

在错杀优质股与折价新股之间寻找投资机会 ——软件行业 2011 年 6 月跟踪报告

研究员：马仁敏

执业证书编号：S0570510120059

电话：025-83290929

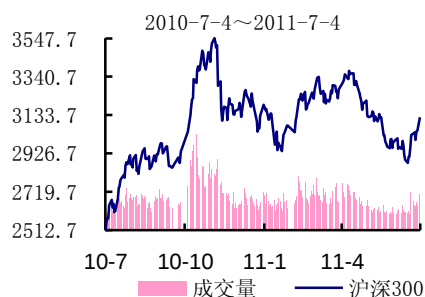
E-mail: marenmin1982@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(首次评级)

计算机应用 II

市场走势图



相关研究

- 1 《计算机应用 II (302002):水已落,即将石出》2011.5
- 2 《计算机应用 II (302002):软件行业 1 季度报告》2011.4
- 3 《计算机应用 II (302002):估值正向基本面回归,仍需耐心等待水落石出》2011.2
- 4 《计算机应用 II (302002):下游行业需求推动的投资机会》2010.12
- 5 《计算机应用 II (302002):行业估值较高,精选具备长期投资价值的个股》2010.12

投资要点:

- 2011 年 1-5 月,我国软件产业累计完成软件业务收入 6237 亿元,同比增长 28.2%。其中 5 月份行业收入 1415 亿元,同比增长 29.3%,增速比 3、4 月份回落 1.1 个百分点。我们认为,行业 2011 年全年收入增速有望继续保持在 30%以上。
- 今年前 5 个月,全国软件出口增速逐月回落,3、4、5 月出口增速分别为 20.4%、19.7%和 6.9%。累计到 5 月底共实现出口 103 亿美元,同比增长 20.5%,其中软件外包服务出口 18.5 亿美元,同比增长 46.5%。虽然我们在年初对我国软件外包业的复苏持乐观态度,但由于日本地震该突发事件,我们将下调对软件外包行业 2011 年度的整体增长预期。
- 行业指数在 1-5 月份大幅跑输沪深 300 指数后,6 月份与大盘持平,部分印证了我们在 5 月的软件行业月度跟踪报告中给予行业增持评级的判断。
- 我们对软件行业基本面的前景保持乐观的态度。2011 年依然有望维持 30%以上的增长。从中长期看,在两化融合的进程中,信息技术行业将迎来快速增长的机遇。在 A 股市场上,软件行业 2010 年底的估值已经过度反映了行业的成长性,2011 年 1-6 月,行业的大幅下跌已经使得软件行业的估值有较大的回落,部分成长性良好的股票遭遇错杀,估值已经具备吸引力。我们认为,由于软件行业基本面向好的趋势没有改变,而行业指数正在向基本面回归,因此,行业指数在下半年的涨幅有望超过大盘,我们将维持“增持”的行业评级。
- 在个股方面,我们积极为投资者寻找在本轮调整中被“错杀”的,存在具备长期投资价值的优质公司,可以成为理想的长期投资标的,如软控股份,广联达,石基信息和东华软件等。另外一方面,由于新股发行的市盈率已经显著下降,和二级市场上存在一定的折价,因此,我们积极寻找刚上市不久的,成长性比较出色的新股进行跟踪研究,以期获得超越行业指数的表现,如专注于非结构化信息搜索领域的拓尔思等。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
软控股份	20.89	买入	0.5	0.75	1.13	1.64	41.58	27.85	18.49	12.74
东华软件	24.3	推荐	0.74	1.01	1.39	1.83	33.87	24.06	17.48	13.28
石基信息	35.4	推荐	0.69	0.93	1.30	1.78	51.16	37.87	27.29	19.86
拓尔思	16.78	推荐	0.5	0.62	0.83	1.12	33.56	27.06	20.22	14.98

