

2009-12-22

计算机软硬件

浙大网新 600797.SH

调整巩固，徐图大计

- ◇ 调研地点：杭州
- ◇ 拜访对象：浙大网新董秘

◆ 2009-2010 年是以调整巩固为主的时期

传统上公司的业务比较驳杂，既包括软件外包与服务，又包括毛利率较低的硬件渠道分销、机电总包等。今年 4 月公司成功分拆了机电总包业务，关于渠道分销的分拆也在战略之中。公司向软件外包商的转型还在进行之中，明年仍然是一个调整巩固之年，业绩的爆发还需要等待对美外包的回暖和国内外包市场的崛起。

◆ 对日外包谷底反弹，对美外包平稳增长

我们从公司了解到，对日外包从谷底开始反弹，第三季度以来公司人员开工率不断提高，估计明年将持续回暖。对美外包今年平稳增长，公司手头的订单和意向性合约增速较快。虽然对美金融业务受到经济危机的影响较大，但是公司在传媒、医疗等行业的开拓已经取得进展，对金融业的依赖将逐步降低。

◆ 智能城市和银行业务有望成为国内业务亮点

公司的软件外包与服务收入仍然有超过 2/3 来自国内，客户包括银行、电信、政府等。公司在智能城市（包括市民卡、智能公交、智能城管等）领域布局完善，除了在杭州获得订单之外，其市民卡在其他几个省份也有试水，但未来收入贡献还很不确定。国内银行的外包业务也是公司下一步发展的重点。

◆ 管理费率高居不下，现金流有望改善

今年前三季度管理费率同比上升 1.5 个百分点；公司表示主要是由于研发费用上升以及搬迁到新办公楼产生的相关费用，明年不太可能下降。我们认为随着公司重心转向软件外包，销售与管理费率的长期趋势是上升；与此同时，现金流状况将有所好转，渠道分销占用的资金比重将持续降低。

◆ 首次评级“中性”，目标价格 6.30 元

我们对 2009-2011 年 EPS 的预测为 0.19, 0.22 和 0.30 元。考虑到公司 2010-2013 年的净利润增长率为 28.5%，赋予其 1 倍 P/E/G，即 28.5 倍 2010 年 P/E，得出目标价格 6.30 元，首次评级“中性”。我们看好公司软件外包业务的长期前景，但是短期的不确定性太多，投资者应等待调整巩固完成之后介入。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	5,446	5,249	4,713	5,012	3,859
营业收入增长率	10.19%	-3.62%	-10.21%	6.35%	-23.01%
净利润（百万元）	152	71	175	195	267
净利润增长率	24.62%	-53.05%	145.34%	11.29%	36.69%
EPS（元）	0.19	0.09	0.19	0.22	0.30
ROE	11.20%	4.95%	10.59%	10.95%	13.38%
P/E	35	74	33	30	22
P/B	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	19	32	22	19	13

首次

中性

当前价格	6.53 元
目标价格	6.30 元
目标期限	6 个月

分析师：

裴培

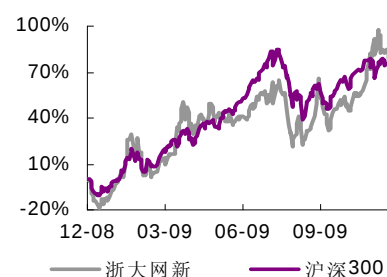
021-22169043

peipei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	813
总市值(百万元)	5,277
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	7.99/3.18
近 3 月日均成交量(百万股)	26.49
主要股东	浙江浙大网 新集团有限 公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.47	1.80	1.48
绝对收益	-3.42	7.80	66.76

相关报告：

软件与服务：行业复苏态势趋于稳定
..... 2009-12-02

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司的业务结构调整仍在进行之中

在历史上，浙大网新的业务包括软件外包与服务、网络设备与终端分销、机电总包三大块，其中后两块毛利率微薄、发展前景有限，公司的成长性主要体现在软件外包上。今年4月，公司完成了机电总包业务的分拆，置换为众合机电(000925)的32.05%股权，在调整业务结构方面踏出了重要一步。我们了解到，分拆渠道分销业务早已纳入公司的长期战略规划；公司近几年在控制渠道分销所占据的资源，并且计划逐步分拆该项业务。但是分拆计划还处在初期，日程表、分拆方式和出售对象都还没有确定，我们认为最早也要到明年下半年才有一定成果。

近两年公司大力开拓对美和国内软件外包市场，在美子公司已经建立了较强的客户关系，在国内的电信、银行、政府、电力和医疗等重点行业也有了大的布局。然而，公司在外包领域仍处在开拓期，业绩爆发还需要一定时间。我们认为“调整巩固”仍是2010年的主题。

