

转型中的希冀

——海通证券2011年投资策略报告会
2011 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD
2010年12月22日-23日 上海 DEC. 22-23 2010 SHANGHAI

行业整体表现有赖于估值泡沫化 以及概念催化

— 软件行业投资策略

海通证券股份有限公司

陈美风

SAC执业证书编号: S0850209080672

2010年12月30日



概要



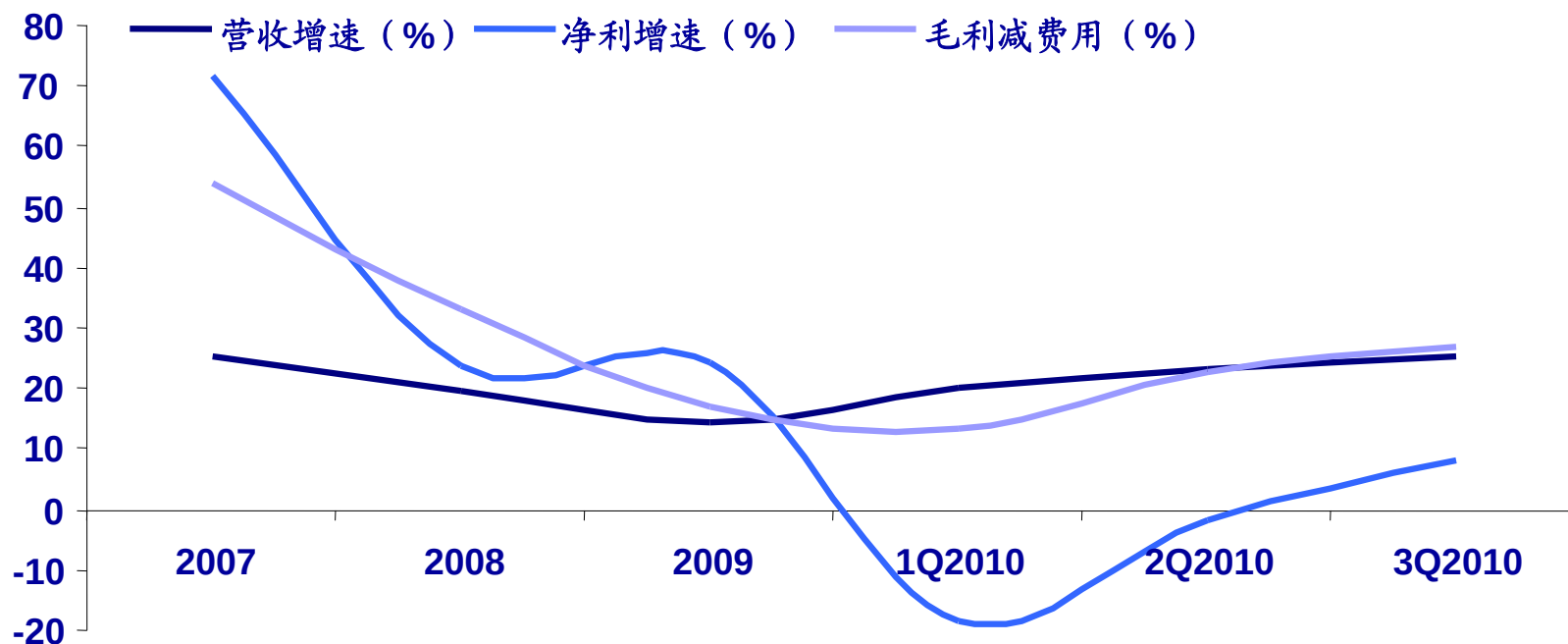
1. 2011年业绩增速提升是大概率事件
2. 估值仍有泡沫化空间
3. 细分行业与概念评述
4. 行业评级
5. 公司盈利预测与评级
6. 风险提示



1. 2011年业绩增速上升是大概率事件

2007~2009年，A股软件与服务行业营收和盈利增速逐年下滑。2010年Q1~Q3，行业营收和盈利增速逐季上升。我们的理解是软件投资滞后于宏观经济，而且2010年业内公司加大投入影响了短期盈利。我们相信投入将在2011年产生效用，从而推升行业2011年的业绩增速。

2007~3Q2010 软件与服务行业营收和盈利增速



资料来源：海通证券研究所

2. 软件行业估值仍有泡沫化空间

2007年以来，软件行业静态市盈率最高为**109倍**，最低为**25倍**。截止**2010年11月**末，软件行业静态市盈率为**72倍**，与最高点相比仍有**50%**的泡沫化空间。行业政策的不断出台有助于估值泡沫化的实现。

2007年至今软件行业与大盘静态市盈率比较



资料来源：海通证券研究所

3. 从估值溢价角度，风险在积聚

2007年以来，软件行业静态市盈率与大盘市盈率的比值在**1.18**至**2.75**间波动。截止**2010年11月末**，该比值达到**2.75**的最高点，表明软件行业估值溢价达到近四年来的最高点。随着**2011年**到来，该比值有望下降，进而降低估值溢价风险。

2007年至今软件行业与大盘静态市盈率比值



资料来源：海通证券研究所



4. 未来数年软件行业面临的宏观环境

- 国家扶持战略性新兴产业，未来数年在优先采购国产软件、财政补贴和税收优惠等方面的投入将加大；
- 掌握核心技术、市场需求广阔、节能环保、带动系数大、就业机会多的行业投资将受到政策支持；
- 软件行业的融资环境将持续得到改善；
- 人力成本的持续上升将成为常态。



5. 伟大公司的诞生基础以及值得关注的行业

- 经济转型有望诞生伟大公司
- 纵观全球软件巨头的发展历程，结合国内软件行业的现实环境，我们认为多行业覆盖、模式创新和基于中国文化的技术领先是伟大公司诞生的基础；
- 专注单一垂直行业的公司难以成立千亿市值公司，除非有模式的创新。全球软件巨头大都服务于多个垂直行业；
- 模式创新可以突破IT投资规模的限制，是走向伟大企业之路的路径之一；
- 全球绝对的技术领先难以期待，基于中国文化（汉语、关系、业务流程）的技术领先企业更现实。



6. 四个维度看行业与公司

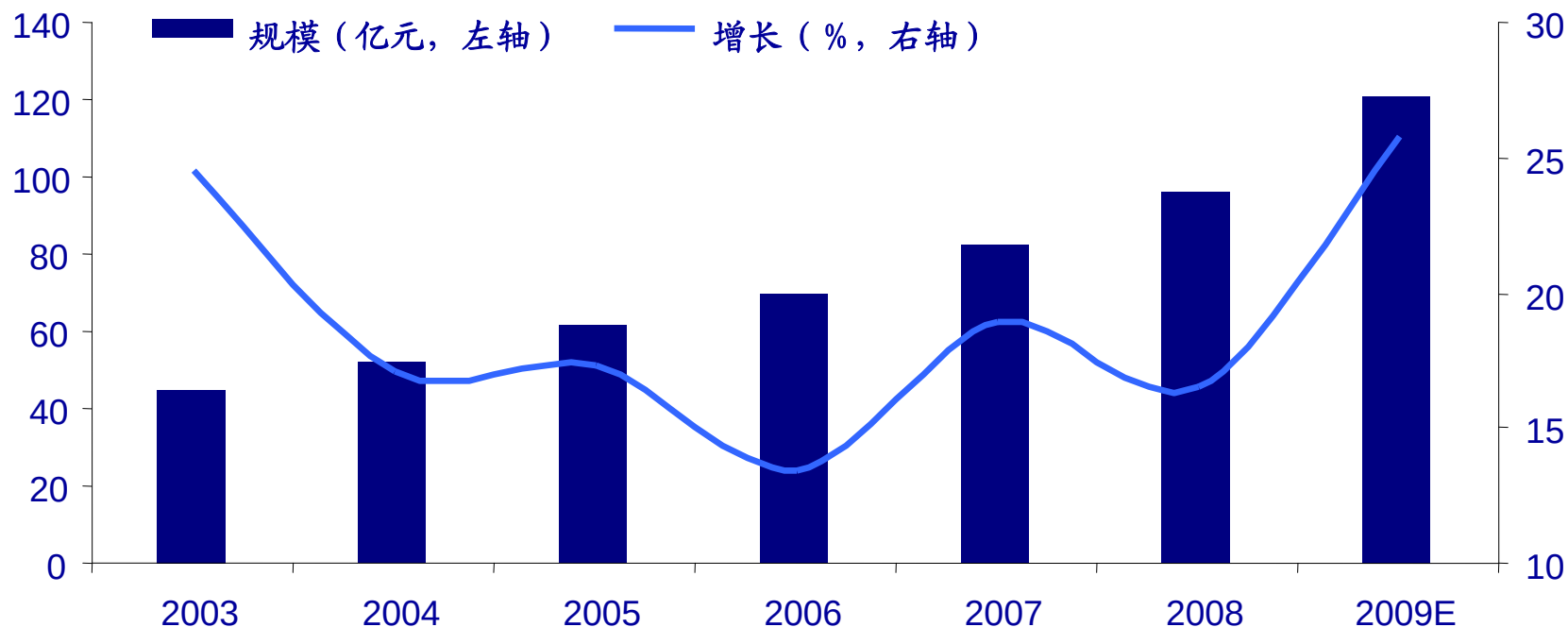
- 从垂直行业看，医疗、交通、建筑等行业信息化未来几年较为景气；
- 从水平行业看，国产基础软件、**ERP**、安全软件、**BPO**和**ITO**值得重点关注；
- 从概念看，云计算、物联网、移动互联网、环保**IT**等领域有望成为热点；
- 从公司角度，关注推出新模式或新产品的公司



