

方正证券研究所证券研究报告

神州数码(000034)

公司研究

计算机行业

公司跟踪报告

2019.08.19/强烈推荐(维持)

计算机分析师 安永平
 执业证书编号: S1220516080007
 TEL: 010-68584831
 E-mail anyongping@foundersec.com

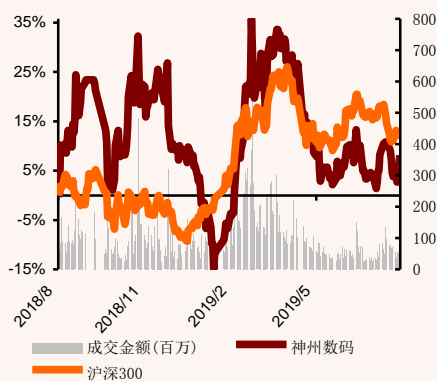
计算机分析师: 翟炜
 执业证书编号: S1220517120005
 TEL: 13581945259
 E-mail zhaiwei@foundersec.com

联系人:

TEL:

E-mail:

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《业绩稳定增长，云服务业务前景广阔》

2019.04.29

《扣非净利润高增长，云服务业务前景广阔》

2019.03.28

《签订行业专有云服务大单，云计算业务持续推进》2019.01.07

请务必阅读最后特别声明与免责条款

※ 中报数据良好，业绩持续增长。

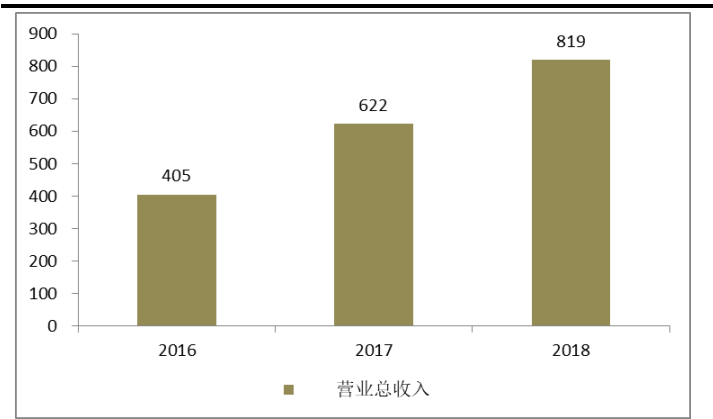
公司19年半年业绩快报显示，公司上半年实现营收423.36亿元，同比增长28.11%，归属于上市公司股东的净利润3.96亿元，同比增长48.16%。若扣除出售嘉和美康股权所取得的非经常性收益，预计公司业绩增长也将超过20%，表现良好。这主要得益于：一方面公司基于分销龙头地位不断丰富扩张传统分销业务边界，保证分销业务收入利润稳步提升；另一方面，随着国内企业数字化转型快速推进，云服务业务增长强劲，高毛利率业务占比不断提高。

※ 战略清晰，持续成长。

神州数码始终坚持“内生+外延”双轮驱动的战略，深入布局云产业，公司持续推进与AWS的合作，发力MSP（云管理服务）领域，以客户需求为出发点，全方位提供咨询、迁移、运维、部署等专业MSP服务。

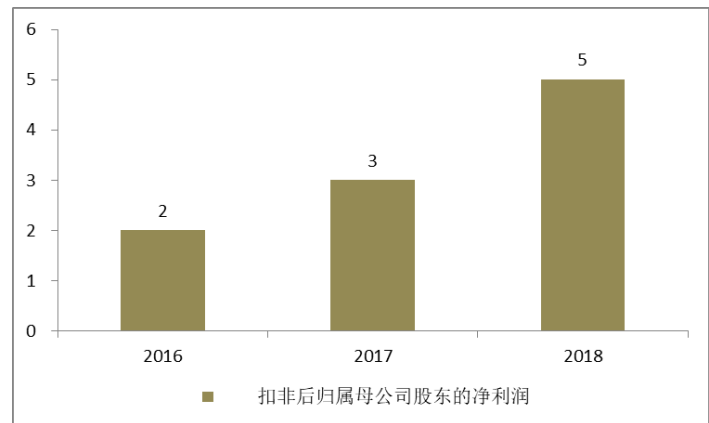
2016年公司借壳上市后，业绩保持稳健增长。三年来公司营业总收入复合增长率达31.57%，归母净利润（扣非后）增长率达39.97%。

