

行业研究

印度面临瓶颈，中国做好准备

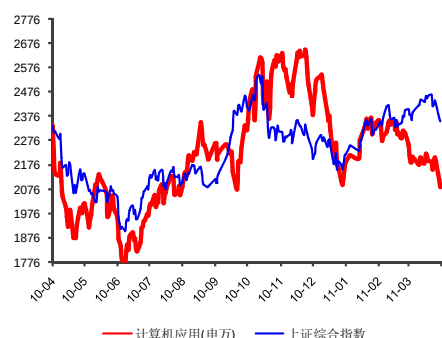
计算机行业

2011 年 04 月 28 日

——中国外包行业深度研究报告

评级：优异

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所物联网小组

组长：熊云彩

执业证书编号：S0590511040001

联系人：

吴昊

电话：0510-82833321

Email: wuh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

市场、人力资源、外语是成为外包大国的三大要素。符合以上三点的印度已经成为全球外包大国，而中国除外语外，拥有比印度更好的条件，中国将继印度后成为下一个全球服务外包交付中心。

印度外包业已现疲态。追溯印度离岸外包业的历史，可以发现政府支持、语言优势、充沛的劳动力和几次危机是印度离岸崛起的主要原因。随着印度离岸外包规模的扩大，政府效率变得低下；基础建设依然落后；外包人才由充沛变得缺乏；汇率、通胀推动人力成本不断上升，这些都成为制约印度外包发展的不利因素。印度外包业已经开始出现疲态。

当前的中国外包业环境比当年的印度更具有优势。当前中国外包发展程度恰似 21 世纪初的印度。同印度当时的环境相比，中国的政策扶持力度更大、人才更加充沛、成本更低，中国的外包竞争力将逐步体现。

全球离岸外包回暖，金融危机给中国外包提供契机。全球外包业 2008 年遭到全球金融危机重创。随着全球发达国家的经济不断复苏，全离岸外包业从新回到增长轨迹。其中美国增速大于欧洲，欧洲大于日本。金融危机加速全球产业的转移，将是中国外包业发展的重要契机。

规模，订单来源是当前中国外包的最大劣势。中国外包订单大部分来自日本。造成现有中国外包企业规模小、人数少、集中度低，难以承接来自欧美的大型项目。印度作为美国最大的外包承接地，已经形成同 IBM 相抗衡的国际大型企业。中国企业的国际竞争力比印度企业略逊一筹。

推荐：浙大网新（600797）；谨慎推荐：海隆软件（002195）、东软集团（600718）。选择标的标准为：规模、能力和订单来源。浙大网新 2010 年完成战略转型，确定以离岸外包和智慧城市为核心业务。股权激励方案也预示公司业务转变，业绩拐点来临，给予“推荐”评级。海隆软件是 A 股外包企业中盈利能力最强，运作效率最高的公司，但受限于订单来自于来源单一，对日本市场过于依赖，给予“谨慎推荐”评级。东软集团规模过于庞大，单一业务增长难以带动整体增长，且海外订单大部分来源于日本，同样给予“谨慎推荐”评级。

目 录

目 录	2
图表目录	2
1. 外包，引领全球产业转移	5
2. 全球离岸外包规模庞大，印度暂时领先	6
2.1 全球离岸外包规模庞大	6
2.2 发包方：美、欧、日三分天下，美国订单质量最优	7
2.3 市场、人力资源、外语是成为外包大国的三大因素	9
3. 印度外包业已现疲态	10
3.1 印度外包回顾：政策、语言和人才	10
3.2 SWOT分析印度离岸外包行业：市场饱和，优势渐失	12
4. 中国离岸外包：迅速崛起的全球外包中心	14
4.1 中国外包：起点低、规模小、发展快	14
4.2 SWOT分析：政策更好、人才更多、成本更低	16
4.3 当前的中国更具优势，金融危机或是外包起飞契机	21
5. 中国外包趋势：全国铺开，期待巨人出现	22
5.1 中印企业对比：规模、毛利率、净利率均有提升空间	22
5.2 外包基地遍布全国，交付中心向二线城市转移	23
5.3 并购迅速提高企业规模，中国期待巨人出现	25
6. A股投资标的：浙大网新、海隆软件、东软集团	25
6.1 标的选择三要素：规模、能力和订单来源	25
6.2 估值水平：海外给予中国外包公司较高估值	27
6.3 推荐，浙大网新：对美外包高速发展，业绩提升在望	28
6.4 谨慎推荐，海隆软件：业绩随日本复苏爆发增长	31
6.5 谨慎推荐，东软集团：业绩低点已现	32
7. 风险提示	33

图表目录

图表 1：外包的分类	5
图表 2：二战后主要的全球产业转移	5
图表 3：全球外包市场规模	7
图表 4：全球外包业结构	7
图表 5：全球外包发包方情况	7
图表 6：2009-2013 年全球主要地区IT支出增长率	8
图表 7：主要发包方、发包特征和对应接包方	8

图表 8: 离岸外包业务市场份额	9
图表 9: 印度离岸外包业发展路径	11
图表 10: 印度IT行业收入及占GDP比重	11
图表 11: 印度离岸外包收入结构	11
图表 12: SWOT模型分析印度离岸外包行业	12
图表 13: 中国外包服务出口市场规模	15
图表 14: 中国与印度外包出口对比	15
图表 15: 2010 年 1-11 月软件业子行业增速	15
图表 16: 中国软件外包收入结构	15
图表 17: 中国外包客户分布情况	15
图表 18: 印度与中国外包承接能力对比	16
图表 19: SWOT分析中国外包行业	17
图表 20: 2009 年以来的国家层面发布的对外包支持的重要文件	17
图表 21: 印度与中国软件及服务大公司收入比较	19
图表 22: 中国外包企业市场份额	19
图表 23: 历年外商对中国的投资额度	19
图表 24: 2008-2014 年中国IT支出情况	20
图表 25: IT支出占GDP比	20
图表 26: 印度与中国的利率, CPI, 兑美元汇率浮动对比	20
图表 27: 中国与印度的外包环境对比	21
图表 28: INFOSYS的收入增长情况	22
图表 29: INFOSYS上市来股价表现	22
图表 30: 可比公司收入对比	23
图表 31: 可比公司员工数量对比	23
图表 32: 可比公司毛利率和净利率对比	23
图表 33: 可比公司海外业务占比对比	23
图表 34: 全国 21 个服务外包示范城市	24
图表 35: 一线城市同二线城市的工资水平	24
图表 36: 国内外外包合同平均规模	25
图表 37: 国内外外包合同平均时间	25
图表 38: A股离岸外包公司对比	25
图表 39: A股离岸外包公司优劣势对比	26
图表 40: A股外包相关公司毛利率比较	26
图表 41: A股外包相关公司净利率比较	26
图表 42: A股外包相关公司EBIT比毛利比较	27

图表 43: A股外包相关公司非主营收入比利润总额比较.....	27
图表 44: INFOSYS、文思创新股价表现.....	27
图表 45: A股外包上市公司股价表现.....	27
图表 46: 美股外包公司同A股外包公司估值对比.....	28
图表 47: 浙大网新业务结构	28
图表 48: 浙大网新主要下属子公司及参股公司	28
图表 49: 浙大网新未来三年的投资计划	29
图表 50: 浙大网新主要参股公司	30
图表 51: 浙大网新赢率预测主要假设	30
图表 52: 浙大网新损益表预测	31
图表 53: 海隆软件损益表预测	32
图表 54: 东软集团损益表预测	33

1. 外包，引领全球产业转移

离岸外包指发达国家的公司为专注核心业务将他们的一些非核心的软件和服务等业务通过外包的形式交给人力资源成本相对较低的国家的公司开发，以达到降低开发和服务成本、提高竞争力的目的。最为常见的外包形式为ITO（信息技术外包服务），BPO（业务流程外包服务）。（注：外包在本文中仅指软件及服务外包。）

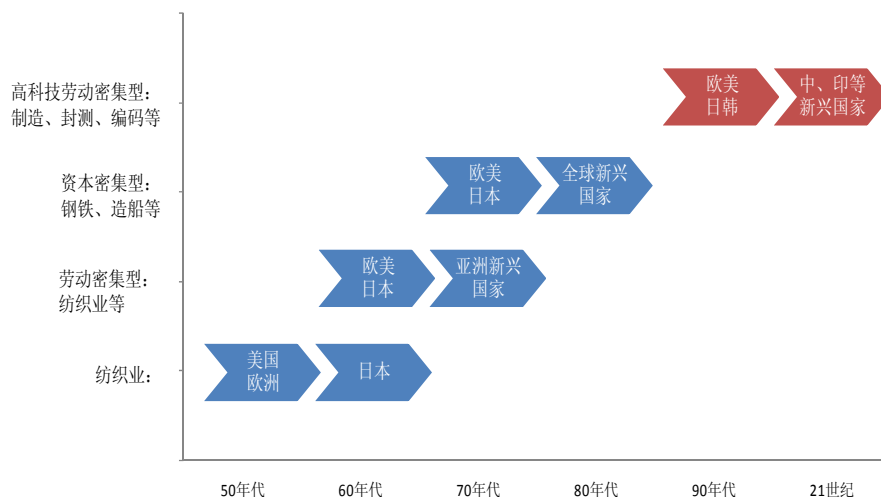
图表 1：外包的分类

外包类别	业务
ITO	信息基础技术服务（技术研发、软件开发设计等） 信息系统操作服务（银行数据，信用卡数据等） 信息系统应用服务（信息工程及流程设计，管理信息系统服务）
BPO	企业内部管理服务（后勤服务、人力资源服务，数据中心等） 企业业务运作服务（售后电话知道、维修服务、销售批发服务及其他业务流程环节服务等） 供应链管理服务（采购、运输、库存整体解决方案）

数据来源：互联网公开资料，国联证券研究所整理

20世纪90年代，随着科技，尤其是IT技术的不断进步，发达国家从成本和自身发展考虑，开始进行新一轮的全球产业转移，即第四次全球产业转移。外包便是第四次全球产业转移的主要形式之一。

图表 2：二战后主要的全球产业转移



数据来源：互联网公开资料，国联证券研究所整理

第一次全球产业转移发生在20世纪50年代。美国集中力量发展汽车、化工等资本密集型重工业，把纺织业等传统产业等低附加值产业通过直接投资

向正处于经济恢复期的日本等转移。在二战中失败的日本整体经济相对落后，劳动力相对较低。在承接美国的轻纺工业后，很快成为全球劳动密集型产品的主要供应者，日本经济开始快速复苏。

第二次全球产业转移发生在20世纪60年代。发达国家，包括日本，着力发展资本密集型产业及电子、航空航天和生物医药等技术密集型产业。将以轻纺工业为主的劳动密集型产业向亚洲新兴工业化国家转移。

第三次全球产业转移发生在20世纪70年代后期。全球经济危机爆发后，发达国家努力发展微电子、新能源、新材料等高附加值、低能耗的技术密集和知识密集型产业。将钢铁、造船、化工、汽车、家电等资本密集型产业向新兴工业国家转移。

第四次全球产业转移是20世纪90年代。随着社会化分工不断“模块化”，IT技术不断发展。发达国家逐步将高科技中的低端的制造、封测和软件编码等低附加值、人力密集型产业向新兴国家转移，而自身保留附加值较高的设计、高端制造和渠道等业务。