7. 医疗IT：新医改下成长加速（1）

2004~2008年，国内医疗信息化投资CAGR低于20%。2009年新医改方案的推出催化了行业投资，使2009年国内医疗行业信息化规模达到约120亿。预计今后三年医疗行业信息化市场规模将加速增长。2007年医疗行业IT投资中软件与服务占比约为25%，而欧美国家可达2/3。

国内医疗IT应用历年市场规模及增长



资料来源：海通证券研究所



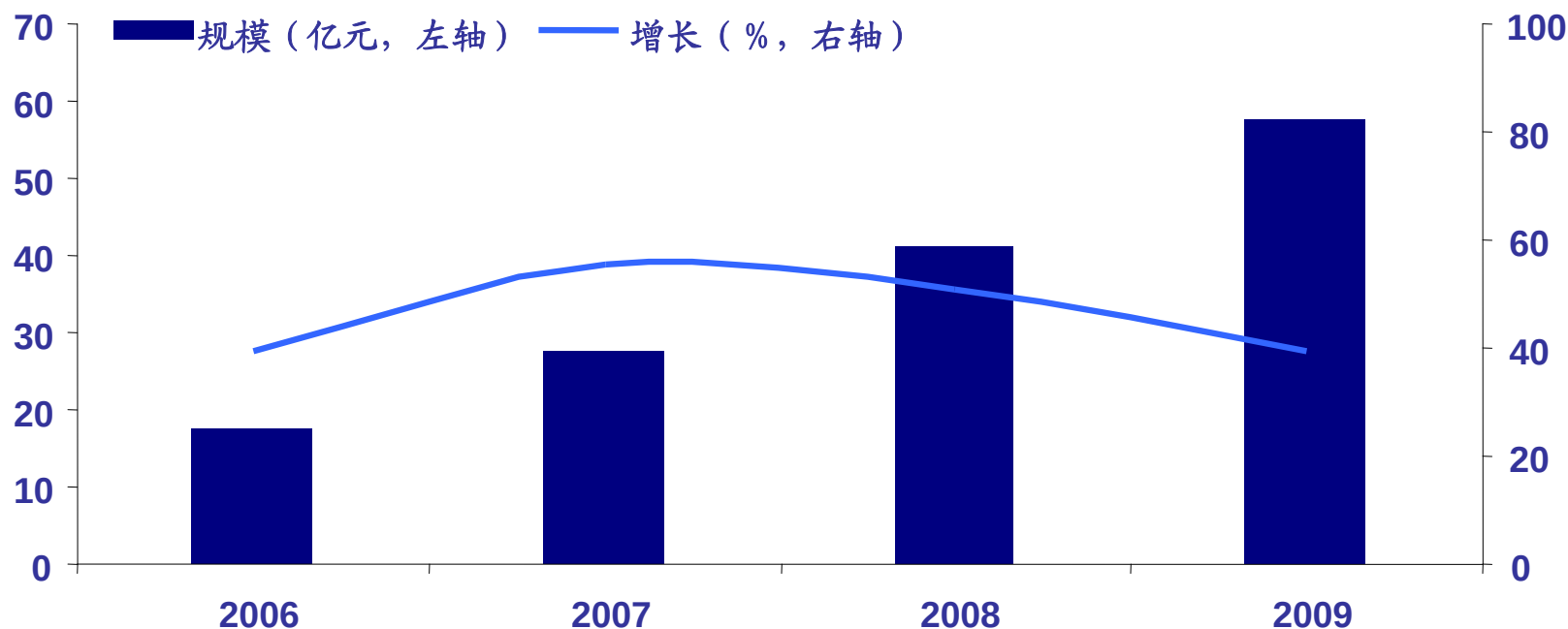
7. 医疗IT：新医改下成长加速（2）

- **2009年新医改方案推出。2009年至2011年，中国将斥资人民币8500亿元推动医疗体系改革，由此驱动的医疗信息化投资超过100亿；**
- **区域卫生信息平台将成为未来几年卫生部门的信息化投资重点。一个城市的区域卫生信息平台投入超过1000万，300多个地级市将产生至少30亿的市场空间；**
- **卫生部于2010年10月发布《电子病历试点工作方案》，指定22个省市为试点省份，并指定了29家医院和3个区域作为卫生部电子病历试点单位和试点区域。电子病历的推行将有可能使目前高度分散的医院信息化市场集中度得以提升；**
- **建议关注东软集团、用友软件、银江股份和万达信息（未上市）**

8. BPO: 银行业BPO破局 (1)

从海外实践来看，BPO已证明为市场空间巨大的成功业务模式。2009年国内BPO市场规模约为58亿，而全球市场规模超过1000亿美元。工行、建行和农行2011年有望全面启动BPO，国内BPO市场在未来几年有望迎来高速增长期。建议关注信雅达和立思辰。

