创新技术与企业服务研究中心

神州数码 (000034.SZ) 买入（维持评级）

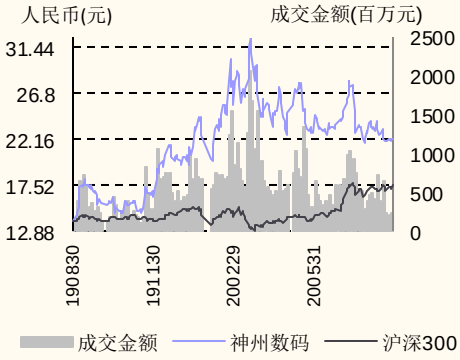
公司点评

市场价格（人民币）：22.34 元

云业务大幅增长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.54
已上市流通 A 股(亿股)	4.92
总市值(亿元)	146.12
年内股价最高最低(元)	24.12/21.96
沪深 300 指数	4844
深证成指	13851



相关报告

1.《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

2.《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

3.《神州数码的三个预期差-公司事件点评》，2020.3.15

4.《云服务及鲲鹏业务双引擎-神州数码深度报告》，2020.2.27

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	103,931	123,475	137,665
营业收入增长率	31.57%	6.04%	19.73%	18.81%	11.49%
归母净利润(百万元)	512	701	1,048	1,384	1,793
归母净利润增长率	-29.12%	36.89%	49.44%	32.02%	29.58%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.07	1.60	2.12	2.74
每股经营性现金流净额	3.46	-0.44	1.97	2.21	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.34%	16.04%	19.31%	20.29%	20.81%
P/E	17	19	14	11	8
P/B	2.29	2.97	2.69	2.14	1.70

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年半年报。报告期内实现营业收入 406.21 亿元，同比下降 4.05%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比下降 38.55%；扣非后归母净利润为 3.05 亿元，同比增长 2.12%；经营性活动净现金流为 8.42 亿元，同比增长 433.59%。

点评

- **Q2 环比大幅增长，H1 扣非净利润已恢复正增长。**随着国内疫情逐步平复，公司积极展开复工复产，Q2 营收环比增长 26.10%，归母扣非净利润环比增长 69.05%至 1.92 亿元。受益于 Q2 业务大幅改善，上半年公司主营业务已恢复到疫情前水平，H1 整体扣非净利润实现同比增长，同时，公司经营净现金流 8.42 亿元，同比增长 433.59%。上半年公司持续加大对云和信创业务的投入，半年累计研发投入 0.63 亿元，同比增长近 40%，公司云和信创业务稳步推进。
- **云服务高速增长，问鼎中国 MSP 市场第一。**报告期内，公司云业务实现收入 10.38 亿元，其中云转售业务实现营收 9.41 亿元，云管理服务和数字化解决方案实现营收 0.97 亿元，整体实现同比 88%增速。公司获得 IDC2019 中国 MSP 云管理服务市场份额第一，并持续加大领先优势。报告期内，公司进一步拓宽以 AWS、Azure、阿里云为核心的云合作伙伴生态，扩大“3A”TOP 级合作伙伴优势，并且不断加强与华为云、腾讯云、移动云、京东智联云等主流云厂商持续深度合作。
- **信创业务成果卓越。**上半年，公司率先展开信创领域的全新布局，成为鲲鹏计算产业生态的核心成员之一，并取得多个维度的落地成果。4 月，公司首个基于鲲鹏处理器的自主品牌服务器和 PC 生产基地在厦门正式落成投产，并实现行业端的营销突破及产品交付，且与麒麟软件、统信软件等 15 家合作伙伴分别签署合作协议，展开在数据库、操作系统、存储等多个领域的深度合作。与此同时，神州数码也着力加强了与天津飞腾、成都申威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，积极推动信创业务的全方位布局和国产算力产业的协同发展。

盈利预测

- 预计公司 2020-2022 实现净利润 10.5、13.8、17.9 亿元，对应 PE 分别为 15、12、9 倍，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。

