

软件与服务增长稳定

推荐 (维持)

2011 年 10 月 31 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
恒生电子	0.48	0.68	强烈推荐
广电运通	1.38	1.70	强烈推荐
用友软件	0.72	0.95	推荐
科大讯飞	0.58	0.76	中性
东软集团	0.40	0.51	中性
软控股份	0.70	0.91	推荐
远光软件	0.71	0.96	推荐
汉得信息	0.60	0.84	推荐
新北洋	0.55	0.76	推荐
立思辰	0.44	0.59	推荐
海隆软件	0.64	0.83	强烈推荐
美亚柏科	1.17	1.70	推荐
银信科技	1.00	1.42	推荐

相关报告

软件开发及服务:《大客户战略进入收获期 全年增长确定》2011-10-27

系统集成:《恒生电子(600570):决战四季度》2011-10-27

软件开发及服务:《激励条件划定业绩底线 激励对象锁定核心队伍》2011-9-23

分析师 张英娟

021-38565923

zhangyj@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110002

投资要点

● 行业 2011 年 3 季报回顾: 收入增速放缓、费用高企

2011 年 1-9 月, 营业收入同比增长 3.99%, 增速较 1-6 月的 24% 下降 20 个百分点, 主要受硬件增速下滑所致。各子行业中, 应用软件、互联网保持了 30% 左右的快速增长, 系统集成及服务、软件外包增长比较平稳; 硬件增速出现下滑。

营业利润同比增长 4.02%, 利润总额增长 0.14%, 增速均较 1-6 月有了 20 个点点的下滑。行业净利润增速 3.65%, 这其中硬件下滑, 系统集成及服务、应用软件增速在 20% 左右, 软件外包、互联网增速在 10% 以下。

综合毛利率为 17.58%, 其中应用软件自 2009 年以来毛利率持续提升, 至 51.07%; 系统集成及服务、软件外包的毛利率维持在 30% 以内; 互联网的毛利率在 80% 附近; 硬件的毛利率在 10% 以内。

近 2 年随着人力成本上升, 管理费用率也不断提升, 软件外包、系统集成及服务、应用软件、互联网等子行业, 管理费用率分别为 11%、12.9%、21.8%、22%。

● 2011 年 1-9 月数据评析: 快速增长、软件服务化趋势明显

1-9 月, 软件产业累计实现收入 13002 亿元, 同比增长 31.7%, 增速较去年同期提高 1.4 个百分点, 其中 9 月份单月增速 39.3%, 增速高于去年同期 5.6 个百分点。

信息技术咨询服务、数据处理和运营服务持续高增长, 1-9 月分别同比增长 44.8% 和 38%, 占软件产业的比重由去年同期的 22.2% 上升至 23.5%; 系统集成服务稳定增长, 同比增速为 26.9%; IC 设计今年 1 月份以来增速持续放缓, 1-9 月同比增长 16.1%, 较去年同期下滑 20 个百分点以上。

● 行业投资策略

目前计算机软件与服务行业静态 PE 44 倍, 处于历史估值中等水平。

下游需求确定, 整个行业有望全年保持稳定增长, 微观企业的盈利能力有望回归正常。在人力成本上升的大趋势下, 我们更愿意选择市场地位领先、技术储备丰富、具备一定议价能力、内部管理优秀的企业。

因此, 11 月我们的投资策略锁定三类企业:

- 1) 行业景气度高, 业绩确定性较强的公司: 用友软件、汉得信息、海隆软件;
- 2) 壁垒较强, 具备一定议价能力的公司: 恒生电子;
- 3) 成长稳健、估值较低的公司: 立思辰、广电运通、软控股份。

目 录

1、计算机行业 2011 年 3 季报总结	- 3 -
2、上市公司 2011 年 3 季报总结	- 5 -
3、2011 年 1-9 月行业数据评析	- 6 -
3.1 收入快速增长，收入规模过百亿元	- 6 -
3.2 服务增速最快，IC 设计增速放缓	- 6 -
3.3 软件出口增速回升，外包服务好于去年	- 7 -
4、9 月投资策略	- 8 -
4.1 行业基本观点	- 8 -
4.2、重点推荐公司	- 8 -
 图 1、2010~2011.9 软件产业收入增速变化	- 6 -
图 2、2010~2011 年 1-9 月软件产业增长情况	- 6 -
图 3、2010~2011 年前 9 个月软件产业收入结构	- 6 -
图 4、2010~2011.9 软件产业各子行业收入占比变化	- 6 -
图 5、2009~2011 年 1-9 月软件外包增长情况	- 7 -
图 6、2010~2011.9 年软件出口增长情况	- 7 -
 表 1、计算机行业 2009-2011 年 1-9 月经营情况	- 3 -
表 2、计算机类上市企业 2011 年 1-9 月经营情况	- 5 -
表 3、2011 年 1-9 月软件产业各子行业增长情况	- 7 -
表 4：重点公司列表	- 9 -

1、计算机行业 2011 年 3 季报总结

收入指标: 2011 年 1-9 月计算机行业营业收入同比增长 3.99%，增速较 1-6 月的 24%下降 20 个百分点，主要是硬件增速下滑拖累。

各子行业中，应用软件、互联网保持了 30%左右的快速增长，系统集成及服务、软件外包增长比较平稳；硬件增速出现下滑。

利润指标: 2011 年 1-9 月计算机行业营业利润同比增长 4.02%，利润总额增速 0.14%，增速均较 1-6 月有了 20 个百分点左右的下滑。

计算机行业净利润增速 3.65%，这其中硬件增速下滑，系统集成及服务、应用软件增速在 20%左右，软件外包、互联网增速在 10%以下。

盈利指标: 2011 年 1-9 月计算机行业的毛利率为 17.58%。其中，应用软件自 2009 年以来，毛利率持续提升，至 51.07%；系统集成及服务、软件外包的毛利率维持在 30%以内；互联网的毛利率在 80%附近；硬件的毛利率在 10%左右。

费用指标: 近 2 年随着人力成本上升，管理费用率也不断提升，尤其是在软件外包、系统集成及服务、应用软件、互联网等子行业，管理费用率分别从 2009 年 1-9 月的 10%、12.2%、19.6%、15.9%上升至 2011 年的 11%、12.9%、21.8%、22%。

表 1、计算机行业 2009-2011 年 1-9 月经营情况

项目	2009Q3	2010Q3	2011Q3
营业收入增速	0.03%	133.2%	3.99%
硬件	-3.73%	220.39%	-0.69%
系统集成及服务	11.63%	22.04%	13.46%
应用软件	10.24%	22.35%	28.6%
软件外包	-4.06%	15.42%	16.26%
互联网	27.07%	26.46%	32.61%
营业利润增速	23.51%	23.64%	4.02%
利润总额增速	21.11%	25.54%	0.14%
净利润增速	27.9%	10.28%	3.65%
硬件	15.63%	25.71%	-14.79%
系统集成及服务	37.43%	12.62%	18.94%
应用软件	48.63%	-0.92%	21.48%
软件外包	21.62%	-26.94%	11.85%
互联网	22.12%	26.15%	3.83%
毛利率	23.57%	15.4%	17.58%
硬件	15.74%	9.43%	10.63%
系统集成及服务	31.84%	29.42%	29.22%
应用软件	45.44%	48.91%	51.07%
软件外包	21.56%	20.56%	21.14%
互联网	86.53%	86.20%	81.05%
销售费用率	6.89%	4.75%	5.44%

管理费用率	9.46%	6.08%	7.39%
财务费用率	0.37%	0.04%	0.05%
净利率	8.84%	4.60%	4.45%
硬件	6.42%	2.92%	2.48%
系统集成及服务	8.23%	8.31%	8.40%
应用软件	16.91%	13.78%	13.08%
软件外包	7.66%	5.11%	4.82%
互联网	38.32%	38.26%	30.31%
实际税率	12.36%	15.22%	14.82%
ROE	9.49%	7.42%	6.18%

资料来源：Wind，兴业证券研发中心

综合而言，1-9 月，整个计算机板块呈现的态势是收入增速较中期放缓，尤其是 3 季度单季，主要受计算机硬件增速下滑所累；费用依然处于高位，费用率基本与中期一致。

分板块而言，1) 应用软件的增长最为确定，盈利能力较强；2) 系统集成及服务的增长较为平稳；3) 计算机硬件的下游需求放缓；4) 软件外包、互联网的费用率高企。

2、上市公司 2011 年 3 季报总结

我们定义“收入增长 30%以上，且扣除非经常性损益后的净利润增速 30%以上”为高速增长，整体来看，高速增长的公司主要集中在硬件、系统集成及服务、以及行业软件中。

我们定义“收入增长 20%以上，扣除非经常性损益后的净利润增速 20%以上”为稳定增长，整体来看，公司主要集中在硬件、系统集成及服务类公司中。

我们关注了收入与扣非后的净利润增速出现差异化的公司，收入与净利润增速的差异，主要体现在毛利率与费用率上，对于计算机行业公司而言，三项费用尤其是管理费用的大幅提升，虽然对当年的业绩有较大影响，但研发的成果却会在未来的日子里体现，收入与净利润出现加大差异的公司，出现业绩反转的概率较大。这类公司主要集中在行业软件、互联网行业中。

表 2、计算机类上市企业 2011 年 1-9 月经营情况

上市公司	
高速增长	御银股份、证通电子、卫士通、新北洋、聚龙股份、网宿科技、银江股份、华平股份、汉得信息、天玑科技、新开普、用友软件、久其软件、世纪瑞尔、川大智胜、超图软件、易联众、易华录、广联达、美亚柏科、榕基软件、海隆软件、东方财富网
稳定增长	浪潮信息、中海达、软控股份、同方股份、东华软件、立思辰、太极股份、海兰信、达实智能、辉煌科技、科大讯飞、四维图新、顺网科技
增长差异化	南天信息、新国都、浪潮软件、远光软件、天源迪科、银之杰、启明星辰、东软集团、同花顺、三五互联、中青宝

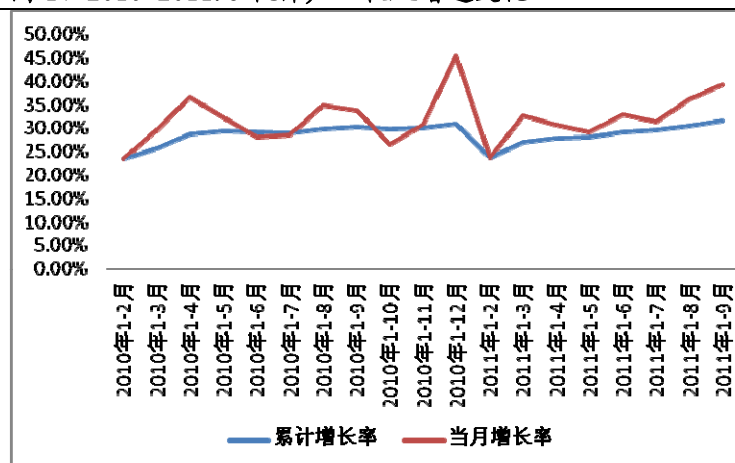
资料来源：Wind，兴业证券研发中心

3、2011 年 1-9 月行业数据评析

3.1 收入快速增长，收入规模过百万亿

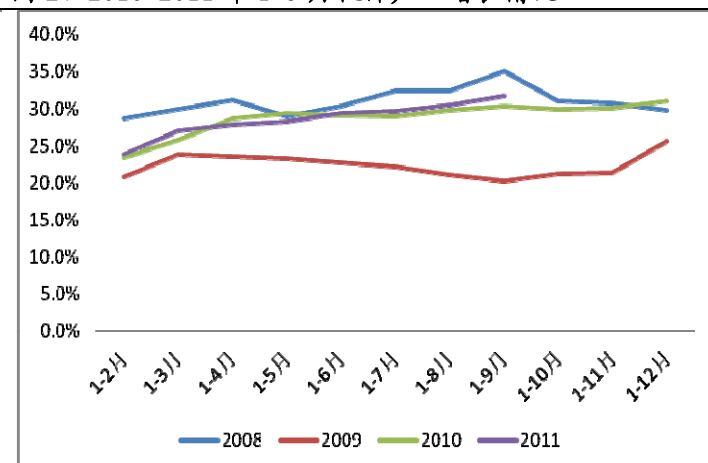
1-9 月，软件产业累计实现收入 13002 亿元，同比增长 31.7%，增速较去年同期提高 1.4 个百分点。其中 9 月份单月增速 39.3%，增速高于去年同期 5.6 个百分点。

