

方正证券研究所

资深行业分析师：李俭俭

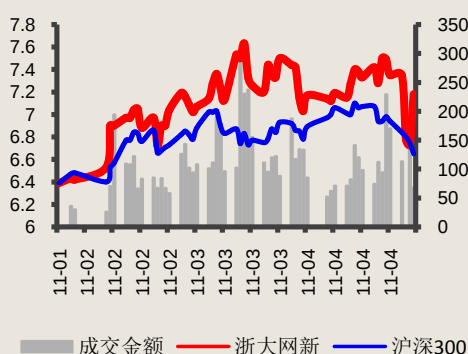
SAC 执业证书编号：S1220208100112

联系人：徐力

电话：(010)68584874

电邮：xuli@foundersec.com

历史表现



股票数据

总市值(亿元)	58.38
总股本(万股)	81304
流通A股(万股)	81304
大股东名称	浙江浙大网新集团有限公司

相关报告

请务必阅读最后特别声明与免责条款

浙大网新（600797）深度研究报告

公司研究 研究报告
2011.04.28 买入
当前股价： 7.18

计算机行业

投资要点

有别于市场的观点

市场经济中，个体的自利行为会导致整个市场的有效。限制性股权激励计划给予管理层动力发展公司，获取资本市场的认可。公司过往业绩不佳的主要原因在于战略定位不清晰，更为深层次的原因在于管理有很大的提升空间。针对这些原因，管理层进行主营调整，管理改变，组织重构等一系列措施，辅以内生外延的发展规划，同时提升综合毛利率和降低费用率，公司的高速发展成为大概率事件。

※《国富论》暗含人性假设，是市场经济和公司发展的内在动力

亚当·斯密的经典巨著《国富论》，其核心逻辑为经济中单个实体的自利行为，会产生整个经济的有效性，其前提为人性自利的假设。股权激励方案将公司的发展和经理层的利益链接起来。考虑公司所在城市杭州的消费水平，现有股价所产生的收益并不足以激励管理层，唯一的出路在于将公司的业绩做好，获取资本市场的认可。

※过往业绩不佳原因在于战略定位不清晰和管理效率较低

公司过去业务繁杂，并且相关性不强，导致公司管理层的精力分散和公司的资源不能够聚焦，业绩自然不佳。更为深层次的原因在于管理效率较低，较低的平均人力成本与蚕食利润的高费用产生矛盾，说明公司的管理有较大的提升空间。

※拐点初现：主营调整，管理改变，组织重构，权力上移，内生外延

管理层重新定义公司战略，聚集于IT领域，同时将公司产品向高毛利产品迁移。进行管理变革，重新定义和设置组织架构，公司的管理方式由子公司化转换为事业部化，管理权力上移。同时准备好超过3亿的资金，进行IT主业方面的投入和收购。

※复苏的市场，政策支持，欧美市场突破给予公司良好的外部环境

随着全球经济的走出低谷，公司主攻方向软件外包与服务的需求大增。国家对与软件产业也是大力支持。公司是唯一为华尔街市场持续提供软件服务的中国企业，与美国道富集团建立良好关系。去年公司借助美国医改契机成功突破非金融领域。与美国最大私立医院之一 Marshfield Clinic 旗下医疗机构 Security Health Plan 签订了软件集成开发总包协议。协议总包金额预计为 2124 万美元（折合人民币 1.4 亿元）以上，项目实施期预计为 2010 年至 2012 年。

※目标价 11.7，给予公司“买入”评级

预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.20，0.39 和 0.54 元，以 2012 年 30 倍 PE 计算，目标价为 11.7，首次给予公司“买入”评级。

※风险提示

管理变革进展缓慢的风险。人民币汇率升值风险。对美对日外包业务进展缓慢的风险。

目 录

一	股权激励方案暗含管理层做大做强动力，亚当·斯密“看不见的手”正在发生作用	5
1	亚当·斯密“看不见的手”暗含人性的假设，是市场经济和公司发展的内部动力	5
2	现有股价和行权价对管理层有部分激励，在现有股价条件下，作用有限	5
2.1	公司短期激励一般，发送巨大变化的可能性不大	5
2.2	现有长期激励方案和股价相比，有一定的激励作用，在股价变化不大的前提下，作用有限	6
3	唯一的出路在于做大做强，使资本市场认可公司，同时实现公司价值和个人价值统一	7
二	公司过往业绩平淡的原因在于战略定位不清晰和公司管理存在上升空间	7
1	表面原因在于战略问题—主业不清晰导致公司的精力分散，资源不能够聚焦	7
2	深层原因在于管理存在问题—净利润率低的主要原因是系统效率不高	8
2.1	与国内外同行相比，公司的费用率太高	8
2.2	与国内外同行相比，公司的单人成本并不高	8
2.3	费用率高和单人成本低的矛盾说明公司整体的运行效率较低	9
3	解决这些思路非常简单，加强管理，重新定义主业	9
三	主营调整，管理改变，组织重构，管理权力上移，内生外延表明公司出现内部拐点	9
1	主营业务逐步向高毛利业务转型	9
1.1	毛利率是业绩提升的关键之一	9
1.2	毛利率的提高主要来自软件外包与 IT 服务的收入增长	10
1.3	公司聚焦软件外包和 IT 服务，与公司和管理层的背景匹配	10
2	内行领导内行是战略正确制定的保证	11
2.1	公司新任管理层经验丰富，专业背景突出且年富力强	11
2.2	公司重回 IT 主业表明公司的资源开始聚焦	12
3	组织重构和管理权力上移，与股权激励结合，构成执行力的基础	13
4	内生外延并重支持公司成长	14
四	逐步复苏市场需求，政策支持，欧美市场突破和日本市场稳定增长使公司转型成功机率大增	14
1	需求复苏，市场份额较小，出口地域的调整给予公司足够的成长空间	14
1.1	软件出口需求正在复苏，增长喜人	14
1.2	中国软件外包市场规模持续增长，但是总体份额较小，给予中国公司机会很多	15
1.3	中国外包软件企业收入主要源于日本，欧美市场期待突破	15
2	政府助力中国企业走出国门，参与全球竞争	16
3	欧美市场的突破表明公司已经抢先一步	16
3.1	欧美市场的巨大空间给以公司无限的想象力	16
3.2	公司 2010 年美国市场的突破说明公司在欧美市场领先国内企业一步	17
4	外延扩张方式符合日本企业文化，带来稳定的增长	17
五	国内的长期发展着眼于“智慧城市”	17
六	收入成本预测	18
七	估值	18
八	风险提示	19

