

神州数码 (861 HK, HK\$12.9, 目标价: HK\$17.3, 买入) - 系统和 IT 服务业务增长强劲, 分销业务动能预计在 12 年第四季恢复

- ❖ **2013 财年第一季度收入增长稳健, 但毛利率微跌。**受系统和 IT 服务的强劲需求带动, 神州数码 2013 财年第一季度 (三月年结) 的营收为港币 177.8 亿元, 比去年同期成长 10.8%。毛利率同比小幅下降 9 点至 7.54%, 主因是分销业务受 PC 市场需求疲弱的影响。纯利达港币 4.01 亿元, 同比增长 12.2%。
- ❖ **Windows 8 的推出将重燃对 PC 产品的需求。**因中国 PC 市场的需求疲弱, 神州数码的分销业务收入一季度同比持平, 毛利率则同比下降 0.42 个百分点。PC 产品的需求放缓是由于: 1) 整体经济增长放慢, 2) 平板计算机的兴起压抑了 PC 市场的需求, 3) Windows 8 将于 10 月推出, 目前消费者持观望态度。为了在 Windows 8 推出之前减少存货, 神州数码正为 PC 产品清库存, 13 财年第一季度的库存环比下降。我们相信 PC 分销商将于今年第三季走出谷底, Windows 8 的亮相将点燃新一轮对 PC 产品的需求。我们相信 PC 分销商将在今年第四季大幅补货, 并预期届时神州数码分销业务的收入及毛利率将反弹。
- ❖ **IT 服务和智慧城市的前景仍然亮丽。**IT 服务和系统部门的收入录得稳健增长, 年增分别达 18.6% 和 27.7%。系统部门是中国 IT 支出上升的受益者, 公司的数据中心和云计算服务的需求仍处上升轨。IT 服务业务的增长点仍落在中小型银行系统以及数字城市解决方案上面。数字城市将解决地方政府对信息化的需求, 金融 IT 服务业务则聚焦中小型银行核心系统的安装和维护需求。我们认为神州数码将继续专注于向 IT 服务和系统业务转型, 以提升整体毛利率。
- ❖ **我们相信 PC 产品的需求放缓对神州数码的股价压力将持续到 2012 年第三季。**我们预计 Windows 8 在 10 月份推出后将令 PC 市场的景气显著复苏并为出货带来增长。神州数码的 IT 服务和智慧城市的前景仍然亮丽。我们相信目前市场对 PC 行业不景气的忧虑是为长线投资者提供了机会。我们微降未来毛利率预测, 并小幅下调 13 和 14 财年的盈利预测达 4.0% 及 2.3%, 分别至港币 14.4 亿和 17.3 亿。我们维持以 13 倍 13 财年每股盈利为神州数码估值。我们将目标价由港币 18.0 调低至港币 17.3, 有 34.1% 的上升潜力。我们维持买入评级。

神州数码 (861 HK)

评级	买入
收市价	HK\$12.9
目标价	HK\$17.3
市值 (港币百万)	14,098
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.0
52 周高/低 (港币)	16.62/8.07
发行股数 (百万)	1,093
主要股东	郭为(14.1%)

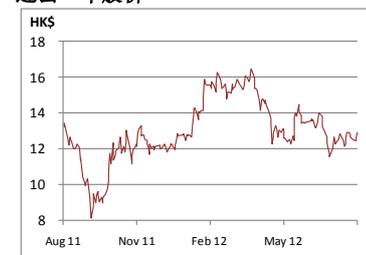
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	6.6%	7.9%
3 月	2.2%	-3.0%
6 月	-15.9%	-8.0%

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	79,554	90,746	103,878
净利润 (港币百万元)	1,005	1,245	1,436	1,729	2,105
每股收益 (港币)	0.96	1.16	1.33	1.60	1.95
每股收益变动 (%)	15.7	21.0	14.4	20.4	21.8
市盈率 (x)	13.4	11.1	9.7	8.1	6.6
市帐率 (x)	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	2.5	3.1	3.6	4.3	5.3
权益收益率 (%)	16.7	18.2	18.4	19.2	20.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

