

软件龙头：中长期投资理想标的

2009 年 6 月 22 日 星期一

TMT 小组

刘深

010-66216231-811

ls@longone.com.cn

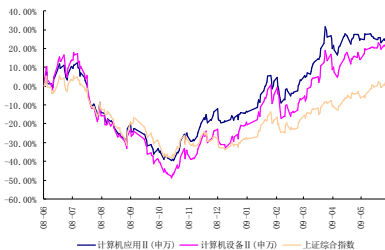
联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

细分行业评级

电脑及周边设备	中性
应用软件（含专用设备）	增持
软件外包	中性



相关报告：

《IT 支出增速下滑，精选个股是关键——2009 年度 IT 行业投资策略》

投资要点

- q 电子信息制造业景气难言乐观：2009 年 1-4 月，我国电子信息制造业下行趋势明显，虽然 3、4 月份出现部分回暖迹象，但由于我国电子信息制造业对外依存度很高，而国际市场并未出现明显好转，行业景气度难言乐观。
- q 软件业收入增幅下降，但仍然处于景气高位：我国软件业对外依存度较小，约为 13% 左右，而国内 IT 应用，特别是软件应用的深度与广度仍有非常大的发展空间。2009 年 1-4 月，我国软件产业增速虽然较去年同期下降 7.7 个百分点，但增速仍超过 20%，其中软件产品与技术服务增速更快。随着国家大规模投资与产业振兴规划的实施，软件作为提升经济质量和促进两化融合的“助推器”，将面临更大的市场机会。
- q 软件外包，破晓可能随时发生，值得关注：全球经济最困难的时期已经过去，国际巨头（发包商）开始要考虑发展问题：流程创新、新产品开发、有效降低成本。这均给我国外包企业带来机遇，建议密切关注 Q3 外包市场的活跃情况。
- q 投资评级及策略：对于电脑及周边设备，继续给予“中性”投资评级；对于应用软件（含专用设备），维持“增持”评级；对于软件外包行业，暂时维持其“中性”的评级。建议投资者关注服务于国内政府、金融、电信、电力、医保等未来几年 IT 投资增长明确的细分领域中软件及服务龙头企业，他们是中长期投资理想标的。
- q 重点推荐公司：东软集团（600718）、用友软件（600588）和科大讯飞（002230）

目录

1. 电子信息制造业景气度不容乐观	3
1.1 电子信息制造业的外贸依存度很高	3
1.2 国际市场并没见好转	4
2. 软件行业增速放缓，但景气度依然处于高位	6
2.1 软件产品与服务占比持续提高、增长可期	6
2.2 软件外包：破晓在即，值得关注	8
3. 投资策略与重点推荐公司	9
3.1 东软集团：国内解决方案与国际外包业务双轮驱动	9
3.2 用友软件：管理软件龙头，高端业务增速明显、外延增长可期	10
3.3 科大讯飞：中文语音领域的王者	11

图形目录

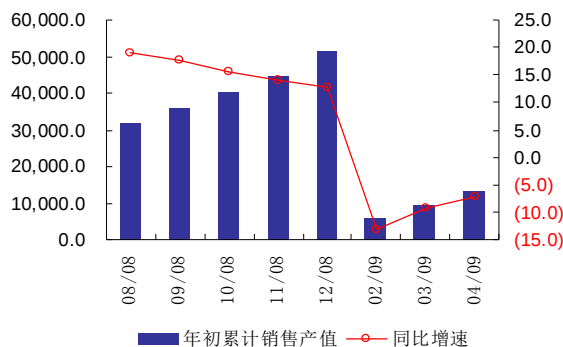
图 1. 电子信息制造业收入增长情况	3
图 2. 计算机硬件上市公司主营业务收入增速	3
图 3. 2009 年 4 月电子信息制造子行业收入构成	4
图 4. 2009 年 4 月电子信息制造子行业出口占比	4
图 5. 电子信息制造业不同投资主体营业收入贡献率	4
图 6. 电子信息制造业不同投资主体出口比例	4
图 7. 电子信息制造业出口贸易结构	5
图 8. 电子信息制造业出口额以美元、RMB 计价增幅	5
图 9. 软件产业收入增长情况	6
图 10. 2009 年 1-4 月软件行业收入构成	6
图 11. 软件产业及主要子行业年初累计收入增速	6
图 12. 国家 4 万亿基础建设投资分布	7
图 13. 电子信息制造业、软件产业、软件外包收入增速	8

