

神州數碼(861 HK, HK\$11.76, 目標價: HK\$15.6, 買入) - 股價大挫後估值變得吸引

- ❖ 政府禁止採購三年。二月五日新浪網發布的消息指，神州數碼的一間附屬公司神州數碼(中國)在參與政府 IT 產品拍賣過程中被發現提供虛假資訊。拍賣禁止投標人銷售進口產品，而神州數碼(中國)聲稱產品為聯想集團(992 HK)在北京生產的，後被證實為不實訊息。於是神州數碼(中國)被財政部禁止參加任何政府採購招標達三年。
- ❖ 對集團收入的直接影響非常有限。經我們查詢，管理層評估了禁購事件對集團收入的不利影響。13 財年上半年(財年三月結束)，集團的政府採購額僅為人民幣 8.2 億，神州數碼(中國)的政府採購額更只有人民幣 1.3 億。政府採購僅佔 13 財年上半年集團人民幣 307 億總收入的 2.67%，神州數碼(中國)的政府採購業務更僅佔 0.41%。
- ❖ 即使在最壞情況下，對經營利潤的影響也只是中等程度。神州數碼的政府業務被劃分入 IT 服務部門。在 13 財年上半年，IT 服務部門的經營利潤為港幣 3.11 億，佔集團經營利潤的 28.2%。同期，政府收入佔 IT 服務部門收入的 39.4%。假設來自政府收入的經營利潤率和 IT 服務部門一致。我們評估在最壞的情況下，如所有和政府相關的收入都受影響(極不可能發生的情況)，集團的經營利潤也只會減少 11.1%(即 28.2%×39.4%)。
- ❖ 連帶傷害？我們最關注的是禁購事件會否連帶影響數字城市的發展藍圖，畢竟數字城市的發展在很大程度上必須依賴當地政府的支持。鑑於神州數碼和地方政府在稅收系統和市民卡方面的合作已非常穩固，以及神州數碼在中國城市資訊化的先驅者和領導者地位，我們相信神州數碼和地方政府之間的關係不會輕易中斷。禁購事件的傷害將僅限於硬體採購層面。
- ❖ 我們的盈利估算假設 50%來自政府的收入將受禁購影響。我們下調 13 和 14 財年的銷售預測分別達 0.7%和 2.7%，同時亦降低了 13 和 14 財年盈利預測分別達 1.5%和 5.9%。我們繼續以 11 倍 14 財年每股盈利為神州數碼估值。我們將目標價由港幣 16.6 元調低至港幣 15.6 元，股價有 32.9%的上升潛力。我們認為現股價過度調整，目前的估值吸引。我們維持買入評級。

