

业绩符合预期，华三整合顺利

- **业绩符合预期。**公司公告，2016年前三季度实现营收177.65亿元，同比增长93.26%；净利润5.20亿元，同比增长346.90%。
- **华三整合顺利。**公司上半年已经完成了对华三通信51%控股权、紫光软件和紫光数码的少数股东权益收购，华三通信自2016年5月1日起纳入合并报表范围。公司前三季度少数股东权益为2.36亿元，考虑到紫光软件和紫光数码已经是公司全资子公司，预计该少数股东权益大部分体现在华三通信49%股权，从该项数据可以看出华三整合顺利完成。华三营收存在明显的季节性效应，通常四季度占全年比重较大，预计四季度华三将对公司业绩产生更大的贡献。
- **云计算龙头腾飞。**根据IDC数据，华三在中国交换机市场连续四年第一，在无线网络市场份额第一，路由器市场份额第三的领先地位。华三还是国内私有云建设龙头，其私有云解决方案市场占有率名列前茅，根据公司网站新闻，今年公司还陆续中标多个省级政务云和国家重要机构云计算项目，彰显龙头地位。公司携手世纪互联（IDC龙头）成立紫光互联，以该公司为平台，与微软基于Windows Azure和Office 365云服务开展进一步合作，搭建具有领先技术水平的混合云解决方案平台及提供相关云服务，紫光互联已经于上半年完成工商登记。
- **投资建议：**业绩符合预期，华三整合顺利，斩获多个省级政务云和大型央企云订单，成立紫光互联，进一步完成“云服务”的生态圈。预计2016-2017年备考EPS分别为1.52元和2.02元，“买入-A”评级，6个月目标价100元。

- **风险提示：**产业整合风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	11,144.9	13,349.9	40,049.7	47,659.2	56,237.8
净利润	125.8	152.2	1,607.8	2,133.3	2,734.2
每股收益(元)	0.12	0.15	1.52	2.02	2.59
每股净资产(元)	1.71	2.29	23.71	25.32	27.40

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	513.6	424.7	40.7	30.7	23.9
市净率(倍)	36.3	27.1	2.6	2.4	2.3
净利润率	1.1%	1.1%	4.0%	4.5%	4.9%
净资产收益率	8.2%	7.5%	10.9%	12.9%	14.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	40.1%	75.3%	1434.5%	22.6%	28.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

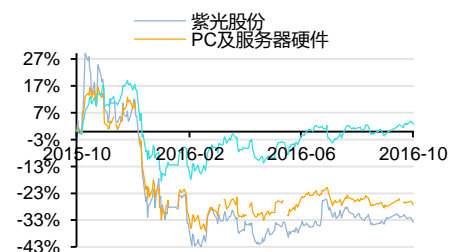
6个月目标价：**100元**

股价(2016-10-28) **61.54元**

交易数据

总市值(百万元)	64,143.34
流通市值(百万元)	12,681.81
总股本(百万股)	1,042.30
流通股本(百万股)	206.07
12个月价格区间	53.00/120.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-4.39	-11.33	-19.59
绝对收益	-0.82	-6.32	-19.19

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

李小伟

报告联系人

lixw2@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

- 紫光股份：华三并表增厚业绩，私有云和SDN业务大放异彩 2016-08-31
- 紫光股份：业绩符合预期，新华三交割加速进行 2016-05-02
- 紫光股份：业绩符合预期，世界级云计算巨头崛起——2015年三季报点评 2015-10-29
- 紫光股份：世界级云计算巨头崛起——紫光股份调研纪要 2015-10-25
- 紫光股份：大平台，大格局！ 2015-10-20

