

神州數碼 (861 HK, HK\$9.11, 目標價: HK\$9.28, 持有) - 分銷和系統業務均面臨強大壓力

- ❖ **14 財年第二季度業績令人失望。**神州數碼公佈 14 財年第二季（三月年結）的營收為港幣 176 億元，同比下降 10.2%，倒退因為傳統 PC 產品的需求疲弱。因系統業務的競爭壓力巨大，毛利率同比下降 0.69 百分點至 5.57%。通過嚴格控制成本，14 財年第二季的銷售及行政費用率同比下降 0.10 百分點至 5.02%。14 財年第二季純利達港幣 2.72 億元，同比下降 20.1%。淨利率為 1.54%，同比下降 0.19 百分點。
- ❖ **消費模式變化打擊分銷業務。**14 財年第二季度分銷業務部門營收按年下跌 12.4% 至港幣 94 億元，毛利率同比下降 0.53 百分點至 1.71%。消費者喜好從傳統筆記本電腦/臺式機轉向平板電腦是分銷業務銷售下降的主因。而購物渠道快速從實物店轉往電商也加重了對分銷業務的打擊。不過 IDC 報告 13 歷年三季度全球 PC 出貨量同比下降 7.6%，跌幅比二季度暴跌 11.4% 已有所改善，我們預計整體 PC 市場需求下降趨勢將減慢，這也預期會緩和神州數碼分銷業務的下降趨勢。此外，神州數碼正擴大移動終端分銷的比例，也正和淘寶合作發展電子商務渠道。這都將舒緩 PC 需求下降影響。
- ❖ **系統業務離復蘇仍遠。**由於國企對 IT 支出的審批非常審慎，14 財年第二季度系統業務部門營收同比下降 12.3% 至港幣 59 億元。更為重要的是，國有企業對 IT 設備商的選擇發生了結構性的變化，正從採購外國品牌轉到國產品牌。因此第二季度，公司的華為系統產品的銷售同比增長 33%，而 IBM 和思科產品的銷售則分別下降了 20% 和 22%。鑑於系統業務的產品組合仍然向海外品牌傾斜，我們預期系統業務的復蘇將不會在未來 1-2 個季度出現。
- ❖ **因 PC 需求的下跌和企業 IT 支出的結構性變化，神州數碼業務正面臨強大的壓力。**我們預計分銷和系統業務結構都將經歷長時間的調整。我們下調了 14 和 15 財年的盈利預測分別達 11.5% 和 15.3% 至港幣 9.4 億元及 11.0 億元。我們以 9 倍 15 財年市盈率為公司估值，並將目標價由港幣 8.92 元調高至港幣 9.28 元，股價有 1.8% 的上升潛力。我們維持「持有」評級。

神州數碼 (861 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.11
目標價	HK\$9.28
市值(港幣百萬)	9,964
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	35.9
52 周高/低(港幣)	14.32/7.92
發行股數(百萬)	1,093
主要股東	閻焱 (10.5%)

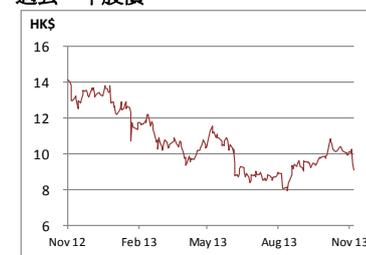
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-16.0%	-16.9%
3 月	12.7%	4.5%
6 月	-18.5%	-21.7%

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	67,129	69,636	73,055
淨利潤 (港幣百萬元)	1,245	1,367	937	1,101	1,316
每股收益 (港幣)	1.16	1.28	0.88	1.03	1.23
每股收益變動 (%)	21.0	10.1	-31.5	17.6	19.5
市盈率(x)	7.8	7.1	10.4	8.8	7.4
市帳率(x)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
股息率 (%)	4.4	4.3	2.9	3.4	4.1
權益收益率 (%)	18.2	17.5	11.4	12.8	14.7
淨財務杠杆率 (%)	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	67,129	69,636	73,055
分銷	38,032	37,657	34,156	35,180	36,939
系統	23,248	25,618	22,493	22,718	23,399
服務	7,892	9,013	9,068	10,157	10,969
供應鏈	1,147	1,211	1,412	1,581	1,748
銷售成本	(65,013)	(68,128)	(62,557)	(64,824)	(67,868)
毛利	5,306	5,371	4,571	4,812	5,187
銷售、一般及管理費用	(4,116)	(4,079)	(3,813)	(3,900)	(4,055)
其他營運收入	755	823	864	950	1,036
息稅前收益	1,945	2,114	1,622	1,862	2,168
息稅及折舊攤銷前收益	2,131	2,341	1,884	2,150	2,484
融資成本	(335)	(293)	(301)	(316)	(331)
其他非營運收入/費用	43	30	34	37	41
稅前利潤	1,653	1,851	1,355	1,584	1,877
所得稅	(314)	(332)	(244)	(285)	(338)
非控制股東權益	(94)	(152)	(175)	(197)	(223)
淨利潤	1,245	1,367	937	1,101	1,316

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

3月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	3,006	3,964	4,436	4,754	5,097
物業、厂房及設備	1,236	1,515	1,742	1,917	2,108
遞延稅項資產	32	79	86	99	114
其他	1,737	2,371	2,608	2,738	2,875
流動資產	23,816	24,444	25,825	27,146	28,563
現金及現金等价物	4,254	4,190	3,824	3,635	3,333
存貨	5,154	5,794	6,199	6,447	6,770
應收貿易款項	10,787	10,325	11,047	11,600	12,180
其他	3,620	4,136	4,754	5,464	6,281
流動負債	17,570	17,024	18,536	19,819	21,222
借債	2,324	2,803	2,943	3,061	3,183
應付貿易賬款	12,315	10,873	11,743	12,331	12,947
其他	2,930	3,348	3,850	4,428	5,092
非流動負債	1,729	2,712	2,512	2,365	2,179
借債	1,692	2,712	2,512	2,365	2,179
其他	37	0	0	0	0
少數股東權益	702	845	971	1,117	1,285
淨資產總值	6,821	7,826	8,241	8,599	8,975
股東權益	6,821	7,826	8,241	8,599	8,975

來源：公司資料，招銀國際則預測

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
应付帐款周转天数	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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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士。