

神州数码 (000034.SZ) 买入 (维持评级)

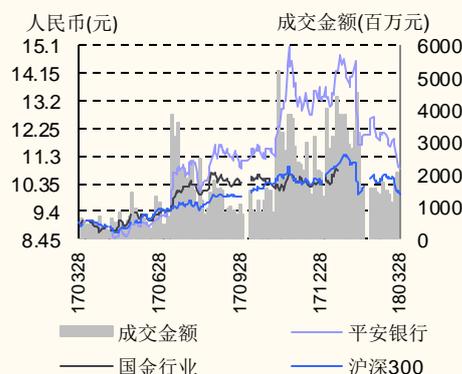
公司点评

市场价格 (人民币): 27.60 元

神州数码的三个预期差

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(亿股)	4.85
总市值(亿元)	180.52
年内股价最高最低(元)	31.10/20.21
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	62,216	81,858	94,663	113,931	134,465
营业收入增长率	53.50%	31.57%	15.64%	20.35%	18.02%
归母净利润(百万元)	723	512	695	1,047	1,375
归母净利润增长率	79.03%	-29.12%	35.54%	50.81%	31.31%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.78	1.06	1.60	2.10
每股经营性现金流净额	0.74	3.46	2.87	1.65	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.58%	13.34%	15.41%	18.83%	19.81%
P/E	20	17	19	17	13
P/B	4.22	2.29	2.88	3.25	2.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 近期, 神州数码官方微信号报道, 3月12号, 公司与全球云安全龙头 Palo Alto 联合发布 SaaS Hosting 运营解决方案; 3月9日, 神州信创(北京)集团有限公司注册成立; 3月13日, 神州鲲泰厦门生产基地顺利开工建设, 同时厂线、适配测试中心等 18 个大类的员工招聘岗位也已启动。

点评

- 公司是鲲鹏生态的核心合作伙伴, 自主品牌整机业务最重要厂商之一。市场认为整机业务壁垒较低, 各合作伙伴业务同质。我们认为公司是市场首家鲲鹏合作伙伴, 且同时获得服务器及 PC 业务授权, 厦门基地辐射华东、华南及东南亚市场, 区位优势显著。另一方面, 我们判断国产整机业务的壁垒不在生产端而在销售与渠道端, 神州数码是国内分销龙头, 神州信息是国内银行及运营商等领域的集成及软件龙头厂商, 神州控股业务集中于智慧城市领域且在港股上市, 有面向海外的资源优势, 在渠道与销售端, 神州数码能力禀赋最强。我们判断, 公司未来最有可能成为鲲鹏生态中的头部整机厂商。
- **MSP 云服务业务连续翻倍增长, SaaS Hosting 分成模式可期。**市场对 MSP 业务的成长性认识不足, 实际公司自 16 年投入该业务以来, 连续翻倍增长, 根据 IDC19 年报告, 中国 MSP 市场未来五年复合增速超过 70%, 市场规模 2023 年将达到 44 亿美金。借助自身渠道、云计算全牌照、本地市场云实施能力等优势, 公司去年下半年开始推进 SaaS Hosting 海外 SaaS 产品中国市场运营托管业务, 并与海外 SaaS 厂商采取分成模式共享收入, 目前, 全球云安全龙头 Palo Alto 已通过神州数码渠道正式落地中国, 未来, 将有更多海外一二线 SaaS 厂商通过神州数码提供的服务落地中国市场。
- **传统分销业务保持稳定增长。**市场普遍担心公司分销业务会出现下滑, 但公司作为国内分销龙头, 一方面分销边界在不断扩大, 另一方面与华为、苹果等巨头合作不断深入, 分销业务经营质量不断提升。

投资建议

- 预计公司 19-21 年净利润为 7.0、10.5、13.8 亿元, 同比增速为 35.54%、50.81%、31.31%, 分部估值给予公司 2020 年目标市值 257 亿元, 对应目标价 39.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 鲲鹏生态发展不及预期; 云业务推进不如预期; 疫情影响经济下行风险。

