

紫光股份 (000938.SZ)

强烈推荐 (维持)

收购预案符合预期，业绩增厚优化产业布局

事件：公司5月26日晚间发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》与《紫光股份有限公司重大资产购买预案》，拟定增120亿元，以定价总额246.85亿元收购新华三剩余49%股权。

1、收购方案正式落地，收购不确定性加速出清

公司5月26日晚间发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》与《紫光股份有限公司重大资产购买预案》，拟向不超过35名特定对象定增120亿元，以定价总额246.85亿元收购新华三剩余49%股权。随着公司定增预案与重大资产购买预案的正式落地，公司收购新华三过程中的不确定性加速出清，市场情绪有望正向催化：

1) 交易合同主要内容：5月26日，紫光国际与交易方HPE开曼、Izar Holding Co正式签订《股份购买协议》，《购买协议》中指出紫光国际将购买HPE卖出期权行权方持有的所有股份，共计4,755,450股（包括HPE开曼持有的4,658,400股和Izar Holding Co持有的97,050股），卖出期权行权价格为735.99美元（就每股卖出期权出售股份而言），全部卖出期权出售股份的卖出期权行权对价总计35亿美元，其中支付给HPE开曼34.29亿美元，支付给Izar Holding Co 0.71亿美元。根据5月25日人民币汇率中间价，收购定价总额为人民币246.85亿元，符合市场预期。

2) 定增募资情况：根据公司定增预案，公司拟向不超过35名特定对象定增120亿元用于收购，募资总额优于市场预期，若实际募集资金少于拟投入募集资金总额，将由公司以自有资金或其他融资方式解决。

2、收购程序有望于23年底/24年初完成，新华三并表增厚公司业绩

整体收购程序有望于23年底/24年初完成，并表后将进一步促进公司业绩释放。公司后续收购还需经国家发改委、商务部、国家外汇管理局、有关反垄断机构及其他必要机构审核。此次定增项目经由深交所审核、证监会同意注册后，定增资金有望于2023年底/2024年初到位，并助力公司尽快完成收购程序。2022年新华三分别实现营收/归母净利润498.11/37.31亿元；2023Q1新华三分别实现营收/归母净利润106.42/6.96亿元，本次收购新华三剩余49%股权完成后，将进一步增厚公司归母净利润规模，发挥集团内部协同效应，优化整体产业布局，夯实公司长期竞争力。

风险提示：云计算发展不及预期、运营商投资不及预期、5G发展低于预期、本次交易不达预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67638	74058	86848	100983	117406
同比增长	13%	9%	17%	16%	16%
营业利润(百万元)	4088	4160	5055	6128	7380

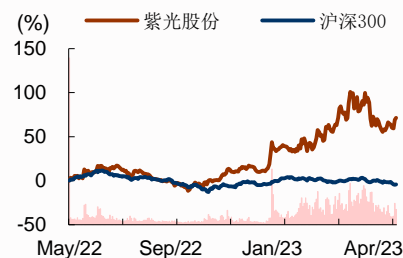
TMT及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：29.38元

基础数据

总股本(万股)	286008
已上市流通股(万股)	286008
总市值(亿元)	840
流通市值(亿元)	840
每股净资产(MRQ)	11.3
ROE(TTM)	6.9
资产负债率	46.9%
主要股东	西藏紫光通信科技有限公司
主要股东持股比例	28.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	56	74
相对表现	-7	54	77



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《紫光股份(000938)一营收净利稳增，“云-网-算-存-端”AlinALL》2023-04-28
- 《紫光股份(000938)一“云智原生”积极推进，市场份额稳步提升》2023-04-01
- 《紫光股份(000938)一收购新华三49%股权，紫光股份业绩增厚开启新征程》2023-01-04

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉擎 S1090523040001
sunjiaqing@cmschina.com.cn

同比增长	10%	2%	22%	21%	20%
归母净利润(百万元)	2148	2158	2601	3149	3788
同比增长	13%	0%	21%	21%	20%
每股收益(元)	0.75	0.75	0.91	1.10	1.32
PE	39.1	38.9	32.3	26.7	22.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 卖出期权行权方及相应卖出期权出售股份数量

HPE 卖出期权行权方	拟出售的卖出期权出售股份数量
HPE 开曼	4,658,400
Izar Holding Co	97,050
合计	4,755,450

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 交易支付方式

序号	交易对方	交易标的的名称及权益比例	支付方式				向该交易对方支付的总对价
			现金对价	股份对价	可转债对价	其他	
1	HPE 开曼	新华三 48%股权	3,428,535,816 美元	无	无	无	3,428,535,816 美元
2	Izar Holding Co	新华三 1%股权	71,464,184 美元	无	无	无	71,464,184 美元
合计	--	--	3,500,000,000 美元	无	无	无	3,500,000,000 美元

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司此次定增拟募集资金使用情况

项目名称	项目投资总额 (万美元)	项目投资总额 (万人民币)	拟用募集资金投资金额 (万人民币)
收购新华三 49%股权	350,000	2,468,515	1,200,000