其中，离岸外包产业始于20世纪80年代的印度。当时，印度大批工程师被派遣到美国或者其他发达国家接受培训，这些工程师大多在国际大型公司工作，回国后直接被纳入BPO业务的发展，晚些时候进入ITO领域。同时，印度本身自有的语言和文化优势帮助印度率先从软件外包中崛起。但印度的软件发展近年来遇到瓶颈。基础设施建设落后、产能饱和、人员成本上升、IT从业人员缺乏等不利因素已经开始制约印度外包业的发展。而中国，依托全球最有大的消费市场、加之良好的基础设施、政府的支持、大量IT类毕业生及国民英语水平的逐步提高，已逐渐在外包市场，尤其是对美外包市场中崭露头角。发包国家以逐步将业务从印度向中国转移。

模块化：将产业链中的每一个工序按照模块进行调整、分割，各模块独立运作，然后依据统一的规则 and 标准链接成整体。

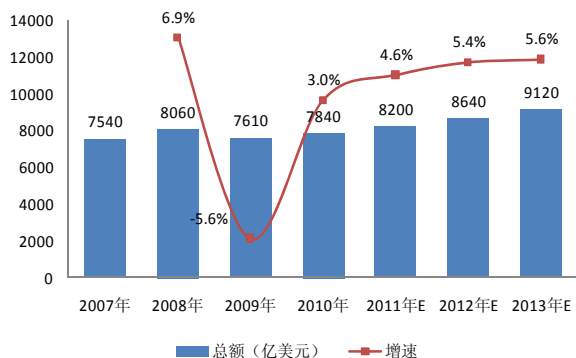
20世纪80年代，美国个人计算机业（PC业）率先开始模块化经营战略。随后，产业模块化迅速在其他高科技产业、传统制造业和服务业应用。

2. 全球离岸外包规模庞大，印度暂时领先

2.1 全球离岸外包规模庞大

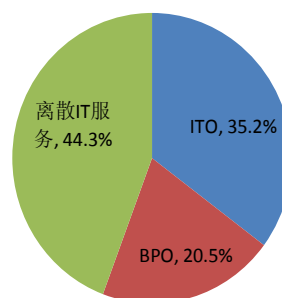
根据Gartner数据显示，2009年全球遭受金融危机影响，全球外包业增速减缓，但仍保持7610亿美元的市场规模。危机之后，全球外包业仍保持平稳增长，预计2013年全球外包市场总额将达到9120亿美元，2007-2013年的年复合增长率为4.4%。

图表 3: 全球外包市场规模



数据来源: Gartner, 国联证券研究所

图表 4: 全球外包业结构 (2009)

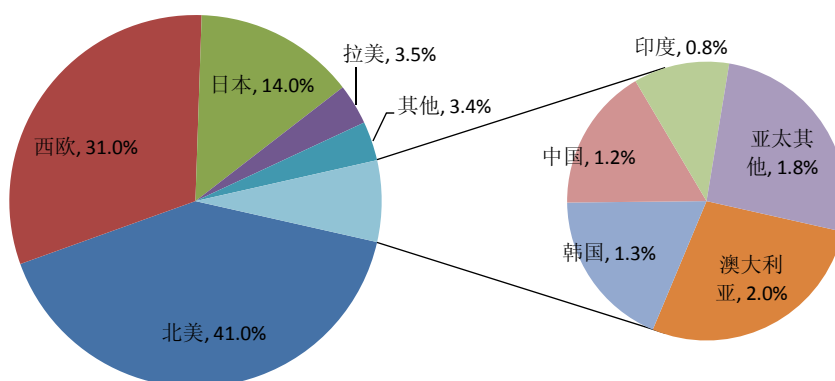


数据来源: Gartner, 国联证券研究所

2.2 发包方: 美、欧、日三分天下, 美国订单质量最优

较为发达的北美, 欧洲和日本是全球的主要发包方, 依次占比为41%, 31%和14%。以上三个地区占全球发包量的86%。而印度作为北美地区最大的接包地占据了全球54%的外包市场份额。

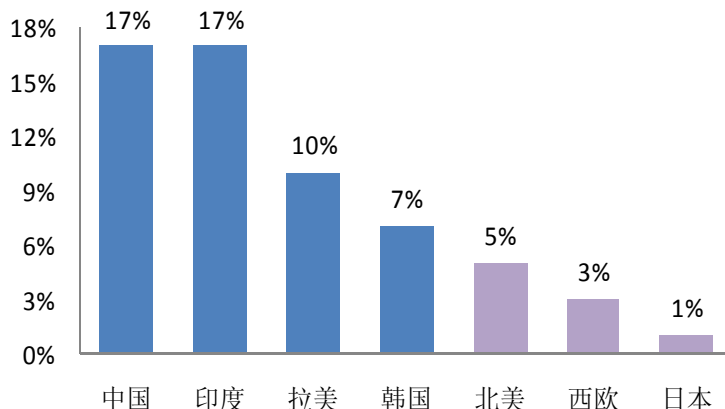
图表 5: 全球外包发包方情况 (2009)



数据来源: DB, 国联证券研究所整理

金融危机对发达国家经济打击较大, 发达地区受到成本的压力逐渐增大, 产业转移速度加快, 发包量有上升趋势。预计2009-2013年北美、西欧和日本的IT支出增长率分别为5%, 3%和1%。值得注意的是: 高速发展的中国和印度国内IT支出增长的速度比发达国家更快, 同为17%。

图表 6: 2009-2013 年全球主要地区 IT 支出增长率



数据来源: Gartner, DB, 国联证券研究所

美国订单优于欧洲, 欧洲优于日本。日本发包商多采用独有的金子塔结构, 这使的大多少数的对日离岸外包商多处于第二级和第三级级别, 导致规模较小, 且受到金融危机的影响较大。加之, 危机后的日本经济复苏迟缓, 企业IT支出大大落后于其他发达国家。加上日本外包市场容量相对较小, 相比之下对日离岸外包稍逊于对美、对欧外包。

图表 7: 主要发包方、发包特征和对应接包方

发包地区	特征	对应接包地区	说明
美国	倒 T 字形	印度、加拿大	美国大型跨国公司广泛采用事业部制组织结构, 外包决策一般在事业部层面做出。各事业部具有较大的自主权, 彼此之间相对独立, 其所开展业务的价值链环节也各不相同。在这种情况下, 各事业部从自身利益出发, 纷纷将各种辅助性或非核心的不影响企业核心能力的价值链环节外包成本低、质量有保证的国外企业来运营, 自身保留高附加值的核心业务。
日本	金字塔形	中国	位于金字塔顶端的发包企业处于支配地位, 与它形成直接供给关系的企业称为一级接包商, 与一级接包商形成直接供给关系的企业称为二级接包商, 如此类推。上下游企业因长期业务形成了固定的业务路径及彼此信赖的企业间和人际间的稳固关系。在日本, 能够作为总接包商承接大型客户系统开发的企业只有 30 多家, 如 NEC、SONY 和富士通等。这些企业往往控制着软件设计等高端业务, 在对整个项目过程进行认真切割后, 再将那些技术含量较小的低端业务外包给中国等临近国家。中国企业只能接到一些被转了二手、三手甚至更多手的外包, 最终导致我国的外包企业水平差、规模小、集中度低等弱点。
欧洲	橄榄形	爱尔兰	欧盟跨国公司与美国跨国公司一样拥有较多的事业部单位。不同的是, 欧盟跨国公司的各事业部之间关系紧密, 这使得各个事业部业务所属的价值链环节有可能“求同存异”, 即在保留各自特殊的价值链环节的前提下, 合并或重组那些具有相同或相似功能的价值链环节。

数据来源: 国联证券研究所整理

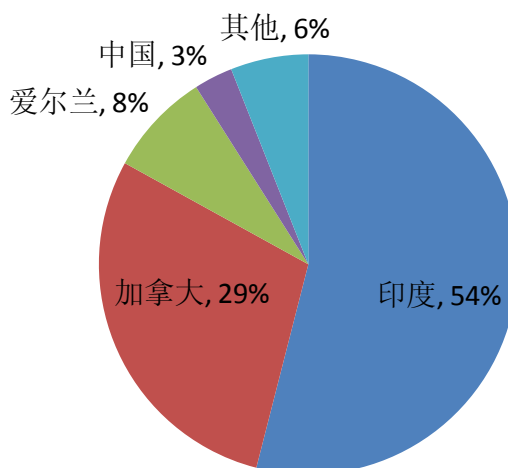
2.3 市场、人力资源、外语是成为外包大国的三大因素

在全球经济的大背景下，成为外包大国需要有3个特点：

- 首先，发包企业通常考虑自己的市场在哪些国家，从而发挥“就地取材”的优势，因此拥有庞大人口基数的市场是成为外包大国的首选。
- 其次，外包是以资源为基础的服务业务，既需要人才的质量，也需要其数量来支持，因此国家拥有良好的教育体制，尤其是在科技教育方面，每年都能有成千上万的合格的计算机及相关专业的毕业生也是成为外包大国的必要因素。
- 最后，精通一门外语，最好是英语。

发包方由于发包形式不同，地理的远近和语言文化的相似程度选择接包方。美国的外包业务主要发送给加拿大、印度和东南亚国家，西欧的外包业务主要发送给爱尔兰，而日本和韩国的外包业务的主要发送给中国。由于发包方的需求体量不同，外包承接地的市场份额由大到小依次为印度，加拿大，爱尔兰和中国。

图表 8：离岸外包业务市场份额



数据来源：World Bank，国联证券研究所

3. 印度外包业已现疲态

3.1 印度外包回顾：政策、语言和人才

印度在世界软件外包市场中有很强的优势。经过数十年的积累，印度的外包工业从初级、底层的软件重新编码逐步走向具有高附加值的项目管理，咨询等服务。最终直接面对客户，同客户成为合作伙伴关系。

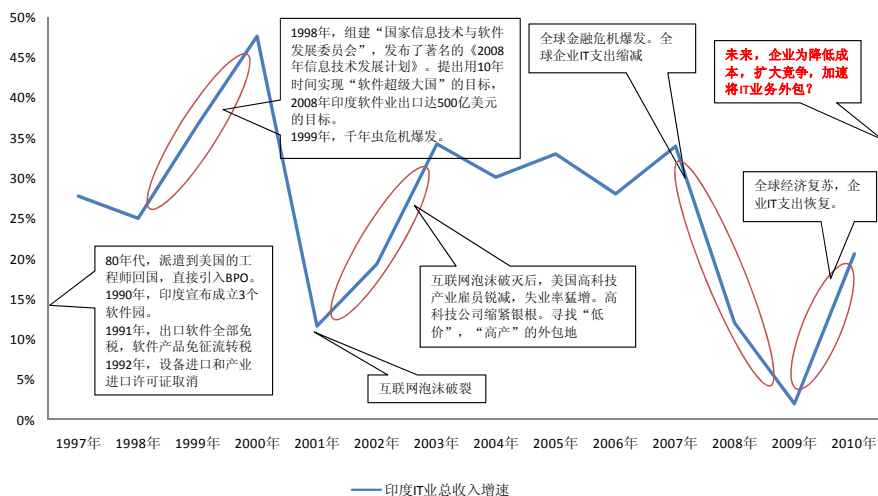
印度的IT工业始于20世纪80年代初期。20世纪80年代以前，100%的关税让印度成为高科技公司望而却步的市场。之后，印度派遣到发达国家国际大公司的工程师陆续将外包业务带回印度。由于有先天的语言优势，**首先出现在印度外包产业中的是BPO业务**，包括“数据处理（Data processing）”，医药账单（Medical billing）和“客户支持（Customer support）”等。早期的印度外包商就接到诸如美国运通、通用资本和英国航空此类的国际型大企业的BPO业务。

20世纪90年代全球产业转移和互联网的兴起奠定了印度IT工业发展的基础。1990年，印度宣布首先设立3个软件园；1991年，制定“零赋税”政策：出口软件税收全面，软件产品免征流转税。1992年宣布设备和产业进口许可证取消；特别是1998年，印度政府组建了“国家信息技术与软件发展委员会”，并发布了《2008年信息技术发展计划》，明确提出用10年时间在印度独立60周年之时，实现“软件超级大国”的目标，并确定2008年印度软件业出口达500亿美元的目标。

世纪之交的“千年虫”问题是印度外包工业发展的重要契机。“千年虫”导致庞大信息和存储数据问题，欧美企业不得不将这些业务转包给具有成本和语言优势的印度IT企业。而印度IT企业则通过解决“千年虫”问题积累了经验和客户渠道，赢得了国际声誉，为之后的外包大发展打下基础。

21世纪初，互联网泡沫的破灭让美国高科技业的雇员数量锐减，失业率猛增，高科技企业不得不收紧银根寻求更“廉价”的外包地。此时，印度却招兵买马，急速扩充人员，确定了印度在全球离岸外包中的领先地位。

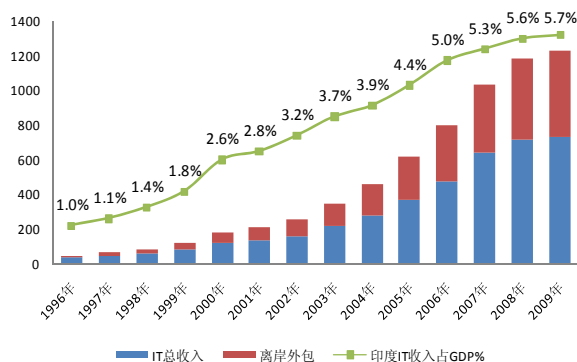
图表 9: 印度离岸外包业发展路径



数据来源：CEIC，NASSCOM，国联证券研究所整理

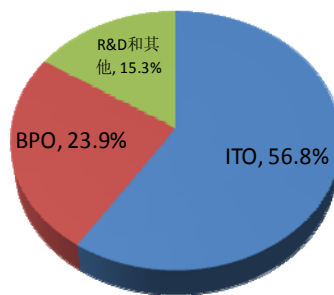
NASSCOM数据显示，2010年印度IT行业共实现收入881亿美元，其中离岸外包实现收入590亿美元。ITO业务实现收入335亿美元，占比57%，BPO业务实现收入141亿美元，占比24%。共有200万人从事离岸外包行业。美国是印度最大的发包国家，占印度离岸外包总额的61.5%。1996-2010年14年间，印度IT行业复合增长率25.3%，离岸外包复合增长率32.9%。但从图上可以看出，印度的IT业和离岸外包业增速已经放缓，特别是在2009年金融危机时期，增速下滑至个位数。

图表 10: 印度 IT 行业收入及占 GDP 比重 (亿美元)



数据来源：CEIC，国联证券研究所

图表 11: 印度离岸外包收入结构(2010 年)



数据来源：NASSCOM，国联证券研究所

悉数印度离岸外包的发展历程，不难发现印度外包业在发展初期的3个主要因素。政策，语音和人才：

- **政策：**从上世纪80年代开始印度政府就派遣大量的工程师到国际大企业学习，带回来先进的管理经验和BPO业务。印度政府又先后建

班加罗尔是印度政府着力打造的印度外包的中心，被称为印度的“硅谷”。有近 11 万从事外包工作的员工。班加罗尔所在的卡邦（省）是印度教育最发达的地区，拥有工程学院 125 所，是美国工程学院的一半。班加罗尔云集了印度最好的大学：印度理工大学、国家高级研究学院和印度信息技术学院等。为班加罗尔的外包企业源源不断输送人才。

立产业园，打破贸易壁垒，削减软件企业负税，出台各种政策，为印度离岸外包业在之后的腾飞奠定了坚实的基础。

- **语言：**英文是印度的官方语音之一。语言优势这是印度快速进入欧美市场的先天优势。也是中国及其他许多亚洲国家不可比拟的优势。
- **人才：**印度拥有庞大的人口基数，每年可以提供10万以上的计算机及工程毕业生。印度重视IT行业人才的教育和培养，很多大学直接采用发达国家的培养模式，加之先天在语言上的优势和相对较低的工资，印度的离岸外包在90年代得以迅速发展。

3.2 SWOT分析印度离岸外包行业：市场饱和，优势渐失

在政府政策的推动引导和人口、语言等天然优势下，印度离岸外包行业已经取得令世人瞩目的成就，占据了全球离岸外包业务一半以上的份额。但是印度以出口为导向的IT行业也面临诸如：人力资源匮乏、成本不断上升、国内基础建设落后、国内IT需求低迷等问题。金融危机让印度的外包业增速下降至历史最低水平。

我们通过SWOT模型分析当下印度离岸外包工业的经营环境：

图表 12：SWOT 模型分析印度离岸外包行业



数据来源：互联网公开资料，国联证券研究所整理

● 优势

- **接近欧美的语言、文化优势。**英语是印度的官方语言之一。早年作为英国的殖民地，其高层社会的文化习惯同西方较为相似。这让印度较为简单接受和理解西方的文化和习惯，可以迅速切入来自于美国欧洲的外包业务中，特别是BPO业务。

20 世纪 90 年代初，印度软件业也面临受到盗版猖獗和知识产权保护不力的问题。印度通过多次对版权法进行修订，实现了与 TRIPs 的完全接轨。此外，还颁布了《国际版权规则》将版权保护扩展至 WTO 所有成员。近年来，印度软件的盗版比率降低了 30%，软件产品免受美国 301 条款的制裁，可以源源出口美国。国际公司也可以放心地将各种数据管理、呼叫中心、客户服务等大批业务外包给印度公司。

- **完善、严厉的版权保护法规。**修改后的印度版权保护法是世界上最严格的版权保护法之一，基本实现了与西方国家法规构架完全接轨。并且要求印度企业全面接受并达到国际知识产权标准。
- **大型IT企业的规模、品牌优势。**外包企业的规模是外包行业的激烈竞争中生存的关键因素。特别是来自美国的发包商更希望外包商能够提供全程的服务。这就对外包企业的规模有严格的要求。通过20几年的发展，印度的前几大IT企业已经形成了可以和IBM等国际巨头分庭抗礼的实力。Tata员工超过18万，年收入超过60亿美元；Infosys员工超过12万，年收入超过40亿美元。并且他们在全球主要国家均建有交付中心。
- **服务质量优良。**印度通过引入各种国际普遍接受的质量管理模式提高企业的服务和质量，大部分公司通过ISO9000、CMM5级、P-CMM、六西格玛和CMMi5的认证。

● 劣势

- **基础设施建设落后。**印度除了软件外包行业较为发达外，其他基础设施建设较为落后。移动和固定线路的网络均落后于一般现代化国家水准，个人电脑和互联网渗透率也不高。因此，印度的软件外包业只能集中在班加罗尔等少数几个科技园区内，这将影响外包业在印度本土的扩大。
- **政府缺乏对软件行业以外的投入。**在印度外包业发展的开始阶段，政府起到了良好的推动作用。但现在印度国内电信、互联网、交通等基础设施建设的落后同印度政府不无关系。

● 机会

- **尚未开发的国内市场。**离岸外包业占印度的软件业收入的77%，对内服务只占23%。印度作为世界人口第二多的发展中国家，也是全球主要经济体之一，如同中国一样，拥有潜在的庞大的国内市场。数据显示印度国内的IT支出增长将达到17%，位列全球主要国家前列。
- **美国经济复苏强劲，IT支出增大。**印度的外包业务主要针对美国。因此，美国的经济情况直接关系到印度外包业的命运。金融危机后，美国是发达国家中复苏较快的国家。数据显示，美国企业未来的IT支出将保持在5%的水平，高于欧洲和日本。

● 威胁

- **外包人才缺口。**在发展初期，丰富的计算机和工程类毕业生是

2010年8月印度最大业务流程外包（BPO）企业简伯特（Genpact）负责人的话称，印度客服中心劳动力成本已经升至美国同等水平。

印度软件公司十强中有七家已经在中国设立机构。Tata 咨询公司计划将中国员工从 2009 年的 1200 名增加到 2014 年的 5000 名，Infosys 在上海的分公司员工也已经达到 1000 人左右。

印度外包快速发展的优势之一。但随着印度外包行业的不断扩大，印度国内的毕业生数量和质量都不能达到现有规模外包行业的要求。NASSCOM数据显示，印度外包产业2010年面临50万人的短缺。

- **不断上升的成本。**印度外包人才的缺乏，必然会引起人工成本的提升。加上不断升值的货币、一直居高不下的通货膨胀，这些都大大地减弱印度作为外包承接地的成本优势。
- **不稳定的政治因素。**印度是一个多民族、多种姓、多信仰的联邦制国家。民族、宗教和种姓之间长期存在矛盾。最为严重的是印度教徒与穆斯林教徒之间的矛盾。加之联邦制导致中央政权和分邦政权及不稳定，政府更迭频繁，行政效率低下。这些都是离岸外包业扩大的不力因素。

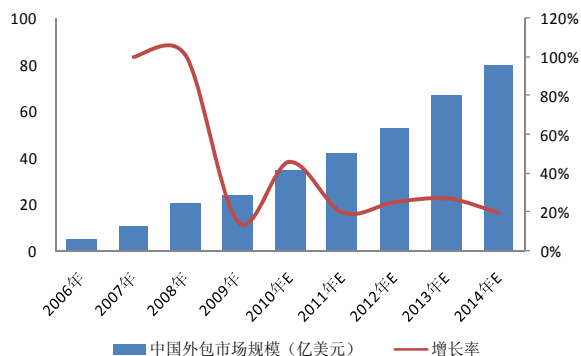
印度离岸外包行业在发展前期在政策、语言和人才的三方优势下取得了近20年的快速增长。但随着产业不断的扩大，政策、人才和成本已经慢慢的从优势转化为制约印度外包发展的劣势和不稳定因素。为了转移这些矛盾，印度大型IT企业早已把中国作为其外包产业转移的目的地，印度的大型IT企业在中国设立交付中心，将自身外包“再次”外包给中国已经屡见不鲜。