相关报告

1. 《云服务及鲲鹏业务双引擎-神州数码深度报告》, 2020.2.27

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	40,531	62,216	81,858	94,663	113,931	134,465	货币资金	1,143	1,674	1,618	2,800	3,367	3,974
增长率		53.5%	31.6%	15.6%	20.4%	18.0%	应收账款	7,218	8,598	10,028	10,010	11,652	13,127
主营业务成本	-38,554	-59,291	-78,562	-90,621	-108,142	-126,962	存货	4,580	6,756	6,507	7,448	8,622	9,809
%销售收入	95.1%	95.3%	96.0%	95.7%	94.9%	94.4%	其他流动资产	2,666	2,039	2,148	2,264	2,517	2,839
毛利	1,977	2,925	3,296	4,041	5,789	7,504	流动资产	15,608	19,067	20,301	22,522	26,157	29,749
%销售收入	4.9%	4.7%	4.0%	4.3%	5.1%	5.6%	%总资产	91.6%	78.6%	78.1%	79.5%	81.8%	83.7%
营业税金及附加	-68	-90	-82	-104	-148	-202	长期投资	334	1,124	1,321	1,323	1,328	1,327
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	固定资产	214	241	485	633	641	648
销售费用	-1,178	-1,613	-1,634	-2,064	-3,019	-3,967	%总资产	1.3%	1.0%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%
%销售收入	2.9%	2.6%	2.0%	2.2%	2.7%	3.0%	无形资产	675	3,515	3,492	3,472	3,450	3,419
管理费用	-293	-368	-259	-275	-433	-565	非流动资产	1,429	5,206	5,684	5,808	5,810	5,791
%销售收入	0.7%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	%总资产	8.4%	21.4%	21.9%	20.5%	18.2%	16.3%
研发费用	0	-89	-97	-114	-228	-363	资产总计	17,037	24,273	25,985	28,330	31,967	35,539
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	短期借款	4,721	8,357	9,267	9,324	9,435	9,081
息税前利润 (EBIT)	439	766	1,224	1,485	1,961	2,408	应付款项	7,367	10,475	10,374	11,842	13,933	16,047
%销售收入	1.1%	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	其他流动负债	673	770	684	744	1,048	1,394
财务费用	-417	-244	-674	-659	-654	-639	流动负债	12,762	19,602	20,325	21,910	24,416	26,522
%销售收入	1.0%	0.4%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	1,460	1,160	1,710	1,810	1,890	1,975
资产减值损失	174	22	-17	-10	-10	-10	其他长期负债	165	153	104	103	99	99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	14,386	20,915	22,139	23,823	26,405	28,596
投资收益	254	-159	59	33	30	30	普通股股东权益	2,648	3,350	3,841	4,507	5,562	6,942
%税前利润	51.0%	n.a	8.9%	3.8%	2.2%	1.7%	其中：股本	654	654	654	654	654	654
营业利润	461	491	641	850	1,327	1,789	未分配利润	-475	247	717	1,411	2,458	3,834
营业利润率	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	少数股东权益	3	8	5	0	1	1
营业外收支	37	362	20	23	22	22	负债股东权益合计	17,037	24,273	25,985	28,330	31,967	35,539
税前利润	498	853	662	873	1,349	1,811	比率分析						
利润率	1.2%	1.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-95	-129	-145	-183	-301	-435	每股指标						
所得税率	19.1%	15.2%	22.0%	21.0%	22.3%	24.0%	每股收益	0.617	1.105	0.783	1.062	1.601	2.103
净利润	403	723	516	690	1,048	1,376	每股净资产	4.049	5.122	5.873	6.891	8.503	10.613
少数股东损益	-1	0	4	-5	1	1	每股经营现金净流	3.412	0.739	3.460	2.874	1.650	2.380
归属于母公司的净利润	404	723	512	695	1,047	1,375	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.0%	1.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.25%	21.58%	13.34%	15.41%	18.83%	19.81%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	2.37%	2.98%	1.97%	2.45%	3.28%	3.87%
净利润	403	723	516	690	1,048	1,376	投入资本收益率	3.96%	5.01%	6.41%	7.47%	8.98%	10.13%
少数股东损益	-1	0	4	-5	1	1	增长率						
非现金支出	-124	32	70	50	48	48	主营业务收入增长率	8748.37%	53.50%	31.57%	15.64%	20.35%	18.02%
非经营收益	148	393	622	646	654	659	EBIT增长率	N/A	74.54%	59.93%	21.32%	31.98%	22.80%
营运资金变动	1,805	-665	1,055	495	-670	-526	净利润增长率	1545.10%	79.03%	-29.12%	35.54%	50.81%	31.31%
经营活动现金净流	2,232	483	2,263	1,880	1,079	1,557	总资产增长率	3720.21%	42.47%	7.05%	9.02%	12.84%	11.17%
资本开支	0	0	0	-144	-13	-2	资产管理能力						
投资	-1,688	-1,098	-103	-2	-3	0	应收账款周转天数	29.9	41.2	35.8	33.5	32.5	31.0
其他	57	72	21	33	30	30	存货周转天数	22.2	34.9	30.8	30.0	29.1	28.2
投资活动现金净流	-1,631	-1,026	-82	-113	14	28	应付账款周转天数	18.0	27.5	26.1	25.8	25.5	25.0
股权募资	2,180	5	0	-30	5	5	固定资产周转天数	1.9	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2
债权募资	325	3,514	1,387	149	187	-269	偿债能力						
其他	26	-15	-28	-704	-718	-715	净负债/股东权益	189.85%	233.57%	243.31%	184.89%	143.03%	101.97%
筹资活动现金净流	2,531	3,504	1,359	-586	-526	-979	EBIT利息保障倍数	1.1	3.1	1.8	2.3	3.0	3.8
现金净流量	3,132	2,961	3,540	1,181	567	607	资产负债率	84.44%	86.17%	85.20%	84.09%	82.60%	80.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	9
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-27	买入	27.65	39.30~39.30

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH