



海通证券
HAITONG

证券研究报告
(优于大市, 维持)

《紫光股份深度：再认识新华三，ICT网络设备龙头》

朱劲松（首席分析师）

SAC号码：S0850515060002

余伟民（高级分析师）

SAC号码：S0850517090006

2019年7月17日

1、技术实力突出，中国网络设备龙头。新华三是全球企业网交换设备的龙头之一，公司前身为华为企业网业务部门（后与3COM合并成立华三通信）。经历多年发展，公司已经成为企业网络设备领域的龙头企业，其产品广泛应用到政企、金融、数据中心、电信运营商等领域，覆盖交换机、路由器、服务器、存储、网络安全、超融合解决方案等。

2、紫光集团入主，龙头王者归来。经历思科专利战、3COM收购、HP收购后，2016年紫光集团以188.51亿元收购新华三51%的股权。研发植根中国、管理对接国际，伴随着公司控制权回归本土企业、管理层话语权提升，公司的长期战略规划、战略执行和经营机制得到理顺和提升。

3、三年整合成效显著，经营再提升夯实腾飞根基。自2016年完成并购以来，紫光股份加大研发投入、整合渠道资源，新华三、紫光股份整体呈现出加速发展态势。历经3年，新华三与紫光体系融合与协同发展顺利，并保持高经营效率，面对5G、云计算和AI融合发展带来的科技革新机遇、发展动能足，业务也逐步步入快速增长轨道。

盈利预测。我们预测公司2019-2021年度营业总收入为591亿元（+22%）、738亿元（+25%）和940亿元（+27%），净利润为22.30亿元（+31%）、30.49亿元（+37%）和42.18亿元（+38%）。EPS分别为1.09元、1.49元和2.06元，给予2019年PE区间35-40x，对应合理价值区间38.15-43.60元，“优于大市”评级。

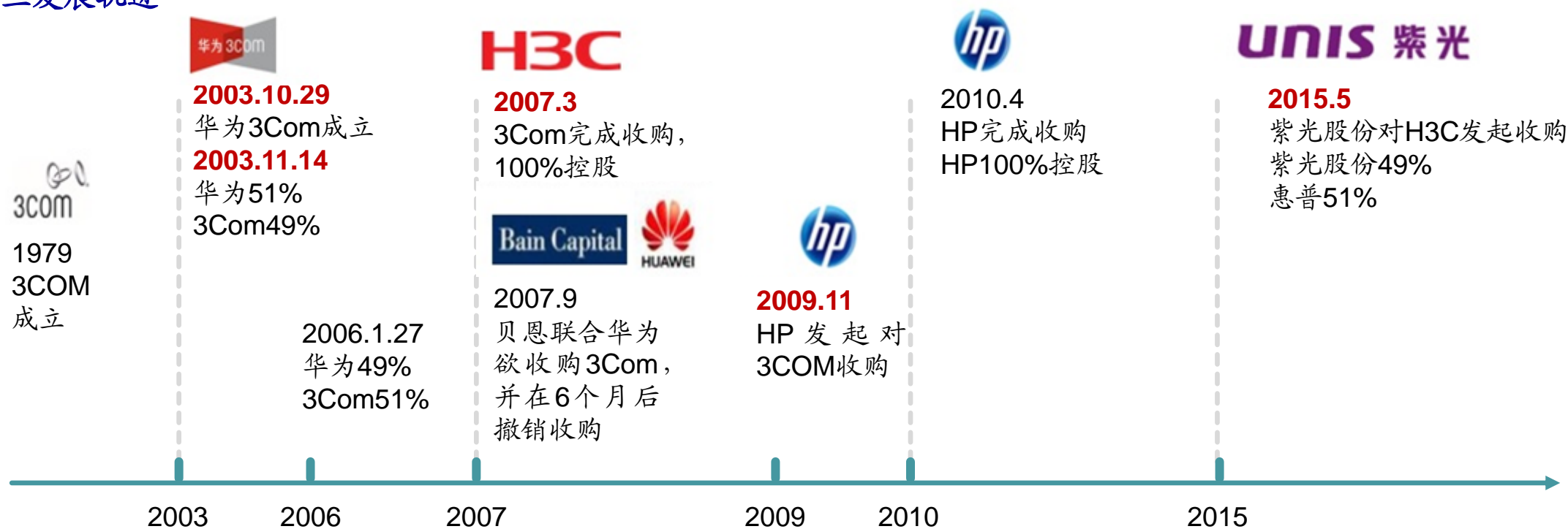
主要风险因素：贸易摩擦等系统性风险；研发及海外市场拓展投入超预期加大。

1. 技术实力国际一流，立足中国、全球化发展
2. 华三奠定新紫光，紫光赋能新华三
3. 三年整合成效渐显，对标思科，腾飞在即
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

历史成长轨迹：源于华为，对标思科

- 华三的诞生，与思科对华为的知识产权诉讼案相关：自1994年设立数通产品线，华为交换机等数通业务的快速发展让思科感到巨大压力。思科于2003年1月起诉华为侵犯专利，2003年3月华为和美国3COM宣布将成立华为3Com，同时思科与华为和解，同年10月华为3Com成立。
- 2007年华为尝试收购3COM（华三），但被美国否决；2010年惠普完成对3COM的收购，此后华为自研交换机。

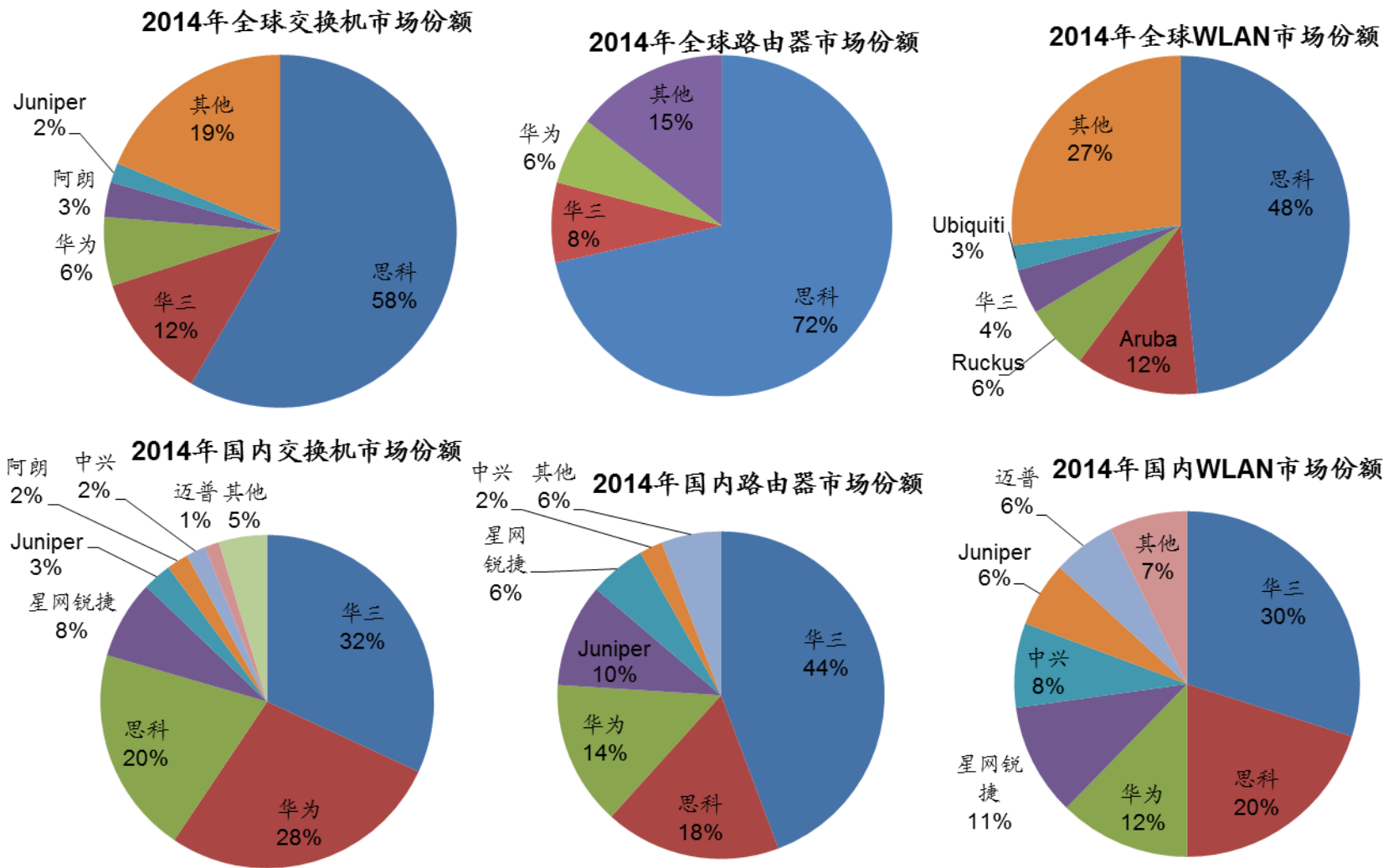
图：华三发展轨迹



并购前：国内网络设备龙头，全球地位突出

- 华三通信源自华为数通产品线，并深耕企业网市场多年；公司在网络连接方面积累了丰富的产品和客户资源。
- 2014年，华三全球交换交换机份额12%、全球路由器份额8%，仅次于思科；WLAN市场份额4%。
- 国内市场，华三交换机、路由器、WLAN份额分别为32%、44%和30%，国内第一。

