

# 睿智投資

## 神州數碼 (861 HK, HK\$12.9, 目標價 : HK\$17.3, 買入) - 系統和 IT 服務業務增長強勁，分銷業務動能預計在 12 年第四季恢復

- ❖ **2013 財年第一季收入增長穩健，但毛利率微跌。**受系統和 IT 服務的強勁需求帶動，神州數碼 2013 財年第一季度（三月年結）的營收為港幣 177.8 億元，比去年同期成長 10.8%。毛利率同比小幅下降 9 點子至 7.54%，主因是分銷業務受 PC 市場需求疲弱的影響。純利達港幣 4.01 億元，同比增長 12.2%。
- ❖ **Windows 8 的推出將重燃對 PC 產品的需求。**因中國 PC 市場的需求疲弱，神州數碼的分銷業務收入一季度同比持平，毛利率則同比下降 0.42 個百分點。PC 產品的需求放緩是由於：1) 整體經濟增長放慢，2) 平板電腦的興起壓抑了 PC 市場的需求，3) Windows 8 將於 10 月推出，目前消費者持觀望態度。為了在 Windows 8 推出之前減少存貨，神州數碼正為 PC 產品清庫存，13 財年第一季度的庫存環比下降。我們相信 PC 分銷商將於今年第三季走出谷底，Windows 8 的亮相將點燃新一輪對 PC 產品的需求。我們相信 PC 分銷商將在今年第四季大幅補貨，並預期屆時神州數碼分銷業務的收入及毛利率將反彈。
- ❖ **IT 服務和智慧城市的前景仍然亮麗。**IT 服務和系統部門的收入錄得穩健增長，年增分別達 18.6% 和 27.7%。系統部門是中國 IT 支出上升的受益者，公司的數據中心和雲計算服務的需求仍處上升軌。IT 服務業務的增長點仍落在中小型銀行系統以及數字城市解決方案上面。數字城市將解決地方政府對信息化的需求，金融 IT 服務業務則聚焦中小型銀行核心系統的安裝和維護需求。我們認為神州數碼將繼續專注於向 IT 服務和系統業務轉型，以提升整體毛利率。
- ❖ **我們相信 PC 產品的需求放緩對神州數碼的股價壓力將持續到 2012 年第三季。**我們預計 Windows 8 在 10 月份推出後將令 PC 市場的景氣顯著復甦並為出貨帶來增長。神州數碼的 IT 服務和智慧城市的前景仍然亮麗。我們相信目前市場對 PC 行業不景氣的憂慮是為長線投資者提供了機會。我們微降未來毛利率預測，並小幅下調 13 和 14 財年的盈利預測達 4.0% 及 2.3%，分別至港幣 14.4 億和 17.3 億。我們維持以 13 倍 13 財年每股盈利為神州數碼估值。我們將目標價由港幣 18.0 調低至港幣 17.3，有 34.1% 的上升潛力。我們維持買入評級。

### 神州數碼 (861 HK)

評級	買入
收市價	HK\$12.9
目標價	HK\$17.3
市值(港幣百萬)	14,098
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	35.0
52 周高/低(港幣)	16.62/8.07
發行股數(百萬)	1,093
主要股東	郭為(14.1%)

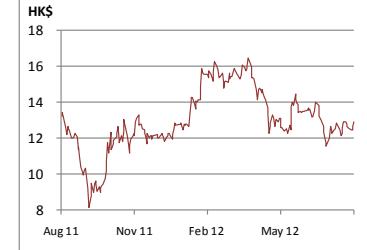
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	6.6%	7.9%
3 月	2.2%	-3.0%
6 月	-15.9%	-8.0%