1. 电子信息制造业景气度不容乐观

2009 年 1-4 月，我国电子信息制造业下行趋势明显，虽然 3、4 月份的累计降幅有所放缓，出现一些回暖迹象，但国际市场并未出现明显好转，行业景气度难言乐观。

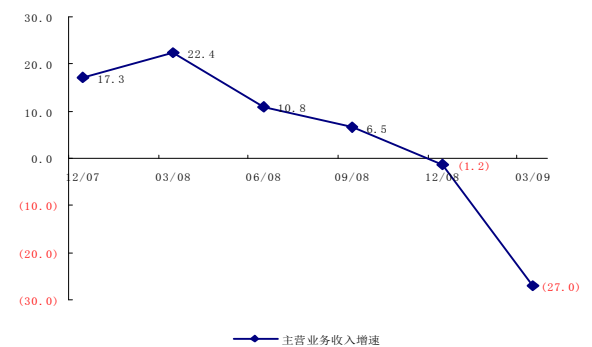
由于自身竞争力的薄弱，我国计算机硬件上市公司受到的影响更大。2009 年 1 季度，其营收同比下降 27%，超出电子信息制造业降幅 15.8% 多达 11.2 个百分点。

图1. 电子信息制造业收入增长情况



资料来源：工信部、东海证券研究所

图2. 计算机硬件上市公司主营业务收入增速

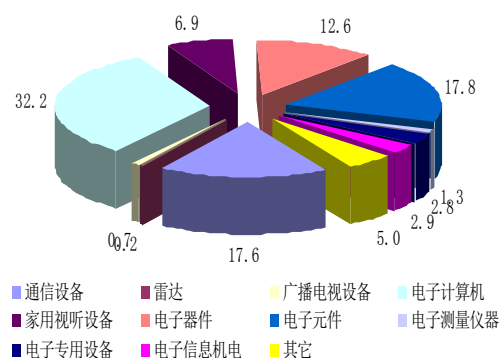


资料来源：wind、东海证券研究所

1.1 电子信息制造业的外贸依存度很高

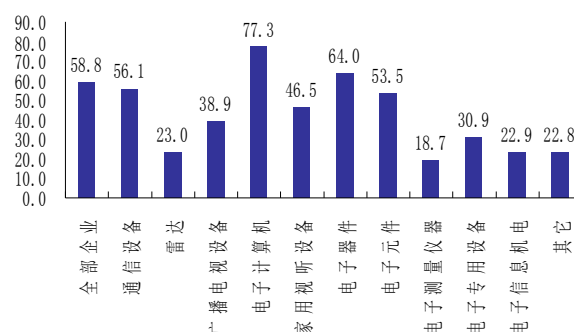
2009 年 1-4 月数据显示，我国电子信息制造业出口产值在同期销售产值中的占比达 58.8%，其中权重最大的电子计算机（占 32.2%）、电子元件（17.8%）、通信设备（17.6%）和电子器件（12.6%）子行业的出口贡献率分别为 77.3%、53.5%、56.1%和 64%。

图3. 2009 年 4 月电子信息制造子行业收入构成



资料来源：工信部、东海证券研究所

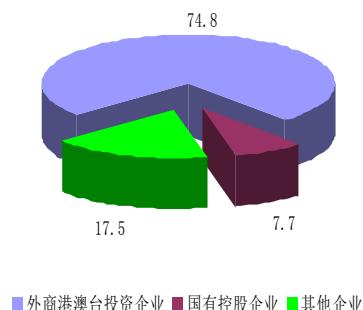
图4. 2009 年 4 月电子信息制造子行业出口占比



资料来源：工信部、东海证券研究所

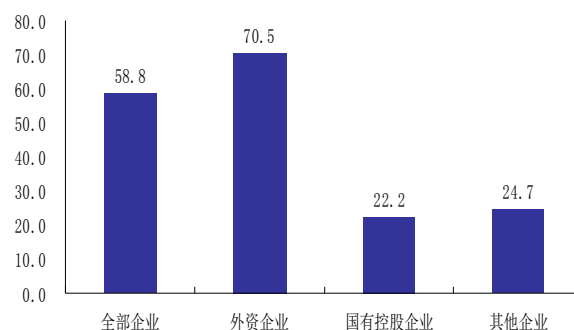
我国电子信息制造业中，外商港澳台投资企业对产值的贡献很大，虽然近年来有逐步下降的趋势，但仍高达 75% 左右。外商港澳台投资企业 70% 以上的产品外销。

