

金蝶国际 (268 HK, HK\$3.39, TP HK\$4.94, 买入) - 庞大的销售及分销成本抵消了强劲的营业增长

- ❖ **成本控制的风险。**虽然公司在 2011 上半年的营业额增长 58% 至 8.44 亿元(人民币·下同)，但毛利率却由 2010 上半年的 79% 下降至今年上半年的 76.6%。净利率也从 2010 上半年的 17% 下降至今年上半年的 15%。公司的盈利能力在降低主要是由于 IT 解决方案服务的投入以及营销开支和促销项目的费用增加。上半年净利润上升 43% 至 1.27 亿元。
- ❖ **转型到 IT 解决方案服务。**公司投入更多资源以发展 IT 解决方案服务，由于解决方案服务需要较多软件工程师和技术员的投入，故此毛利率低于软件销售。在此环境下，公司在上半年的毛利率下降。虽然长远来说，这有助于公司获得更多市场占有率，但却牺牲了短期的盈利能力。我们下调了对 2011 财年毛利率的预测，从 76.1% 降到 74.7%，而 2012 财年的毛利率预测则从 75.9% 下调到 74.3%。
- ❖ **增加营销支出。**公司上半年销售及市场推广的开支约为 5.14 亿元，同比增长 62.5%。销售及市场推广开支占 2011 上半年 60.9% 的营业额，比 2010 上半年的 59.3% 为多。这是由于公司在上年度第 2 至第 3 季中，大量增聘 4,000 名营业员，同时第 3 季增加了 46 个新的分支。这令 2011 上半年的销售及分销成本激增。由于新增的市场营销和推广人员虽要时间适应，工作效率仍有提升空间。我们相信，在下半年的净利润会比上半年有所提升。我们降低了 2011 财年净利润的预测，从 18.6% 略降至 17.9%。
- ❖ **虽然销售及分销成本会不断上升，但营业额的强劲增长可抵消其损害。**我们调整了在 2011-13 财年的净利润预测 6%/15%/-5% 至 3.63 亿元、5.26 亿元及 5.84 亿元。考虑与公司的在企业资源计划系统市场上的领先地位和长期受惠于中小企业市场的整合，我们维持金蝶的「买入」建议，但调低了原先的目标价，由 6.24 港元下调 4.94 港元，相当于 21.1 倍 2012 财年的市盈率。

金蝶国际 (268 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.39
目标价	HK\$4.94
市值(港币百万)	8,520
过去 3 月平均交易(港币百万)	27.4
52 周高/低(港币)	5.3/2.36
发行股数(百万股)	2,513
主要股东	徐少春 (30.6%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-23.6%	-17.9%
3 月	-27.7%	-17.5%
6 月	-11.8%	0.7%

来源: 彭博

过去股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万)	997	1,437	2,030	2,809	3,378
净利润(人民币百万)	212	271	363	526	584
每股收益(人民币)	0.089	0.109	0.140	0.195	0.207
每股收益变动(%)	10.5	22.6	28.5	39.0	6.5
市盈率(x)	45.3	36.6	20.5	14.8	13.9
市帐率(x)	7.7	6.1	3.2	2.6	2.1
股息率(%)	0.4	0.6	1.0	1.4	1.4
权益收益率(%)	19.8	19.5	22.2	26.7	24.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

神州数码 (861 HK, HK\$12.56, 未评级) - 1Q12 业绩增长稳健, 智能城市项目开始贡献盈利

- ❖ **1Q12 业绩增长稳健, 毛利率成长可喜。**神州数码 2012 年第一季度 (三月年结) 的营收为港币 160.4 亿元, 比去年同期成长 23.3%。毛利率同比大幅改善 126 点子至 7.63%, 主因是 IT 服务部门的毛利率显著改善。纯利达港币 3.57 亿元, 同比增长 23.0%。每股盈利为 33.1 港仙, 因发行台湾存托凭证 (TDR) 的稀释效应, 每股盈利同比仅成长 16.3%。
- ❖ **转型至高利润的 IT 服务领域。**除了供应链部门的毛利率略微下降 17 点子之外, 所有四个部门的营收和毛利率都在扩张。以毛利率扩张和息税前盈利 (EBIT) 的成长计算, IT 服务的增速比其他部门都要快。IT 服务部门的毛利率更同比大幅上升 420 点子, 这要归功于智能城市项目的贡献不断提高。相比之下, 分销业务的成长则因笔记本的需求下降而滞后。我们相信神州数码正从传统的 IT 分销商向更高利润的 IT 服务商转型。
- ❖ **聚焦智慧城市。**我们注意到神州数码的发展方向已经围绕着智慧城市来部署。目前的智能城市方案包括融合交通工具支付功能和市民信息的市民卡。我们认为智能城市项目拥有高度可扩展性, 潜在的应用包括医疗保健, 交通和政府应用如税收、安全和环境保护。我们认为智能城市项目将成为主要的增长动力, 以及可改善神州数码过度依赖企业 IT 支出的风险。
- ❖ **虽然全球经济基本面最近呈现疲软, 但我们不认为中国企业和政府的 IT 开支将在今年下半年下降。**因为企业和政府支出的预算案都早于年初已被通过。我们预计未来两个季度成长动能将持续, IT 支出通常在年底才达到高峰。我们也赞同神州数码的发展方向, 由一个在过度竞争市场里的分销商, 转型成高附加值的方案提供商。我们预测 2012 财年盈利为港币 12.84 亿元, 现价交易在 2012 财年盈利预测的 10.6 倍, 股值并不高。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (港币百万元)	50,178	56,804	69,181	78,175	88,283
净利润 (港币百万元)	824	1,005	1,284	1,504	1,706
每股收益 (港币)	0.83	0.96	1.18	1.39	1.57
每股收益变动 (%)	24.8	15.7	23.2	17.0	13.4
市盈率 (x)	15.2	13.1	10.6	9.1	8.0
市帐率 (x)	3.3	2.7	2.1	1.8	1.5
股息率 (%)	1.8	2.3	2.8	3.7	4.2
权益收益率 (%)	22.2	20.3	18.6	19.5	19.1
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

神州数码 (861 HK)

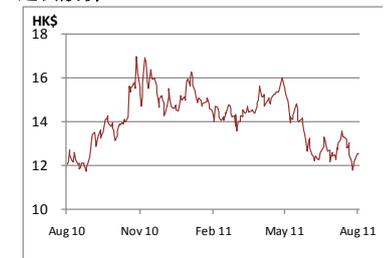
评级	未评级
收市价	HK\$12.56
目标价	N/A
市值 (港币百万)	13,713
过去 3 月平均交易 (港币百万)	43
52 周高/低 (港币)	17.06/11.10
发行股数 (百万股)	1,091
主要股东	Kosalaki Investments (13.7%)
来源: HKE, 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.6%	8.2%
3 月	-16.8%	-5.0%
6 月	-10.8%	1.8%

来源: 彭博

过去股价



来源: 彭博

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

本报告期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作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。