

神州數碼 (861 HK, HK\$12.2, 目標價: HK\$16.8, 買入) - 繼續向 IT 服務供應商轉型

- ❖ **13 財年第三季營收增長放緩，但毛利率提高。**神州數碼公佈 13 財年第三季（三月年結）的營收為港幣 193 億元，同比僅微升 1.9%，因筆記本電腦的需求放緩。毛利率同比顯著上升 0.45 百份點至 8.01%，由於 1) 產品組合變得更傾向以 IT 服務為主；及 2) 去庫存過程已於 13 財年第二季完成。13 財年第三季的銷售及管理費用率達 5.84%，同比上升 0.18 百份點。同期純利達港幣 4.30 億元，同比增長 11.5%。
- ❖ **分銷業務前景暗淡，IT 服務業務則發展蓬勃。**神州數碼 13 財年第三季的分銷業務錄得營收和毛利率分別同比下滑達 6.24% 及 1.02 百份點，主因是受筆記本電腦市場低迷，需求疲弱影響。管理層承認 PC 市場受平板電腦和智能手機產品的嚴重衝擊，分銷業務前景暗淡。另一方面，神州數碼的 IT 服務業務則錄得巨大的收入增長，13 財年第三季營收大增 68.31% 至港幣 28.0 億元。政府和金融行業的 IT 支出增長快速，這兩個細分市場已成為 IT 服務業務的雙引擎。神州數碼的 IT 服務業務將繼續專注於：1) 為地方政府建設稅收系統；2) 數字城市解決方案；和 3) 提供銀行核心系統建設服務。
- ❖ **政府禁令的影響非常有限。**正如我們在上份 2 月 8 日的報告“股價大挫後估值變得吸引”中指出，政府禁令的影響將非常有限。管理層透露，該禁令將只適用於公司的其中一個法人神州數碼（中國），而該法人僅佔集團 13 財年上半年營收的 0.41%。管理層進一步說明，自 2 月 5 日禁令被媒體曝光後，集團已贏得 163 個來自政府、電訊運營商和金融機構的投標，禁令不對集團內其他法人機構產生影響。我們維持該政府禁令影響輕微，損害將僅限於神州數碼（中國）對政府的硬件採購業務方面。
- ❖ **我們樂見神州數碼正加緊從 IT 分銷商轉型至 IT 服務供應商。**我們上調 13 和 14 財年的盈利預測分別達 2.0% 和 7.6% 至港幣 13.9 億元及 16.3 億元，因毛利率恢復較預期快。公司的股價還沒有恢復到政府禁令事件爆發前的水平，我們相信該事件提供了一個很好的進入點。我們將目標價由港幣 15.6 元調高至港幣 16.8 元，股價有 37.9% 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\$12.2
目標價	HK\$16.8
市值 (港幣百萬)	13,340
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	90.5
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	-2.7%	2.0%
3 月	-2.6%	-5.4%
6 月	-3.5%	-15.4%

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	74,115	81,764	89,842
淨利潤 (港幣百萬元)	1,005	1,245	1,385	1,634	1,921
每股收益 (港幣)	0.96	1.16	1.30	1.53	1.80
每股收益變動 (%)	15.7	21.0	11.5	17.9	17.6
市盈率 (x)	12.7	10.5	9.4	8.0	6.8
市帳率 (x)	2.2	1.9	1.6	1.5	1.5
股息率 (%)	2.6	3.3	3.7	4.4	5.2
權益收益率 (%)	16.7	18.2	17.7	18.1	18.4
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	0.8	2.1