图5. 电子信息制造业不同投资主体营业收入贡献率



资料来源：工信部、东海证券研究所

图6. 电子信息制造业不同投资主体出口比例



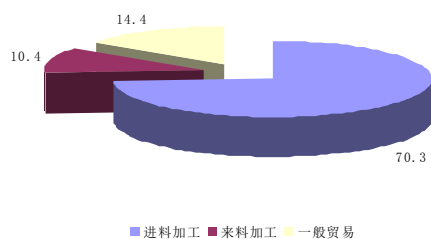
资料来源：工信部、东海证券研究所

1.2 国际市场并没见好转

我国电子信息制造业出口以进料加工和来料加工为主，二者合计占比在 85% 左右，一般贸易的成分仅为 10% 左右。数据显示，以美元计价的电子信息制造业出口数据相对于以人民币计价的降幅程度大得多，并且 3、4 月份降幅放缓程度也小得多，这说明对我国电子信息制造业贡献很大的国际市场并未出现明显好转，只是 RMB 汇率的变化，让以 RMB 计价的数据显得相对更好看点而

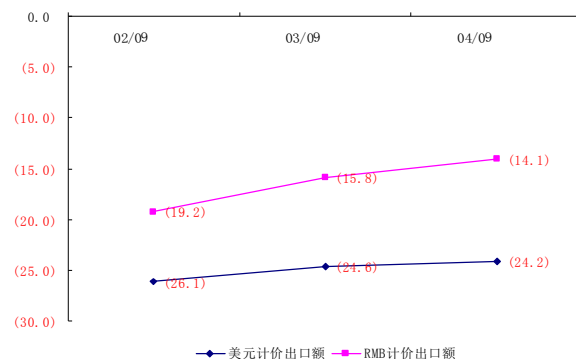
已。

图7. 电子信息制造业出口贸易结构



资料来源：工信部、东海证券研究所

图8. 电子信息制造业出口额以美元、RMB 计价增幅

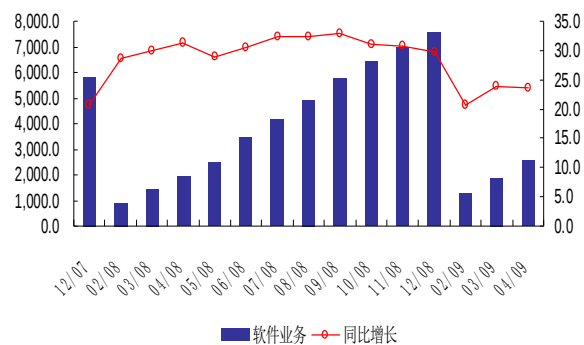


资料来源：工信部、东海证券研究所

2. 软件行业增速放缓，但景气度依然处于高位

2009年1-4月，我国软件产业累计完成业务收入2552.2亿元，增速较1季度回落0.4个百分点，比去年同期和2008年底分别低7.7和5.9个百分点但仍录得23.5%的同比增速，行业景气度仍处于高位。由于我国信息化程度的广度和深度还比较低，我国软件产业主要由国内需求贡献，出口对整个软件产业的贡献不足15%，所以，由金融危机导致的全球经济衰退对我国软件产业产生的影响相对较小。

图9. 软件产业收入增长情况

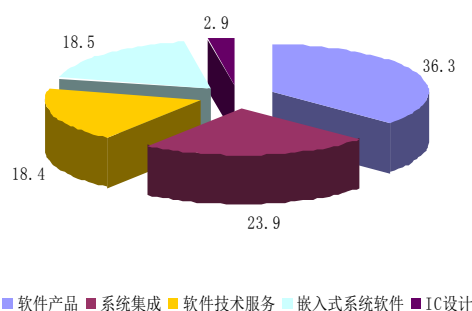


资料来源：工信部、东海证券研究所

2.1 软件产品与服务占比持续提高、增长可期

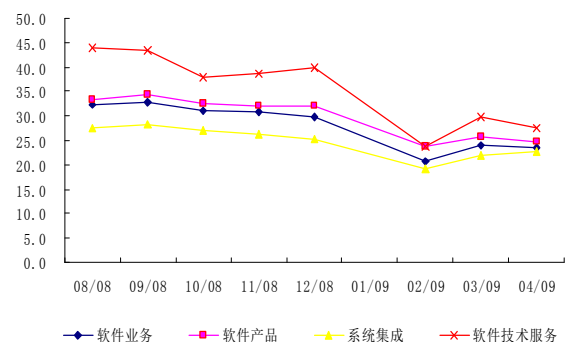
软件产业结构继续调整，软件产品与技术服务表现出较整个行业更高的增速，占比持续提高，2009年4月达54.7%。

