

确定性的价值

行业评级

增持/ 上调评级

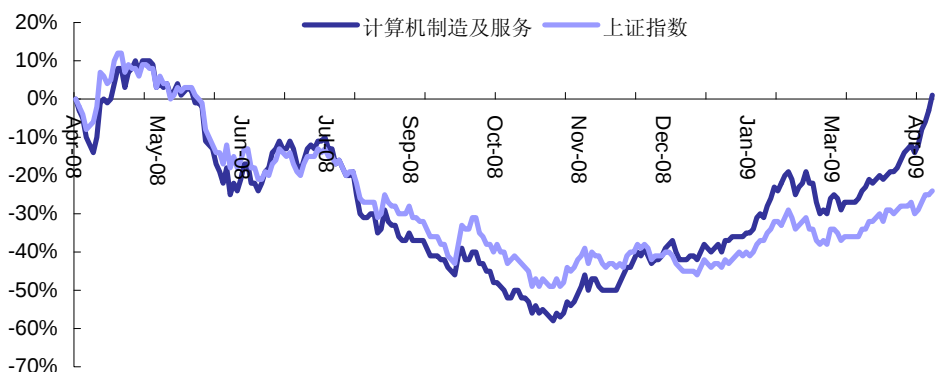
相关研究

《物美亦需价格适中》2009/4/20

《等待估值下降》2009/6/21

- 我们在4月20日下调行业评级至“中性”，理由是估值过高。4月20日至7月10日计算机应用板块落后沪深300指数21.5%。
- 当前计算机应用板块的2009年市盈率较沪深300指数高出28.7%，而4月20日时溢价68.9%。我们在2007年也观察到在出现类似的溢价幅度后市场风格发生转变。2007年5月之前计算机应用板块领先大盘，之后大幅落后，在相对市场的市盈率溢价到达高位后再一次领先大盘。
- 当市场的整体估值水平到达较高水平后，建立于未来业绩大幅增长的假设存在风险。投资者会偏向确定性更高的板块，例如软件、医药和消费品等。
- 我们判断目前软件板块龙头公司的收益和风险特征较市场整体更有吸引力，因此上调计算机应用行业的评级至“增持”，上调用友软件、东软集团、东华软件、恒生电子、卫士通和青岛软控的投资评级至“增持”。
- 我们观察到典型软件公司的2009年盈利预期并没有显著变化，有些还被略微下调。上调行业和公司评级的原因不在于增长而在于确定性和相对估值。

最近52周股价表现



分析师
 龚浩
 +21-5010 6003
 gonghao@lhqz.com

调低评级以来软件公司表现弱于大盘

2009 年 4 月 20 日我们将计算机应用行业的评级由“增持”下调为“中性”，而且下调了用友软件、东软集团、东华合创、卫士通、青岛软控和同方股份的评级。

当时下调评级的理由是计算机应用类上市公司估值普遍较高——根据我们的判断，当时软件公司的股价普遍高于内在价值 20%以上（见表 1）。我们认为业绩预期无法解释股价的大幅上涨。

表 1 重点软件公司内在价值与市场价格比较（单位：元、倍）

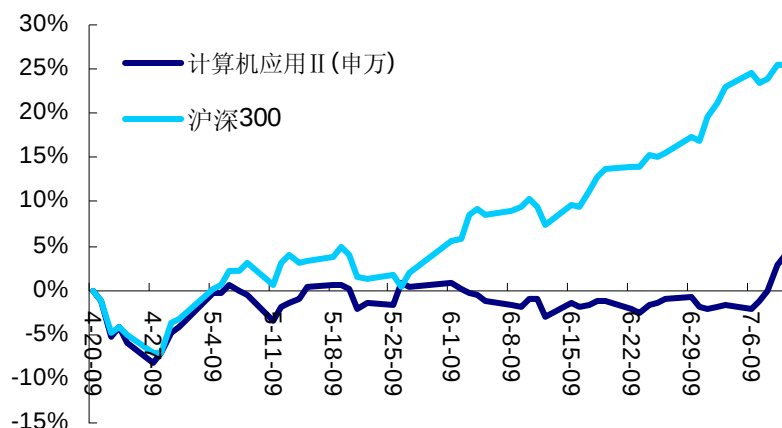
	每股内在 价值	理论市盈 率 ¹	收盘价	偏离内在 价值幅度	市盈率			上次 评级	本次 评级
			09/4/17		08	09E	10E		
用友软件	22.47	31.0	27.17	20.9%	32.0	20.0	24.9	增持	中性
东软集团	15.25	23.6	19.90	30.5%	38.3	30.6	26.2	增持	中性
东华合创	18.98	20.7	23.56	24.1%	37.4	26.2	20.1	增持	中性
华胜天成	12.98	20.9	12.66	-2.5%	26.4	20.8	16.7	增持	增持
卫士通	20.58	25.4	27.80	35.1%	54.5	37.1	28.4	增持	中性
青岛软控	15.08	14.6	21.28	41.1%	27.1	22.0	18.7	增持	中性
同方股份	-		16.71	-	62.5	37.1	30.9	增持	中性

