

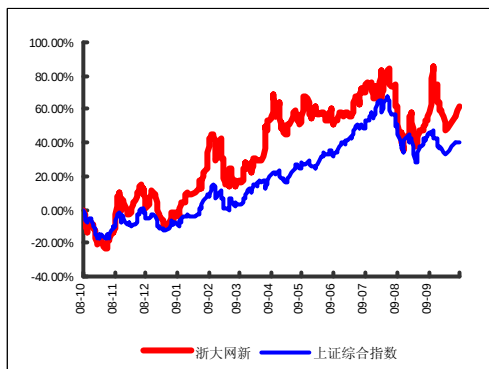
6-12个月目标价

当前股价	5.75 元
投资评级	持有

基础数据

上证指数	2936.19
总股本(百万)	813.04
流通A股(百万股)	813.04
流通B股(百万股)	0
流通A股市值(百万)	4674.98
总市值(百万)	4674.98
每股净资产(元)	1.95
ROE(09H1)	5.12%
资产负债率	58.68%
动态市盈率	24.63
市净率	2.82

近一年股价表现



研究员: 薄小明

电话: 0755-83689707

Email: xiaoming.bo@hotmail.com

报告日期: 2009.10.13

江南金融研究所:

联系人: 邱野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

近日,我们对浙大网新进行了实地调研,就公司今年以来的经营情况和发展战略等进行了深入交流。

投资要点:

- 2009年上半年,公司顺利完成机电资产重组,将主营业务集中到IT应用服务和外包两大领域,其中IT应用服务又包括分销集成和应用软件及服务两方面。由于设备分销业务盈利能力低下,公司目前规划的主要业务方向包括对美、对日软件外包和以智能城市为主的信息化解决方案。
- 分销集成是公司的传统优势业务。公司是国内最大的网络分销商,中国信息产品分销领域四强,系统集成业务位居中国网络集成领域前三名。目前该业务处于成熟期,占公司营业收入的比重在70%以上,但资金占用多、发展潜力有限,毛利率仅在4-5%左右,拖累了公司整体的业绩表现。公司从04年开始限制分销业务的规模,不再追加投入,同时推进其从卖产品向以咨询与服务为中心的商业模式全面转型,提高盈利能力。
- 在应用软件与服务领域,公司以社保、电子政务、电力、电信、金融等行业为重点,但业务较为散乱,稳定性差,没有形成拳头产品。今后公司将重点围绕面向政府管理与服务的智能城市领域,在市民卡、社会保障、数字城管与运维、企业电子执照、政府数据与目录交换体系等解决方案优势地位的基础上,通过实施整合式营销,主推智能城市的解决方案,将其打造为公司的优势产品;同时推进业务模式从项目承接向提供持续运营服务转变,与政府合作共同运营项目,成为智能城市的运营商。
- 公司是国内对日软件出口四强,拥有成熟的对日软件开发与出口的经验 and 渠道,毛利率在40%左右。日本经济受金融危机冲击较大,日本企业对外软件外包订单负增长显著。从08年四季度开始,公司对日软件外包业务大幅下滑,幅度达30%,一季度更是出现了连续两月的亏损,团队规模也从750人下降到了650人左右。预计对日外包业务要到明年一季度以后才能出现好转,考虑到公司今年收购了一个150人的日本团队,对日外包业务全年下滑的幅度不会太大。
- 公司对美外包业务位列国内前五名,是发展的重点之一。目前该业务主要依赖道富和微软两大客户,毛利率达到50%左右。由于道富今年并没有降低IT预算,公司对美外包业务基本没有受到金融危机的影响。道富给网新的单子约在1000万美元左右,增长比较缓慢,幅度在10-20%之间。公司近期加大了对美外包的拓展力度,成立网新美国,成功开拓了PFS、UCB、AIG、SAP等高端客户,预计对美外包业务今年能够实现15%左右的增长。
- 公司分销业务盈利稳定,业绩成长主要依靠外包业务的增长。去除机电业务重组带来的1.26亿元投资收益后,公司上半年实际上处于亏损状态,短期内也缺乏确定性强的增长点。预计公司2009-2011年EPS分别为0.23元、0.16元、0.2元,给予“持有”的投资评级。