4. 中国离岸外包：迅速崛起的全球外包中心

4.1 中国外包：起点低、规模小、发展快

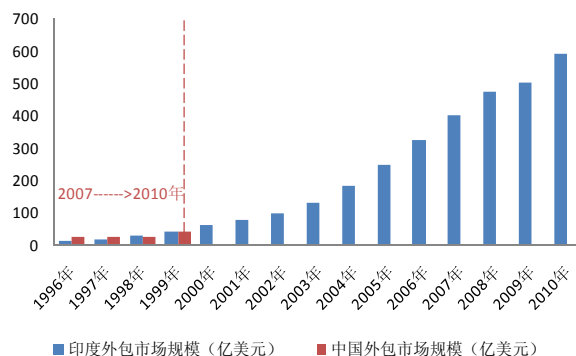
工信部数据显示：截至2010年11月，我国软件业实现收入12081亿元，同比增长30%，增速同比提高8.6个百分点。其中，外包服务出口同比增长45.7%，是增速较快的子行业之一。全球金融危急中，我国的外包行业同样也遭受到巨大的打击，在2009年12月达到行业最低点，外包增速从11月份的44.9%急剧下降到15%。随着欧美和日韩实体经济的恢复，我国的外包业在2010年初从回到快速增长通道。根据IDC的预测，2014年中国离岸外包市场规模将达到76亿美元，2009-2014年年复合增长率约为22.4%。中国外包也规模依然很小，相当于1999年的印度水平，仅是印度当前规模的5%-6%水平，

图表 13: 中国外包服务出口市场规模



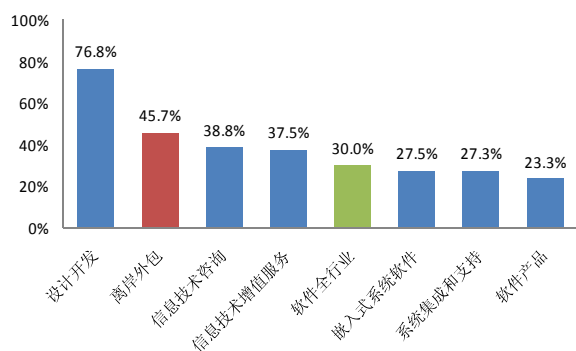
数据来源: 工信部, IDC, 国联证券研究所

图表 14: 中国与印度外包出口对比



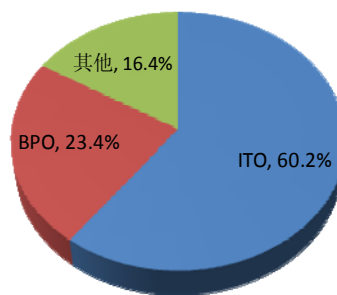
数据来源: 工信部, CEIC, 国联证券研究所

图表 15: 2010 年 1-11 月软件业子行业增速



数据来源: 工信部, 国联证券研究所

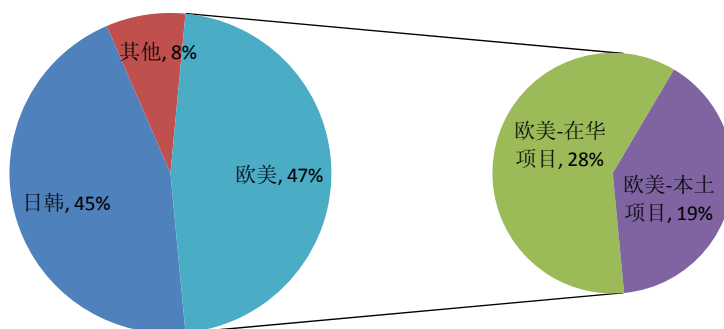
图表 16: 中国软件外包收入结构 (2009 年)



数据来源: DB, 国联证券研究所

由于文化相近, 中国主要承接的是来自于日本的订单, 占45%。订单来自于欧美在华企业占28%, 只有19%来自于欧美本土。

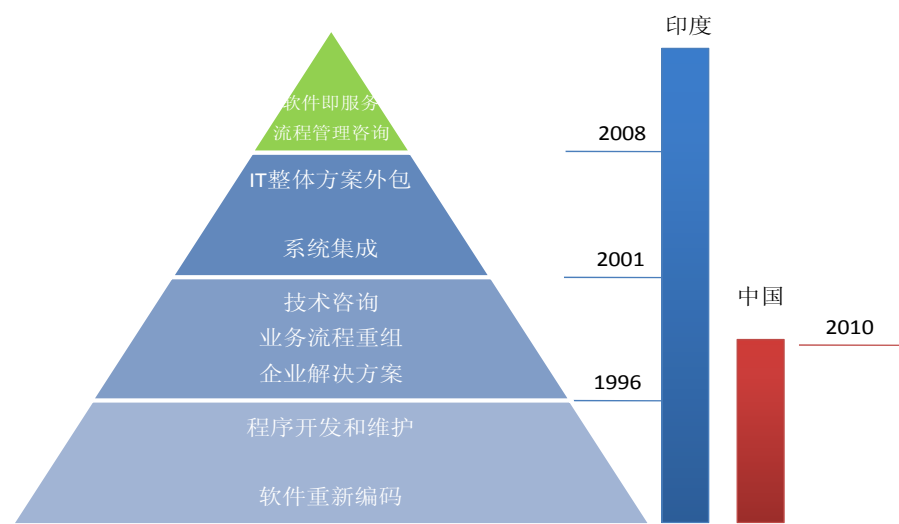
图表 17: 中国外包客户分布情况



数据来源: DB, 国联证券研究所整理

同当前印度外包企业相比，我国外包企业承接的订单大部分依然是较为低端、附加值较低的重新编码和嵌入式软件开发。且我国外包企业多作为日本总分包商下属的二、三级分包商，拿到的订单规模普遍较小，因此企业的规模也较小，导致大部分企业无力承接来自欧美的大型订单。

图表 18: 印度与中国外包承接能力对比



数据来源: Infosys, 国联证券研究所整理

4.2 SWOT分析: 政策更好、人才更多、成本更低

政策、语言和人才的优势是印度软件外包快速发展的优势。当前的中国拥有印度当年同样的优势。值得注意的是拥有世界第一人口数量的中国作为“全球工厂”和全球最大的市场，有更多的国际公司已经把中国作为他们的首要客户。而把外包业务直接交给客户做或者在客户所在地做已经成为这些国家大公司的首选。而中国的劣势，包括英语能力、盗版泛滥和规模偏小等问题都在逐步解决。下面我们SWOT分析中国外包行业，并同当前印度的外包情况进行对比。

图表 19: SWOT 分析中国外包行业



数据来源: 互联网公开资料, 国联证券研究所整理

● 优势

- **政策扶持加大。**近年来中国中央政府, 各部位和地方政府相继出台多项具体政策措施, 不断加大对中国外包服务行业的支持和鼓励。2009年4月国务院发函《关于促进服务外包产业发展问题的复函》, 包括北京, 上海和天津在内的21个城市成为国家外包示范城市。同时全国有84个国家级外包示范工业园区。国家财政部和商务部承诺为外包企业提供资金的支持。2011年颁布的“国4条(也称新18号文)”更是明确提出“引导企业将信息技术研发应用业务外包, 鼓励信息技术研发部门剥离”。

图表 20: 2009 年以来的国家层面发布的对外包支持的重要文件

发文单位	政策名称
国务院	《关于促进服务外包产业发展问题的复函》
教育部、商务部	《关于加强服务外包人才培养促进高校毕业生就业工作的若干意见》
工信部	《关于支持服务外包示范城市国际通信发展的指导意见》
财政部、商务部	《关于做好 2009 年度支持承接国际服务外包业务发展资金管理工作的通知》
人社部、商务部	《关于服务外包企业实行特殊工时制度有关问题的通知》
财政部、税务总局等	《关于技术先进性服务企业有关税收政策问题的通知》
中国人民银行、商务部等	《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》
财政部	《关于鼓励政府和企业外包促进我国服务外包产业的指导意见》
人社部、商务部等	《关于加快服务外包产业发展促进高校毕业生就业的若干意见》
海关总署、商务部	《关于开展国际服务外包业务紧扣货物保税监管试点工作的通知》
国务院(新 18 号文)	《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》

数据来源: 中国服务外包发展报告, 国联证券研究所整理

据毕马威报告显示,上海及北京的工资水平较高,而无锡及成都的水准较低。一般来说,中国的工资水准较印度现有水准折让 30%-50%不等。

另据 NASSCOM 数据显示,中国刚毕业的工程人员月薪平均为 250-300 美元,而印度水准为 750-1000 美元。

2007 年 4 月,美国贸易代表办公室 (USTR) 发布了《2007 特别 301 条款报告》。中国位列“重点观察名单”之首。同年 8 月, USTR 表示,美国政府已经要求 WTO 设立专家组,裁决其提出的中国保护知识产权不利的指控。

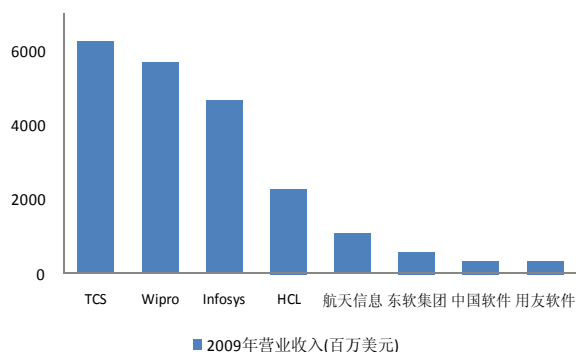
在日本,前五大服务提供商占据了 IT 服务市场 50% 市场份额; 2008 年,在全球市场上,前五大服务提供商市场占有率总计达 20%。

- **大量、且廉价的外包人才。**全国大约有 500 所院校提供计算机软件相关专业。每年计算机软件毕业生大约有 200 万,占全国毕业生的 10%。全国 12% 的毕业生将进入外包行业。大量、优质的工科毕业生为外包行业提供丰富的劳动力资源。中国外包从业人员的工资水平大幅度低于发达国家,但高于国内平均水平,这也吸引国内大量的优秀人才从事外包行业。即便同印度相比,中国的工资水准依然具有优势。
- **基础设施建设完善。**同大多数发展中国家相比,中国拥有较为健全的基础设施。拥有世界先进水平电信基础设施,较为发达互联网设备。全国共拥有 160 多个机场和遍布全国的高速公路、铁路网。特别是近年来快速发展高速铁路网,与发达国家相比也具有一定优势。大部分的一线城市都拥有卫生、治安良好的办公和居住环境。这为外包行业的发展打下坚实的基础。

● 劣势

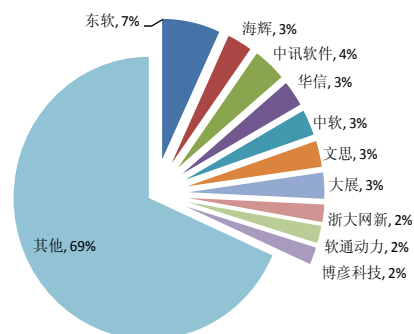
- **外语能力欠佳。**语言能力是中国发展外包的主要障碍之一,也是落后于印度的主要原因之一。目前,中国承接的大部分外包项目都不涉及语音。但这一状况正在被扭转。越来越多的技术人员和服务人员正在可以使用英语或其他语言进行交流和工作。
- **盗版泛滥,版权保护不利。**根据 IDC 报告显示,2009 年中国盗版率为 79%,仅比 2008 年下降百分之一,依然维持较高的水平。中国在知识产权保护相关的法规和执行方面并不尽如人意。这已经给国外的发包企业造成了很负面的影响。特别是在敏感的、附加值较高的关键工序上,发包企业并不放心将其完全外包给中国企业完成。
- **企业规模小,没有品牌优势。**规模和声誉是越来越成为选择外包商的关键因素。具有强势品牌的大型服务提供商可以获得利润更大的合同。而中国的外包企业规模小,市场分散,这些都不利于我国外包企业参与国际竞争。