利潤表

3月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	56,804	70,319	79,554	90,746	103,878
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)
毛利	3,912	5,306	6,013	7,053	8,291
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
息税前收益	1,462	1,945	2,222	2,642	3,171
息税及折旧摊销前收益	1,573	2,131	2,471	3,002	3,614
融资成本	(229)	(335)	(389)	(440)	(497)
其他非营运收入/费用	32	43	48	53	60
税前利润	1,265	1,653	1,881	2,256	2,734
所得税	(209)	(314)	(339)	(406)	(492)
非控制股东权益	(51)	(94)	(106)	(121)	(137)
净利润	1,005	1,245	1,436	1,729	2,105

来源：公司资料，招銀國際预测

主要比率

3月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
分销	47.4	53.3	50.3	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
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

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

增长 (%)

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

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	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)

回报率 (%)

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

每股数据 (港币)

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	1,436	1,729	2,105
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	544	951	997
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)	(432)	(503)	(605)	(737)
其他	(429)	(120)	108	193	290
融资活动所得现金净额	609	1,531	136	(203)	(275)
现金增加净额	202	1,205	272	189	415
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

农业银行 (1288 HK, HK\$2.89, 目标价: HK\$3.81, 买入) - 中期业绩扎实

- ❖ **盈利增速领先五大行。**农行 2012 年上半年净利润增长 20.8%至 805 亿元(人民币·下同), 增速高于工行(12.5%)、建行(14.5%)、中行(7.6%)和交行(17.8%)。利润增长的主要驱动因素是: 1) 生息资产规模的扩张和 2) 拨备支出的同比减少。截止 6 月底, 贷款总额和存款总额分别较年初增长了 8%和 10.2%, 增速与同业平均水平类似。活期存款占比下降至 53.4%, 表明降息周期下存款定期化趋势已经开始。
- ❖ **息差收窄, 中间业务收入增速放缓。**一季度息差达到高位后, 由于贷款收益率下降、存款成本上升及六月份的非对称降息因素影响, 二季度息差收窄 15 个基点至 2.85%, 与去年全年净息差水平相同。上半年银监会加强对收费业务的监管, 同时受宏观经济形势和资本市场影响, 中间业务收入增速放缓至 4.8%。其中与贷款相关的顾问手续费和承诺手续费大幅下降, 而银行卡手续费、结算手续费和代理手续费增长显著。
- ❖ **资产质量继续改善。**截止 6 月底不良贷款总额较年初下降 3.3%至 845 亿元, 不良率由年初的 1.55%下降 16 个基点至 1.39%, 是上市公司中少数仍能实现“双降”的银行。上半年农行共核销不良贷款约 20 亿元。另外值得注意的是, 关注类贷款总额同时下降了 2.1%, 表明公司的资产质量仍略有改善。逾期贷款较年初增长 15.7%, 且新增逾期贷款中预期 3 个月以内的占比达到 71%。拨备覆盖率上升 33 个百分点至 296%。我们认为, 今年不良率仍有下降空间, 目前拨备充分, 资产质量大幅恶化风险相对较小。
- ❖ **至今年 6 月底的核心资本充足率和资本充足率分别为 9.65%和 12.02%, 分别较年初提高 15 个基点和 8 个基点, 显示了较好的资本内生能力, 也淡化了融资需求。由于利率市场化推进进程较我们预期为快, 且降息周期已经启动, 我们对明年两年息差及财务模型进行调整。我们略下调 2012/2013 年净利润 2.4%/6.4%, 仍维持“买入”评级, 目标价由 4.37 港元下调至 3.81 港元, 对应 2012 年 7 倍 PE 和 1.3 倍 PB。**

农业银行 - H (1288 HK)

