

神州數碼 (861 HK, HK\$10.26, 目標價: HK\$11.6, 持有) - 系統和 IT 服務業務前景轉弱

❖ **13 財年第四季營收增長倒退。**神州數碼公佈 13 財年第四季（三月年結）的營收為港幣 168 億元，同比下降 2.6%，倒退因為個人電腦產品的需求放緩。毛利率同比微降 0.14 百分點至 7.48%。因嚴格控制成本，13 財年第四季的銷售及管理費用率達 6.40%，同比下降 0.07 百分點。13 財年第四季純利達港幣 1.96 億元，同比增長 1.3%。13 財年全年純利錄得港幣 13.7 億元，同比增長 9.8%。全年股息每股達港幣 0.39 元，派息比率達 30%。派息比率低於 12 財年的 34%。

❖ **分銷業務前景仍然暗淡。**中國個人電腦市場的需求持續低迷，神州數碼 13 財年第四季的分銷業務錄得營收同比持平及毛利率同比下滑達 1.32 百分點。IDC 於 5 月 28 日下調了 2013 年全球個人電腦出貨量的增長預測由 -1.3% 至 -7.8%。該預測已反映了 13 年第一季全球個人電腦出貨量同比下降 14% 的慘淡市況。全球個人電腦市場受平板電腦和智能手機產品的嚴重衝擊，我們預期神州數碼的分銷業務前景仍然暗淡。

❖ **系統和 IT 服務分部表現令人非常失望。**13 財年第四季度系統和 IT 服務分部的經營業績令人非常失望。神州數碼的系統和 IT 服務分部第四季度分別錄得營收同比下降 1.6% 及 16.5% 至港幣 50.0 億元和 22.6 億元。2012 年金融機構的 IT 支出強勁。唯我們認為 13 年初個人電腦市場整體低迷及中國宏觀經濟增長轉弱，皆預示 13 年企業投放在 IT 方面的開支也將減少。神州數碼將繼續專注於智慧城市解決方案，以加速從 IT 分銷商向 IT 解決方案供應商轉型。

❖ **管理層預測即將面對困難的一年，並承認公司的經營面對壓力。**我們樂見管理層意識到市場的疲軟並對業務擴張採取謹慎的態度。未來公司將專注於成本管理和優化資源利用。我們下調了 14 和 15 財年的盈利預測分別達 15.7% 和 15.8% 至港幣 13.8 億元及 16.2 億元。我們以 9 倍 14 財年市盈率為公司估值，並將目標價由港幣 16.8 元調低至港幣 11.6 元，股價有 13.1% 的上升潛力。我們將評級從“買入”降低至“持有”。

神州數碼 (861 HK)

評級	持有
收市價	HK\$10.26
目標價	HK\$11.6
市值 (港幣百萬)	11,219
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	33.5
52 周高/低 (港幣)	15.00/9.27
發行股數 (百萬)	1,093
主要股東	閻焱 (10.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.0%	1.8%
3 月	-4.6%	1.0%
6 月	-24.9%	-19.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬元)	70,319	73,499	73,612	77,802	83,329
淨利潤 (港幣百萬元)	1,245	1,367	1,377	1,616	1,877
每股收益 (港幣)	1.16	1.28	1.29	1.51	1.76
每股收益變動 (%)	21.0	10.1	0.7	17.4	16.1
市盈率(x)	8.8	8.0	8.0	6.8	5.8
市帳率(x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
股息率 (%)	3.9	3.8	3.8	4.4	5.1
權益收益率 (%)	18.2	17.5	16.7	18.8	20.9
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	16.9	19.8	20.8	22.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

3月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	70,319	73,499	73,612	77,802	83,329
分销	38,032	37,657	35,774	35,058	34,708
系统	23,248	25,618	27,335	30,998	35,492
服务	7,892	9,013	9,220	10,372	11,659
供应链	1,147	1,211	1,284	1,374	1,470
销售成本	(65,013)	(68,128)	(68,334)	(72,092)	(77,029)
毛利	5,306	5,371	5,278	5,711	6,300
销售、一般及管理费用	(4,116)	(4,079)	(3,997)	(4,186)	(4,500)
其他营运收入	755	823	864	950	1,036
息税前收益	1,945	2,114	2,145	2,475	2,836
息税及折旧摊销前收益	2,131	2,341	2,406	2,763	3,152
融资成本	(335)	(293)	(286)	(300)	(315)
其他非营运收入/费用	43	30	34	37	41
税前利润	1,653	1,851	1,892	2,212	2,561
所得税	(314)	(332)	(341)	(398)	(461)
非控制股东权益	(94)	(152)	(175)	(197)	(223)
净利润	1,245	1,367	1,377	1,616	1,877

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
净利润	1,245	1,367	1,377	1,616	1,877
折旧和摊销	185	227	261	287	316
递延税项变动	8	(46)	(8)	(13)	(15)
营运资金变动	241	(1,619)	(258)	(213)	(286)
其他	(942)	539	(593)	(617)	(654)
经营活动所得现金净额	737	469	779	1,061	1,238
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)	(413)	(485)	(563)
其他	(126)	(126)	623	396	257
融资活动所得现金净额	1,531	959	150	(118)	(370)
现金增加净额	1,205	(64)	(365)	(189)	(302)
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	48.6	45.1	41.7
系统	33.1	34.9	37.1	39.8	42.6
服务	11.2	12.3	12.5	13.3	14.0
供应链	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	7.5	7.3	7.2	7.3	7.6
息税及折旧摊销前收益率	3.0	3.2	3.3	3.6	3.8
营业利润率	2.8	2.9	2.9	3.2	3.4
净利润率	1.8	1.9	1.9	2.1	2.3
有效税率	19.0	17.9	18.0	18.0	18.0

增长 (%)

收入增长	23.8	4.5	0.2	5.7	7.1
毛利增长	35.6	1.2	(1.7)	8.2	10.3
息税前收益增长	33.1	8.7	1.4	15.4	14.6
净利润增长	23.8	9.8	0.7	17.4	16.1

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	55	54	53
存货周转天数	29	31	33	33	32
应付账款周转天数	69	58	63	62	61
现金周期	16	24	25	25	24
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	16.7	18.8	20.9
资产回报率	4.6	4.8	4.6	5.1	5.6

每股数据 (港币)

每股利润	1.16	1.28	1.29	1.51	1.76
每股账面值	6.37	7.33	7.72	8.05	8.40
每股股息	0.40	0.39	0.39	0.45	0.53

来源：公司资料，招银国际预测

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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。接收本報告之行爲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士。