一、 行业板块走势回顾

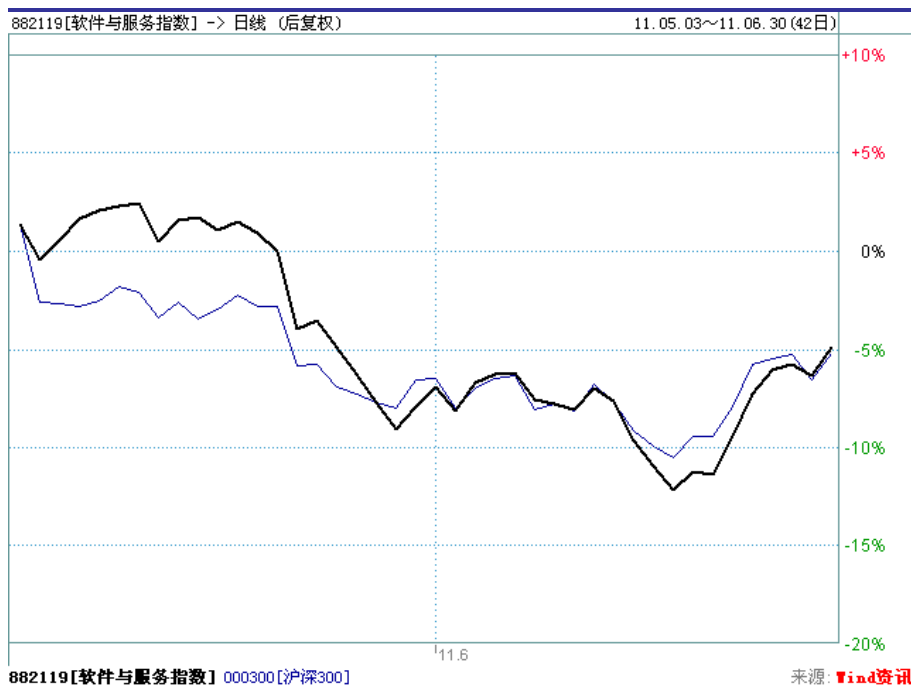
图 1：软件与服务指数 2011 年 1-6 月走势



数据来源：wind 咨询，华泰证券研究所

2011 年 1-6 月，软件和服务行业指数下跌超过 20 个百分点，跌幅远大于沪深 300 指数，完全符合我们在《2011 年软件行业年度策略报告》中对行业估值高，透支成长性的判断。行业指数在 1-5 月份大幅跑输沪深 300 指数后，6 月份的走势基本和大盘走势相当，部分印证了我们在 5 月的软件行业月度跟踪报告中上调行业“增持”评级的判断。虽然整体行业指数并未超越大盘，但是我们看到，自 6 月初以来，软件与服务板块已经开始有所起色，自 2011 年以来第一次单月不输沪深 300 指数。我们认为，随着中报业绩的出炉，软件与服务行业的上市公司有望迎来短期的拐点，特别是中报有望超越市场预期的上市公司，届时的表现将值得期待。

图 2：软件与服务支持 2011 年 6 月走势



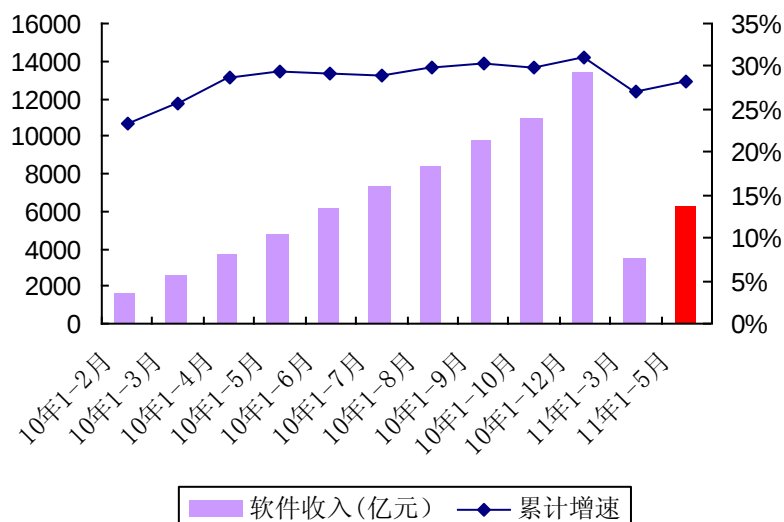
在 A 股市场上，软件行业 2010 年底的估值已经过度反映了行业的成长性，2011 年 1-6 月，行业的大幅下跌已经使得软件行业的估值有较大的回落，部分成长性良好的股票遭遇错杀，估值已经具备吸引力。我们认为，由于软件行业基本面向好的趋势没有改变，而行业指数正在向基本面回归，因此，行业指数在下半年的涨幅有望超过大盘，我们维持行业“增持”的评级。但对于很多仅有题材，无业绩支撑的软件公司，仍将面临估值泡沫破灭的风险，提醒投资者注意风险。