资料来源：公司公告、招商证券，注：人民币投资总额根据公司定增预案，按照按照中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的 2023 年 5 月 25 日人民币汇率中间价（汇率为 1 美元兑人民币 7.0529 元）计算

3、全面拥抱 AIGC，AI IN ALL

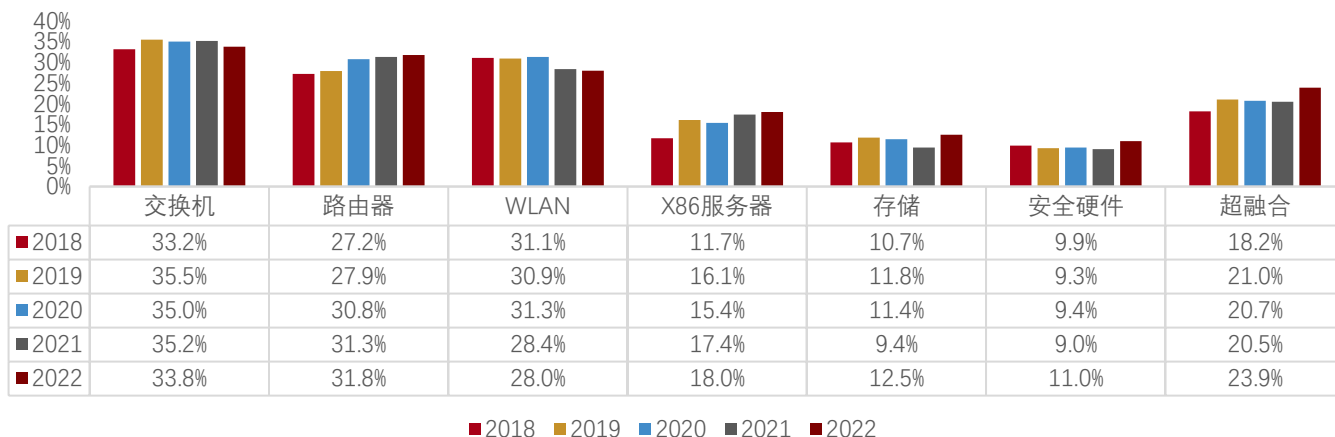
公司打造 CPU+GPU+xPU 为核心的体系化算力升级和融合智能科技的两大管理调度中枢。CPU+GPU+xPU 的组合能够让服务器在大型模型的训练中获得 9 倍的速度提升，在超大模型的 AI 推理中可实现 30 倍的性能增长。最新一代 H3C UniServer R5000 系列 AI 服务器，可覆盖从训练到推理的 AI 全场景，以 ChatGPT 这类大规模 AI 训练场景为例，该系列服务器可帮助用户实现 90% 的计算性能提升。

发布 400G 硅光交换机，800G 交换&光模块在研。公司前瞻布局共封装光学技术，已于 2022 年正式发布了 400G 硅光融合交换机，全面支持 2.5D CPO 技术；公司计划在今年发布 800G 交换机和 800G 光模块。同时，公司 H3C P4 可编程交换机有效解决 HPC 和 AI 分布式计算的集合通信问题，加速算网融合发展。

4、ICT 龙头市场份额持续提升

公司作为国内 ICT 龙头，多项产品市场占有率持续领先。根据 IDC 数据，2022 年公司在 中国以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机市场，分别以 33.8%、35.3%、31.0% 的市场份额排名第二；中国企业网路由器市场份额 31.8%，持续位列市场第二；中国企业级 WLAN 市场份额 28.0%，连续 14 年蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额 18.0%，保持市场第二；中国刀片服务器市场份额 54.8%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 12.5%，连续位居市场第二。2022 年前三季度，在中国 UTM 防火墙市场以 23.7% 的市场份额位居市场第二；中国超融合市场份额 23.9%，位列市场第一。

图 1：公司 ICT 产品市占率不断提升 (%)



