

2020年08月30日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

## 云运维跻身市场第一，信创布局全面推进 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	86,803	92,862	107,208	124,021
同比 (%)	6.0%	7.0%	15.4%	15.7%
归母净利润 (百万元)	701	921	1,365	1,696
同比 (%)	36.9%	31.3%	48.1%	24.3%
每股收益 (元/股)	1.07	1.41	2.09	2.59
P/E (倍)	20.83	15.86	10.71	8.61

**事件:** 公司发布中报，上半年实现主营业务收入 406.21 亿元，同比下降 -4.05%，归母扣非净利润逆势增长至 3.05 亿元，同比增长 2.12%。

### 投资要点

- **二季度业绩大幅改善，研发投入不断提高:** Q2 业务大幅改善，上半年整体营收基本恢复至疫前水平。云及数字化转型业务实现营收 10.38 亿，同比大幅增长 88.12%，占营收比重从去年同期 1.30% 提升至 2.56%。其中云转售业务收入 9.41 亿，同比增长 105.89%；云管理服务 (MSP) 收入 0.67 亿，同比增长 17.23%；数字化转型解决方案 (ISV) 收入 0.30 亿，同比减少 19.64%。公司云计算和信创战略业务扎实推进，研发投入持续增加，半年累计研发投入 0.63 亿，同比增长近 40%。
- **云运维已是市场第一，ISV、SaaS Hosting 业务进展顺利:** 根据 IDC 的统计数据，公司以 2019 年 2.77 亿人民币的云管理服务收入和 6.9% 的份额占比位列榜单第一位，而此前 2018 年国内云管理服务行业第一市占率的数梦工场 (市占率 6.5%) 估值已达 105 亿元。公司的 TDMP 数据脱敏系统解决方案经过不断打磨取得了突破性进展，在行业同类产品取得领先优势，顺利通过华为基于鲲鹏处理器的 TaiShan200 系列服务器兼容性测试，成为鲲鹏计算平台用户的首选安全类解决方案。上半年神州数码已正式成为 Prisma™ Cloud 商业合规版中国区运营服务商，为中国用户的云上旅程提供全方位的安全保护和服务。
- **华为核心战略合作伙伴，信创布局全面铺开:** 上半年公司在信创领域取得长足进展，成为首批签约入驻北京市经济技术开发区信创园的企业，鲲鹏生产基地在厦门正式落地投产，并实现行业端的营销突破及产品交付。基于公司自主品牌服务器并由公司投资建设运营的超算中心，已向厦门政府、高校、科研院所及地方企业提供高性能算力、存储等服务。与此同时，公司加强与飞腾、申威、兆芯、澜起科技、景嘉微等国产厂商在半导体芯片推广及解决方案领域的深度战略合作。在构建完整的信创生态方面，公司与麒麟软件、统信软件等 15 家合作伙伴分别签署合作协议，将在数据库、操作系统、存储等多个领域展开深度合作。随着华为在芯片供应链方面的日渐改善，以及在云计算 IAAS 层面的深耕，神州数码作为华为核心战略合作伙伴有望最为获益。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司 20-22 年净利润分别为 9.21/13.65/16.96 亿元，分别对应 16/11/9 倍 PE。公司 MSP 业务参照一级市场已有百亿估值，预计 IT 分销业务净利润今年与去年持平约 5.5 亿元，对应 15xPE 估值 80 亿元，此外还有大华为战略信创布局，现在市值仅约 150 亿，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 鲲鹏产业链推进不及预期、云业务不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.34
一年最低/最高价	13.70/32.85
市净率(倍)	3.28
流通 A 股市值(百万元)	10990.00

### 基础数据

每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	84.68
总股本(百万股)	654.07
流通 A 股(百万股)	491.94

### 相关研究

- 1、《神州数码 (000034): 全栈云服务多点开花，鲲鹏业务稳步推进》2020-04-30
- 2、《神州数码 (000034): 云管理服务行业的领导者，鲲鹏整机核心供应商崛起》2020-04-15

神州数码三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>23,355</b>	<b>22,765</b>	<b>26,916</b>	<b>27,569</b>	<b>营业收入</b>	<b>86,803</b>	<b>92,862</b>	<b>107,208</b>	<b>124,021</b>
现金	4,000	4,040	3,385	3,907	减:营业成本	83,317	88,510	101,402	116,656
应收账款	7,039	7,248	8,068	8,468	营业税金及附加	82	88	102	118
存货	9,199	7,486	11,629	10,362	营业费用	1,698	2,043	2,627	3,349
其他流动资产	3,118	3,991	3,834	4,833	管理费用	264	604	858	1,240
<b>非流动资产</b>	<b>6,065</b>	<b>6,848</b>	<b>7,662</b>	<b>8,580</b>	财务费用	490	516	539	534
长期股权投资	1,135	1,260	1,396	1,535	资产减值损失	20	0	0	0
固定资产	152	427	594	738	加:投资净收益	60	45	55	59
在建工程	730	651	607	582	其他收益	37	6	4	12
无形资产	2,451	2,916	3,474	4,135	<b>营业利润</b>	<b>920</b>	<b>1,152</b>	<b>1,740</b>	<b>2,195</b>
其他非流动资产	1,598	1,594	1,591	1,590	加:营业外净收支	11	16	13	15
<b>资产总计</b>	<b>29,421</b>	<b>29,613</b>	<b>34,578</b>	<b>36,149</b>	<b>利润总额</b>	<b>931</b>	<b>1,168</b>	<b>1,753</b>	<b>2,209</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,511</b>	<b>22,040</b>	<b>25,844</b>	<b>26,100</b>	减:所得税费用	230	245	386	508
短期借款	9,692	9,692	9,692	9,692	少数股东损益	0	1	3	5
应付账款	5,826	6,785	7,663	8,958	<b>归属母公司净利润</b>	<b>701</b>	<b>921</b>	<b>1,365</b>	<b>1,696</b>
其他流动负债	6,993	5,563	8,490	7,450	EBIT	1,538	1,702	2,293	2,744
<b>非流动负债</b>	<b>2,535</b>	<b>2,413</b>	<b>2,288</b>	<b>2,005</b>	EBITDA	1,587	1,780	2,424	2,920
长期借款	2,102	1,981	1,855	1,572					
其他非流动负债	433	433	433	433	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>25,046</b>	<b>24,453</b>	<b>28,132</b>	<b>28,105</b>	每股收益(元)	1.07	1.41	2.09	2.59
少数股东权益	3	4	7	12	每股净资产(元)	6.68	7.88	9.84	12.28
					发行在外股份(百万股)	654	654	654	654
归属母公司股东权益	4,372	5,156	6,439	8,033	ROIC(%)	6.8%	7.6%	9.5%	10.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,421</b>	<b>29,613</b>	<b>34,578</b>	<b>36,149</b>	ROE(%)	16.0%	17.9%	21.2%	21.1%
					毛利率(%)	4.0%	4.7%	5.4%	5.9%
					销售净利率(%)	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%
					资产负债率(%)	85.1%	82.6%	81.4%	77.7%
					收入增长率(%)	6.0%	7.0%	15.4%	15.7%
					净利润增长率(%)	36.9%	31.3%	48.1%	24.3%
					P/E	20.83	15.86	10.71	8.61
					P/B	3.34	2.83	2.27	1.82
					EV/EBITDA	14.66	12.95	9.77	7.86

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>