

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

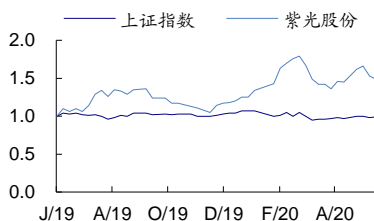
紫光股份(000938)

增持

合理估值: 元 昨收盘: 40.03 元 (维持评级)

2020年06月05日

一年该股与上证综指上证综指走势比



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,043/2,043
总市值/流通(百万元)	81,778/81,778
上证综指/深圳成指	2,919/11,139
12个月最高/最低(元)	52.20/25.24

相关研究报告:

《紫光股份-000938-重大事件快评: 5G 时代 ICT 巨头, 运营商业务服务器和高端路由持续突破》——2020-06-01

《紫光股份-000938-财报点评: 业绩符合预期, 受益新基建的 ICT 龙头》——2020-04-27

《紫光股份-000938-重大事件快评: 公开转让引入战略投资者, 优化股东机构》——2020-04-13

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

云与智能事业群核心, ICT 龙头蓄势待发

● 紫光集团云与事业群核心

紫光集团新成立的紫光云与智能事业群将倾力发展云+智能业务, 有效整合紫光集团旗下云网板块的新华三集团、紫光云技术有限公司、重庆紫光华山以及紫光软件等的业务。事业群将致力于融合全场景的云与智能业务, 实现紫光云的全栈智能、全域覆盖, 进一步提升紫光云的技术能力、拓展紫光云的服务范围, 从而将其打造成为百行百业数字化转型的核心引擎。紫光股份云相关业务有望得到催化。

● 运营商业务将成为新华三主要增长点

运营商市场中, 公司作为主流设备供应商, 多款核心产品已经实现大规模部署和应用。高端路由进入三大运营商网络, 中国移动集采超过 1600 台设备; 运营商防火墙/负载均衡/入侵防御集采综合份额第一; 5G 小站以优异成绩通过三大运营商第一阶段测试; 在电信和联通的 5G 承载网试点中全面领先获高度认可。公司发力运营商业务, 自身的技术实力契合运营商需求, 未来运营商业务将占新华三整体的 20%-30%, 从运营商近期招标结果可以看出公司技术实力及相应努力。

● 新华三海外业务将成为公司另一主要增长点

公司开启红牌绿牌齐头并进的海外战略。海外市场的开拓中, 公司以自主品牌 H3C 在马来西亚等 7 个国家市场展开网络产品销售等相关业务, 建立海外市场拓展和交付体系, 未来还将在更多海外市场实现开拓, 未来海外业务有望占新华三总体收入的 20%以上, 值得期待。

● 风险提示

运营商业务不达预期; 海外业务不达预期; 云与智能业务不达预期。

● 维持“增持”评级

我们预计 2020-2022 年收入分别为 613.94/764.15/858.77 亿元, 同比增速 13.5%/24.5%/12.4%; 归母净利润 19.84/24.56/32.9 亿元, 同比增速 7.6%/23.8%/34.4%; 摊薄 EPS 为 0.97/1.20/1.61 元, 当前股价对应 PE=41/33/24x, 看好公司长期发展, 运营商和海外业务持续突破, 云与智能战略得到贯彻, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48306	54,099	61,394	76,415	85,877
(+/-%)	23.6%	12.0%	13.5%	24.5%	12.4%
净利润(百万元)	1704	1843	1984	2456	3299
(+/-%)	8.1%	8.2%	7.6%	23.8%	34.4%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.90	0.97	1.20	1.61
EBIT Margin	26.9%	12.9%	5.4%	5.7%	6.7%
净资产收益率(ROE)	20.9%	6.5%	7.0%	8.6%	11.4%
市盈率(PE)	44.8	44.3	41.2	33.3	24.8
EV/EBITDA	10.1	14.2	29.9	24.9	19.9
市净率(PB)	2.90	2.90	2.88	2.85	2.81

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

经我们测算，紫光股份 20 年-22 年收入分别为净利润分别为 19.84 亿、24.56 亿、32.99 亿。其中紫光数码净利润分别为 3.09/3.34/3.61 亿，紫光软件净利润分别为 0.83/1.18/1.54 亿，新华三考虑到 51%股权情况下，贡献的归母净利润分别为 15.92/20.04/27.84 亿。

由于今年疫情影响，我们认为今年的业绩预测反映不出公司的正常价值，于是选用 2021 年的业绩预测进行相对估值。

通过分布估值的方式，对标国内相关龙头如中科曙光、中兴通讯、星网锐捷、绿盟科技、浪潮信息等的市盈率平均值，2020 年新华三合理估值 PE 为 48 倍。

当前紫光股份市值为 818 亿，按照 2021 年的紫光数码和紫光软件的净利润分别为 3.34 亿和 1.18 亿，对标神州数码和常山北明的 2020 年 PE，紫光数码对应市值 55.47 亿，紫光软件对应市值 49.31 亿，那剩余对应紫光股份所持新华三的市值为 713.22 亿，按照新华三 2021 年 20.04 亿元的净利润，其 PE 为 35 倍，被明显低估。

再考虑到公司在 ICT 领域的龙头地位，以及超大型 ICT 综合体本身平台属性，以及作为紫光集团云与智能板块的核心，给与一定溢价，新华三（考虑 51%股权）2020 年参考 PE 从 48.73 倍提升至 50 倍，对应估值为 1002 亿，紫光股份总体估值为 1106.78 亿。给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

近年公司在坐稳国内企业网龙头地位的基础上，发力运营商和海外市场，5 年内新华三有望突破千亿收入规模。公司网络产品线齐全，市占率较高，多年深耕，技术壁垒与渠道资源优势明显，已经在数据中心交换机市场获得 40.8% 的市场第一占有率；公司在企业网路由器占比 28.5%，在电信网路由器中占比较小。

凭借着与运营商的良好关系，我们认为公司有望在电信市场打开空间，5G 网络和新建数据中心需求将带动公司路由器产品，特别是高端路由器增长。新华三的顶级产品 CR19000 集群路由器有望进一步突破国内运营商市场，在运营商高端路由器份额持续提升，且公司铺设海外渠道，为公司路由器业务快速增长打下基础。

随着 2019 年海外和国内数通市场资本支出相继回暖，IT 行业需求增速有望重回 20% 以上。电信市场中移动提出三年千亿投入数据中心，也带来了新的需求。同时由于中美贸易战友商上游芯片断供因素影响市场份额下滑，公司服务器业务增速将超出行业增速。

- 1) 新华三网络设备，即交换机、路由器、WLAN 产品等，面临运营商重新组网需求，公司有望利用自身企业网和 SDN 的优势，在运营商中市场份额不断提升，有望实现 20% 速度增长，由于高端交换机、路由器等的投入使用，毛利率也有望提升；

2) 而 IT 设备, 即服务器和存储设备在 19 年实现了快速增长, 当前运营商资本支出加大, 建设数据中心力度增强, 20 年及以后公司仍可以通过蚕食竞争对手市场份额的方式保持增长, 且服务器由于规模效应和对上游产业链控制能力的提升, 毛利率有望进一步提升;

3) 随着国际关系紧张及国家对网络安全的重视, 安全硬件设备受益于等保 2.0 要求, 网络安全行业规模有望从当前 500 亿三年实现翻倍增长, 达到 1000 亿元。公司产品也在往整体态势感知方向迁移, 有望取得行业平均增速, 未来三年保持 30% 以上增长。

紫光数码 19 年业绩喜人, 营业收入达 238.77 亿元, 随着未来引入投资人加强业务资金投入, 公司管理能力持续提升, 保持 8% 以上的稳定增长。

由于公司新成立紫光云与智能事业群, 以迎接“新基建”背景下数字经济发展对云计算和智能化的需求。公司云计算产品业务有望实现连续 30% 增速。

与市场的差异之处

第一, 将公司业务按照七个主要业务板块进行分析, 并将对净利润贡献最多的业务进行了详细分析。

第二, 近期紫光集团成立紫光云与智能事业群, 紫光股份作为集团该事业群的核心, 以迎接“新基建”背景下数字经济发展对云计算和智能化的需求, 公司云计算相关业务有望得到促进。

股价变化的催化因素

第一, 公司发力运营商业务, 自身的技术实力契合运营商需求, 未来运营商业务将占公司整体的 20%-30%, 从运营商近期招标可以看出公司相关进展。

第二, 公司开启红牌绿牌齐头并进的海外战略, H3C 品牌网络产品的海外推广值得期待。

核心假设或逻辑的主要风险

第一, 运营商业务不达预期;

第二, 海外业务不达预期;

