

神州數碼 (861 HK, HK\$7.86, 目標價: HK\$7.44, 持有) - 系統業務仍然疲軟

- ❖ **二季度業績榮辱互見。**受系統業務需求低迷的影響，神州數碼二季度營收同比下跌 3.7% 至港幣 154 億元。因 IT 消費市場漸趨穩定，二季度分銷業務的收入按年增長 1.3% 至港幣 79.0 億元。然而，由於中國 IT 系統的持續本地化，系統業務的收入按年下降 17.9% 至港幣 50.0 億元。二季度毛利率同比上升 0.39 百分點至 7.21%，主要歸功於分銷業務毛利率上升。二季度淨利潤為港幣 2.0 億元，同比下降 44.4%。二季度淨匯兌虧損達港幣 1.2 億元，相較去年同期則錄得淨匯兌收益港元 1.3 億元。
- ❖ **分銷業務持續復甦。**分銷業務錄得連續第三個季度的營收增長。即使傳統的 PC/筆記本電腦產品的需求依然疲軟，然而 IT 配件、外件和消費類 IT 產品(如平板電腦和智能手機)依然實現銷售增長。由於分銷渠道擴張，二季度分銷業務的毛利率也同比提高了 1.4 個百分點至 3.82%。神州數碼正將分銷業務的重心逐步從筆記本電腦和 PC 產品轉移至平板電腦和智能手機等的消費類 IT 產品。傳統的分銷模式面臨著來自電商和智能手機廠商(如小米)的直銷模式的強烈衝擊。神州數碼正與京東和阿里巴巴探討合作方案以減輕其傳統分銷業務受到的衝擊。14 年上半年，神州數碼的電子商務收入同比增長 15%，為分銷業務中增長速度最快的子部門。
- ❖ **系統業務下滑迅速。**二季度系統業務營收同比下降 17.9%，而毛利率則同比下降 0.73 個百分點至 7.95%。因 1) 企業 IT 開支減緩；和 2) 企業逐步轉換產品採購至國產品牌。管理層認為該趨勢不會在短至中期扭轉，公司正在轉向如華為等的國內廠商。然而由於公司服務的品牌 90% 為海外品牌，我們相信產品組合結構將不會在未來 1-2 個季度出現大改變。
- ❖ **雖然分銷業務收入和毛利率進一步趨穩，系統業務困境依舊。**我們認為公司的系統業務的前景可見度仍然較低。我們下調 14 年和 15 財年盈利預測分別達 5.6% 和 14.9% 至港幣 7.8 億及 8.9 億。我們以 9 倍 15 財年市盈率為公司估值，並將目標價由港幣 7.68 元調低至港幣 7.44 元，股價有 5.3% 的下行風險。我們維持「持有」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	69,090	67,940	68,860	71,087
淨利潤 (港幣百萬元)	280	776	885	958
每股收益 (港幣)	0.26	0.73	0.83	0.90
每股收益變動 (%)	-79.5	177.4	13.8	8.2
市盈率(x)	30.0	10.8	9.5	8.8
市帳率(x)	1.1	1.0	1.0	1.0
股息率 (%)	2.3	2.8	3.2	3.4
權益收益率 (%)	3.6	9.6	10.5	10.9
淨財務杠杆率 (%)	27.7	28.0	27.5	27.7

來源: 公司及招銀國際研究部

神州數碼 (861 HK)