图：2014年华三产品市场份额情况



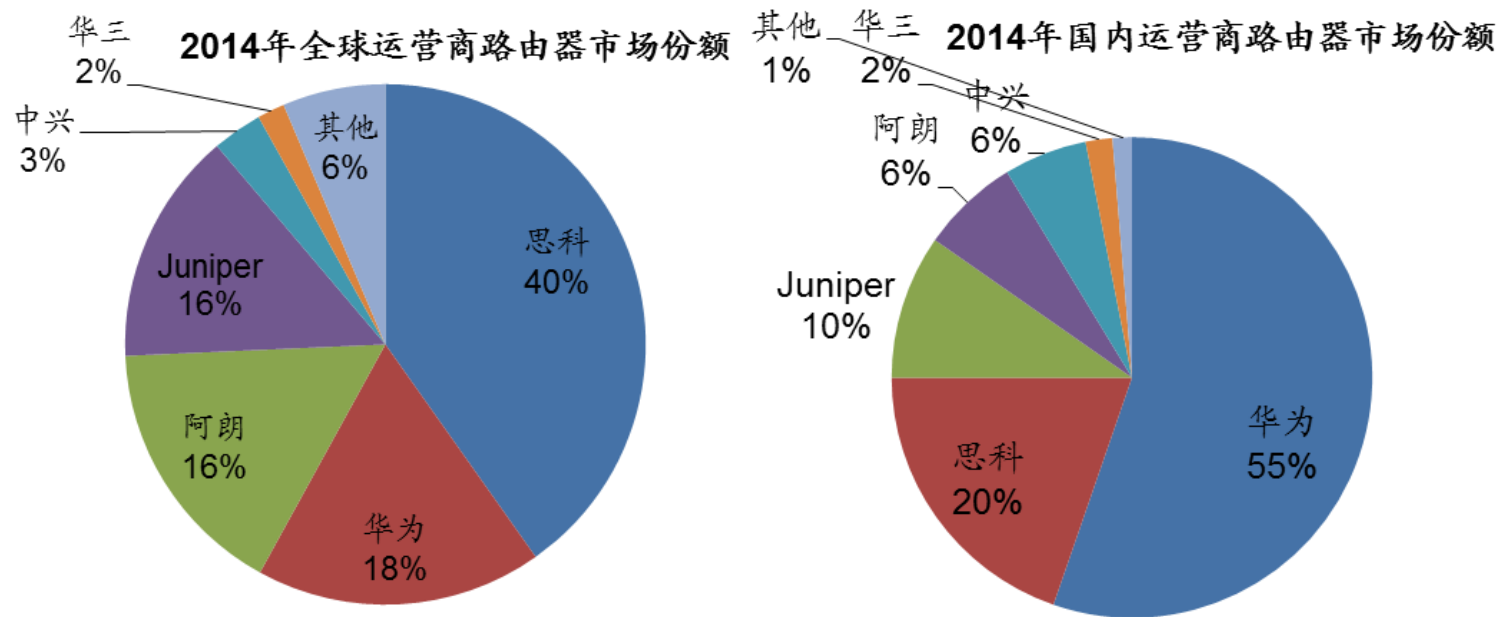
资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

并购前：网络能力横向延伸，运营商亟待突破

- 2014年华三运营商路由器市场份额全球和国内均仅为2%，而华为全球市场份额为18%、国内市场份额为55%。华三在企业交换机市场份额全球第二、国内第一，与其在运营商市场的份额形成明显反差。
- 并购后新华三引进多名原运营商的高管，伴随着新华三品牌在运营商领域的认可度提升、5G带来网络架构升级，我们认为运营商市场有望成为新华三未来5G时代的重要爆发点。

图：2014年华三产品市场份额情况



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

1. 技术实力国际一流，立足中国、全球化发展
2. 华三奠定新紫光，紫光赋能新华三
3. 三年整合成效渐显，对标思科，腾飞在即
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

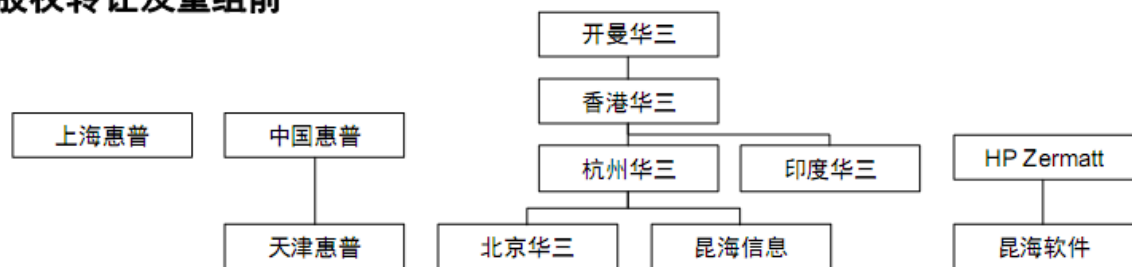
并购新华三H3C，奠定新紫光

➤2016年5月6日，紫光股份非公开发行221亿元，发行股份约8.36亿股，发行价格26.41元/股，募集资金总额约221亿元，完成对新华三、紫光数码和紫光软件股权收购。

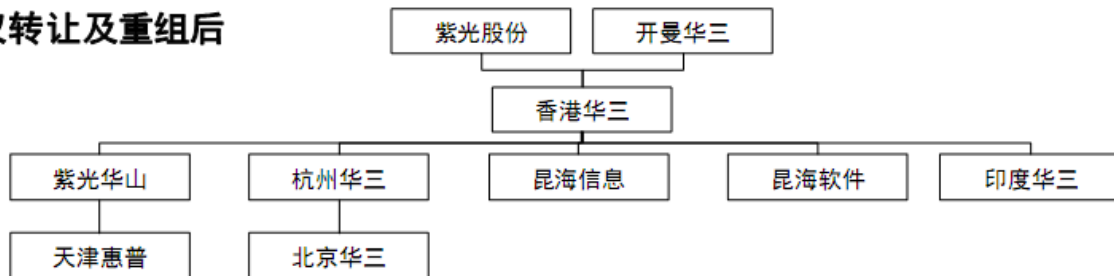
➤紫光数码主营业务为信息电子类分销，紫光软件业务为行业软件与系统集成服务产品；收购后紫光股份全资控股相关公司。

图：华三股权转让情况

股权转让及重组前



股权转让及重组后



| 序号 | 项目 | 拟投入募集金额（万元） |
|----|--------------------|--------------|
| 1 | 收购香港华三 51%股权 | 1,885,091.62 |
| 2 | 收购紫光数码 44%股权 | 46,489.89 |
| 3 | 收购紫光软件 49%股权 | 35,000.00 |
| 4 | 建设云计算研究实验室暨大数据协同中心 | 150,000.00 |
| 5 | 补充公司流动资金及偿还银行借款 | 93,459.36 |
| | 合计 | 2,210,040.87 |

资料来源：公司非公开发行股票预案公告，海通证券研究所

多层次激励机制，激活新华三发展动能



▶发行前清华控股合计持有公司**34.27%**股份，为公司实际控制人；发行完毕后，清华控股合计持股比例增加至**65.05%**。根据2018年年报，紫光通信对紫光股份的持股比例为**54.50%**，中加基金、2号员工持股、华信长安、国研天成、1号员工持股计划持股比例分别为**7.59%**、**4.57%**、**3.45%**、**3.45%**和**1.94%**。

图：发行前后主要股东对比

| 序号 | 股东名称 | 非公开发行前 | | 本次发行 | 非公开发行后 | |
|----|------------|-------------|---------|----------------|------------------|---------|
| | | 持股数量 | 持股比例 | 认购数量 | 持股数量 | 持股比例 |
| 1 | 紫光卓远 | 26,790,400 | 13.00% | - | 26,790,400.00 | 2.57% |
| 2 | 启迪控股 | 24,729,600 | 12.00% | - | 24,729,600.00 | 2.37% |
| 3 | 紫光集团 | 3,300,093 | 1.60% | - | 3,300,093.00 | 0.32% |
| 4 | 清华控股 | 13,645,546 | 6.62% | - | 13,645,546.00 | 1.31% |
| 5 | 首期2号员工持股计划 | - | 0.00% | 48,277,167.00 | 48,277,167.00 | 4.63% |
| 6 | 首期1号员工持股计划 | - | 0.00% | 20,257,478.00 | 20,257,478.00 | 1.94% |
| 7 | 林芝清创 | - | 0.00% | 35,971,223.00 | 35,971,223.00 | 3.45% |
| 8 | 紫光通信 | - | 0.00% | 543,370,265.00 | 543,370,265.00 | 52.10% |
| 9 | 健坤爱清 | - | 0.00% | 9,466,111.00 | 9,466,111.00 | 0.91% |
| 10 | 国研天成 | - | 0.00% | 35,971,223.00 | 35,971,223.00 | 3.45% |
| 11 | 同方计算机 | - | 0.00% | 28,398,333.00 | 28,398,333.00 | 2.72% |
| 12 | 上海华信 | - | 0.00% | 35,971,223.00 | 35,971,223.00 | 3.45% |
| 13 | 中加基金 | - | 0.00% | 79,136,690.00 | 79,136,690.00 | 7.59% |
| 14 | 其他社会公众股东 | 137,614,361 | 66.78% | - | 137,614,361.00 | 13.20% |
| 合计 | | 206,080,000 | 100.00% | 836,819,713.00 | 1,042,899,713.00 | 100.00% |

- ▶首期2号员工持股计划的参加对象为香港华三、其中国境内子公司以及即将并入华三的惠普在中国的服务器、存储设备和技术服务业务（合称为“华三”）的员工。
- ▶两期持股计划的存续期均为**72个月**，锁定期均为**36个月**。释放期为**60个月**，自起算日起计算，任一持有人的持股计划份额总数将自起算日起每满十二个月释放五分之一。
- ▶我们认为，员工持股等多层次的激励有效的绑定了核心员工，奠定了并购后的业绩发展基础。