图 1、2010~2011.9 软件产业收入增速变化



数据来源：工信部，兴业证券研发中心

图 2、2010~2011 年 1-9 月软件产业增长情况

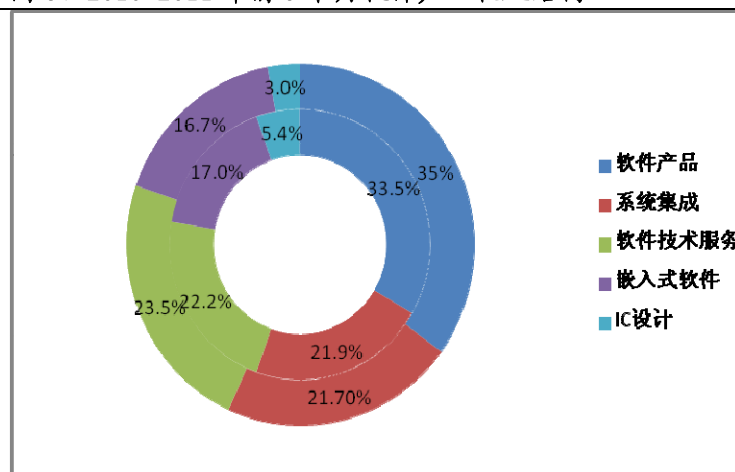


数据来源：工信部，兴业证券研发中心

3.2 服务增速最快，IC 设计增速放缓

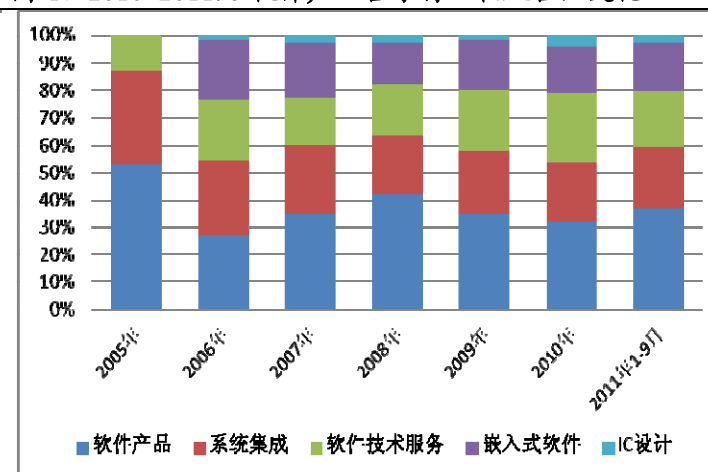
软件产业各类收入中，软件产品依然占据主要份额，1-9 月，共完成软件产品收入 4558 亿元，占软件产业总收入的 35%，同比增长 31.2%。

图 3、2010~2011 年前 9 个月软件产业收入结构



数据来源：工信部，兴业证券研发中心

图 4、2010~2011.9 软件产业各子行业收入占比变化



数据来源：工信部，兴业证券研发中心

信息技术咨询服务、数据处理和运营服务持续高增长，1-9月分别同比增长44.8%和38%，占软件产业的比重由去年同期的22.2%上升至23.5%；系统集成服务稳定增长，同比增速为26.9%；IC设计今年1月份以来增速持续放缓，1-9月同比增长16.1%，较去年同期下滑20个百分点以上。

