

神州数码(861 HK, HK\$11.76, 目标价: HK\$15.6, 买入) - 股价大挫后估值变得吸引

- ❖ 政府禁止采购三年。二月五日新浪网发布的消息指，神州数码的一间附属公司神州数码(中国)在参与政府 IT 产品拍卖过程中被发现提供虚假信息。拍卖禁止投标人销售进口产品，而神州数码(中国)声称产品为联想集团(992 HK)在北京生产的，后被证实为不实讯息。于是神州数码(中国)被财政部禁止参加任何政府采购招标达三年。
- ❖ 对集团收入的直接影响非常有限。经我们查询，管理层评估了禁购事件对集团收入的不利影响。13 财年上半年(财年三月结束)，集团的政府采购额仅为人民币 8.2 亿，神州数码(中国)的政府采购额更只有人民币 1.3 亿。政府采购仅占 13 财年上半年集团人民币 307 亿总收入的 2.67%，神州数码(中国)的政府采购业务更仅占 0.41%。
- ❖ 即使在最坏情况下，对经营利润的影响也只是中等程度。神州数码的政府业务被划分入 IT 服务部门。在 13 财年上半年，IT 服务部门的经营利润为港币 3.11 亿，占集团经营利润的 28.2%。同期，政府收入占 IT 服务部门收入的 39.4%。假设来自政府收入的经营利润率和 IT 服务部门一致。我们评估在最坏的情况下，如所有和政府相关的收入都受影响(极不可能发生的情况)，集团的经营利润也只会减少 11.1% (即 28.2% × 39.4%)。
- ❖ 连带伤害？我们最关注的是禁购事件会否连带影响数字城市的发展蓝图，毕竟数字城市的发展在很大程度上必须依赖当地政府的支持。鉴于神州数码和地方政府在税收系统和市民卡方面的合作已非常稳固，以及神州数码在中国城市信息化的先驱者和领导者地位，我们相信神州数码和地方政府之间的关系不会轻易中断。禁购事件的伤害将仅限于硬件采购层面。
- ❖ 我们的盈利估算假设 50% 来自政府的收入将受禁购影响。我们下调 13 和 14 财年的销售预测分别达 0.7% 和 2.7%，同时亦降低了 13 和 14 财年盈利预测分别达 1.5% 和 5.9%。我们继续以 11 倍 14 财年每股盈利为神州数码估值。我们将目标价由港币 16.6 元调低至港币 15.6 元，股价有 32.9% 的上升潜力。我们认为现股价过度调整，目前的估值吸引。我们维持买入评级。

神州数码 (861 HK)

评级	买入
收市价	HK\$11.76
目标价	HK\$15.6
市值(港币百万)	12,859
过去 3 月平均交易(港币百万)	88.5
52 周高/低(港币)	16.62/10.44
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	-12.4%	-12.6%
3 月	-18.1%	-24.4%
6 月	-8.7%	-20.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(港币百万元)	56,804	70,319	75,978	83,971	94,812
净利润(港币百万元)	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774
每股收益(港币)	0.96	1.16	1.27	1.42	1.66
每股收益变动(%)	15.7	21.0	9.4	11.7	16.9
市盈率(x)	12.2	10.1	9.2	8.3	7.1
市帐率(x)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	2.7	3.4	3.8	4.2	4.9
权益收益率(%)	16.7	18.2	17.4	16.8	17.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	56,804	70,319	75,978	83,971	94,812
分销	26,918	37,515	38,369	40,306	44,372
系统	13,824	17,486	19,754	23,260	26,926
服务	6,041	7,892	8,965	9,657	12,041
供应链	10,021	7,426	8,889	10,748	11,472
销售成本	(52,892)	(65,013)	(70,728)	(78,085)	(88,023)
毛利	3,912	5,306	5,250	5,886	6,789
销售、一般及管理费用	(3,097)	(4,116)	(3,966)	(4,459)	(5,091)
其他营运收入	647	755	831	905	987
息税前收益	1,462	1,945	2,115	2,333	2,684
息税及折旧摊销前收益	1,573	2,131	2,363	2,693	3,127
融资成本	(229)	(335)	(332)	(325)	(342)
其他非营运收入/费用	32	43	46	49	54
税前利润	1,265	1,653	1,828	2,057	2,397
所得税	(209)	(314)	(329)	(370)	(431)
非控制股东权益	(51)	(94)	(141)	(169)	(191)
净利润	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774

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
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
流动资产	17,376	23,816	26,912	30,187	34,148
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
流动负债	12,058	17,570	20,041	22,709	25,764
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
非流动负债	1,317	1,729	1,868	1,945	2,006
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
净资产总值	6,033	6,821	7,807	9,020	10,419
股东权益	6,033	6,821	7,807	9,020	10,419

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
净利润	1,005	1,245	1,358	1,518	1,774
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)
经营活动所得现金净额	433	737	466	740	665
资本支出	(157)	(539)	(420)	(746)	(553)
其他	(683)	(525)	13	186	246
投资活动所得现金净额	(841)	(1,064)	(407)	(560)	(307)
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)	(475)	(531)	(621)
其他	(429)	(120)	108	193	290
融资活动所得现金净额	609	1,534	163	(129)	(160)
现金增加净额	202	1,208	221	52	199
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
年末现金及现金等价物	3,049	4,254	4,564	4,779	5,209

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	6.9	7.0	7.2
息税及折旧摊销前收益率	2.8	3.0	3.1	3.2	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	1.8	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	8.0	10.5	12.9
毛利增长	18.6	35.6	(1.1)	12.1	15.3
息税前收益增长	25.6	33.1	8.7	10.3	15.1
净利润增长	22.0	23.8	9.1	11.7	16.9

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	60	61
存货周转天数	29	29	31	32	32
应付帐款周转天数	61	69	72	75	77
现金周期	21	16	17	17	16
净负债 / 权益比率 (%)	(18)	(3)	(0)	(0)	(3)

回报率 (%)

资本回报率	16.7	18.2	17.4	16.8	17.0
资产回报率	5.0	4.6	4.5	4.4	4.5

每股数据 (港币)

每股利润	0.96	1.16	1.27	1.42	1.66
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	0.50	0.58

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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 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任何其他人。