

强烈推荐-A (首次)

神州数码 000034.SZ

当前股价: 23.62 元

2017 年 03 月 16 日

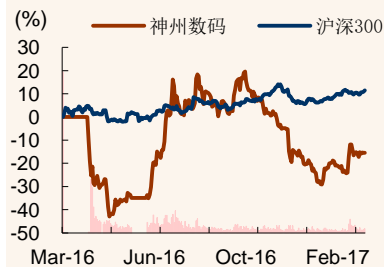
长缨缚苍龙

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	65407
已上市流通股(万股)	35795
总市值(亿元)	154
流通市值(亿元)	85
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	83.9%
主要股东	郭为
主要股东持股比例	23.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-17	-16
相对表现	6	-24	-28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

周楷宁

010-57601791
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

徐文杰

010-57601853
xuwenjie@cmschina.com.cn
S1090516090005

神州数码作为国内 IT 分销龙头, 以此为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。我们看好神州数码在云计算领域的潜力, 进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度, 在自主可控政策的推动下继续爆发。非公开发行获得审核通过, 1466 人参与员工持股计划, 为公司拓展新业务注入强劲动力。首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级。

- IT 分销龙头: 已连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一, 神州商桥为全新 B2B 商业生态升级, 我们看好神州数码 IT 分销的龙头地位和优势地位, 并以此为基石拓展云计算、自主可控等新篇章。已连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一, 神州商桥升级为中国最大 IT 基础设施及终端产品、解决方案以及云应用服务产品的交易和服务平台, 全新 B2B 商业生态已初具规模, 正成为公司 B2B 战略蓝图的重要支撑, 以 IT 分销为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。
- 云计算巨擘: 从云科起步, 强力布局云计算, 携手阿里云、华为开启“登云”之旅, 我们看好神州数码在云计算领域的潜力, 进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度。收购云科服务, 转型“云生态”建设, “聚合”、“增值”和“生态”是三大突破口; 携手阿里云共同发力企业级云市场, 构建企业 IaaS 服务; 携手华为, 共建中国最大的从云到端的 O2O 云生态体系; 我们看好神州数码在云计算领域的潜力, 进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度。
- 自主可控缚苍龙: 强力布局自主可控, 持续与 EMC、甲骨文、思科等主流 IT 厂商不断地探索新的合作模式, 先期与 EMC 合作发布“神州云科超融合一体机”, 携手甲骨文推出“登云数据库一体机”, 我们看好神州数码在自主可控政策的推动下继续爆发。面对企业级信息化领域日益迫切的需求, 在国家自主可控政策推动下, 神州数码推出“登云数据库一体机”等产品, 剑指中国企业级 IT 应用市场; 针对企业关系型数据库市场占有率处于绝对领先地位的 Oracle 数据库管理系统提供一站式核心数据库平台解决方案, 标志自主可控产品进程再加快; 我们看好神州数码在自主可控政策的推动下继续爆发。
- 非公开发行获得审核通过, 1466 人参与员工持股计划, 为公司拓展新业务注入强劲动力。首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级。神州数码作为国内 IT 分销龙头, 以此为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。非公开发行获得审核通过, 1466 人参与员工持股计划 (15.73 元/股), 为公司注入强劲动力。预估 EPS 2017-2018 年 0.76、0.86 元, 首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 云计算业务不及预期; 自主可控业务不及预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	509	458	43978	47496	50821
同比增长	-5%	-10%	9500%	8%	7%
营业利润(百万元)	62	(7)	475	711	807
同比增长	185%	-111%	-6784%	50%	14%
净利润(百万元)	62	21	400	497	561
同比增长	266%	-65%	1776%	24%	13%
每股收益(元)	0.17	0.06	0.61	0.76	0.86
PE	137.5	397.0	38.7	31.1	27.5
PB	51.1	45.2	22.0	14.3	10.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、国内 IT 分销龙头企业回归 A 股，连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一	4
(一) 中国最大 IT 分销商借壳回归 A 股	4
1. 代理品牌国内最广，IT 供应商超过三百家	4
2. 分销产品类型众多，分销渠道超过 30000 家	5
(二) 消费电子分销与企业 IT 产品分销	6
1. 消费电子分销领域	7
2. 企业 IT 产品分销领域	8
3. 市场份额蝉联第一，在两个领域内的实力不断增强	8
二、神州商桥支撑 B2B 战略蓝图	10
(一) 互联网新趋势下神州商桥全面升级改造，全新 B2B 商业生态已初具规模	10
(二) 供应链管理优势在 B2B 平台上加倍放大	11
1. 神州商桥主要提供三种服务，平台优势众多	11
2. 内部 ERP 与外部 B2B 相结合，放大供应链管理优势	12
三、布局云计算，携手巨头开启“登云”之旅	15
(一) 收购云科服务，转型“云生态”建设	15
1. 云聚合	15
2. 增值	16
3. 云生态	16
(二) 携手阿里云共同发力企业级云市场，构建企业 IaaS 服务	16
(三) 携手华为，共建中国最大的从云到端的 O2O 云生态体系	17
四、自主可控产品“登云数据库一体机”下线	18
(一) 企业级信息化领域的新需求	18
(二) 国家网络安全战略要求自主可控产品	18
(三) 从分销到产品技术型公司的转变，“登云数据库一体机”下线	19
五、投资建议	20

图表目录

图 1：神州数码北美供应商	4
图 2：神州数码欧洲供应商	4
图 3：神州数码亚洲客户与供应商	5

图 4: 神州数码主要分销产品示意图	5
图 5: 神州数码现有日常交易渠道示意图	6
图 6: IT 分销商是 IT 产业链上的关键环节	6
图 7: 消费电子产品分销和企业 IT 产品分销的服务与价值对比	7
图 8: 消费电子产品分销和企业 IT 产品分销业务模式的对比	8
图 9: 神州商桥 B2B 平台	11
图 10: 神州数码泛 IT 领域互联网 B2B 业务模式	12
图 11: 神州数码 B2B 平台优势	12
图 12: 神州数码和上游主要供应商实现双方系统对接, 信息充分共享	13
图 13: 神州数码和下游经销商通过与内部 ERP 相连的神州商桥电商平台进行交易	14
图 14: 神州数码云聚合资源池示意图	15
图 15: 神州数码云计算增值服务内容	16
图 16: 神州数码和华为携手共同构建从云到端的全方位云生态体系	17
图 17: 登云一体机满足了外在市场需求、国家战略要求和公司内在需求	19
图 18: 神州数码历史 PE Band	21
图 19: 神州数码历史 PB Band	21
表 1: 可比公司估值	20
附: 财务预测表	22

