

证券研究报告

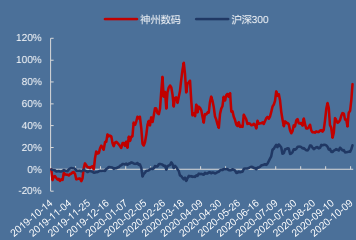
公司研究——事项点评

神州数码 (000034.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.10.12
鲁立 计算机行业分析师
执业编号: S1500520030003
邮箱: luli@cindasc.com

神州数码相对沪深300表现



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

相关研究

《【信达计算机】神州数码深度报告: 鲲鹏生态核心成员, “云+信创”成为公司主要增量》2020.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

神州数码: Q3 单季利润增速大幅转正, 信创及云服务加速确定性高

2020 年 11 月 01 日

事件: 10 月 30 日, 公司披露 3 季度报, 前三季度归属于母公司所有者的净利润 3.94 亿元, 同比减少 22.85%; 营业收入 636.87 亿元, 同比增长 1.13%。

点评:

- **3 季度营收继续上行, 归母净利润增速当年首次翻正。** 3 季度来看, 实现营收 230.67 亿, 延续 2 季度两位数同比增长, 达 11.76%; 值得注意的是: 单季度实现归母净利润 1.5 亿, 同比上涨 32%, 是今年首次单季度同比增长转正, 意味着疫情影响减弱, 公司盈利能力提升。毛利率维持相对稳定, 接近 4%。我们认为, 信创及云业务未来将助力公司提升毛利率及盈利能力。
- **信创业务能力获认可, 静待订单持续落地。** 信创业务开始于去年 11 月份与厦门签署的协议, 5 月份厦门的工厂已经下线了, 总产能为 10 万台服务器和 30 万台的 PC。在 2020 年 8 月 14 日发布的 2020-2021 年中国联通的通用服务器采购项目招标公告中, 公司基于鲲鹏处理器的鲲鹏服务器中标金额为 1.95 亿元, 我们认为公司国产服务器能力获得认可, 未来在运营商及其他行业招标中有进一步机会。随着鲲鹏等国产生态合作深入, 公司有望延伸打板等多种能力, 毛利率有进一步提升空间。
- **云服务业务继续扩大领先。** 公司业务细分为云管理服务(MSP)、数字化解决方案(ISV)、联合运营方案(SaaS Hosting)以及一站式云资源对接(AGG)业务; 毛利率均保持稳定, 云管理服务(MSP)为 50%左右, 数字化解决方案(ISV)为 80%左右, 一站式云资源对接业务为 9%左右。公司 2019 年云管理服务市场份额占比 6.9%, 排名第一。随着企业数字化进程推进, 催发云服务需求。我们认为公司属于低估值, 高成长标的, 作为鲲鹏生态核心参与者, 未来信创和云服务将带动公司整体毛利率水平。
- **盈利预测及假设:** 我们认为神州数码是国内领先的 IT 产品分销商, 受益于服务器市场持续需求。信创基石产品在国产化需求提升背景下未来可期, 公司联手华为发布基于鲲鹏生态产品。我们预计神州数码 2020-2022 年归母净利润分别为 7.11/11.40/16.14 亿元, 市盈率 P/E 为 24/15/10 倍。考虑公司: 1) 主营业务处于高景气度行业; 2) 持续开拓云服务应用市场; 3) 牵手华为, 打开信创市场; 公司具有打板能力, 未来信创业务毛利率或有进一步提升空间。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 1. 云业务推进不及预期; 2. 信创推进政策不及预期。

表 1: 神州数码重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
IT 分销 (亿元)	807.57	847.06	872.47	959.72	1055.69
增长率 YoY%	31.06%	4.89%	3.00%	10.00%	10.00%
云服务 (亿元)	5.81	15.31	30.61	56.16	104.69
增长率 YoY%	187.40%	163.42%	100.00%	90.00%	80.00%
自主品牌 (亿元)	5.10	5.53	6.09	6.69	7.36
增长率 YoY%	31.47%	8.53%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	0.10	0.14	0.19	0.27	0.37
增长率 YoY%	41.36%	33.30%	40.00%	40.00%	40.00%
信创业务	0.00	0.00	5.00	30.00	100.00
增长率 YoY%	0%	0%	0%	500.00%	233.33%
营业总收入 (亿元)	818.58	868.03	914.36	1054.84	1268.12
增长率 YoY%	31.6%	6.0%	5.3%	15.4%	20.2%
归属母公司净利润(亿元)	512	701	711	1,140	1,614
增长率 YoY%	-29.1%	36.9%	1.4%	60.3%	41.6%
毛利率%	4.0%	4.0%	4.6%	5.3%	5.9%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

EPS (元)