国内BPO历年市场规模及预测

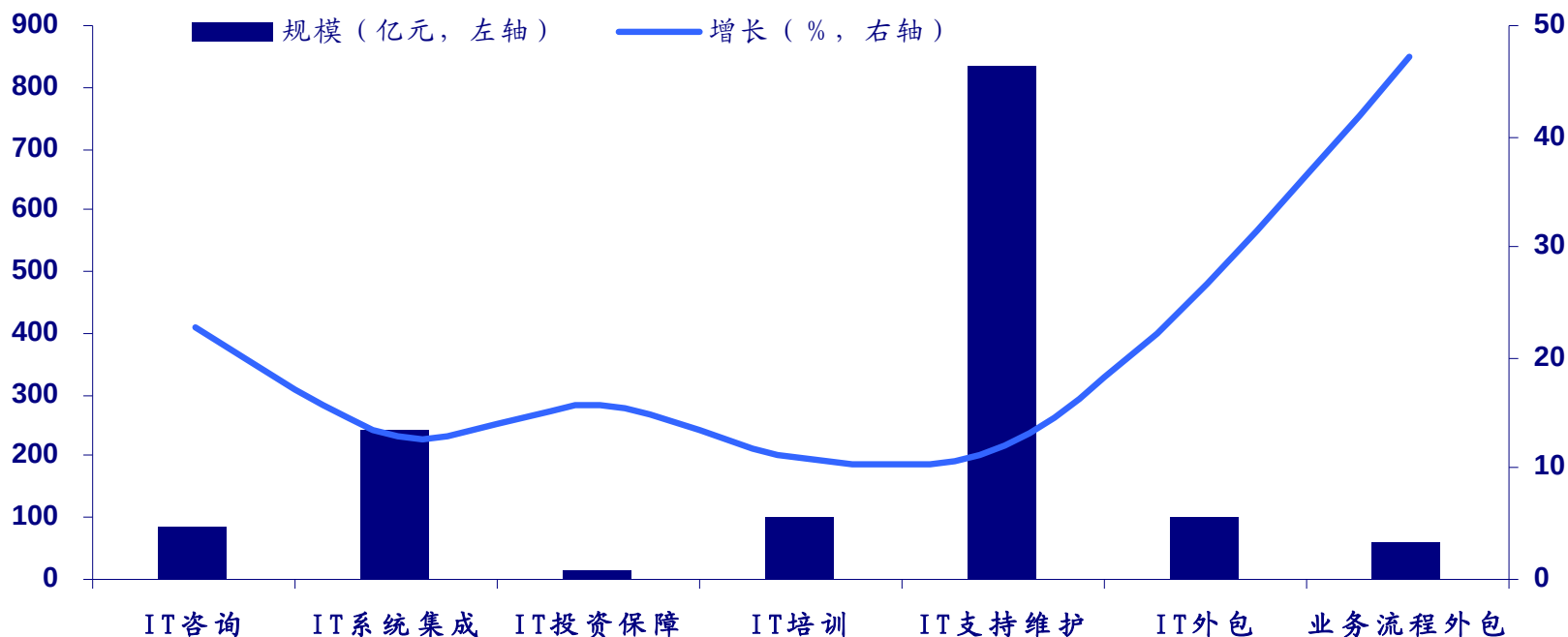


资料来源: CCID, 海通证券研究所

8. BPO: 银行业BPO破局（2）

2009年，国内IT服务市场整体规模约为**1436亿**，同比增**14.9%**。BPO占比为**4.2%**，增速高达**47.2%**，延续了高增长势头。

2009年中国IT服务各产品市场规模及增速



资料来源: CCID, 海通证券研究所



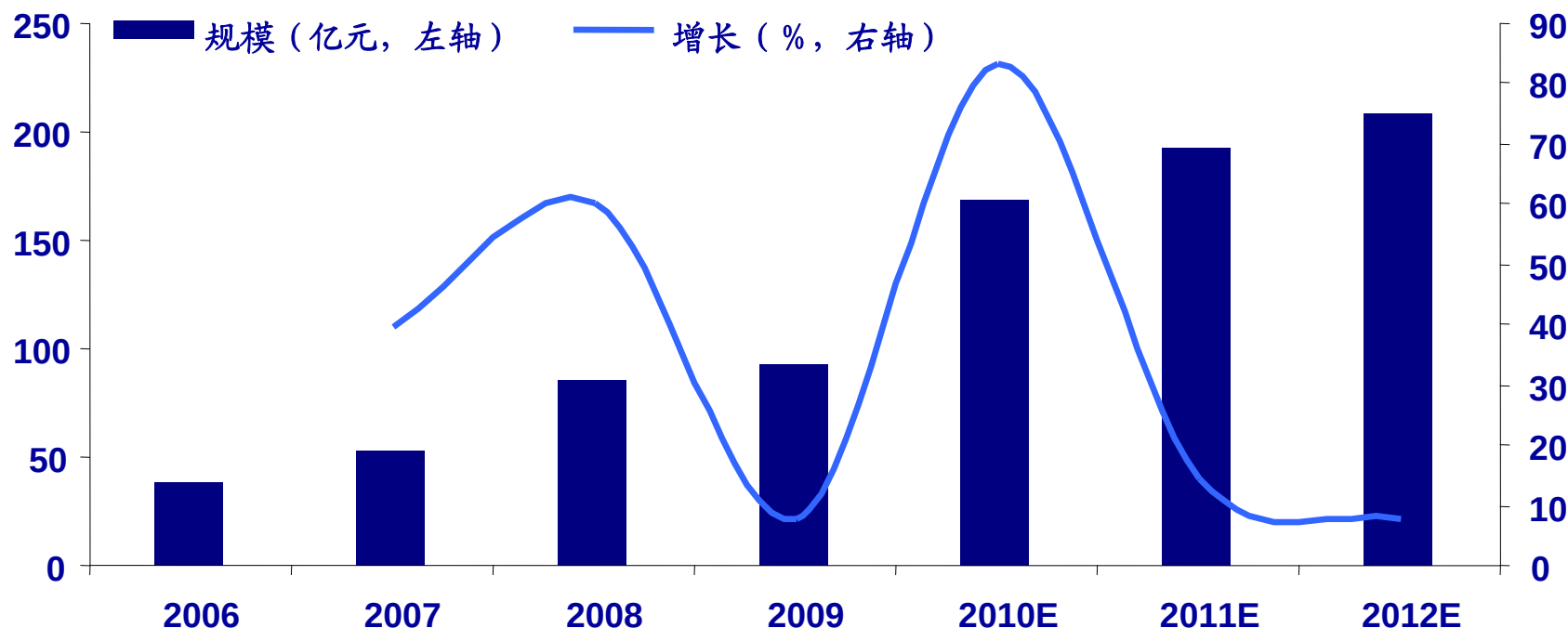
9. 物联网：关注政府投资驱动的机会

- 物联网并无精确的定义，涉及的范围较为宽泛，投资标的不好寻找；
- 我们认为物联网是政府划定的战略性新兴产业之一，未来几年政府在该领域的投资以及政策的扶持力度都会很大。我们可以关注粮食流通领域、铁路、城市交通和轮胎等行业的物联网投资；
- 建议关注航天信息、远望谷、银江股份、启明信息和软控股份。

10. 高铁信息化：关注防灾安全监控和综合视频监控

中国计划**2012年底**高铁里程数达**1.3万公里**，而**2010年底**估计低于**8000公里**。这意味着未来两年每年将平均新增**2500公里**以上的高铁里程。高铁必配的防灾安全监控和综合视频监控每年将有约**5~6亿**的市场规模，建议关注世纪瑞尔。

国内铁路信息化历年市场规模及增长

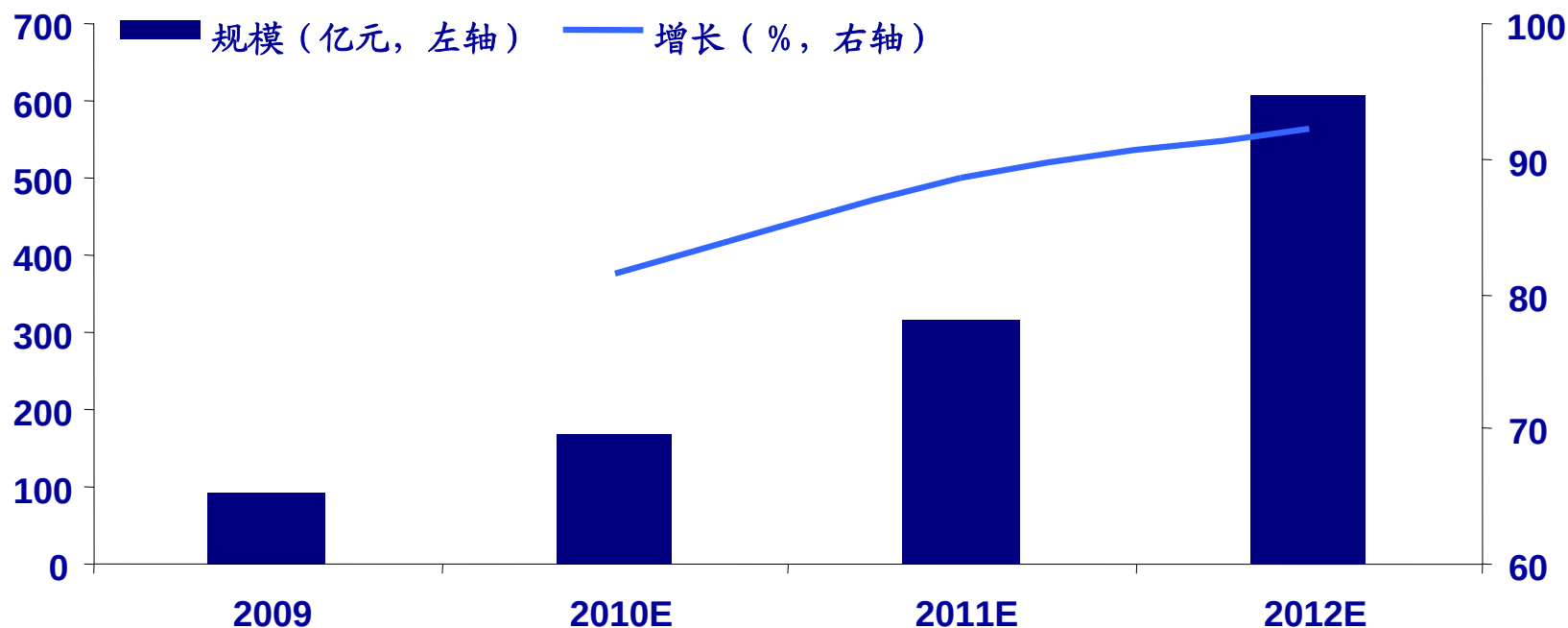


资料来源：铁道部科学技术信息研究所，海通证券研究所

11. 云计算：IaaS 短期或更值得关注

云计算无疑是今后数年计算机行业最热门的话题。相对权威的分类包括PaaS、SaaS和IaaS。PaaS研发周期长、投入大，国内厂商优势不大；SaaS客户接受仍需较长时期；IaaS是目前政府和企业投资重点，也是PaaS和SaaS的基础所在，我们认为未来几年有可能取得突破。建议关注华胜天成。