表3、2011年1-9月软件产业各子行业增长情况

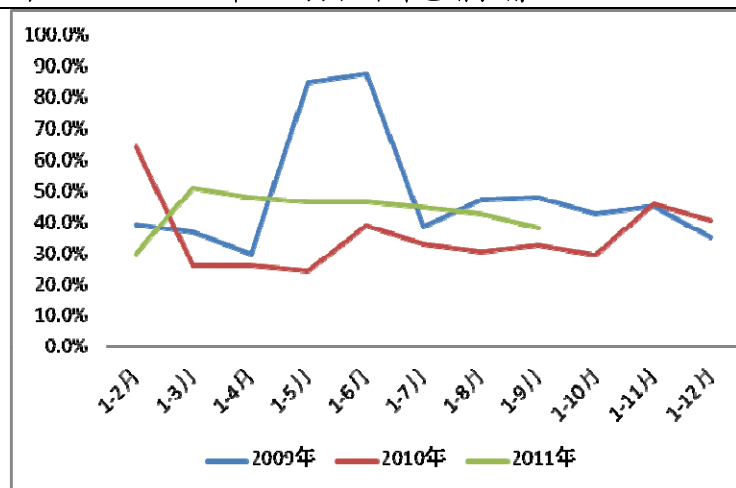
项目	收入(亿元)	增长率	10年1-9月增长率
软件产品	4558	31.2%	25.1%
系统集成和支持服务	2821	26.9%	27%
信息技术咨询和管理服务	1253	44.8%	39.6%
信息技术增值服务	1805	38%	40.6%
嵌入式系统软件	2174	30.5%	24.1%
设计开发	391	16.1%	69.4%

资料来源：工信部，兴业证券研发中心整理

3.3 软件出口增速回升，外包服务好于去年

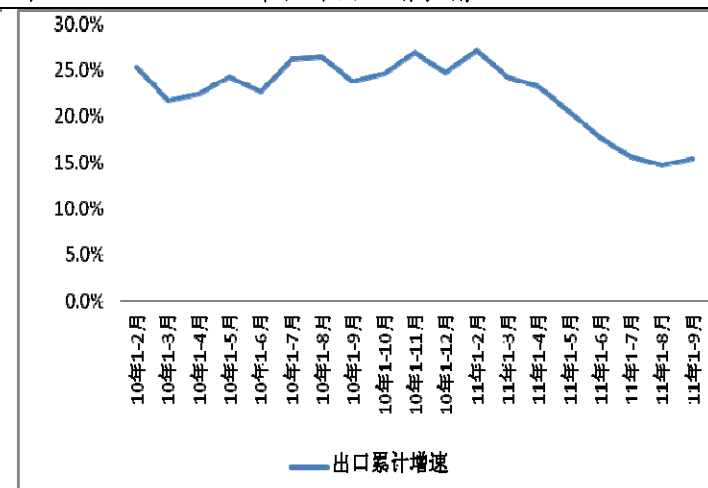
1-9月，全国软件出口210亿美元，同比增长15.4%，增速较去年同期下降8.6个百分点；软件外包服务出口35.7亿美元，同比增长38.1%，成为拉动软件出口增长的重要动力。

图5、2009~2011年1-9月软件外包增长情况



数据来源：工信部，兴业证券研发中心整理

图6、2010~2011.9年软件出口增长情况



数据来源：工信部，兴业证券研发中心

4、11 月投资策略

4.1 行业基本观点

- **关注经济转型、以及人力成本提升带来的企业信息化进程加快机遇：**人力成本提升已是社会性现象，各行业都面临到人力成本加剧带来的盈利压力，且国家大经济正处于从高耗低效向低耗高效转变的大环境下，故这样的时点有利于企业信息化进程的推进，以信息化提升企业经营效率、节约成本。IT 行业未来几年仍将保持快速发展。
- **下游需求确定，全年行业有望保持稳定增长：**1-9 月软件产业整体保持快速增长，累计完成软件业务收入 13002 亿元，同比增长 31.7%。
- **微观企业 2011 年盈利能力有望回归正常：**历经 2009 年用人低谷，“加人+加薪”成为 2010 年的主题，当年业绩的最大影响因素在于管理费用；2011 年管理费用依然在高位，但是收入增速提升，费用率有所下降。
- **布局优质成长股：**人力成本上升成为趋势之下，从技术能力、市场开拓能力、管理能力、成本转嫁能力、收购整合能力等多方面甄选优质企业。我们更愿意选择市场地位领先、技术储备丰富、具备一定议价能力、内部管理优秀的企业。

