

神州数码 (861 HK, HK\$7.07, 目标价: HK\$7.68, 持有) - 中国 IT 支出疲软, 公司前景依然低迷

- ❖ **受系统业务需求低迷拖累。**神州数码将其财年由三月改为十二月。因系统业务需求低迷, 其 13 年第四季 (十二月年结) 营收达港币 186 亿元, 按年下跌 3.3%。第四季毛利率下降 0.99 个百分点至 7.02%。所有四个营业分部的毛利率皆有所下降, 因为企业 IT 基础投资低迷, 其中系统业务分部的毛利率大降 2.08 个百分点。第四季录得净亏损达港币 5.5 亿元, 由于 1) 分拆子公司神州信息 (000555 CH) 上市而导致港币 5.5 亿元的一次性亏损在 13 年 12 月入账 2) 约港币 1.5 亿元的员工分红费用由三月改为十二月入账。如果我们剔除上述两个一次性事件的影响, 第四季净利润则按年下降 64.6% 至港币 1.5 亿元, 调整后的第四季净利率也按年下降 1.42 个百分点至 0.82%。
- ❖ **分销业务录得温和复苏。**相较 13 年第三季分销业务营收同比下滑达 12.4%, 第四季分销业务营收则按年微升 1.6% 至港币 90.4 亿元。分销业务的毛利率也回升至 2.92%, 环比上升 1.21 个百分点。虽然传统的 PC/笔记本电脑的需求正在下降, 我们认为公司的分销业务已触底。这得益于神州数码成功将分销业务的重心逐步从笔记本电脑和 PC 产品转移至平板电脑和智能手机等的消费类 IT 产品。
- ❖ **系统业务仍处下降轨。**第四季系统业务分部营收下降 22.6% 至港币 56.2 亿元, 因 1) 企业 IT 开支减缓; 和 2) 企业逐步转换产品采购至国产品牌。由于经济增长前景疲软, 以及政府正在进行反贪腐运动, 企业 IT 支出审慎。国有企业也做了结构性的调整, 从采购如 IBM 和思科等的国外品牌转移到国产品牌。管理层承认智慧城市解决方案可能无法在未来两年显著贡献盈利。而供应链业务总量依然太小, 无法完全抵消系统业务分部的下降趋势。
- ❖ **虽然分销业务收入和毛利率逐渐趋稳, 系统业务依然面临困境。我们相信公司的系统业务的业绩可见度仍然较低。我们预计 14-15 财年的盈利分别为港币 8.2 亿及港币 10.4 亿。我们以 10 倍 14 财年市盈率为公司估值, 并将目标价由港币 8.24 元调低至港币 7.68 元, 股价有 8.7% 的上升潜力。我们维持「持有」评级。**

神州数码 (861 HK)

评级	持有
收市价	HK\$7.07
目标价	HK\$7.68
市值 (港币百万)	7,733
过去 3 月平均交易 (港币百万)	23.5
52 周高/低 (港币)	11.58/7.00
发行股数 (百万)	1,093
主要股东	阎焱 (10.5%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-7.1%	-3.9%
3 月	-4.2%	-5.1%
6 月	-30.7%	-27.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	69,090	68,454	69,915	72,483
净利润 (港币百万元)	280	822	1,039	1,220
每股收益 (港币)	0.26	0.77	0.97	1.14
每股收益变动 (%)	-79.5	193.2	26.4	17.4
市盈率 (x)	27.0	9.2	7.3	6.2
市帐率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.9
股息率 (%)	2.6	3.3	4.1	4.8
权益收益率 (%)	3.6	10.1	12.3	13.9
净财务杠杆率 (%)	27.7	28.0	27.5	27.7

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	69,090	68,454	69,915	72,483
分销	35,466	35,111	35,743	36,708
系统	22,636	20,282	18,740	17,728
服务	9,565	11,325	13,318	15,502
供应链	1,422	1,736	2,113	2,544
销售成本	(64,453)	(63,971)	(65,196)	(67,518)
毛利	4,637	4,484	4,719	4,965
销售、一般及管理费用	(5,507)	(3,902)	(3,950)	(4,059)
其他营运收入	1,044	1,148	1,263	1,390
息税前收益	174	1,730	2,032	2,296
息税及折旧摊销前收益	400	1,979	2,306	2,596
融资成本	(249)	(236)	(225)	(213)
其他非营运收入/费用	74	81	89	98
税前利润	(1)	1,575	1,897	2,180
所得税	(274)	(284)	(341)	(392)
非控制股东权益	555	(469)	(516)	(568)
净利润	280	822	1,039	1,220

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	4,649	4,966	5,319	5,700
物业、厂房及设备	1,505	1,656	1,822	2,004
递延税项资产	195	214	247	284
其他	2,948	3,096	3,250	3,413
流动资产	25,451	26,160	27,083	28,326
现金及现金等价物	3,894	3,691	3,584	3,433
存货	5,636	6,030	6,271	6,585
应收贸易款项	11,495	11,610	11,958	12,556
其他	4,427	4,829	5,269	5,752
流动负债	18,695	19,009	19,595	20,474
借债	3,719	3,533	3,357	3,189
应付贸易账款	11,093	11,204	11,540	12,117
其他	3,883	4,272	4,699	5,169
非流动负债	2,358	2,478	2,605	2,737
借债	2,315	2,431	2,552	2,680
其他	43	48	52	58
少数股东权益	1,321	1,519	1,746	2,008
净资产总值	7,726	8,120	8,455	8,806
股东权益	7,726	8,120	8,455	8,806

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	174	1,730	2,032	2,296
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)	(236)	(225)	(213)
税款支出	(274)	(284)	(341)	(392)
其他	3,068	(681)	(709)	(751)
经营活动所得现金净额	534	379	777	905
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)	(247)	(312)	(366)
其他	(411)	608	400	314
融资活动所得现金净额	(88)	291	33	(93)
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	51.3	51.1	50.6
系统	32.8	29.6	26.8	24.5
服务	13.8	16.5	19.0	21.4
供应链	2.1	2.5	3.0	3.5
总和	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	6.7	6.6	6.8	6.9
息税及折旧摊销前收益率	0.6	2.9	3.3	3.6
营业利润率	0.3	2.5	2.9	3.2
净利润率	0.4	1.2	1.5	1.7
有效税率	NA	18.0	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	NA	(0.9)	2.1	3.7
毛利增长	NA	(3.3)	5.3	5.2
息税前收益增长	NA	894.5	17.5	13.0
净利润增长	NA	193.1	26.4	17.4

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	62	63
存货周转天数	32	34	35	36
应付账款周转天数	63	64	65	66
现金周期	30	32	33	33
净负债 / 权益比率 (%)	28	28	27	28

回报率 (%)

资本回报率	3.6	10.1	12.3	13.9
资产回报率	0.9	2.6	3.2	3.6

每股数据 (港币)

每股利润	0.26	0.77	0.97	1.14
每股账面值	7.22	7.59	7.90	8.23
每股股息	0.18	0.23	0.29	0.34

来源：公司资料，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏意道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。