九 财务预测.....	19
-------------	----

图表目录

图表 1 管理层的收入普遍不高，公司短期激励一般.....	5
图表 2 与工资收入相比，股权激励方案有一定的激励作用，但是作用有限.....	6
图表 3 公司的主营业务一直在调整，导致公司主业混乱.....	7
图表 4 与国内外企业比较，公司的费用率太高.....	8
图表 5 公司的单人成本不高表明费用高的原因不在于单人的成本.....	8
图表 6 长期较低的净利润率和毛利率表明公司毛利率提高对其有极大的影响.....	9
图表 7 主营业务和毛利率现状的表明毛利率的提高来自软件外包与服务收入的增长.....	10
图表 8 主营聚焦于软件外包和 IT 服务，与管理层的背景匹配.....	10
图表 9 新任管理层经验丰富，专业背景突出，年富力强.....	11
图表 10 组织结构的调整减少了管理层级，增强了管理效率.....	13
图表 11 复苏的海外市场增加软件外包的需求	14
图表 12 中国外包软件较低的全球市场占有率给予中国软件企业众多机会.....	15
图表 13 中国企业收入主要来自日本，存在收入地域调整的可能性.....	15
图表 14 多项政策支持软件外包企业	16
图表 15 收入成本预测	18
图表 16 重要财务数据	18
图表 17 财务预测	19

一 股权激励方案暗含管理层做大做强动力, 亚当·斯密“看不见的手”正在发生作用

1 亚当·斯密“看不见的手”暗含人性的假设, 是市场经济和公司发展的内部动力

亚当·斯密的经典巨著《国富论》洋洋数百页, 其核心逻辑为经济中单个实体的自利行为, 会产生整个经济的有效性, 其前提为人性自利的假设。

将其按逻辑演绎, 公司发展的内部动力, 来源于公司员工的自利行为, 从某种意义上说, 是管理层的自利行为。股权激励方案将公司的发展和管理层的利益链接起来。

说明:

亚当·斯密另一流传不广的巨著《道德情操论》, 更多的研究是利他主义。个人理解为“温饱而后至礼仪”, 这是下一个阶段的问题。

自利行为的“利”, 将其理解为经济学中的“效用”或是“福利”, 包含物质和精神两个方面。

2 现有股价和行权价对管理层有部分激励, 在现有股价条件下, 作用有限

2.1 公司短期激励一般, 发送巨大变化的可能性不大

图表 1 管理层的收入普遍不高, 公司短期激励一般

	姓名	职务	持股数 (股)	持股变动原因	报酬 (万元)	公告日期
2010 年年报	陈纯	名誉董事长	0		6	2011-4-28
2010 年年报	史烈	董事长	0		54.1	2011-4-28
2010 年年报	赵建	董事	0		0	2011-4-28
2010 年年报	潘丽春	董事	109400		0	2011-4-28
2010 年年报	陈健	董事	0		25	2011-4-28
2010 年年报	陈锐	董事	0		0	2011-4-28
2010 年年报	郁强	董事	0		0	2011-4-28
2010 年年报	张仁寿	独立董事	0		5.5	2011-4-28
2010 年年报	施继兴	独立董事	0		5.5	2011-4-28
2010 年年报	刘俊	独立董事	0		5.5	2011-4-28
2010 年年报	张驰	独立董事	0		5.5	2011-4-28
2010 年年报	吴晓农	监事	0		0	2011-4-28
2010 年年报	李晖	监事	0		26.56	2011-4-28
2010 年年报	谢飞	职工监事	0		20.18	2011-4-28
2010 年年报	蒋忆	副总裁	0		0	2011-4-28

2010 年年报	钟明博	副总裁	0	29.85	2011-4-28
2010 年年报	董丹青	副总裁、董事会秘书	0	42.34	2011-4-28
2010 年年报	杨小虎	副总裁	0	0	2011-4-28
2010 年年报	谢巍	副总裁	0	39.23	2011-4-28
2010 年年报	顾帼英	副总裁	0	39.23	2011-4-28
2010 年年报	耿晖	副总裁、财务总监	0	39.23	2011-4-28

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2.2 现有长期激励方案和股价相比，有一定的激励作用，在股价变化不大的前提下，作用有限

与工资收入相比，公司的股权激励有一定的作用，但是考虑到杭州的消费和房价，如果公司业绩一般，股价不发生根本变化，作用有限。

图表 2 与工资收入相比，股权激励方案有一定的激励作用，但是作用有限



姓名	职务	人数	获授限制性股票数量（万股）	第一年税后收益（万元）	第二年税后收益（万元）	第三年税后收益（万元）
史烈	董事长	1	120	90.32	90.32	114.28
陈锐	副董事长	1	100	77.79	77.79	98.31
陈纯	董事	1	120	90.32	90.32	114.28
赵建	董事	1	100	77.79	77.79	98.31
潘丽春	董事	1	100	77.79	77.79	98.31
陈健	董事、总裁	1	110	84.32	84.32	106.30

郁强	董事、副总裁	1	90	71.26	71.26	90.32
蒋忆	执行总裁	1	100	77.79	77.79	98.31
钟明博	执行总裁	1	100	77.79	77.79	98.31
董丹青	副总裁、董事会秘书	1	100	77.79	77.79	98.31
谢巍	副总裁	1	90	71.26	71.26	90.32
顾帼英	副总裁	1	90	71.26	71.26	90.32
杨小虎	副总裁	1	90	71.26	71.26	90.32
其他	中层管理人员，子公司高管、核心营销、技术及管理骨干	100	1690	1488.20	1488.20	1945.70
合计		113	3000	2504.94	2504.94	3231.70

数据来源：公司公告，搜房网，方正证券研究所

说明：假设登记日和解禁日股价均为 7.5 元/股

3 唯一的出路在于做大做强，使资本市场认可公司， 同时实现公司价值和个人价值统一

毫无疑问，将公司做大做强是管理层的唯一选择，通过此途径，很好的实现公司价值和个人价值的统一。

二 公司过往业绩平淡的原因在于战略定位不清晰和公司管理存在上升空间

1 表面原因在于战略问题一主业不清晰导致公司的精力分散，资源不能够聚焦

公司过去业务繁杂，并且相关性不强，并且在不停的折腾，进行资产的剥离重组，导致公司管理层的精力分散和公司的资源不能够聚焦，业绩自然不佳。

图表 3 公司的主营业务一直在调整，导致公司主业混乱

非核心业务名称	剥离年份	详情
网络设备与终端	-	毛利率多年来维持较低水平，由于收入占比大，短期 2—3 年内难以完全剥离，但公司已停止进一步对其进行资源倾注
机电脱硫	2008	2008 年 4 月将机电脱硫业务注入 S*ST 海纳（000925），彻底解决 IT 与机电两块业务的资源和潜在利益冲突
房地产	2007	2007 年 1 月转让下属两房地产子公司股权，共计获得股权转让收益 2190 万元
酒店	2004	剥离酒店业务
制药	2002	剥离制药业务
羽绒纺织	2001	剥离羽绒纺织业务

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 深层原因在于管理存在问题—净利润率低的主要原因

因是系统效率不高

2.1 与国内外同行相比，公司的费用率太高

与国内相类似的企业比较，公司在 IT 服务与外包的毛利率并不太低，但是，净利润率很低，主要的原因在于管理存在问题，导致效率不高。

图表 4 与国内外企业比较，公司的费用率太高

年份	收入（千美元）	毛利率	净利润率	
文思创新				
2008	102,663	38.7%	17.8%	20.9%
2009	148,066	37.8%	17.0%	20.8%
2010	211,550	37.1%	16.5%	20.6%
TaTa				
	收入（百万卢布）	毛利率	净利润率	费用率
2008	278,129	44.5%	18.8%	25.7%
2009	300,289	46.2%	23.2%	23.0%
2010	373,245	45.0%	23.6%	21.4%
浙大网新				
	软件外包与服务收入（亿人民币）	毛利率	净利润率	费用率
2008	9.46	32.9%	8.1%	24.7%
2009	9.80	32.6%	3.5%	29.2%
2010	11.28	35.7%	6.0%	29.6%

