

2010-08-09

软件与服务

维持

中性

行业走势分化，关注微观政策

- ◇ 工信部公布 2010 年 1-6 月计算机软件行业数据
- ◇ 军民融合、北斗卫星导航系统、信息化与城市化融合等微观政策持续产生

◆行业增速略有放缓，可能呈现“前高后低”局面

2010 年 1-6 月软件行业收入增长 29.1%，其中 6 月同比增长 28.2%，增速连续第二个月下滑，但是仍然高于工信部设置的全年增长 20% 的目标。工信部召开的上半年信息产业经济运行分析会指出，今年信息产业可能出现“前高后低”的局面。从景气指数和企业家信心指数看，目前行业景气仍然处在高位，但是已经略显颓势。我们预计下半年行业增速会略有降低，全年增长在 25-30% 之间。

◆软件出口及外包增长乏力，满足内需仍是重点

今年上半年软件出口收入增速明显低于行业增速，与去年同期形成鲜明对比。在欧美及日本经济复苏乏力的情况下，我们认为来自海外的需求在未来几个季度不会明显回升，离岸外包企业的困境也将持续一段时间。

◆行业整体政策处于真空期，微观政策层出不穷

最近一个月，与软件行业整体相关的“宏观政策”处于真空期，但是与某一细分行业相关的“微观政策”层出不穷，包括智能电网技术标准、“军民融合”、北斗卫星导航系统、信息化与城市化融合等；以上我们最看好的是军民融合。必须指出，以上政策只能作为一个小范围的投资主题，对行业整体推动作用不大。

◆绝对与相对估值均处于历史高位，8-9 月压力较大

7 月初软件行业 TTM 市盈率曾跌至 49 倍，但是很快回升至 54 倍，目前行业绝对估值以及与大盘、中小盘的相对估值均处于历史高位，而中报业绩和政策因素均不足以对行业估值形成进一步的刺激。从历史上看，8-9 月软件行业表现平淡，今年情况应该不会有太大差别。我们建议投资者保持谨慎。

◆维持“中性”评级，建议采用“确定性+主题性”配置

我们维持对软件行业的“中性”评级，建议以增长性确定、估值较低的价值股为核心配置，以受到微观政策扶持的主题性个股为卫星配置，构建攻守兼备的行业组合。推荐次序为：软控股份、远光软件、航天信息、石基信息、华力创通。

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930209050199)

联系人：裴培

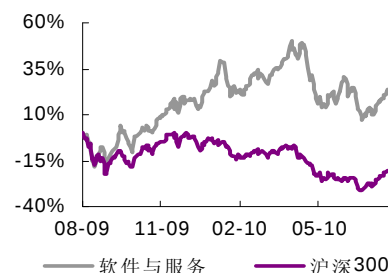
021-22169043

peipei@ebscn.com

子行业名称	收入(亿元)	同比增幅
软件产品	2151	26.4%
系统集成	1230	25.7%
IT 咨询	560	34.6%
IT 增值服务	724	36.1%
嵌入式系统	1042	19.6%
设计开发	341	86.4%

注：以上均为 1-6 月数据

行业与上证指数对比图



相关报告：

行业持续景气，估值有待消化
..... 2009-07-06

谨慎为主，精选价值型个股
..... 2009-05-05

政策扶持加大，注意估值风险
..... 2009-04-06

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
002063	远光软件	24.56	0.45	0.88	1.01	买入
002065	东华软件	25.79	0.57	0.83	1.15	买入
600271	航天信息	18.40	0.66	0.85	0.93	买入
002073	软控股份	17.45	0.60	0.65	0.90	买入
600718	东软集团	14.70	0.52	0.56	0.80	买入
600570	恒生电子	15.53	0.33	0.41	0.54	增持
600588	用友软件	22.30	0.73	0.58	0.77	增持
600845	宝信软件	28.00	0.77	0.88	1.05	增持

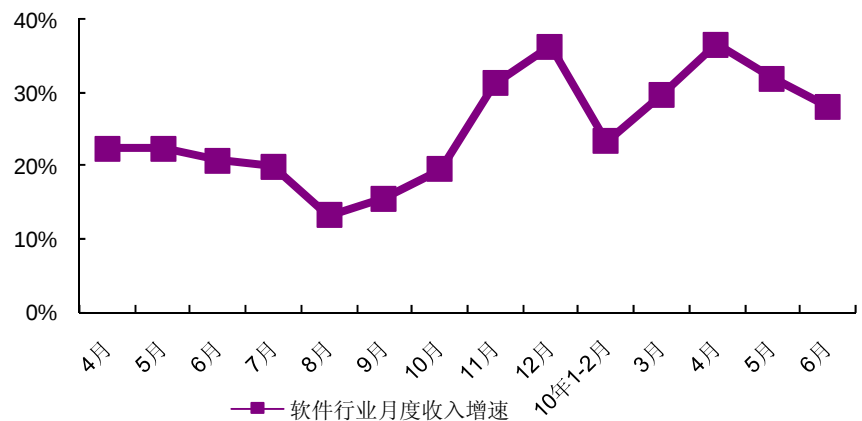
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

行业大势：整体增速略有放缓，IT 服务是亮点

2010 年上半年，软件行业累计实现收入 6048 亿元，同比增长 29.1%，其中 6 月单月增长 28.2%，增速连续第二个月有所下降，但是仍然远高于工信部制订的全年增长 20% 的目标。7 月 22 日，工信部运行监测协调局召开的上半年信息产业经济运行分析会指出：“下半年，信息产业面临的形势十分复杂，国内外市场及宏观环境存在很多不确定因素，产业发展可能出现前高后低的态势。”我们认为，软件行业也将受到国内外实体经济放缓的影响，全年收入增长将在 25-30% 之间。

图表 1：软件行业月度收入持续增长，增速有所降低

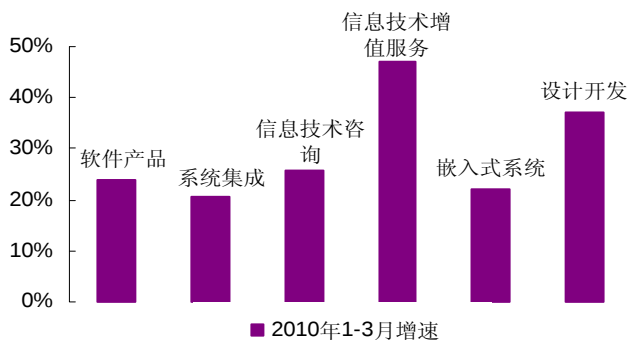


资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

上半年增长最快细分行业是设计开发，增速达 86.4%，且呈现逐月上升态势；IT 增值服务增速为 36.1%，虽然高于行业整体水平 7.0%，但增速逐月回落；IT 咨询增长了 34.6%，显示各行业在“调结构”、“产业升级”的背景下，加大了对 IT 系统的设计与改造；软件产品和系统集成增速分别为 26.4% 和 25.7%，低于行业整体；增长最慢的是嵌入式系统，主要是受到汽车、家电、机械等下游行业景气度下降的影响。

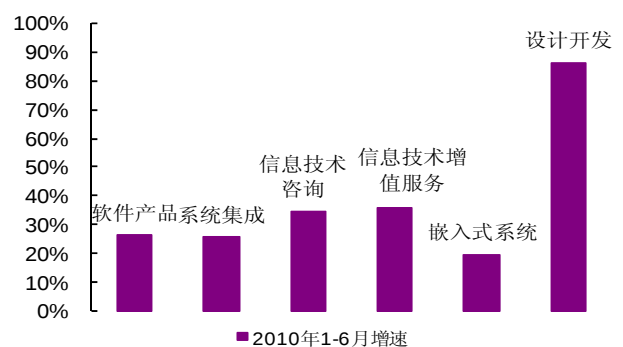
我们在此前的报告中曾多次强调，IT 服务取代软件产品成为主流将是行业发展的趋势，上半年 IT 服务的增长也明显高于行业整体，我们认为，我国 IT 服务的上升空间还非常大，IT 咨询、增值服务等服务类细分行业将在下半年乃至更长的时间内引领整个行业的发展，而半导体行业下半年将维持较高景气度，从而给设计开发行业的增长带来持续推动。

图表 2：2010 年 1-3 月软件细分行业收入增速



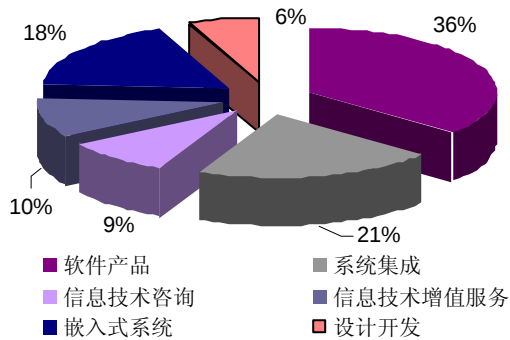
资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

图表 3：2010 年 1-6 月软件细分行业收入增速



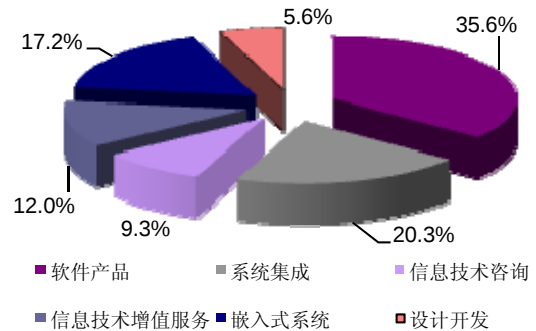
资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

图表 4：2010 年 1-3 月软件细分行业占比



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

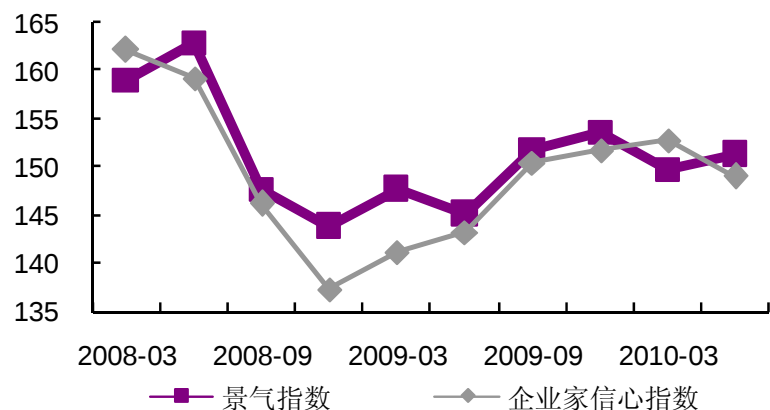
图表 5：2010 年 1-6 月软件细分行业占比



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

软件行业景气指数和企业家信心指数对行业三至六个月之后的运行有较好的指示作用。第二季度软件行业景气指数在经历了 1 季度的下降后重拾升势，小幅上升至 151.3；企业家信心指数却结束了连续 6 个季度的上升势头，下降至 149，但是仍然处于高度景气区间。两项领先指标的背离，反映了虽然行业依旧景气，但由于宏观经济的“复杂”与“两难”，企业家的增长预期有所下降。不过，由于上半年的增长基础以及下半年“两化”融合进度的加速，行业全年收入增速仍将超过 25%

图表 6：景气指数有所上升，但企业家信心有所下降

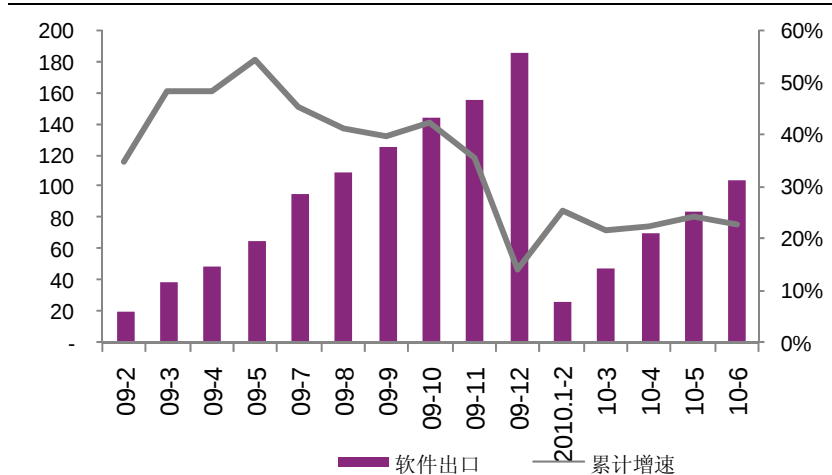


资料来源：CEIC，光大证券研究所

上半年，我国软件出口 103.3 亿美元，同比增长 22.7%，增速低于行业平均水平 6.4 个百分点，比去年同期低 24.7 个百分点；其中软件外包服务出口 12.3 亿美元，同比增长 38.8%，增速低于去年同期 25.7 个百分点。在 2009 年 10 月之前，软件出口收入增速一直远高于软件行业的平均增速，然而由于海外市场尤其是日本的经济形势不振，IT 外包需求大大降低，软件出口成为了我国软件行业中相对弱势的子行业，今年以来其收入增速一直保持在 20%-25% 左右。

我们认为，软件出口与外包行业受到全球经济尤其是美国和日本经济的影响，而上述地区在下半年出现强劲经济复苏的可能性较小，因此软件出口与外包业务恐怕难以出现大幅上升。未来几个季度之内，适应内需、支持国内经济发展仍然是软件行业发展的主旋律。

图表 7：软件出口保持平稳，增速较慢



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

政策因素：宏观缺乏新意，微观层出不穷

最近三个月，与软件行业整体相关的政策进入了真空期。无论是与增值税退税相关的“新 18 号文件”，扶持战略性新兴产业，鼓励软件采购国产化，还是物联网、云计算等新科技概念，都已经被投资者反复挖掘、炒作，丧失了新意。软件行业对于调整经济结构具备重大意义，但是毕竟只是我国经济体系中较小的一部分，不可能长期成为国家政策的焦点。我们预计未来一个季度出现新的全行业政策的可能性不大。

虽然与全行业有关的“宏观政策”缺席，但是与某一细分领域有关的“微观政策”却层出不穷：6 月 30 日，国家电网发布《智能电网技术标准》，为智能电网相关 IT 企业打开了新的市场空间；7 月 24 日，军民融合发展战略座谈会在京举行，提出解决军民通用技术标准问题、推动军民两用产品实现产业化、规模化；8 月 1 日，第五颗“北斗二号”导航卫星发射升空，北斗卫星导航系统的建设进入高潮；8 月 4 日，中央政府网站转发《人民日报》评论员文章《让信息化与城市化协调发展》，表彰了地理信息系统、数字城市、电子政务等科技创新。

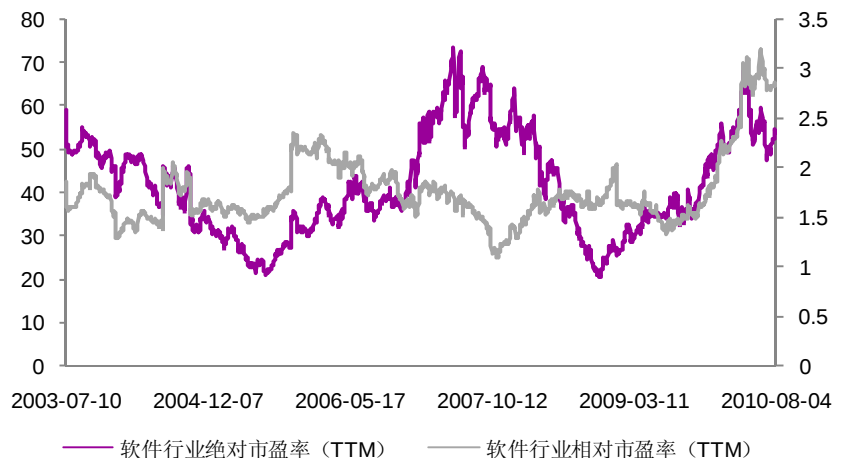
我们认为，以上微观政策之中，最有深度和影响力的是“军民融合”，其次是北斗导航系统建设，再次是智能电网和城市信息化。我们此前发表了对“军民融合”政策的行业快评，认为航天信息、华力创通、川大智胜、卫士通是主要受益的上市公司，其中前两者同时也受益于北斗导航系统的建设（航天信息自身虽然没有卫星导航业务，但是母公司航天科工集团对此参与较多）。在智能电网方面，远光软件、新世纪、东软集团等都是潜在受益对象，但是目前公布的只是国家电网的技术标准，国家的配套政策还未出炉。信息化与城市化结合涉及的上市公司很多，仅仅 GIS 产业链就有超图软件、四维图新、合众思壮、数字政通等，但是《人民日报》评论员文章只指出了大致方向，基本没有涉及细分产业和技术，投资者还需要等待比较明确的国家政策扶持方向。

必须指出的是，微观政策只能在小范围之内成为投资主题，对于整个行业的业绩和估值并无推动作用。即便把以上所有可能受益的公司加起来，也只有十家左右，不到软件行业上市公司的 1/3。我们建议投资者精选与以上主题相关的个股，而对软件行业整体保持谨慎态度。

市场状况：估值仍然偏高，缺乏有利刺激

7月初至今，随着大盘的快速回升，软件行业的 TTM 市盈率（整体法，剔除负值）也从 49 倍上升到 54 倍，相对全部 A 股的相对市盈率则保持在 2.8 倍左右，依然处于历史最高水平附近。软件行业的相对估值自去年 5 月起不断上升，一方面是由于“两化融合”“调整经济结构”等国家政策的刺激，另一方面则是众多的创业板、中小板新股拉高了板块估值水平。在目前的估值水平下，投资者应当保持谨慎。

图表 8：2003-2010 年软件行业估值及相对全部 A 股估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

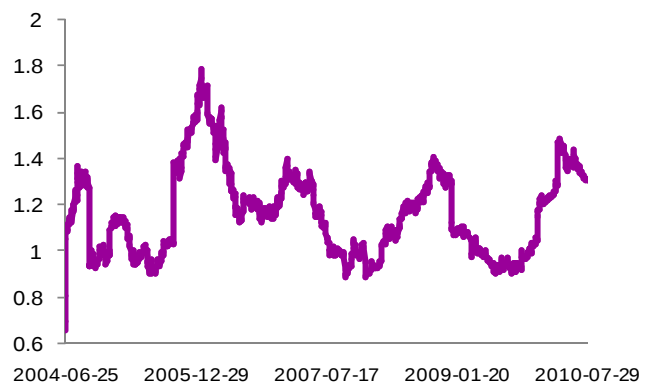
软件行业与沪深 300 的相对估值水平目前为 3.4 倍，比 7 月初持平，位居历史最高水平。相比之下，软件行业与中小板的相对估值水平为 1.3 倍，与 7 月初相比略有下降。今年以来软件行业与中小板持续跑赢大盘，主要是由于周期性行业不同程度地遭遇了增长见顶回落或者政策调控的压力，市场较多关注高成长行业与板块，不过，如果周期行业出现预期持续改善与景气好转，中小盘与大盘之间可能会出现“风格转换”，软件行业的估值有可能与整个中小盘一道出现下调。

图表 9：软件行业与沪深 300 的相对估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 10：软件行业与中小板的相对估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

历史上 8 至 9 月软件行业的表现参差不齐：2003、2005、2006、2009 年，软件板块跑赢了沪深 300 指数；除 2009 年外，其余年份均跑赢了中小板指数；2003-2009 年软件板块在第三季度的平均收益率略好于沪

深 300 和中小板综指。软件行业在历年 8 至 9 月的表现不一，我们认为主要是由于软件行业收入确认多集中于下半年，中报业绩对股价的影响有限。从今年已经披露的软件行业上市公司中报看来，超出市场预期的案例不多。我们预计今年 8 至 9 月软件行业出现大行情的概率较小。

图表 11：2003-2009 年软件行业 8 至 9 月走势

年份	软件板块	沪深 300	中小板综指
2003	-1.22%	-8.08%	
2004	-2.41%	2.66%	
2005	16.64%	2.89%	12.55%
2006	14.60%	9.45%	10.78%
2007	12.12%	30.07%	12.35%
2008	-27.64%	-21.02%	-30.26%
2009	-15.47%	-20.66%	-8.62%
2003-09 平均	-0.48%	-0.67%	-0.64%

资料来源：Wind，光大证券研究所

个股推荐：以确定性为核心，主题性为卫星

在估值水平偏高、政策刺激不明显的情況下，我们的投资思路仍然是“在不确定性中寻找确定性”，以具备确定性增长的价值股为核心配置。考虑到微观政策带来的细分行业机会，可以适当进行主题性的卫星配置。我们的推荐次序是软控股份、远光软件、航天信息、石基信息和华力创通。

软控股份：继 6 月 26 日公司与缅甸 MEC 签订 7000 万美元设备总包订单之后，缅甸国家和平与发展委员会第一秘书长于 7 月 10 日访问公司，提出派遣留学生、成立工作组探讨在橡胶机械方面的进一步合作。我们认为东南亚及南亚将在 3-5 年内成为仅次于中国的新兴橡胶机械市场，公司在以上市场的布局完善，存在爆发性增长的可能性。

远光软件：中报营业收入增长 83%，净利润增长 305%，主要是国网 SG 186 项目结算以及房地产投资收益的贡献。今年上半年公司在发电领域进步神速，与中电投、大唐发电都有新的合作项目；在跨行业方面，公司已经与神华集团、国网财务公司等合作意向，估计在 1-2 年内将取得较大进展。明年开始的智能电网建设高峰也将使公司受益。

航天信息：中报业绩基本符合预期，一般纳税人降标带来的贡献将持续到第三季度，而软件与系统集成业务的强劲增长是最大的惊喜。我们认为公司的长期增长点有三：首先，软件与系统集成已经成为公司战略重点，未来将维持 30-40% 的增速；其次，增值税改革还在进行之中，一般纳税人基础还将扩大；再次，“军民融合”政策将使公司有机会吸收航天科工集团旗下的军事信息化业务，为市场带来想象空间。

石基信息：我们估计今年公司净利润将增长 61%，2010-2012 年复合增速为 46%，处于行业较高水平。在收购南京银石之后，公司在银行收单软件市场的实力大大加强，将构建前台系统、收单系统和预订系统三位一体的酒店管理软件产品线。公司的“畅联”多渠道预订系统发展良好。在旅游酒店消费持续上升的背景下，公司前景不可限量。

华力创通：公司是“军民融合”的受益个股之一，又是“北斗”仿真模拟器的最大生产商，具备着双重主题投资价值。虽然公司目前估值较高，但是若“北斗二号”如期建成，将在 2-3 年内引发模拟器和导航终端的爆发性需求，业绩有望大幅度增长。建议投资者保持关注。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。