二、 行业整体发展趋势

(一)、行业数据：行业维持高速发展

2011 年 1-5 月，我国软件产业累计完成软件业务收入 6237 亿元，同比增长 28.2%，增速比 2010 年低 1.2 个百分点，其中 5 月份行业收入 1415 亿元，同比增长 29.3%，增速比 3、4 月份回落 1.1 个百分点。较之于 2010 年 30%以上的增速，今年上半年行业整体增速略有放缓，我们认为，去年以来，人力成本上涨给软件企业带来了较大的压力，在行业内没有定价权的公司短期内难以将成本向下游转化，另外，日本地震也对软件出口和外包造成了明显的负面影响，但随着下半年收入确认旺季的到来，我们依然维持 2011 年全行业增速维持在 30%以上的预期。

图 3：软件行业收入规模和累计增速



数据来源：工信部，华泰证券研究所

从细分行业看，1-5 月，数据处理和运营服务收入增长最快，增速达到 51%。软件产品收入 2027 亿元，同比增长 20.2%，低于行业整体增速；嵌入式系统软件完成收入 1053 亿元，同比增长 26.4%，低于全行业 1.8 个百分点；系统集成服务实现收入 1549 亿元，同比增长 20.3%，低于全行业增速 8 个百分点；IC 设计实现收入 216 亿元，同比增长 15.2%，远低于行业增速。

表 1：2011 年 1-5 月分行业收入情况（单位：亿元）

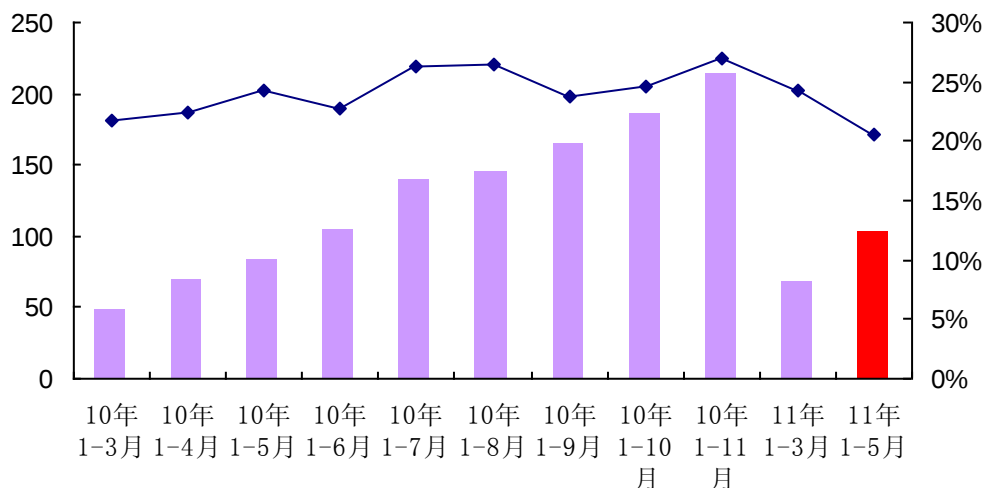
	收入	同比增速
软件产品	2027	20.2%
系统集成和支持服务	1549	20.3%
数据处理和运维服务	818	51.0%
信息技术咨询服务	574	46.0%
嵌入式系统软件	1053	26.4%
IC 设计开发	216	15.2%
合计	6237	28.2%

