

## 神州數碼 (861 HK, HK\$12.94, 目標價: HK\$16.6, 買入) - 繼續向 IT 服務提供商方向轉型

- ❖ **13 財年上半年營收和盈利增長穩定，惟毛利率受壓。**神州數碼 13 財年上半年（三月年結）的營收為港幣 374 億元，比去年同期增加 9.6%，歸因於企業 IT 系統和 IT 服務的需求上升。毛利率同比下滑達 0.63 百份點至 6.87%，主因是清庫存過急。13 財年上半年的營業費用率達 5.02%，同比下降 0.63 百份點，得益於積極削減開支。同期純利達港幣 7.41 億元，同比增長 11.4%。
- ❖ **過度去庫存化，嚴重損害分銷業務的毛利率。**13 財年上半年神州數碼分銷業務錄得營收同比增長 1.13% 和毛利率同比下降 1.28 百份點，因為 1) 中國電腦/筆電市場需求轉弱；2) 在 Windows 8 推出前，公司的電腦產品去庫存力度過大。我們認為神州數碼高估了 Windows 8 對舊產品的影響而導致過度去庫存影響毛利。然而，我們相信 2012 年第 3 季為神州數碼分銷業務的週期低點，因去庫存過程已經結束。此外，公司的電子商務分銷渠道成長迅速，將成為新的收入來源。我們預計分銷業務的收入及毛利率將在 2012 年第四季反彈。
- ❖ **IT 系統和服務業務的前景仍舊亮麗。**IT 系統和服務部門錄得穩健的營收成長，13 財年上半年營收分別上升 24.8% 和 12.3%。受惠於中國的數據中心和雲計算服務的需求不斷增長，系統業務仍然是神州數碼的主要增長引擎。IT 服務業務的增長點仍然落在核心銀行系統上面，新客戶包括招商銀行和北京銀行。因初始資金支出較大，神州數碼在推出新的數字城市項目時態度轉趨審慎。公司將限制 13 財年的數字城市新項目至佛山和福州兩個城市。
- ❖ **儘管 PC 產品的需求放緩將拖累神州數碼的分銷業務發展速度，惟其 IT 系統和服務業務預計將持續受中國 IT 開支增長所帶動。**我們認為神州數碼由 IT 分銷商向 IT 服務提供商的轉型方向正確，轉型過程也順利。因預期毛利受壓，我們下調 13 和 14 財年的盈利預測達 4.0% 及 6.7%，分別至港幣 13.8 億和 16.1 億。我們以 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 17.3 元調低至港幣 16.6 元，有 28.4% 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\$12.94
目標價	HK\$16.6
市值 (港幣百萬)	14,147
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	50.9
52 周高/低 (港幣)	16.62/11.1
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	-2.1%	-2.3%
3 月	3.4%	-5.5%
6 月	2.1%	-12.4%

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	76,496	86,288	97,591
淨利潤 (港幣百萬元)	1,005	1,245	1,378	1,614	1,847
每股收益 (港幣)	0.96	1.16	1.29	1.51	1.73
每股收益變動 (%)	15.7	21.0	10.9	17.1	14.5
市盈率 (x)	13.5	11.1	10.0	8.6	7.5
市帳率 (x)	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	2.5	3.1	3.5	4.1	4.7
權益收益率 (%)	16.7	18.2	17.7	17.9	17.7
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>76,496</b>	<b>86,288</b>	<b>97,591</b>
分销	26,918	37,515	38,459	40,409	42,797
系统	13,824	17,486	19,770	23,241	27,200
服务	6,041	7,892	9,362	11,894	15,161
供应链	10,021	7,426	8,905	10,743	12,434
销售成本	(52,892)	(65,013)	(71,195)	(80,161)	(90,565)
<b>毛利</b>	<b>3,912</b>	<b>5,306</b>	<b>5,301</b>	<b>6,126</b>	<b>7,027</b>
销售、一般及管理费用	(3,097)	(4,116)	(3,993)	(4,582)	(5,241)
其他营运收入	647	755	831	905	987
<b>息税前收益</b>	<b>1,462</b>	<b>1,945</b>	<b>2,139</b>	<b>2,450</b>	<b>2,773</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>1,573</b>	<b>2,131</b>	<b>2,387</b>	<b>2,810</b>	<b>3,216</b>
融资成本	(229)	(335)	(332)	(325)	(342)
其他非营运收入/费用	32	43	46	49	54
<b>税前利润</b>	<b>1,265</b>	<b>1,653</b>	<b>1,852</b>	<b>2,174</b>	<b>2,485</b>
所得税	(209)	(314)	(333)	(391)	(447)
非控制股东权益	(51)	(94)	(141)	(169)	(191)
<b>净利润</b>	<b>1,005</b>	<b>1,245</b>	<b>1,378</b>	<b>1,614</b>	<b>1,847</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**资产负债表**

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>非流动资产</b>	<b>2,569</b>	<b>3,006</b>	<b>3,603</b>	<b>4,407</b>	<b>5,100</b>
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>1,378</b>	<b>1,614</b>	<b>1,847</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>486</b>	<b>836</b>	<b>738</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)	(428)	(482)	(565)	(646)
其他	(429)	(120)	108	193	290
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>609</b>	<b>1,534</b>	<b>156</b>	<b>(162)</b>	<b>(185)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>202</b>	<b>1,208</b>	<b>234</b>	<b>114</b>	<b>247</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，招银国际预测

**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>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	6.9	7.5	6.9	7.1	7.2
息税及折旧摊销前收益率	2.8	3.0	3.1	3.3	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	1.9	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	8.8	12.8	13.1
毛利增长	18.6	35.6	(0.1)	15.6	14.7
息税前收益增长	25.6	33.1	10.0	14.6	13.2
净利润增长	22.0	23.8	10.7	17.1	14.5

**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	59	59
存货周转天数	29	29	30	31	31
应付账款周转天数	61	69	72	74	75
现金周期	21	16	17	16	15
净负债 / 权益比率 (%)	(18)	(3)	(0)	(0)	(3)

**回报率 (%)**

资本回报率	16.7	18.2	17.7	17.9	17.7
资产回报率	5.0	4.6	4.5	4.7	4.7

**每股数据 (港币)**

每股利润	0.96	1.16	1.29	1.51	1.73
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	0.53	0.61

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。