第三, 云与智能业务不达预期。

内容目录

紫光股份：ICT 领域龙头，紫光云与智能事业群核心	7
紫光股份或引入战略投资者，助力公司长远发展	7
紫光集团成立云与智能事业群，紫光股份为核心成员	7
紫光股份横跨 ICT 众领域，新华三为核心资产	8
紫光数码：营销网络绵密，IT 分销巨头	9
紫光软件：领先的云计算解决方案提供商	10
新华三：全产业链软硬件提供商	10
新华三：全产业链软硬件设备提供商	11
新华三历史沿革	11
新华三：网络 IT 产品为核心	12
新华三：网络设备龙头企业	13
新华三交换机业务：进入运营商市场，交换机订单再增加	14
新华三路由器业务：高端路由器发力，进一步提升市场份额	17
新华三 WLAN 业务：行业龙头厂商，产品线多领域布局	19
新华三 IT 设备业务：数通市场变革与回暖，IT 设备需求快速增长	19
新华三网络安全设备：网络安全行业需求旺盛，安全设备高速增长	22
投资建议	23
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 紫光股份股权结构图.....	7
图 2: 紫光云与智能事业群成员组成比较.....	8
图 3: 紫光股份营业收入及同比增速 (亿元, %).....	9
图 4: 紫光股份归母净利润及增长率 (百万, %).....	9
图 5: 紫光数码营业收入及同比增速 (亿元, %).....	9
图 6: 紫光数码归母净利润及同比增速 (万元, %).....	9
图 7: 国内 IT 分销市场竞争格局.....	10
图 8: 紫光数码业务布局.....	10
图 9: 紫光软件营业收入及同比增速 (亿元, %).....	10
图 10: 紫光软件归母净利润及增长率.....	10
图 11: 紫光股份与新华三营收情况 (亿元).....	11
图 12: 紫光股份与新华三净利润情况 (亿元).....	11
图 13: 紫光股份子公司营收规模占比 (亿元, %).....	11
图 14: 紫光股份处在紫光云业务的核心.....	11
图 15: 新华三历史沿革简图.....	12
图 16: 新华三主要业务.....	12
图 17: 新华三业务收入及同比增速 (亿元, %).....	13
图 18: 新华三净利润及同比增长 (亿元, %).....	13
图 19: 全球企业级交换机路由器市场规模和增速 (亿美元, %).....	13
图 20: 中国网络设备市场规模及增速 (百万, %).....	13
图 21: 全球交换机市场份额变化情况.....	14
图 22: 国内交换机市场份额 (百万美元).....	14
图 23: 新华三交换机产品.....	15
图 24: 2019 年中国 SDN 市场竞争格局.....	17
图 25: 2017-2019 年中国 SDN 市场增速及规模 (亿元).....	17
图 26: 全球路由器市场竞争格局.....	17
图 27: 中国路由器整体市场竞争格局.....	17
图 28: 新华三路由器产品.....	18
图 29: 全球企业级 WLAN 市场竞争格局.....	19
图 30: 中国企业级 WLAN 市场竞争格局.....	19
图 31: 美国云服务公司资本开支.....	20
图 32: 国内云厂商资本支出情况.....	20
图 33: 新华三计算存储市场格局.....	20
图 34: IT 业务占比变化.....	20
图 35: 中国服务器收入及增速 (单位: 亿美元).....	21
图 36: 全球服务器收入及增速 (单位: 亿美元).....	21
图 37: 国内服务器市场竞争格局.....	21
图 38: 国内服务器厂商出货量占比.....	21
图 39: 中国企业级存储市场规模 (百万美元, %).....	22
图 40: 2019 年国内存储市场竞争格局.....	22

图 41: 中国网络安全市场支出规模及增速 (亿美元)	23
图 42: 中国 IT 安全硬件市场支出规模及增速 (亿美元)	23
图 43: 2019 中国入侵检测与防御硬件市场竞争格局	23
图 44: 2019 安全内容管理硬件市场竞争格局	23
表 1: 紫光云与智能事业群主要成员业务介绍	8
表 2: 2019-2020 年, 新华三交换机中标情况	16
表 3: 新华三高端路由器中标情况	18
表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 6 月 3 日)	25

紫光股份：ICT 领域龙头，紫光云与智能事业群核心

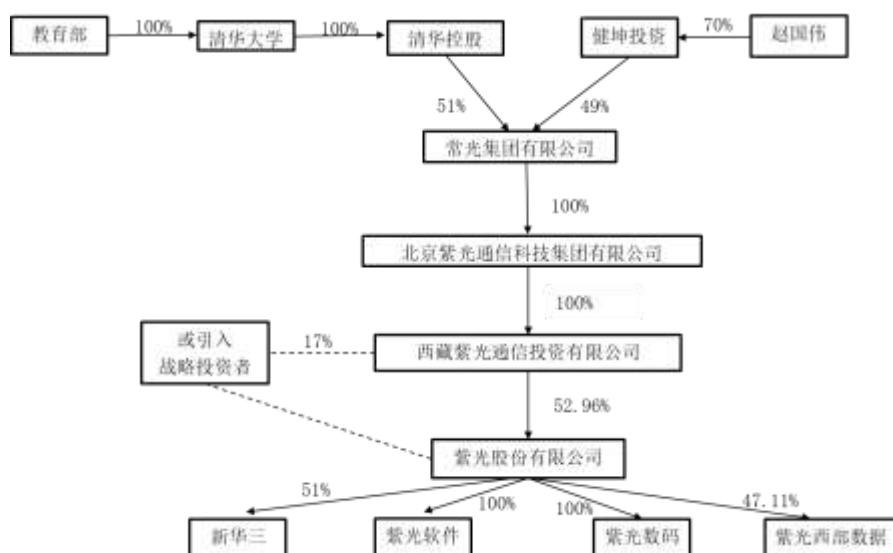
紫光股份是国内 ICT 领域龙头企业，公司聚焦 IT 服务领域，业务涵盖 IT 基础架构产品服务及解决方案，IT 产品分销与系统集成服务，致力于打造完整的“云-网-端”产业链。公司全面向 5G、云计算和数字经济等信息技术的应用领域深入，并成为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务供应商。紫光股份于 1999 年由清华紫光集团成立并于同年在上交所上市，发展至今公司曾多次调整主营业务，紧跟时代发展，目前主要有子公司：新华三、紫光软件、紫光数码、紫光西部数据等。

目前紫光股份最大的股东为西藏光通信投资有限公司，控股 52.96%。公司于 2016 年收购华三通信 51% 的股权，全资控股紫光数码和紫光软件，并与西部数据合资成立紫光西数，持股 47.11%，跟另外一个子公司合计持股 51%。

紫光股份或引入战略投资者，助力公司长远发展

2020 年 4 月 10 日，公司发布《关于控股股东拟通过公开征集转让方式协议转让公司部分股份的提示性公告》，公司控股股东西藏紫光通信投资有限公司（以下简称“紫光通信”）为引入公司未来发展重要战略资源，进一步优化公司股权结构，拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的公司 17.00% 的股份。本次转让计划的提出，一方面有助于降低紫光集团资金周转的压力，另一方面引入的战略投资者将有助于公司的业务拓展和深入合作。

图 1：紫光股份股权结构图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

紫光集团成立云与智能事业群，紫光股份为核心成员

紫光集团 4 月 8 日宣布重大组织架构升级——基于紫光云网板块的整体发展战略，整合旗下公司的私有云、公有云、人工智能、视频云、软件服务能力，成立“紫光云与智能事业群”。新成立的紫光云与智能事业群将倾力发展云+智能业务，有效整合紫光集团旗下云网板块的新华三集团、紫光云技术有限公司、

重庆紫光华山智安科技有限公司以及紫光软件系统有限公司的业务。其中：

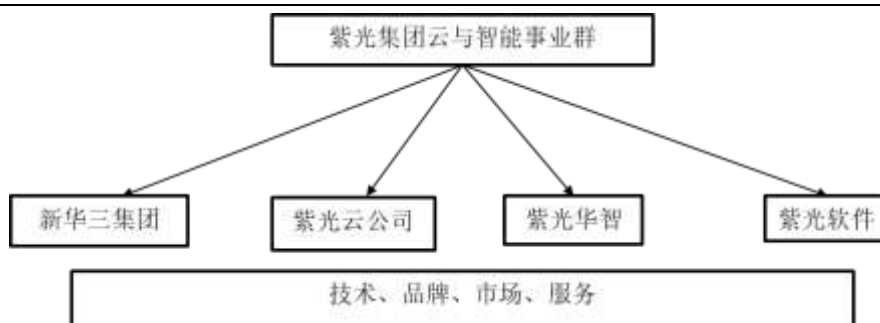
表 1：紫光云与智能事业群主要成员业务介绍

公司名称	主要业务介绍
新华三	专注于统一的云、大数据、人工智能等底层通用技术体系，以及应用生态体系的建设，联合相关产品线与业务部门，统筹私有云、公有云、多云的技术、产品与解决方案的研发；
紫光云	基于新华三云与智能产品线的能力，聚焦于智慧城市运营，公有云研发、运营及销售，产业互联网等业务；
紫光软件	以应用集成的优势，主攻基于紫光云的大型智慧类项目的集成交付；
重庆紫光华山	专注于视频智能解析领域的产品与解决方案研发，深耕紫光云在相关行业的纵向应用能力；

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

此次紫光集团的云网板块架构重大调整是为了迎合“新基建”大背景下数字经济良好发展的机遇。数字经济的发展让云计算成为企业运营与成长的重要支撑，而激增的数据与瞬息万变的市场对智能化的需求与日俱增。这种市场需求将为紫光云网战略提供新的发展和转型契机。紫光云与智能事业群的成立，有助于充分发挥紫光集团云网板块的领先技术和市场及服务能力，进一步提升市场竞争优势。**事业群将致力于融合全场景的云与智能业务，实现紫光云的全栈智能、全域覆盖，进一步提升紫光云的技术能力、拓展紫光云的服务范围，从而将其打造成为百行百业数字化转型的核心引擎。**

图 2：紫光云与智能事业群成员组成比较



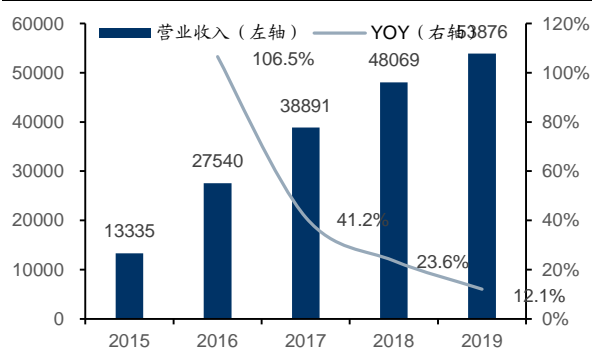
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