财务数据与估值

盈利预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5248.70	4618.86	4988.37	5487.20
(+/-%)	-3.62%	-12.00%	8.00%	10.00%
净利润(百万元)	71.50	189.80	132.88	160.48
(+/-%)	-53.05%	165.47%	-29.99%	20.77%
EPS(元)	0.09	0.23	0.16	0.20
P/E(倍)	65.39	24.63	35.18	29.13
P/B(倍)	3.23	2.82	2.66	2.48

资料来源: 江南金融研究所

表1 浙大网新财务报表与财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3703	3176	3442	3721	营业收入	5249	4619	4988	5487
现金	1079	1009	1103	1106	营业成本	4613	4088	4390	4801
应收账款	1084	806	920	1035	营业税金及附加	28	22	24	28
其他应收款	291	265	281	310	营业费用	167	138	149	168
预付账款	542	432	454	523	管理费用	272	211	235	264
存货	684	659	676	743	财务费用	64	27	30	33
其他流动资产	23	6	7	6	资产减值损失	64	65	68	70
非流动资产	686	662	607	563	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	275	282	282	282	投资净收益	31	150	50	50
固定资产	261	231	200	169	营业利润	70	217	144	179
无形资产	47	33	19	5	营业外收入	28	27	28	28
其他非流动资产	102	116	106	107	营业外支出	3	5	5	4
资产总计	4389	3838	4048	4283	利润总额	94	240	168	203
流动负债	2661	1894	1994	2084	所得税	17	36	25	30
短期借款	691	691	691	691	净利润	77	204	143	172
应付账款	893	690	776	863	少数股东损益	6	14	10	12
其他流动负债	1076	512	527	529	归属母公司净利润	71	190	133	160
非流动负债	174	164	170	169	EBITDA	181	290	217	251
长期借款	147	147	147	147	EPS (元)	0.09	0.23	0.16	0.20
其他非流动负债	27	17	23	22	主要财务比率				
负债合计	2835	2058	2164	2253	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	105	119	129	141	成长能力				
股本	813	813	813	813	营业收入	-3.6%	-12.0%	8.0%	10.0%
资本公积	109	109	109	109	营业利润	-58.7%	212.8%	-33.6%	24.2%
留存收益	557	738	833	967	归属于母公司净利润	-53.1%	165.5%	-30.0%	20.8%
归属母公司股东权益	1449	1660	1755	1889	获利能力				
负债和股东权益	4389	3838	4048	4283	毛利率(%)	12.1%	11.5%	12.0%	12.5%
现金流量表					净利率(%)	1.4%	4.1%	2.7%	2.9%
单位: 百万元					ROE(%)	4.9%	11.4%	7.6%	8.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	10.3%	15.6%	10.7%	11.7%
经营活动现金流	211	-179	110	6	偿债能力				
净利润	77	204	143	172	资产负债率(%)	64.6%	53.6%	53.5%	52.6%
折旧摊销	47	45	45	45	净负债比率(%)	29.57%	40.73%	38.74%	37.20%
财务费用	64	27	27	27	流动比率	1.39	1.68	1.73	1.79
投资损失	-31	-150	-50	-50	速动比率	1.13	1.33	1.39	1.43
营运资金变动	3	-246	-91	-205	营运能力				
其他经营现金流	50	-59	35	16	总资产周转率	1.22	1.12	1.27	1.32
投资活动现金流	-88	150	50	50	应收账款周转率	5	4	5	5
资本支出	154	0	0	0	应付账款周转率	5.42	5.16	5.99	5.86
长期投资	33	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	99	150	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.23	0.16	0.20
筹资活动现金流	-93	-42	-65	-53	每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	-0.22	0.14	0.01
短期借款	-4	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.78	2.04	2.16	2.32
长期借款	42	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	65.39	24.63	35.18	29.13
资本公积增加	-5	0	0	0	P/B	3.23	2.82	2.66	2.48
其他筹资现金流	-126	-42	-65	-53	EV/EBITDA	23	15	20	17
现金净增加额	17	-71	95	2					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站: <http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003