图表 21: 印度与中国软件及服务大公司收入比较



数据来源: Yahoo, Wind, 国联证券研究所整理

图表 22: 中国外包企业市场份额 (2009)

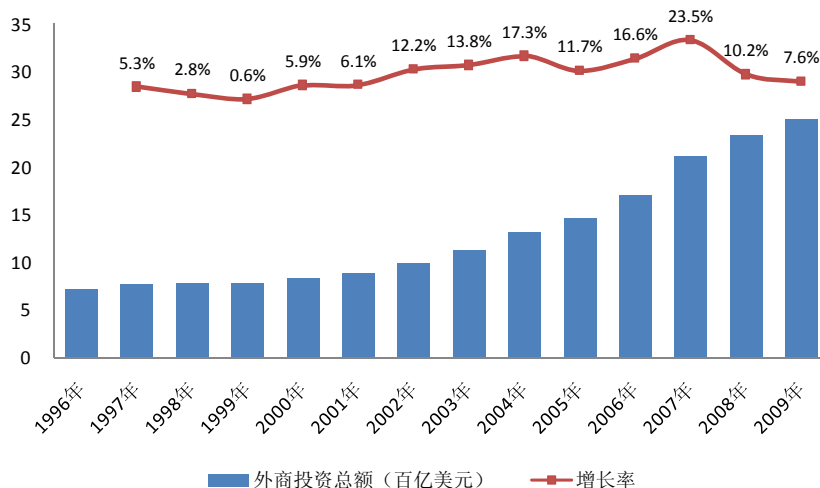


数据来源: DB, 国联证券研究所

● 机会

- **庞大市场蕴含机遇。**拥有13亿人口, 高速发展的中国是全球最具有吸引力的市场。2009年中国吸引外商投资约2.5万亿美元, 在全球金融危机的恶劣环境下依然完成同比增长7.6%, 在过去的13年间年复合增长率达10.1%。无论是日韩还是欧美, 都希望就近取材, 在设立分公司的同时, 也会选择将外包业务发包给中国。

图表 23: 历年外商对中国的投资额度

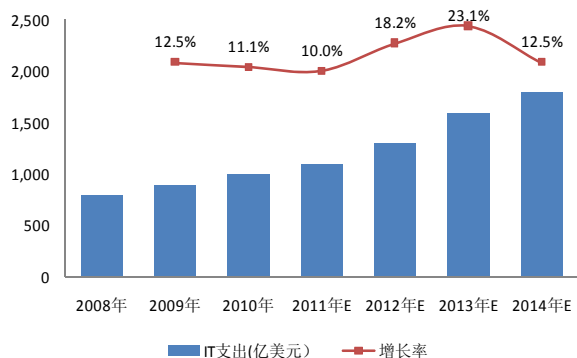


数据来源: 中国统计局, 国联证券研究所整理

- **经济增长强劲, 国内外包需求旺盛。**2010年中国GDP总量实40万亿元, 超越日本, 成为全球第二大经济体。但当前中国IT支出占GDP比尚低, 不足0.5%, 甚至低于印度。据Gartner统计, 中国国内软件及服务消费市场将迅速成长, IT支出增速大大超

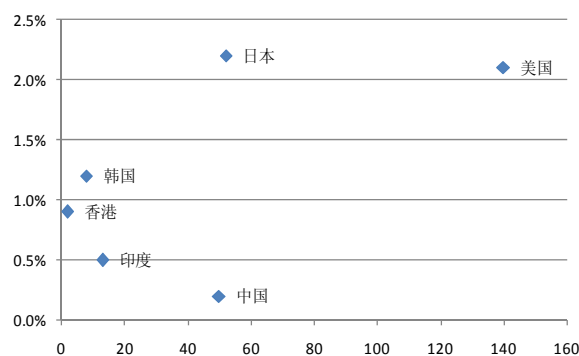
越日本和美国等发达国家，位于全球前列，至2014年中国的IT支出可达1800亿，年复合增长率为14.5%。因此，国内的外包行业仅仅是刚刚起步，未来的空间还很大。值得注意的是政府服务作为一个新兴的软件服务领域，越来越受到政府的重视，已呈现良好的发展趋势。

图表 24: 2008-2014 年中国 IT 支出情况



数据来源: Gartner, 国联证券研究所整理

图表 25: IT 支出占 GDP 比 (亿美元, 2009 年)



数据来源: DB, World Bank, 国联证券研究所

根据埃森哲的调查数据显示: 2008 年中国有半数的 IT 企业通过 CMM/CMMI 认证, 但仅有 10%左右的 IT 企业通过最高水平的 CMM5/CMMI5 的认证。

- **政治稳定。**国家的政治稳定与否越来越受到国际企业的重视。社会和政治稳定的中国越来越成为国家企业的外包首选地。
- **威胁**
 - **质量安全隐患。**中国大型软件公司中达到CMM5级或4级的还不多, 而印度的大型软件公司全部达到这一专业水准。由于中国的服务商起步较晚, 企业的国际化水平相对较低, 从而影响了欧美发包商对中国服务商完成项目质量的信心。
 - **与西方文化、商业习惯冲突。**中国商业习惯与西方有很大的不同。例如: 社会关系在中国的商业环境中变的尤为重要, 一些重要的牌照、许可证、财政资源和设施都需要“关系”获得。这些都是发达国家的企业在中国开展业务的不利因素。
 - **通货膨胀、货币升值带来的成本压力。**同印度一样, 中国也面临通货膨胀, 汇率上升带来的成本上升的不利影响。这直接导致外包企业的毛利下降。但同印度相比, 中国的成本压力较小, 具有一定的比较优势。

图表 26: 印度与中国的利率, CPI, 兑美元汇率浮动对比

	基准利率	CPI 数据	兑美元汇率浮动
		2011 年 1 月	2009 年 3 月-2011 年 3 月
印度	5.75%	9.30%	上升 15.12%
中国	3.25%	4.90%	上升 9.78%

数据来源: Wind, 国联证券研究所整理

4.3 当前的中国更具优势，金融危机或是外包起飞契机

中国当前的外包处于发展阶段，基本相当于印度1999年的水平。而中国外包产业所处的环境却比当年的印度更具优势。相对于1999年的印度外包产业，中国仅在语言和版权保护上处于劣势，其他方面都全面超越印度。尤其是中国作为世界工厂，基础设施建设完善，企业更愿意把软件外包基地放在制造和消费终端的中国。再加上中国的经济增长强劲，内需更是中国外包增长的亮点。

2000年，全球互联网泡沫的破裂给印度外包业提供了快速发展的契机，而2008-2009年的全球金融危机给发达国家造成的压力比2000年更甚。尽管，短期而言金融危机使中国外包业受到诸如合同减少、人民币升值、利润下降等影响。长期来看，成本压力将推动国际企业采取更积极的外包策略，加速生产线的转移，进一步降低生产成本。同印度相比，印度卢比升值速度比人民币更快，通货膨胀率更高，这意味着印度外包企业受到的冲击更为严重。中国的比较优势愈加明显，中国有望成为金融危机后国外企业外包的首选目的地。

图表 27：中国与印度的外包环境对比

	中国	印度
市场大环境		
对外市场	优：世界工厂，全球最大的潜在消费国。	劣：相对中国较劣
内需市场	优：全球第二大经济体，IT 支出占比低	劣：除 IT 业外，其他工业发展较慢
国家资源	优：政策支持，遍布全国的软件园	劣：政府对国内 IT 业周边工业支持薄弱
政治稳定	优：长期政治较为稳定	劣：各种矛盾较多，难以全国发展
基础设施	优：世界较为先进的	劣：全国基础实施建设落后，电力、交通、电信建设水平均很低
法律体系	劣：盗版泛滥，版权保护不利	优：几乎是全世界最严格的版权保护法
人力资源		
人才数量	优：高等教育毕业生庞大，35%为可从事外包行业的理工类毕业生	劣：毕业生数量已经不能够支撑现有外包的规模。
人力成本	优：工资、通胀、汇率压力均比印度低	劣：通胀严重，汇率上升较快，人员紧缺导致成本升高较快
语言，文化		
外语	劣：英语、日语均非官方语言	优：英语是其官方语言之一
文化	劣：同日韩文化相近，但日韩发包量占比低	优：作为英国殖民地，较容易接受欧美文化
公司规模，品牌	劣：规模小，市场集中度低，很难承担较大规模订单。	优：大公司规模，品牌均与欧美企业等同，甚至超越。市场集中度高。
作业质量	劣：少数公司通过 CMM/CMMI5、ISO9001 最高级认证。	优：大部分企业通过 CMM/CMMI5 级，ISO9001 等国际质量认证。

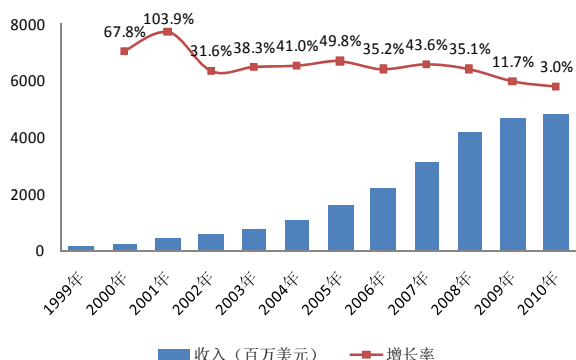
数据来源：互联网公开资料，国联证券研究所整理

5. 中国外包趋势：全国铺开，期待巨人出现

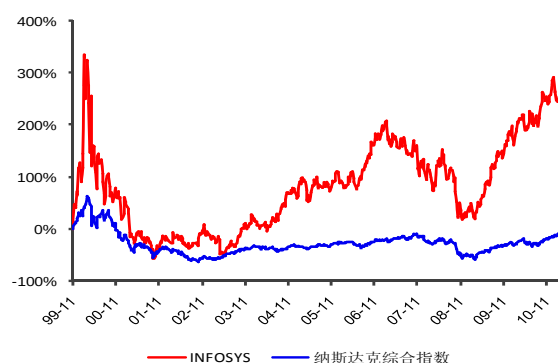
5.1 中印企业对比：规模、毛利率、净利率均有提升空间

我们用在美上市的全球外包软件企业龙头Infosys同国内领先的东软集团、文思创新、中软国际、浙大网新和海隆软件进行对比。1999年Infosys在美国纳斯达克上市，当年收入仅为1.2亿美元。11年后，Infosys营业收入达48亿美元，11年复合增长率40%，在全球主要国家建有交付中心，员工超过12万。自1999年上市后，股价上涨近300%，远高于纳斯达克指数涨幅。