紫光集团此次成立的“紫光云与智能事业群”是公司云网战略的具体体现，未来一段时间公司将倾力打造的一条完整而强大的“云—网—端”产业链。**其中，紫光股份作为这个产业链中的关键一环，起到了承上启下的作用。**紫光股份将提供云计算所需的全套软硬件产品，包括网络、计算、存储、安全、云管理平台及 WLAN 设备等，协助云与智能事业群的快速扩张，反过来带动软硬件设备的进一步需求，形成紫光生态闭环，有助于紫光集团快速发展。

紫光股份横跨 ICT 众领域，新华三为核心资产

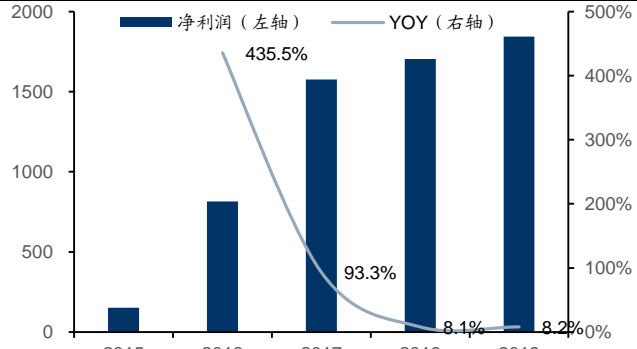
紫光股份主要是由三家子公司组成，新华三、紫光数码、紫光软件，共同构建了研发、建设、运营、维护于一体的 ICT 全产业链服务。

图 3: 紫光股份营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 紫光股份归母净利润及增长率 (百万, %)

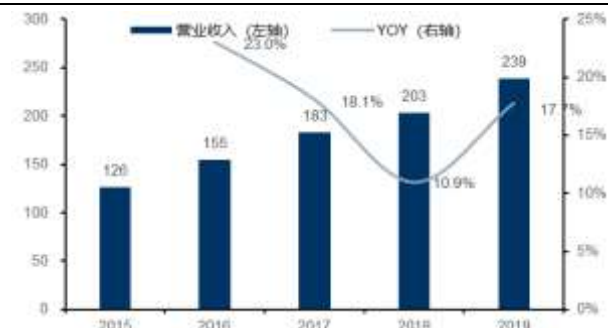


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

紫光数码: 营销网络绵密, IT 分销巨头

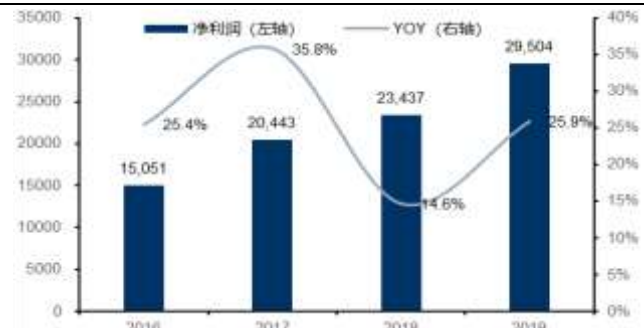
紫光数码, 2006 年从紫光股份有限公司分拆而来, 以提供专业的 IT 分销服务为主要业务, 致力于建设中国最专业、最优秀的营销服务网络, 为客户提供全方位的综合性 IT 服务。紫光数码拥有覆盖全国大、中型城市, 辐射至五、六级城市的营销网络, 为惠普、戴尔、联想、H3C、三星等国内外知名 IT 厂商提供增值分销服务, 业务涉及渠道分销、行业分销、方案集成等领域。2019 年紫光数码总资产 89.75 亿元, 净资产 20.89 亿元, 营业收入 238.77 亿元, 营业利润 3.40 亿元, 归母净利润 2.95 亿元。

图 5: 紫光数码营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 紫光数码归母净利润及同比增速 (万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在 IT 分销市场, 紫光数码位居国内分销商 TOP6 位置。IT 分销业务整体市场毛利率偏低, 一般在 4%-7% 左右。紫光数码以其专业优秀的分销营销网络, 有望继续实现收入增长。

图 7：国内 IT 分销市场竞争格局

排名	公司	2018 年营收	同比增速
1	海航科技	3364.72	6.66%
2	神州数码	818.58	31.57%
3	联强国际	775	5.21%
4	伟仕佳杰	624.82	14.56%
5	长虹佳华	220.98	6%
6	紫光数码	202	10.90%
7	翰林汇	165.67	8.75%
8	中建材	130	15%
9	方正世纪	90	30%
10	富通科技	17.77	-51.48%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：紫光数码业务布局

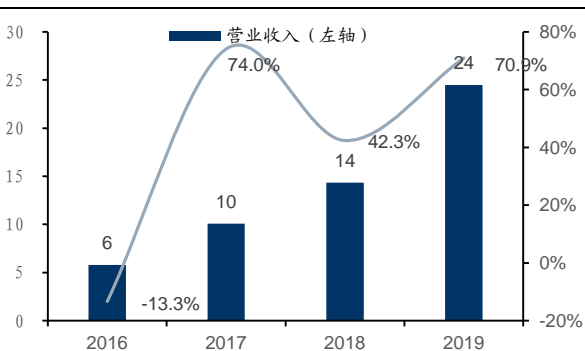


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

紫光软件：领先的云计算解决方案提供商

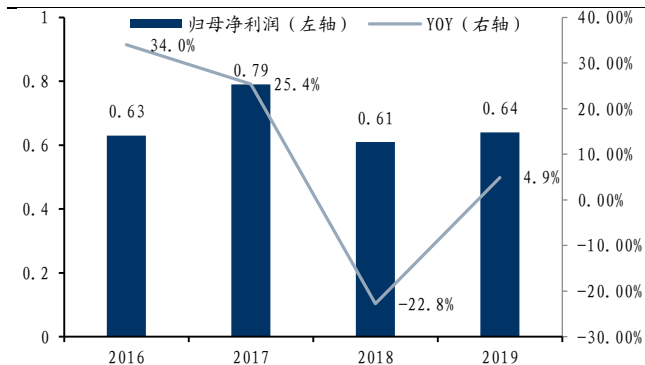
紫光软件成立于 2001 年 7 月 25 日，是专业的软件服务与系统集成提供商。公司始终坚持自主创新的道路，形成了多个具有行业特点的整体解决方案，持续有力地推动多种行业及领域的科技升级，运用云计算技术在广电、民政、档案等行业的电子政务领域居于领先地位。2019 年，公司总资产 26.17 亿元，净资产 8.51 亿元，营业收入 24.48 亿元，营业利润 0.76 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.64 亿元。

图 9：紫光软件营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

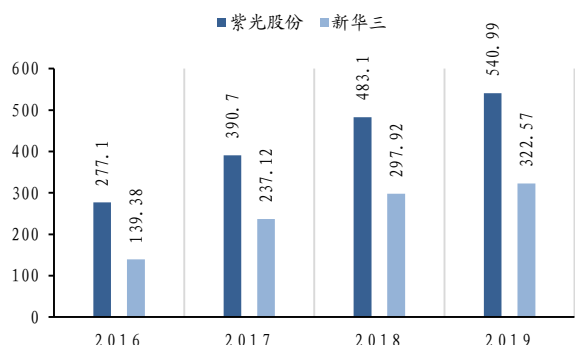
图 10：紫光软件归母净利润及增长率



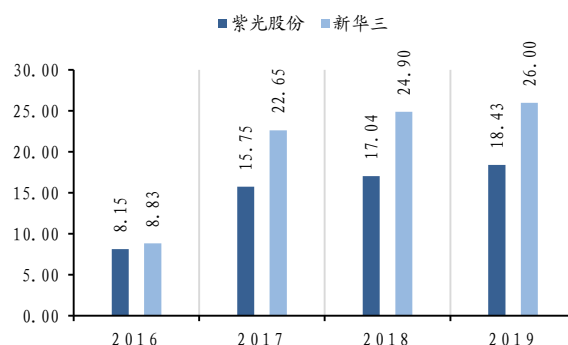
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新华三：全产业链软硬件提供商

紫光股份控股子公司，数字化解决方案领导者，拥有计算、存储、网络、安全等全方位的数字化基础设施整体能力，提供云计算、大数据、智能联接、信息安全、新安防、物联网、边缘计算、人工智能、5G 等在内的一站式数字化解决方案，是 HPE 服务器、存储和技术服务的中国独家提供商。

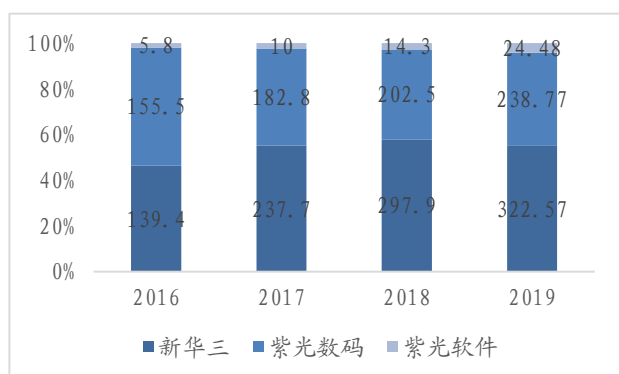
图 11：紫光股份与新华三营收情况（亿元）


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 12：紫光股份与新华三净利润情况（亿元）


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年,公司总资产 219.91 亿元,净资产 77.09 亿元,营业收入 322.57 亿元,营业利润 29.81 亿元,归母净利润 26.00 亿。新华三是紫光股份利润的主要来源,是公司的核心资产。