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,144.9	13,349.9	40,049.7	47,659.2	56,237.8	成长性					
减:营业成本	10,635.0	12,745.6	31,519.1	37,269.5	43,753.0	营业收入增长率	30.8%	19.8%	200.0%	19.0%	18.0%
营业税费	11.8	15.4	1,201.5	1,429.8	1,687.1	营业利润增长率	21.0%	25.2%	1235.7%	33.0%	26.9%
销售费用	128.1	179.5	821.0	953.2	1,096.6	净利润增长率	24.6%	20.9%	956.7%	32.7%	28.2%
管理费用	118.1	155.8	3,284.1	3,812.7	4,386.5	EBITDA 增长率	25.2%	11.3%	897.6%	29.3%	26.2%
财务费用	72.6	51.5	-142.7	-309.0	-418.0	EBIT 增长率	25.9%	10.9%	965.0%	29.3%	26.3%
资产减值损失	33.5	25.5	28.0	30.0	31.0	NOPLAT 增长率	27.7%	3.8%	997.0%	29.3%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-44.7%	-42.4%	8092.7%	1.8%	1.5%
投资和汇兑收益	58.0	78.5	70.0	60.0	50.0	净资产增长率	62.0%	28.1%	889.9%	12.9%	14.5%
营业利润	203.9	255.2	3,408.7	4,533.1	5,751.4	利润率					
加:营业外净收支	18.7	12.0	12.5	14.5	15.4	毛利率	4.6%	4.5%	21.3%	21.8%	22.2%
利润总额	222.6	267.2	3,421.2	4,547.5	5,766.8	营业利润率	1.8%	1.9%	8.5%	9.5%	10.2%
减:所得税	50.4	64.6	513.2	682.1	865.0	净利润率	1.1%	1.1%	4.0%	4.5%	4.9%
净利润	125.8	152.2	1,607.8	2,133.3	2,734.2	EBITDA/营业收入	2.6%	2.5%	8.2%	8.9%	9.5%
						EBIT/营业收入	2.5%	2.3%	8.2%	8.9%	9.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	2	1	1	1	0
						流动资产周转天数	3	3	5	9	10
						流动负债周转天数	84	94	95	148	160
						应收帐款周转天数	35	37	27	36	35
						存货周转天数	22	27	18	24	24
						总资产周转天数	127	148	182	277	270
						投资资本周转天数	15	7	72	121	105
						投资回报率					
						ROE	8.2%	7.5%	10.9%	12.9%	14.2%
						ROA	3.7%	3.2%	8.5%	9.9%	10.8%
						ROIC	40.1%	75.3%	1434.5%	22.6%	28.1%
						费用率					
						销售费用率	1.1%	1.3%	2.1%	2.0%	2.0%
						管理费用率	1.1%	1.2%	8.2%	8.0%	7.8%
						财务费用率	0.7%	0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
						三费/营业收入	2.9%	2.9%	9.9%	9.4%	9.0%
						偿债能力					
						资产负债率	55.1%	57.2%	22.4%	23.2%	23.9%
						负债权益比	122.6%	133.8%	28.8%	30.3%	31.3%
						流动比率	1.22	1.19	2.34	2.51	2.67
						速动比率	0.88	0.85	1.95	2.12	2.29
						利息保障倍数	3.81	5.96	-22.90	-13.67	-12.76
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.02	0.30	0.40	0.52
						分红比率	8.2%	13.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	172.2	202.5	1,607.8	2,133.3	2,734.2	EPS(元)	0.12	0.15	1.52	2.02	2.59
加:折旧和摊销	18.8	22.3	9.7	9.9	9.9	BVPS(元)	1.71	2.29	23.71	25.32	27.40
资产减值准备	33.5	25.5	28.0	30.0	31.0	PE(X)	513.6	424.7	40.7	30.7	23.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	36.3	27.1	2.6	2.4	2.3
财务费用	69.1	69.3	-142.7	-309.0	-418.0	P/FCF	117.8	299.5	-4.6	35.5	26.2
投资损失	-58.0	-78.5	-70.0	-60.0	-50.0	P/S	5.8	4.8	1.6	1.4	1.2
少数股东损益	46.4	50.4	1,300.2	1,732.1	2,167.6	EV/EBITDA	15.5	55.1	17.2	13.0	9.9
营运资金的变动	-105.4	-79.9	-1,141.8	-300.8	-250.9	CAGR(%)	182.1%	189.3%	29.0%	27.0%	27.3%
经营活动产生现金流量	120.8	93.2	1,591.2	3,235.4	4,223.9	PEG	2.8	2.2	1.4	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-0.2	-24.1	70.0	60.0	50.0	ROIC/WACC	4.0	7.5	143.5	2.3	2.8
融资活动产生现金流量	62.7	13.1	22,105.3	-117.6	-128.9	REP	3.4	12.4	0.0	1.5	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034