

神州数码 (861 HK, HK\$9.11, 目标价: HK\$9.28, 持有) - 分销和系统业务均面临强大压力

- ❖ **14 财年第二季度业绩令人失望。**神州数码公布 14 财年第二季（三月年结）的营收为港币 176 亿元，同比下降 10.2%，倒退因为传统 PC 产品的需求疲弱。因系统业务的竞争压力巨大，毛利率同比下降 0.69 百分点至 5.57%。通过严格控制成本，14 财年第二季的销售及行政费用率同比下降 0.10 百分点至 5.02%。14 财年第二季纯利达港币 2.72 亿元，同比下降 20.1%。净利率为 1.54%，同比下降 0.19 百分点。
- ❖ **消费模式变化打击分销业务。**14 财年第二季度分销业务部门营收按年下跌 12.4% 至港币 94 亿元，毛利率同比下降 0.53 百分点至 1.71%。消费者喜好从传统笔记本电脑/台式机转向平板电脑是分销业务销售下降的主因。而购物渠道快速从实体店转往电商也加重了对分销业务的打击。不过 IDC 报告 13 历年三季度全球 PC 出货量同比下降 7.6%，跌幅比二季度暴跌 11.4% 已有所改善，我们预计整体 PC 市场需求下降趋势将减慢，这也预期会缓和神州数码分销业务的下降趋势。此外，神州数码正扩大移动终端分销的比例，也正和淘宝合作发展电子商务渠道。这都将舒缓 PC 需求下降影响。
- ❖ **系统业务离复苏仍远。**由于国企对 IT 支出的审批非常审慎，14 财年第二季度系统业务部门营收同比下降 12.3% 至港币 59 亿元。更为重要的是，国有企业对 IT 设备商的选择发生了结构性的变化，正从采购外国品牌转到国产品牌。因此第二季度，公司的华为系统产品的销售同比增长 33%，而 IBM 和思科产品的销售则分别下降了 20% 和 22%。鉴于系统业务的产品组合仍然向海外品牌倾斜，我们预期系统业务的复苏将不会在未来 1-2 个季度出现。
- ❖ **因 PC 需求的下跌和企业 IT 支出的结构性变化，神州数码业务正面临强大的压力。**我们预计分销和系统业务结构都将经历长时间的调整。我们下调了 14 和 15 财年的盈利预测分别达 11.5% 和 15.3% 至港币 9.4 亿元及 11.0 亿元。我们以 9 倍 15 财年市盈率为公司估值，并将目标价由港币 8.92 元调高至港币 9.28 元，股价有 1.8% 的上升潜力。我们维持「持有」评级。

神州数码 (861 HK)

评级	持有
收市价	HK\$9.11
目标价	HK\$9.28
市值 (港币百万)	9,964
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.9
52 周高/低 (港币)	14.32/7.92
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	-16.0%	-16.9%
3 月	12.7%	4.5%
6 月	-18.5%	-21.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	70,319	73,499	67,129	69,636	73,055
净利润 (港币百万元)	1,245	1,367	937	1,101	1,316
每股收益 (港币)	1.16	1.28	0.88	1.03	1.23
每股收益变动 (%)	21.0	10.1	-31.5	17.6	19.5
市盈率 (x)	7.8	7.1	10.4	8.8	7.4
市帐率 (x)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
股息率 (%)	4.4	4.3	2.9	3.4	4.1
权益收益率 (%)	18.2	17.5	11.4	12.8	14.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	16.9	19.8	20.8	22.6

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

3月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	70,319	73,499	67,129	69,636	73,055
分销	38,032	37,657	34,156	35,180	36,939
系统	23,248	25,618	22,493	22,718	23,399
服务	7,892	9,013	9,068	10,157	10,969
供应链	1,147	1,211	1,412	1,581	1,748
销售成本	(65,013)	(68,128)	(62,557)	(64,824)	(67,868)
毛利	5,306	5,371	4,571	4,812	5,187
销售、一般及管理费用	(4,116)	(4,079)	(3,813)	(3,900)	(4,055)
其他营运收入	755	823	864	950	1,036
息税前收益	1,945	2,114	1,622	1,862	2,168
息税及折旧摊销前收益	2,131	2,341	1,884	2,150	2,484
融资成本	(335)	(293)	(301)	(316)	(331)
其他非营运收入/费用	43	30	34	37	41
税前利润	1,653	1,851	1,355	1,584	1,877
所得税	(314)	(332)	(244)	(285)	(338)
非控制股东权益	(94)	(152)	(175)	(197)	(223)
净利润	1,245	1,367	937	1,101	1,316