图 13：紫光股份子公司营收规模占比（亿元，%）


资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 14：紫光股份处在紫光云业务的核心


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

新华三：全产业链软硬件设备提供商

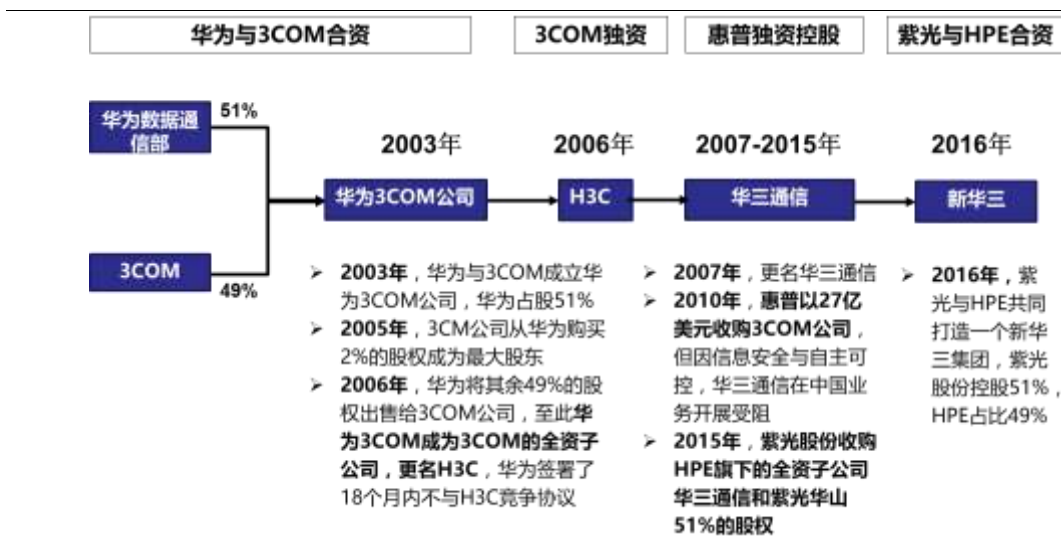
新华三历史沿革

2003 年,因市场竞争问题,华为与 3COM 成立子公司,华为持股 51%。随后几年里,华为将华为 3COM 公司股权分几次出售给 3COM 公司。2006 年,华为 3COM 成为 3COM 公司的全资子公司,更名为 H3C。2007 年, H3C 更名为华三通信。2010 年,惠普以 27 亿美元收购 3COM 公司,但因信息安全与自主可控,华三通信在中国业务开展受阻。2015 年,紫光股份收购 HPE 旗下的全资子公司华三通信和紫光华山 51%的股权。2016 年,紫光与 HPE 共同打造一个新华三集团,紫光股份控股 51%,HPE 占比 49%。因此,新华三几经易主,最终被紫光股份从惠普手中收购。

新华三起源于华为,中间历经华为退出、3COM 被惠普收购、紫光集团拿下 51%控股权,形成了具备华为精神内核,惠普成熟产品运营经验、紫光良好的创新

精神的 ICT 综合体。

图 15: 新华三历史沿革简图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

新华三：网络 IT 产品为核心

新华三主营业务共涉及 5 大产品线业务，包括网络产品、IT 产品、安全产品、云计算及服务、IT 代销。公司几乎可提供云计算所需的全套软硬件设备，包括网络、计算、存储、安全、云管理平台及 WLAN 设备等，形成了相对完整的产业链闭环。

图 16: 新华三主要业务

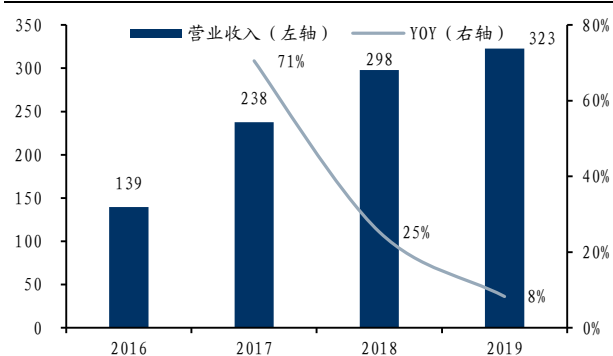


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司网络产品与 IT 代销业务营收规模占比最重，从净利润来看，网络产品的净利润贡献超 70%，公司的网络产品主要包括路由器、交换机、WLAN，毛利率较高，可以看出网络设备是新华三盈利和高成长性的重要保证。公司 IT 产品主

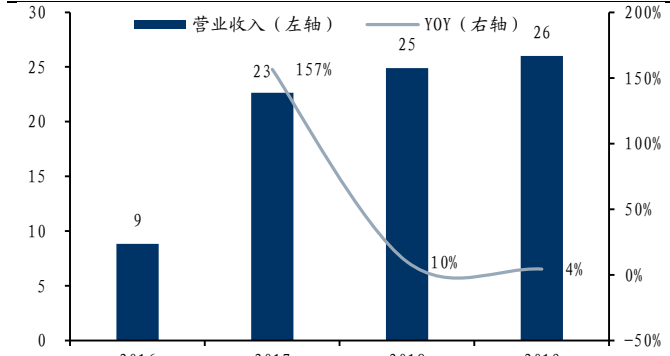
要包括自研服务器与存储器，因研发投入较大，目前净利润偏低，但从近年服务器与存储器的营收增长速率来看，过去几年公司的 IT 产品高速成长为国内前三，IT 设备收入占比也超过网络产品，未来将成为新华三又一个高速发展领域。安全产品与云计算业务，二者共占营收 15%-20%之间，受益技术迭代云计算渗透率上升及国家对网络安全的重视，以及公司是“紫光云与智能事业群”核心，相关业务有望增速提升。

图 17：新华三业务收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18：新华三净利润及同比增长（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新华三：网络设备龙头企业

从全球市场来看，网络设备市场增速稳定，根据 IDC 最新报告 2019 年全年，全球以太网交换机市场收入为 288 亿美元，较上年增长 2.3%，全球企业级和服务提供商（SP）路由器市场实现了 155 亿美元的收入，与 2018 年基本持平，略增 0.4%。

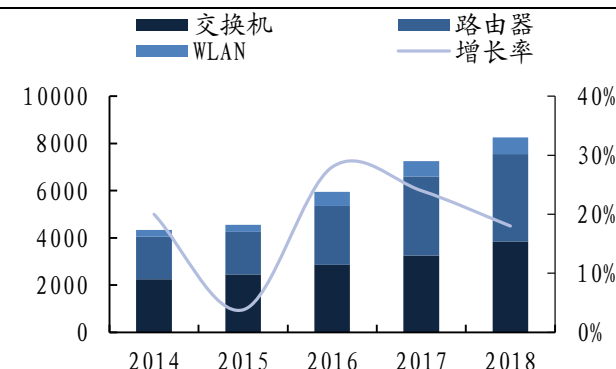
相比全球市场，中国的网络设备市场增速要高于全球市场，2018 年市场规模达 80 亿美元，同比增长 18%，较 2014 年市场规模实现翻倍。其中，交换机市场同比增长 18.5%，路由器市场同比增长 15.7%，WLAN 市场同比增长 9.9%。**2020 年，随着新一轮“新基建”工程的逐步开展和 5G 技术在中国的普及应用，网络设备的需求将进一步扩张，新华三作为网络设备的龙头企业将迎来新的发展机遇。**

图 19：全球企业级交换机路由器市场规模和增速（亿美元，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图 20：中国网络设备市场规模及增速（百万，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

公司整体网络设备收入近年保持稳定增速，路由器和 WLAN 在网络设备业务中占比有所下降，交换机占比在逐步提升，网络设备业务在公司整体业务中的占

比近年呈上升趋势。由于公司是行业龙头，市场份额在 30% 左右，我们判断新华三网络设备按照行业增速实现增长，约 20%。同时，由于高端路由器占比增加，毛利率有所提升。总体而言，新华三网络设备将保持高于行业平均增速实现快速增长。

网络设备行业驱动因素

在“新基建”浪潮下和 5G 技术在中国的开展，我们认为新华三作为网络设备的龙头企业将受益于行业大背景和公司自身产品线的建设。具体如下：

行业因素：

随着 5G 技术的逐渐成熟，运营商和各大互联网厂商正布局 5G 通信市场。我们知道 5G 在网络速率、容量、延迟、效率等方面的全面提升，这相比于 4G 技术来说，将导致流量进一步增长。5G 技术带动互联网的全面升级，将带来新终端和新应用的出现，因此将导致网络流量的井喷式增长。

网络设备是 5G 技术落地必不可少的产品，5G 和云计算的快速发展将使公司网络设备业务持续受益。同时，中国 5G 技术领先，国内网络设备市场需求强劲，2018 年国内路由器市场同比增长 15.7%，系运营商市场需求增长推动。

公司因素：

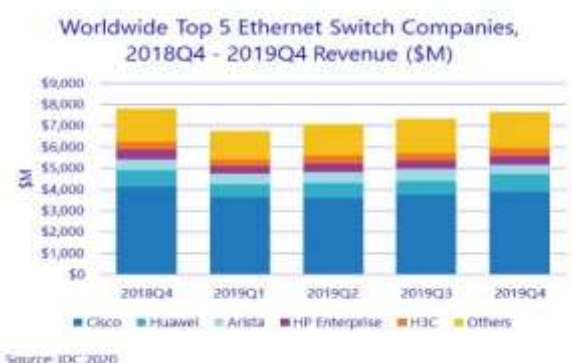
公司网络产品线齐全，几乎可以提供云计算所需的全套软硬件产品，包括网络、计算、存储、安全、云管理平台及 WLAN 设备等，同时，企业网主要产品市场占有率较高，多年深耕，技术壁垒与渠道资源优势明显。