一、国内 IT 分销龙头企业回归 A 股，连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一

(一) 中国最大 IT 分销商借壳回归 A 股

2000 年，为顺应互联网时代信息产业的发展，原联想集团一分为二，神州数码由此诞生。2001 年，神州数码控股有限公司在香港联交所上市。2015 年，为迎击“互联网+”时代浪潮，神州控股将 IT 分销和系统业务单独剥离，神州数码集团正式独立起航。2016 年 4 月，神州数码集团借壳深信泰丰成功登陆 A 股。

1. 代理品牌国内最广，IT 供应商超过三百家

经过数十年的积淀，神州数码已成为当前中国最大、涉及领域与品牌最广的 IT 领域分销商，是国际厂商进入中国的首选合作伙伴。十年间，公司的 IT 合作厂商从 25 家发展到接近 300 家，覆盖从个人应用到企业、行业应用的所有领域。作为中国综合能力最强的分销商，神州数码支撑了大量 IT 厂商在中国的快速增长。

神州数码的主要业务合作模式为产品代理。常见的代理模式包括：总经销商/总代理商、授权经销商、特约分销商等，目前公司主要供应商的主流产品均为总代理经销商，与 IBM、思科、EMC、微软、戴尔、惠普、爱普生、苹果、AMD、索尼、宏碁、华硕、联想、华为等国内外知名 IT 厂商保持了长期稳定的分销合作关系。

图 1：神州数码北美供应商



资料来源：公司资料，招商证券

图 2：神州数码欧洲供应商



资料来源：公司资料，招商证券

图 3: 神州数码亚洲客户与供应商



资料来源: 公司资料, 招商证券

2. 分销产品类型众多, 分销渠道超过 30000 家

神州数码分销的产品类型众多, 根据产品和最终客户的不同, 可将产品划分为消费电子产品和企业 IT 产品。公司分销的消费电子产品主要包括个人电脑、平板电脑、智能手机、套件、台式机、消费 IT 及计算机外围设备等几十个品类, 公司代理的品牌包括苹果、华硕、联想、惠普、戴尔、英特尔、AMD 等。

分销的企业 IT 产品主要包括基础网络、网络安全、视讯通讯、服务器主机、存储设备、套装软件等, 代理的供应商包括 EMC、IBM、HDS、Brocade、Quantum、D-Link、中兴通讯、施耐德电气、APC、Honeywell、Avaya、Radware、迈普、Quest、Avocent、Corning、锐捷、赛门铁克、百通、NetApp 等多家国际知名客户。

图 4: 神州数码主要分销产品示意图



资料来源: 公司资料, 招商证券

在合作模式上, 神州数码作为总代理经销商, 将产品销售给零售商、电商平台等直接客户, 二级经销商, 系统集成商等下游客户。销售模式为通过自有网络及经销商进行分销, 主要客户囊括了国美、苏宁、京东等国内知名的零售商和电商平台以及众多企业级客户。

对于供应商和经销商来说，分销商的销售与服务网络覆盖率和纵深度是合作的首要条件，因此，销售与服务网络是分销商价值创造的核心环节之一。神州数码强大的经销商、集成商、零售商等渠道合作伙伴网络是其在中国市场的传统优势。迄今为止，神州数码已与 30,000 多家分销渠道合作伙伴建立了遍及全国、覆盖线上及线下的渠道网络，业务面触及全国 860 个城市，无疑是中国最大的 IT 营销网络。与 3C 零售连锁卖场和 B2C 电子商务网站相比，神州数码在 4-6 级城市的渠道渗透能力更强，优势更为突出。

图 5：神州数码现有日常交易渠道示意图

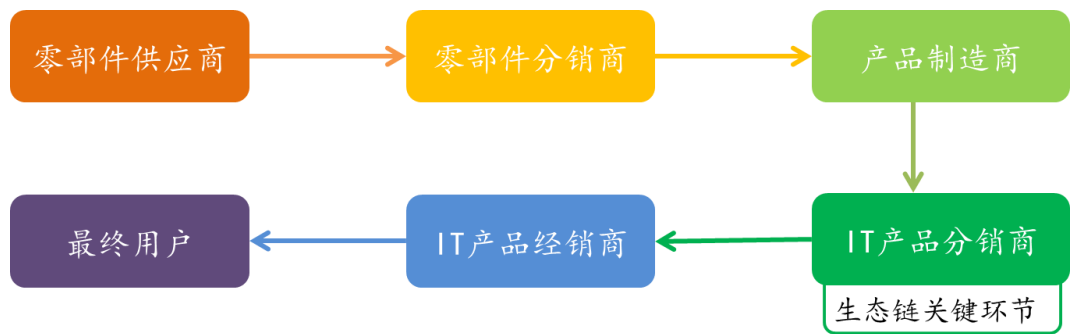


资料来源：公司资料，招商证券

（二）消费电子分销与企业 IT 产品分销

IT 产品分销行业作为连接 IT 产品厂商与 IT 零售终端或销售商的中间环节，是 IT 产业链上的关键环节，有效消除产品厂商与国内数万家零售终端及消费者之间的信息不对称，提升 IT 产品从产品厂商向最终消费者流转的效率，实现社会化专业分工。

图 6：IT 分销商是 IT 产业链上的关键环节

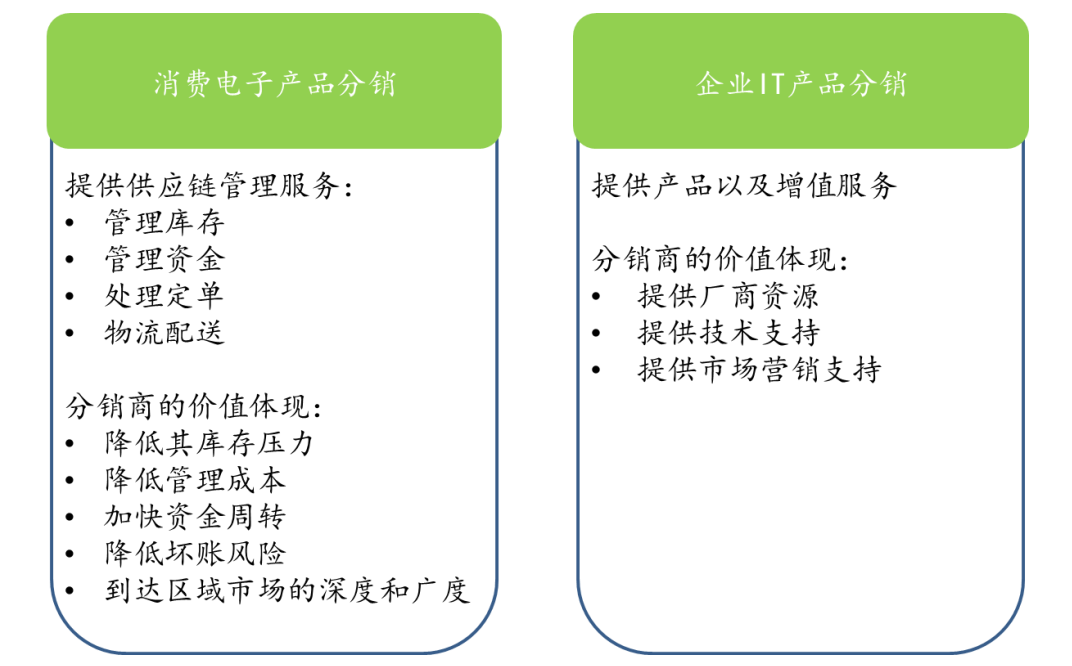


资料来源：公司资料，招商证券

按照产品和最终用户来分，IT 分销业务可以分为消费电子产品分销业务和企业 IT 产品分销业务。同为 IT 分销，两个领域的业务在提供的产品和服务上各有侧重，业务运营