华为+运营商+HP，一流团队，立足本土，全球视野



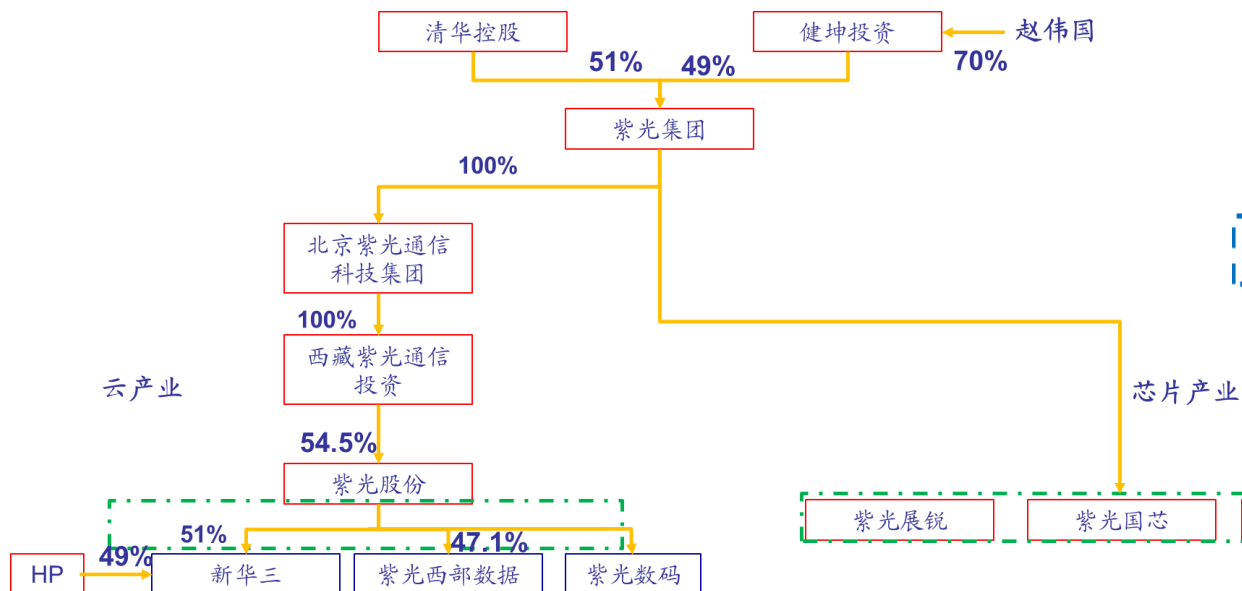
图：紫光股份及新华三业务领导介绍

| 姓名 | 职务 | 经历 | 背景 |
|-----|---------------|----------------------------------|-----|
| 于英涛 | 紫光股份董事长，新华三总裁 | 曾任中国联通营销部总经理、浙江联通总经理，15年加入紫光集团； | 运营商 |
| 王竝弢 | 紫光股份总裁 | 曾任江西联通总经理、联通信息化事业部总经理，17年加入紫光集团； | 运营商 |
| 王景颇 | 新华三联席总裁 | 98年加入华为，03年进入杭州华三通信； | 华为 |
| 韩志刚 | 新华三联席总裁 | 曾任中国联通网络技术研究院院长、副总裁，网络建设部总经理； | 运营商 |
| 尤学军 | 新华三联席总裁/首席技术官 | 曾在华为工作6年，03年加入杭州华三通信； | 华为 |
| 黄智辉 | 新华三联席总裁 | 08年加入惠普，曾任惠普全球副总裁； | 惠普 |
| 卢英杰 | 新华三联席总裁 | 曾任杭州摩托罗拉首席财务官，03年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 易绍山 | 新华三联席总裁 | 曾在华为工作8年，03年加入杭州华三通信； | 华为 |
| 陈子云 | 高级副总裁/首席信息官 | 曾任惠普产品开发与工程副总裁； | 惠普 |
| 陈孝毅 | 副总裁/技术服务部总裁 | 曾在华为工作7年，03年加入杭州华三通信； | 华为 |
| 孙德和 | 副总裁/数字化业务部总裁 | 96年加入3Com，03年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 朱升宏 | 副总裁/研究开发部总裁 | 99年加入华为，03年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 李立 | 副总裁/解决方案总裁 | 曾任北京邮电大学副院长，中国惠普副总裁； | 惠普 |
| 李涛 | 副总裁/新华三大学执行校长 | 98年加入华为，03年进入杭州华三通信； | 华为 |
| 张力 | 副总裁/安全产品线总裁 | 05年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 张岩 | 副总裁/云数产品线总裁 | 99年加入华为，03年加入杭州华三通信； | 华为 |
| 王刚 | 副总裁/智能终端产品线总裁 | 曾在华为工作7年，03年加入杭州华三通信； | 华为 |
| 刘新民 | 副总裁/技术战略部总裁 | 03年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 毕首文 | 副总裁/网络产品线总裁 | 04年加入杭州华三通信； | 华三 |
| 陈振宽 | 副总裁/计算存储产品线总裁 | 13年加入中国惠普。 | 惠普 |

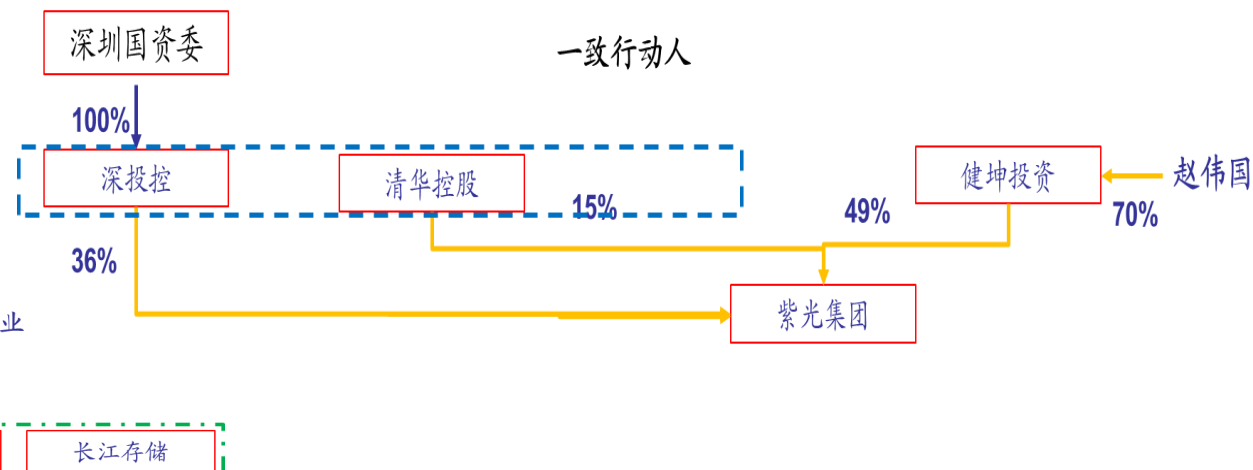
股权优化推进，引入深投控

- 截至2019年7月9日，公司第一大股东为西藏紫光通信投资有限公司，持股比例54.50%，实际控制人为教育部。
- 截至2019年7月9日，清华控股持有紫光集团51%股权，健坤投资持有剩余49%股权。清华大学为推动所属企业的市场化进程，优化国有产权结构，2018年10月26日，清华控股拟转让紫光集团36%股权给深圳国资委全资持有的深投控，双方约定股权转让后由清华控股与深投控一致行动或作出类似安排，达到将紫光集团纳入深投控合并报表范围的条件，因此股权转让后深圳国资委将成为紫光股份的最终实际控制人，我们认为这将大幅提升未来紫光股份管理层的重大事项的经营决策效率。

图：公司目前股权情况



图：公司股权预测（假设清华控股转让紫光集团股权完成后）



资料来源：紫光集团官网，天眼查，公司非公开发行股票预案公告、股权调整公告，WIND，海通证券研究所

全球视角，H3C网络、计算、存储份额领先

➤19年Q1，全球交换机Cisco、Huawei、

Arista、HPE（H3C和HPE，16-18年彼此互为国内及海外市场代理）、Juniper的市场份额分别为53.7%、8.9%、7.5%、5.3%和2.6%。

➤18年，全球企业级WLAN Cisco、HPE、

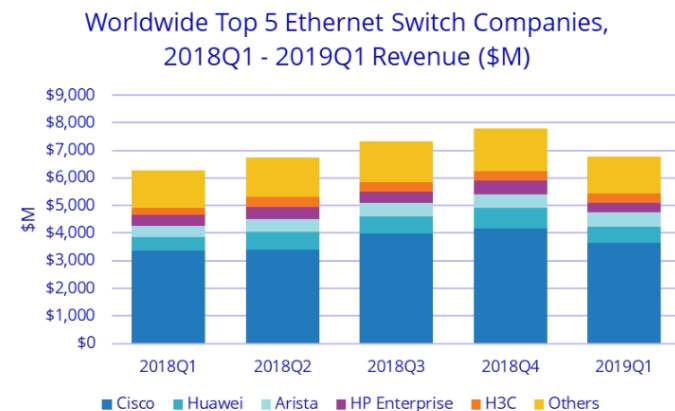
Arista、Ubiquiti、和Huawei的市场份额为44.7%、13.9%、6.5%、6.4%和5.1%。

➤18年全球服务市场DELL、HPE/H3C的市场份额分别为18%和17%。

➤18年全球企业存储DELL、HPE/H3C的市场份额分别为20%和17%。

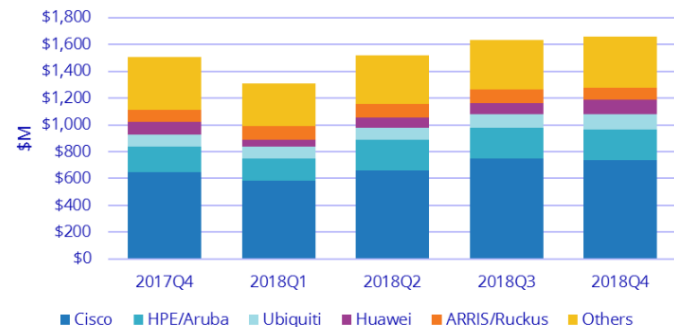
➤产品全面对标华为、思科，国内份额相对较高，我们认为海外市场新华三可拓展空间巨大。

图：近年新华三产品市场份额情况

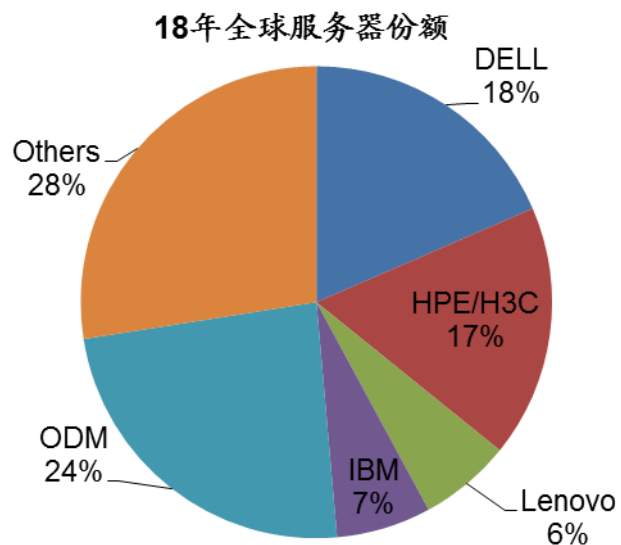


Source: IDC 2019

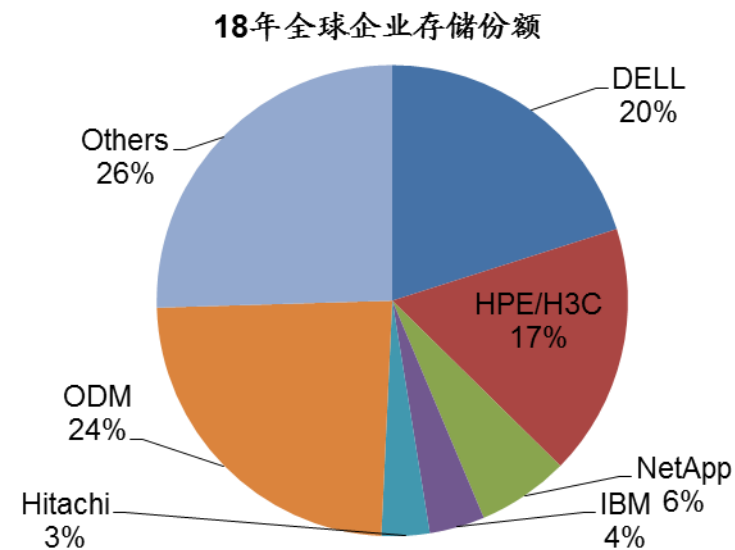
Worldwide Top 5 Enterprise WLAN Companies, 2017Q4 - 2018Q4 Revenue (\$M)