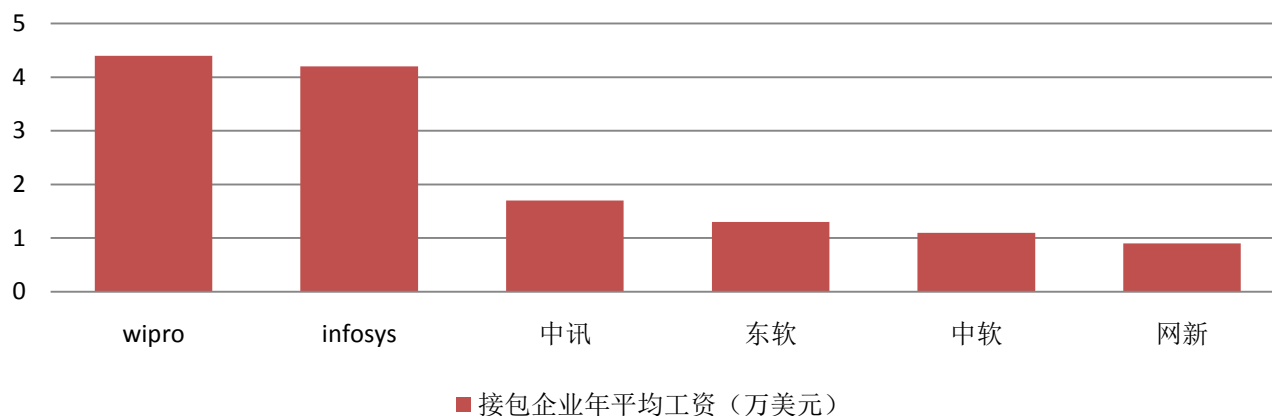
数据来源：公司公告，方正证券研究所

说明：假设公司的所有利润来自软件外包与服务，公司现有员工 4630 人，在网络终端和分销的人数只有 2 百人左右

2.2 与国内外同行相比，公司的单人成本并不高

与此同时，公司的单人成本并不高。

图表 5 公司的单人成本不高表明费用高的原因不在于单人的成本



数据来源：公司公告，方正证券研究所

2.3 费用率高和单人成本低的矛盾说明公司整体的运行效率较低

成本竞争毫无疑问是一种有效的竞争方式，但是，从更深的层面考虑，不能将成本仅仅考虑为物料成本或是采购成本（软件服务外包企业的采购成本即为平均工资），而是整个公司的运行成本的降低。应该从整个公司的运作流程中考虑降低成本或是提高效率。这也是现在 IPD，ISC 和 CMM 在 IT 公司中受到重视的原因。

3 解决这些思路非常简单，加强管理，重新定义主业

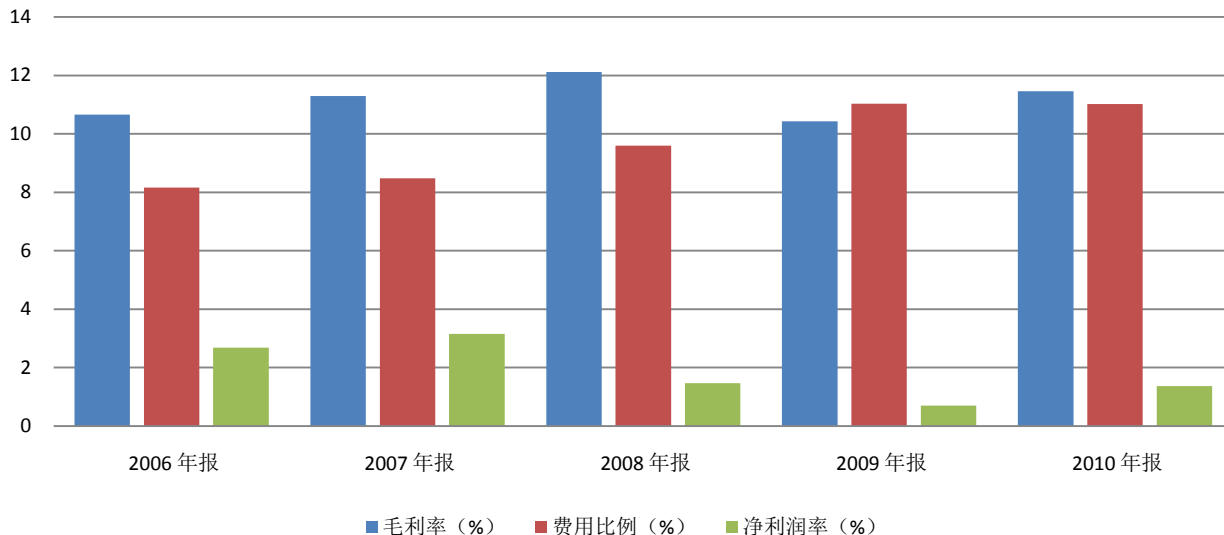
软件服务和外包产业毛利率不低意味着公司的产品市场竞争力不错，费用率高意味着差距，意味着空间。如果公司将主业定义清晰，资源进行聚焦，管理进行优化，业绩成长的空间巨大，同时也为将来业务的发展打下良好的基础。

三 主营调整，管理改变，组织重构，管理权力上移，内生外延表明公司出现内部拐点

1 主营业务逐步向高毛利业务转型

1.1 毛利率是业绩提升的关键之一

图表 6 长期较低的净利润率和毛利率表明公司毛利率提高对其有极大的影响



数据来源：公司公告，方正证券研究所

公司的管理层也充分意识到了这一点，从股权激励计划中就可以看出。

公司 12 月 23 日发布股权激励计划（草案），拟向公司及子公司中高层管理人员，以及对公司经营业绩和未来发展有直接影响的营销、技术和管理骨干等 113 人授予不超过 3000 万股限制性

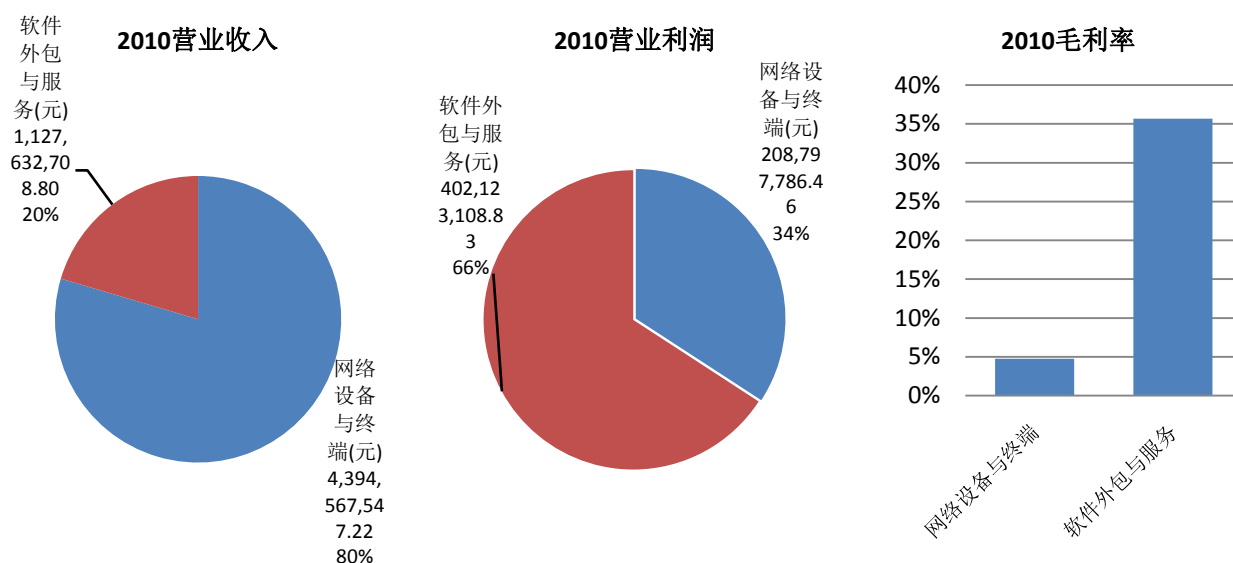
股票，授予价格每股 3.87 元。授予股票解锁条件：以 2010 年为基准年，授予日所在 T 年，及以后 T+1 和 T+2 年同时满足两大条件：

1. 净利润增长率不低于 20%，40%和 60%；
2. 毛利率不低于 12%，14%和 16%。

1.2 毛利率的提高主要来自软件外包与 IT 服务的收入增长

公司目前主营业务由网络设备终端和系统集成、软件外包与服务两大块构成，网络设备终端业务毛利率常年维持在 5%左右，且收入占比高，大大拖累公司整体毛利率。公司目前已停止对低毛利的网络设备分销业务资源倾注，预计未来高毛利的外包及 IT 服务业务收入占比将逐年提升。

图表 7 主营业务和毛利率现状的表明毛利率的提高来自软件外包与服务收入的增长



数据来源：公司公告，方正证券研究所

1.3 公司聚焦软件外包和 IT 服务，与公司和管理层的背景匹配

公司起步于 IT 行业，将主营聚焦于软件外包和 IT 服务和系统集成。与公司的强项和管理层的背景匹配。

图表 8 主营聚焦于软件外包和 IT 服务，与管理层的背景匹配

	子公司	主业务
软件外包	北京新思软件技术有限公司	对日软件外包
	浙江网新富士科技有限公司	对日软件外包
	浙大网新国际软件技术服务有限公司	对欧美软件外包，具体实施
	InsigmaUS	对美软件外包销售
	浙江网新恒天软件有限公司	道富合作
	上海微创软件有限公司	IT0, BPO
IT 服务	北京晓通网络科技有限公司	思科，康普，派而高产品代理
	北京网新易尚科技有限公司	H3C 分销与系统集成
	浙江浙大网新图灵信息科技有限公司	分销渠道

上海浙大网新易得科技发展有限公司	服务器的研发和销售
浙江大学快威科技集团有限公司	IT 行业应用和服务
浙江汇信科技有限公司	电子签章和认证
浙江网新恩普软件有限公司	系统集成，电子政务
浙江网新创建科技有限公司	智能卡城市数字，系统集成

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2 内行领导内行是战略正确制定的保证

2.1 公司新任管理层经验丰富，专业背景突出且年富力强

公司的管理层的背景基本上是计算机和电子方向，对行业理解深刻，不会产生外行指导内行的现象。

图表 9 新任管理层经验丰富，专业背景突出，年富力强

姓名	职务	个人简历
陈纯	董事长	1955 年出生，浙江大学计算机科学与技术专业工学博士学位，教授、博士生导师。1984 年起工作于浙江大学计算机系，任浙大计算机系主任，计算机软件学院院长。2001 年任公司总裁，2002 年起任公司董事长，现任公司名誉董事长。
史烈	副董事长	1964 年出生，浙江大学计算机科学与技术专业工学博士学位，研究员、浙江大学计算机学院应用工程中心副主任，浙江省计算机学会理事。1990 年起历任浙江大学图灵信息科技有限公司副董事长、总经理、总裁，现任公司董事长。
赵建	董事	1966 年出生，浙江大学管理工程硕士学位。1991 年起历任浙大快威科技产业总公司副总经理、总经理。2001 年起任浙江浙大网新集团有限公司总裁，现任浙江浙大网新集团有限公司董事长，公司董事。
潘丽春	董事	1968 年出生，浙江大学经济学博士学位，高级经济师。历任中共浙江省金华市委办干部，浙江康恩贝集团有限公司投资部经理、财务管理中心副总经理、浙江天然集团股份有限公司总经理助理、副总经理、浙大网新科技股份有限公司副总裁，现任浙江浙大网新集团有限公司副总裁，公司董事。
陈健	董事	1962 年出生，清华大学计算机本科，浙江大学计算机系工学硕士，副研究员。1991 年至 2001 年任浙江大学图灵计算机公司副总经理。2002 年起任浙江浙大网新图灵科技有限公司总经理，公司副总裁，现任浙江浙大网新图灵信息科技有限公司董事长，公司董事、总裁。
陈锐	董事	1963 年出生，浙江大学电子工程系学士学位。1985 年起，先后就职于电子部十二所、联大自动化学院。1993 年起历任北京晓通电子有限公司总经理，北京晓通网络科技有限公司总经理，公司副总裁、董事，现任北京晓通网络科技有限公司董事长，公司副董事长。
郁强	董事	1966 年出生，浙江大学管理工程硕士学位。1991 年起历任浙江大学快威科技产业总公司总工程师、副总经理，现任浙江大学快威科技有限公司副董事长，公司董事、副总裁。
张仁寿	独立董事	1956 年出生。福建师范大学经济学硕士学位，瑞士圣加仑大学访问学者。1974 年起任浙江省乐清市慎海中学教师，1984 年起任浙江省社科院经济所助理研究员、副所长，1994 年起任浙江省社科院副院长、研究员，2000 年至今任浙江工商大学教授、副校长。
施继兴	独立董事	1942 年出生，北京邮电大学有线电设备设计与制造专业。长期从事现代通信技术与创新创业实践，1988 年至 2003 年一直担任东方通信股份有限公司及其前身企业掌门人，在中国率先开创并引领移动通信产业，取得非凡成就，现任东方通信总顾问，杭州神信通新科技有限公司董事长，曾任中国电子企业协会副会长、浙江省科协副主席、浙江省企业家联合会和企业家协会副会长。

刘俊	独立董事	：1960 年出生，美国斯坦福大学理论物理博士后，金融学博士，教育部长江学者。1999 年起在加州大学洛城分校从事金融学研究教学，2005 年 9 月起成为加州大学终身副教授，2006 年起任西南财经大学金融学院院长，2007 年起任长江商学院教授。
张驰	独立董事	1958 年出生，华东政法大学法律学士，现为华东政法大学民商法教授，民商法硕士生导师，民法研究中心副主任，中国法学会民法研究会理事，上海市法学会民法学会理事。
吴晓农	监事	1964 年出生，浙江大学工业电子技术专业学士学位，思想政治教育硕士研究生。1987 年起至 2001 年历任浙江大学机电系团委书记、浙江大学电器工程学院党委副书记。2001 年起任浙江浙大网新科技股份有限公司人力资源总监、总裁助理，2005 年 1 月起至今任浙江浙大网新集团有限公司董事会秘书兼总裁助理，公司监事会主席。
李晖	监事	1971 年出生，浙江大学工商管理硕士学位。1994 年至 2000 年，先后就职于广东中山市教委、中山广播电台，2001 年至今，就职浙大网新科技股份有限公司，历任研发经理、品牌战略部副经理、品牌战略部经理；2006 年起，任公司总裁助理，兼品牌战略部经理，公司监事。
谢飞	职工监事	1970 年 7 月出生。浙江财经学院会计系学士学位，注册会计师，国际内部审计师。1991 年起先后就职于浙江省机械设备进出口公司、杭州阿尔卡特通讯系统有限公司，2001 年起进入公司工作，现任公司审计部经理，公司监事。
蒋忆	副总裁	1962 年出生，浙江大学 MBA。1991 年进入浙江大学快威科技有限公司工作，历任市场总监、副总经理、常务副总经理、总经理、副总裁等职务；现任浙江大学快威科技集团有限公司总经理、公司执行总裁。
钟明博	副总裁	1967 年出生，清华大学电机工程学学士学位。1990 年起先后任职于日轻情报系统株式会社、北京松和电脑有限公司、中国科学院软件研究所、（株）CIJ 入社，2000 年创立北京日研聚计算机公司，现任北京新思软件技术有限公司总经理、公司执行总裁。
董丹青	副总裁、董事会秘书	1971 年出生，浙江大学工商管理硕士。先后任职于浙江物资开发总公司、浙江省物产集团、浙江恒泰化轻有限公司、INTERPLEX 有限公司、浙大网新董事会秘书。现任公司副总裁、董事会秘书。
杨小虎	副总裁	1966 年出生，浙江大学计算机应用系博士学位，副教授。1994 年 4 月起任浙江大学计算机学院副教授、浙江浙大网新恒宇软件有限公司总经理、浙江网新国际软件技术服务有限公司总经理，现任公司董事会秘书、副总裁。
谢巍	副总裁	1967 年出生，浙江大学经济学院硕士研究生毕业，副研究员职称。1989 年起历任浙江大学信息学院党委副书记、浙江浙大海纳科技股份有限公司总裁助理、浙江大学创业投资有限公司常务副总裁，2004 年至 2006 年任浙江浙大网新机电工程有限公司副总裁，现任公司副总裁。
顾帼英	副总裁	1967 年生，美国雷鸟商学院 MBA 学位，1996 年起历任东方通信股份有限公司商贸部总经理、首席商务代表，美国 3COM 公司高级业务发展经理，东方通信集团有限公司副总裁，东方通信股份有限公司副总裁等职务，现任公司副总裁。
耿晖	副总裁、财务总监	1970 年出生，浙江大学管理工程硕士。1995 年 6 月起历任深圳经济特区发展集团公司企业管理部、投资发展部业务副经理、联合证券深圳华强北路营业部客服部经理、总经理助理。2004 年 2 月起任公司财务部经理，现任公司财务总监、副总裁。

数据来源：公司公告，方正证券研究所

2.2 公司重回 IT 主业表明公司的资源开始聚焦

过去 10 年，公司的业务较多，虽然短期内捉住了一些机会，但是由于力量的分散，公司始终没有一项“数一数二”的业务。

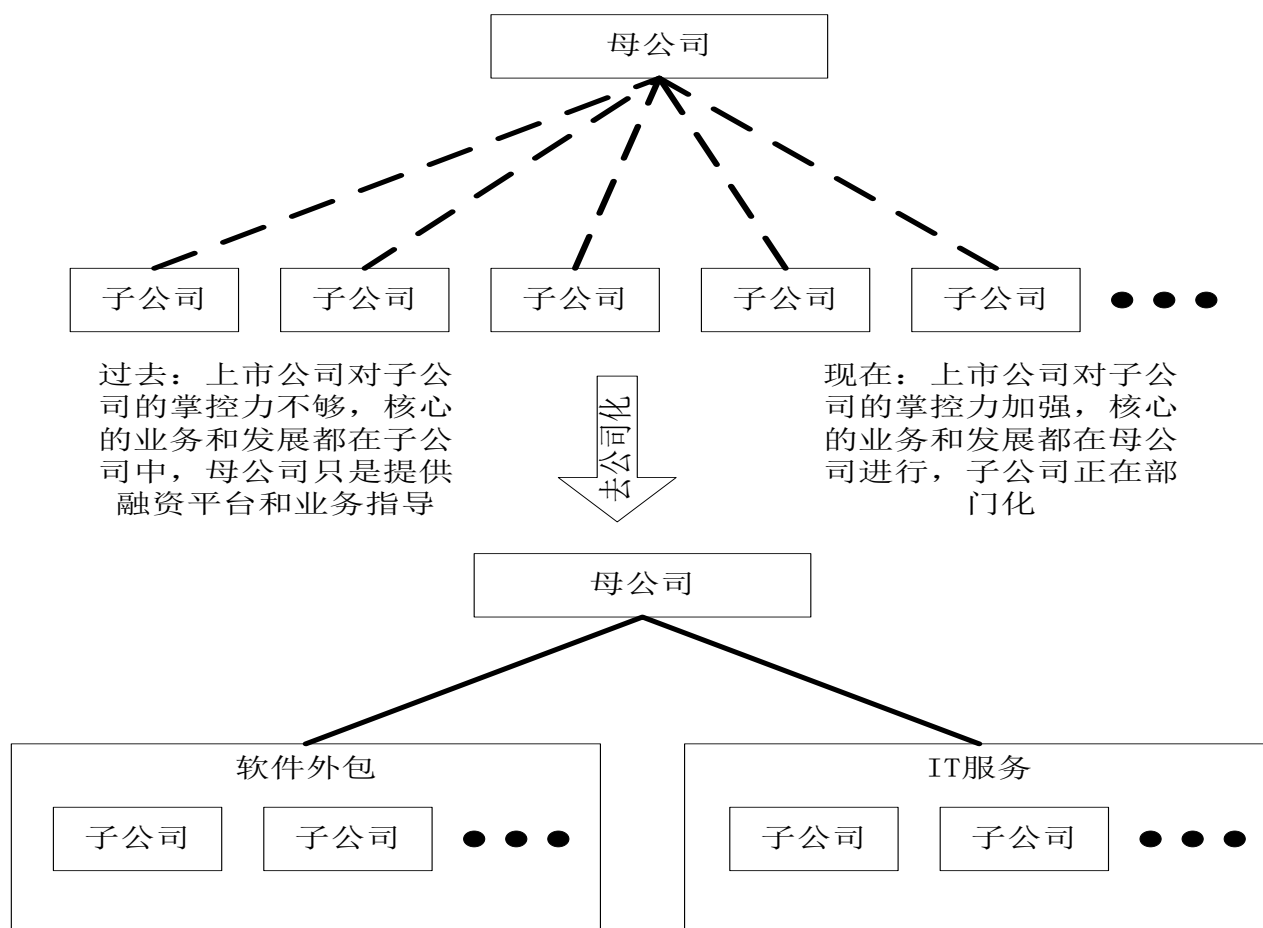
目前公司已经重回 IT 主业，将其他不相关的业务进行了剥离，公司的战略方向和资源配置，已经向 IT 主业进行了迁移。

3 组织重构和管理权力上移，与股权激励结合，构成执行力的基础

公司的组织结构进行了调整，将各个子公司进行业务整理和分类，它们被分为 3 大块：OSG（软件外包），ITG（IT 服务）和 FIG（金融投资），其中 FIG 主要的工作是为 OSG 和 ITG 服务，对产业链上下游的其他公司进行投资和收购，使得公司的业务脉络清晰，便于管理层管理、考核。

过去，子公司自行决定产品方向和业务开展，总公司只是起着业务指导和资本运作的功能，这一次组织结构调整将管理权利进行了上移，公司也具有产品和业务的运作功能，子公司将逐步转变为公司的部门或是事业部（虽然名义上还是独立的法人实体），公司对下属子公司的掌控力将逐步的加强。

图表 10 组织结构的调整减少了管理层级，增强了管理效率



数据来源：公司公告，方正证券研究所

4 内生外延并重支持公司成长

2010 年报显示：“根据 2011 年的经营战略，公司 2011 年对软件外包企业的收购计划用资约 10000 万人民币，对浙大网新服务外包产业基地的建设投入约 10000 万人民币，对 IT 服务新业务投入约为 10000 万人民币。所需资金以公司经营净现金流予以解决，不足部分将以债权融资方式解决。”

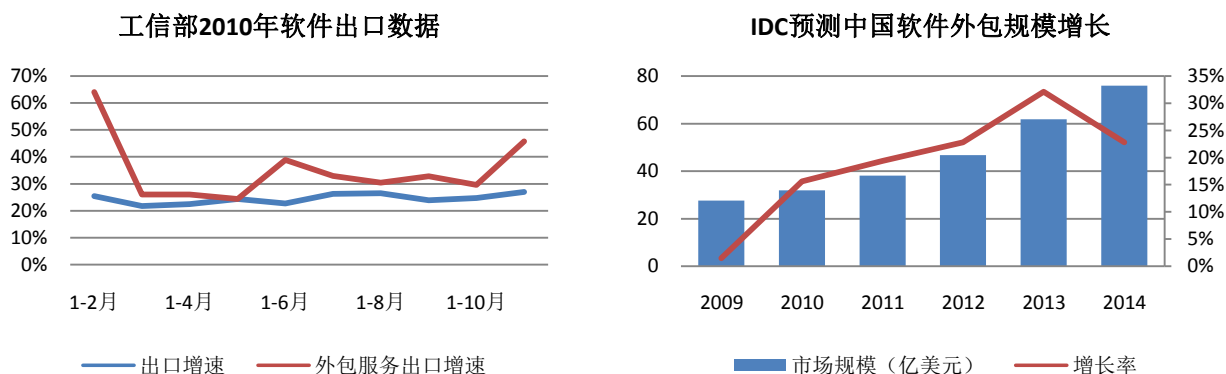
结合公司的管理变革，内生外延的方式助力公司彻底转型。

四 逐步复苏市场需求，政策支持，欧美市场突破和日本市场稳定增长使公司转型成功机率大增

1 需求复苏，市场份额较小，出口地域的调整给予公司足够的成长空间

1.1 软件出口需求正在复苏，增长喜人

图表 11 复苏的海外市场增加软件外包的需求



数据来源：工信部 IDC 方正证券研究所

世界经济逐渐从金融危机的阴霾中走出，软件外包业景气度触及阶段性低谷后开始迅速恢复增长。中国软件出口需求也出现恢复性增长。2010年1-11月，全国软件出口213亿美元，同比增长26.9%，增速比去年同期低8.4个百分点。其中，外包服务出口41.8亿美元，同比增长45.7%。

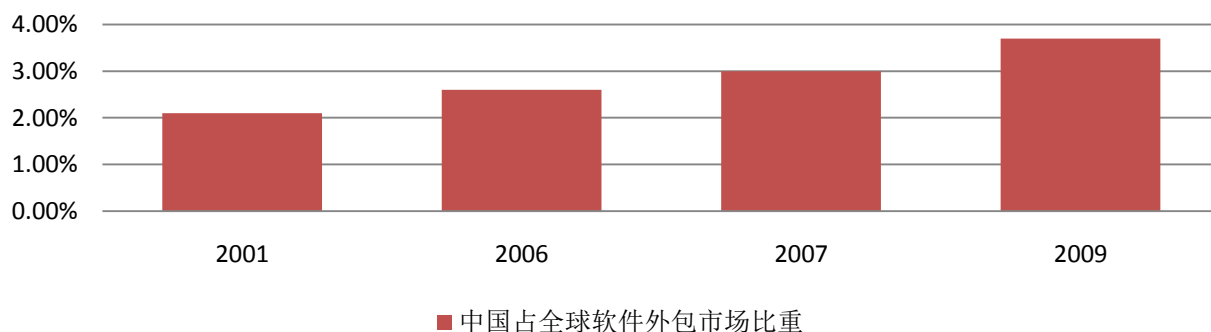
IDC 预计中国离岸软件开发服务外包市场的发展将持续增长，2009 年整体市场容量为 27.6 亿美元，同比增长率为 14.7%，预期到 2014 年整体市场容量将达到 75.9 亿美元，复合增长率将达到 22.4%。

1.2 中国软件外包市场规模持续增长，但是总体份额较小，给予中国公司机会很多

全球软件和服务离岸外包市场规模在过去 5 年里增长率超过 20%，金融危机导致软件外包行业在 2009 年的市场规模增长几乎陷于停滞。在这样的市场环境下，中国的软件外包行业将面临新的市场机遇。在产业升级的背景下，国际软件外包业务继续向中国转移，中国在全球市场上的份额逐步增大。

从国际比较看，中国占全球离岸外包市场的比重在 2007 年之前均未超过 3.0%，到 2010 年末中国的比重仍不超过 5.0%，世界软件外包最发达的印度占有全球离岸外包业务 30% 以上的份额。而中国目前在人力成本及政策环境等因素上与印度较为接近，因此中国未来软件离岸外包发展的空间极为广阔。

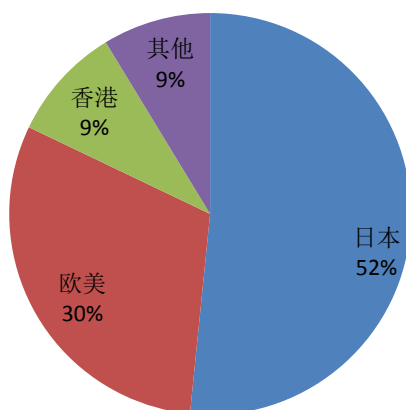
图表 12 中国外包软件较低的全球市场占有率给予中国软件企业众多机会



数据来源：IDC 方正证券研究所

1.3 中国外包软件企业收入主要源于日本，欧美市场期待突破

图表 13 中国企业收入主要来自日本，存在收入地域调整的可能性



数据来源：易观 方正证券研究所

从软件外包市场分布区域来看，目前日本是中国软件外包业务的主要市场，占中国整体软件外包收入的 52%；欧美市场占 31%，

预计未来中国在对美外包市场将逐渐打破印度一家独大的垄断局面，获得快速增长。

从世界软件外包的发包地域看，欧美发出的订单要远远的大于日本，中国企业大有可为。

2 政府助力中国企业走出国门，参与全球竞争

2009 年温总理政府工作报告指出要“抓紧完善鼓励服务贸易的政策措施；大力发展国际服务外包”表明中央将继续加大对服务外包的政策扶持措施。各级政府也高度重视服务外包产业的发展，积极倡导和大力扶持发展服务外包产业。近年来中国软件外包业正受到前所未有的支持，助推软件外包业持续走强。

图表 14 多项政策支持软件外包企业

时间	服务外包相关政策
2011 年 2 月	国务院办公厅发布了《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》，其中提出积极引导企业将信息技术研发应用业务外包给专业企业
2010 年 8 月	自 2010 年 7 月起，对在北京、天津、大连、厦门等 21 个服务外包示范城市的企业从事离岸服务外包业务取得的收入免征营业税。
2009 年 12 月	商务部、工信部出台《关于境内企业承接服务外包业务信息保护的若干规定》
2009 年 9 月	6 部委联合发布《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》
2009 年 5 月	财政部、商务部等部委出台《关于技术先进型服务企业有关税收政策问题的通知》
2009 年 1 月	国务院发布《关于促进服务外包产业发展问题的复函》

数据来源：国家各部委网站，方正证券研究所

3 欧美市场的突破表明公司已经抢先一步

3.1 欧美市场的巨大空间给以公司无限的想象力

在中国软件外包产业发展的初期，中国外包企业曾经主要依靠日本市场。在北京、大连两个外包领军城市有 70%~80% 的出口订单来自对日外包，而在美国市场的销售收入不超过我国整个出口销售收入的 15%，在欧洲市场几乎是零。由于对日外包竞争激烈，价格长期得不到提升，对日外包的员工单价只有平均 1.5 万美元左右，而欧美的单价则达到 2.2 万美元以上，因此欧美市场具有更大的发展潜力。

美国是全球最大的软件发包来源，占全球外包市场的 40% 左右，但是由于语言等因素，这一市场被印度所垄断，超过 60% 的美国软件外包发往印度。

随着近年来中国企业接包能力的不断增强，以及相对印度的人力成本优势和基础设施方面优势日益显现，欧美外包市场将进入快速扩张阶段，美国试图改变过于依赖印度供应商的局面，中国对于印度的替代效应将与日俱增。

预计未来五年，欧美发包市场的年复合增长率超过 50%。目前我国外包企业在美国市场上的占有率不足 2%，市场空间巨大。

3.2 公司 2010 年美国市场的突破说明公司在欧美市场领先国内企业一步

作为中国外包企业的领军企业，浙大网新蝉联 2009 年联中国软件外包 20 强第二名，连续六年被评为中国软件收入前十强。

公司是唯一为华尔街市场持续提供软件服务的中国企业，在全球金融软件外包领域享有美誉。与美国道富集团（STATE STREET CORPORATION）建立良好的合资、合作关系。07 年成为微软公司在中国国内最大的软件外包服务提供商之一。

对美外包业务在公司未来几年的发展中具有战略性地位，公司将进一步加大对美外包的资源投入，力争迅速扩大市场份额。为了加强对美业务的竞争力，公司正逐步实现由单纯的 ITO（信息技术外包）向 BPO（商务流程外包）的转变。公司今后几年在对美外包业务上将投入大量的人力物力，扩充研发团队，加大资金投入。网新美国目前已成为公司对美业务的重要窗口，公司在形成品牌效应后，将利用网新美国本土化的优势，迅速向其他领域拓展。

去年公司借助美国医改契机成功突破非金融领域。2010 年 7 月浙大网新与美国最大私立医院之一 Marshfield Clinic 旗下医疗机构 Security Health Plan 签订了软件集成开发总包协议。协议总包金额预计为 2124 万美元（折合人民币 1.4 亿元）以上，项目实施期预计为 2010 年至 2012 年。美国医疗外包市场空间巨大，且在奥巴马推动新医改之后需求进一步增加。获得 Marshfield 的订单将有助于公司向其他医疗机构拓展。同时也意味着公司正开始从传统外包服务提供商向专注于垂直行业的综合服务提供商转变。

4 外延扩张方式符合日本企业文化，带来稳定的增长

作为发包市场日本仍有巨大发展潜力。日本软件离岸外包的规模不到美国的六分之一，对日软件外包市场将继续保持较高速度增长。

公司是对日软件出口四强，成功地为日立、NEC、东京证券、野村证券等一批大型企业提供长期服务。并与日本富士电机建立了业务及股权合作伙伴关系。2009 年中期，公司收购日本新思 100% 的股权，2010 年上半年，公司完成对日上市公司 SOLXYZ 的股权投资，占其股本的 5%。收购完成后，SOLXYZ 将成为公司未来重要的发包方，预计三年内发包数量不低于 6.8 亿日元。

日本企业关注长期合作，发包量随着合作时间的推移逐步上升。未来公司对日外包扩张策略以收购与日本企业有长期合作关系的中小型企业为主。

五 国内的长期发展着眼于“智慧城市”

浙大网新是国内唯一一家提出全套“智慧城市”理念的企业。工业化与城市化是未来 20 年中国经济发展的两大主线。尽管城市

管理的各部门正在运用信息技术手段提升城市管理与服务的应用水平,但以职能为划分的城市信息化却面临着自发零散、各自为战的局面,实施效果十分有限。因此,浙大网新在已有的“数字城市”建设基础上,提出了“智能+互联+协同”的智慧城市概念。

六 收入成本预测

图表 15 收入成本预测

单位:百万元						
营业收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
抵消	18.24					
机电总包	962.89	206.72				
软件外包与服务	946.64	980.85	1127.63	1,395.55	1,876.72	2,514.67
网络设备与终端	3320.60	3647.36	4394.57	4,394.57	4,394.57	4,394.57
行业抵消		-27.28				
收入合计	5,248.38	4,807.65	5,522.20	5,790.12	6,271.29	6,909.24
营业成本	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
抵消	18.24					
机电总包	827.19	184.03				
软件外包与服务	635.52	660.74	725.51	897.90	1,207.48	1,617.94
网络设备与终端	3,149.16	3,508.72	4,185.77	4,185.83	4,185.83	4,185.83
行业抵消		-27.28				
成本合计	4,630.12	4,326.21	4,911.28	5,083.72	5,393.31	5,803.76

数据来源:公司公告,方正证券研究所

七 估值

图表 16 重要财务数据

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5548.06	5790.12	6271.29	6909.24
同比(%)	14.29%	4.36%	8.31%	10.17%
归属母公司净利润	68.22	161.41	317.48	441.86
同比(%)	98.16%	136.59%	96.69%	39.18%
毛利率(%)	11.46%	12.20%	14.00%	16.00%
ROE(%)	4.36%	8.97%	14.92%	17.49%
每股收益(元)	0.08	0.20	0.39	0.54
P/E	0.00	36.17	18.39	13.21
P/B	0.00	3.25	2.76	2.28
EV/EBITDA	3.10	27.50	14.76	9.95

数据来源:公司公告,方正证券研究所

预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.20, 0.39 和 0.54 元，以 2012 年 30 倍 PE 计算，目标价为 11.7，首次给予公司“买入”评级。

八 风险提示

管理变革进展缓慢的风险。人民币汇率升值风险。对美对日外包业务进展缓慢的风险。

九 财务预测

图表 17 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2888.62	3618.90	3143.07	4161.04	营业收入	5548.06	5790.12	6271.29	6909.24
现金	885.30	914.25	992.46	1209.81	营业成本	4912.32	5083.72	5393.31	5803.76
应收账款	792.75	1133.27	862.75	1240.91	营业税金及附加	26.24	29.83	31.86	34.46
其它应收款	235.46	393.77	277.60	435.97	营业费用	145.56	162.51	168.01	186.76
预付账款	197.08	428.64	167.58	421.47	管理费用	385.30	405.31	376.28	380.01
存货	700.32	722.07	743.40	812.48	财务费用	80.20	75.44	83.28	93.89
其他	77.70	26.90	99.29	40.40	资产减值损失	20.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1542.18	1504.90	1537.86	1590.41	公允价值变动收益	-4.41	-1.04	-0.80	-2.08
长期投资	977.13	1005.15	1042.17	1076.47	投资净收益	44.95	77.84	93.53	72.10
固定资产	376.56	361.53	359.97	367.39	营业利润	18.67	110.11	311.27	480.38
无形资产	47.83	44.11	41.85	40.38	营业外收入	72.47	80.00	50.00	50.00
其他	140.67	94.11	93.87	106.16	营业外支出	2.91	0.00	0.00	0.00
资产总计	4430.80	5123.80	4680.93	5751.45	利润总额	88.23	190.11	361.27	530.38
流动负债	2585.72	3131.96	2381.76	2997.12	所得税	12.34	19.45	27.66	56.34
短期借款	945.53	1183.47	926.13	913.04	净利润	75.89	170.66	333.62	474.04
应付账款	642.50	868.34	636.54	914.23	少数股东损益	7.67	9.25	16.14	32.18
其他	997.70	1080.14	819.10	1169.85	归属母公司净利润	68.22	161.41	317.48	441.86
非流动负债	105.68	89.92	63.63	44.77	EBITDA	88.23	229.51	403.89	577.41
长期借款	99.39	74.51	51.99	33.65	EPS（摊薄）	0.08	0.20	0.39	0.54
其他	6.29	15.41	11.64	11.11	主要财务比率				
负债合计	2691.40	3221.88	2445.39	3041.88					
少数股东权益	96.29	105.53	121.68	153.86	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	1643.12	1796.39	2113.86	2555.72	成长能力				
负债和股东权益	4430.80	5123.80	4680.93	5751.45	营业收入增长率	14.29%	4.36%	8.31%	10.17%
现金流量表					营业利润增长率	-72.03%	489.81%	182.70%	54.33%
					归属于母公司净利润增长率	98.16%	136.59%	96.69%	39.18%
					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					

经营活动现金流	421.65	-183.32	432.05	371.93	毛利率	11.46%	12.20%	14.00%	16.00%
净利润	75.89	170.66	333.62	474.04	净利率	1.37%	2.95%	5.32%	6.86%
折旧摊销	0.00	39.40	42.61	47.03	ROE	4.36%	8.97%	14.92%	17.49%
财务费用	80.20	75.44	83.28	93.89	ROIC	2.79%	5.52%	10.68%	13.41%
投资损失	-44.95	-77.84	-93.53	-72.10	偿债能力				
营运资金变动	321.37	-391.26	64.50	-172.74	资产负债率	60.74%	62.88%	52.24%	52.89%
其它	-10.88	0.28	1.57	1.82	净负债比率	61.67%	67.19%	44.64%	35.69%
投资活动现金流	-19.73	82.75	13.03	-29.50	流动比率	1.12	1.16	1.32	1.39
资本支出	-56.54	-28.65	-8.47	8.97	速动比率	0.85	0.92	1.01	1.12
长期投资	-53.00	-28.02	-37.01	-34.31	营运能力				
其他	-129.27	26.07	-32.46	-54.84	总资产周转率	1.33	1.21	1.28	1.32
筹资活动现金流	-186.53	-186.50	-50.85	-125.09	应收账款周转率	7.41	6.01	6.28	6.57
短期借款	-19.88	-78.07	58.67	-13.09	应付账款周转率	8.56	6.73	7.17	7.49
长期借款	3.92	-24.88	-22.51	-18.34	每股指标（元）				
其他	-170.57	-83.55	-87.01	-93.66	每股收益（最新摊薄）	0.08	0.20	0.39	0.54
现金净增加额	215.38	-287.07	394.23	217.34	每股经营现金流（最新摊薄）	0.52	-0.23	0.53	0.46
					每股净资产（最新摊薄）	2.14	2.34	2.75	3.33
					估值比率				
重要财务指标	单位：百万元				P/E	0.00	36.17	18.39	13.21
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	0.00	3.25	2.76	2.28
营业收入	5548.06	5790.12	6271.29	6909.24	EV/EBITDA	3.10	27.50	14.76	9.95
同比(%)	14.29%	4.36%	8.31%	10.17%					
归属母公司净利润	68.22	161.41	317.48	441.86	永续增长率	3.00%		WACC	6.16%
同比(%)	98.16%	136.59%	96.69%	39.18%	终值	14527.76		Ke	10.60%
毛利率(%)	11.46%	12.20%	14.00%	16.00%	企业价值	17551.76		Kd	0.00%
ROE(%)	4.36%	8.97%	14.92%	17.49%	非核心资产价值	1967.89		t	10.23%
每股收益(元)	0.08	0.20	0.39	0.54	债务价值	1294.28		Rf	4.00%
P/E	0.00	36.17	18.39	13.21	股权价值	18119.84		Rm	10.00%
P/B	0.00	3.25	2.76	2.28	股本	813.04		Rm-Rf	6.00%
EV/EBITDA	3.10	27.50	14.76	9.95	每股价值	22.29		Beta	1.10

数据来源：公司公告，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：

买入：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深300指数下跌10%以上。

	北京	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）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610)68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610)68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com