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(港幣百萬元)	56,804	70,319	79,554	90,746	103,878
淨利潤(港幣百萬元)	1,005	1,245	1,436	1,729	2,105
每股收益(港幣)	0.96	1.16	1.33	1.60	1.95
每股收益變動(%)	15.7	21.0	14.4	20.4	21.8
市盈率(x)	13.4	11.1	9.7	8.1	6.6
市帳率(x)	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
股息率(%)	2.5	3.1	3.6	4.3	5.3
權益收益率(%)	16.7	18.2	18.4	19.2	20.2
淨財務杠杆率(%)	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
<b>收入</b>	<b>56,804</b>	<b>70,319</b>	<b>79,554</b>	<b>90,746</b>	<b>103,878</b>
分销	26,918	37,515	39,997	42,497	45,554
系统	13,824	17,486	20,561	24,442	28,952
服务	6,041	7,892	9,736	12,509	16,137
供应链	10,021	7,426	9,261	11,298	13,235
销售成本	(52,892)	(65,013)	(73,541)	(83,693)	(95,587)
<b>毛利</b>	<b>3,912</b>	<b>5,306</b>	<b>6,013</b>	<b>7,053</b>	<b>8,291</b>
销售、一般及管理费用	(3,097)	(4,116)	(4,614)	(5,309)	(6,098)
其他营运收入	647	755	823	897	978
<b>息税前收益</b>	<b>1,462</b>	<b>1,945</b>	<b>2,222</b>	<b>2,642</b>	<b>3,171</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>1,573</b>	<b>2,131</b>	<b>2,471</b>	<b>3,002</b>	<b>3,614</b>
融资成本	(229)	(335)	(389)	(440)	(497)
其他非营运收入/费用	32	43	48	53	60
<b>税前利润</b>	<b>1,265</b>	<b>1,653</b>	<b>1,881</b>	<b>2,256</b>	<b>2,734</b>
所得税	(209)	(314)	(339)	(406)	(492)
非控制股东权益	(51)	(94)	(106)	(121)	(137)
<b>净利润</b>	<b>1,005</b>	<b>1,245</b>	<b>1,436</b>	<b>1,729</b>	<b>2,105</b>

来源：公司资料，招銀國際則預測

**主要比率**

3月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>销售组合(%)</b>					
分销	47.4	53.3	50.3	46.8	43.9
系统	24.3	24.9	25.8	26.9	27.9
服务	10.6	11.2	12.2	13.8	15.5
供应链	17.6	10.6	11.6	12.5	12.7
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	6.9	7.5	7.6	7.8	8.0
息税及折旧摊销前收益率	2.8	3.0	3.1	3.3	3.5
营业利润率	2.6	2.8	2.8	2.9	3.1
净利润率	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0
有效税率	16.5	19.0	18.0	18.0	18.0
<b>增长 (%)</b>					
收入增长	13.2	23.8	13.1	14.1	14.5
毛利增长	18.6	35.6	13.3	17.3	17.5
息税前收益增长	25.6	33.1	14.2	18.9	20.0
净利润增长	22.0	23.8	15.4	20.4	21.8
<b>资产负债比率</b>					
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	56	56	56
存货周转天数	29	29	29	29	29
应付账款周转天数	61	69	70	70	71
现金周期	21	16	16	15	14
净负债 / 权益比率 (%)	(18)	(3)	(0)	(0)	(3)
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	16.7	18.2	18.4	19.2	20.2
资产回报率	5.0	4.6	4.7	5.0	5.4
<b>每股数据 (港币)</b>					
每股利润	0.96	1.16	1.33	1.60	1.95
每股账面值	5.59	6.32	7.23	8.36	9.66
每股股息	0.32	0.40	0.47	0.56	0.68

来源：公司资料，招銀國際則預測



招 商 银 行 全 资 附 属 机 构  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

**资产负债表**

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	2,569	3,006	3,603	4,407	5,100
物业、厂房及设备	698	1,236	1,657	2,402	2,955
其他	1,871	1,770	1,947	2,005	2,145
<b>流动资产</b>	<b>17,376</b>	<b>23,816</b>	<b>26,912</b>	<b>30,187</b>	<b>34,148</b>
现金及现金等价物	3,049	4,254	4,564	4,779	5,209
存货	4,145	5,154	5,928	6,758	7,636
应收贸易款项	8,323	10,787	12,298	13,912	15,860
其他	1,858	3,620	4,123	4,738	5,443
<b>流动负债</b>	<b>12,058</b>	<b>17,570</b>	<b>20,041</b>	<b>22,709</b>	<b>25,764</b>
借债	652	2,324	2,719	2,855	2,969
应付贸易账款	8,843	12,315	14,040	16,146	18,567
其他	2,563	2,930	3,282	3,709	4,228
<b>非流动负债</b>	<b>1,317</b>	<b>1,729</b>	<b>1,868</b>	<b>1,945</b>	<b>2,006</b>
借债	1,282	1,692	1,827	1,900	1,957
其他	35	37	40	44	49
少数股东权益	538	702	801	921	1,059
<b>净资产总值</b>	<b>6,033</b>	<b>6,821</b>	<b>7,807</b>	<b>9,020</b>	<b>10,419</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,033</b>	<b>6,821</b>	<b>7,807</b>	<b>9,020</b>	<b>10,419</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**现金流量表**

