

合肥入股信创子公司估值百亿,神码有望迎来重估 买入 (维持)

2021 年 01 月 03 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

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	86,803	89,085	101,300	118,120
同比 (%)	6.0%	2.6%	13.7%	16.6%
归母净利润 (百万元)	701	741	1,059	1,558
同比 (%)	36.9%	5.6%	43.0%	47.1%
每股收益 (元/股)	1.06	1.12	1.61	2.36
P/E (倍)	20.18	19.10	13.36	9.08

事件: 1 月 3 日, 神州数码发布公告, 公司的全资子公司北京神州数码有限公司拟在合肥设立子公司作为公司信创总部, 合肥建投、合肥滨投、合肥滨湖金融拟合计投资 20 亿元人民币, 共同建设神州数码信创总部基地。

投资要点

■ **20 亿现金入股, 投后估值 100 亿:** 北京神码拟在合肥市滨湖科学城设立“神州数码信创控股有限公司 (筹)”, 作为公司信创总部, 通过重组承接上市公司信创业务。合肥建投、合肥滨投、合肥滨湖金融看好公司信创业务发展, 拟以现金出资的方式向标的公司共计投资 20 亿元人民币, 投资后合计占标的公司股权比例为 20%, 因此此轮投资投后估值达到 100 亿元。增资完成后, 北京神码持有标的公司的比例由 100%下降至 80%, 不会导致对标的公司控制权的变更。

■ **合肥与神码共振, 未来持续发力信创产业:** 公司引入合肥建投、合肥滨投、合肥滨湖金融, 有利于公司借助战略投资者的力量, 快速发展信创业务。同时公司将在合肥建设信创总部, 统一高效管理公司的信创业务。标的公司后续会设立“神州信创集团有限公司 (筹)”来承载信创产品的研发、生产及软件开发、软件适配等信创业务, 并在合肥市包河开发区建设信创生产基地; 设立“合肥神州数码有限公司 (筹)”承载神州数码华为企业级产品业务。

■ **信创和云计算双引擎高速运转:** 公司是华为鲲鹏生态的重要合作伙伴, 受益于鲲鹏服务器的性能和生态优势, 2020 年神州鲲鹏已中标联通服务器集采项目。随着明年行业信创进入到放量阶段, 神州鲲鹏订单规模将快速增加, 我们预计公司明年信创板块收入将达到 30 亿元。此外, 神州数码已是云计算运维领域市场份额第一, 过去两年均实现翻倍以上增长, 预计未来几年公司云运维业务复合增速仍有 70%以上。

■ **公司价值有望迎来重估:** 我们保守假设公司 2020、2021 年分销业务业绩分别为 5.5 (同比零增长)、6 亿元, 云业务利润实现近三位数增长分别为 1.2、2 亿元, 分别给予 15 倍、40 倍估值则对应 2020 年 130 亿市值支撑、2021 年 170 亿市值, 这是仅考虑 IT 分销和云运维、没有包括信创业务的估值。此次合肥以百亿估值入股公司信创产业, 对二级市场提供重要参考, 我们预计公司 2021 年神州鲲鹏服务器收入将达到 30 亿元。仅以神州数码信创控股模拟重组后的最近一年 2 亿利润对应 50 亿市值, 加总后公司 2021 年对应 220 亿元, 公司价值有望迎来重估。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年净利润 7.41/10.59/15.58 亿元, 分别对应 19/13/9 倍 PE。此次合肥入股公司信创业务带来公司价值重估机会, 公司作为国内 MSP 行业龙头, 云服务业务每年保持翻倍以上增长; 作为华为的核心合作伙伴有望在行业信创中持续放量, 看好公司在 2021 年的低估值和高增长, 目标市值 220 亿元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 鲲鹏产业链推进不及预期、云业务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.46
一年最低/最高价	18.53/36.66
市净率(倍)	3.16
流通 A 股市值(百万元)	10672.92

基础数据

每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	84.93
总股本(百万股)	659.46
流通 A 股(百万股)	497.34

相关研究

- 1、《神州数码 (000034): 三季度业绩亮眼, 云服务和信创进展顺利》2020-11-02
- 2、《神州数码 (000034): “芯”潮“鹏”湃, 神州鲲鹏打造云+鲲鹏新动能》2020-09-25
- 3、《神州数码 (000034): 云运维市场第一, 信创全面推进——估值优势已现》2020-08-31

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
流动资产	23,355	21,821	26,093	26,218	营业收入	86,803	89,085	101,300	118,120
现金	4,000	4,504	3,240	3,882	减:营业成本	83,317	85,323	96,647	111,985
应收账款	7,039	6,666	7,805	7,944	营业税金及附加	82	85	96	112
存货	9,199	6,885	11,334	9,777	营业费用	1,698	1,743	2,026	2,481
其他流动资产	3,118	3,766	3,715	4,615	管理费用	264	535	709	1,063
非流动资产	6,065	6,744	7,551	8,489	财务费用	490	526	533	536
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	332	497	658	加:投资净收益	60	45	55	59
在建工程	730	642	594	570	其他收益	37	6	4	12
无形资产	2,451	2,916	3,474	4,135	营业利润	920	923	1,348	2,014
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
资产总计	29,421	28,566	33,644	34,707	利润总额	931	939	1,361	2,029
流动负债	22,511	21,215	25,431	25,297	减:所得税费用	230	197	299	467
短期借款	9,692	9,692	9,692	9,692	少数股东损益	0	1	2	4
应付账款	5,826	6,331	7,439	8,516	归属母公司净利润	701	741	1,059	1,558
其他流动负债	6,993	5,192	8,300	7,090	EBIT	1,538	1,465	1,894	2,565
非流动负债	2,535	2,366	2,249	1,986	EBITDA	1,587	1,536	2,008	2,722
长期借款	2,102	1,934	1,816	1,554					
其他非流动负债	433	433	433	433					
负债合计	25,046	23,581	27,680	27,284					
少数股东权益	3	4	6	10					
归属母公司股东权益	4,372	4,981	5,958	7,413					
负债和股东权益	29,421	28,566	33,644	34,707					
现金流量表 (百万 元)					重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,500	2,091	238	2,489	每股收益(元)	1.06	1.12	1.61	2.36
投资活动现金流	111	-700	-861	-1,022	每股净资产(元)	6.63	7.55	9.03	11.24
筹资活动现金流	487	-887	-642	-824	发行在外股份(百万 股)	654	659	659	659
现金净增加额	2,097	504	-1,264	643	ROIC(%)	6.8%	6.6%	8.0%	10.1%
折旧和摊销	50	71	113	157	ROE(%)	16.0%	14.9%	17.8%	21.0%
资本开支	132	554	671	798		4.0%	4.2%	4.6%	5.2%
营运资本变动	385	802	-1,410	305	毛利率(%)				
					销售净利率(%)	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%
					资产负债率(%)	85.1%	82.6%	82.3%	78.6%
					收入增长率(%)	6.0%	2.6%	13.7%	16.6%
					净利润增长率(%)	36.9%	5.6%	43.0%	47.1%
					P/E	20.18	19.10	13.36	9.08
					P/B	3.24	2.84	2.38	1.91
					EV/EBITDA	14.37	14.38	11.62	8.27

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>