

神州数码 (000034.SZ) 买入 (维持评级)

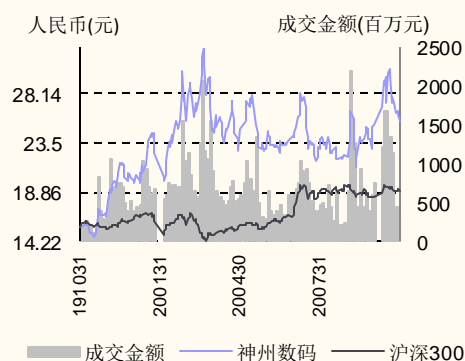
公司点评

市场价格 (人民币): 25.61 元

业务加速增长彰显 IT 渠道价值

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.58
已上市流通 A 股(亿股)	4.96
总市值(亿元)	168.50
年内股价最高最低(元)	32.51/14.66
沪深 300 指数	4695
深证成指	13237



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	81,858	86,803	92,030	107,858	128,552
营业收入增长率	31.57%	6.04%	6.02%	17.20%	19.19%
归母净利润(百万元)	512	701	646	1,011	1,470
归母净利润增长率	-29.12%	36.89%	-7.92%	56.48%	45.44%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.07	0.99	1.55	2.25
每股经营性现金流净额	3.46	-0.44	2.35	1.89	2.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.34%	16.04%	12.85%	16.72%	19.55%
P/E	17	19	264	17	11

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年三季报。三季度实现营业收入 230.67 亿元, 同比增长 11.76%; 实现归母净利润 1.50 亿元, 同比增长 31.91%; 前三季度实现营收 636.87 亿元, 同比增长 1.13%, 实现扣非后归母净利润为 4.48 亿元, 同比增长 10.11%。

点评

- **经营业绩加速增长。**随着国内疫情逐步平复, 公司积极展开复工复产, 经营业绩加速恢复, Q1 公司扣非归母净利润同比下滑 13.48%, H1 同比增长 2.12%, 前三季度同比增长 10.11%, 其中单三季度公司营收同比增长 11.76%, 归母净利润同比增长 31.91%, 逐季加速改善。公司前三季度归母净利润出现下滑主要是因为去年同期公司确认一次性股权投资收益 7,496.83 万元, 而本报告期公司基于会计审慎原则计提诉讼预计负债, 使营业外支出同比大幅增长 3,140.35%至 9523.88 万元, 上述两笔资金均为一次性性质, 不影响公司日常经营。
- **IT 渠道价值凸显, 经营质量稳步提升。**公司作为国内 IT 分销龙头, 拥有国内最完善 IT 渠道, 近年来, 公司基于自身渠道优势, 拓展业务至高毛利的云服务及信创业务, 同时不断优化分销业务, 主动放弃部分低毛利或回款慢的分销业务, 公司整体毛利率不断提升, 毛利结构不断优化, 经营性净现金流持续改善, 前三季度公司实现经营性净现金流 14.58 亿, 同比增长 38.58%。同时, 公司持续加大研发投入, 前三季度研发投入同比增长 34.53%。
- **云服务继续高速增长, 信创业务不断落地。**报告期内, 公司云业务收入同比增长超过 80%, 继续高速增长。公司获得 IDC2019 中国 MSP 云管理服务市场份额第一, 并在近期进入 Gartner 亚太区公有云托管和专业服务提供商入市手册, 获得权威第三方机构高度认可。报告期内, 公司信创业务开始进入落地期, 9 月 12 日公司公告预中标中国联通国产服务器项目, 此外, 公司在华为全联接大会上发布多款国产产品, 预计公司将持续获得运营商、银行、政府等领域国产订单。

盈利预测

- 预计 20-22 年净利润分别为 6.46、10.11、14.70 亿元, 分部估值给予公司 21 年目标市值 294.5 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争风险; 云服务业务推进不如预期; 疫情影响经济下行风险。

相关报告

1. 《云业务升级, 信创全面落地-神州数码跟踪报告》, 2020.10.11
2. 《信创业务开始落地-神州数码事件点评》, 2020.9.13
3. 《云业务大幅增长-神州数码半年报点评》, 2020.8.31
4. 《经营质量大幅提升, 云业务硕果累累-神州数码一季报点评》, 2020.5.1
5. 《云收入大幅增长, 现金流表现亮眼-神州数码年报点评》, 2020.3.31

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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	62,216	81,858	86,803	92,030	107,858	128,552
增长率		31.6%	6.0%	6.0%	17.2%	19.2%
主营业务成本	-59,291	-78,562	-83,317	-88,028	-102,607	-121,031
%销售收入	95.3%	96.0%	96.0%	95.7%	95.1%	94.2%
毛利	2,925	3,296	3,487	4,003	5,251	7,520
%销售收入	4.7%	4.0%	4.0%	4.3%	4.9%	5.8%
营业税金及附加	-90	-82	-82	-101	-129	-189
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,613	-1,634	-1,698	-1,887	-2,566	-3,959
%销售收入	2.6%	2.0%	2.0%	2.1%	2.4%	3.1%
管理费用	-368	-259	-264	-364	-399	-463
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	0	-97	-146	-193	-277	-424
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	854	1,224	1,296	1,457	1,879	2,485
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%
财务费用	-244	-674	-490	-664	-620	-592
%销售收入	0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	22	-17	20	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	30	30
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	2.3%	1.6%
营业利润	491	641	920	788	1,279	1,913
营业利润率	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%
营业外收支	362	20	11	23	22	22
税前利润	853	662	931	811	1,301	1,935
利润率	1.4%	0.8%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%
所得税	-129	-145	-230	-170	-290	-464
所得税率	15.2%	22.0%	24.7%	21.0%	22.3%	24.0%
净利润	723	516	702	641	1,011	1,471
少数股东损益	0	4	0	-5	1	1
归属于母公司的净利润	723	512	701	646	1,011	1,470
净利率	1.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	723	516	702	641	1,011	1,471
少数股东损益	0	4	0	-5	1	1
非现金支出	32	70	20	45	43	43
非经营收益	393	622	402	738	617	608
营运资金变动	-665	1,055	-1,411	115	-436	-487
经营活动现金净流	483	2,263	-288	1,539	1,236	1,635
资本开支	0	0	0	-155	-13	-2
投资	-1,098	-103	207	-2	-3	0
其他	72	21	34	5	30	30
投资活动现金净流	-1,026	-82	241	-152	14	28
股权募资	5	0	31	7	5	5
债权募资	3,514	1,387	1,453	-1,940	-108	-396
其他	-15	-28	-70	-733	-681	-664
筹资活动现金净流	3,504	1,359	1,414	-2,666	-784	-1,055
现金净流量	2,961	3,540	1,367	-1,279	466	608

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,674	1,618	4,000	2,721	3,187	3,795
应收账款	8,598	10,028	7,955	9,732	11,031	12,550
存货	6,756	6,507	9,199	7,235	8,180	9,351
其他流动资产	2,039	2,148	2,202	2,218	2,418	2,734
流动资产	19,067	20,301	23,355	21,906	24,816	28,430
%总资产	78.6%	78.1%	79.4%	78.1%	80.2%	82.3%
长期投资	1,124	1,321	1,342	1,344	1,349	1,348
固定资产	241	485	882	1,034	1,047	1,057
%总资产	1.0%	1.9%	3.0%	3.7%	3.4%	3.1%
无形资产	3,515	3,492	3,393	3,373	3,352	3,322
非流动资产	5,206	5,684	6,065	6,132	6,138	6,123
%总资产	21.4%	21.9%	20.6%	21.9%	19.8%	17.7%
资产总计	24,273	25,985	29,421	28,038	30,954	34,553
短期借款	8,357	9,267	10,236	8,495	8,311	7,830
应付款项	10,475	10,374	11,503	11,505	13,213	15,305
其他流动负债	770	684	773	708	1,006	1,435
流动负债	19,602	20,325	22,511	20,709	22,530	24,569
长期贷款	1,160	1,710	2,102	2,202	2,282	2,367
其他长期负债	153	104	433	103	99	99
负债	20,915	22,139	25,046	23,014	24,912	27,035
普通股股东权益	3,350	3,841	4,372	5,026	6,044	7,519
其中：股本	654	654	654	654	654	654
未分配利润	247	717	1,262	1,908	2,918	4,388
少数股东权益	8	5	3	-2	-2	-1
负债股东权益合计	24,273	25,985	29,421	28,038	30,954	34,553

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.105	0.783	1.072	0.987	1.545	2.247
每股净资产	5.122	5.873	6.685	7.684	9.241	11.495
每股经营现金净流	0.739	3.460	-0.440	2.353	1.889	2.499
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.58%	13.34%	16.04%	12.85%	16.72%	19.55%
总资产收益率	2.98%	1.97%	2.38%	2.30%	3.26%	4.25%
投入资本收益率	5.59%	6.41%	5.80%	7.29%	8.74%	10.62%
增长率						
主营业务收入增长率	53.50%	31.57%	6.04%	6.02%	17.20%	19.19%
EBIT 增长率	94.77%	43.32%	5.85%	12.42%	28.96%	32.24%
净利润增长率	44.95%	-29.12%	36.89%	-7.92%	56.48%	45.44%
总资产增长率	45.46%	7.05%	13.22%	-4.70%	10.40%	11.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.2	35.8	32.9	33.5	32.5	31.0
存货周转天数	34.9	30.8	34.4	30.0	29.1	28.2
应付账款周转天数	27.5	26.1	26.0	25.8	25.5	25.0
固定资产周转天数	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3	0.1
偿债能力						
净负债/股东权益	233.57%	243.31%	190.44%	158.63%	122.44%	85.05%
EBIT 利息保障倍数	3.5	1.8	2.6	2.2	3.0	4.2
资产负债率	86.17%	85.20%	85.13%	82.08%	80.48%	78.24%

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

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
2	2020-03-15	买入	27.60	39.30~39.30
3	2020-03-31	买入	24.79	N/A
4	2020-05-01	买入	24.82	N/A
5	2020-08-31	买入	22.34	N/A
6	2020-09-13	买入	21.96	N/A
7	2020-10-11	买入	26.86	45.03~45.03

来源：国金证券研究所



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