图表 1：浙大网新主要收入构成

产品/服务种类	毛利率	主要客户	2009 年 预计收入	2010-12 年 预计 CAGR
网络设备与终端的渠道分销	4.5-5%	IT 零售商, 企业和个人	33-36 亿	逐步剥离
机电总包	18-19%	大型工业企业	1.96 亿	已经剥离
国内软件外包	30-40%	电信、金融、政府、电力、医疗	7-7.5 亿	30-40%
对美软件外包	30-45%	金融、传媒、医疗等	1.3 亿左右	35-40%
对日软件外包	20-35%	制造业、金融等	1 亿左右	20-25%

资料来源：光大证券研究所

对日外包谷底反弹，对美外包平稳增长

公司的对日外包业务今年受到金融危机影响较大，全年可能下降30%以上；但是公司表示第三季度以后对日外包开工率不断上升，可能增加员工，这是今年从未有过的现象。日本经济已经有所回暖，尤其是重型制造业的IT外包需求增加较快；我们预计明年公司的对日外包将增长30-40%，基本回到2008年的水平。

对美外包受到金融危机的影响较小，公司认为今年仍能保持10%左右的增长，目前手头的订单和意向性合约增速都较快。除了传统的金融外包，公司在传媒、医疗等行业也争取到了一些优质客户的合作意向。鉴于对美外包的特点是前期审查比较严格，一旦展开合作之后的发展空间很大，我们认为2010-2012年公司的对美外包业务将进入收获期，收入的复合增速接近40%，毛利率亦高于对日业务。

2008年，公司对美外包的收入已经超过对日外包，我们预计今年对美外包收入将超过对日外包30%左右。因为美国发包方态度比较开放，中国厂商只要具备足够的执行能力，更容易拿到较大的、毛利率较高的订单，不像对日外包一般只能从日本总包商手中拿到分拆的订单。公司对美布局完善，立足点较高，这将成为公司的长期核心竞争优势。

长期发展看国内银行和智能城市业务

虽然外包出口增速明显，但是目前公司软件外包收入的2/3以上仍然来

自国内外包。公司在电信领域近年上升势头明显，金融领域以小银行的外围 IT 系统为主，电力方面进入了国网 SG186 工程。公司认为国内银行的外包市场前景仍很广阔，可能成为下一步的战略重点。

在智能城市（包括市民卡、智能公交、智能城管等）领域，公司具备强大的技术实力和比较完整的产业链布局，从核心技术、应用产品到运营都可以涉猎。其中市民卡已经取得较大的进展，除了在杭州中标之外，全国还有 6-8 个城市采用公司的产品；但是这块业务的主要前景在后续的运营，目前还没有到收获期。智能交通方面，公司也正在切入。由于智能城市业务受到地方政府的影响较大，而且盈利模式还很不确定，虽然长期前景广阔，但 1-2 年内对收入的贡献还很有限。

我们认为明年国内外包仍然要看电信（3G 投资）、金融（争取进入银行核心业务领域）、电力（SG ERP 和发电企业信息化）和医疗（HIS 和与医保相关的信息系统）四大行业的表现，其中金融方面可能通过并购实现外生式增长。智能城市是长期的主题，而非短期业绩驱动因素。

管理费率居高不下，现金流有望改善

今年前三季度，公司管理费率为 6.7%，同比上升 1.5 个百分点。我们从公司了解到，这主要是由于研发开支同比上升约 40%，以及搬迁到新办公楼之后产生的交通、物业等费用；明年管理费率下降的可能性不大。我们认为随着业务重心转向软件外包与服务，销售、管理费率的上升是必然趋势，其影响将被毛利率的上升抵消。

公司今年的现金流有一定削弱，主要是由于出售机电总包业务带来的流动资产调整，以及宏观经济对渠道销售造成的影响。公司正在通过各种手段加强资产负债表和现金流的健康程度（例如即将审议的发行短期融资券事宜）。我们认为，随着公司在长期逐步剥离渠道分销业务，存货、应收账款等占资产的比例将不断降低，经营现金流将持续好转。

