

睿智投資

神州數碼 (861 HK, HK\$13.3, 目標價HK\$18.0, 買入) - 從IT分銷商步向IT服務提供商

- ❖ **神州數碼將專注於IT服務業務。**神州數碼正積極從分銷導向模式轉向以客戶及服務為導向的經營模式。由於IT服務業務利潤更高，我們相信這一舉措不僅將提高產品的多樣性，也將支撐毛利率成長。中國IT服務市場增長強勁，但高度分散。神州數碼為中國領先的IT服務公司，公司目標是提高其IT服務部門的市場份額。我們預計IT服務對銷售的貢獻將不斷增加，其中智慧城市方案更是IT服務業務發展的關鍵。
- ❖ **受惠於四至六級城市之強勁PC需求。**神州數碼是中國最大的IT分銷商，旗下經銷商超過13,000家遍佈全國。2010年神州數碼佔中國十大IT分銷商市場份額的33%。公司的優勢在於1)與中國政府和大型企業皆保持良好關係；2)在四至六級城市廣泛布點；3)產品覆蓋面廣，包括智慧手機和平板電腦。四至六級城市的電腦滲透率仍低，競爭遠不如大城市般激烈。神州數碼利用當地加盟商及自身的分銷網絡迅速滲透四至六級城市和農村地區的電腦市場，國外IT廠商缺乏鄉鎮分銷網絡，相對較難攻佔四至六級城市市場。
- ❖ **中國的IT支出保持穩定增長。**十二五計劃提出進一步深化資訊化和城市化的要求，推動了農村和城市地區對IT系統應用，包括雲計算和數據中心產品的需求。神州數碼的系統業務與企業IT支出高度相關，系統業務將成為IT開支增長的主要受益者。神州數碼和政府部門關係良好，也將受益於政府的相關IT支出增長。
- ❖ **神州數碼的2013財年(2013年三月結束)市盈率為9.6倍，與全球IT分銷商相比較低。**聯強(2347 TT)的2012年市盈率為14.6倍，神州數碼的產品組合改善將帶動毛利率及淨利率提升，公司也將提升四至六級城市滲透率，因此我們預計神州數碼與聯強的估值差距將縮小。全球主要IT服務商的2012年市盈率為13.6倍。我們的目標價定為18.0港元，相當於2013財年每股盈利預期的13倍，隱含35.3%的上升空間。我們首次評級為買入。

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	79,554	90,746	103,878
淨利潤(港幣百萬元)	1,005	1,245	1,495	1,769	2,129
每股收益(港幣)	0.96	1.16	1.39	1.64	1.97
每股收益變動(%)	15.7	21.0	19.1	18.3	20.4
市盈率(x)	13.8	11.4	9.6	8.1	6.7
市帳率(x)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
股息率(%)	2.4	3.0	3.6	4.3	5.2
權益收益率(%)	16.7	18.2	19.1	19.6	20.4
淨財務槓杆率(%)	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

神州數碼(861 HK)

評級	買入
收市價	13.3 港元
目標價	18.0 港元
市值(港幣百萬)	14,535
過去3月平均交易(港幣百萬)	43.3
52週高/低(港幣)	16.62/8.07
發行股數(百萬股)	1,092.7
主要股東	郭為先生(14.1%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	4.4%	1.9%
3月	-17.4%	-13.5%
6月	8.5%	7.0%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

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)	(73,469)	(83,644)	(95,558)
毛利	3,912	5,306	6,084	7,102	8,320
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	2,293	2,691	3,200
息税及折旧摊销前收益	1,573	2,131	2,542	3,051	3,643
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	1,952	2,304	2,763
所得税	(209)	(314)	(351)	(415)	(497)
非控制股东权益	(51)	(94)	(106)	(121)	(137)
净利润	1,005	1,245	1,495	1,769	2,129

来源：公司资料，招銀國際則預測

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	3.2	3.4	3.5
营业利润率	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1
净利润率	1.8	1.8	1.9	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	14.7	16.7	17.1
息税前收益增长	25.6	33.1	17.9	17.3	18.9
净利润增长	22.0	23.8	20.1	18.3	20.4
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	19.1	19.6	20.4
资产回报率	5.0	4.6	4.9	5.1	5.4
每股数据 (港币)					
每股利润	0.96	1.16	1.39	1.64	1.97
每股账面值	5.59	6.32	7.23	8.36	9.66
每股股息	0.32	0.40	0.48	0.57	0.69

来源：公司资料，招銀國際則預測

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，招銀國際則預測

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	1,495	1,769	2,129
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	602	991	1,020
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)	(523)	(619)	(745)
其他	(429)	(120)	108	193	290
融资活动所得现金净额	609	1,531	115	(217)	(284)
现金增加净额	202	1,205	310	215	430
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，招銀國際則預測

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。接收本報告之行為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。