资料来源：IDC、招商证券

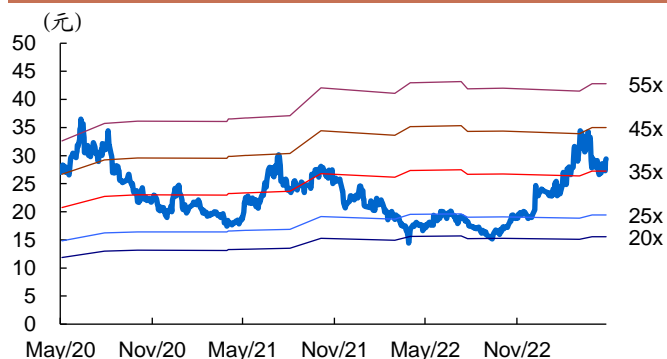
5、投资建议

公司作为国内 ICT 领域龙头，“云-网-算-存-端”全面布局，政企+运营商+海外市场同步发力，逐步打开市场空间。此次收购新华三完成后将进一步增厚公司业绩，筑稳公司长期成长根基，公司践行 AI IN ALL，打造了以 CPU+GPU+xPU 为核心的体系化算力升级，发布 400G 硅光交换机，800G 交换&光模块在研，基于行业成长的确定性和公司核心竞争力的持续增长，我们坚定看好公司未来发展。不考虑 H3C 49%股权并表，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 26.01 亿元、31.49 亿元、37.88 亿元，对应 PE 分别为 32.3、26.7 和 22.2 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 1) 云计算发展不及预期：如果云计算发展不及预期，将会影响到国内云巨头对于 ICT 设备的采购，从而影响到公司的业务发展。
- 2) 运营商云计算投资不及预期：如果运营商云计算投资不及预期，将会影响到运营商对于 ICT 设备的采购，从而影响到公司业务发展。
- 3) 5G 发展低于预期：5G 时代，云计算有望迎来发展新风口，拉动 IDC 的增长，如果 5G 发展低于预期，一定程度上会影响到云计算的发展速度。

图 2：紫光股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3：紫光股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	43579	50712	56378	67393	79875
现金	8960	10669	16295	24988	30799
交易性投资	1142	1429	1429	1429	1429
应收票据	67	125	146	170	198
应收款项	11081	13013	15260	17744	20630
其它应收款	207	405	476	553	643
存货	18424	20275	17152	15973	18579
其他	3699	4797	5620	6536	7599
非流动资产	22852	23351	21386	19681	18181
长期股权投资	134	112	112	112	112
固定资产	912	1042	871	777	725
无形资产商誉	17944	17689	15920	14328	12895
其他	3861	4508	4484	4464	4449
资产总计	66430	74063	77764	87073	98057
流动负债	28429	33322	32507	37130	42481
短期借款	4290	4175	0	0	0
应付账款	11818	13245	15462	17998	20935
预收账款	5702	8336	9731	11327	13175
其他	6619	7566	7314	7804	8371
长期负债	2333	2913	2913	2913	2913
长期借款	100	200	200	200	200
其他	2233	2713	2713	2713	2713
负债合计	30763	36235	35420	40043	45394
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积金	17834	17834	17834	17834	17834
留存收益	9266	11147	13748	16117	18960
少数股东权益	5707	5987	7902	10220	13008
归属于母公司所有者权益	29961	31841	34442	36811	39654
负债及权益合计	66430	74063	77764	87073	98057

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(2180)	4019	10442	9481	6909
净利润	2148	2158	2601	3149	3788
折旧摊销	723	694	2265	2005	1800
财务费用	261	270	100	147	294
投资收益	24	(21)	(440)	(440)	(440)
营运资金变动	(8037)	850	4001	2301	(1321)
其它	2701	67	1915	2318	2788
投资活动现金流	1776	38	140	140	140
资本支出	(527)	(483)	(300)	(300)	(300)
其他投资	2303	521	440	440	440
筹资活动现金流	133	(2109)	(4956)	(928)	(1238)
借款变动	1007	(1685)	(4856)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1405)	0	0	0	0
股利分配	(286)	(286)	0	(780)	(945)
其他	817	(138)	(100)	(147)	(294)
现金净增加额	(271)	1947	5626	8693	5810

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67638	74058	86848	100983	117406
营业成本	54433	58772	68609	79864	92893
营业税金及附加	253	294	345	401	466
营业费用	4114	4251	5211	6059	6927
管理费用	926	964	1216	1313	1409
研发费用	4338	5299	5906	6665	7631
财务费用	(292)	634	100	147	294
资产减值损失	(703)	(846)	(846)	(846)	(846)
公允价值变动收益	45	27	30	30	30
其他收益	902	1116	400	400	400
投资收益	(23)	20	10	10	10
营业利润	4088	4160	5055	6128	7380
营业外收入	93	69	50	50	50
营业外支出	5	10	10	10	10
利润总额	4176	4220	5096	6169	7420
所得税	384	478	579	702	844
少数股东损益	1645	1584	1915	2318	2788
归属于母公司净利润	2148	2158	2601	3149	3788

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	13%	9%	17%	16%	16%
营业利润	10%	2%	22%	21%	20%
归母净利润	13%	0%	21%	21%	20%
获利能力					
毛利率	19.5%	20.6%	21.0%	20.9%	20.9%
净利率	3.2%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
ROE	7.2%	6.8%	7.6%	8.6%	9.6%
ROIC	8.5%	9.9%	10.7%	11.8%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	48.9%	45.5%	46.0%	46.3%
净负债比率	7.2%	6.8%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	3.9	3.0	3.7	4.8	5.4
应收账款周转率	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	4.9	4.7	4.8	4.8	4.8
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.75	0.91	1.10	1.32
每股经营净现金	-0.76	1.41	3.65	3.31	2.42
每股净资产	10.48	11.13	12.04	12.87	13.86
每股股利	0.10	0.00	0.27	0.33	0.40
估值比率					
PE	39.1	38.9	32.3	26.7	22.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	25.3	20.3	14.3	12.8	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

孙嘉擎 招商证券通信行业分析师 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。