图10. 2009年1-4月软件行业收入构成



资料来源：工信部、东海证券研究所

图11. 软件产业及主要子行业年初累计收入增速

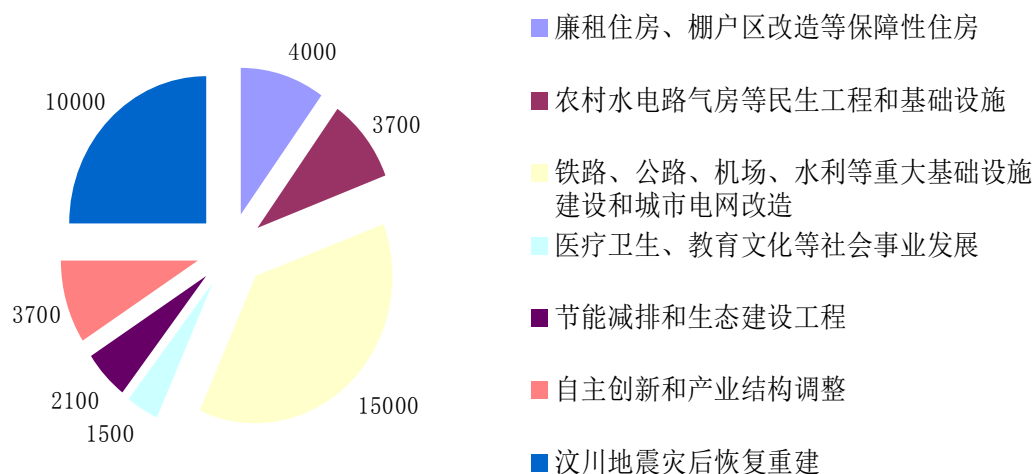


资料来源：工信部、东海证券研究所

我们认为软件及服务收入的占比将进一步提高，理由如下：

1. 市场空间巨大：目前中国软件及服务产业规模占整个 IT 产业的比重不足 30%，而美国这一比重为 69.9%。IDC 预测，中国软件及服务市场在 2008-2012 年的复合增长率为 15%。
2. 国内投资拉动的有力支撑：为对抗全球经济衰退，我国政府采取了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并陆续出台了国家 4 万亿基础建设投资、8500 亿医改投资等政策推动，政府、金融、电信、电力、医疗、交运等行业将陆续启动各类新建和改扩建项目，这都将拉动相关配套 IT 建设的启动，成为 IT 投资增长的主要动力。

图12. 国家 4 万亿基础建设投资分布



资料来源：工信部、东海证券研究所

3. 以应用软件市场为主，市场参与者主要国内企业：中西方文化巨大的差异和中国商业环境的中国特色形成了中国应用软件企业以对抗其西方竞争对手在该细分市场的一道“天然”壁垒，至少在近几年这种情况仍然存在。

工信部认为随着国内扩大内需和技术改造政策落实，软件产业下半年后增速将逐步回升，预计全年增速为 22 - 25%。我们认为明显收益于下游需求明确的细分行业龙头企业，如科大讯飞、东软集团、用友软件、青岛软控等将明显收益。

2.2 软件外包：破晓在即，值得关注

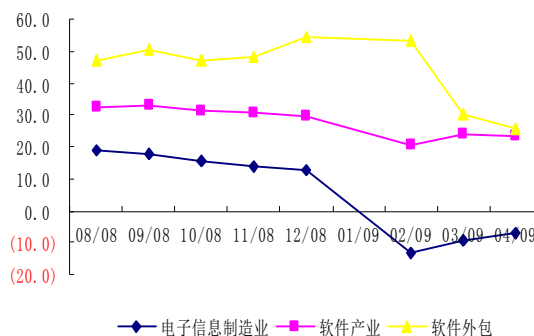
受海外软件外包发包商经营状况恶化的影响，我国软件外包业务增速从2008年增幅54.3%，迅速下滑到2009年1-4月的25.8%，不过，仍录得相对电子信息制造业和软件产业更高的增速。