图表1：借壳上市以来收入增长（单位：亿元）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图2: 借壳上市以来公司扣非归母净利润(单位:亿元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

※ 传统分销业务稳定增长, 超市场预期。

公司回归 A 股以来, 市场普遍预期公司分销业务将会遭遇成长瓶颈, 但实际上, 近年来, 公司分销业务依然保持较高速增长。2018 年公司营业收入同比增长 31.57%, 主要由分销业务增长拉动所致。18 年公司 IT 分销及增值服务业务同比增长 31.06%, 其中消费电子业务收入同比增长 40.36%, 企业增值服务同比增长 15.24%。

分销业务超预期增长, 主要原因是公司分销的边界不断扩大。神州数码多年蝉联分销行业龙头, 渠道覆盖国内 1000 余座城市, 拥有 30000 余家合作伙伴。基于这一渠道优势, 公司不断抓住增量机会, 扩大分销边界。例如, 公司分销产品已经扩展至芯片等多类型产品, 完成从品牌到品类的业务架构调整; 华为企业级业务同比增长 35%, 厂商份额持续提升; 海外直销品牌戴尔利用公司的分销渠道发展中国市场, 保持公司份额的绝对领先。随着分销业务的边界不断扩大, 公司分销业务有望保持持续增长。

※ 坚定转型, 云服务迅猛发展。

2017 年全面云转型以来, 神州数码在云服务领域全面布局, 已成为国内少数拥有云领域全牌照、资质, 并可以在多云环境下实现 MSP 服务及数字化应用开发的企业。

目前, 神州数码在各细分领域都已拥有多项实践成果, 先后推出了 ImCloud 智能云管理平台解决方案、零售大数据、TDMP 数据脱敏、车联网等多个实际场景应用解决方案, 有效解决企业数字转型痛点。2018 年, 公司云计算业务营收 5.81 亿元, 同比增长 187.41%。其中, 云管理服务 (MSP) 同比增长 85.02%, 毛利率 52.59%, 续单率高于 90%; 云上数字化解决方案 (ISV) 同比增长 63.02%, 毛利率 83.43%。

※ 推出股权激励计划, 彰显增长信心。

为充分调动员工的积极性和创造性, 神州数码推出股权激励计划, 拟在满足条件时向公司 (含下属控股子公司) 的董事、高管及核心技术 (业务) 人员授予股票期权或限制性股票。目前, 2019 年股票激励计划首次授予登记完成, 授予 239 人 507.50 万股限制性股票, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.78%, 授予价格为 7.82 元/股, 市价约 13

元/股。

树立高业绩目标，彰显增长信心。本次股票期权激励计划行权期的业绩考核目标为以 2018 年净利润为基数，2019、2020、2021 年的净利润增长率不低于 20%、45%、75%，目标设置较高，表明公司对未来业绩增长的信心和决心。

※ 大数据业务：落地场景应用，扩大市场份额。

智能化融合发展趋势下，神州数码不断发展大数据业务，致力于运用大数据技术对行业数据进行收集、分析和反馈，提供相关软件和服务，赋能各行业数字化转型。目前，企业以大数据等新兴技术为支撑，深度融合技术与业务，已帮助医疗、物流、金融、政企、电信、制造等多行业企业用户提供相关软件开发和服务，加速行业科技转型。随着客户需求的不断提高，先进技术不断落地，大数据业务收入将会持续稳定增长。公司大数据业务为纯软件类业务，高毛利，产品化程度高，预计 19 年可取得上亿收入。

※ 利用渠道优势，拓展海外 SaaS 业务代销业务。

海外 SaaS 市场广阔，各类型 SaaS 应用十分成熟，但大部分中小 SaaS 企业由于缺乏本地化经验及客户基础，且抗风险能力较弱，未能直接进入中国市场。神州数码作为中国分销行业龙头，具有巨大的渠道优势和 IT 品牌优势，积累了多行业优质客户资源，用户粘性极高，因而赢得国外众多 SaaS 厂商的青睐。目前，公司已成为 Nutanix 超融合&企业云解决方案在中国的最新增值分销商，开启代理海外 SaaS 产品进入中国市场的新业务。

投资建议：公司传统业务稳健增长，云业务进展顺利且后劲十足，未来有望进一步扩大收入和利润规模，我们预计公司 19-21 年实现净利润 6.4、7.8、9.3 亿，对应当前市值的 PE 为 15、12、10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：分销业务下滑；云计算转型低于预期；大数据等新业务发展不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	81,858.0	94,136.7	108,257.2	124,495.8
(+/-) (%)	31.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	512.41	636.38	776.19	932.38
(+/-) (%)	-29.1%	24.2%	22.0%	20.1%
EPS(元)	0.78	0.97	1.19	1.43
P/E	18.07	14.54	11.93	9.93