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	74,115	81,764	89,842
分銷	26,918	37,515	37,428	39,247	42,046
系統	13,824	17,486	19,270	22,649	25,515
服務	6,041	7,892	8,746	9,403	11,410
供應鏈	10,021	7,426	8,671	10,466	10,871
銷售成本	(52,892)	(65,013)	(68,587)	(75,681)	(83,050)
毛利	3,912	5,306	5,528	6,083	6,792
銷售、一般及管理費用	(3,097)	(4,116)	(4,147)	(4,440)	(4,833)
其他營運收入	647	755	799	871	949
息稅前收益	1,462	1,945	2,181	2,514	2,908
息稅及折舊攤銷前收益	1,573	2,131	2,422	2,792	3,213
融資成本	(229)	(335)	(324)	(317)	(333)
其他非營運收入/費用	32	43	29	31	34
稅前利潤	1,265	1,653	1,886	2,228	2,609
所得稅	(209)	(314)	(339)	(401)	(470)
非控制股東權益	(51)	(94)	(161)	(193)	(219)
淨利潤	1,005	1,245	1,385	1,634	1,921

來源：公司資料，招銀國際則預測

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	3,819	4,282	4,588
物業、厂房及設備	698	1,236	1,607	1,849	2,033
其他	1,871	1,770	2,212	2,433	2,555
流動資產	17,376	23,816	26,911	28,657	30,230
現金及現金等价物	3,049	4,254	5,519	5,423	5,401
存貨	4,145	5,154	5,515	5,901	6,137
應收貿易款項	8,323	10,787	11,543	12,351	12,968
其他	1,858	3,620	4,335	4,982	5,723
流動負債	12,058	17,570	18,678	20,330	21,693
借債	652	2,324	2,277	2,391	2,487
應付貿易賬款	8,843	12,315	13,178	14,232	14,943
其他	2,563	2,930	3,223	3,707	4,263
非流動負債	1,317	1,729	3,143	3,147	3,151
借債	1,282	1,692	3,102	3,102	3,102
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	8,109	8,541	8,915
股東權益	6,033	6,821	8,109	8,541	8,915

來源：公司資料，招銀國際則預測

现金流量表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
净利润	1,005	1,245	1,385	1,634	1,921
折旧和摊销	112	185	241	277	305
营运资金变动	685	241	(254)	(140)	(142)
其他	(1,369)	(934)	(514)	(771)	(925)
经营活动所得现金净额	433	737	859	1,000	1,159
资本支出	(157)	(539)	(371)	(241)	(185)
其他	(683)	(525)	(445)	(678)	(560)
投资活动所得现金净额	(841)	(1,064)	(816)	(919)	(745)
股本的变化	1,060	0	0	0	0
银行贷款变动	323	2,082	1,364	114	96
股息	(345)	(428)	(485)	(572)	(672)
其他	(429)	(123)	343	281	141
融资活动所得现金净额	609	1,531	1,222	(177)	(436)
现金增加净额	202	1,205	1,265	(95)	(22)
年初现金及现金等价物	2,772	3,049	4,254	5,519	5,423
外汇差额	76	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,049	4,254	5,519	5,423	5,401

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	7.5	7.4	7.6
息税及折旧摊销前收益率	2.8	3.0	3.3	3.4	3.6
营业利润率	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2
净利润率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
有效税率	16.5	19.0	18.0	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	13.2	23.8	5.4	10.3	9.9
毛利增长	18.6	35.6	4.2	10.0	11.7
息税前收益增长	25.6	33.1	12.1	15.3	15.6
净利润增长	22.0	23.8	11.3	17.9	17.6

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
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	57	55	53
存货周转天数	29	29	29	28	27
应付账款周转天数	61	69	70	69	66
现金周期	21	16	16	15	14
净负债 / 权益比率 (%)	(18)	(3)	(2)	1	2

回报率 (%)

资本回报率	16.7	18.2	17.1	19.1	21.5
资产回报率	5.0	4.6	4.5	5.0	5.5

每股数据 (港币)

每股利润	0.96	1.16	1.30	1.53	1.80
每股账面值	5.59	6.37	7.59	8.00	8.35
每股股息	0.32	0.40	0.45	0.54	0.63

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。