我们认为近期软件外包业务增速的急速下滑不会持续很久：随着全球经济衰退最困难时期的过去，外部经济环境的日趋明朗，国际软件外包发包商——跨国巨头应该开始关注企业在新经济环境下的发展问题，而不象在危机前期时那样只考虑企业的生存问题和等待经济局势的明朗。这样，将给我国的软件外包企业带来较好的机会：

1. 随着国际经济环境发生巨大的变化，使得企业必须快速创新出新的业务流程和新的产品方案以增强自身的竞争力，这将为其外包业务提供新的需求。
2. 通常，国际发包巨头将80%的外包业务给其在岸外包服务商，随着成本压力的驱使，他们会将尽可能多的此部分外包业务转移给低成本的合格离岸外包服务商。
3. 软件外包服务商的品牌影响力、质量控制与交付能力将成为企业获得订单的关键因素。订单价格很重要，但不会成为关键因素，因为软件品质的评估相对不太容易，更多体现在过程控制上。

我们认为在2009年的3季度，国际软件外包市场将逐渐开始活跃，而我国的外包龙头企业，如东软集团等，依靠其长期在国际软件外包市场所建立起来的口碑与影响力成为软件外包市场开始活跃的最大受益者。

图13. 电子信息制造业、软件产业、软件外包收入增速



资料来源：工信部、东海证券研究所

注：软件外包以美元计价，其他为RMB计价

3. 投资策略与重点推荐公司

电脑及周边设备: 2004 年至 2008 年, 申万计算机硬件板块的市盈率(TTM)水平在 15.2-71.5x 之间, 如果剔除 2007 年 71.5x 这一高位数据, 所处区间为 15.2-40.2。目前该数据 46.4x, 超过区间上限, 我们给予该行业“中性”投资评级。

应用软件(含专用设备): 2004 年至 2008 年, 申万计算机应用板块的市盈率(TTM)水平在 27.5-69.9x 之间, 如果剔除 2007 年这一高位数据, 所处区间为 27.5-58.6。目前该数据 36.3x, 处于区间中值偏下, 故我们维持其“增持”评级。我们认为服务于国内政府、金融、电信、电力、医保等未来几年 IT 投资增长明确的细分领域中软件及服务龙头企业可以作为投资者中长期投资的理想标的。

软件外包: 我们暂时维持其“中性”的投资评级, 但建议投资者关注 3 季度软件外包市场的变化。

基于以上策略, 我们重点推荐东软集团(600718)、用友软件(600588)以及科大讯飞(002230)。

3.1 东软集团: 国内解决方案与国际外包业务双轮驱动

- I **国内应用解决方案龙头, 明显受益于国内投资需求拉动:** 公司国内市场定位为基础设施产品与服务提供商, 目标市场为政府、电信、金融、电力等行业。公司 08 年自有软件合同额突破 20 亿, 占比达 55%, 较上年提高 8%。目前, 公司在社保领域的市场份额超过 50%、电力领域在 30-40%、电信市场在 20-30%。公司解决方案每年 70% 的营业收入来自老客户, 而服务收入近几年的增长均在 20-30%。公司 09 年国内市场营销目标是较 08 年增长 18%。
- I **我国软件外包龙头, 综合实力排名第一:** 公司的外包业务主要为产品工程, 即嵌入式软件业务外包, 主要客户为 Nokia、Sony、东芝、阿尔派等世界 500 强企业。公司经过多年的与国际巨头的合作, 目前已经成为其客户如阿尔派、Nokia、Sony 等所认可的优秀供应商, 形成了良好的产品设计、质量控制以及产品交付能力, 获得了良好的品牌认知度和品牌竞争力, 将明显受益于国际外企市场新一轮的活跃。由于公司产品工程外包均为一手的, 相对而言具备一定的议价能力。公司预计 09 年外包业务的增长在 10% 左右。

- I **新医改对公司的机会将在明后年体现：**公司数字医疗业务在 08 年实现收入 6.7 亿，扣除会计政策变化影响，则上升 5%。新医改方案 8500 亿的投资，其中 IT 投入估计有 100 亿，数字医疗设备大约 160 亿，这是公司可以参与的市场机会，对此，公司已经成立由 COO 卢朝霞女士领衔的医疗业务统筹公司在医疗市场的开拓。公司判断新医改方案将在 09 年进行规划制定与细化，10 年进行试点，11 年全面铺开，所以新医改对公司业绩利好将在明年开始体现。公司 09 年医疗业务营收目标是较 08 年增长 14%。
- I 预计公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.7 元、0.88 元，目前固件对应 09、10 年 PE 分别为 27x 和 21.4x，短期估值合理，但中长期投资价值依然明显。