模式上也存在差异。

图 7：消费电子产品分销和企业 IT 产品分销的服务与价值对比



资料来源：公司资料，招商证券

1. 消费电子分销领域

主要服务和基本价值：在消费电子领域，IT 分销商主要提供供应链管理服务，包括管理库存、管理资金、处理定单和物流配送等，对于 IT 厂商来说，分销商的基本价值是降低其库存压力和管理成本，加快资金周转和降低坏账风险，以及到达区域市场的深度和广度；对经销商和零售商来说，分销商的基本价值是相对灵活的账期、快捷的配送和优惠的价格。

与供应商的合作模式：在消费电子产品分销领域，神州数码与生产厂商在年初签署年度分销协议，并按照该协议约定的条件和条款从厂商购买产品，多以备货为主，依据市场需求及前景，结合周转进行购销存管理。按照年度分销协议的约定，厂商每年会综合考虑公司的采购指标完成情况、市场拓展情况、服务支持情况等，按季度、年度给予公司采购量一定比例的销售返利。

分销渠道：神州数码在国内主要区域和 4-6 级别城市建立了销售及渠道，拥有数万家下游经销商，同时在上海、广州、深圳、重庆、武汉、西安、沈阳、哈尔滨、南京、杭州、成都、武汉、郑州、福州、新疆设立了分公司或子公司作为销售服务平台，主要负责所在区域内开发新客户、维护客户关系、库房管理、收发货管理、欠款催收等工作。

库存管理：为了防止产品的积压或下游市场的断货，神州数码会根据历史的销售数据和销售预测制定合理的动态库存水平。针对库龄时间较长的产品，执行内部削价计提政策督促清理。

2. 企业 IT 产品分销领域

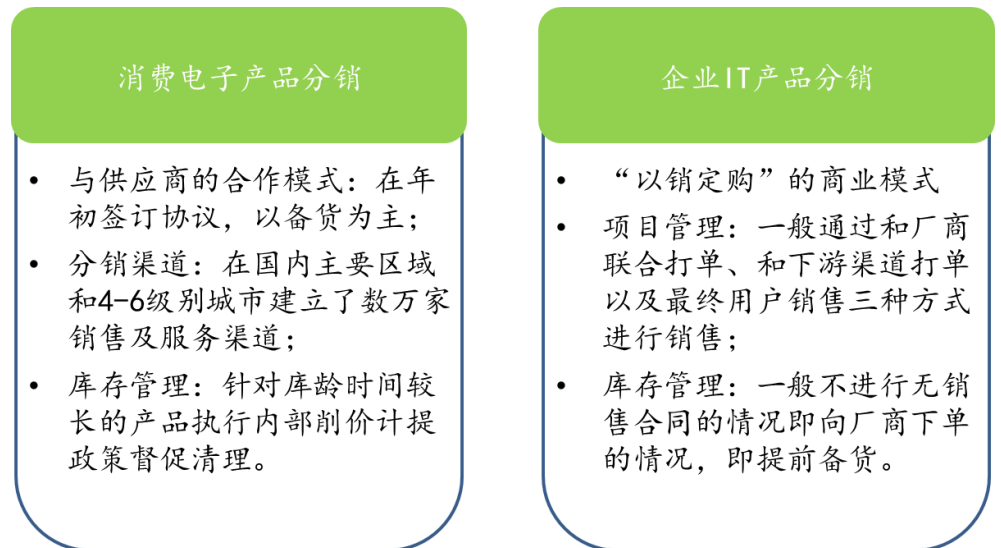
在企业 IT 产品分销业务，对于 IT 厂商来说，分销商的价值体现在客户资源和技术支持能力上，而对于经销商和集成商来说，分销商的厂商资源、技术支持及市场营销支持尤为重要。

“以销定购”的商业模式：企业级的 IT 产品一般单价较高，数量相对较少，且产品通常针对某一用户或某一项目，所以企业 IT 产品分销业务多采用“以销定购”的商业模式，即以未来销售预测为基础，结合现有库存规模及未来库存控制目标，设定采购计划。在 IT 产品分销领域，神州数码会根据厂商在中国区的销售预测及公司各产品线在厂商端的份额情况，结合厂商回佣奖励政策制定年度销售计划，并根据全年销售计划按节奏分解至季度，按照项目的 Pipeline 及客户需求进行采购计划的制定，并根据公司安全库存量和标准库存周转模型，结合现有库存及月度资金情况进行采购。

项目管理：在订单确认后，最终客户或系统集成商、区域分销商向神州数码下达订单，神州数码进而向厂商下达订购需求。企业 IT 产品的主要销售客户为二级代理商，以系统集成商、区域代理商为主。该部分系统集成商各区域代理商通常具有较为稳定的最终客户，通过与系统集成商建立良好关系，开展企业级产品的分销业务。一般情况下，神州数码会通过和厂商联合打单、和下游渠道打单以及最终用户销售三种方式进行销售。

库存管理：在“以销定购”的商业模式下，公司通常情况下均为根据项目或客户需求进行采购，即先签订项目销售合同或销售意向书之后再向我公司供应商下达采购订单或采购意向，除少量通用产品和特定项目外，一般不进行无销售合同的情况即向厂商下单的情况，即提前备货。

图 8：消费电子产品分销和企业 IT 产品分销业务模式的对比



资料来源：公司资料，招商证券

3. 市场份额蝉联第一，在两个领域内的实力不断增强

新背景下的业务优化

面对在传统 IT 产品需求下滑，渠道格局调整的大背景，神州数码充分利用多年积累的线上与线下全渠道、物流、技术资源、资金管理等供应链优势，有效应对渠道扁平化、部分业务下降的趋势，从而保障公司在消费电子分销领域的销售规模和毛利率水平。首先，公司向京东商城、国美电器、苏宁易购等重要渠道合作伙伴对分销业务的需求进行服务优化，加强与线上电商与线下 CES 卖场的合作，构造并稳定新的下游渠道客户结构。其次，公司将业务拓展至 4-6 级等受电商影响较弱但购买力强的城市，从而进一步提高全国渠道的渗透率。再次，公司继续拓展消费级 IT 与套件产品，加快在智能硬件 VR、AR、智能健康、移动互联网等新兴业务领域的布局。