評級	持有
收市價	HK\$7.86
目標價	HK\$7.44
市值 (港幣百萬)	8,597
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	17.7
52 周高/低 (港幣)	11.53/6.63
發行股數 (百萬)	1,093
主要股東	賽富基金 (10.9%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.2%	-0.4%
3 月	13.2%	4.2%
6 月	5.4%	-6.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	69,090	67,940	68,860	71,087
分銷	35,466	36,396	37,052	38,052
系統	22,636	20,261	18,518	17,389
服務	9,565	9,248	10,395	11,871
供應鏈	1,422	2,034	2,895	3,775
銷售成本	(64,453)	(63,417)	(64,177)	(66,217)
毛利	4,637	4,523	4,682	4,869
銷售、一般及管理費用	(5,507)	(3,743)	(3,822)	(3,981)
其他營運收入	1,044	603	663	729
息稅前收益	174	1,382	1,524	1,618
息稅及折舊攤銷前收益	400	1,631	1,797	1,918
融資成本	(249)	(275)	(261)	(248)
其他非營運收入/費用	74	60	66	73
稅前利潤	(1)	1,168	1,329	1,443
所得稅	(274)	(206)	(239)	(260)
非控制股東權益	555	(186)	(205)	(226)
淨利潤	280	776	885	958

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	4,649	4,966	5,319	5,700
物業、厂房及設備	1,505	1,656	1,822	2,004
遞延稅項資產	195	214	247	284
其他	2,948	3,096	3,250	3,413
流動資產	25,451	26,160	27,083	28,326
現金及現金等价物	3,894	3,691	3,584	3,433
存貨	5,636	6,030	6,271	6,585
應收貿易款項	11,495	11,610	11,958	12,556
其他	4,427	4,829	5,269	5,752
流動負債	18,695	19,009	19,595	20,474
借債	3,719	3,533	3,357	3,189
應付貿易賬款	11,093	11,204	11,540	12,117
其他	3,883	4,272	4,699	5,169
非流動負債	2,358	2,478	2,605	2,737
借債	2,315	2,431	2,552	2,680
其他	43	48	52	58
少數股東權益	1,321	1,519	1,746	2,008
淨資產總值	7,726	8,120	8,455	8,806
股東權益	7,726	8,120	8,455	8,806

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	174	1,382	1,524	1,618
折旧和摊销	226	248	273	301
营运资金变动	(2,411)	(399)	(253)	(334)
利息支出	(249)	(275)	(261)	(248)
税款支出	(274)	(206)	(239)	(260)
其他	3,068	(681)	(709)	(751)
经营活动所得现金净额	534	71	335	325
资本支出	(587)	(616)	(647)	(680)
其他	(286)	(257)	(270)	(284)
投资活动所得现金净额	(873)	(874)	(917)	(963)
股本的变化	0	0	0	0
银行贷款变动	518	(70)	(55)	(40)
股息	(195)	(233)	(265)	(287)
其他	(411)	903	797	814
融资活动所得现金净额	(88)	600	476	487
现金增加净额	(427)	(204)	(106)	(151)
年初现金及现金等价物	4,254	3,894	3,691	3,584
外汇差额	67	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,894	3,691	3,584	3,433

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)				
分销	51.3	53.6	53.8	53.5
系统	32.8	29.8	26.9	24.5
服务	13.8	13.6	15.1	16.7
供应链	2.1	3.0	4.2	5.3
总和	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	6.7	6.7	6.8	6.9
息税及折旧摊销前收益率	0.6	2.4	2.6	2.7
营业利润率	0.3	2.0	2.2	2.3
净利润率	0.4	1.1	1.3	1.3
有效税率	NA	17.6	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	NA	(1.7)	1.4	3.2
毛利增长	NA	(2.5)	3.5	4.0
息税前收益增长	NA	694.4	10.2	6.2
净利润增长	NA	176.7	14.0	8.2

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	61	62	63	64
存货周转天数	32	35	36	36
应付帐款周转天数	63	64	66	67
现金周期	30	33	33	34
净负债 / 权益比率 (%)	28	28	27	28

回报率 (%)

资本回报率	3.6	9.6	10.5	10.9
资产回报率	0.9	2.5	2.7	2.8

每股数据 (港币)

每股利润	0.26	0.73	0.83	0.90
每股账面值	7.22	7.59	7.90	8.23
每股股息	0.18	0.22	0.25	0.27

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行為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。