评级	买入
收市价	HK\$2.89
目标价	HK\$3.81
市值 (港币百万)	983,309
过去 3 月平均交易 (港币百万)	339
52 周高/低 (港币)	3.98/2.26
发行股数 (百万股)	324,794
主要股东	中央汇金 (40.0%)

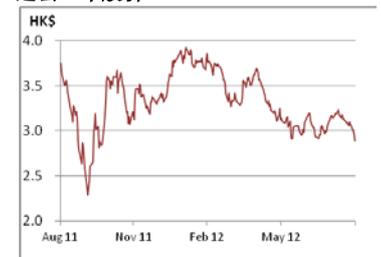
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-8.5%	-7.4%
3 月	-7.1%	-11.8%
6 月	-23.1%	-15.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	292,253	379,756	410,166	450,407	506,080
净利润 (人民币百万元)	94,873	121,927	142,422	159,883	187,382
每股收益 (人民币)	0.29	0.38	0.44	0.49	0.58
每股收益变动 (%)	46.0	28.5	16.8	12.3	17.2
市盈率(x)	8.4	6.2	5.3	4.7	4.0
市帐率(x)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	2.2	5.6	6.6	7.5	8.7
权益收益率 (%)	21.4	20.5	20.3	19.7	20.1

来源: 公司及招銀国际研究部

损益表

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)
净利息收入	242,152	307,199	327,550	355,006	396,335
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
经营收入	292,253	379,756	410,166	450,407	506,080
经营费用	(128,107)	(157,330)	(173,774)	(189,606)	(210,348)
拨备前利润	164,146	222,426	236,392	260,801	295,732
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)
净利润	94,873	121,927	142,422	159,883	187,382

来源：公司，招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（人民币百万元）	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
总资产	10,337,406	11,677,577	12,835,220	14,575,550	16,512,187
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
总负债	9,795,170	11,027,789	12,081,706	13,709,001	15,511,216
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
所有者权益	542,071	649,601	753,349	866,384	1,000,807

来源：公司，招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股数据					
每股收益 (人民币)	0.292	0.375	0.438	0.492	0.577
每股股息 (人民币)	0.063	0.162	0.192	0.215	0.252
总资本回报率	0.92%	1.04%	1.11%	1.10%	1.13%
平均资本回报率	0.99%	1.11%	1.16%	1.17%	2.27%
总权益回报率	17.50%	18.77%	18.91%	18.45%	18.72%
平均权益回报率	21.44%	20.46%	20.30%	19.74%	20.07%
净息差	2.57%	2.85%	2.73%	2.61%	2.57%
手续费佣金净收入比重	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%
调整成本收入比	43.8%	41.4%	42.4%	42.1%	41.6%
核心资本充足率	9.75%	9.50%	9.55%	9.79%	9.95%
总资本充足率	11.59%	11.94%	12.37%	12.49%	12.52%
权益资产比率	5.24%	5.56%	5.87%	5.94%	6.06%
杠杆率	19.1	18.0	17.0	16.8	16.5
不良资产率	2.03%	1.55%	1.46%	1.38%	1.35%
拨备覆盖率	168.1%	263.1%	310.3%	335.2%	344.1%
拨贷比	3.40%	4.08%	4.54%	4.64%	4.66%
存贷比	55.8%	58.5%	59.9%	59.7%	59.4%
成长性指标					
贷款增速	19.8%	13.6%	13.5%	14.0%	14.0%
存款增速	18.5%	8.3%	10.9%	14.4%	14.4%
手续费增速	29.4%	49.0%	11.3%	16.1%	15.8%
经营费用增苏	16.9%	22.8%	10.5%	9.1%	10.9%
拨备前利润增速	43.9%	35.5%	6.3%	10.3%	13.4%
净利润增速	46.0%	28.5%	16.8%	12.3%	17.2%

来源：公司，招銀国际研究部

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上责任。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，请与我们联系。

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商投资者

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。