3.2 用友软件：管理软件龙头，高端业务增速明显、外延增长可期

- I **公司作为国内最大且最具竞争实力的管理软件厂家：**公司产品线完整，服务与渠道体系完善，包括 41 家分支机构、60 家客服中心、150 余家培训中心、2000 多家合作伙伴，可覆盖达我国 3 级城市，拥有 60 万左右企业客户。
- I **公司未来增长主要由其高端产品与服务与政务软件的快速增长：**随着公司 U9 产品在 09 年正式大规模销售，预计公司高端管理软件（NC + U9）及其服务营业收入在未来 3 年的复合增长率在 40% 以上。U9 产品线主要针对离散制造领域中的多组织企业的业务流程控制，这与 NC 针对集团关键资源（如现金、人力、资产、风险等）管控的目标市场及 U8 针对的单组织业务流程控制的目标市场形成错位，丰富了用友产品的产品覆盖。预计 U9 在 09、10、11 年可以实现营业收入 1.2 亿、3.6 亿和 7.2 亿。而在具有传统优势的中、低端市场，由于此类企业受经济衰退的影响较大，并且对 IT 依赖度相对较小，预计增长有限。
- I **公司将积极通过并购或资本运作实现外延式的增长：**2008 年，公司分别收购了特博深与方正春元，获得 CRM 软件及增强了财政管理软件业务；2009 年 5 月公司又收购了重庆迈特，补齐了公司的 PLM 产品线；2009 年 6 月增资用友审计软件公司，将持股比例由 50.2%，提升到 82%；增资用友致远软件公司，将持股比例由 30%，提升至 35%。目前，公司仍在积极寻找并购对象，利用此次经济衰退以较小的代价快速完善产品线和获得客户，并能通过公司已建立的渠道与服务体系，形成有效的协同效应。

- 预计公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 1.09 元、0.77 元，目前固件对应 09、10 年 PE 分别为 18.2x 和 25.9x，短期估值偏高，但中长期投资价值依然明显，而且公司并购行为可能会带来超预期的收益。

3.3 科大讯飞：中文语音领域的王者

- 公司在智能语音核心技术代表了世界的最高水平，是我国软件企业中为数极少掌握核心技术并拥有自主知识产权的企业之一。公司 2006/2007/2008 年连续三届蝉联英文语音合成国际大赛（Blizzard Challenge）的第一名。Blizzard Challenge 由美国和日本发起的国际英文合成研发领域最高级别的竞赛。公司在我国中文语音合成市场占有率超过 60%。公司实施“顶天立地”战略，一方面加大研发投入，保持在智能语音技术国际领先，另一方面积极推进研究成果大规模产业化，不断拓展智能语音技术的应用范围。
- 公司已经成为语音整体解决方案供应商：公司在 08 年在语音识别和说话人识别领域获得突破性进展，成为可以提供语音合成、语音识别与话者识别的语音整体解决方案供应商。语音识别市场是语音合成市场的 2-3 倍。
- 公司电信增值业务、畅言语音教具及嵌入式语音支撑软件未来增长可期：虽然智能语音技术的应用在我国仍处于导入期，但公司在电信增值业务（炫铃、语音搜索等）未来几年的增长将超过 50%；畅言语音教具的市场容量在 10-15 亿，公司在这个领域尚未发现竞争对手；嵌入式语音支撑软件就 GPS 领域的市场容量在 2-5 个亿，而公司能获得超过 60% 的份额。
- 预计公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.72 元、1.05 元，目前固件对应 09、10 年 PE 分别为 29.7x 和 20.4x，短期估值合理，但考虑到公司在智能语音技术所占独特地位以及智能语音技术未来成长空间巨大，公司中长期投资价值非常明显。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

刘深, IT 行业分析师, 北京航空航天大学工学硕士/北京大学光华管理学院 MBA, 9 年 IT 从业经验, 1 年行业工作经验, 2008 年 1 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 用友软件、东软集团、青岛软控、科大讯飞、远望谷、川大智胜等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122