在国家去“IOE”与国产化浪潮的背景下，首先，公司将企业级业务主动向产业链上下游进行延伸，通过参与介入 IT 集成商、终端客户的方案设计、系统安装、日常运维、售后服务等环节，不断提升自身业务的技术含量，加大企业增值服务能力，拓宽营销合作伙伴渠道，从而增强了客户粘性、保证了领先的厂商市场份额、提升了毛利率水平；其次，多家海外 IT 厂商巨头为避免业绩的下滑，纷纷加大在中国的投资力度和布局范围，加强对渠道伙伴的支持力度，为此公司持续在业务周期与战略部署与其紧密相连，从而保证了企业 IT 产品分销的销售规模；再次，公司加大与国产品牌的合作，持续扩大国产品牌收入占比的比例。公司作为华为企业级全线产品的总代理商，还将加强与华为的合作，包括在产品线、终端业务、服务业务、解决方案等领域的合作，进一步提升公司企业 IT 产品分销业务的增值价值。

行业地位

神州数码连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一，市场份额稳居首位。在消费电子分销领域，神州数码敏锐感知市场环境，不断创新营销理念，拓展分销商价值链，引领行业潮流。在企业 IT 分销领域，神州数码也在不断强化技术支持核心能力，持续全面产品布局，成为国内增值分销领域覆盖产品和品牌范围最广、技术能力最全面、营收规模具有绝对优势的分销商。

二、神州商桥支撑 B2B 战略蓝图

（一）互联网新趋势下神州商桥全面升级改造，全新 B2B 商业生态已初具规模

早在互联网时代初期，神州数码就准确预判到发展趋势、开始借助互联网改变分销模式、提高分销效率。神州商桥于 2000 年 9 月正式上线运行，是国内最早面向代理商的电子商务交易平台，初衷是通过互联网电子商务工具来改造传统的分销模式。

从国内市场的总体趋势来看，近年来随着电子商务的兴起，电商平台如天猫商城、京东、苏宁云商、亚马逊等销售额不断扩大。可以预见的是，未来两年的消费电子领域，将出现 IT 零售店、电商、3C 卖场三足鼎立的局面。同时，为满足消费者多样化的需求均在探索发展 O2O 模式，线上商家加强与线下渠道合作，线下商家不断触网，以提高自身的竞争力，三类商家已经出现合作和联盟的趋势。

为了应对这一趋势，加强公司在新形式下的竞争力，巩固市场地位，2016 年起神州数码借助“互联网+”经济的快速发展，将神州商桥全面升级改造、面向外部开放，以打造中国最大的、零门槛的企业信息化交易平台。在自身构建起的中国最大 IT 营销网络基础上，神州数码充分运用云计算、互联网和大数据技术，将平台升级为中国最大的 IT 基础设施及终端产品、解决方案，以及云应用服务产品的交易和服务平台，一个覆盖线上线下的全新 B2B 商业生态已初具规模。

公司已启用互联网、大数据技术对原有线下分销平台进行升级、改造，未来将陆续推出 B2B 商业伙伴合作平台、企业一站式云服务平台、B2C 智能产品营销服务平台的三个生态产品，建立面向企业级用户和个人消费者用户的创新业务模式，聚合全球顶尖供应商及中国最优秀的渠道伙伴、企业，创造全新的商业价值

图 9：神州商桥 B2B 平台



资料来源：公司资料，招商证券

（二）供应链管理优势在 B2B 平台上加倍放大

1. 神州商桥主要提供三种服务，平台优势众多

目前，该平台主要向供应商提供线上营销、渠道拓展管理及供应链支持三种服务：

- 1、线上代运营：开设店铺在线营销，提供互联网营销服务，形成销售；
- 2、线下推广：通过线下渠道推广及销售管理，形成增量渠道销售；
- 3、供应链服务：提供商务开单、开票、仓储、物流配送等供应链服务。

图 10: 神州数码泛 IT 领域互联网 B2B 业务模式

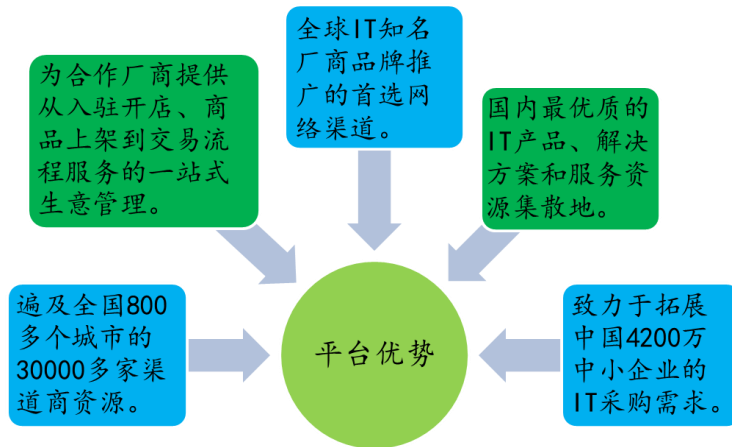


资料来源：公司资料，招商证券

神州数码的 B2B 业务平台依托公司丰富的行业积累，聚合了全球顶尖供应商及中国最优秀的渠道伙伴，通过整合包含企业金融、IT 社区、交易商机、供应链服务和解决方案在内的完整生态系统，提供面向全渠道、全企业用户的全信息化资讯、交易和服务，构建产品、服务商、集成商、企业客户和经销商客户之间的生态合作链。以“让企业信息化零门槛”为愿景，神走商桥未来必将成为神州数码 B2B 战略蓝图的重要支撑。

目前，企业级 IT 产品店铺包括海量及增值两个类别，涵盖惠普、华为、联想、苹果等 300 多家企业及 IT 产品供应商，提供主机、存储、网络、软件、安全、安防等完整的信息化产品、解决方案及服务；智能硬件店铺主要包括无人机、智能影音、VR、机器人、智能家居、智能终端、智能配件、车联网、平衡车、IT 系统及可视化等十多个门类，通过网罗国内外优质智能产品品牌商，制定创新型代理方式与代理政策，为智能新产品品牌商与传统 IT 渠道商搭建了沟通的平台、营销的渠道和推广的端口。