数据来源：wind 方正证券研究所 数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20,301.29	21,251.59	25,155.34	28,045.82	营业总收入	81,858.05	94,136.76	108,257.28	124,495.87
现金	1,618.16	0.00	0.00	0.00	营业成本	78,561.59	90,345.82	103,897.70	119,482.35
应收账款	9,808.60	10,038.91	12,298.51	13,747.87	营业税金及附加	81.95	131.79	162.39	186.74
其它应收款	219.79	313.99	362.61	390.92	营业费用	1,633.92	2,353.42	2,684.78	3,050.15
预付账款	1,732.05	3,273.07	3,080.51	3,501.82	管理费用	259.43	470.68	519.63	560.23
存货	6,507.07	7,209.99	8,998.09	9,989.58	财务费用	674.28	0.00	0.00	0.00
其他	415.62	415.62	415.62	415.62	资产减值损失	16.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5,684.16	5,946.71	6,209.25	6,471.80	公允价值变动收益	3.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,054.52	1,054.52	1,054.52	1,054.52	投资净收益	59.17	10.00	22.00	22.00
固定资产	170.34	170.34	170.34	170.34	营业利润	641.37	774.49	936.87	1,147.00
无形资产	2,546.11	2,546.11	2,546.11	2,546.11	营业外收入	28.42	12.00	22.00	22.00
其他	1,913.18	2,175.72	2,438.27	2,700.82	营业外支出	8.28	2.00	2.00	2.00
资产总计	25,985.45	27,198.29	31,364.59	34,517.63	利润总额	661.51	784.49	956.87	1,167.00
流动负债	20,325.29	20,906.98	24,294.76	26,511.78	所得税	145.48	147.08	178.35	230.98
短期借款	8,806.30	7,213.49	7,963.51	8,844.27	净利润	516.03	637.42	778.52	936.01
应付账款	8,618.71	8,954.02	10,944.89	12,208.02	少数股东损益	3.62	1.03	2.34	3.63
其他	2,900.28	4,739.48	5,386.37	5,459.49	归属母公司净利润	512.41	636.38	776.19	932.38
非流动负债	1,813.67	1,813.67	1,813.67	1,813.67	EBITDA	1,287.20	731.49	862.87	1,067.00
长期借款	1,710.00	1,710.00	1,710.00	1,710.00	EPS (元)	0.78	0.97	1.19	1.43
其他	103.67	103.67	103.67	103.67					
负债合计	22,138.96	22,720.65	26,108.43	28,325.45	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	5.04	6.08	8.41	12.04	成长能力				
股本	654.07	654.07	654.07	654.07	营业收入	31.6%	15.0%	15.0%	15.0%
资本公积	2,380.34	2,380.34	2,380.34	2,380.34	营业利润	30.6%	20.8%	21.0%	22.4%
留存收益	807.03	1,437.15	2,213.34	3,145.72	归属母公司净利润	-29.1%	24.2%	22.0%	20.1%
归属母公司股东权益	3,841.45	4,471.56	5,247.75	6,180.13	获利能力				
负债和股东权益	25,985.45	27,198.29	31,364.59	34,517.63	毛利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
					净利率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
					ROE	13.3%	14.2%	14.8%	15.1%
					ROIC	7.3%	4.3%	4.6%	5.0%
					偿债能力				
					资产负债率	85.2%	83.5%	83.2%	82.1%
					净负债比率	17.4%	19.7%	20.1%	21.9%
					流动比率	1.00	1.02	1.04	1.06
					速动比率	0.59	0.52	0.54	0.55
					营运能力				
					总资产周转率	3.26	3.54	3.70	3.78
					应收账款周转率	9.01	9.38	8.80	9.06
					应付账款周转率	9.80	10.09	9.49	9.06
					每股指标(元)				
					每股收益	0.78	0.97	1.19	1.43
					每股经营现金	0.55	0.34	-0.81	-1.01
					每股净资产	5.87	6.84	8.02	9.45
					估值比率				
					P/E	18.07	14.54	11.93	9.93
					P/B	2.29	2.12	1.81	1.53
					EV/EBITDA	14.12	25.82	22.76	19.23

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com