首次评级“中性”，目标价格 6.30 元

图表 2：公司主营业务指标及预测（单位：百万元）

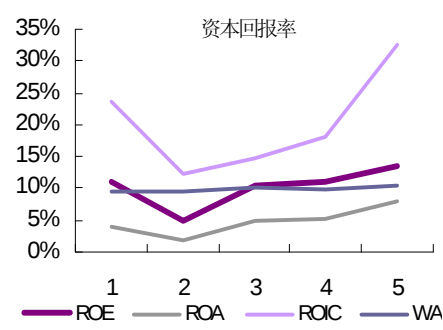
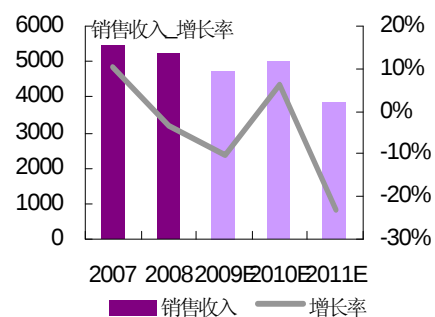
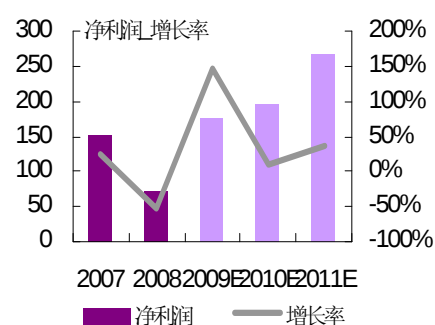
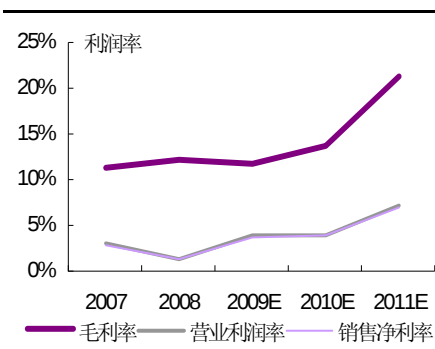
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,248.70	4,712.81	5,012.07	3,858.80
增速 - %	(3.6%)	(10.2%)	6.3%	(23.0%)
毛利率	12.12%	11.65%	13.60%	21.24%
销售费率	3.19%	3.11%	3.30%	5.60%
管理费率	5.18%	6.20%	6.50%	9.60%
投资收益	30.79	152.00	60.00	72.50
营业外收入	27.55	38.65	50.12	59.04
实际税率	17.96%	17.60%	17.10%	16.50%
净利润	71.50	175.41	195.22	266.45
增速 - %	(53.1%)	145.3%	11.3%	36.5%
EPS	0.09	0.19	0.22	0.30

资料来源：光大证券研究所

我们认为 2010 年仍将是调整巩固之年,公司一方面逐步退出毛利率微薄的渠道分销业务(这将持续很长时间),一方面着重在对美外包、国内金融外包和智能城市等领域深入开拓客户,徐图大计。经过一段时间的“高筑墙,广积粮”之后,公司积累的客户及技术优势有望在 2011-2012 年体现为业绩。受到逐步退出渠道分销业务的影响,公司未来 2-3 年收入将下滑,但是毛利率将从目前的 11-12%提升到 21%左右;销售和管理费率也将随之提高。由于业务重心转移到技术含量较高的软件外包,公司的实际税率可能有一定下降,以增值税退税和政府补助为主的营业外收入将稳步上升。由于出售机电总包业务,公司今年的投资收益将超过 1.5 亿元人民币;估计 2010-2012 年的投资收益将在 6000-8000 万元。

我们对 2009-2011 年 EPS 的预测为 0.19, 0.22 和 0.30 元。鉴于公司 2010-2012 年净利润的复合增速将达到 28.5%,我们赋予其 1 倍 P/E/G,即 28.5 倍 2010 年市盈率,得出目标价格为 6.30 元,首次评级“中性”。我们看好公司软件外包业务的长期前景,但是短期的不确定性太多,投资者应等待公司业务调整巩固完成之后再考虑介入。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,446	5,249	4,713	5,012	3,859
营业成本	4,831	4,613	4,164	4,330	3,039
EBITDA	262	158	257	281	366
折旧和摊销	9	16	25	31	35
销售费用	152	167	147	165	216
管理费用	240	272	292	326	370
财务费用	70	64	27	19	9
公允价值变动损益	1	-2	0	0	0
投资收益	79	31	152	60	73
营业利润	168	70	186	199	276
利润总额	152	71	221	246	332
少数股东损益	20	6	7	9	10
归属母公司净利润	152.29	71.50	175.41	195.22	266.84