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
<b>净利润</b>	<b>1,005</b>	<b>1,245</b>	<b>1,436</b>	<b>1,729</b>	<b>2,105</b>
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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>433</b>	<b>737</b>	<b>544</b>	<b>951</b>	<b>997</b>
资本支出	(157)	(539)	(420)	(746)	(553)
其他	(683)	(525)	13	186	246
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(841)</b>	<b>(1,064)</b>	<b>(407)</b>	<b>(560)</b>	<b>(307)</b>
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)	(432)	(503)	(605)	(737)
其他	(429)	(120)	108	193	290
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>609</b>	<b>1,531</b>	<b>136</b>	<b>(203)</b>	<b>(275)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>202</b>	<b>1,205</b>	<b>272</b>	<b>189</b>	<b>415</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>3,049</b>	<b>4,254</b>	<b>4,564</b>	<b>4,779</b>	<b>5,209</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

## 農業銀行 (1288 HK, HK\$2.89, 目標價: HK\$3.81, 買入) - 中期業績扎實

- ❖ **盈利增速領先五大行。**農行 2012 年上半年淨利潤增長 20.8%至 805 億元(人民幣·下同),增速高於工行(12.5%)、建行(14.5%)、中行(7.6%)和交行(17.8%)。利潤增長的主要驅動因素是：1) 生息資產規模的擴張金和 2) 摩備支出的同比減少。截止 6 月底,貸款總額和存款總額分別較年初增長了 8%和 10.2%,增速與同業平均水準類似。活期存款佔比下降至 53.4%,表明降息週期下存款定期化趨勢已經開始。
- ❖ **息差收窄,中間業務收入增速放緩。**一季度息差達到高位後,由於貸款收益率下降、存款成本上升及六月份的非對稱降息因素影響,二季度息差收窄 15 個基點至 2.85%,與去年全年淨息差水準相同。上半年銀監會加強對收費業務的監管,同時受宏觀經濟形勢和資本市場影響,中間業務收入增速放緩至 4.8%。其中與貸款相關的顧問手續費和承諾手續費大幅下降,而銀行卡手續費、結算手續費和代理手續費增長顯著。
- ❖ **資產品質繼續改善。**截止 6 月底不良貸款總額較年初下降 3.3%至 845 億元,不良率由年初的 1.55%下降 16 個基點至 1.39%,是上市公司中少數仍能實現“雙降”的銀行。上半年農行共核銷不良貸款約 20 億元。另外值得注意的是,關注類貸款總額同時下降了 2.1%,表明公司的資產品質仍略有改善。逾期貸款較年初增長 15.7%,且新增逾期貸款中預期 3 個月以內的佔比達到 71%。撥備覆蓋率上升 33 個百分點至 296%。我們認為,今年不良率仍有下降空間,目前撥備充分,資產品質大幅惡化風險相對較小。
- ❖ **至今年 6 月底的核心資本充足率和資本充足率分別為 9.65%和 12.02%,分別較年初提高 15 個基點和 8 個基點,**顯示了較好的資本內生能力,也淡化了融資需求。由於利率市場化推進進程較我們預期為快,且降息週期已經啓動,我們對今明兩年息差及財務模型進行調整。我們略下調 2012/2013 年淨利潤 2.4%/6.4%,仍維持“買入”評級,目標價由 4.37 港元下調至 3.81 港元,對應 2012 年 7 倍 PE 和 1.3 倍 PB。

### 農業銀行 - H (1288 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.89
目標價	HK\$3.81
市值(港幣百萬)	983,309
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	339
52 周高/低(港幣)	3.98/2.26
發行股數(百萬股)	324,794
主要股東	中央匯金(40.0%)

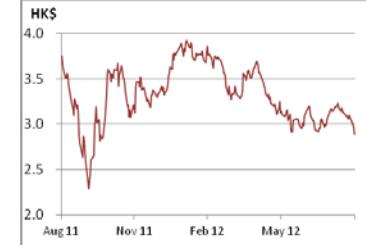
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.5%	-7.4%
3 月	-7.1%	-11.8%
6 月	-23.1%	-15.9%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(人民幣百萬元)	292,253	379,756	410,166	450,407	506,080
淨利潤(人民幣百萬元)	94,873	121,927	142,422	159,883	187,382
每股收益(人民幣)	0.29	0.38	0.44	0.49	0.58
每股收益變動(%)	46.0	28.5	16.8	12.3	17.2
市盈率(x)	8.4	6.2	5.3	4.7	4.0
市帳率(x)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.2	5.6	6.6	7.5	8.7
權益收益率(%)	21.4	20.5	20.3	19.7	20.1