新华三凭借着领先的云计算技术、深厚的行业经验、开放的生态体系，逐步转型成为运营商的主流网络设备供应商。公司高端交换机和路由器不断收获运营商订单，有望突破和发展运营商市场；公司 2019 年使用自主品牌开始 7 个国家的渠道建立，2020 年有望达到 30 个国家，海外市场进一步拓展有利于发掘公司新的增长点。

新华三交换机业务：进入运营商市场，交换机订单再增加

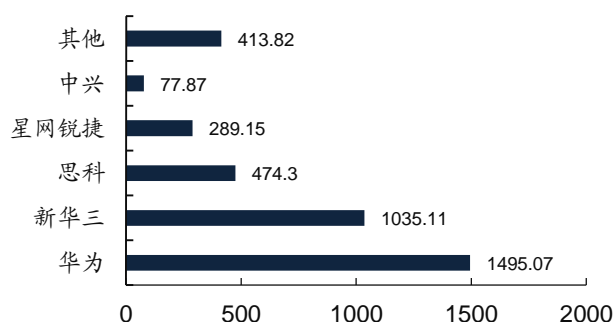
全球交换机市场主要参与者为思科、华为、HP、Arista、Juniper 和新华三，合计占全球交换机市场 80.9% 的份额，其中以思科为龙头。国内交换机市场华为与新华三领衔，2018 年新华三国内交换机市场份额达到 32.2%，华为市场份额 36.9%，形成两强争霸的局面。近年思科在交换机市场的份额逐渐下滑，尤其是在中国是市场份额出现严重缩水，主要是被国内华为和新华三抢占。

图 21：全球交换机市场份额变化情况



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图 22：国内交换机市场份额（百万美元）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

新华三交换机拥有几十种系列上百款产品，可应用于数据中心、园区网、工业

安防等多个场景。自 2003 年成立以来，在中国市场交换机已累计出货两百万台。公司在运营商和企业级市场深耕多年，积累了大量业界领先的知识产权，形成了自己的资源壁垒，在市场上占据了较高的市场份额，**2019 上半年新华三集团 40.8% 的份额摘得中国数据中心交换机市场桂冠。**

图 23：新华三交换机产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

虽然全球网络设备市场出现疲软状态，但根据中国网络设备市场表现以及相应下游厂商资金投入回暖，**预计未来公司交换机业务能保持在 10%-20% 的增速。**

交换机亮点 1：400G 网络领航，连续中标运营商高端交换机项目

随着 5G 时代的到来，用户将逐步进入数据爆炸、移动性极强的网络时代，数据中心要想最大程度地满足用户，它必须拥有更高的敏捷性、更快的速度和更强的效率。为了确保数据中心能够满足上述需求，新华三在业界率先布局推出 400G 相关的产品和解决方案。**400G 核心交换机作为新华三重点战略项目，主要应用于数据中心、城域网或骨干网等关键节点，是承载数字化时代的重要网络设备之一。**

2018 年，新华三推出了全球首款 400G 平台的数据中心核心交换机 S12500X-CF，面向大规模云计算数据中心或高性能计算场景，为目前业界性能最高的交换机产品。2019 年 9 月，公司推出的 400G 核心交换机顺利通过开放数据中心委员会（Open Data Center Committee, ODCC）测试，成为首批通过测试的网络设备提供商之一。**新华三 400G 相关产品推出后，受到了市场上的肯定，公司纷纷中标 2019 和 2020 年中国联通和中国移动高端交换机项目，未来将持续加大在该领域的竞争优势。**

表 2：2019-2020 年，新华三交换机中标情况

中标项目	中标产品	采购预算/数量	份额
中国联通2019-2020数据中心交换机集中采购	16插槽汇聚及接入交换机	28920.65万	30%
	8插槽汇聚及接入交换机	49687.88万元	30%
	4插槽汇聚及接入交换机	10039.55万元	30%
2019-2020中国移动高端路由和高端交换机集中采购（扩容部分）	高端三层交换机	24985台	（单一采购）

资料来源：中国移动、中国联通采购与招标网，国信证券经济研究所整理

交换机核心亮点 2：SDN/NFV 龙头企业，借机进入运营商市场

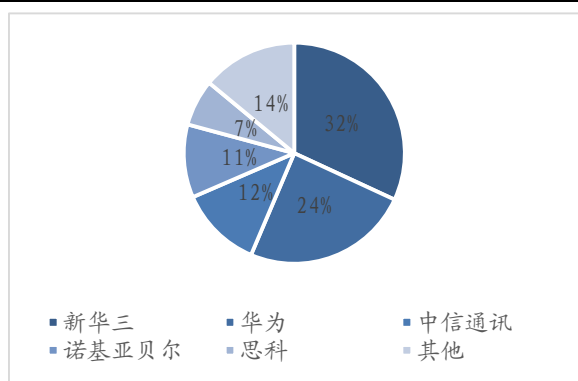
SDN（Software Defined Network，软件定义网络）的核心即通过开放之前封闭的北向接口和南向接口，达到软硬件解耦的目的。NFV（Network Function Virtualization，网络功能虚拟化）即采用通用的计算、存储和网络硬件，代替专用网络设备，从而降低整个通信网的复杂度。通俗的讲，SDN 和 NFV 均是虚拟化需求的产物，目标一致，都是尽可能使用通用/白牌服务器/交换机来实现网络功能。

5G 时代带来的流量爆发性与业务复杂性，是以往网络时代所未有的。5G 不同于 4G 的特点有：一是流量的爆发式增长；二是横向新增应用场景。在这种巨大的流量下及复杂的业务要求下，原有网络无法适应，需要重构网络结构，SDN/NFV 作为网络重构的关键技术，将起到重要作用。

5G 时代，数字化转型呼唤 WAN 广域网变革，构成 5G 网络的重要承载，NFV/SDN 成为运营商转型的有力工具。国内三大运营商于 2013-2015 年前后分别规划了面向网络重构的顶层战略思路，开始进入网络重构部署阶段，预计 2020-2025 年将进入网络重构重要发展阶段，未来大规模商用值得期待。

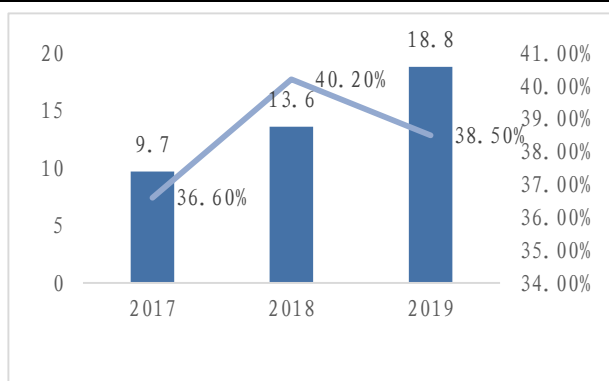
新华三开发 AD-WAN 解决方案架构，自上而下，自业务需求到网络设备，分层架构有效实现网络资源虚拟化和云化和端到端业务编排（EEO）。同时，新华三 SDN 解决方案 AD-NET 经过多年迭代升级，由 AD-NET 1.0 升级为今天的 AD-NET 3.0，取得了技术上的突破和成本上的优势。2016-2019 年，公司已连续实现年度中国 SDN 软件市场份额四连冠，其次主要为华为、中兴、诺基亚贝尔和思科。新华三作为具备 SDN/NFV 技术的核心厂商，未来将有望凭借此机遇切入到运营商市场网络建构。

图 24：2019 年中国 SDN 市场竞争格局



资料来源：CCW Research、国信证券经济研究所整理

图 25：2017-2019 年中国 SDN 市场增速及规模（亿元）

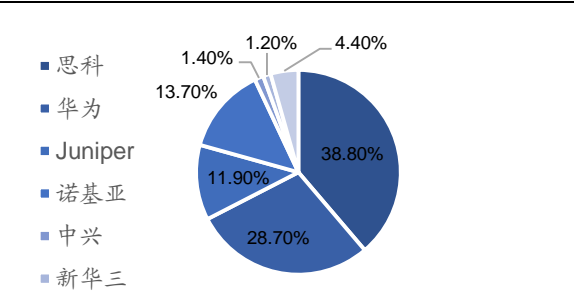


资料来源：CCW Research、国信证券经济研究所整理

新华三路由器业务：高端路由器发力，进一步提升市场份额

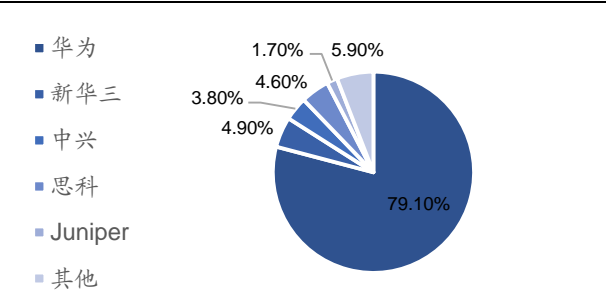
全球路由器市场，思科一直保持领先地位，但随着中国企业的崛起思科路由器市场份额逐年下降，2018 年市场份额为 38.8%。中国企业在全球市场的份额不断增加，新华三开始在世界范围崭露头角，2018 年全球份额占比 1.2%。在国内路由器整体市场，华为独占市场近 80% 的份额，新华三国内市场份额逐年上升，尤其在企业级市场 2018 年市场份额达到 28.5%，与华为一起占据超过一半的市场份额。

图 26：全球路由器市场竞争格局



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图 27：中国路由器整体市场竞争格局



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

公司近年路由器市场表现良好。凭借着与中国移动的良好关系，我们认为公司有望在电信市场打开路由器业务空间，5G 网络和新建数据中心需求将带动公司路由器产品，特别是高端路由器增长，我们预测 2020 年公司路由器业务收入有望超过 20%。