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**	**103,931**	**123,475**	**137,665**
增长率		31.6%	6.0%	19.7%	18.8%	11.5%
主营业务成本	-59,291	-78,562	-83,317	-99,102	-116,962	-129,621
%销售收入	95.3%	96.0%	96.0%	95.4%	94.7%	94.2%
毛利	2,925	3,296	3,487	4,829	6,514	8,044
%销售收入	4.7%	4.0%	4.0%	4.6%	5.3%	5.8%
营业税金及附加	-90	-82	-82	-114	-148	-206
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
销售费用	-1,613	-1,634	-1,698	-2,266	-3,272	-4,061
%销售收入	2.6%	2.0%	2.0%	2.2%	2.7%	3.0%
管理费用	-368	-259	-264	-301	-457	-551
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
研发费用	0	-97	-146	-164	-247	-319
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润（EBIT）	854	1,224	1,296	1,983	2,390	2,907
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.9%	1.9%	2.1%
财务费用	-244	-674	-490	-681	-650	-588
%销售收入	0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%
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%	0.4%	1.7%	1.3%
营业利润	491	641	920	1,297	1,760	2,338
营业利润率	0.8%	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%
营业外收支	362	20	11	23	22	22
税前利润	853	662	931	1,320	1,782	2,360
利润率	1.4%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%
所得税	-129	-145	-230	-277	-397	-567
所得税率	15.2%	22.0%	24.7%	21.0%	22.3%	24.0%
净利润	723	516	702	1,043	1,384	1,794
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**	**1,048**	**1,384**	**1,793**
净利率	1.2%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	723	516	702	1,043	1,384	1,794
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	758	655	612
营运资金变动	-665	1,055	-1,411	-559	-640	1
经营活动现金净流	**483**	**2,263**	**-288**	**1,288**	**1,443**	**2,450**
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	-1,324	-164	-1,400
其他	-15	-28	-70	-754	-719	-668
筹资活动现金净流	**3,504**	**1,359**	**1,414**	**-2,070**	**-879**	**-2,063**
现金净流量	**2,961**	**3,540**	**1,367**	**-934**	**578**	**415**

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	3,066	3,643	4,059
应收款项	8,598	10,028	7,955	10,990	12,628	13,439
存货	6,756	6,507	9,199	8,145	9,325	10,015
其他流动资产	2,039	2,148	2,202	2,439	2,690	2,894
流动资产	19,067	20,301	23,355	24,641	28,287	30,407
%总资产	78.6%	78.1%	79.4%	80.1%	82.2%	83.2%
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%	3.4%	3.0%	2.9%
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%	19.9%	17.8%	16.8%
资产总计	**24,273**	**25,985**	**29,421**	**30,773**	**34,425**	**36,530**
短期借款	8,357	9,267	10,236	9,111	8,870	7,385
应付款项	10,475	10,374	11,503	12,956	15,072	16,387
其他流动负债	770	684	773	974	1,283	1,675
流动负债	19,602	20,325	22,511	23,041	25,225	25,447
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**	**25,346**	**27,607**	**27,913**
普通股股东权益	**3,350**	**3,841**	**4,372**	**5,428**	**6,820**	**8,618**
其中：股本	654	654	654	654	654	654
未分配利润	247	717	1,262	2,310	3,694	5,487
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**	**30,773**	**34,425**	**36,530**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.105	0.783	1.072	1.603	2.116	2.742
每股净资产	5.122	5.873	6.685	8.299	10.426	13.176
每股经营现金净流	0.739	3.460	-0.440	1.969	2.206	3.745
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%	19.31%	20.29%	20.81%
总资产收益率	2.98%	1.97%	2.38%	3.41%	4.02%	4.91%
投入资本收益率	5.59%	6.41%	5.80%	9.32%	10.29%	11.98%
增长率						
主营业务收入增长率	53.50%	31.57%	6.04%	19.73%	18.81%	11.49%
EBIT增长率	94.77%	43.32%	5.85%	53.00%	20.51%	21.63%
净利润增长率	44.95%	-29.12%	36.89%	49.44%	32.02%	29.58%
总资产增长率	45.46%	7.05%	13.22%	4.59%	11.87%	6.12%
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	0.4	0.2	0.1
偿债能力						
净负债/股东权益	233.57%	243.31%	190.44%	151.87%	110.02%	65.98%
EBIT利息保障倍数	3.5	1.8	2.6	2.9	3.7	4.9
资产负债率	86.17%	85.20%	85.13%	82.37%	80.20%	76.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

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

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

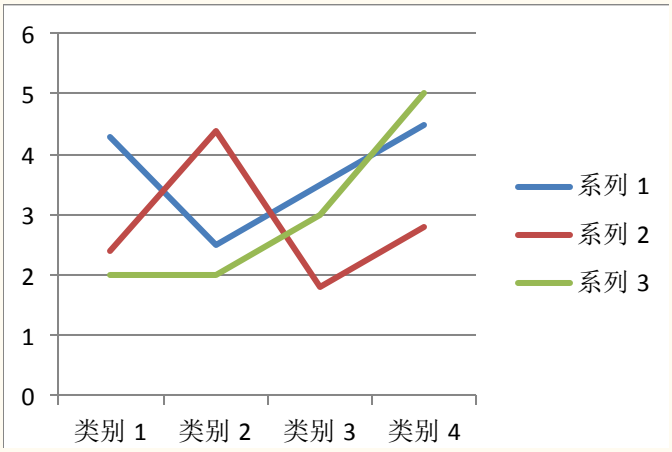
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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