图 11: 神州数码 B2B 平台优势



资料来源：公司资料，招商证券

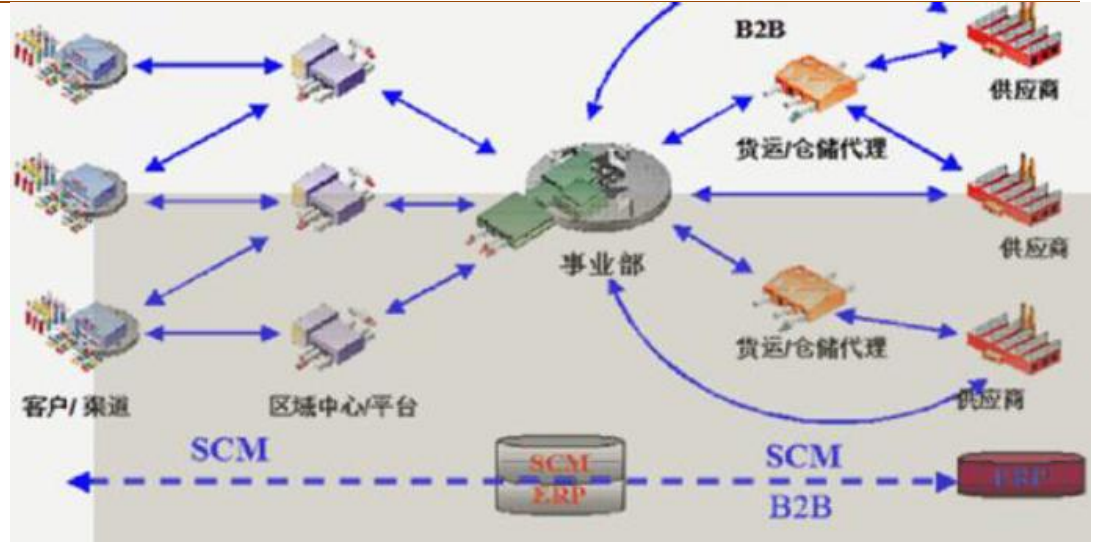
2. 内部 ERP 与外部 B2B 相结合，放大供应链管理优势

由于 IT 产品单位价值较高且更新换代快的特点，分销商的存货周转率是检验其经营效率的重要指标之一。通过企业内外部信息化平台的协同运作，神州数码在供应链管理上

的运营效率达到了国际先进水平。相比同业，神州数码存货周转率更高，存货周转天数更短，在存货管理上具有明显优势。

神州数码高效的上下游供应链管理是通过内部企业资源计划（ERP）系统及外部电子商务交易平台（神州商桥网）的协同运作而实现的。这一系统从 2000 年即开始搭建并逐渐完善，现已成为神州数码日常业务运营的基础支持系统。

图 12：神州数码和上游主要供应商实现双方系统对接，信息充分共享



资料来源：公司资料，招商证券

神州数码和上游主要供应商实现双方系统对接，信息充分共享

对上游，神州数码和主要供应商实现了双方系统的对接，通过网络直接进行 B2B 协同，实现订单的实时体现和市场/库存信息的充分共享。神州数码的采购人员先在厂商的网站上查询厂商产品信息，根据客户需求生成采购相关物流的配置单信息，然后信息直接进入神州数码自身 ERP 系统中，经过审核、检查、批准后，神州数码 ERP 和厂商 ERP 系统进行信息同步，厂商 ERP 中获取采购信息后，进行排产、生产计划、原材料采购、估算出厂日期等，同时在神州数码 ERP 中更新相关订单状态。另外，厂商的新产品信息也会随时对神州数码同步更新。与供应商的协同带来的好处是：减少各环节的信息割裂与延迟；事前检查、过程监控的紧密结合；供应链信息集中，决策周期缩短；存货降低、库存/资金周转加快；人员效率提高，操作错误风险降低；客户响应加快、满意度提高。供应商协同解决方案不仅提高了工作效率，还提高了统计分析、预测准确度等，实现了真正的协同电子商务。

图 13: 神州数码和下游经销商通过与内部 ERP 相连的神州商桥电商平台进行交易



资料来源：公司资料，招商证券

神州数码和下游经销商通过与内部 ERP 相连的神州商桥电商平台进行交易

对下游，神州数码通过与内部 ERP 相连的神州商桥电子商务平台和经销商进行交易。神州商桥是所有交易和报数系统的入口。经销商在 e-Bridge 上进行下单，订单需求同时通过内部的 ERP 系统生成采购计划上传到供应商，系统自动校验相关信用、历史记录以及所需物料的现有库存和在途信息，在后台自动进入内部 ERP 系统，完成相关交易及帐务处理，并自动传递至公司物流系统的自动化立体仓库管理系统中，由物流管理系统完成作业并最终发货。这一虚拟协同流程极大的缩短了订单流转时间，提高工作效率，使得经销商能够对交易流程和单据状态有实时的精确了解，供应商也能够对销售数据和库存数据有实时掌握，从而更好的调配生产资源。

通过高效的供应链管理上下游信息协同，神州数码将 IT 行业渠道自上而下的计划模式改变为自下而上的需求模式，提高了整个行业渠道的运作效率。厂商的生产计划需要通过神州数码的信息系统反馈而实现，加强了对分销商的依赖性，神州数码进而获得了在厂商生产计划中的优先权。由此，经销商通过神州数码的订单周期进一步缩短，再加上高效的物流配送系统，经销商将能够更快更准确的得到所需货物，从而更加愿意选择从神州数码进货。

三、布局云计算，携手巨头开启“登云”之旅

（一）收购云科服务，转型“云生态”建设

为了进入云计算这一重要领域，2016年7月神州数码成功收购云科服务，云计算转型正式拉开序幕，开启“登云”之旅。云科服务先后与思科、微软、IBM、SoftwareAG等多家IT厂商达成了战略合作，并将依托公司的资源整合优势，承载公司的登云战略，全方位聚集全球最领先的云产业资源打造企业云服务平台，为企业增值服务领域创造新的平台价值。

2015年底，云科服务建立自己的数据中心，面向企业市场提供服务。此后，陆续获得工信部颁发的IDC、ISP、ICP以及多方通讯牌照，成为一家拥有全资质、全牌照的IT公司。

“聚合”、“增值”和“生态”将是云科服务与神州数码在布局企业云服务平台时的三个突破口，旨在为广大企业级客户提供广泛的云计算资源，云应用及云专业化服务，助力客户商业价值的提升。

1. 云聚合

云聚合意在构建起国内最大的云聚合资源池，为企业级客户提供专业、高效的技术、运营、服务，使客户能够更加便捷、高效地获取全球云资源。也就是要将云生态体系中的各种元素，无论是云应用的提供商、云基础服务的提供商还是云专业化服务的提供商，或者是面向市场的云转售商，都吸引到这个体系中来。

借助神州数码集团三十年来与上万家服务企业级客户的渠道伙伴建立的长期、稳定的合作关系，云科服务快速地汇聚起了所有云应用、云基础资源，联合生态合作伙伴，一起将验证过的各种解决方案推荐给企业级客户。