数据来源：工信部，华泰证券研究所

（二）、软件出口和服务外包：出现明显下滑

今年前 5 个月，全国软件出口增速逐月回落，3、4、5 月出口增速分别为 20.4%、19.7% 和 6.9%。累计到 5 月底共实现出口 103 亿美元，同比增长 20.5%，增速比去年同期低 3.8 个百分点，其中软件外包服务出口 18.5 亿美元，同比增长 46.5%，增速高于去年同期 22.2 个百分点。

图 4：我国软件出口规模（亿美元）及增速



数据来源：工信部，华泰证券研究所

以上行业数据印证了我们在《软件行业 5 月跟踪报告》中提出的，日本地震将给外包行业 2011 年的出口增速带来负面影响，使得全年中国软件外包业务增长的不确定性有所增加。虽然我们在年初对我国软件外包业的复苏持乐观态度，但由于日本地震该突发事件，我们将下调对软件外包子行业 2011 年度的整体增长预期，另外一方面，欧美经济正处于复苏过程中，外包市场的需求增长明显，我国企业原先在欧美市场的份额非常小，并且在近年来加大了对欧美市场的开拓力度，但短期内我国企业依然难以在欧美外包市场的竞争中和印度的软件外包龙头展开竞争。

上市公司方面，对日软件外包的龙头企业——东软集团和海隆软件的一季报显示，两家公司的外包业务收入分别同比增长 33% 和 55%，考虑到各自面对的下游行业 and 主要客户受地震影响的幅度不同，展望全年，我们预期东软集团的对日外包业务增速难以超过 10%，而海隆软件的全年收入增速则在 33%-38% 的区间内。

三、 行业投资策略

截止 2011 年 6 月 30 日，剔除负值后，Wind 软件与服务板块的 10 年和 11 年市盈率分别为 46 倍和 31 倍。基本维持在 4 月底板块的估值水平上。

我们对软件行业基本面的前景保持乐观的态度。2011 年依然有望维持 30% 以上的增长。从中长期看，在两化融合的进程中，信息技术行业将迎来快速增长的机遇。在 A 股市场上，软件行业 2010 年底的估值已经过度反映了行业的成长性，2011 年 1-6 月，行业的大幅下跌已经使得软件行业的估值有较大的回落，部分成长性良好的股票遭遇错杀，估值已经具备吸引力。我们认为，由于软件行业基本面向好的趋势没有改变，而行业指数正在向基本面回归，

因此，行业指数在 2011 年下半年的涨幅有望超过大盘，我们维持行业的“增持”评级。

在个股方面，我们积极为投资者寻找在本轮调整中被“错杀”的，存在具备长期投资价值的优质公司，可以成为理想的长期投资标，如软控股份，广联达，石基信息和东华软件等。另外，由于新股发行的市盈率已经显著下降，和二级市场上存在一定的折价，因此，我们积极寻找刚上市不久的，成长性比较出色的新股进行跟踪研究，以期获得超越行业指数的表现，如专注于非结构化信息搜索领域的拓尔思等。

四、 重点公司点评

软控股份（002073）

软控股份 11 年一季报显示，2011 年 1-3 月公司实现营业收入 2.99 亿元，同比增长 79.39%，实现净利润 6164 万元，同比增长 33.87%。公司 2011 年一季度的基本 EPS 为 0.08 元。净利润增长低于销售收入增长主要由于公司业务的发展、生产销售规模的扩大，销售费用、工资、折旧、研究开发费和售后服务费等费用以及财务费用都有较大幅度的增长。同时，营业外收入比去年同期下降 39.70%，主要是软件企业增值税超税负返还政策执行的影响。

公司此次公布的业绩快报基本符合我们此前预期。由于公司自去年开始，连续获得巨额订单，今明两年的业绩保持快速增长具有较大的确定性。一季报净利润增长低于收入增长，并非公司产品的毛利率下滑，而是对研发加大投入以及扩张产能带来的期间费用增长幅度较大，另外，2011 年软件企业增值税退税金额尚未到账，而这一部分营业外收入具有可持续性，如果考虑这部分收入的增加，那么公司净利润的增长应该在 50%以上。因此，我们认为，公司在 2011 年的业绩保持快速稳定增长将是大概率事件。