新华三从 1996 年推出中国第一款窄带路由器，目前已拥有全系列路由器产品和解决方案，H3C 中低端路由器累计销售已过百万台，高端路由器累计销售达三万余台。公司聚焦高端路由器芯片研发，产品不断升级，核心产品 CR19000 突破运营商市场及企业级客户高端核心场景。作为行业内领先的集群路由器提供商，连续两年最大份额中标中国移动高端路由器集采。

图 28: 新华三路由器产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

路由器核心增长点：高端路由器抢占运营商市场

高端路由器全球和国内寡头格局明显，全球主要高端路由器厂商包括思科、Juniper、华为、新华三、中兴通讯等。国内主要厂商包括华为、新华三、中兴通讯三家企业。新华三已拥有全系列路由器产品和解决方案，中低端路由器累计销售已过百万台，高端路由器累计销售达三万余台。新华三的顶级产品CR19000 集群路由器有望进一步突破国内运营商市场，在运营商高端路由器份额持续提升。从近几年新华三在中国移动高端路由器中标情况可以看出公司产品正逐步获得市场认可，未来将持续提升市场份额。同时，2019 年 4 月成立新华三半导体公司，专注于研发高端路由器芯片及相关安全控制芯片。公司高端路由器市场份额有望进一步提升。

表 3: 新华三高端路由器中标情况

中标时间	中标项目	中标产品	采购数量	中标份额	
				新华三	华为
2019.9	2019-2020中国移动高端路由和高端交换机集中采购	高端路由器2T档	5541台	30%	20%
	2019-2020中国移动高端路由和高端交换机集中采购（扩容部分）	路由器	4963台（单一采购）	100%	/
2018.6	2018-2019中国移动高端路由和高端交换机集中采购	高端路由器5档	893台	70%	30%
		高端路由器6档	806台	30%	70%
		高端路由器2档	30套	≤4台	≤4台
2017.4	2016-2017中国移动高端路由和高端交换机集中采购	高端路由器3档	50套	70%	30%
		高端路由器4档	242套	70%	30%
		高端路由器5档	611套	30%	70%
2016.2	2016年中国移动高端路由和高端交换机集中采购	高端路由器4档	617台	23%	46%

资料来源：中国移动、中国联通采购与招标网，国信证券经济研究所整理

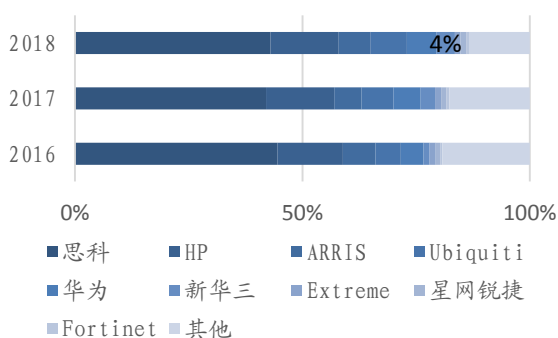
新华三 WLAN 业务：行业龙头厂商，产品线多领域布局

中国 WLAN 市场规模约 60-70 亿元，增速维持 15-20%；2018 年新华三在全球 WLAN 市场市占率 4.0%，排名第六；国内市占率为 31.1%，排名第一；2019H1 在国内企业级无线市场排名第一，市场份额 32.1%。公司为 WLAN 领域龙头企业，不仅在企业级市场取得辉煌成就，同时在运营商市场也取得了不错成绩。

截至 2019 年 10 月，公司 WLAN 产品（AP）出货量突破 1000 万台，累计推出 300 多款产品和解决方案，专利数超过 750 项。在全国多地建设 200 余个无线城市项目，覆盖 27 个省份。同时，2019 年，公司取得了最大份额中标中国电信 2019 年 WLAN 集采。

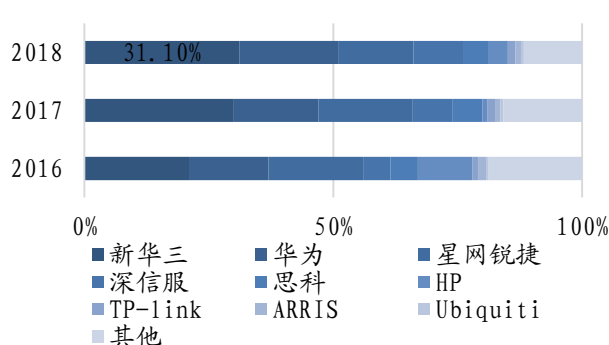
新华三集团无线局域网产品在教育、医疗等行业连续多年保持市场份额第一，2017 年 8 月，新华三集团在全球率先发布首款 Wi-Fi 6 AP WA6528，并在之后陆续推出十款 Wi-Fi 6 AP 产品，在 2019 年成为业界首个实现 Wi-Fi 6 全场景产品覆盖的企业。2020 年，Wi-Fi6 将迎来大规模商用部署，或将进一步刺激公司局域网业务。

图 29：全球企业级 WLAN 市场竞争格局



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图 30：中国企业级 WLAN 市场竞争格局



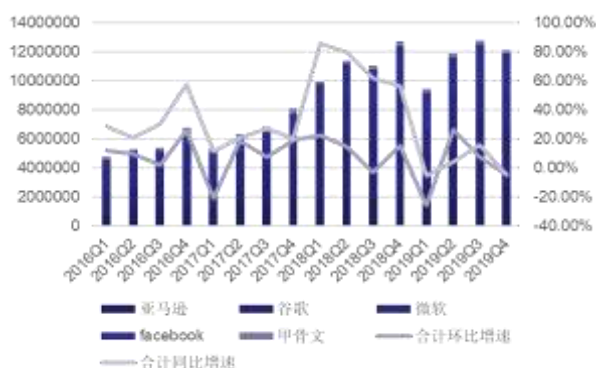
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

WLAN 市场受蜂窝网络影响，市场呈下滑趋势，公司业务也受到影响，2018 年公司 WLAN 略有下降，19 年恢复平稳。

新华三 IT 设备业务：数通市场变革与回暖，IT 设备需求快速增长

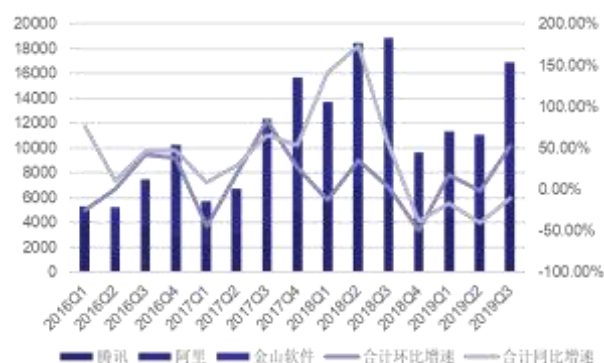
从全球及国内云巨头资本开支增速与服务器出货量增速对比来看，二者呈强关联性，且资本开支增速比服务器出货量增速提前 1-2 个季度见底。从长远来看，云计算仍具备较高成长性，且未看到明显天花板，云计算的高增长拉动对服务器的需求，未来服务器行业增长空间较大。全球公有云厂商资本开支于 2019 年 Q1 回暖，国内公有云厂商于 2019Q3 实现回暖，相关服务器需求将保持原有 20%速度增长。受益于国内外数据通信市场资本支出拐点已现，以及国内友商市场份额的下降，公司 IT 产品如服务器业务，有望实现三年翻番。

图 31: 美国云服务公司资本开支



资料来源:

图 32: 国内云厂商资本支出情况



资料来源:

同时，数据通信正在面临技术变局，包括交换机、路由器等在云计算、数据中心中的应用需求也在发生变化，不再仅是大容量的转发，而是要能够支撑新型的云计算、移动互联网、物联网业务。新华三是国内超融合业务龙头，2019 年前三季度，公司在中国超融合市场份额达到 21.1%，提升 1.9pp，仅次于华为。新华三超融合一体机是面向 IaaS 推出的新一代云数据中心基础架构解决方案，集成了计算、存储、网络、安全、运维监控、云平台六大软件功能。新华三超融合产品能够满足未来数据通信市场的客户需求，因此公司将受益于国内数通市场变革，有望实现超出市场平均水平的发展。

图 33: 新华三计算存储市场格局



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 34: IT 业务占比变化

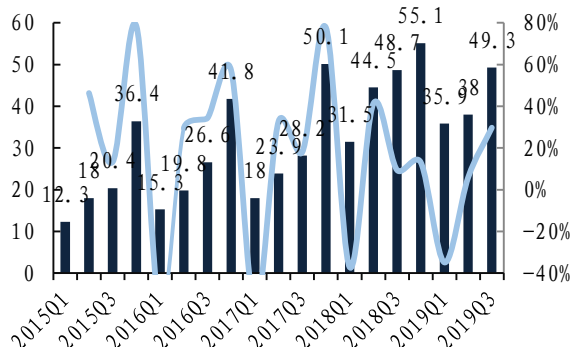


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

云计算资金回暖，服务器需求再提速

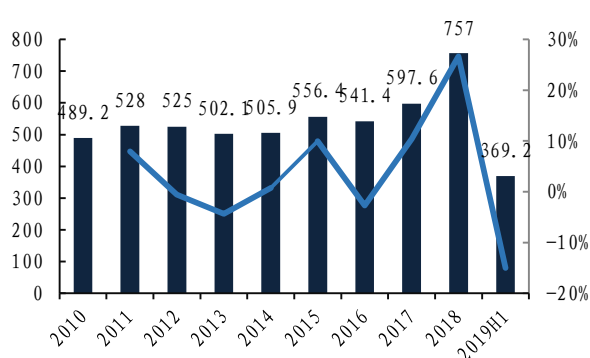
2018 年全球和中国服务器销售额分别为 757 亿美元和 171.9 亿美元，同比增长 29.72% 和 54.9%，受 2019 行业需求下降及中美贸易摩擦冲击影响，2019H1 中国服务器销售额 74 亿美元，同比下降 2.6%，全球服务器收入 379.2 亿美元，同比下降 8%。中国服务器出货量和销售额增速于 2019Q3 止跌回升，拐点逻辑逐步验证。随着国内外资本支出拐点出现，服务器业务拐点将会在随后两季度内出现。