图 14：神州数码云聚合资源池示意图



资料来源：公司资料，招商证券

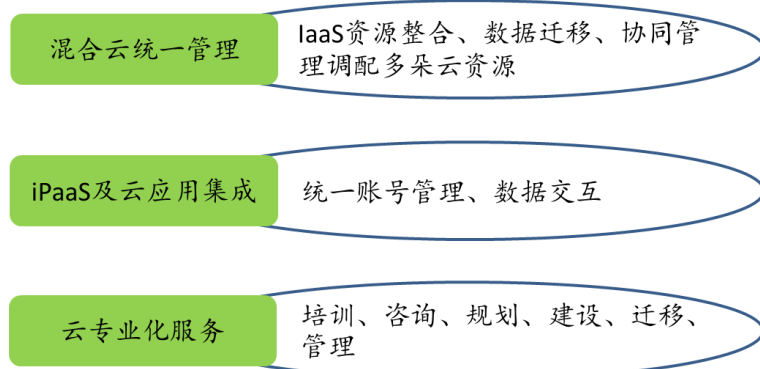
资源聚合不是搭建企业云服务平台的最终目的，其真正价值在于释放生态伙伴的能力。在企业云之路的建设中，国内不少大中型企业都处在混合云的初级阶段——资源、应用、数据的打通都面临着信息的集成、信息的安全、IT部门的角色转变等复杂挑战。云科服务依靠企业的统一集成平台，在API层面将各种云实现对接，在用户层面通过统一入口、统一用户管理的构建，将信息流融合打通。

目前云科已经协助不少企业完成了和 Azure、有云、263 等主流云资源的对接，有些企业云服务平台甚至接入了 SalesforceCRM，微软 Azure、Office365，IBM Verse、MaaS360，Oracle 销售云、CPQ 云、商务云，Cisco WebEx，Autodesk Fusion360、Avaya 智慧云视频、神州数码云安全、等一大批业界巨头的云服务产品，这在其它的公有云 IaaS 平台的云应用市场中非常少见。

2. 增值

十几年前 IT 市场上只有海量分销和企业分销两种模式，神州数码集团创新的提出了“增值分销”理念，即基于企业级产品提供相应的增值服务，使渠道合作伙伴的价值得以大幅提升。增值这部分专业化服务在云计算市场里面依然不可或缺，它是客户从传统业务架构到云架构这最后一公里离不开的重要资源。在聚合的基础上，基于神州数码集团多年技术积累及方案实践，提供云增值服务，帮助企业级客户实现一站式登云。

图 15: 神州数码云计算增值服务内容



资料来源：公司资料，招商证券

3. 云生态

过去 10 多年来，神州数码围绕供应链和 IT 产业，早已经构建起一个以上下游供应链为核心的合作体系和渠道合作体系，覆盖了全国 19 个平台、3 万多家合作伙伴，其中核心渠道合作伙伴超过 6000 家。在云计算互联网时代，这些合作伙伴同样面临着如何从传统的业务模型向新的业务模型转变，在迎合新技术带给自身以及客户的挑战中体现出自身价值来。

神州数码集团正在着力构建起全新的云生态体系，在这个新商业价值链条中，每一个云生态角色都将成为重要的组成部分，在云的环状广阔市场中协同合作，实现价值最大化。

(二) 携手阿里云共同发力企业级云市场，构建企业 IaaS 服务

神州数码将与阿里云合作打通云计算的“最后一公里”，加速百万企业的云化进程。阿里云将成为神州数码在公共云领域的优选战略合作伙伴，向神州数码开放在云计算领域

积累多年的专业技术与服务，并对云科服务的企业云服务平台提供必要支撑。同时，神州数码则将在渠道、客户群体，以及企业解决方案领域与阿里云展开全面协作。此次合作是双方技术、服务和生态的握手，以共同加速百万中国企业的云化进程。

阿里云通过 7 年多的耕耘，已拥有成熟的云计算技术能力及完备的平台构建能力，为超过 200 万的中小企业、政府客户、大型企业提供云计算服务。作为各自领域的领军企业，神州数码集团与阿里云的战略合作，预计至少将带动数万家 IT 分销集成商转型升级，数百万企业客户也将因此受益，也代表我国 IT 市场以云为代表的新的产业生态模式正日益成熟。

（三）携手华为，共建中国最大的从云到端的 O2O 云生态体系

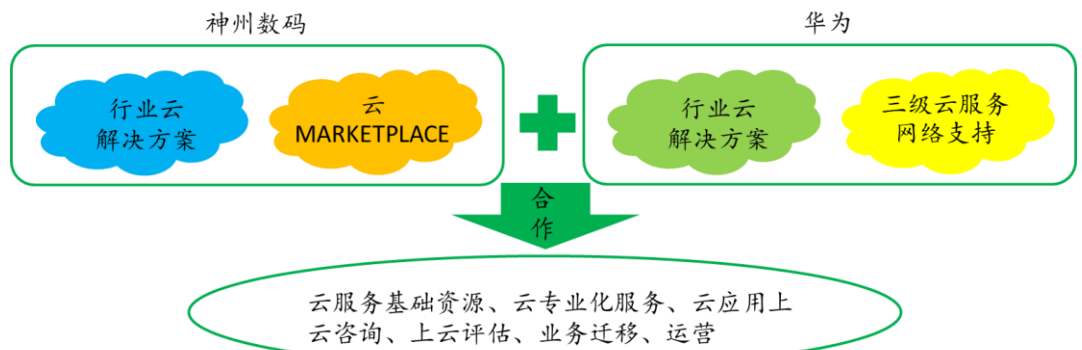
另外，神州数码还将与华为在行业云等领域展开全方位的战略合作，共建中国最大的从云到端的 O2O 云生态体系。此次两大产业巨头的强强合作在国内云服务市场史无前例，将对企业级云服务市场带来巨大震动和深远影响。

华为作为全球领先的信息与通信技术(ICT)解决方案供应商，在云计算、大数据领域、物联网一直保持非常高的核心技术研发投入，已经与全国 20 多个城市签订了云计算战略合作，形成了一张规模大、网络覆盖广的云服务网络，面向企业级用户提供全方位的云服务产品，坚持开放合作的理念，承诺不进行数据变现。

神州数码的行业云解决方案、云 MARKETPLACE 将与华为公有云深度结合，华为提供公有云服务平台和覆盖国家、省、市的三级云服务网络支持。双方将展开云服务基础资源、云专业化服务、云应用上云咨询、上云评估、业务迁移、运营等维度的合作，共同构建从云到端的全方位云生态体系。

不同于此前国内企业在云生态领域的合作，神州数码和华为首次提出构建从云到端的全方位云生态体系，互相开放政府和企业市场、云技术架构，共同为企业行业客户构建产品解决方案。双方将聚焦金融、税务、医疗大数据、农业等领域构建差异化云服务，未来将带动上百万企业和代理商客户向云转型。

图 16: 神州数码和华为携手共同构建从云到端的全方位云生态体系



资料来源：公司资料，招商证券

四、自主可控产品“登云数据库一体机”下线

在自主可控领域，公司积极布局符合国家自主可控要求的本地化的技术支持和服务，持续与 EMC、甲骨文、思科等主流 IT 厂商不断地探索新的合作模式。2016 年上半年，公司与 EMC 合作发布神州云科超融合一体机，与 NetScout 公司签署在技术研发、产品、市场、渠道领域的战略合作，以上合作都将为公司在企业 IT 产品分销业务领域带来业绩增长点。