PE (倍)

证券简称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	2020E	2021E	2020E	2021E
紫光股份	000938.SZ	22.00	629.22	0.77	0.95	29	23
拓维信息	002261.SZ	6.90	75.95	0.08	0.11	86	63
东华软件	002065.SZ	9.13	284.44	0.34	0.43	27	21
浪潮信息	000977.SZ	30.50	443.38	0.92	1.25	33	24
平均						44	33
神州数码	000034.SZ	25.61	168.5	1.09	1.74	24	15

表 2: 可比公司估值

资料来源: 万得, 除神州数码为信达证券预测外, 其他预测来自万得一致预期, 股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

附录:

图 1 : 2019 年中国第三方云管理服务厂商市场份额占比



资料来源: IDC 中国, 信达证券研发中心

资产负债表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------	-------

单位:百万元

利润表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------	-------

单位:百万元

流动资产	20,301	23,355	24,346	26,583	30,668
货币资金	1,618	4,000	2,824	2,517	1,958
应收票据	1,204	341	856	890	1,014
应收账款	8,605	7,039	8,733	9,737	11,604
预付账款	1,732	1,802	2,029	2,250	2,698
存货	6,507	9,199	8,877	10,141	12,296
其他	635	975	1,026	1,049	1,099
非流动资产	5,684	6,065	6,773	7,274	7,815
长期股权投资	1,055	1,135	1,135	1,135	1,135
固定资产(合计)	170	152	189	210	235
无形资产	2,546	2,451	2,824	2,976	3,160
其他	1,913	2,328	2,625	2,954	3,285
资产总计	25,985	29,421	31,119	33,857	38,484
流动负债	20,313	22,511	23,496	25,091	28,098
短期借款	8,819	9,692	9,692	9,692	9,692
应付票据	2,574	3,559	3,364	3,895	4,707
应付账款	6,045	5,826	6,555	7,365	8,775
其他	2,875	3,435	3,886	4,140	4,925
非流动负债	1,826	2,535	2,535	2,535	2,535
长期借款	1,714	2,102	2,102	2,102	2,102
其他	112	433	433	433	433
负债合计	22,139	25,046	26,031	27,626	30,633
少数股东权益	5	3	5	7	11
归属母公司股东权益	3,841	4,372	5,083	6,224	7,839
负债和股东权益	25,985	29,421	31,119	33,857	38,484

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	81,858	86,803	91,436	105,484	126,812
同比(%)	31.6%	6.0%	5.3%	15.4%	20.2%
归属母公司净利润	512	701	711	1,141	1,616
同比(%)	-29.1%	36.9%	1.3%	60.5%	41.6%
毛利率(%)	4.0%	4.0%	4.6%	5.3%	5.9%
ROE%	13.3%	16.0%	14.0%	18.3%	20.6%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.07	1.09	1.74	2.47
P/E	17.17	18.51	23.57	14.68	10.37
P/B	2.29	2.97	3.30	2.69	2.14
EV/EBITDA	14.12	15.85	14.58	11.34	9.22

营业总收入	81,858	86,803	91,436	105,484	126,812
营业成本	78,562	83,317	87,201	99,905	119,269
营业税金及附加	82	82	96	106	128
销售费用	1,634	1,698	2,012	2,637	3,804
管理费用	259	264	265	295	342
研发费用	97	146	183	316	444
财务费用	577	490	744	756	758
减值损失合计	17	20	1	3	4
投资净收益	-38	60	-22	3	6
其他	15	35	1	10	25
营业利润	641	920	916	1,484	2,101
营业外收支	20	11	0	0	0
利润总额	662	931	916	1,484	2,101
所得税	145	230	203	341	483
净利润	516	702	713	1,143	1,617
少数股东损益	4	0	2	3	4
归属母公司净利润	512	701	711	1,140	1,614
EBITDA	1,287	1,346	1,801	2,344	2,944
EPS(当年)(元)	0.78	1.07	1.09	1.74	2.47

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	361	1,500	456	1,089	871
净利润	516	702	712	1,144	1,619
折旧摊销	63	50	122	120	120
财务费用	582	460	805	805	805
投资损失	38	-60	22	-3	-6
营运资金变动	-765	385	-1,181	-950	-1,637
其它	-73	-36	-24	-27	-31
投资活动现金流	-1,508	111	-827	-591	-625
资本支出	-1,425	-130	-806	-594	-631
长期投资	-103	207	0	0	0
其他	21	34	-22	3	6
筹资活动现金流	662	487	-805	-805	-805
吸收投资	0	31	0	0	0
借款	1,387	1,453	0	0	0
支付利息或股息	-704	-928	-805	-805	-805
现金流净增加额	-492	2,097	-1,177	-307	-559

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。