数据来源：联合证券研究所

“核高基”是当时市场关注的软件行业投资主题。市场引领期盼的获得“核高基”补贴的公司名单至今尚未公布。我们认为发展基础软件的瓶颈不在于政府支持不够，而在于基础软件的产品化特性使其具有极高的进入门槛。

自 2009 年 4 月 20 日至 7 月 10 日申万计算机应用指数上涨 4.0%，沪深 300 指数上涨 25.5%，计算机应用板块落后指数 21.5%（见图 1）。我们的投资建议预见了板块的相对表现。

图 1 09/04/20—09/07/10 计算机应用行业与沪深 300 指数走势



数据来源：联合证券研究所，万得资讯

¹ 理论市盈率是以 DCF 计算得到的一个公司每股内在价值除以该公司 09 年度主营业务每股收益。

调高评级

我们调高计算机应用行业的投资评级至“增持”。调高评级的理由是这一板块现在能够以相对合理的价格提供市场需要的确定性，尽管今明两年的盈利预期没有显著提高。

表 2 当年市盈率比较（单位：倍）

	2009-4-20	2009-7-10	2007-5-17	2007-12-4
计算机应用	29.2	29.1	45.7	46.5
沪深 300	17.2	22.6	26.1	37.7
相对溢价	69.8%	28.7%	75.1%	23.3%

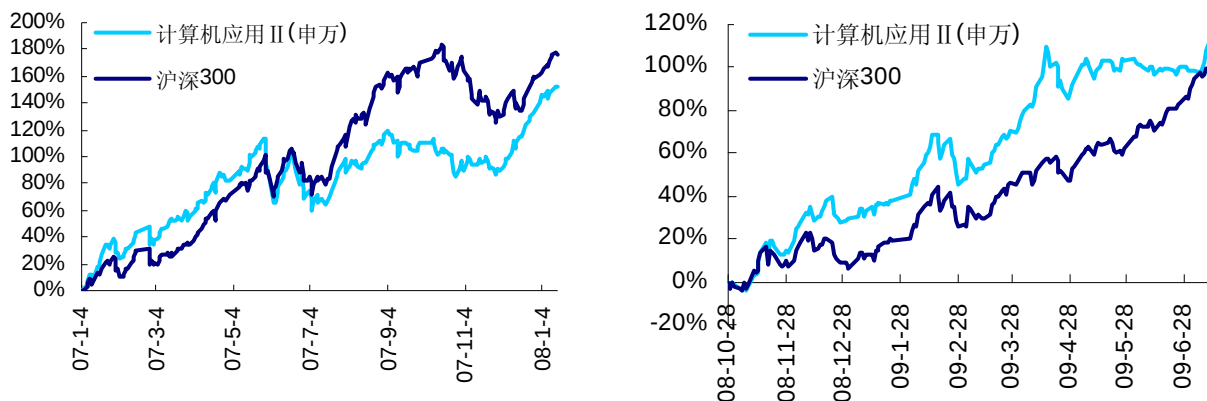
数据来源：万得资讯

表 2 显示 2009 年 4 月 20 日申万计算机应用指数的 2009 年市盈率是 29.2 倍，是当时沪深 300 指数的 1.7 倍。至 7 月 10 日申万计算机应用指数的 2009 年市盈率基本未变，而沪深 300 指数的市盈率上升，导致前者为后者的 1.3 倍。两者差距缩小可以完全归因于价格上升而不是盈利预期上升。

根据万得资讯的统计，现在软件行业的 2009 年市盈率低于钢铁、汽车整车、房地产开发、证券和化学原料等行业；而在 2009 年 4 月 20 日之前它们的 2009 年市盈率低于软件行业。

市盈率是资产的价格，通常由净利润增长速度和波动性决定。软件行业的业绩波动性较低，钢铁和汽车整车等行业当前的市盈率之所以较高是因为投资者预期它们未来的业绩增长强劲。乐观预期本身是一种风险（乐观预期不兑现的概率更高）。