图 35: 中国服务器收入及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

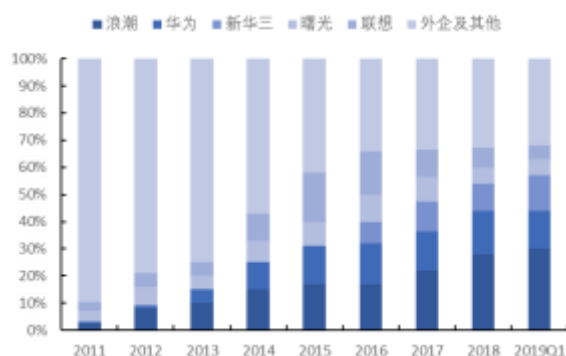
图 36: 全球服务器收入及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

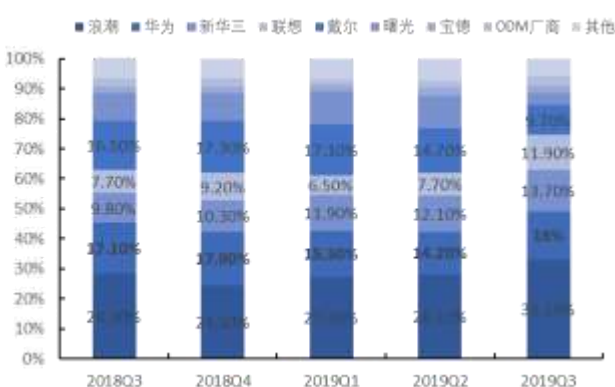
国内服务器市场竞争格局为浪潮、华为、新华三三巨头并立，且华为、新华三份额接近，国内 TOP 5 龙头厂商份额从 14% 提升至 77%，头部聚集效应明显，随着这三大厂商继续推进市场份额，寡头竞争格局将出现。

图 37: 国内服务器市场竞争格局



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 38: 国内服务器厂商出货量占比



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

自研服务器开始发力，运营商市场需求提升

新华三自 2017 年开始自研自主品牌的服务器，不断推出重磅服务器产品，至 2019 年末已形成一定规模，业务增长速度较快，2019 第三季度新华三自研服务器销售增速市场领先。由于国际事件影响，紫光自研服务器开始发力，相关市场份额不断提升，2019 年 Q3 已经成为国内第三，并且与第二名华为的差距不断缩小。

为推动“云改”，加速 5G+ 战略落地，中国移动在 19 年 11 月宣布未来三年将投资千亿以上到云计算行业。中国移动的入局将为国内云资本支出带来显著的增量，将拉动服务器、数据中心等相关行业的需求。新华三是中国移动核心合作伙伴，以往相关中标情况良好。可以预见，未来几年新华三还将不断斩获运营商订单。

2019 年新华三服务器收入增速高，但因服务器属于公司自研产品，投入成本较高，服务器前几年毛利率略低，随着出货量不断提升，规模优势将会显现，毛利率情况将得到改善。

服务器亮点：双品牌战略，助力公司全方位发展

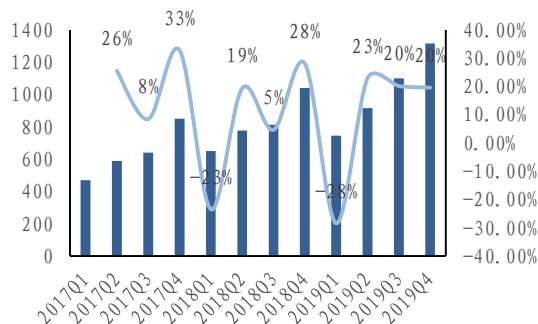
新华三作为 HPE 品牌服务器产品和技术服务在中国的独家提供商，为中国企业创新 IT 基础架构提供解决方案，主要包括 HPE UNIX 服务器以及新一代小型机架构的 x86 关键业务服务器，同时自主研发 H3C UniServer 品牌服务器，具有高性能、可靠性和扩展性等特点，满足客户需求。公司不仅在 HPE 品牌服务器取得了不错的成绩，而且自研服务器也获得合作伙伴和用户的青睐，销售数量不断提升。

2019 年，受中美贸易战冲击，国内服务器市场大洗牌，传统巨头戴尔、中科曙光市场份额大幅下滑，新华三抓住机会，2019 年 Q3，位列中国 X86 服务器出货量前三，实现服务器市场份额大幅增长。在刀片服务器市场凭借 27.5% 的市场份额成细分市场为行业第一，未来随着华为退出市场，具有强研发和定制优势的国产服务器品牌商的市占率有望进一步上升，行业集中度将持续升高。国内自研服务器经过这几年国内竞争洗礼，在海外也已经具备非常强竞争力。

存储器市场扩张，净利润或将提升

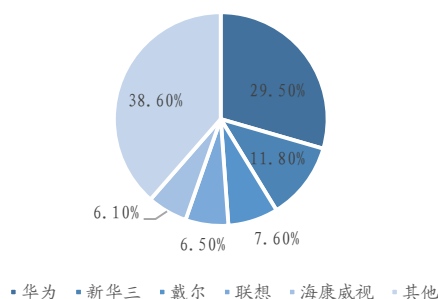
国内存储器市场，华为、新华三、浪潮为第一阵营，联想、曙光为第二阵营。TOP 5 厂商份额从 2011 年的 3% 提升至 2018 年的 60%，行业集中度往头部厂商集中，竞争格局明显。企业级市场存储规模不断增长，随着云计算厂商资金投入的回暖，未来存储器市场还将进一步扩展，其中新华三在 SDS 块存储市场第一。在云计算浪潮下，软件定义成为潮流和趋势，未来新华三将凭借前瞻性布局引领 SDS 块存储市场发展。

图 39：中国企业级存储市场规模（百万美元，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图 40：2019 年国内存储市场竞争格局



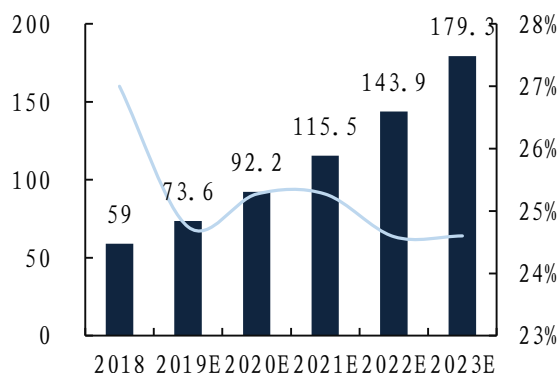
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

公司存储产品近年保持较高增速，净利润偏低，与服务器类似，主要原因是存储器产品属于公司自研产品，研发成本投入较高。但是，未来随着存储器出货量的增长和市场规模的扩大，前期研发支出将被摊薄，净利润将提升。

新华三网络安全设备：网络安全行业需求旺盛，安全设备高速增长

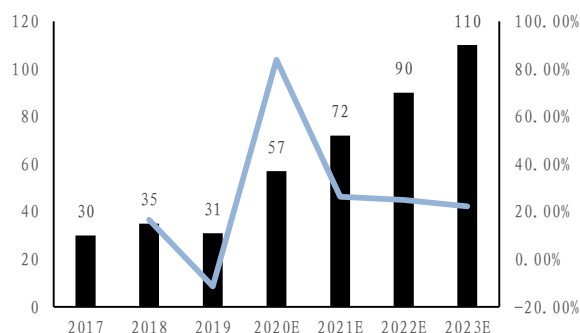
网络安全硬件作为网络安全建设的基础，是保障企业用户网络安全运行的关键。随着信息技术的发展和网络安全形势的变化，我国网络安全市场整体增速保持高速增长态势，近几年复合增速约为 25-30%，2019 年总支出预计达到 73.6 亿美元，同比增长 25%。我国 IT 安全硬件市场规模约为 45 亿美元。随着国际关系紧张及国家对网络安全的重视，网络安全行业规模有望从当前 500 亿三年实现翻倍增长，达到 1000 亿元。

图 41: 中国网络安全市场支出规模及增速 (亿美元)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

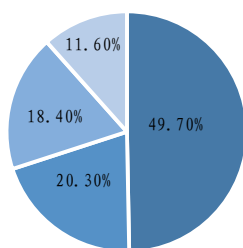
图 42: 中国 IT 安全硬件市场支出规模及增速 (亿美元)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

新华三安全产品线专注于网络安全以及应用安全, 为用户提供融合网络和应用的的产品与解决方案。H3C 开发的安全产品覆盖网络层安全、应用层安全以及安全管理三个层面, 包括防火墙、VPN、UTM (统一威胁管理)、IPS (入侵防御系统)、ACG (应用控制网关)、负载均衡、安全管理中心、云安全解决方案等 300 多款产品。在中国市场, 新华三的安全产品销售额和出货量均稳居第一集团。公司在防火墙和 IPS 领域一直保持前三地位, 预计相关业绩增长与行业增速保持平齐。