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,214	4,389	3,626	3,924	3,407
流动资产	3,510	3,703	2,929	3,142	2,572
货币资金	1,078	1,079	707	1,002	1,101
交易型金融资产	1	1	65	65	65
应收账款	936	1,084	833	787	530
应收票据	23	19	19	20	15
其他应收款	306	291	398	410	364
存货	733	684	458	383	187
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	295	275	294	317	346
固定资产	258	261	276	333	355
无形资产	54	47	46	45	44
总负债	2,677	2,835	1,907	2,063	1,338
无息负债	1,877	1,996	1,449	1,562	1,191
有息负债	800	838	458	501	147
股东权益	1,537	1,554	1,718	1,861	2,069
股本	813	813	901	901	903
公积金	187	209	152	193	262
未分配利润	431	484	614	717	859
少数股东权益	125	105	112	120	130

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	146	211	109	390	552
净利润	152	71	175	195	267
折旧摊销	9	16	25	31	35
净营运资金增加	264	79	154	57	212
其他	-279	44	-245	107	37
投资活动产生现金流	143	-88	-56	-58	-21
净资本支出	20	29	102	78	64
长期投资变化	0	275	0	0	0
其他资产变化	123	-392	-157	-136	-85
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	88	0	2
债务净变化	-291	38	-381	43	-354
其它长期负债变化	2,684	119	-547	113	-371
净现金流	133	30	-373	295	99

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	10.19%	-3.62%	-10.21%	6.35%	-23.01%
净利润增长率	24.62%	-53.05%	145.34%	11.29%	36.69%
EBITDA 增长率	34.39%	-39.61%	62.40%	9.28%	30.19%
EBIT 增长率	34.39%	-39.61%	56.80%	6.70%	28.62%
EPS 增长率	24.62%	-53.05%	121.41%	11.29%	36.44%
估值指标					
PE	35	74	33	30	22
PB	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	19	32	22	19	13
EV/EBIT	19	32	23	20	14
EV/NAPLAT	20	32	27	24	17
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	5	5	5	5	7
盈利能力 (%)					
毛利率	11.29%	12.12%	11.65%	13.60%	21.24%
EBITDA 率	4.81%	3.02%	5.46%	5.61%	9.48%
EBIT 率	4.81%	3.02%	5.27%	5.28%	8.83%
税前净利润率	3.53%	1.79%	4.68%	4.90%	8.59%
税后净利润率	2.80%	1.36%	3.72%	3.89%	6.92%
ROA	4.08%	1.75%	5.02%	5.19%	8.13%
ROE	11.20%	4.95%	10.59%	10.95%	13.38%
ROIC	26.47%	14.85%	17.97%	21.83%	38.85%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.18	-0.16	-0.15	-0.27	-0.46
资产负债率	63.53%	64.58%	52.60%	52.57%	39.27%
流动比率	1.38	1.39	1.69	1.66	2.21
速动比率	1.09	1.13	1.43	1.46	2.05
每股指标					
EPS	0.19	0.09	0.19	0.22	0.30
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.07	0.09
每股经营现金流	-	0.26	0.12	0.43	0.61
每股净资产	1.89	1.91	1.91	2.07	2.29
每股销售收入	6.70	6.46	5.23	5.56	4.28
每股 EBITDA	0.32	0.19	0.29	0.31	0.41

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

裴培，北京大学经济学学士。曾在对冲基金 Van Eck Global 从事新兴市场研究，以及在独立研究机构 JL McGregor 从事新能源行业研究。2009 年加入光大证券研究所，担任计算机行业研究员。

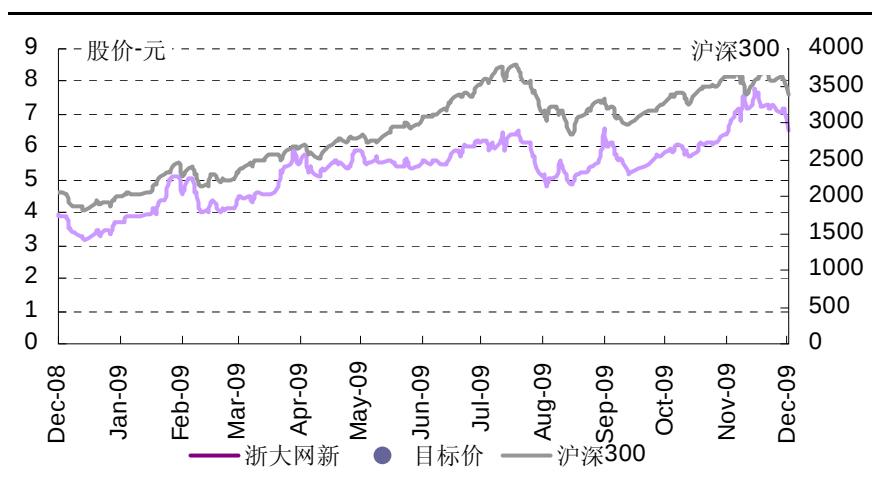
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

浙大网新（600797）

分析师：裴培



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。