公司近日接到青岛市发改委通知，公司全资子公司青岛软控精工的高等级全钢、半钢子午线轮胎活络模具生产线技术改造项目获得中央投资重点产业振兴和科技改造专项资金 227 万元。我们认为，该资金不会对公司当期损益产生重大影响，但体现出公司在行业内领先的技术研发能力。随着政府对轮胎产业节能减排，轮胎翻新等领域的投入不断增加，公司有望凭借领先的技术优势和丰富的产品储备，持续获得国家的相关研发补助。

由于公司产能存在瓶颈，我们预期 2011 年上半年的销售收入确认节奏将较慢，预期 2011 年上半年，公司净利润同比增长将在 30%-50%之间。同时，我们认为，公司增发项目的胶州湾硬件加工基地将于 2011 年四月底投产，这将大大缓解公司的产能加工不足。基于公司的订单储备情况和工程进度，未来两年的业绩维持在 50%以上的复合增长具有较强的确定性。

我们预期软控股份 2011 年-2013 年的 EPS 分别为：0.75 元，1.13 元和 1.63 元。目前公司股价对应的 11 年市盈率约为 27 倍，在行业中具有估值上的明显优势。由于下游行业的 IT 需求旺盛且公司已经确立了较强的领先优势，应享有一定估值溢价。我们给予其“买入”的投资评级。

东华软件（002065）

东华软件公布 2010 年报，报告显示，2010 年公司实现营业收入 18.70 亿元，同比增长 20.74%，实现归属上市公司股东净利润 3.17 亿元，同比增长 31.66%，略低于我们的预期。2010 年公司的基本 EPS 为 0.75 元。公司实现净资产收益率 22.08%，同比增长 1.78%。2010 年，公司签订的项目合同总额为 22.91 亿元，实现收入 18.7 亿元，尚有 4 亿以上订单仍在执行中，2011 年项目储备充足。

2010 年，公司的销售毛利率为 30.14%，同比增长 3.5 个百分点，主要由于毛利率更高的软件产品和技术服务业务占比不断提高，以及来自通信、金融行业的业务占比的提升所致。我们认为，通过收入结构的不断优化，以及下游行业 IT 投资需求的持续增长，公司的盈利能力有望不断提高。

公司在 2010 年完成了上市以来最大的收购——神州新桥。神州新桥是国内领先的金融行业系统集成服务提供商，工、农、中、建、交等国有五大行都是其主要客户。借助收购神州新桥，公司将借助其渠道优势，拓展银行客户体系，扩大金融行业 IT 服务市场份额，并通过统一采购和统一服务的方式节约成本。2010 年神州新桥的并表对公司业绩贡献约为 10%。随着整合效应的逐步体现，神州新桥对公司业绩的贡献度有望逐步提升。另外，公司近年来一直通过兼并收购实现外延式增长，丰富的行业经验保证了收购获得良好的回报，我们认为，外延式发展是公司业绩增长的有力驱动因素。

公司 2011 年一季报显示，2011 年一季度公司实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 24.73%，实现归属上市公司股东净利润 6999 万元，同比增长 34.44%。净利润超过收入增长主要是增值税退税和政府补贴的营业外收入所致。一季度公司的基本 EPS 为 0.16 元，符合我们的预期。

我们认为，基于公司目前获得的订单情况，公司 2011 年全年有望实现净利润同比增长 30%-50%，业绩保持快速增长具有较大的确定性。我们预计东华软件 2011 年到 2013 年的每股收益分别为 1.01 元，1.39 元和 1.83 元。目前软件行与系统集成行业内上市公司的平均动态市盈率约为 25 倍，考虑公司的盈利能力和管理能力均强于行业平均水平，以及下游行业分布广泛且 IT 需求旺盛，应享有一定估值溢价，我们给予其“买入”的投资评级。

石基信息（002153）

石基信息 2010 年年报显示，2010 年公司实现营业收入 6.10 亿元，比去年同期增长 50.08%，实现利润总额 2.45 亿元，净利润 2.14 亿元，分别比去年同期增长 69.18% 和 62.46%。2010 年公司 EPS 为 0.95 元。公司毛利率水平同比下滑 0.96%，主要是由于技术支持与维护业务的毛利率下降所致。在报告期内，公司利用自有资金收购了南京银石软件，用于进一步丰富酒店管理软件的产品线。