2016 年底，神州数码与甲骨文二度联姻的产品——“登云数据库一体机”去年年底在广东正式下线。“登云数据库一体机”由神州数码集团旗下神州数码云科信息技术有限公司出品，为神州数码云科自主品牌产品，在广东完成制造，神州数码将提供系列售后服务。

2015 年甲骨文数据库全球市场占有率 43.9%，位居第一，其中在中国市场的占有率高达 56%。在甲骨文的协助下，以为客户提供安全可靠的增值服务为目标，神州数码对自有品牌产品展开基于中国市场的技术支持、销售合作、市场开拓、市场培训以及项目管理等工作。

（一）企业级信息化领域的新需求

近年来，互联网技术不断进步以及云计算、大数据迅猛发展，对计算能力、存储能力和数据管理能力等提出了更高的要求，企业级信息化领域正在面临深刻变革，企业对关系型数据库的依赖逐渐增加。企业交易型数据应用的数量与复杂度，以及整体数据的规模，都在迅速扩大。

根据市场调查结果可见，企业核心数据体量的增长率，达到了平均每两年增大 3 倍之多。而企业级数据应用的传统部署架构的局限性，在于难以既保持各个数据应用的独立性与可靠性的同时，又能有效控制 IT 基础架构规模与复杂度的快速上升。发展中的企业，往往需要面临 IT 基础架构和人力资源投资大幅上涨的难题。

在这个背景之下，企业日益需要一种行之有效的解决方案，既能承载企业内部种类繁多、业务模式各异的各种不同的数据应用服务，又能在保持应用独立性、业务效率、服务高可用性和数据安全性的同时，有效控制基础架构规模和复杂度的上升，提升管理便捷性，提升 IT 人力资源的投资回报率。

（二）国家网络安全战略要求自主可控产品

同时，在中国，政府、社会 and 用户对自主可控、安全可靠的要求越来越高。网络安全的国家战略要求自主可控产品的研发和生产，中国的信息化市场正在产生新的需求。

自主可控是我国信息化建设的关键环节，是保护信息安全的重要目标之一，在信息安全方面意义重大。可控性是指对信息和信息系统实施安全监控管理，防止非法利用信息和信息系统，是实现信息安全的五个安全目标之一。而自主可控技术就是依靠自身研发设计，全面掌握产品核心技术，实现信息系统从硬件到软件的自主研发、生产、升级、维护的全程可控。简单地说就是核心技术、关键零部件、各类软件全都国产化，自己开发、自己制造，不受制于人。

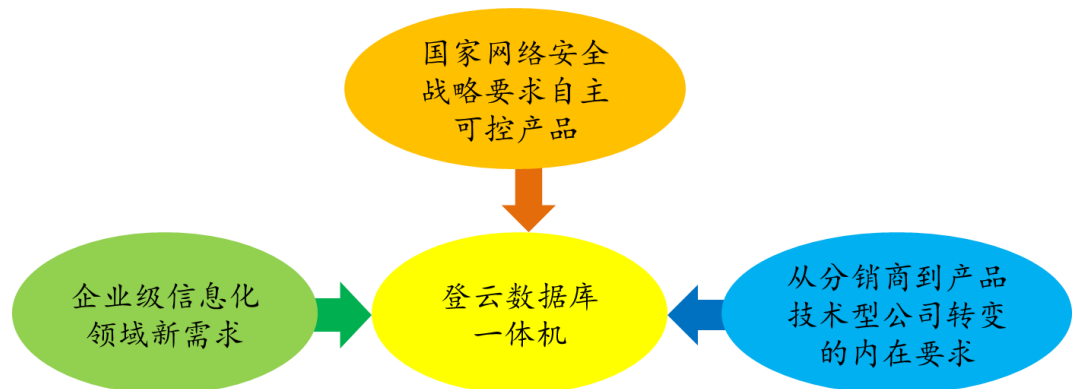
（三）从分销到产品技术型公司的转变，“登云数据库一体机”下线

面对企业级信息化领域日益迫切的需求，在国家自主可控政策指引下，神州数码推出“登云数据库一体机”产品，剑指中国企业级 IT 应用市场。

“登云数据库一体机”针对目前企业关系型数据库市场占有率处于绝对领先位置的 Oracle 数据库管理系统，采用经过针对性优化设计的企业级 x86-64 高性能服务器、高可用存储设备、以及高速 InfiniBand 网络，并引进整合了大量有效提升数据业务性能、可靠性、可用性、安全性和管理便捷性的先进技术，为中国企业级 IT 应用用户，提供了绝佳的一站式核心数据库平台解决方案。先进的一体机架构，将极大地简化用户数据中心基础架构设计，提升项目上线效率，降低 IT 基础架构复杂度，降低 IT 管理成本，大幅提升 IT 基础架构与人力资源的投资回报率。

“登云数据库一体机”的下线标志着神州数码在自主可控领域的进程已然走上了快车道。在先后与 EMC、甲骨文、Netscout 等企业开展产品技术战略合作，并加大产品技术研发投入后，神州数码“本地化生产”、“本地化支持和服务”、“本地化研发”三管齐下的布局已初见成效。

图 17：登云一体机满足了外在市场需求、国家战略要求和公司内在需求



资料来源：公司资料，招商证券

五、投资建议

神州数码作为国内 IT 分销龙头，以此为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。我们看好神州数码在云计算领域的潜力，进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度，在自主可控政策的推动下继续爆发。非公开发行获得审核通过，1466 人参与员工持股计划，为公司拓展新业务注入强劲动力。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

IT 分销龙头：已连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一，神州商桥为全新 B2B 商业生态升级，我们看好神州数码 IT 分销的龙头地位和优势地位，并以此为基石拓展云计算、自主可控等新篇章。已连续 10 年蝉联 IT 分销国内市场第一，神州商桥升级为中国最大 IT 基础设施及终端产品、解决方案以及云应用服务产品的交易和服务平台，全新 B2B 商业生态已初具规模，正成为公司 B2B 战略蓝图的重要支撑，以 IT 分销为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。

云计算巨擘：从云科起步，强力布局云计算，携手阿里云、华为开启“登云”之旅，我们看好神州数码在云计算领域的潜力，进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度。收购云科服务，转型“云生态”建设，“聚合”、“增值”和“生态”是三大突破口；携手阿里云共同发力企业级云市场，构建企业 IaaS 服务；携手华为，共建中国最大的从云到端的 O2O 云生态体系；我们看好神州数码在云计算领域的潜力，进一步掘进服务的深度、拓展客户的广度。

