

收购新华三靴子落地，算力网络龙头有望增厚业绩

2023年05月28日

事件概述：2023年5月27日，公司发布资产并购预案，拟由全资子公司紫光国际以支付现金的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三 48% 股权，以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1% 股权，合计收购新华三 49% 股权，标的资产作价 35 亿美元。同时发布定增预案，拟定增募资不超过 120 亿元，用于收购惠普持有的新华三 49% 股权。

收购确定性进一步增强，仅定增 120 亿元股份摊薄有限。

回顾收购历史，2016 年 5 月，公司在香港注册成立的全资子公司紫光国际完成对新华三 51% 控股权的收购，截至 2023 年 1 月 3 日，公司通过紫光国际持有新华三 51% 的控股权，Hewlett Packard Enterprise Company 通过其全资子公司 HPE 开曼和 Izar Holding Co 分别持有新华三 48% 和 1% 股权。自 2016 年上市公司收购新华三控制权以来，新华三资产质量、收入及利润规模均大幅提升。本次收购完成后，新华三将成为公司间接持有 100% 股权的下属公司。

本次 49% 新华三股权交易对价为 35 亿美元，对应约 247 亿元人民币，作为参考，16 年紫光收购 51% 新华三股权，最终支付 166.61 亿元人民币；本次收购交易资金来源于公司自有资金、自筹资金，公司本次仅定增 120 亿元，剩余部分用自有资金等方式解决，对公司股份摊薄有限。

收购有望增厚业绩，激发内生成长动能。

1) 收购推动并表增厚业绩，定增审批从股东大会审议通过定增预案到证监会发审委审核通过，通常所需要的时间通常在 3 到 6 个月，收购需在定增完成后进行，我们判断其有望于 23 年底落地；新华三作为公司核心资产，据公司年报，22 年新华三归母净利润 37.31 亿元（按 51% 的持股比例计），同比增长 8.65%，100% 并表后公司归母净利润有望显著提升；2) 收购发挥协同效应，增强数字经济竞争力。紫光在在交换机、服务器、路由器、WLAN 等主要 ICT 设备市场的市场份额较高，国内领先；新华三深度布局“云-网-算-存-端”全产业链，拥有计算、存储、网络、5G、安全、终端等全方位的数字化基础设施整体能力，提供云计算、大数据、人工智能、工业互联网、信息安全、智能联接、边缘计算等在内的一站式数字化解决方案，以及端到端的技术服务。收购促进公司进一步增强数字经济产业布局，发挥协同效应，提升核心竞争力，且公司有望触及更为广阔的信创市场；3) 后续惠普与紫光仍将维持良好合作，且新华三出海限制将变小。

投资建议：考虑公司 100% 并表新华三将显著增厚业绩，并有望进一步激发内生成长动能。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 27.92/35.26/42.69 亿元，对应 PE 倍数为 30/24/20x，维持“推荐”评级。

风险提示：芯片供应链波动；收购进程存在不确定性；算力需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	74,058	86,333	102,077	118,917
增长率 (%)	9.5	16.6	18.2	16.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,158	2,792	3,526	4,269
增长率 (%)	0.5	29.4	26.3	21.1
每股收益 (元)	0.75	0.98	1.23	1.49
PE	39	30	24	20
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
29.38 元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 于一铭

执业证书：S0100522090005

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

1. 紫光股份 (000938.SZ) 2023 年一季报点评：业绩超预期，新华三可比口径营收利润高增-2023/05/05

2. 紫光股份 (000938.SZ) 2022 年年报点评：领航 ICT 市场，构筑数字经济和 AI 核心底座-2023/04/03

3. 紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：拟收购新华三 49% 股份，归母净利润有望显著提升-2023/01/04

4. 紫光股份 (000938.SZ) 2022 年三季报点评：汇兑拖累 Q3 业绩，新华三 ICT 市占率稳步提升-2022/11/05

5. 紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：如期完成股权交割，集团重整收官在即，公司踏上新征程-2022/07/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74,058	86,333	102,077	118,917
营业成本	58,772	68,603	80,885	94,040
营业税金及附加	294	294	347	404
销售费用	4,251	4,921	5,716	6,540
管理费用	964	1,122	1,327	1,546
研发费用	5,299	6,043	7,043	8,086
EBIT	4,987	6,333	7,821	9,303
财务费用	634	166	102	13
资产减值损失	-695	-774	-892	-1,012
投资收益	21	17	20	24
营业利润	4,160	5,415	6,853	8,307
营业外收支	60	66	69	72
利润总额	4,220	5,481	6,922	8,380
所得税	478	548	692	838
净利润	3,742	4,932	6,229	7,542
归属于母公司净利润	2,158	2,792	3,526	4,269
EBITDA	6,048	7,642	9,209	10,319

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,669	15,666	19,201	23,302
应收账款及票据	13,138	13,901	16,159	18,502
预付款项	972	1,029	1,213	1,411
存货	20,275	21,833	25,312	28,930
其他流动资产	5,659	5,148	5,003	5,324
流动资产合计	50,712	57,576	66,889	77,469
长期股权投资	112	129	150	173
固定资产	1,042	1,097	1,112	1,650
无形资产	3,697	3,933	3,933	3,933
非流动资产合计	23,351	23,487	23,441	23,851
资产合计	74,063	81,062	90,330	101,319
短期借款	4,175	4,885	4,885	4,885
应付账款及票据	13,245	14,284	16,399	18,550
其他流动负债	15,902	14,751	16,129	17,993
流动负债合计	33,322	33,921	37,413	41,429
长期借款	200	1,752	1,752	1,752
其他长期负债	2,713	2,633	2,551	2,453
非流动负债合计	2,913	4,385	4,303	4,204
负债合计	36,235	38,305	41,715	45,633
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,987	8,127	10,831	14,104
股东权益合计	37,828	42,757	48,614	55,687
负债和股东权益合计	74,063	81,062	90,330	101,319

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.49	16.58	18.24	16.50
EBIT 增长率	31.96	26.99	23.50	18.95
净利润增长率	0.48	29.37	26.29	21.06
盈利能力 (%)				
毛利率	20.64	20.54	20.76	20.92
净利润率	2.91	3.23	3.45	3.59
总资产收益率 ROA	2.91	3.44	3.90	4.21
净资产收益率 ROE	6.78	8.06	9.33	10.27
偿债能力				
流动比率	1.52	1.70	1.79	1.87
速动比率	0.79	0.93	1.00	1.06
现金比率	0.32	0.46	0.51	0.56
资产负债率 (%)	48.92	47.25	46.18	45.04
经营效率				
应收账款周转天数	64.14	59.00	58.00	57.00
存货周转天数	125.91	120.00	118.00	116.00
总资产周转率	1.05	1.11	1.19	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.98	1.23	1.49
每股净资产	11.13	12.11	13.21	14.54
每股经营现金流	1.41	1.86	1.91	2.28
每股股利	0.00	0.13	0.16	0.20
估值分析				
PE	39	30	24	20
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.14	9.94	7.85	6.60
股息收益率 (%)	0.00	0.44	0.56	0.68

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,742	4,932	6,229	7,542
折旧和摊销	1,061	1,309	1,388	1,016
营运资金变动	-1,598	-2,309	-3,599	-3,605
经营活动现金流	4,019	5,317	5,455	6,522
资本开支	-482	-1,025	-851	-846
投资	438	-2	0	0
投资活动现金流	38	-1,011	-537	-846
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-1,075	1,600	0	0
筹资活动现金流	-2,109	690	-1,383	-1,575
现金净流量	1,993	4,996	3,536	4,101

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026