

分析师 张英娟

021-38565923

zhangyj@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110002

中性

浙大网新（600797）

持续转型之年，业务发展良好

2011年9月15日

投资要点

- **传统外包企业，近年转型回归 IT 专业化道路：**浙大网新是传统的外包公司，历史上业务繁杂，近些年不断瘦身、收缩业务线，逐步回归 IT 专业化道路，目前公司发展方向集中在软件外包、IT 服务两大业务上。前者针对的是国际服务市场，以美国和日本为主；后者针对国内市场，业务主线围绕“智慧城市”。2010 年公司实现营业收入 55 亿，净利润 6822 万元，其中网络设备与终端贡献收入 80%，毛利占比 34%；外包与服务贡献收入 20%，贡献毛利 66%。
- **海外市场需求旺盛，美国销售模式是亮点：**软件外包业务部门（即 OSG 部门）目前有员工约 2300 人，分对欧美和对日两个方向，预计今年人员增长约 30%-35%。近年来，随着欧美和日本经济的回暖，公司与更多客户结成了广泛的合作关系。欧美和日本市场的营销方式有所不同，日本是人情社会，更看重的是长期的合作关系，不轻易更改服务供应商，因此在这个市场的销售模式更多的是依赖公司的创始人或创始团队拿单；欧美市场相较而言更市场化，强调以利益和成本为出发点，公司于 2008 年在美国当地组建销售团队，以此拿单，至今几年的时间效果显著，尤其是 2010 年进入了医疗行业。目前美国外包业务中，来自道富的金融业务占收入的比例是 40%，来自非道富的金融业务约占 35%，来自医疗的业务收入占比约 25%。我们认为，美国的销售模式有别于传统的外包企业在日本的销售方式，也更加强调市场化与公司的团队合作，一旦未来这种模式复制到日本，对公司的管理及拿单能力将是一个极大的提升。
- **国内 IT 服务业务最主要受益政府信息化投资：**IT 服务部门（即 ITG 部门）自 2010 年起推进“智慧城市”布局，目前数字城管、市民一卡通、劳动保障一体化、智能电网、企业数字证书等领域均有发展。从今年的情况来看，社保、数字城管等领域保持了高速增长。人力资源和社会保障部计划用 5 年时间基本实现社保卡普遍具有金融功能，预计在“十二五”期间，全国统一社保卡发放量预期达到 8 亿张，覆盖 60%的人口，与之对应的 IT 供应商在制卡与系统平台建设上均有较大的机遇。公司的子公司恩普软件有限公司，专业从事社保领域的软件开发与服务，在多年与政府的合作中，目前已经跻身 7 家全国主要供应商中（已上市的包括东软集团、浙大网新、万达信息、易联众）的第一梯队，业务范围涵盖浙江、江苏、福建、安徽、江西、贵州、陕西等省份。

- **硬件业务持续瘦身：**公司的网络设备与终端目前主要分销思科、联想产品，随着公司战略布局转向外包与服务两个方向，硬件业务未来会不断收缩。
- **盈利预测与估值：**随着人民币升值、人力成本提升，中国软件外包行业曾经爆发式增长的低成本基石遇到挑战，整个行业已经走上一条比以前更强调收入规模的道路。今年是公司新转型的第二年，业务的发展势头良好，各项业务的开展也面临好的机遇，我们预计公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.26 元，对应 2011 年的动态 PE 为 37 倍，考虑到目前行业整体的估值，暂时给予“中性”评级，未来公司业务的发展依然值得关注。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2889	3235	4543	5017
货币资金	885	977	2185	2485
交易性金融资产	18	18	18	18
应收账款	793	891	937	1011
其他应收款	235	265	278	300
存货	700	791	823	880
非流动资产	1542	1605	499	448
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	977	1066	12	0
投资性房地产	83	83	83	83
固定资产	377	346	315	284
在建工程	1	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	48	46	44	43
资产总计	4431	4840	5042	5465
流动负债	2586	2855	2838	2951
短期借款	946	946	946	946
应付票据	302	341	355	379
应付账款	642	757	757	820
其他	696	811	781	806
非流动负债	106	115	118	121
长期借款	99	103	107	111
其他	6	12	10	10
负债合计	2691	2971	2956	3072
股本	813	813	813	813
资本公积	202	202	202	202
未分配利润	553	682	894	1198
少数股东权益	96	101	106	111
股东权益合计	1739	1870	2086	2393
负债及权益合计	4431	4840	5042	5465

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	76	137	213	304
折旧和摊销	32	49	49	49
资产减值准备	20	27	-5	14
无形资产摊销	16	18	18	18
公允价值变动损失	4	-1	-2	-2
财务费用	62	42	16	-15
投资损失	-45	-101	-121	-145
少数股东损益	8	5	5	5
营运资金的变动	-125	16	113	70
经营活动产生现金流量	21	130	51	137
投资活动产生现金流量	12	-15	1176	140
融资活动产生现金流量	222	-23	-20	22
现金净变动	253	92	1208	300
现金的期初余额	563	885	977	2185
现金的期末余额	816	977	2185	2485

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5548	6234	6557	7073
营业成本	4912	5551	5771	6170
营业税金及附加	26	29	31	33
销售费用	146	163	179	197
管理费用	385	432	475	522
财务费用	80	42	16	-15
资产减值损失	20	10	12	14
公允价值变动	-4	-1	-2	-2
投资收益	45	101	121	145
营业利润	19	106	192	293
营业外收入	72	62	65	70
营业外支出	3	3	4	4
利润总额	88	165	253	359
所得税	12	23	35	50
净利润	76	142	217	309
少数股东损益	8	5	5	5
归属母公司净利润	68	137	213	304
EPS (元)	0.08	0.17	0.26	0.37

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.3%	12.4%	5.2%	7.9%
营业利润增长率	-72.0%	468.9%	80.3%	53.2%
净利润增长率	98.2%	101.0%	55.0%	42.8%
盈利能力(%)				
毛利率	11.5%	11.0%	12.0%	12.8%
净利率	1.2%	2.2%	3.2%	4.3%
ROE	4.2%	7.8%	10.7%	13.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.7%	61.4%	58.6%	56.2%
流动比率	1.12	1.13	1.60	1.70
速动比率	0.84	0.85	1.31	1.40
营运能力(次)				
资产周转率	133.1%	134.5%	132.7%	134.6%
应收帐款周转率	674.6%	675.7%	654.6%	662.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.08	0.17	0.26	0.37
每股经营现金	0.03	0.16	0.06	0.17
每股净资产	2.02	2.18	2.44	2.81
估值比率(倍)				
PE	73.4	36.5	23.6	16.5
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。