Source: IDC 2019



资料来源：IDC，海通证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

企业网络份额引领国内，计算/存储排名靠前

➤根据IDC相关统计数据，2018

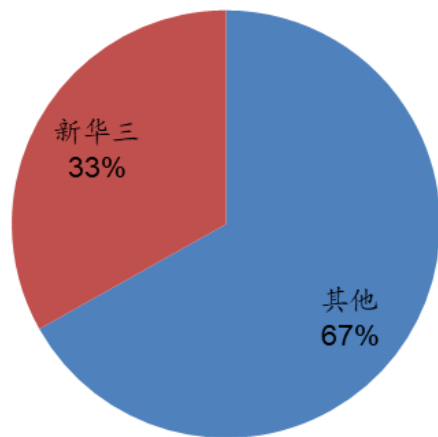
年公司新华三品牌产品在国内企业级市场中，以太网交换机、路由器、WLAN产品的市场占有率分别为33.2%、27.2%、31.1%，位居市场前列。

➤2018年Q1-Q3，新华三数据中心交换机产品市场份额第一，中国区市场占有率超过三分之一，为38.3%。

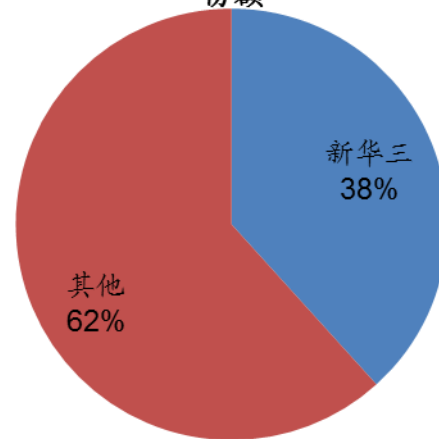
➤此外新华三在存储、服务器领域市场份额领先。

图：近年新华三产品市场份额情况

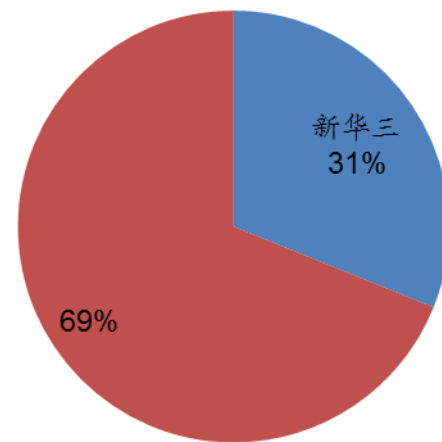
18年中国以太网交换机市场份额



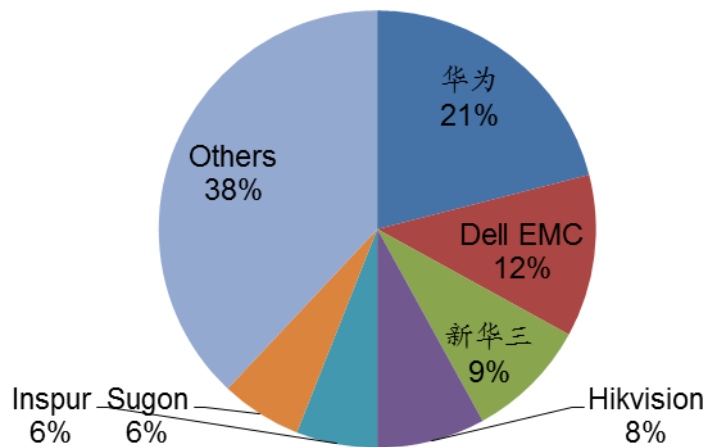
2018年Q1-Q3中国数据中心交换机份额



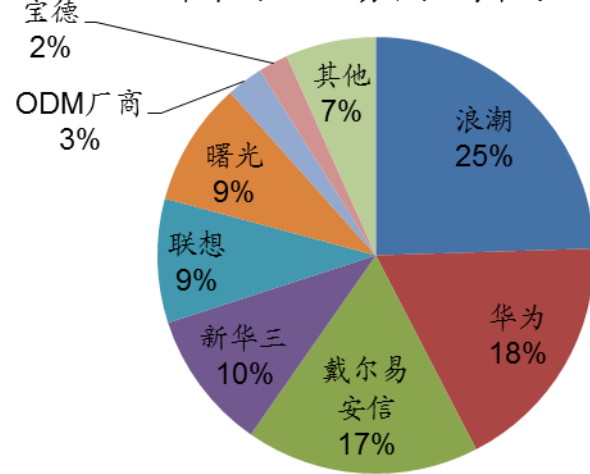
18年国内企业级WLAN份额



2018年Q3 YTD 中国存储市场份额



2018年中国X86服务器厂商市场份额



资料来源：IDC，新华三官网，Ofweek物联网、中国闪存市场、199IT援引IDC，紫光股份2018年年报，海通证券研究所

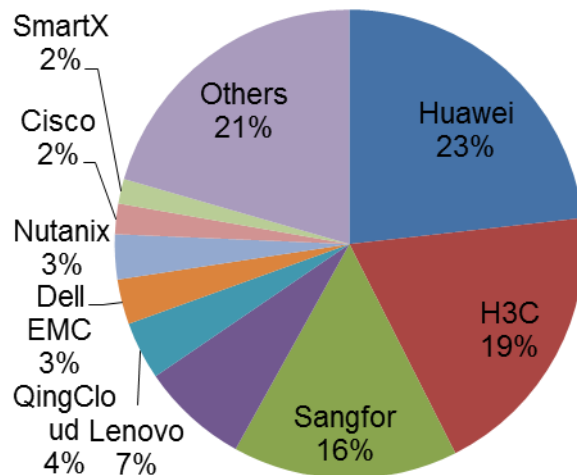
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

技术融合，超融合/SDN/云业务龙头地位凸显

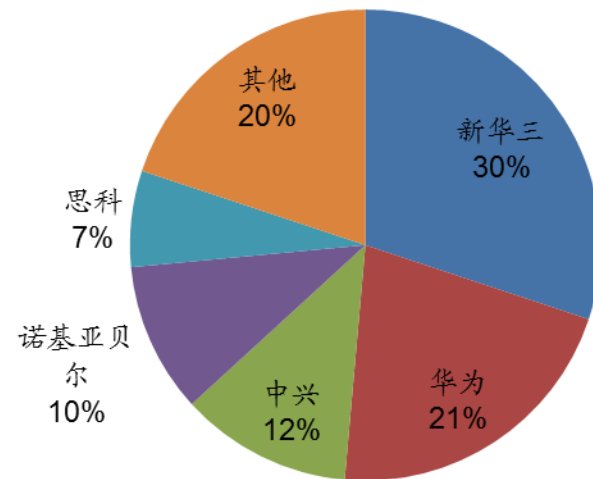
➤2017年，新华三在国内服务器虚拟化、云管理平台领域份额分别为18%和22%，位列国内第一。