來源:公司及招銀國際研究部



招 商 银 行 全 资 附 属 机 构  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

## 損益表

年结：12月31日（人民币百万元）	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	357,660	472,921	535,060	573,629	635,200
利息支出	(115,508)	(165,722)	(207,510)	(218,623)	(238,865)
<b>净利息收入</b>	<b>242,152</b>	<b>307,199</b>	<b>327,550</b>	<b>355,006</b>	<b>396,335</b>
手续费和佣金净收入	46,128	68,750	76,512	88,819	102,895
其他经营收入	3,973	3,807	6,104	6,583	6,850
<b>经营收入</b>	<b>292,253</b>	<b>379,756</b>	<b>410,166</b>	<b>450,407</b>	<b>506,080</b>
经营费用	(128,107)	(157,330)	(173,774)	(189,606)	(210,348)
<b>拨备前利润</b>	<b>164,146</b>	<b>222,426</b>	<b>236,392</b>	<b>260,801</b>	<b>295,732</b>
拨备支出	(43,412)	(64,225)	(50,180)	(51,764)	(50,749)
其他	-	-	-	-	-
税前收入	120,734	158,201	186,212	209,037	244,983
所得税	(25,827)	(36,245)	(43,760)	(49,124)	(57,571)
少数股东权益	(34)	(29)	(30)	(30)	(30)
<b>净利润</b>	<b>94,873</b>	<b>121,927</b>	<b>142,422</b>	<b>159,883</b>	<b>187,382</b>

来源：公司，招银国际研究部

## 資產負債表

年结：12月31日（人民币百万元）	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>总资产</b>	<b>10,337,406</b>	<b>11,677,577</b>	<b>12,835,220</b>	<b>14,575,550</b>	<b>16,512,187</b>
现金及存放央行款项	2,082,332	2,487,082	2,133,588	2,441,678	2,794,256
存放其他金融机构款项	173,268	344,557	529,945	636,206	715,895
客户贷款净额	4,788,008	5,398,863	6,098,539	6,945,051	7,915,698
证券投资	2,527,431	2,628,052	3,206,223	3,590,970	4,039,842
固定资产	121,391	131,815	147,633	160,920	175,403
其他资产	119,504	157,634	200,307	250,608	287,978
<b>总负债</b>	<b>9,795,170</b>	<b>11,027,789</b>	<b>12,081,706</b>	<b>13,709,001</b>	<b>15,511,216</b>
其他金融负债	582,952	724,236	743,220	794,481	815,446
客户存款	8,887,905	9,622,026	10,667,940	12,208,391	13,971,282
应缴税金	82	27	32	37	43
央行借款	30	50	50	50	50
其他负债	176,999	251,287	238,723	244,691	250,808
少数股东权益	165	187	165	165	165
<b>所有者权益</b>	<b>542,071</b>	<b>649,601</b>	<b>753,349</b>	<b>866,384</b>	<b>1,000,807</b>

来源：公司，招银国际研究部

## 主要比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>每股數據</b>					
每股收益（人民幣）	0.292	0.375	0.438	0.492	0.577
每股股息（人民幣）	0.063	0.162	0.192	0.215	0.252
總資本回報率	0.92%	1.04%	1.11%	1.10%	1.13%
平均資本回報率	0.99%	1.11%	1.16%	1.17%	2.27%
總權益回報率	17.50%	18.77%	18.91%	18.45%	18.72%
平均權益回報率	21.44%	20.46%	20.30%	19.74%	20.07%
淨息差	2.57%	2.85%	2.73%	2.61%	2.57%
手續費佣金淨收入比重	15.78%	18.10%	18.65%	19.72%	20.33%
成本收入比	38.5%	35.8%	36.7%	36.4%	35.9%
調整成本收入比	43.8%	41.4%	42.4%	42.1%	41.6%
核心資本充足率	9.75%	9.50%	9.55%	9.79%	9.95%
總資本充足率	11.59%	11.94%	12.37%	12.49%	12.52%
權益資產比率	5.24%	5.56%	5.87%	5.94%	6.06%
杠桿率	19.1	18.0	17.0	16.8	16.5
不良資產率	2.03%	1.55%	1.46%	1.38%	1.35%
撥備覆蓋率	168.1%	263.1%	310.3%	335.2%	344.1%
撥貸比	3.40%	4.08%	4.54%	4.64%	4.66%
存貸比	55.8%	58.5%	59.9%	59.7%	59.4%
<b>成長性指標</b>					
貸款增速	19.8%	13.6%	13.5%	14.0%	14.0%
存款增速	18.5%	8.3%	10.9%	14.4%	14.4%
手續費增速	29.4%	49.0%	11.3%	16.1%	15.8%
經營費用增蘇	16.9%	22.8%	10.5%	9.1%	10.9%
撥備前利潤增速	43.9%	35.5%	6.3%	10.3%	13.4%
淨利潤增速	46.0%	28.5%	16.8%	12.3%	17.2%

來源：公司，招銀國際研究部

## 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。