公司此次公布的 EPS 基本符合我们在其季报点评中做出的 0.94 元的业绩预期。伴随着世博会和亚运会的成功举办，2010 年我国酒店业，旅游业迅速回暖，IT 投资需求开始复苏，公司作为国内领先的酒店管理软件提供商，也迎来了主营业务的大幅增长。2010 年的净利润增速达到 62.46%。我们认为，净利润的大幅增长，一方面来自于主营业务快速增长对业绩的贡献，另外一方面，公司对销售费用和管理费用的严格控制起到了积极的作用。

公司 10 年的销售费用为 4470 万元，同比增长 32.21%，仅占营业收入的 7.33%，体现出公司对销售投入方面的严格控制。公司 10 年的管理费用为 1.56 亿元，同比增长 30.07%，主要是公司合理控制费用支出。总体来说，期间费用的增长低于主营业务的增长。考虑到未来旅游行业的稳步繁荣有望带来难得的发展机遇，以及“畅联”业务已经处于市场推广期的关键阶段，我们认为，公司必然在市场营销方面投入较大的资源，因此，2011 年的销售和管理费用将加速增长。

2010 年公司通过收购南京银石，将酒店管理软件从后台产品线向前台产品线进行了延伸，和现有产品体系进行全面融合后，有望产生更大的整合效应。投资者非常关心的“畅联”项目，目前依然处于市场推广阶段，已经接入 3000 家酒店和 20 多家渠道，但短期内尚难以对业绩形成较大贡献。

根据公司 10 年的业绩和我们对公司未来业务发展的预期，我们预计石基信息 2011 年到 2013 年的每股收益分别为 1.29 元，1.79 元和 2.46 元。目前软件行业内可比公司的 2011 年平均动态市盈率约为 38 倍，考虑公司的盈利能力强于行业平均水平且下游酒店业的复苏趋势明显，应享有一定估值溢价，我们给予其“推荐”的投资评级。

拓尔思（300229）

公司是国内领先的非结构化信息处理软件提供商，是中文全文检索技术的创始者，在长期的研发积累中建立了较高的技术竞争门槛。核心软件产品包括企业搜索、内容管理和文本挖掘等相关平台和应用软件。

尽管非结构化信息搜索技术的应用范围目前还属于前沿领域，新兴市场的空间目前较小，但拓尔思已经成功占据了行业龙头的位置，在有限的市场空间中占据了靠前的排名。

目前行业内的竞争格局是由拓尔思，IBM，微软等龙头企业占据 50% 的市场份额，其他厂商广泛存在争夺剩余的市场空间。公司多年来通过研发和渠道上的持续投入，市场份额不断提升，积累了国家电网，公安部，新华社等一大批优质客户资源。公司的产品主要是以软件和服务的形式提供的，因此，毛利率水平接近 80%。

随着知识经济时代的到来，对海量信息的存储和检索的需求日益增长，其中，非结构化信息占信息总量的 80% 以上，非结构化信息搜索的应用领域目前主要集中在企业搜索，内容管理，知识管理和垂直搜索等领域。预计到 2012 年，我国非结构化信息处理技术应用的市场将超过 30 亿元，符合增速将超过 25%。

本次募集资金 1.66 亿元，主要投向 TRS 企业搜索引擎软件 V7.0 升级项目等 4 个项目。我们认为，募投项目是基于公司现有产品体系的进一步丰富和延伸，如 TRS 企业搜索引擎软件 7.0 项目将致力于把现有系统构架全面转向云计算平台，而 TRS 内容管理软件 V7.0 项目将为客户提供“技术+服务+内容”的一站式解决方案；基于垂直搜索的软件运营和信息服务平台研发项目，将以 SaaS 模式为客户提供移动互联网终端下的舆情服务。

我们预期公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.62, 0.83 和 1.12 元，我们挑选从事软件服务的 6 家公司进行比较，目前可比公司 11 年平均 PE 为 29.7 倍，综合考虑行业和公司未来的成长性，我们给予公司 2011 年 27 倍的市盈率水平，给予“推荐”的投资评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。