国内云计算历年市场规模及预测



资料来源：CCID，海通证券研究所



12. 营业税负降低：关注服务型公司

新18号文将要出台。营业税税率可能会降低，或者营业税将逐步转为增值税从而实现实际税负的降低。这体现了国家对能够提供大量就业的服务行业的支持。建议关注交纳营业税较多的公司，包括航天信息、华胜天成、宝信软件、用友软件和东软集团等。

交纳营业税较多的软件及服务公司

	营业税（2009）	净利润（2009）	占比（%）
浙大网新	1524	3443	44
航天信息（包括附加）	7883	61049	13
用友软件（扣非）	3675	28562	13
华胜天成	2228	18864	12
东软集团	4689	49719	9
宝信软件	1719	20175	9

资料来源：海通证券研究所



13.行业评级

- 估值不低，行业整体机会仍来自于估值泡沫化和行业政策与概念刺激：目前，我们关注的重点公司**2011**年动态市盈率中值约为**36**倍，从理性角度进一步提升的空间不大。软件行业业绩弹性相对较小，我们认为**2011**年行业业绩整体大幅超预期的可能性不大。因此，我们判断**2011**年软件行业的整体机会来自估值的泡沫化或者行业政策以及概念对板块的催化。随着新**18**号文等行业政策的出台，加上各种概念的催化，我们判断**2011**年行业动态市盈率可能会达到**40~50**倍，维持行业“增持”的投资评级；
- 长期角度推荐用友软件和东软集团；
- 市盈率不高且成长稳健的公司，我们推荐航天信息、软控股份、华胜天成和宝信软件；
- 高成长建议关注用友软件、立思辰、海兰信、启明信息，期待信雅达；
- 科大讯飞、川大智胜、启明星辰、四维图新等公司适合趋势投资。



14. 公司盈利预测及投资评级

股票简称	投资 评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (x)			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
用友软件	买入	210	0.73	0.49	0.66	0.93	35.26	52.53	39.00	27.68
东软集团	买入	213	0.52	0.42	0.52	0.68	30.98	38.36	30.98	23.69
航天信息	买入	241	0.66	0.94	1.06	1.26	39.50	27.73	24.59	20.69
立思辰	买入	38	0.31	0.39	0.67	0.98	77.10	61.28	35.67	24.39
华胜天成	买入	95	0.37	0.42	0.52	0.69	50.51	44.50	35.94	27.09
软控股份	买入	170	0.40	0.56	0.80	1.04	57.67	40.89	28.63	22.02
恒生电子	增持	127	0.33	0.40	0.52	0.68	61.82	51.00	39.23	30.00
海兰信	增持	27	0.51	0.59	1.13	2.01	93.95	82.42	43.04	24.19
启明信息	增持	73	0.27	0.35	0.54	0.77	91.39	71.00	46.02	32.27
远光软件	增持	79	0.45	0.75	0.84	1.05	68.16	40.89	36.51	29.21
宝信软件	增持	73	0.77	0.85	1.02	1.28	36.04	32.65	27.21	21.68
石基信息	增持	115	0.94	1.22	1.60	2.00	54.50	41.99	32.02	25.62
科大讯飞	无评级	122	0.50	0.60	0.90	1.17	152.0	126.6	84.42	64.94
均值							65.40	54.76	38.71	28.73
中值							57.67	44.50	35.94	25.62

资料来源：海通证券研究所



15. 公司股价催化剂或关注点

- 用友软件：2010年投入能否在2011年体现效益；
- 东软集团：健康城市计划以及嵌入式解决方案进展；
- 航天信息：粮食流通领域RFID应用的推广以及安全芯片业务进展；
- 软控股份：海外新订单和化工行业新订单；
- 恒生电子：Q1新产品发布以及房地产业务收入确认；
- 立思辰：军工企业安全打印软件业务放量；
- 启明信息：前装和准前装导航放量；
- 宝信软件：宝钢湛江项目启动。



16.风险提示

- 估值风险。目前软件行业静态市盈率相对于大盘静态市盈率达到**2007年**以来高点，从理性角度存在估值的风险；
- 周期股走强带来的股价风险。软件板块在周期股表现较好时通常会落后于大盘。特别是**Q1**和**Q2**发生该情况的概率较大。



谢谢! 欢迎交流!

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券研究所
计算机行业分析师

陈美风

SAC执业证书编号: S0850209080672

电话: 021-23219409

Email: chenmf@htsec.com

联系人:

蒋科

电话: 021-23219474

Email: jiangk@htsec.com