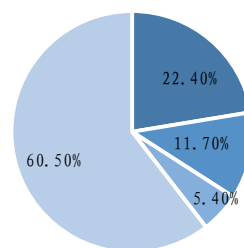
图 43: 2019 中国入侵检测与防御硬件市场竞争格局



■ 启明星辰 ■ 绿盟 ■ 新华三 ■ 其他

资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 44: 2019 安全内容管理硬件市场竞争格局



■ 深信服 ■ 奇安信 ■ 新华三 ■ 其他

资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

投资建议

新华三: 价值近千亿的国内 ICT 巨头

新华三起源于华为, 中间历经华为退出、3COM 被惠普收购、紫光集团拿下 51% 控股权, 形成了具备华为精神内核、惠普成熟产品经验、紫光良好的创新精神的 ICT 综合体; 经多年耕耘, 新华三在企业网地位与华为类似, 凭借着产品线宽度和技术深度构成足够深的护城河, 成为所有国内甲方绕不开的 ICT 巨头。

业绩预测:

近年公司在坐稳国内企业网龙头地位的基础上, 发力运营商和海外市场, 5 年内新华三有望突破千亿收入规模。公司网络产品增速有望实现 20% 增长, 其产品线齐全, 市占率较高, 多年深耕, 技术壁垒与渠道资源优势明显, 已经在数

据中心交换机市场获得 40.8% 的市场第一占有率；公司在企业网路由器占比 28.5%，在电信网路由器中占比较小。凭借着与中国移动的良好关系，我们认为公司有望在电信市场打开空间，5G 网络和新建数据中心需求将带动公司路由器产品，特别是高端路由器增长。新华三的顶级产品 CR19000 集群路由器有望进一步突破国内运营商市场，在运营商高端路由器份额持续提升，且公司铺设海外渠道，为公司路由器业务快速增长打下基础。

随着 2019 年海外和国内数通市场资本支出相继回暖，IT 行业需求增速有望重回 20% 以上。电信市场中移动提出三年千亿投入数据中心，也带来了新的需求。同时由于中美贸易战友商上游芯片断供因素影响市场份额下滑，公司服务器业务增速将超出行业增速。

- 1) 新华三网络设备，即交换机、路由器、WLAN 产品等，面临运营商重新组网需求，公司有望利用自身企业网和 SDN 的优势，在运营商中市场份额不断提升，有望保持 20% 以上速度增长，由于高端交换机、路由器等的投入使用，毛利率也有望提升；
- 2) 而 IT 设备，即服务器和存储设备在 19 年实现了快速增长，当前运营商资本支出加大，建设数据中心力度增强，20 年及以后公司仍可以通过蚕食竞争对手市场份额的方式保持增长，且服务器由于规模效应和对上游产业链控制能力的提升，毛利率有望进一步提升；
- 3) 随着国际关系紧张及国家对网络安全的重视，安全硬件设备受益于等保 2.0 要求，网络安全行业规模有望从当前 500 亿三年实现翻倍增长，达到 1000 亿元。公司产品也在往整体态势感知方向迁移，有望取得行业平均增速，未来三年保持 30% 以上增长。

紫光数码 19 年业绩喜人，营业收入达 238.77 亿元，随着未来引入投资人加强业务资金投入，公司管理能力持续提升，保持 8% 以上稳定增长。

由于公司新成立紫光云与智能事业群，以迎接“新基建”背景下数字经济发展对云计算和智能化的需求。公司云计算产品业务有望实现连续 30% 增速。

经我们测算，紫光股份 20 年-22 年收入分别为 613.93 亿、764.15 亿、858.77 亿，净利润分别为 19.84 亿、24.56 亿、32.99 亿。其中紫光数码净利润分别为 3.09/3.34/3.61 亿元，紫光软件净利润分别为 0.83/1.18/1.54 亿元，新华三考虑到 51% 股权情况下，贡献的归母净利润分别为 15.92/20.04/27.84 亿元。

表 4：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 6 月 3 日）

股票代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002396.SZ	星网锐捷	33.29	194	1.05	1.26	1.49	31.70	26.42	22.34	买入
	某网络安全 公司	181.05	741	1.86	2.26	3.07	97.34	80.11	58.97	-
300369.SZ	绿盟科技	19.03	152	0.28	0.4	0.53	67.96	47.58	35.91	-
603019.SH	中科曙光	38	495	0.66	0.58	0.76	57.58	65.52	50.00	-
000063.SZ	中兴通讯	38.24	1764	1.22	1.37	1.8	31.34	27.91	21.24	买入
000977.SZ	浪潮信息	38.24	551	0.72	0.91	1.23	53.11	42.02	31.09	-
	平均		649.50	0.97	1.13	1.48	56.51	48.26	36.59	-
	新华三		967.13				56.51	48.26	36.59	-
000034.SZ	神州数码	23.25	152	1.07	1.4	1.89	21.73	16.61	12.30	-
	紫光数码		55.47				21.73	16.61	12.30	-
000158.SZ	常山北明	10.03	160	0.06	0.24	0.38	167.17	41.79	26.39	-
	紫光软件		49.31				167.17	41.79	26.39	-
000938.SZ	紫光股份		864.43							增持

资料来源：WIND、国信证券研究所分析师预测

由于今年疫情影响，我们认为今年的业绩预测反映不出公司的正常价值，于是选用 2021 年的业绩预测进行相对估值。

通过分布估值的方式，对标国内相关龙头如中科曙光、中兴通讯、星网锐捷、绿盟科技、浪潮信息等的市盈率平均值，2020 年新华三合理估值 PE 为 48 倍。

当前紫光股份市值为 818 亿，按照 2021 年的紫光数码和紫光软件的净利润分别为 3.34 亿和 1.18 亿，对标神州数码和常山北明的 2020 年 PE，紫光数码对应市值 55.47 亿，紫光软件对应市值 49.31 亿，那剩余对应紫光股份所持新华三的市值为 713.22 亿，按照新华三 2021 年 20.04 亿元的净利润，其 PE 为 35 倍，被明显低估。

再考虑到公司在 ICT 领域的龙头地位，以及超大型 ICT 综合体本身平台属性，以及作为紫光集团云与智能板块的核心，给与一定溢价，新华三（考虑 51%股权）2020 年参考 PE 从 48.73 倍提升至 50 倍，对应估值为 1002 亿，紫光股份总体估值为 1106.78 亿。给予“增持”评级。

风险提示

第一，运营商业务不达预期；

第二，海外业务不达预期；

第三，云与智能业务不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9847	7843	10196	12235	营业收入	54099	61394	76415	85877
应收款项	8719	10260	12771	14352	营业成本	42787	48194	60368	67843
存货净额	7905	7678	9608	10785	营业税金及附加	223	279	347	390
其他流动资产	3285	6081	7568	8505	销售费用	3340	4175	5043	5668
流动资产合计	31567	33675	41955	47690	管理费用	761	5424	6333	6241
固定资产	606	3076	5064	6942	财务费用	443	149	353	543
无形资产及其他	3595	3551	3507	3464	投资收益	9	146	110	88
投资性房地产	18845	18845	18845	18845	资产减值及公允价值变动	430	430	430	430
长期股权投资	126	138	149	161	其他收入	(3464)	0	0	0
资产总计	54739	59284	69520	77101	营业利润	3521	3750	4510	5710
短期借款及交易性金融负债	5028	8018	13300	17413	营业外净收支	90	88	88	88
应付款项	7543	6832	8549	9596	利润总额	3611	3838	4598	5798
其他流动负债	8310	9822	12188	13538	所得税费用	537	545	575	522
流动负债合计	20881	24672	34037	40547	少数股东损益	1231	1308	1568	1977
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1843	1984	2456	3299
其他长期负债	1500	1700	1900	2100					
长期负债合计	1500	1700	1900	2100					
负债合计	22380	26372	35936	42647					
少数股东权益	4176	4503	4895	5390					
股东权益	28183	28409	28689	29065					
负债和股东权益总计	54739	59284	69520	77101					
现金流量表 (百万元)					关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1843	1984	2456	3299	每股收益	0.90	0.97	1.20	1.61
资产减值准备	(101)	(362)	17	18	每股红利	0.80	0.86	1.06	1.43
折旧摊销	318	295	398	507	每股净资产	13.80	13.91	14.04	14.23
公允价值变动损失	(430)	(430)	(430)	(430)	ROIC	18%	8%	9%	11%
财务费用	443	149	353	543	ROE	7%	7%	9%	11%
营运资本变动	1219	(3472)	(1628)	(1080)	毛利率	21%	22%	21%	21%
其它	241	689	375	476	EBIT Margin	13%	5%	6%	7%
经营活动现金流	3091	(1296)	1187	2790	EBITDA Margin	14%	6%	6%	7%
资本开支	(703)	(1929)	(1929)	(1929)	收入增长	12%	13%	24%	12%
其它投资现金流	(928)	0	0	0	净利润增长率	8%	8%	24%	34%
投资活动现金流	(1642)	(1940)	(1940)	(1940)	资产负债率	49%	52%	59%	62%
权益性融资	75	0	0	0	息率	2.0%	2.2%	2.7%	3.6%
负债净变化	(734)	0	0	0	P/E	44.3	41.2	33.3	24.8
支付股利、利息	(1633)	(1758)	(2176)	(2923)	P/B	2.9	2.9	2.8	2.8
其它融资现金流	7219	2990	5282	4113	EV/EBITDA	14.2	29.9	24.9	19.9
融资活动现金流	2559	1232	3106	1190					
现金净变动	4007	(2004)	2353	2039					
货币资金的期初余额	5840	9847	7843	10196					
货币资金的期末余额	9847	7843	10196	12235					
企业自由现金流	6785	(2255)	624	2717					
权益自由现金流	13270	608	5597	6335					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032