神州數碼(861 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.76
目標價	HK\$15.6
市值(港幣百萬)	12,859
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	88.5
52 周高/低(港幣)	16.62/10.44
發行股數(百萬)	1,093
主要股東	閻焱 (10.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-12.4%	-12.6%
3 月	-18.1%	-24.4%
6 月	-8.7%	-20.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(港幣百萬)	56,804	70,319	75,978	83,971	94,812
淨利潤(港幣百萬)	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774
每股收益(港幣)	0.96	1.16	1.27	1.42	1.66
每股收益變動(%)	15.7	21.0	9.4	11.7	16.9
市盈率(x)	12.2	10.1	9.2	8.3	7.1
市帳率(x)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	2.7	3.4	3.8	4.2	4.9
權益收益率(%)	16.7	18.2	17.4	16.8	17.0
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	56,804	70,319	75,978	83,971	94,812
分銷	26,918	37,515	38,369	40,306	44,372
系統	13,824	17,486	19,754	23,260	26,926
服務	6,041	7,892	8,965	9,657	12,041
供應鏈	10,021	7,426	8,889	10,748	11,472
銷售成本	(52,892)	(65,013)	(70,728)	(78,085)	(88,023)
毛利	3,912	5,306	5,250	5,886	6,789
銷售、一般及管理費用	(3,097)	(4,116)	(3,966)	(4,459)	(5,091)
其他營運收入	647	755	831	905	987
息稅前收益	1,462	1,945	2,115	2,333	2,684
息稅及折舊攤銷前收益	1,573	2,131	2,363	2,693	3,127
融資成本	(229)	(335)	(332)	(325)	(342)
其他非營運收入/費用	32	43	46	49	54
稅前利潤	1,265	1,653	1,828	2,057	2,397
所得稅	(209)	(314)	(329)	(370)	(431)
非控制股東權益	(51)	(94)	(141)	(169)	(191)
淨利潤	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	2,569	3,006	3,603	4,407	5,100
物業、厂房及設備	698	1,236	1,657	2,402	2,955
其他	1,871	1,770	1,947	2,005	2,145
流動資產	17,376	23,816	26,912	30,187	34,148
現金及現金等价物	3,049	4,254	4,564	4,779	5,209
存貨	4,145	5,154	5,928	6,758	7,636
應收貿易款項	8,323	10,787	12,298	13,912	15,860
其他	1,858	3,620	4,123	4,738	5,443
流動負債	12,058	17,570	20,041	22,709	25,764
借債	652	2,324	2,719	2,855	2,969
應付貿易賬款	8,843	12,315	14,040	16,146	18,567
其他	2,563	2,930	3,282	3,709	4,228
非流動負債	1,317	1,729	1,868	1,945	2,006
借債	1,282	1,692	1,827	1,900	1,957
其他	35	37	40	44	49
少數股東權益	538	702	801	921	1,059
淨資產總值	6,033	6,821	7,807	9,020	10,419
股東權益	6,033	6,821	7,807	9,020	10,419

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
净利润	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774
折旧和摊销	112	185	249	360	443
营运资金变动	685	241	(265)	(164)	(432)
其他	(1,369)	(934)	(876)	(974)	(1,120)
经营活动所得现金净额	433	737	466	740	665
资本支出	(157)	(539)	(420)	(746)	(553)
其他	(683)	(525)	13	186	246
投资活动所得现金净额	(841)	(1,064)	(407)	(560)	(307)
股本的变化	1,060	0	0	0	0
银行贷款变动	323	2,082	530	209	171
股息	(345)	(428)	(475)	(531)	(621)
其他	(429)	(120)	108	193	290
融资活动所得现金净额	609	1,534	163	(129)	(160)
现金增加净额	202	1,208	221	52	199
年初现金及现金等价物	2,772	3,049	4,254	4,564	4,779
外汇差额	76	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,049	4,254	4,564	4,779	5,209

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

3月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
分销	47.4	53.3	50.5	48.0	46.8
系统	24.3	24.9	26.0	27.7	28.4
服务	10.6	11.2	11.8	11.5	12.7
供应链	17.6	10.6	11.7	12.8	12.1
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	6.9	7.5	6.9	7.0	7.2
息税及折旧摊销前收益率	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
营业利润率	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
净利润率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
有效税率	16.5	19.0	18.0	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	13.2	23.8	8.0	10.5	12.9
毛利增长	18.6	35.6	(1.1)	12.1	15.3
息税前收益增长	25.6	33.1	8.7	10.3	15.1
净利润增长	22.0	23.8	9.1	11.7	16.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	53	56	59	60	61
存货周转天数	29	29	31	32	32
应付帐款周转天数	61	69	72	75	77
现金周期	21	16	17	17	16
净负债 / 权益比率 (%)	(18)	(3)	(0)	(0)	(3)

回报率 (%)

资本回报率	16.7	18.2	17.4	16.8	17.0
资产回报率	5.0	4.6	4.5	4.4	4.5

每股数据 (港币)

每股利润	0.96	1.16	1.27	1.42	1.66
每股账面值	5.59	6.37	7.31	8.45	9.76
每股股息	0.32	0.40	0.45	0.50	0.58

来源：公司资料，招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。