图 2 两个时期计算机应用行业与沪深 300 指数走势（07/1/1-08/1/15vs08/10/28-09/7/10）



数据来源：联合证券研究所，万得资讯

图 2 显示 2007 年和 2008 年 10 月 28 日以来计算机行业与沪深 300 的走势有可比性。2007 年 5 月和 2009 年 4 月分别出现转折点，之前软件行业的走势一路领先，之后持续落后沪深 300 指数。2007 年沪深 300 指数到达最高点并开始回调之后，两者的差距开始缩小。我们预计如果沪深 300 指数开始疲软，则类似 2007 年 12 月开始软件板块跑赢大盘的情况还会出现。

市场在不同阶段对确定性的不同偏好造成这种局面。软件公司的成长与宏观经济的关联度较低，投资者比较容易判断公司的成长性。当市场的整体估值较低时，基于确定业绩的估值上升推动软件公司表现优于大盘；而当市

场的整体估值水平非常高时，对乐观预期能否兑现的担忧使投资者重新关注软件公司。

表 2 还显示在 2007 年和今年的两次风格转折之时（今年 7 月的转折还有待确认）计算机应用板块相对沪深 300 的当年市盈率溢价具有可比性。软件板块从领先到落后的转折时溢价约为 70%，从落后到领先的转折时溢价约为 25%。基于此我们上调软件行业评级。

09 年盈利难超预期

我们对软件公司 2009 年的业绩预期没有显著变化（有些公司的盈利预测甚至略微下调）。

管理软件的高低端市场冷热不均。高端产品的需求较旺盛，面向中小企业的低端产品的市场需求不乐观。低端产品对管理软件公司的利润贡献大大高于收入贡献。因此，对用友软件这样的国内管理软件代表性厂商而言，今年它的相对竞争力在提高，但是收入和主营业务利润增长速度低于 2008 年。我们预计它今年收入同比增长约 20%，主营业务净利润增长 25% 左右。

工信部数据显示今年一至五月软件服务出口同比增长 59%，增速高于一至四月累计，但是低于去年同期的 68.3%。我们所观察到的国内上市公司的软件外包业务并没有如统计数据显示的那样保持较高增速。中国软件日前公告 2009 年中期业绩同比下滑 50% 以上，原因之一是软件外包业务盈利能力下降。软件外包业务的订单一般在每年年初谈定，我们预计东软集团的软件外包业务收入今年增长约 10%，而中讯软件的收入将同比下降约 10%。在“去杠杆”和“去全球化”的背景下，投资者对软件外包业务的成长速度不可过分乐观。

国内的行业应用是今年增长较为确定的市场。IT 投资稳定增长的行业主要是电信、金融、电力和政府等。东软集团、东华软件、恒生电子、远光软件、卫士通和川大智胜等公司从中获益，今年的增长比较稳定。

我们上调用友软件、东软集团、东华合创、恒生电子、卫士通和青岛软控的评级至“增持”。维持华胜天成的“增持”评级。

在之前的报告中（《物美亦需价格适中》，2009/4/20 和《等待估值下降》，2009/6/21）我们坚持当前软件公司的价格高于其内在价值。在价格没有显著下降的情况下我们调高主要软件公司的投资评级，并不是因为我们对它们的价值有新的看法，而是因为它们的 2009 年市盈率相对于大盘的溢价较 2009 年 4 月大幅下降约 58.9%。业绩的确定性使它们的估值相对于大盘有吸引力。

表 3 计算机制造及服务行业盈利预测及估值表（单位：亿元/元/倍）

公司	市值	收入			净利润			每股盈利			市盈率		
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
用友软件	124	17.3	19.9	25.3	3.95	5.56	4.35	0.65	0.92	0.72	31	22	28
东软集团	177	37.1	42.2	48.1	4.91	6.21	7.15	0.52	0.66	0.76	36	28	25
东华软件	65	11.6	17.5	24.0	1.78	2.54	3.33	0.42	0.60	0.78	37	26	20
恒生电子	55	6.7	7.4	8.8	1.34	1.67	2.02	0.30	0.38	0.45	41	33	27
远光软件	28	2.1	2.8	3.5	0.74	0.98	1.24	0.37	0.49	0.63	38	29	23
川大智胜	17	1.2	1.5	2.2	0.30	0.39	0.69	0.48	0.63	1.11	58	45	25
卫士通	18	2.1	2.9	0.0	0.34	0.46	0.64	0.43	0.58	0.80	51	38	27
青岛软控	72	9.1	11.8	14.1	2.24	2.91	3.55	0.68	0.88	1.08	32	25	20
华胜天成	60	29.5	33.8	40.3	2.02	2.75	3.20	0.44	0.60	0.69	30	22	19
宝信软件	66	21.5	26.2	30.9	1.81	2.18	2.52	0.69	0.83	0.96	36	30	26
同方股份	162	139.3	151.0	172.2	2.51	3.90	4.70	0.26	0.40	0.48	65	42	35

数据来源：相关上市公司财务报告，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。