➤2018年，新华三超融合市场份额19%国内仅次于华为；中国SDN（软件）份额30%，国内第一。

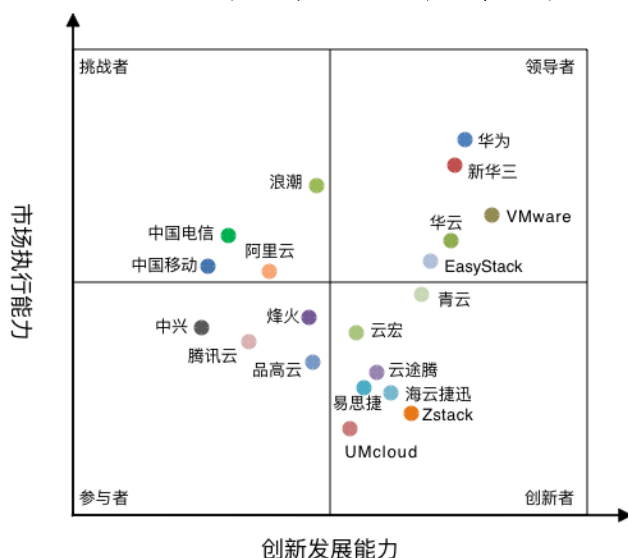
图：近年新华三产品市场份额情况
2018年超融合市场份额



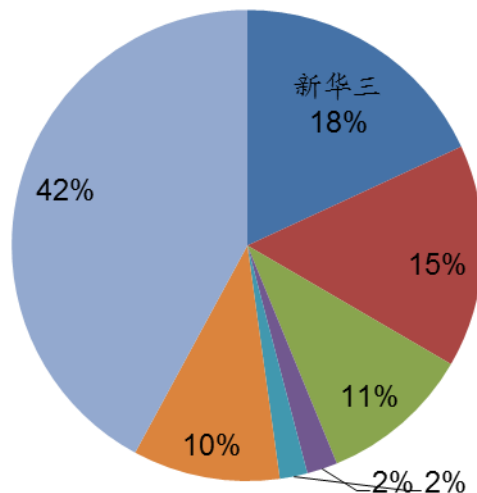
2018年中国SDN（软件）份额



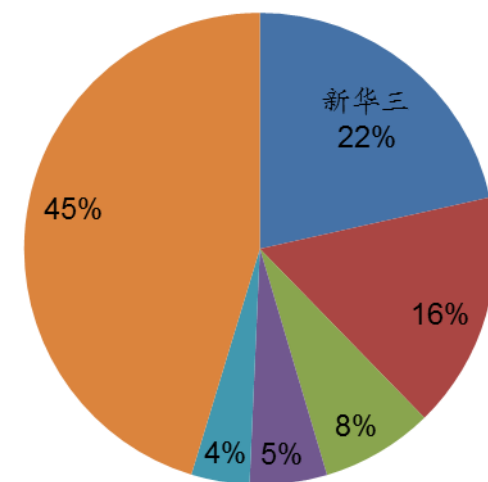
2017-2018年私有云各品牌竞争力象限



17年中国服务器虚拟化市场份额



2017年中国云管理平台份额



资料来源：网易新闻援引IDC、H3C官网、华云官网，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

三年整合巩固龙头地位，5G时代运营商&海外市场再发力

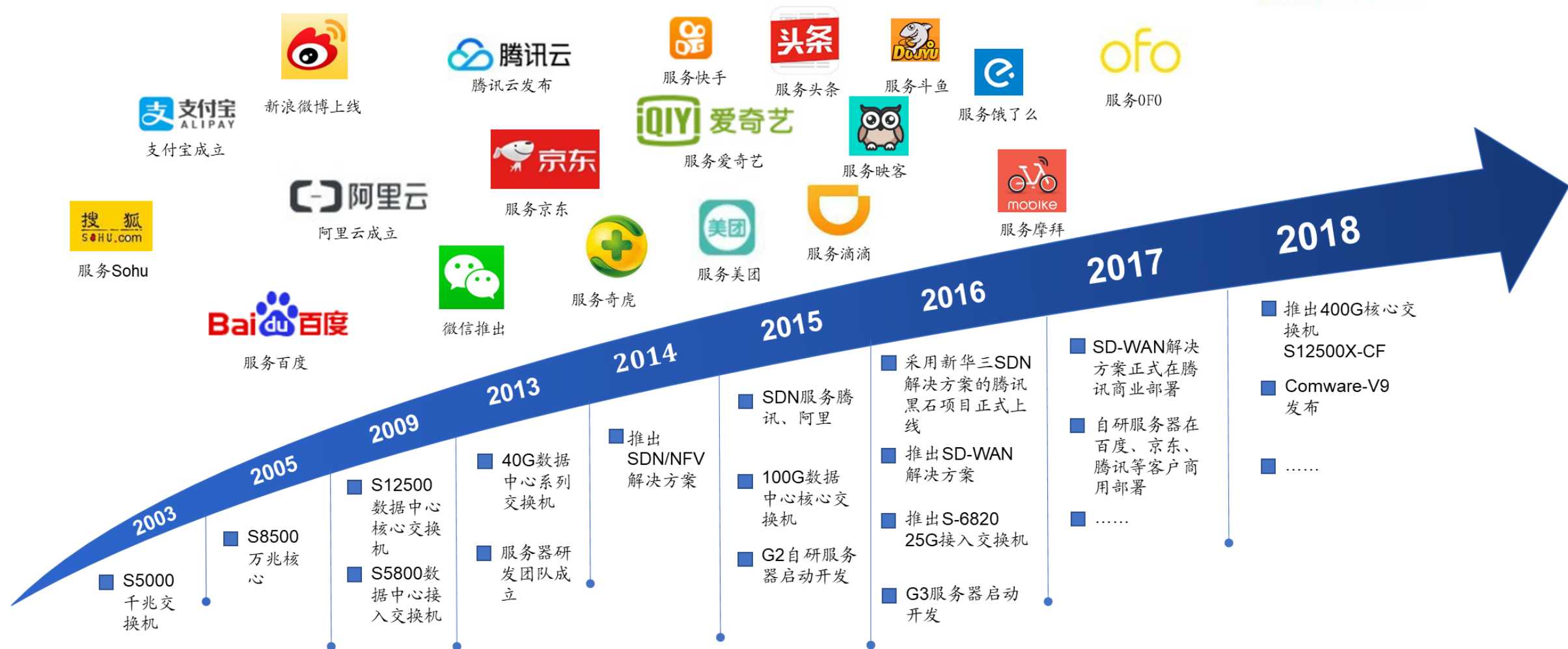
- ▶ 16年5月，紫光股份完成新华三收购，经历三年的整合和加大研发、渠道投入，新华三发展打开新坦途！
- ▶ 交换机市场：14年全球份额华三即高达12%，远高于华为的6%，我们认为这反映了其全球产品的竞争力，但是受制于和HP的股权关系及海外市场均主要由HP代理因素，公司错失海外市场过去五年的增长契机。2019年，新华三发力海外市场自主渠道建设，海外市场未来发展空间可期。国内市场，5G核心网的云化及边缘计算，新华三相关解决方案位居和华为相当的领先地位，发展前景可期。
- ▶ 中国X86服务器市场，2014年八路X86服务器惠普份额为14%、华为8%；2018年X86服务器华为份额提升到18%，新华三份额提升到10%，但HP份额未进前8位，我们认为这反映了HP品牌力在国内市场的持续下滑，新华三自主品牌服务器逐渐代替HP品牌代理，成为其国内服务器业务的增长依托。
- ▶ 云计算领域，17-18年新华三在服务器虚拟化、中国云管理平台、超融合领域份额相对较高，与华为同处私有云品牌竞争力“领导者”象限。

植根中国近二十年，市场覆盖互联网头部企业

图：新华三伴随中国互联网发展

新华三与中国互联网

H3C



1. 术实力国际一流，立足中国、全球化发展
2. 华三奠定新紫光，紫光赋能新华三
3. 三年整合成效渐显，对标思科，腾飞在即
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

立足长期，16-18年强化研发投入、渠道建设

➤ 2016年5月，紫光股份正式并表新华三。图：紫光股份财务情况

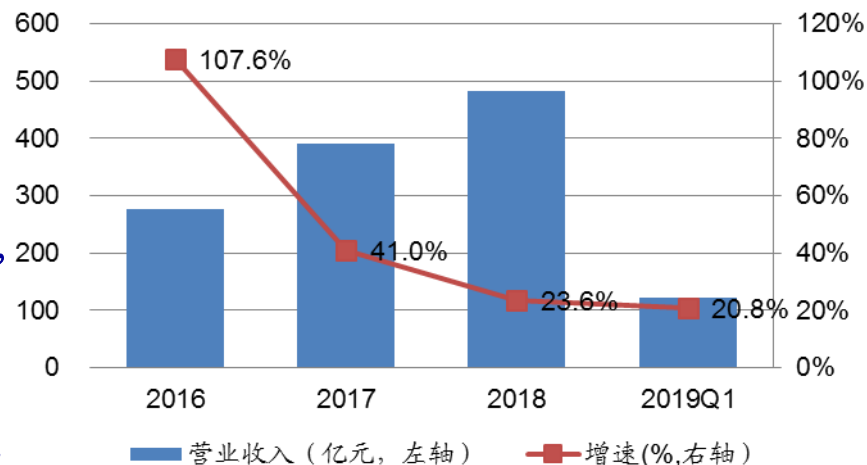
2016年紫光股份实现营业收入277亿元，归母净利润8.15亿元，当年研发投入17.84亿元。

➤ 17-18年，紫光股份的收入为391亿元，483亿元；归母净利润16亿元，17亿元，18年的收入增速相对要快于盈利增速。17-18年收入增长92亿元，归母净利润增长1亿元；研发费用增长3亿元（全部费用化），销售费用增长约4亿元。

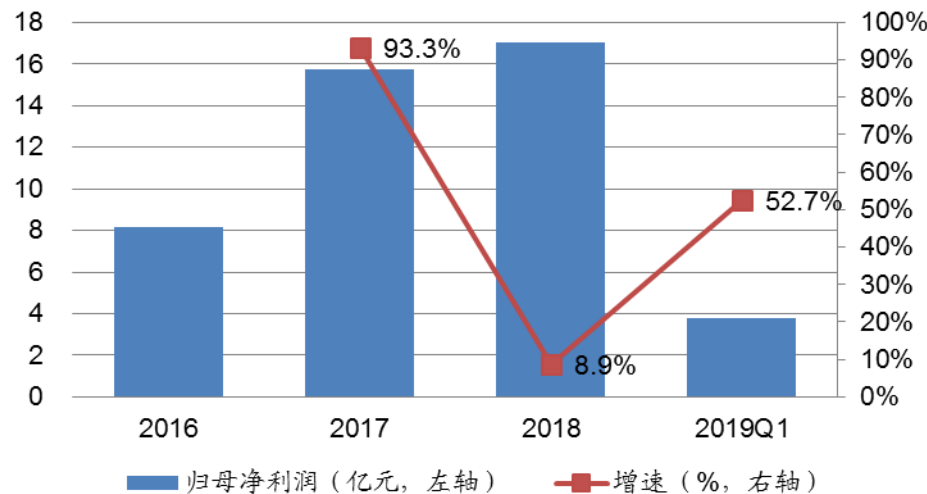
➤ 公司大幅强化研发和渠道投入，提升新华三的国内市场竞争力和份额，为5G、云计算和AI新时代的国内外市场角逐，打下了坚实根基。2019年Q1季度，公司归母净利润3.77亿元（同比+52.7%）开始逐渐显现此前投入效益，盈利增速加快。

图：紫光股份财务情况

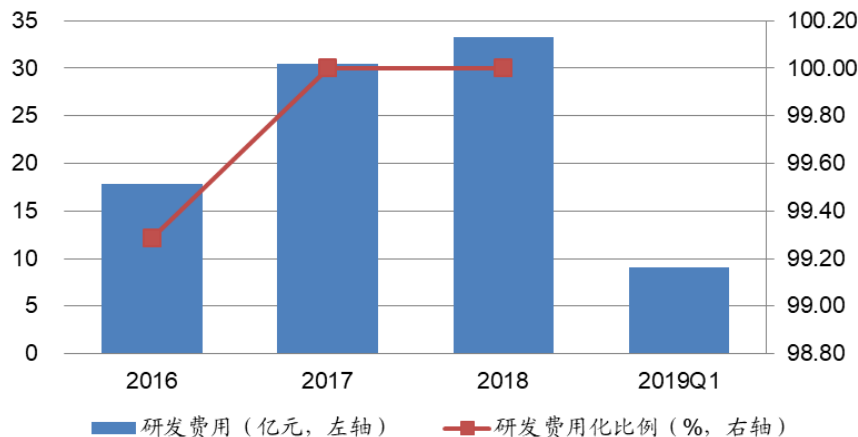
营业收入情况



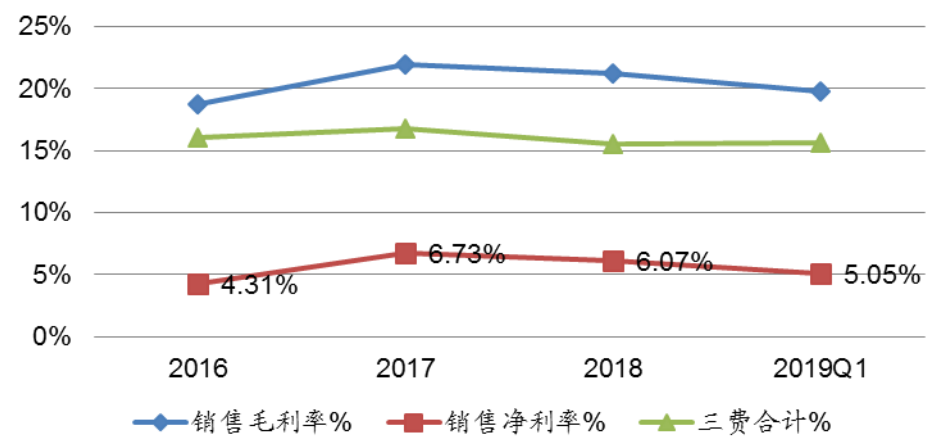
净利润情况



研发费用情况



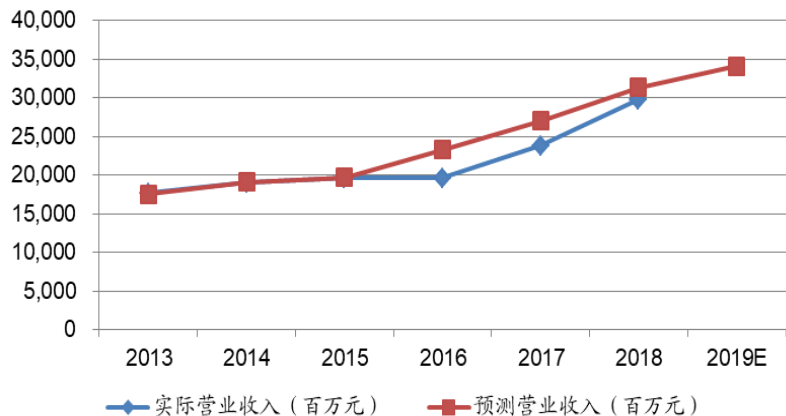
费用率情况



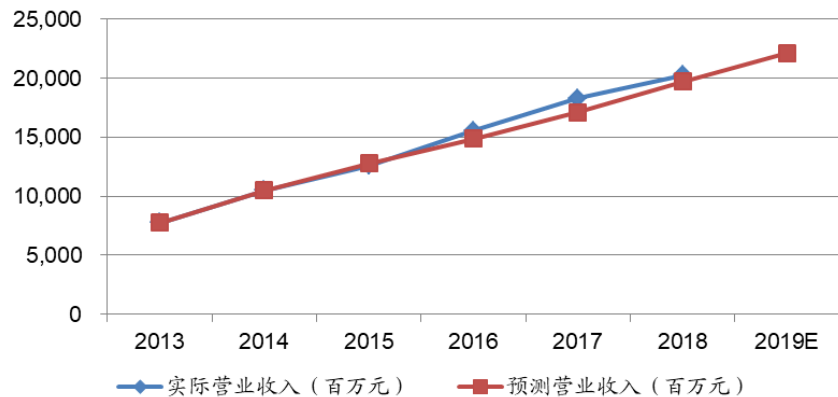
全面解析并购预测：新华三利润释放值得期待

图：并购收入净利润预测对比

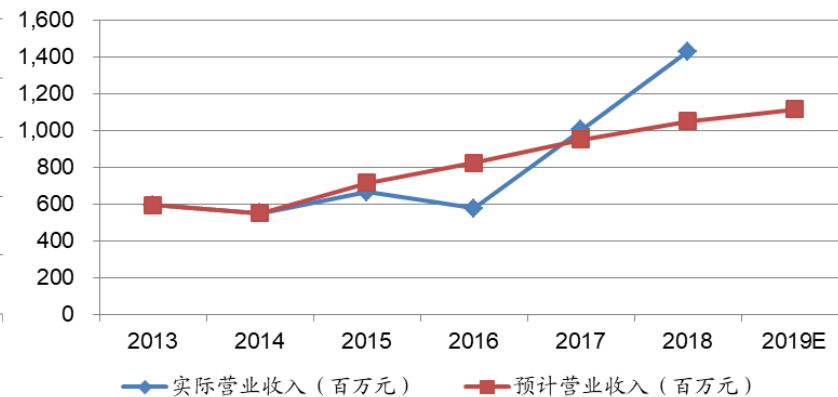
新华三营业收入对比



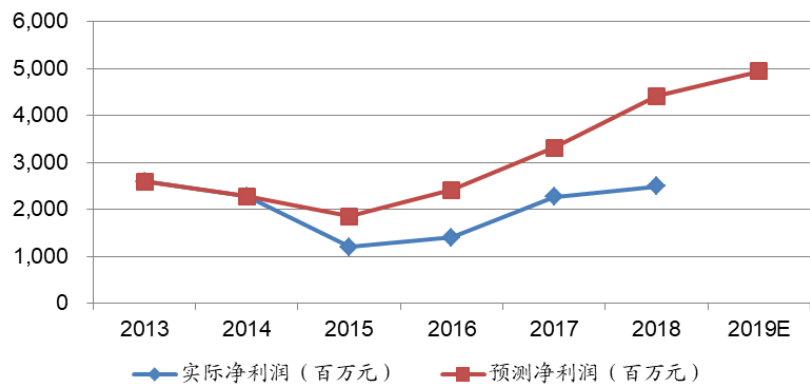
紫光数码营业收入对比



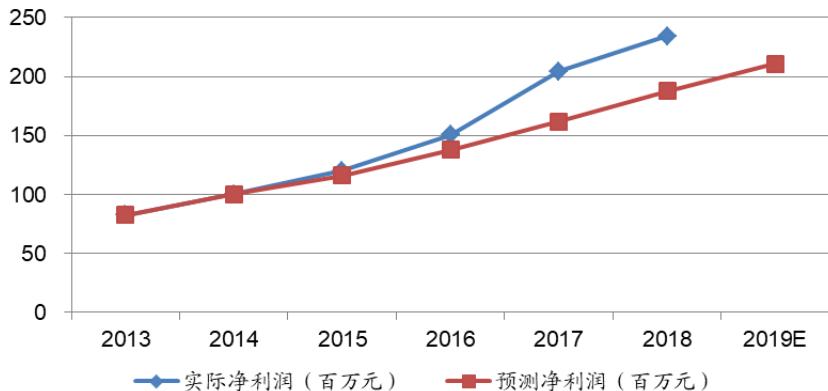
紫光软件营业收入对比



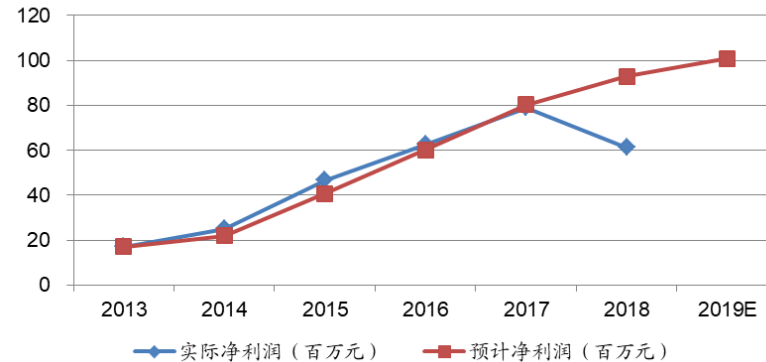
新华三净利润对比



紫光数码净利润对比



紫光软件净利润对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：预测数据为紫光股份非公开发行股票预案公告披露数据（20160114发布）

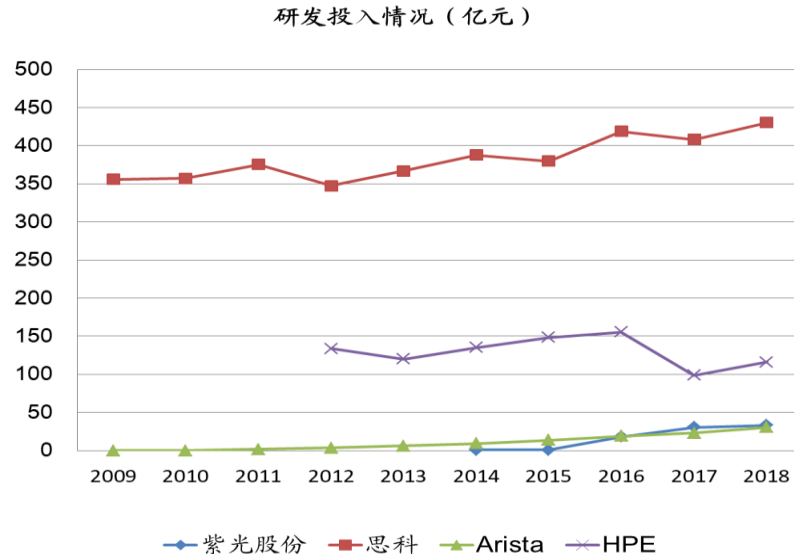
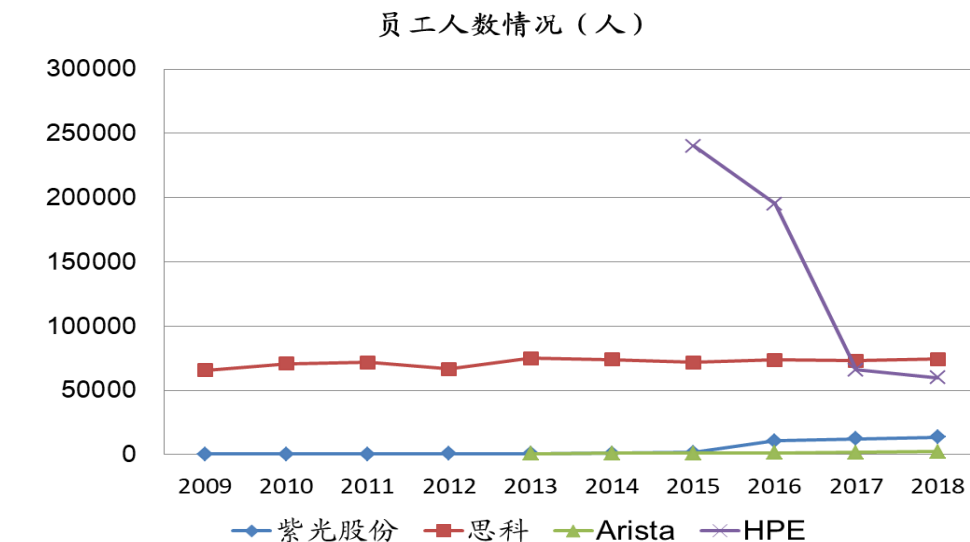
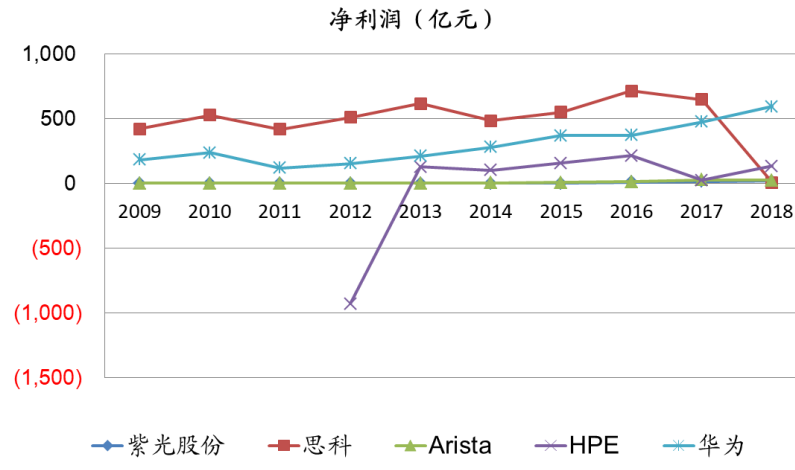
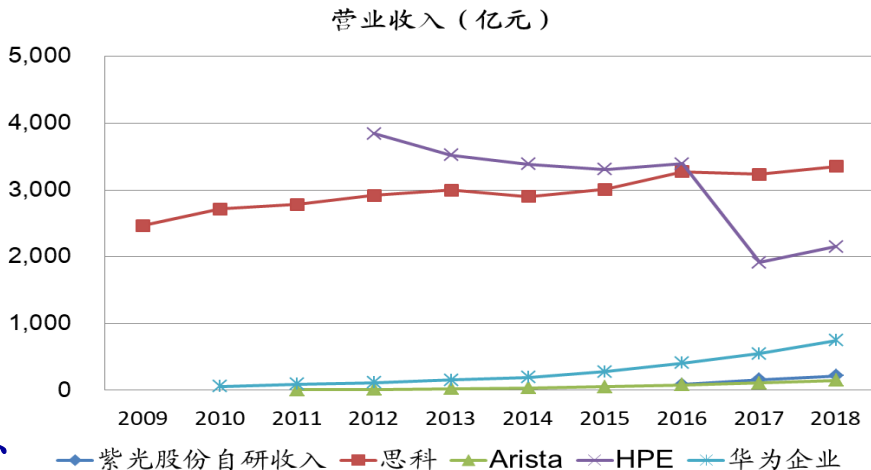
对标思科、华为企业网，发展空间巨大

收入方面，2018财年思科、HPE、

图：行业对比情况

Arista、紫光股份自研、华为企业网分别为3352、2149、148、217和744亿元。7月16日思科、HPE和Arista的市值分别为2485亿美元、200亿美元和213亿美元。

净利润方面，2018财年思科、HPE、Arista、紫光股份和华为分别为7.5（考虑税收因素预计超过700亿元）、133、23、17和593亿元。

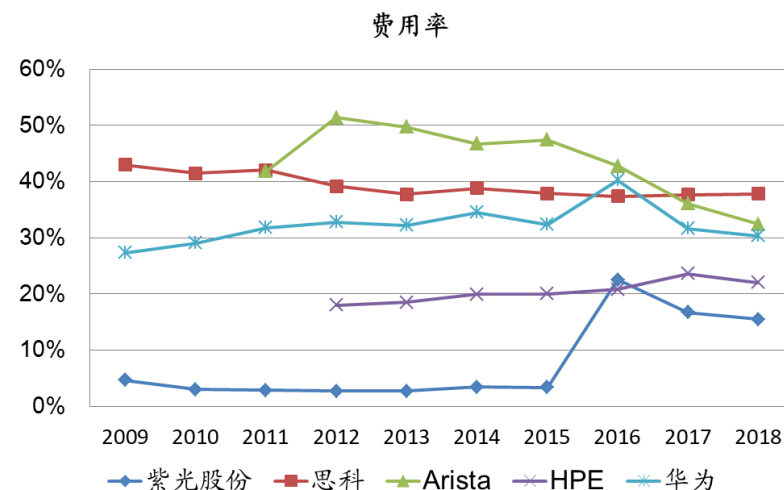
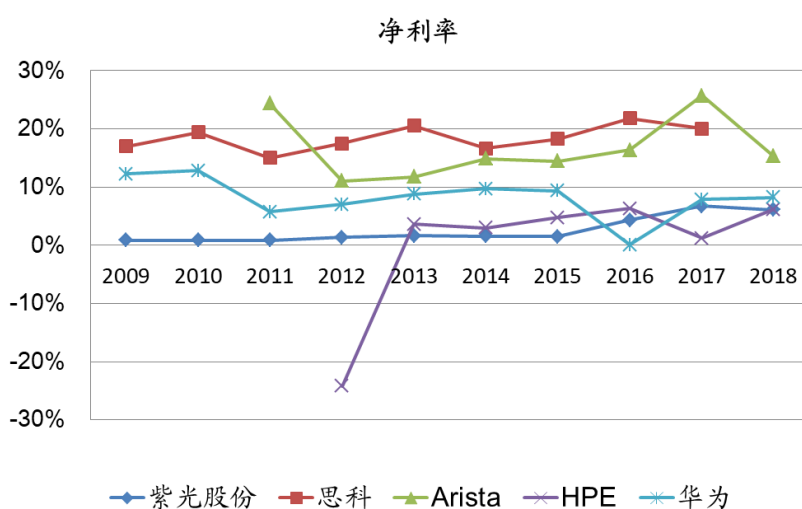
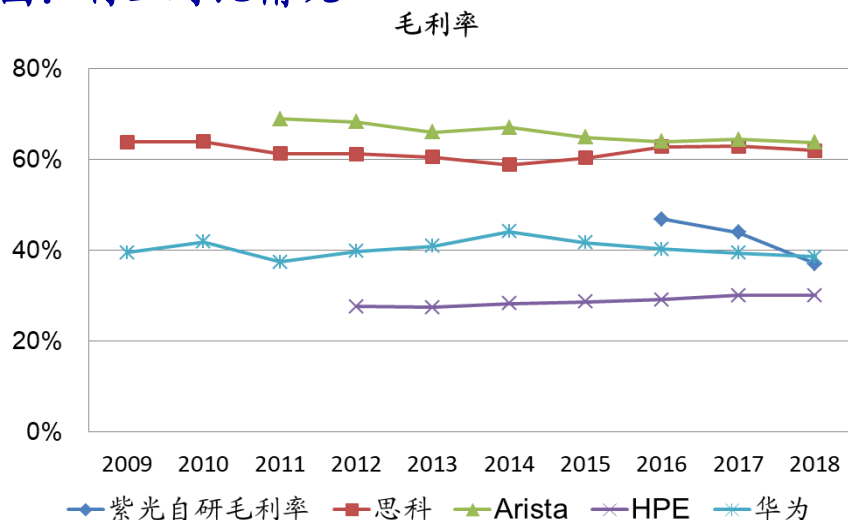


资料来源：WIND，紫光股份、思科、Arista、、HPE、华为公司年报（2017-2018），海通证券研究所

毛利率趋稳，费用率改善空间大

- 毛利率方面**，17-18财年思科、Arista和HPE分别为（62.96%和62.04%）、（64.50%和63.84%）和（30.11%和30.12%）。紫光股份自研产品毛利率为（44.04%和37.07%），自研产品以网络产品为主（高毛利率），HPE以服务器为主（低毛利率），紫光自研产品毛利率下降与自研服务器收入提升相关，我们认为下降空间已有限。
- 净利率方面**，17-18财年思科、Arista和HPE分别为（20.02%和0.22%，受18年税收一次性影响），（25.71%和15.25%）和（1.19%和6.18%），紫光股份为（6.73%和6.07%），新华三净利率为9.53%和8.36%。
- 费用率方面**，17-18财年思科、Arista和HPE分别为（37.70%和37.83%）、（36.10%和32.43%）和（23.60%和22.01%）。紫光股份分别为（16.72%和15.51%），考虑到产品分销收入占比超过一半，我们预计公司自研产品费用率接近海外可比公司。我们认为考虑到新华三业务集中在国内，伴随海外市场突破，未来具有较大改善空间。

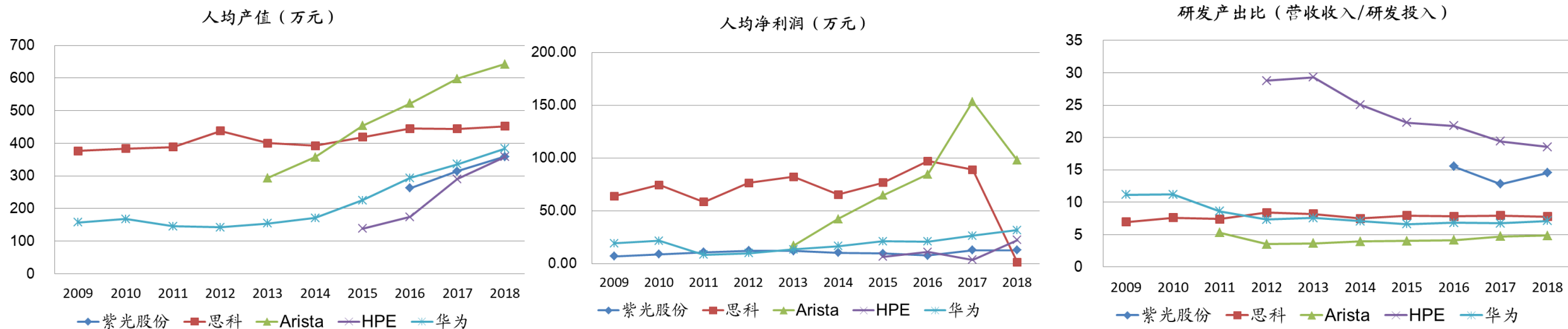
图：行业对比情况



人均产值/利润，具有较大提升空间

- ▶人均产值，17-18年思科、Arista和HPE分别为（444和452万元）、（598和642万元）和（290和358万元）。紫光股份分别为（314和359万元），考虑到分销产品占比，我们判断实际自研产品的人均产值更低。
- ▶人均利润方面，17-18年思科、Arista和HPE分别为（89和1万元，受18年税收一次性影响），（153和98万元）和（3和22万元），紫光股份为（13和13万元），低于行业平均水平。
- ▶研发产出比方面，17-18年思科、Arista和HPE分别为（7.9和7.8）、（4.7和4.8）和（19.4和18.6）；紫光股份分别为（12.8和14.5）。

图：行业对比情况



1. 技术实力突出，网络设备龙头
2. 紫光集团入主，期待王者归来
3. 三年整合成效显著，经营再提升夯实腾飞根基
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

紫光股份：主营业务拆分

图：收入分拆

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 一、IT产品分销与供应链服务: | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 281.93 | 300.63 | 315.66 | 331.44 | 348.01 |
| 增速 | 26.76% | 6.63% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 5.35% | 7.20% | 7.30% | 7.40% | 7.50% |
| 二、IT基础架构产品服务: | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 159.81 | 216.84 | 292.74 | 409.83 | 573.77 |
| 增速 | 82.83% | 35.57% | 35.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 44.04% | 37.07% | 37.00% | 36.50% | 36.00% |
| 三、总部与投资 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 0.63 | 0.64 | 0.65 | 0.66 | 0.67 |
| 增速 | 1.46% | 1.47% | 1.46% | 1.46% | 1.47% |
| 毛利率 | 21.98% | 20.99% | 21.84% | 21.60% | 21.48% |
| 四、其他业务 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 7.1 | 17.26 | 31.08 | 49.72 | 69.61 |
| 增速 | 91.83% | 143.27% | 80.00% | 60.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 10.72% | 2.55% | 6.64% | 4.59% | 5.61% |
| 五、内部抵销 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | -58.76 | -52.32 | -49.45 | -53.51 | -51.76 |
| 毛利率 | 0.88% | 0.05% | 0.94% | 0.62% | 0.54% |
| 合计: | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 390.72 | 483.06 | 590.68 | 738.15 | 940.30 |
| 增速 | 41.00% | 23.63% | 22.28% | 24.97% | 27.39% |
| 毛利率 | 21.97% | 21.24% | 22.53% | 23.87% | 25.14% |

- 年初至7月16日，上证指数涨幅**17.79%**、深圳成指涨幅**28.23%**、创业板指数涨幅**23.57%**、中信通信指数涨幅**21.03%**、中信计算机指数涨幅**32.06%**。
- 紫光股份年初至7月16日涨幅**26%**，期间最高涨幅**54%**（3月12日达到年度最高点**34.32元/股-前复权**）。4月26日紫光股份发布关于公司部分非公开发行股份解除限售的提示性公告，2016年部分非公开发行股份将于**2019年5月6日解除限售**，本次解除限售股份约为**3.07亿股**，占总股份的**21.01%**，包括紫光股份与新华三的核心管理层、员工持股平台。5月6日解禁至7月16日，公司累计换手率约为**65%**，股价累计涨幅**0.88%**，我们认为解禁减持因素对股价影响消化已较充分，目前紫光股份**2019年PE**估值低于国内及行业平均可比水平。

表：可比公司估值比较

| 代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | EPS(元) | | | PE(X) | | |
|-----------|----------|-----------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E |
| 000977.SZ | 浪潮信息 | 23.67 | 305 | 0.51 | 0.71 | 1.03 | 46 | 33 | 23 |
| 603019.SH | 中科曙光 | 35.58 | 320 | 0.48 | 0.72 | 1.06 | 74 | 49 | 34 |
| CSCO.O | 思科 | 58.05 | 2485 | 0.02 | 2.81 | 2.86 | - | 21 | 20 |
| ANET.N | ARISTA网络 | 277.64 | 213 | 4.06 | 10.31 | 10.71 | 68 | 27 | 26 |
| | | | | | | 平均 | 63 | 33 | 26 |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 28.00 | 572 | 0.83 | 1.09 | 1.49 | 34 | 26 | 19 |

备注：收盘价日期为2019年7月16日；思科、ARISTA网络股价、市值、EPS单位为美元；可比公司EPS预测采用Wind一致预期；紫光股份按照最新股本20.43亿股更新EPS

- **投资建议：**经历3年的整合，新华三在网络、计算、存储方面的能力进一步夯实，并加速向云计算、超融合、安全等领域拓展；伴随着5G商用的临近，行业信息化需求有望加速提升，公司发展更值得期待。我们预测公司2019-2021年度营业总收入为591亿元（+22%）、738亿元（+25%）和940亿元（+27%），净利润为22.30亿元（+31%）、30.49亿元（+37%）和42.18亿元（+38%）（考虑到5G商用、国内及海外市场的突破，我们适度上调了公司20-21年的盈利预测）。EPS分别为1.09元、1.49元和2.06元，给予2019年PE区间35-40x，对应合理价值区间38.15-43.60元，“优于大市”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦等系统性风险；研发及海外市场拓展投入超预期加大。

附录一：财务报表预测

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.83 | 1.09 | 1.49 | 2.06 |
| 每股净资产 | 13.00 | 14.30 | 15.80 | 17.86 |
| 每股经营现金流 | 2.38 | 1.01 | 1.96 | 2.65 |
| 每股股利 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| 价值评估 (倍) | | | | |
| P/E | 33.57 | 25.65 | 18.76 | 13.56 |
| P/B | 2.15 | 1.96 | 1.77 | 1.57 |
| P/S | 0.85 | 0.97 | 0.77 | 0.61 |
| EV/EBITDA | 10.83 | 13.01 | 8.62 | 5.46 |
| 股息率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 盈利能力指标 (%) | | | | |
| 毛利率 | 21.2% | 22.5% | 23.9% | 25.1% |
| 净利润率 | 3.5% | 3.8% | 4.1% | 4.5% |
| 净资产收益率 | 6.4% | 7.6% | 9.4% | 11.6% |
| 资产回报率 | 3.5% | 4.2% | 5.1% | 6.0% |
| 投资回报率 | 9.7% | 12.3% | 16.5% | 21.8% |
| 盈利增长 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 23.6% | 22.3% | 25.0% | 27.4% |
| EBIT增长率 | 49.2% | 37.6% | 40.3% | 41.9% |
| 净利润增长率 | 8.9% | 30.9% | 36.7% | 38.3% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 37.2% | 34.1% | 33.7% | 33.2% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 现金比率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 53.9 | 53.9 | 53.9 | 53.9 |
| 存货周转天数 | 52.2 | 52.2 | 52.2 | 52.2 |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 固定资产周转率 | 95.2 | 102.8 | 127.9 | 162.3 |

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 48306 | 59068 | 73815 | 94030 |
| 营业成本 | 38048 | 45758 | 56194 | 70387 |
| 毛利率% | 21.2% | 22.5% | 23.9% | 25.1% |
| 营业税金及附加 | 237 | 290 | 362 | 461 |
| 营业税金率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | 3085 | 3839 | 5167 | 6958 |
| 营业费用率% | 6.4% | 6.5% | 7.0% | 7.4% |
| 管理费用 | 686 | 839 | 1049 | 1336 |
| 管理费用率% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| EBIT | 2928 | 4030 | 5655 | 8024 |
| 财务费用 | 397 | 460 | 571 | 675 |
| 财务费用率% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.7% |
| 资产减值损失 | 491 | 524 | 613 | 780 |
| 投资收益 | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 营业利润 | 3145 | 4120 | 5644 | 7842 |
| 营业外收支 | 53 | 90 | 100 | 110 |
| 利润总额 | 3198 | 4210 | 5744 | 7952 |
| EBITDA | 3542 | 4030 | 5655 | 8024 |
| 所得税 | 265 | 407 | 529 | 744 |
| 有效所得税率% | 8.3% | 9.7% | 9.2% | 9.4% |
| 少数股东损益 | 1229 | 1573 | 2167 | 2991 |
| 归属母公司所有者净利润 | 1704 | 2230 | 3049 | 4218 |

资料来源：WIND，海通证券研究所
估值日期：2019年7月16日

附录一：财务报表预测



| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 5840 | 8108 | 11772 | 16740 |
| 应收账款及应收票据 | 7779 | 8729 | 10909 | 13896 |
| 存货 | 5837 | 6545 | 8037 | 10067 |
| 其它流动资产 | 6899 | 7074 | 7307 | 7624 |
| 流动资产合计 | 26355 | 30456 | 38025 | 48328 |
| 长期股权投资 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| 固定资产 | 573 | 576 | 579 | 580 |
| 在建工程 | 16 | 21 | 24 | 26 |
| 无形资产 | 3665 | 3665 | 3665 | 3665 |
| 非流动资产合计 | 22205 | 22214 | 22219 | 22223 |
| 资产总计 | 48560 | 52670 | 60244 | 70551 |
| 短期借款 | 2446 | 2446 | 2446 | 2446 |
| 应付票据及应付账款 | 5848 | 4894 | 6161 | 7712 |
| 合同负债 | 1391 | 1746 | 2196 | 2777 |
| 其它流动负债 | 6386 | 6862 | 7502 | 8470 |
| 流动负债合计 | 16071 | 15947 | 18305 | 21404 |
| 长期借款 | 734 | 734 | 734 | 734 |
| 其它长期负债 | 1265 | 1265 | 1265 | 1265 |
| 非流动负债合计 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 |
| 负债总计 | 18070 | 17946 | 20304 | 23403 |
| 实收资本 | 1459 | 2043 | 2043 | 2043 |
| 普通股股东权益 | 26560 | 29222 | 32270 | 36488 |
| 少数股东权益 | 3930 | 5503 | 7670 | 10660 |
| 负债和所有者权益合计 | 48560 | 52670 | 60244 | 70551 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 1704 | 2230 | 3049 | 4218 |
| 少数股东损益 | 1229 | 1573 | 2167 | 2991 |
| 非现金支出 | 1106 | 524 | 613 | 780 |
| 非经营收益 | -342 | 226 | 338 | 450 |
| 营运资金变动 | 1172 | -2481 | -2160 | -3016 |
| 经营活动现金流 | 4869 | 2071 | 4007 | 5423 |
| 资产 | -1769 | 81 | 96 | 106 |
| 投资 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 187 | 173 | 173 | 173 |
| 投资活动现金流 | -1594 | 254 | 269 | 279 |
| 债权募资 | -197 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 73 | 584 | 0 | 0 |
| 其他 | -1507 | -641 | -611 | -734 |
| 融资活动现金流 | -1630 | -57 | -611 | -734 |
| 现金净流量 | 1646 | 2268 | 3664 | 4968 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

估值日期：2019年7月16日

分析师声明

朱劲松

余伟民

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

通信研究团队:

通信行业首席分析师

朱劲松

SAC执业证书编号: S0850515060002

电话: 010-50949926

Email: zjs10213@htsec.com

通信行业高级分析师

余伟民

SAC执业证书编号: S0850517090006

电话: 010-50949926

Email: ywm11574@htsec.com

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。