

## 神州数码(861 HK, HK\$7.86, 目标价: HK\$7.44, 持有) - 系统业务仍然疲软

- ❖ **二季度业绩荣辱互见。**受系统业务需求低迷的影响，神州数码二季度营收同比下跌3.7%至港币154亿元。因IT消费市场渐趋稳定，二季度分销业务的收入按年增长1.3%至港币79.0亿元。然而，由于中国IT系统的持续本地化，系统业务的收入按年下降17.9%至港币50.0亿元。二季度毛利率同比上升0.39个百分点至7.21%，主要归功于分销业务毛利率上升。二季度净利润为港币2.0亿元，同比下降44.4%。二季度净汇兑亏损达港币1.2亿元，相较于去年同期则录得净汇兑收益港元1.3亿元。
- ❖ **分销业务持续复苏。**分销业务录得连续第三个季度的营收增长。即使传统的PC/笔记本电脑产品的需求依然疲软，然而IT配件、外件和消费类IT产品(如平板电脑和智能手机)依然实现销售增长。由于分销渠道扩张，二季度分销业务的毛利率也同比提高了1.4个百分点至3.82%。神州数码正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。传统的分销模式面临着来自电商和智能手机厂商(如小米)的直销模式的强烈冲击。神州数码正与京东和阿里巴巴探讨合作方案以减轻其传统分销业务受到的冲击。14年上半年，神州数码的电子商务收入同比增长15%，为分销业务中增长速度最快的子部门。
- ❖ **系统业务下滑迅速。**二季度系统业务营收同比下降17.9%，而毛利率则同比下降0.73个百分点至7.95%。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。管理层认为该趋势不会在短至中期扭转，公司正在转向如华为等的国内厂商。然而由于公司服务的品牌90%为海外品牌，我们相信产品组合结构将不会在未来1-2个季度出现大改变。
- ❖ **虽然分销业务收入和毛利率进一步趋稳，系统业务困境依旧。**我们认为公司的系统业务的前景可见度仍然较低。我们下调14年和15财年盈利预测分别达5.6%和14.9%至港币7.8亿及8.9亿。我们以9倍15财年市盈率为公司估值，并将目标价由港币7.68元调低至港币7.44元，股价有5.3%的下行风险。我们维持「持有」评级。

### 神州数码 (861 HK)

评级	持有
收市价	HK\$7.86
目标价	HK\$7.44
市值(港币百万)	8,597
过去3月平均交易(港币百万)	17.7
52周高/低(港币)	11.53/6.63
发行股数(百万)	1,093
主要股东	赛富基金(10.9%)

来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	3.2%	-0.4%
3月	13.2%	4.2%
6月	5.4%	-6.2%

来源: 彭博

### 过去一年股价



### 财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(港币百万元)	69,090	67,940	68,860	71,087
净利润(港币百万元)	280	776	885	958
每股收益(港币)	0.26	0.73	0.83	0.90
每股收益变动(%)	-79.5	177.4	13.8	8.2
市盈率(x)	30.0	10.8	9.5	8.8
市帐率(x)	1.1	1.0	1.0	1.0
股息率(%)	2.3	2.8	3.2	3.4
权益收益率(%)	3.6	9.6	10.5	10.9
净财务杠杆率(%)	27.7	28.0	27.5	27.7

来源: 公司及招银国际研究部

**利潤表**

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>69,090</b>	<b>67,940</b>	<b>68,860</b>	<b>71,087</b>
分銷	35,466	36,396	37,052	38,052
系統	22,636	20,261	18,518	17,389
服務	9,565	9,248	10,395	11,871
供應鏈	1,422	2,034	2,895	3,775
<b>銷售成本</b>	<b>(64,453)</b>	<b>(63,417)</b>	<b>(64,177)</b>	<b>(66,217)</b>
<b>毛利</b>	<b>4,637</b>	<b>4,523</b>	<b>4,682</b>	<b>4,869</b>
銷售、一般及管理費用	(5,507)	(3,743)	(3,822)	(3,981)
其他營運收入	1,044	603	663	729
<b>息稅前收益</b>	<b>174</b>	<b>1,382</b>	<b>1,524</b>	<b>1,618</b>
<b>息稅及折舊攤銷前收益</b>	<b>400</b>	<b>1,631</b>	<b>1,797</b>	<b>1,918</b>
融資成本	(249)	(275)	(261)	(248)
其他非營運收入/費用	74	60	66	73
<b>稅前利潤</b>	<b>(1)</b>	<b>1,168</b>	<b>1,329</b>	<b>1,443</b>
所得稅	(274)	(206)	(239)	(260)
非控制股東權益	555	(186)	(205)	(226)
<b>淨利潤</b>	<b>280</b>	<b>776</b>	<b>885</b>	<b>958</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