自主可控缚苍龙：强力布局自主可控，持续与 EMC、甲骨文、思科等主流 IT 厂商不断地探索新的合作模式，先期与 EMC 合作发布“神州云科超融合一体机”，携手甲骨文推出“登云数据库一体机”，我们看好神州数码在自主可控政策的推动下继续爆发。面对企业级信息化领域日益迫切的需求，在国家自主可控政策推动下，神州数码推出“登云数据库一体机”等产品，剑指中国企业级 IT 应用市场；针对企业关系型数据库市场占有率处于绝对领先地位的 Oracle 数据库管理系统提供一站式核心数据库平台解决方案，标志自主可控产品进程再加快；我们看好神州数码在自主可控政策的推动下继续爆发。

非公开发行获得审核通过，1466 人参与员工持股计划，为公司拓展新业务注入强劲动力。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。神州数码作为国内 IT 分销龙头，以此为基石拓展云服务、自主可控等新篇章。非公开发行获得审核通过，1466 人参与员工持股计划（15.73 元/股），为公司拓展新业务注入强劲动力。预估 EPS 2017-2018 年 0.76 元、0.86 元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

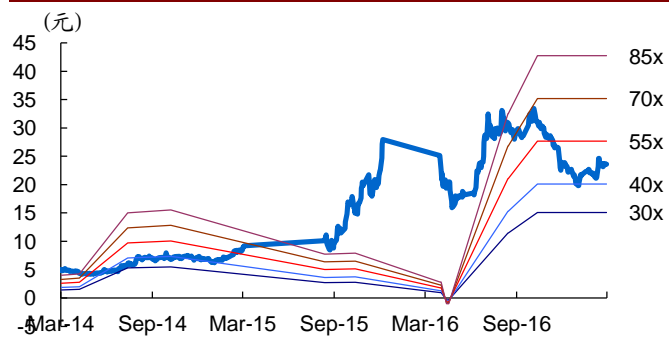
风险提示：云计算业务不及预期；自主可控业务不及预期

表 1：可比公司估值

	股价	16EPS	17EPS	18EPS	17PE	18PE	PB
中科曙光	27.89	0.15	0.39	0.49	72	57	7
浪潮信息	21.16	0.59	0.81	1.15	26	18	5
同有科技	23.93	0.39	0.63	0.96	38	25	16
天玑科技	17.66	0.22	0.31	0.44	58	40	7
神州数码	23.62	0.61	0.76	0.86	31	27	6

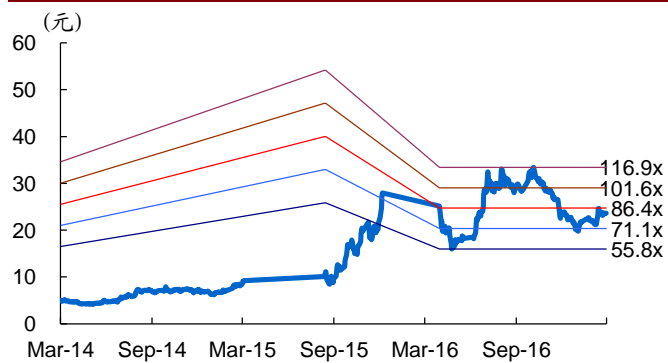
资料来源：公司数据、招商证券

图 18: 神州数码历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 19: 神州数码历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	260	344	25282	26396	28237
现金	29	114	4369	3900	4169
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	0	0	0	0
应收款项	23	23	1199	1295	1386
其它应收款	2	3	278	301	322
存货	97	99	9416	10081	10785
其他	105	104	10019	10818	11576
非流动资产	201	104	101	98	96
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	56	54	52	50
无形资产	5	5	4	4	3
其他	138	44	43	43	43
资产总计	462	448	25383	26494	28333
流动负债	294	261	24679	25413	26840
短期借款	0	0	1519	617	316
应付账款	43	30	3100	3319	3551
预收账款	194	193	19853	21257	22740
其他	57	37	208	220	233
长期负债	2	0	0	0	0
长期借款	2	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	296	261	24679	25413	26840
股本	358	358	654	654	654
资本公积金	641	641	641	641	641
留存收益	(833)	(812)	(591)	(214)	198
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	166	187	704	1081	1493
负债及权益合计	462	448	25383	26494	28333

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(28)	(14)	2463	572	703
净利润	62	21	400	497	561
折旧摊销	6	8	7	7	7
财务费用	1	0	28	31	(4)
投资收益	(65)	(15)	(190)	(15)	(15)
营运资金变动	(32)	(28)	452	(84)	20
其它	0	0	1766	136	134
投资活动现金流	3	102	(4)	(4)	(4)
资本支出	(14)	(1)	(4)	(4)	(4)
其他投资	16	104	0	0	0
筹资活动现金流	(4)	(4)	1796	(1038)	(431)
借款变动	114	160	1517	(902)	(301)
普通股增加	0	0	296	0	0
资本公积增加	(2)	0	0	0	0
股利分配	(179)	(179)	(179)	(120)	(149)
其他	63	15	162	(16)	19
现金净增加额	(29)	85	4255	(469)	269

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	509	458	43978	47496	50821
营业成本	446	409	41994	44964	48102
营业税金及附加	2	2	44	47	51
营业费用	26	22	1319	1425	1525
管理费用	37	46	308	332	356
财务费用	1	(0)	28	31	(4)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	65	15	190	15	15
营业利润	62	(7)	475	711	807
营业外收入	1	32	32	32	32
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	63	24	506	742	839
所得税	2	3	106	245	277
净利润	62	21	400	497	561
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	62	21	400	497	561
EPS (元)	0.17	0.06	0.61	0.76	0.86

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-5%	-10%	9500%	8%	7%
营业利润	185%	-111%	-6784%	50%	14%
净利润	266%	-65%	1776%	24%	13%
获利能力					
毛利率	12.5%	10.7%	4.5%	5.3%	5.4%
净利率	12.1%	4.6%	0.9%	1.0%	1.1%
ROE	37.1%	11.4%	56.8%	46.0%	37.6%
ROIC	70.9%	-2.6%	15.0%	29.0%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	58.3%	97.2%	95.9%	94.7%
净负债比率	1.1%	0.4%	6.0%	2.3%	1.1%
流动比率	0.9	1.3	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.9	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.7	1.8	1.8
存货周转率	6.0	4.2	8.8	4.6	4.6
应收帐款周转率	27.4	19.9	71.9	38.1	37.9
应付帐款周转率	9.8	11.3	26.8	14.0	14.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.06	0.61	0.76	0.86
每股经营现金	-0.08	-0.04	3.77	0.87	1.08
每股净资产	0.46	0.52	1.08	1.65	2.28
每股股利	0.50	0.50	0.18	0.23	0.26
估值比率					
PE	137.5	397.0	38.7	31.1	27.5
PB	51.1	45.2	22.0	14.3	10.3
EV/EBITDA	2339.8	-226628	311.3	211.9	196.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

徐文杰：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。