图表 28: Infosys 的收入增长情况



图表 29: Infosys 上市来股价表现

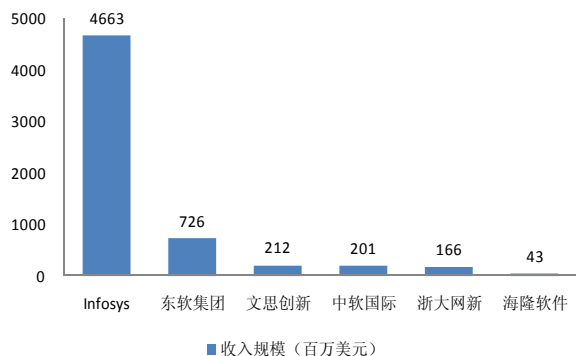


数据来源: Infosys, 国联证券研究所整理

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

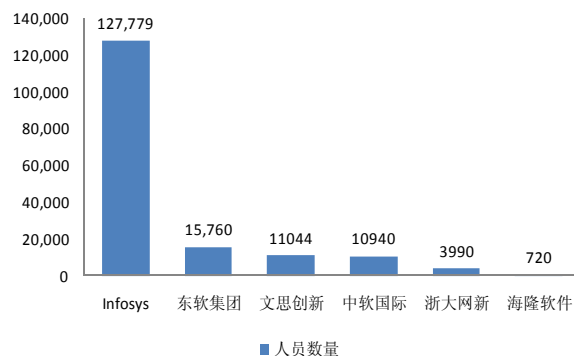
在收入和人员规模上，中国公司同行业龙头差距相差较大。国内最大的东软集团其收入不到Infosys的1/5，员工数量只有Infosys的1/10。并且中国公司对国内市场依赖较大，如果单纯比较海外营收，则差距更加明显。不过，从另一个侧面来讲，Infosys的高增长和规模也为中国的软件外包企业描述了全球离岸外包的庞大空间。同时，经过11年发展Infosys的海外收入依然占比高达98%，这也充分说明印度国内IT支出增长缓慢。而中国国内IT支出增长迅速恰恰是优势之一。

图表 30：可比公司收入对比



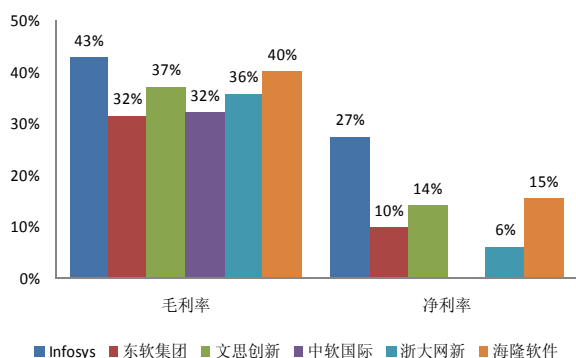
数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 31：可比公司员工数量对比



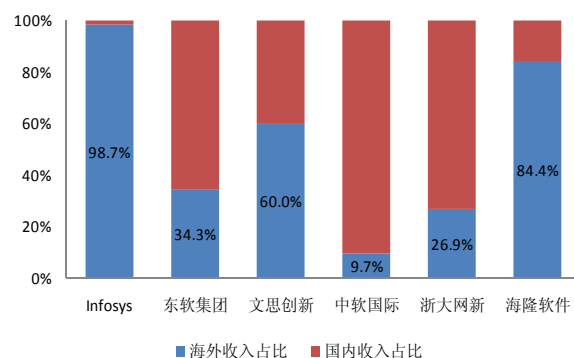
数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 32：可比公司毛利率和净利率对比



数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 33：可比公司海外业务占比对比



数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

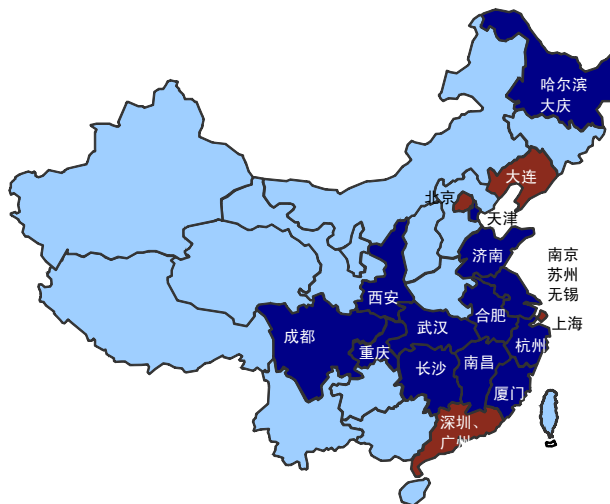
大公司具有大规模就会带来大订单和稳定的客户，同时降低开支，提升利润率水平。尽管印度国内的人力成本高出中国20%-30%，但Infosys依然维持了42%的高毛利率和27%的净利率水平，明显高于中国同类企业。同时，来源于美国的订单一般规模较大，开发时间较长且毛利较高也是Infosys毛利和净利水平较高的原因。相比之下，国内企业的规模小，承接大型订单的能力有限，订单大部分来源于日本，而日本特有的“金字塔”型发包结构，也使得发给中国的都是松散、小规模订单。因此国内外包企业的毛利和净利水平大幅度落后印度企业。

5.2 外包基地遍布全国，交付中心向二线城市转移

2009年2月，国务院在《关于促进服务外包产业发展问题的复函》批准全国20个城市为服务外包示范城市，加上3月份获批的厦门，全国共有服务外包示范城市21个。分别为北京、天津、上海、重庆、大连、深圳、广州、武汉、

哈尔滨、成都、南京、西安、济南、杭州、合肥、南昌、长沙、大庆、苏州、无锡和厦门。

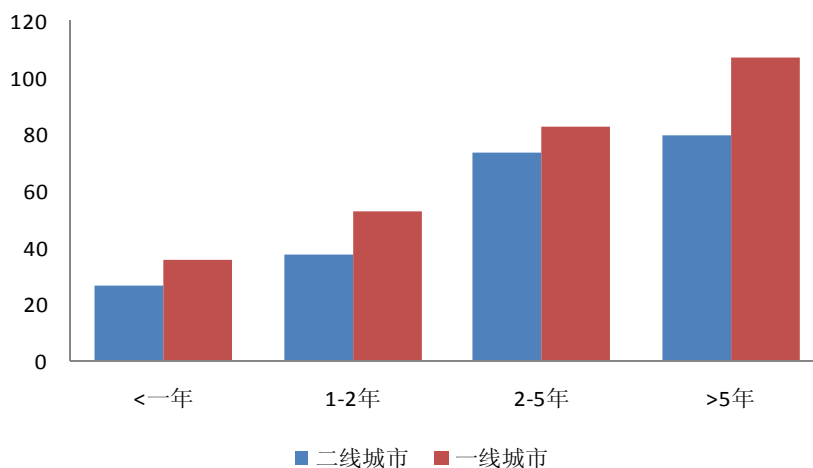
图表 34: 全国 21 个服务外包示范城市



数据来源: 国联证券研究所整理

这21个外包服务示范市占全国离岸外包收入的90%以上。按照规模可分为两级: **一线城市**包括北京、上海、大连和深圳; **二线城市**包括杭州、成都、西安和无锡等。从城市分布上看,基本上形成了二线城市环绕一线城市的配对策略:例如天津支持北京,杭州、苏州、无锡、合肥、厦门支持上海,大庆支持大连。配对策略有利于共同提高一线和二线城市的交付能力。与一线城市相比,二线城市公司水平,生活成本至少节约30%,而基础设施却无显著差异,由于一线城市的业务逐渐趋向饱和,员工成本上升,中国的外包服务交付中心正从一线城市向二线城市迁移。

图表 35: 一线城市同二线城市的工资水平 (单位: 千元, 2009 年)

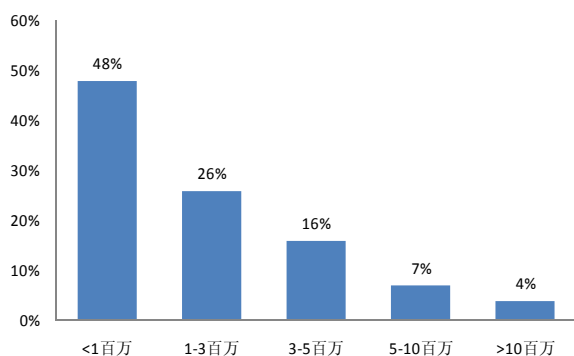


数据来源: 埃森哲, 国联证券研究所整理

5.3 并购迅速提高企业规模，中国期待巨人出现

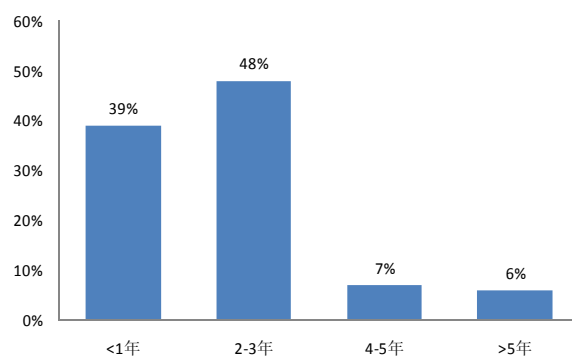
在企业层面上，中国与印度最大的差距在于规模。根据埃森哲统计2008年，我国一般外包交易规模不到100万美元，仅有4%的交易平均合同规模超过1000万美元，87%合同期限不到3年，约有40%的合同在一年以内。2011年第一季度，印度塔塔咨询拿下3-4个总值5000万-1亿美元的大项目，其金融服务解决方案的交易量创下五年内新高。而中国依然缺乏长期确保大而稳定的外包合同的能力和规模。比起外包企业的数量，中国企业更需要规模上的扩张，已具备承接大型订单的能力。而并购是外包行业中用以迅速扩张以追求最有效的手段之一。

图表 36: 国内外外包合同平均规模 (2008, 美元)



数据来源: 埃森哲, 国联证券研究所整理

图表 37: 国内外外包合同平均时间 (2008)



数据来源: 埃森哲, 国联证券研究所整理

6. A股投资标的: 浙大网新、海隆软件、东软集团

6.1 标的选择三要素: 规模、能力和订单来源

我们首先看好中国的外包行业。在公司层面上，我们更偏向于国内的规模较大，可承接大型订单，且订单最好来源于美国的公司。在A股上市公司中，“推荐”浙大网新，“谨慎推荐”海隆软件和东软集团。

图表 38: A 股离岸外包公司对比 (2010, 单位: 亿)

	订单来源地	收入规模	外包规模	员工数量	综合毛利率	净利率
东软集团	大部分来自日本	49.38	16.94	15760	32%	10%
海隆软件	基本全部来自日本	2.94	2.48	720	40%	15%
浙大网新	美日各半	11.28	3.03	3990	36%	6%

