.80
投资收益	9.15	0.00	28.00	0.00	资本支出	268.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	150.71	87.33	99.89	104.17	其他	1897.23	1120.81	127.89	104.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2165.27	1120.81	127.89	104.17
营业利润	3521.25	4494.21	5450.76	6812.71	短期借款	1817.17	-4262.73	0.00	0.00
其他非经营损益	89.90	-6.73	25.48	14.74	长期借款	-734.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	3611.16	4487.47	5476.24	6827.46	股权融资	-7.67	0.00	0.00	0.00
所得税	536.52	651.58	795.15	991.35	支付股利	-218.88	-368.68	-461.92	-558.70
净利润	3074.63	3835.89	4681.09	5836.11	其他	-725.46	-1823.95	-174.76	-784.12
少数股东损益	1231.23	1526.27	1887.61	2350.02	筹资活动现金流净额	130.70	-6455.36	-636.69	-1342.81
归属母公司股东净利润	1843.40	2309.62	2793.48	3486.09	现金流量净额	3983.34	-2880.12	3259.93	4371.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9846.83	6966.70	10226.63	14597.79	成长能力				
应收和预付款项	9819.18	10318.61	12187.22	14493.15	销售收入增长率	11.99%	14.73%	17.48%	19.49%
存货	7904.51	4093.23	5308.02	5640.10	营业利润增长率	11.96%	27.63%	21.28%	24.99%
其他流动资产	3996.54	2276.70	2538.53	2881.47	净利润增长率	4.82%	24.76%	22.03%	24.67%
长期股权投资	126.03	126.03	126.03	126.03	EBITDA 增长率	10.87%	20.53%	18.98%	22.54%
投资性房地产	254.41	254.41	254.41	254.41	获利能力				
固定资产和在建工程	606.32	522.71	439.09	355.48	毛利率	20.91%	62.00%	64.00%	66.00%
无形资产和开发支出	17586.59	17222.27	16857.94	16493.61	三费率	8.40%	53.90%	55.70%	57.30%
其他非流动资产	4598.85	4544.79	4490.73	4436.67	净利率	5.68%	6.18%	6.42%	6.70%
资产总计	54739.26	46325.44	52428.59	59278.71	ROE	9.50%	10.86%	11.70%	12.88%
短期借款	4262.73	0.00	0.00	0.00	ROA	5.62%	8.28%	8.93%	9.85%
应付和预收款项	11290.50	6984.96	8103.43	9316.52	ROIC	12.20%	15.40%	17.01%	19.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.52%	8.95%	9.06%	9.30%
其他负债	6827.17	4014.87	4298.91	4658.51	营运能力				
负债合计	22380.40	10999.83	12402.34	13975.04	总资产周转率	1.05	1.23	1.48	1.56
股本	2042.91	2860.08	2860.08	2860.08	固定资产周转率	91.95	110.49	152.49	220.82
资本公积	20056.77	19239.88	19239.88	19239.88	应收账款周转率	6.96	6.93	7.04	7.08
留存收益	6063.89	8004.83	10336.39	13263.78	存货周转率	5.63	3.51	5.21	5.24
归属母公司股东权益	28182.55	29623.03	32436.07	35363.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.35%	—	—	—
少数股东权益	4176.30	5702.58	7590.18	9940.20	资本结构				
股东权益合计	32358.85	35325.61	40026.25	45303.67	资产负债率	40.89%	23.74%	23.66%	23.58%
负债和股东权益合计	54739.26	46325.44	52428.59	59278.71	带息债务/总负债	19.05%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	2.49	2.78	3.01
					速动比率	1.13	2.06	2.29	2.56
					股利支付率	11.87%	15.96%	16.54%	16.03%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4608.80	5554.82	6609.00	8098.83	每股收益	0.64	0.81	0.98	1.22
PE	48.53	38.74	32.03	25.66	每股净资产	9.85	10.36	11.34	12.36
PB	3.17	3.02	2.76	2.53	每股经营现金	0.59	0.86	1.32	1.96
PS	1.65	1.44	1.23	1.03	每股股利	0.08	0.13	0.16	0.20
EV/EBITDA	11.60	9.24	7.27	5.40					
股息率	0.24%	0.41%	0.52%	0.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn