

紫光股份（000938）\计算机

发布定增预案，收购 H3C 49%股权持续推进

事件：

5月26日晚间公司发布《紫光股份2023年度向特定对象发行A股股票预案》、《紫光股份有限公司重大资产购买预案》等一系列公告，公司拟向特定对象发行股票数量不超过本次发行前上市公司总股本的25%，募资不超过120亿元，扣除发行费用后用于收购新华三49%股权。

➤ 有利于提升公司长期竞争力

此次定增将有助于推动公司巩固ICT行业领先地位，增强公司的盈利水平，符合公司及全体股东的利益。通过本次募投项目的实施，或将进一步提升公司的市场竞争力，减少关联交易，优化治理结构，实现长期可持续发展。

➤ 低估值收购后或将显著提升上市公司利润

H3C 2022年实现营收498.10亿元，同比增长12.31%，实现净利润 37.31亿元，同比增长8.65%。本次收购新华三49%股权的价格为35亿美元，约合人民币约246.9亿元，对应2022年静态市盈率约为13.5倍。如交易顺利完成，公司100%控股H3C后或将显著提升上市公司利润。

➤ 盈利预测、估值与评级

暂不考虑定增的影响，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 816/951/1096 亿元，对应增速分别为 10.25%/16.50%/15.20%，归母净利润分别为 26.40/30.46/35.49 亿元，对应增速分别为 22.36%/15.35%/16.53%，每股 EPS 分别为 0.92/1.06/1.24 元/股，3 年 CAGR 为 18.04%，当前股价对应 PE 分别为 32x/28x/24x。鉴于公司持续受益于数字经济提速、AI 算力和网络升级，参考可比公司估值，给予 23 年 40 倍 PE，目标价 36.80 元，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

定增进度不及预期；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。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	67,638	74,058	81,649	95,121	109,579
增长率（%）	13.29%	9.49%	10.25%	16.50%	15.20%
EBITDA（百万元）	4,945	5,915	6,362	7,046	7,949
净利润（百万元）	2,148	2,158	2,640	3,046	3,549
增长率（%）	13.35%	0.48%	22.36%	15.35%	16.53%
EPS（元/股）	0.75	0.75	0.92	1.06	1.24
市盈率（P/E）	39.13	38.94	31.82	27.59	23.68
市净率（P/B）	2.80	2.64	2.45	2.27	2.09
EV/EBITDA	14.61	10.51	13.50	12.00	10.45

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 05 月 26 日收盘价

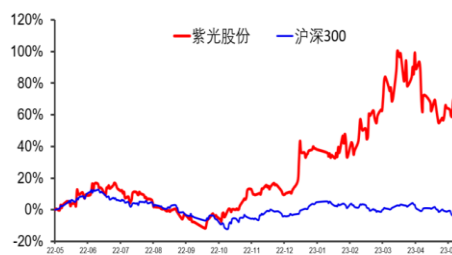
投资评级：

行业：计算机设备
投资建议：买入（维持评级）
当前价格：29.38 元
目标价格：36.8 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）	84,029
每股净资产（元）	10.61
资产负债率（%）	45.26
一年内最高/最低（元）	35.55/15.12

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

分析师：姜青山

执业证书编号：S0590523050001

邮箱：jiangqs@glsc.com.cn

相关报告

- 《紫光股份（000938）\计算机行业 Q1 业绩符合预期，业务增长态势良好》2023.04.27
- 《紫光股份（000938）\计算机行业 ICT 龙头持续受益于数字经济提速》2023.03.30
- 《紫光股份（000938）\计算机行业收购少数股东权益，有望直接增厚上市公司利润》2023.01.03

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,960	10,669	13,447	18,080	23,397
应收账款+票据	12,217	15,012	15,288	17,811	20,518
预付账款	839	972	1,052	1,225	1,412
存货	18,424	20,275	19,103	22,452	25,855
其他	3,140	3,785	4,337	4,816	5,331
流动资产合计	43,579	50,712	53,227	64,384	76,513
长期股权投资	134	112	108	104	101
固定资产	1,658	2,287	1,949	1,608	1,263
在建工程	189	150	125	100	75
无形资产	3,880	3,697	3,081	2,465	1,848
其他非流动资产	16,990	17,105	17,545	17,456	17,428
非流动资产合计	22,852	23,351	22,808	21,734	20,716
资产总计	66,430	74,063	76,035	86,118	97,229
短期借款	4,290	4,175	0	0	0
应付账款+票据	11,818	13,245	14,171	16,655	19,180
其他	12,321	15,902	17,060	19,925	22,943
流动负债合计	28,429	33,322	31,231	36,580	42,122
长期带息负债	546	1,227	954	687	426
长期应付款	173	56	56	56	56
其他	1,615	1,629	1,629	1,629	1,629
非流动负债合计	2,333	2,913	2,640	2,373	2,112
负债合计	30,763	36,235	33,871	38,952	44,234
少数股东权益	5,707	5,987	7,933	10,177	12,793
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	17,834	17,834	17,834	17,834	17,834
留存收益	9,266	11,147	13,537	16,294	19,507
股东权益合计	35,668	37,828	42,164	47,166	52,994
负债和股东权益总计	66,430	74,063	76,035	86,118	97,229

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,792	3,742	4,586	5,290	6,165
折旧摊销	1,061	1,061	1,067	1,071	1,014
财务费用	-292	634	102	-15	-46
存货减少	-8,867	-1,851	1,171	-3,348	-3,403
营运资金变动	-8,170	-1,883	2,347	-1,176	-1,269
其它	10,295	2,316	-1,582	3,466	3,521
经营活动现金流	-2,180	4,019	7,692	5,288	5,983
资本支出	-351	-584	0	0	0
长期投资	2,276	429	0	0	0
其他	-149	193	-114	-114	-114
投资活动现金流	1,776	38	-114	-114	-114
债权融资	1,769	567	-4,448	-268	-261
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,636	-2,676	-352	-273	-291
筹资活动现金流	133	-2,109	-4,800	-541	-551
现金净增加额	-289	1,993	2,777	4,633	5,317

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	67,638	74,058	81,649	95,121	109,579
营业成本	54,433	58,772	64,894	76,268	87,827
税金及附加	253	294	304	354	408
营业费用	4,114	4,251	4,613	5,232	6,049
管理费用	5,264	6,263	6,573	7,182	8,098
财务费用	-292	634	102	-15	-46
资产减值损失	-587	-695	-713	-830	-957
公允价值变动收益	45	27	0	0	0
投资净收益	-24	21	-15	-15	-15
其他	788	965	679	655	630
营业利润	4,088	4,160	5,113	5,910	6,901
营业外净收益	88	60	80	80	80
利润总额	4,176	4,220	5,193	5,990	6,981
所得税	384	478	607	700	816
净利润	3,792	3,742	4,586	5,290	6,165
少数股东损益	1,645	1,584	1,946	2,244	2,616
归属于母公司净利润	2,148	2,158	2,640	3,046	3,549

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	13.29%	9.49%	10.25%	16.50%	15.20%
EBIT	8.89%	24.97%	9.09%	12.85%	16.07%
EBITDA	15.63%	19.61%	7.56%	10.75%	12.82%
归母净利润	13.35%	0.48%	22.36%	15.35%	16.53%
获利能力					
毛利率	19.52%	20.64%	20.52%	19.82%	19.85%
净利率	5.61%	5.05%	5.62%	5.56%	5.63%
ROE	7.17%	6.78%	7.71%	8.23%	8.83%
ROIC	10.73%	11.47%	12.05%	14.42%	16.12%
偿债能力					
资产负债	46.31%	48.92%	44.55%	45.23%	45.50%
流动比率	1.53	1.52	1.70	1.76	1.82
速动比率	0.79	0.83	0.98	1.03	1.09
营运能力					
应收账款周转率	5.57	4.97	5.37	5.37	5.37
存货周转率	2.95	2.90	3.40	3.40	3.40
总资产周转率	1.02	1.00	1.07	1.10	1.13
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.75	0.92	1.06	1.24
每股经营现金流	-0.76	1.41	2.69	1.85	2.09
每股净资产	10.48	11.13	11.97	12.93	14.06
估值比率					
市盈率	39.13	38.94	31.82	27.59	23.68
市净率	2.80	2.64	2.45	2.27	2.09
EV/EBITDA	14.61	10.51	13.50	12.00	10.45
EV/EBIT	18.60	12.81	16.22	14.16	11.98

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价为2023年05月26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