数据来源: Wind, 国联证券研究所整理

浙大网新是A股上市外包企业中唯一对美外包形成较大规模的公司。东软集团和海隆软件的主要客户来自于日本。

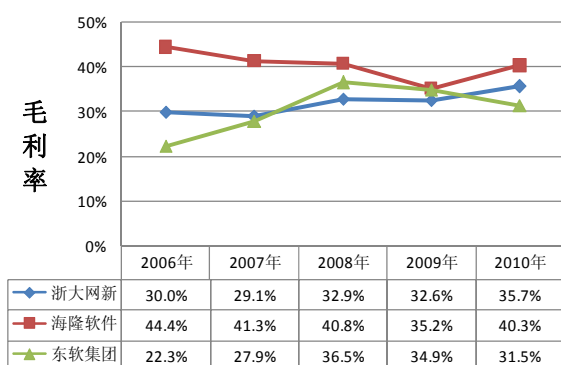
图表 39: A 股离岸外包公司优劣势对比

	优势	劣势
东软集团	以东北大学为依托,是国内最早,规模最大的外包企业。中国第一家获得 CMM5 和 CMMi5 认证的软件公司,日本阿尔派海外唯一外包商。其他大客户包括东芝、索尼等日本大客户。也是国内领先的 IT 服务商,业户几乎涵盖 IT 综合应用各个领域,其中数字医疗近期发展迅速。	对日企业依赖较重,公司外包业务中 40%来自于阿尔派和东芝,而近年来外包发展速度减缓与此两家公司发展缓慢有关。
海隆软件	是国内重要的对日软件出口基地,大客户包括野村证券综合研究所、MTI、日本欧姆龙株式会社等。近期与日本 MTI 公司合资成立海隆宜通,向手机用户提供增值内容服务。	规模较小。收入基本全部来自于日本。日本企业 IT 支出减缓对公司影响较大。
浙大网新	以浙江大学为依托,是国内领先的对美外包企业。美国道富基金在华长期合作伙伴,参股公司上海微创是微软在华最大外包商。公司近期在美国本土市场取得突破,作为总包商承接美国一医疗机构软件集成开发项目,协议金额高达 2124 万美元。对日承接来自野村证券,日立等大公司的外包业务。参股日本 SOLXYZ5% 股权,预计三年内发包数量不低于 6.9 亿日元。	旗下子公司众多,97% 的营业收入来自于子公司,且业务众多、繁杂,管理难度大。 拥有 40 亿左右规模的网络设备代销业务,但毛利率仅为 4-5%,拖累公司发展。

数据来源:公司公告,国联证券研究所整理

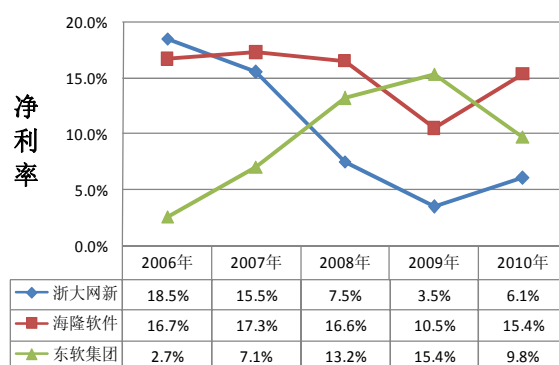
以上三家公司的软件及服务业务毛利率基本相当。但浙大网新的净利率却大幅度低于其他两家公司。即便我们假设浙大网新所有的净利润均来自于软件及服务业务,其净利润也仅有 6.1%。

图表 40: A 股外包相关公司毛利率比较



数据来源:公司公告,国联证券研究所整理

图表 41: A 股外包相关公司净利率比较

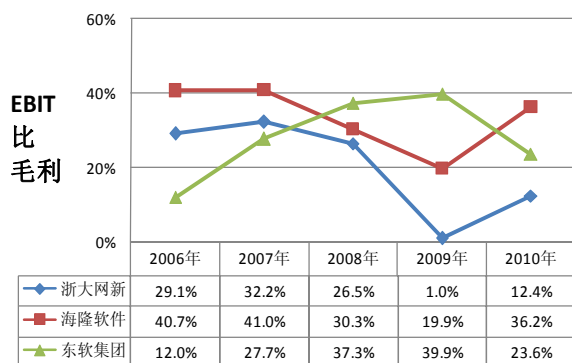


数据来源:公司公告,国联证券研究所整理

由于三家公司毛利率基本相同,可通过 EBIT 比毛利收入来衡量公司的期间费用占比情况,通过非主营收入比利润总额来比较主营收入对最终利润的贡献情况。EBIT 比毛利由高到低依次是海隆软件、东软集团、浙大网新。说明海隆软件的期间费用占比最低,运作效率最高;浙大网新期间费用占比最

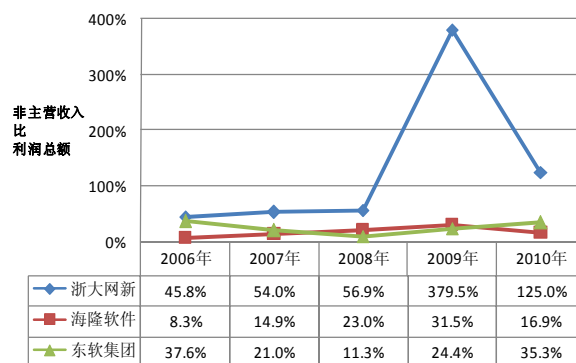
高，运作效率最低。非主营收入比利润总额由高到低依次为浙大网新、东软集团、海隆软件。说明浙大网新的主营收入基本对利润没有贡献，其利润来源几乎全部自于投资收益和营业外收入等非主营收入，而海隆软件的利润则基本由主营收入贡献。简单从以上数据分析，经营能力和盈利能力最佳的是海隆软件，最差的是浙大网新。从另一个角度来讲，浙大网新存在很大的利润提高空间。而浙大网新的股权激励条件中预示公司管理、运作将会得到质的改变，加上公司IT服务和离岸外包规模在国内处于领先地位，我们预计其盈利能力将会得到极大改善。具体分析见6.3。

图表 42: A 股外包相关公司 EBIT 比毛利比较



数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 43: A 股外包相关公司非主营收入比利润总额比较

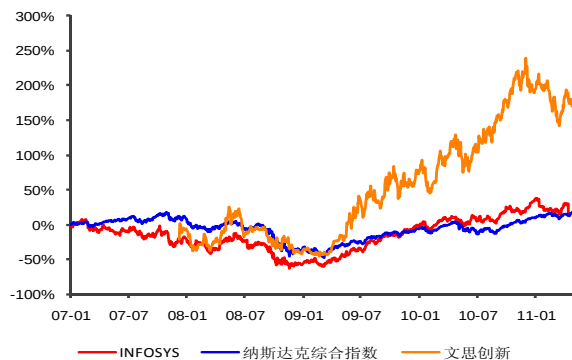


数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

6.2 估值水平：海外给予中国外包公司较高估值

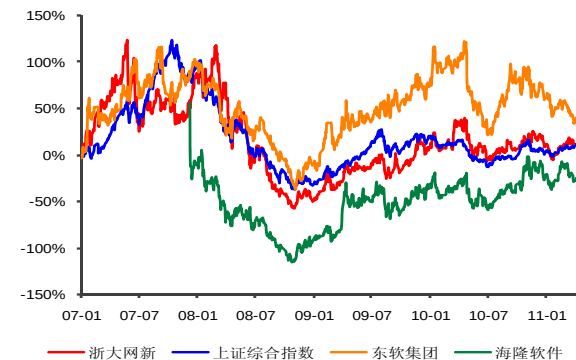
印度软件外包巨头Infosys在2007年后进入稳定增长期。其股价表现基本于纳斯达克指数同步。中国外包企业文思创新股价从上市到现在增长接近200%，大幅度超越指数。说明美国市场对中国外包企业的一致看好。而A股的三家外包公司的走势则基本同上证综指相同，从2007到现在涨幅均在50%以下，海隆软件股价走势甚至弱于指数。

图表 44: Infosys、文思创新股价表现



数据来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 45: A 股外包上市公司股价表现



数据来源：Wind，国联证券研究所整理

美国上市的外包公司Infosys、文思创新和海辉股份的相对估值指标PS、PE和PEG均高于国内外外包企业。由此可见海外投资者对中国外包行业的发展较为乐观。

图表 46: 美股外包公司同 A 股外包公司估值对比 (营收、市值单位为亿元, 收盘价、EPS 为元)

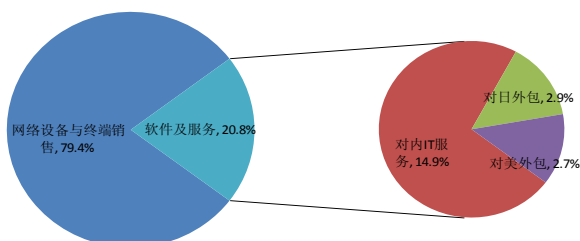
	营收	市值	上市地点	PS	收盘价	EPS			PE		PEG	
	2010	04/27				10E	11E	12E	2011	2012	2011	2012
Infosys (美元)	48.04	375.00	纳斯达克	7.81	66.30	2.30	2.63	3.20	25	21	1.8	1.2
文思创新 (美元)	2.12	13.30	纳斯达克	6.29	31.50	0.69	0.80	0.95	39	33	2.5	1.9
海辉软件 (美元)	1.47	6.23	纳斯达克	4.25	19.96	0.67	0.70	0.83	29	24	6.4	2.1
东软集团	49.38	169.78	上海 A 股	3.44	13.19	0.39	0.55	0.67	24	20	0.6	0.6
浙大网新	11.28	36.11	上海 A 股	3.22	6.73	0.08	0.22	0.34	31	20	0.2	0.2
海隆软件	2.94	17.19	深圳 A 股	5.84	25.77	0.61	0.86	1.07	30	24	0.7	0.7

数据来源: Wind, Yahoo, 国联证券研究所整理 (浙大网新营业收入剔除网络设备分销部分, 市值剔除众合机电部分)

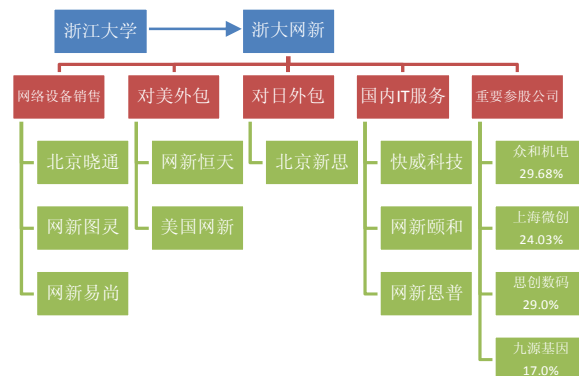
6.3 推荐, 浙大网新 (600797): 对美外包高速发展, 业绩提升在望

2009年公司剥离网新机电后完成战略转型, 业务转变为单纯的IT服务。确立了以离岸外包和对内IT服务为重点发展的核心业务, 逐步提高软件及服务业务的占比, 不再向网络终端设备代销业务做投入, 并有可能逐步退出该项业务。公司对子公司进行事业部改制, 优化结构, 加强管理, 降低期间费用。针对离岸外包和对内IT服务分别成立“外包服务事业集团”和“IT服务事业集团”。股权激励方案对毛利率提升的要求预示公司业务结构的转变, 2011年是公司质地和业绩的拐点。2011年, 公司计划实现主营收入56亿元, 毛利6.8亿元, 其中对内IT服务9.5亿元, 离岸外包实现收入4.5亿元。

图表 47: 浙大网新业务结构 (2010)



图表 48: 浙大网新主要下属子公司及参股公司



数据来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

离岸外包，公司增长的核心。通过同道富基金长期合作，公司积累了丰富的对美外包经验。子公司美国网新设立后已经为公司带来显著收益，承接到合同金额高达2142万美元的医疗项目，证明公司在大项目上的实施能力。同时，参股公司上海微创是微软在华的最大外包商，未来有上市可能。2010年浙大网新对美外包新增包括本田，路透社在内的近十个大客户，对美外包业务将高速增长。公司以北京新思软件有限公司作为对日外包平台，是国内从事对日外包较早的企业之一。重点客户包括日立、野村证券、富士电机等日本知名企业，并同这些企业建立了长期稳定的合作关系。公司对日外包已从全球金融危机中走出，在2010年取得近60%的增长。公司将进一步整合资源，计划未来3-5年组建成万人外包团队，布局欧美、日本、中国三大市场，并形成良性互动。

在对内业务重点布局“智慧城市”。公司在数字城管、市民一卡通、劳动保障一体化、智能电网等领域实现稳步发展。公司承建的浙江省医疗保险“一卡通”项目在2010年开通上线。成功获得江西、安徽、陕西等省市的新农保统一软件的开发和实施项目。除此之外，公司还在市民卡应用系统，城市运营管理系统领域取得显著收益。随着政府积极的投入，必将推动“智慧城市”的快速发展，而公司的业务多处于浙江、江苏等城镇化率较高地区，虽然“智慧城市”占收入比较低，但较快的发展和较高的毛利率水平将在未来给公司提供较为明显的净利润增长。

兼并收购一直是公司快速壮大的方式之一。2010年公司进行2起重要并购。参股日本上市公司SOLXYZ 5%股权和控股杭州颐和科技信息系统51%股权。SOLXYZ承诺公司成为其股东后3年内发包量不低于6.8亿日元，3年后发包量不低于其年销售额的10%（2009年SOLXYZ销售额92.49亿日元）。颐和科技是国内领先的BPO企业，主要从事以文档数据处理及内容管理为基础的数据应用外包服务。近3年连续入围中国服务外包企业最佳实践五十强。颐和科技2010年6月起纳入公司合并范围。

图表 49：浙大网新未来三年的投资计划

业务板块	计划投资金额（亿元）		
	2010 年	2011 年	2012 年
潜在收购事项	1	0.8	0.05
浙大网新软件园基地建设	1	0.5	0.3
SaaS 业务项目投入	0.8	0.7	0.5
总计	2.8	2	1.3

数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

参股公司亮点多。浙大网新多年对新业务、新模式和新技术进行持续投

入。旗下拥有在A股上市的众合机电和在H股上市的网新兰德两家上市公司。除此之外还参股多家在初创期，具有高成长特性的高科技公司。这些公司每年为公司提供可观的，且可持续增长投资收益。

图表 50: 浙大网新主要参股公司（2010 年）

	参股比例	投资收益（万元）
浙江众合机电股份有限公司	29.7%	1649.60
上海微创软件有限公司	24.0%	1024.58
思创数码科技股份有限公司	29.0%	583.58
辽宁新天数字科技有限公司	33.0%	511.86
浙江浙大网新置地管理有限公司	20.0%	176.57
SOLXYZ	5%	发包量

数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

股权激励增强管理效率，刺激业绩释放。股权激励方案通过股东大会审批。公司实际控制人为浙江大学，公司董事及高管并不持股，且97%以上的营业收入来自于下属子公司。激励计划覆盖公司113位包括董事长在内的董事、管理人员、子公司高管及核心骨干人员。这将有效的调动公司、下属子公司高管及核心员工的积极性，增强公司的凝聚力，刺激子公司的业绩释放。

激励条件预示业务结构改变，业绩提升空间大。股权激励解锁条件要求授予日当年T年至T+3年毛利率为12%、14%和16%，当前公司综合毛利率（含网络设备销售）仅在10%左右。这预示这高毛利的软件服务业务占比将逐年攀升。剔除网络设备销售收入，公司净利率仅为6%，大幅度低于国内同类公司水平。毛利率的提升将有效的提高公司的净利率水平，业绩提升空间大。

图表 51: 浙大网新赢率预测主要假设（单位：亿）

	2010 年 A	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
总营业收入	54.84	58.90	64.59	71.27
增长率		7.4%	9.7%	10.3%
网络设备与终端销售	43.57	43.57	43.57	43.57
增长率		0.0%	0.0%	0.0%
离岸外包服务	3.03	4.78	7.63	11.45
增长率		57.6%	59.8%	50.0%
对内 IT 服务	8.25	10.55	13.38	16.25
增长率		28.0%	26.8%	21.4%
软件及服务业务占比	20.6%	26.0%	32.5%	38.9%
综合毛利率	11.1%	12.8%	14.0%	16.1%
股权激励毛利率要求		12.0%	14.0%	16.0%

数据来源：公司公告，国联证券研究所整理

推荐：股权激励预示蜕变，离岸外包、智慧城市助推公司成长。假设公

司网络设备与终端2011年后营收规模不增长，毛利率随着软件及服务业务占比提高而升高，则公司2011-2013年EPS分别为0.22、0.34和0.53元。

公司市值55亿左右，持有A股上市公司众合机电29.86%的股权，剔除众合机电部分市值，公司实际市值仅有35亿左右，与公司营收规模和行业地位不符。美股上市的中国外包公司2011年对应市盈率也明显高于中国上市的外包公司。公司股价在一定程度上被低估。

公司通过提高软件及服务业务占比提高毛利率，与子公司利益捆绑，刺激业绩释放，公司业绩增速大幅度高于国内同类公司。目标合理价位为9.0-10.0元。

图表 52: 浙大网新损益表预测 (2011 年 4 月 27 日)

损益表预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (亿元)	48.54	55.48	58.02	63.46	69.89
主营业务增长率 (%)	9.7%	14.3%	4.6%	9.4%	10.1%
净利润 (亿元)	0.34	0.68	1.67	2.82	4.25
净利润增长率 (%)	-30.5%	97.5%	145.6%	68.9%	50.7%
每股收益 (元)	0.04	0.08	0.22	0.35	0.52
市盈率 (倍)	159	80	31	19	13

数据来源: Wind, 国联证券研究所整理

6.4 谨慎推荐，海隆软件 (002195): 业绩随日本复苏爆发增长

海隆软件前身为中日合资的欧姆龙计算机有限公司，是国内对日外包的领先企业。公司主要提供的软件外包服务包括详细设计、编程、测试等低端服务和小部分咨询设计、需求分析和运维等高端服务。行业涉及证券、金融、银行、保险、物流、移动互联网和嵌入式软件开发等领域。主要客户包括野村证券综合研究所、MTI、日本欧姆龙株式会社等。员工数量为720人。

日本经济复苏，公司业绩爆发增长。2008-2009年的全球金融危机对日本经济影响较大，日本企业IT支出锐减，日本IT总包商回收产业链，导致作为二、三级分包商的中国外包企业营收规模和业绩迅速下滑。2009年海隆软件净利润同比下降30.5%，是公司从2004年以来净利润首次出现负增长。金融危机后，日本经济得到一定复苏，企业IT支出增加。同时日本企业为了进一步节约成本，缩减开支，加速国内低端产业向国外的转移。2010年公司营业收入增长52.5%，加之期间费用控制良好，日元对人民币的不断升值，公司全年净利润同比增长123.0%，是2004年以来增长最快的一年。最新的2011年一季报显示，公司收入同比增长55.9%，净利润同比增长125.2%。公司预测2011年1-6月，净利润同比增长100-130%。

发力移动互联网。2010年公司与日本MTI合资成立上海海隆宜通信技术有限公司，主要业务是提供手机增值内容服务。MTI是日本最大的手机内容服务提供商，主要业务是通过手机网站为用户提供音乐下载、生活信息和鱼类内容等服务，盈利模式是收取包月服务费用。公司有望通过与MTI的合作，借助MTI在移动互联网内容服务上的经验，在迅速发展中的中国移动互联网大产业中取得先发优势。

谨慎推荐：日本经济复苏有限，地震影响尚不确定。公司随日本经济复苏业绩出现爆发式增长。并成立移动互联网合资公司，未来有可能在国内移动互联网中取得先发优势。当前公司规模尚小，成长空间大。但公司客户大部分来自于日本，而日本经济复苏落后于其他发达地区，加之地震也有可能对日本造成一定影响，给予“谨慎推荐”评级。

图表 53：海隆软件损益表预测（2011 年 4 月 27 日）

损益表预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（亿元）	1.93	2.94	3.80	4.70	6.21
主营业务增长率（%）	9.7%	52.5%	29.1%	23.7%	32.1%
净利润（亿元）	0.20	0.45	0.64	0.80	1.10
净利润增长率（%）	-30.5%	123.0%	41.6%	25.0%	37.5%
每股收益（元）	0.27	0.61	0.86	1.07	1.47
市盈率（倍）	96	43	31	24	18

数据来源：Wind，国联证券研究所整理

6.5 谨慎推荐，东软集团（600718）：业绩低点已现

国内最大的外包企业。东软集团以东北大学为依托，是国内最早，规模最大的外包企业，是中国第一家获得CMM5和CMMi5认证的软件公司。至今，东软集团员工数量已达1.7万人，在全国共建有6个软件研发基地和8个区域总部，在美国、日本、欧洲和中东均设有子公司。

东软集团的外包客户主要来源于日本。公司最早起源于与日本阿尔派公司的合作，主要为阿尔派开发嵌入式软件，是阿尔派公司海外唯一的外包商。其他大客户包括东芝、索尼等。其中阿尔派和东芝的订单占公司外包业务的40%。公司外包业务主要是嵌入式外包，技术含量较高、竞争相对较弱，且客户稳定，因此盈利状况要好于一般的外包业务。由于金融危机对日本经济的影响较大，阿尔派和东芝在内的日本公司近年来的发包量增长缓慢，东软集团的业绩在2010年下降24.3%，但随着日本经济复苏，我们预计公司业绩将从新回到上升通道。

收购进军欧美市场。由于长期从事对汽车电子和手机领域的嵌入式软件

开发，东软集团近几年来尝试通过收购的方式进入欧美的汽车电子和手机软件领域。2009-2010年分别收购3家为诺基亚手机开发软件的公司，1家为高端智能手机开发嵌入式软件的公司和Harman旗下的汽车电子导航业务资产。

对内发力数字医疗。东软集团也是国内领先的IT服务商，业户几乎涵盖IT综合应用各个领域，其中数字医疗近期发展迅速。公司的CT、MRI、PET等设备无论在技术还是规模上已居国内第一，具备同飞利浦、GE等老牌医疗设备厂商竞争的實力。随着我国医疗信息化程度的不断提高，公司的数字医疗也将协同其他对内IT业务呈现出较快的增长态势。

谨慎推荐：受限于规模庞大，高增长不易，且日本经济复苏有限。公司已是国内最大的外包企业，2010年收入达49.38亿，数字医疗等单一业务的高增长很难带动公司整体高速增长。加上日本经济复苏有限，对美、对欧的收购尚未呈现明显受益。暂时给予“谨慎推荐”评级。

图表 54：东软集团损益表预测（2011 年 4 月 27 日）

损益表预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（亿元）	41.66	49.38	58.83	70.01	83.24
主营业务增长率（%）	9.7%	18.5%	19.1%	19.0%	18.9%
净利润（亿元）	6.41	4.85	6.69	8.38	10.86
净利润增长率（%）	-30.5%	-24.3%	38.0%	25.2%	29.6%
每股收益（元）	0.52	0.39	0.55	0.68	0.88
市盈率（倍）	25	34	24	19	15

数据来源：Wind，国联证券研究所整理

7. 风险提示

- 通货膨胀、人民币升值和不断上升的人力资源造成的成本压力。
- 高端技术人员不足，制约外包企业快速发展。
- 发达国家经济发展放缓，IT企业支出下降。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。