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	3,006	3,964	4,436	4,754	5,097
物业、厂房及设备	1,236	1,515	1,742	1,917	2,108
递延税项资产	32	79	86	99	114
其他	1,737	2,371	2,608	2,738	2,875
流动资产	23,816	24,444	25,825	27,146	28,563
现金及现金等价物	4,254	4,190	3,824	3,635	3,333
存货	5,154	5,794	6,199	6,447	6,770
应收贸易款项	10,787	10,325	11,047	11,600	12,180
其他	3,620	4,136	4,754	5,464	6,281
流动负债	17,570	17,024	18,536	19,819	21,222
借债	2,324	2,803	2,943	3,061	3,183
应付贸易账款	12,315	10,873	11,743	12,331	12,947
其他	2,930	3,348	3,850	4,428	5,092
非流动负债	1,729	2,712	2,512	2,365	2,179
借债	1,692	2,712	2,512	2,365	2,179
其他	37	0	0	0	0
少数股东权益	702	845	971	1,117	1,285
净资产总值	6,821	7,826	8,241	8,599	8,975
股东权益	6,821	7,826	8,241	8,599	8,975

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	1,945	2,114	1,622	1,862	2,168
折旧和摊销	185	227	261	287	316
营运资金变动	241	(1,619)	(258)	(213)	(286)
利息支出	(335)	(293)	(301)	(316)	(331)
税款支出	(314)	(332)	(252)	(298)	(353)
其他	(620)	372	(409)	(425)	(451)
经营活动所得现金净额	1,102	469	664	898	1,064
资本支出	(539)	(957)	(1,053)	(864)	(876)
其他	(525)	(536)	(241)	(267)	(294)
投资活动所得现金净额	(1,064)	(1,493)	(1,294)	(1,131)	(1,170)
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	2,082	1,500	(60)	(29)	(64)
股息	(425)	(415)	(281)	(330)	(395)
其他	(491)	(126)	520	265	115
融资活动所得现金净额	1,166	959	179	(95)	(344)

现金增加净额	1,205	(64)	(451)	(328)	(450)
年初现金及现金等价物	3,049	4,254	4,190	3,824	3,635
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	4,254	4,190	3,824	3,635	3,333

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

3月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
分销	54.1	51.2	50.9	50.5	50.6
系统	33.1	34.9	33.5	32.6	32.0
服务	11.2	12.3	13.5	14.6	15.0
供应链	1.6	1.6	2.1	2.3	2.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	7.5	7.3	6.8	6.9	7.1
息税及折旧摊销前收益率	3.0	3.2	2.8	3.1	3.4
营业利润率	2.8	2.9	2.4	2.7	3.0
净利润率	1.8	1.9	1.4	1.6	1.8
有效税率	19.0	17.9	18.0	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	23.8	4.5	(8.7)	3.7	4.9
毛利增长	35.6	1.2	(14.9)	5.3	7.8
息税前收益增长	33.1	8.7	(23.3)	14.8	16.4
净利润增长	23.8	9.8	(31.5)	17.6	19.5

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
速动比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	56	51	60	61	61
存货周转天数	29	31	36	36	36
应付账款周转天数	69	58	69	69	70
现金周期	16	24	28	28	28
净负债 / 权益比率 (%)	净现金	17	20	21	23

回报率 (%)

资本回报率	18.2	17.5	11.4	12.8	14.7
资产回报率	4.6	4.8	3.1	3.5	3.9

每股数据 (港币)

每股利润	1.16	1.28	0.88	1.03	1.23
每股账面值	6.37	7.33	7.71	8.05	8.40
每股股息	0.40	0.39	0.26	0.31	0.37

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风险。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 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。