

投资评级 **优于大市** 维持

# 新华三剩余股权收购预案发布，拟定增120亿元

**股票数据**

05月26日收盘价(元)	29.38
52周股价波动(元)	15.12-35.55
总股本/流通A股(百万股)	2860/2860
总市值/流通市值(百万元)	84029/84029

**相关研究**

《Q1高基数背景下业绩稳步增长，AI需求强劲、算力成果瞩目》2023.04.29

《业绩稳健表现，运营商市场高速增长》2023.04.11

《新华三股权并购落地，看好长期发展》2023.01.04

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.8	-7.1	24.2
相对涨幅(%)	3.5	-2.7	29.4

资料来源：海通证券研究所

**投资要点：**

- 事件：**公司于2023年5月26日发布重大资产购买预案和定增预案公告。根据公司重大资产购买预案公告，此次收购新华三剩余49%股权合计交易作价为35亿美元，折合人民币246.85亿元（根据公告援引中国人民银行授权中国外汇交易中心数据，23年5月25日汇率中间价为1美元兑7.0529人民币）。支付方式为现金，主要来源为公司自有资金、自筹资金，并以美元支付。
- 公司拟定增120亿元用于本次交易支付。**根据公司定增预案公告，公司计划增发不超过120亿元用于支付本次重组交易（收购新华三剩余股权）部分现金对价，发行对象不超过35名，发行股票数量不超过总股份的25%，即7.15亿股。
- 本次披露仅为初步方案，尚需多部门审批通过。**根据公司重大资产购买预案公告，本次交易尚需股东大会、发改委、商务部、外汇管理局、有关反垄断机构等决策或审批通过，卖出期权行权交割应于该签署日（5月26日）后180个日历日期限届满前完成。本次收购完成将最大限度提升上市公司归母净利润，本次披露仅为初步方案。同时，各方约定在交割期及交割后3年内，本协议各方且应在其能力范围内促使其关联方在合理可行的情况下尽快向本协议其他各方提供合理协助。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为此次收购新华三剩余股权事项的稳步推进将使公司管理机制进一步优化，同时收购后完成并表将增厚公司盈利水平。我们预计公司2023-2025年收入分别为850.24亿元、1007.49亿元、1221.69亿元；归母净利27.93亿元、35.27亿元、44.24亿元。EPS分别为0.98元、1.23元、1.55元。参考可比公司估值，给予2023年PE区间30-35倍，对应合理价值区间29.30-34.18元，同时，以绝对估值法DCF估值法作为补充方法来验证上述区间合理性，DCF估值法下合理价值为32.50元。因此，综合上述估值方法，公司对应合理价值区间29.30-34.18元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**技术和产品研发风险；宏观经济环境变化风险；经营风险；人力资源风险。

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67638	74058	85024	100749	122169
(+/-)YoY(%)	12.6%	9.5%	14.8%	18.5%	21.3%
净利润(百万元)	2148	2158	2793	3527	4424
(+/-)YoY(%)	18.5%	0.5%	29.4%	26.3%	25.4%
全面摊薄EPS(元)	0.75	0.75	0.98	1.23	1.55
毛利率(%)	19.5%	20.6%	21.0%	21.5%	22.0%
净资产收益率(%)	7.2%	6.8%	8.1%	9.4%	10.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**表 1 可比公司估值对比**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000977.SZ	浪潮信息	41.38	605.68	1.42	1.81	2.25	29	23	18
603019.SH	中科曙光	50.14	734.06	1.05	1.38	1.78	48	36	28
CSCO.O	思科 (美元)	49.86	203.82	2.90	3.81	4.04	17	13	12
ANET.N	ARISTA 网络 (美元)	170.35	525.16	4.39	6.08	6.70	39	28	25
						平均	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>21</b>

备注: 收盘价日期为 2023 年 5 月 26 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期, 美股公司 EPS 来自 yahoo finance 一致预期;  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 公司业务分拆 (亿元)**

	2022	2023E	2024E	2025E
1、ICT 基础设施及服务	467.60	561.12	701.40	897.79
收入增幅	13.09%	20.00%	25.00%	28.00%
毛利率	27.73%	27.50%	27.20%	26.90%
2、IT 产品分销与供应链服务	323.08	339.23	356.20	374.01
收入增幅	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
3、其他业务	1.61	1.61	1.61	1.61
收入增幅	-17.13%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	59.11%	59.00%	59.00%	59.00%
4、内部抵消	-51.72	-51.72	-51.72	-51.72
收入增幅	-7.28%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-0.58%	-0.58%	-0.58%	-0.58%
<b>合计: 营业收入</b>	<b>740.58</b>	<b>850.24</b>	<b>1007.49</b>	<b>1221.69</b>
<b>总收入增幅</b>	<b>9.49%</b>	<b>14.81%</b>	<b>18.49%</b>	<b>21.26%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>20.64%</b>	<b>21.01%</b>	<b>21.46%</b>	<b>21.95%</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们以绝对估值法 DCF 估值法作为补充方法来反映公司的长期价值, 对公司的核心参数进行如下假设, 具体如下表:

- 无风险利率: 采用十年期国债收益率 2.7205% (截至 2023 年 5 月 26 日);
- Beta 权益: 选取紫光股份 2 家 A 股可比公司相对上证综合指数截止日最近 60 月的 Beta 平均值 (截至 2023 年 5 月 26 日), 取值 0.7737;
- 市场平均风险收益率: 根据 Wind 数据, 选取上证指数 (000001.SH) 最近 3 年 (截至 2023 年 5 月 26 日) 年化收益率平均值 7.2981% 作为市场平均风险收益率;
- 风险溢价: 市场平均风险收益率与无风险利率差值为 4.5776%;
- 计算出公司股票贴现率  $K_e$  为 6.26%, WACC 为 5.14%。
- 债务成本: 采用商业银行 (6 月-1 年) 贷款基准利率为 4.35%。

表 3 DCF 估值：核心假设与结果

DCF 分析	数值	核心假设	数值
预测期自由现金流现值 (亿元)	299.54	Beta 权益	0.77
永续自由现金流现值 (亿元)	630.08	无风险利率	2.72%
股权价值 (亿元)	929.62	风险溢价	4.58%
		股票贴现率	6.26%
		实际税率	10.00%
		债务比率	47.92%
		权益比率	52.08%
		债务利率 $K_d$	4.35%
		WACC	5.14%
		永续增长率	1.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>74058</b>	<b>85024</b>	<b>100749</b>	<b>122169</b>
每股收益	0.75	0.98	1.23	1.55	营业成本	58772	67162	79123	95350
每股净资产	11.13	11.98	13.06	14.40	毛利率%	20.6%	21.0%	21.5%	22.0%
每股经营现金流	1.41	1.61	1.79	2.60	营业税金及附加	294	340	403	489
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4251	4591	5390	6475
P/E	38.94	30.08	23.83	18.99	营业费用率%	5.7%	5.4%	5.4%	5.3%
P/B	2.64	2.45	2.25	2.04	管理费用	964	1063	1259	1527
P/S	1.13	0.99	0.83	0.69	管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
EV/EBITDA	8.47	11.22	8.66	6.52	EBIT	4987	5742	7233	9060
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	634	515	581	712
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
毛利率	20.6%	21.0%	21.5%	22.0%	资产减值损失	-695	-990	-995	-1135
净利润率	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%	投资收益	21	9	10	12
净资产收益率	6.8%	8.1%	9.4%	10.7%	<b>营业利润</b>	<b>4160</b>	<b>5321</b>	<b>6773</b>	<b>8559</b>
资产回报率	2.9%	3.4%	3.8%	4.1%	营业外收支	60	60	60	60
投资回报率	10.1%	10.7%	12.0%	13.2%	<b>利润总额</b>	<b>4220</b>	<b>5381</b>	<b>6833</b>	<b>8619</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	6048	6833	8502	10509
营业收入增长率	9.5%	14.8%	18.5%	21.3%	所得税	478	538	717	948
EBIT 增长率	32.0%	15.1%	26.0%	25.3%	有效所得税率%	11.3%	10.0%	10.5%	11.0%
净利润增长率	0.5%	29.4%	26.3%	25.4%	少数股东损益	1584	2050	2589	3247
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2158</b>	<b>2793</b>	<b>3527</b>	<b>4424</b>
资产负债率	48.9%	47.9%	48.2%	48.7%					
流动比率	1.52	1.61	1.66	1.71	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.79	0.84	0.89	0.93	货币资金	10669	13425	16430	21588
现金比率	0.32	0.37	0.39	0.44	应收账款及应收票据	13138	14583	18095	21531
<b>经营效率指标</b>					存货	20275	23158	27306	32812
应收账款周转天数	58.56	58.56	58.56	58.56	其它流动资产	6631	6681	7524	8252
存货周转天数	118.52	118.52	118.52	117.00	流动资产合计	50712	57847	69355	84183
总资产周转率	1.05	1.10	1.16	1.22	长期股权投资	112	112	112	112
固定资产周转率	75.39	83.16	108.40	167.74	固定资产	1042	1003	856	601
					在建工程	150	200	250	300
					无形资产	3697	3533	3415	3320
					非流动资产合计	23351	23384	23294	23056
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>74063</b>	<b>81231</b>	<b>92649</b>	<b>107239</b>
净利润	2158	2793	3527	4424	短期借款	4175	4126	4126	4126
少数股东损益	1584	2050	2589	3247	应付票据及应付账款	13245	15396	18346	22316
非现金支出	1907	2243	2464	2821	预收账款	1	1	1	2
非经营收益	-33	292	330	369	其它流动负债	15901	16487	19298	22821
营运资金变动	-1598	-2787	-3786	-3429	流动负债合计	33322	36010	41771	49265
<b>经营活动现金流</b>	<b>4019</b>	<b>4591</b>	<b>5122</b>	<b>7432</b>	长期借款	200	200	200	200
资产	-482	-1270	-1270	-1270	其它长期负债	2713	2713	2713	2713
投资	438	195	0	0	非流动负债合计	2913	2913	2913	2913
其他	83	14	10	12	<b>负债总计</b>	<b>36235</b>	<b>38923</b>	<b>44684</b>	<b>52178</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>-1062</b>	<b>-1260</b>	<b>-1258</b>	实收资本	2860	2860	2860	2860
债权募资	-1075	-50	0	0	归属于母公司所有者权益	31841	34271	37339	41188
股权募资	65	0	0	0	少数股东权益	5987	8037	10625	13873
其他	-1099	-724	-858	-1016	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>74063</b>	<b>81231</b>	<b>92649</b>	<b>107239</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2109</b>	<b>-773</b>	<b>-858</b>	<b>-1016</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1993</b>	<b>2756</b>	<b>3004</b>	<b>5158</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余伟民 通信行业  
杨彤昕 通信行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中控技术,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。