**資產負債表**

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流動資產</b>	<b>4,649</b>	<b>4,966</b>	<b>5,319</b>	<b>5,700</b>
物業、厂房及設備	1,505	1,656	1,822	2,004
遞延稅項資產	195	214	247	284
其他	2,948	3,096	3,250	3,413
<b>流動資產</b>	<b>25,451</b>	<b>26,160</b>	<b>27,083</b>	<b>28,326</b>
現金及現金等价物	3,894	3,691	3,584	3,433
存貨	5,636	6,030	6,271	6,585
應收貿易款項	11,495	11,610	11,958	12,556
其他	4,427	4,829	5,269	5,752
<b>流動負債</b>	<b>18,695</b>	<b>19,009</b>	<b>19,595</b>	<b>20,474</b>
借債	3,719	3,533	3,357	3,189
應付貿易賬款	11,093	11,204	11,540	12,117
其他	3,883	4,272	4,699	5,169
<b>非流動負債</b>	<b>2,358</b>	<b>2,478</b>	<b>2,605</b>	<b>2,737</b>
借債	2,315	2,431	2,552	2,680
其他	43	48	52	58
少數股東權益	1,321	1,519	1,746	2,008
<b>淨資產總值</b>	<b>7,726</b>	<b>8,120</b>	<b>8,455</b>	<b>8,806</b>
<b>股東權益</b>	<b>7,726</b>	<b>8,120</b>	<b>8,455</b>	<b>8,806</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

### 现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>1,382</b>	<b>1,524</b>	<b>1,618</b>
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)	(275)	(261)	(248)
税款支出	(274)	(206)	(239)	(260)
其他	3,068	(681)	(709)	(751)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>534</b>	<b>71</b>	<b>335</b>	<b>325</b>
资本支出	(587)	(616)	(647)	(680)
其他	(286)	(257)	(270)	(284)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(873)</b>	<b>(874)</b>	<b>(917)</b>	<b>(963)</b>
股本的变化	0	0	0	0
银行贷款变动	518	(70)	(55)	(40)
股息	(195)	(233)	(265)	(287)
其他	(411)	903	797	814
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(88)</b>	<b>600</b>	<b>476</b>	<b>487</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(427)</b>	<b>(204)</b>	<b>(106)</b>	<b>(151)</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>3,894</b>	<b>3,691</b>	<b>3,584</b>	<b>3,433</b>

来源：公司资料，招银国际预测

### 主要比率

12月31日	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>				
分销	51.3	53.6	53.8	53.5
系统	32.8	29.8	26.9	24.5
服务	13.8	13.6	15.1	16.7
供应链	2.1	3.0	4.2	5.3
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

### 盈利能力比率 (%)

毛利率	6.7	6.7	6.8	6.9
息税及折旧摊销前收益率	0.6	2.4	2.6	2.7
营业利润率	0.3	2.0	2.2	2.3
净利润率	0.4	1.1	1.3	1.3
有效税率	NA	17.6	18.0	18.0

### 增长 (%)

收入增长	NA	(1.7)	1.4	3.2
毛利增长	NA	(2.5)	3.5	4.0
息税前收益增长	NA	694.4	10.2	6.2
净利润增长	NA	176.7	14.0	8.2

### 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	63	64
存货周转天数	32	35	36	36
应付帐款周转天数	63	64	66	67
现金周期	30	33	33	34
净负债 / 权益比率 (%)	28	28	27	28

### 回报率 (%)

资本回报率	3.6	9.6	10.5	10.9
资产回报率	0.9	2.5	2.7	2.8

### 每股数据 (港币)

每股利润	0.26	0.73	0.83	0.90
每股账面值	7.22	7.59	7.90	8.23
每股股息	0.18	0.22	0.25	0.27

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。