4.2、重点推荐公司

- 1) 行业景气度高，业绩确定性较强的公司：用友软件、汉得信息、海隆软件；
- 2) 壁垒较强，具备一定议价能力的公司：恒生电子；
- 3) 成长稳健、估值较低的公司：立思辰、广电运通、软控股份。

表 4: 重点公司列表

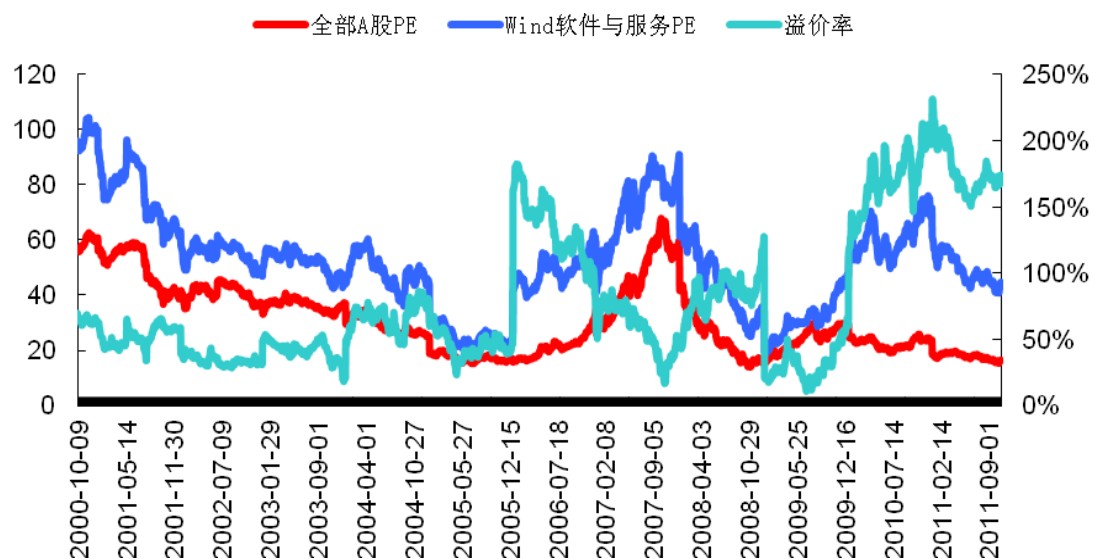
上市公司	股价	EPS(元)			PE(X)			亮点	风险
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
恒生电子	13.420	0.35	0.43	0.59	38.34	31.21	22.75	券商资管大发展, 银行中间业务火爆, 2.0 业务转型期, 聚源发展速度	下游基金客户 IT 投资压缩, 2.0 业务进展慢
广电运通	26.580	1.07	1.32	1.7	24.84	20.14	15.64	ATM 国内龙头, 自主机芯批量生产后, 毛利率不断提升; 运营服务开始放量; 海外市场拓展有力	下游银行客户的需求放缓
用友软件	20.590	0.41	0.7	0.95	50.22	29.41	21.67	行业景气度高涨, ERP 龙头, 前两年的渠道、人才投入陆续有成效	转型期, 费用压力依然很大
科大讯飞	37.380	0.4	0.58	0.76	93.45	64.45	49.18	难得的技术驱动型企业, 技术领先, 语音识别技术在移动互联网时代有望爆发	杀手级产品尚未出现
东软集团	9.100	0.39	0.4	0.51	23.33	22.75	17.84	软件外包和医疗设备龙头企业, 解决方案业务下游客户多元化, 收入波动不大	外包模式转型期, 人力成本提升是长期趋势
软控股份	17.460	0.5	0.7	0.91	34.92	24.94	19.19	先进制造业轮胎生产设备龙头企业, 跨行业跨区域发展带来增长新机遇	轮胎制造行业中期需求不明朗。
远光软件	21.230	0.57	0.71	0.96	37.25	29.90	22.11	电力财务管控领域龙头, 增长稳定, 未来客户横向拓展及服务化转型会带来新的机遇。	下游客户 IT 投资增速下滑
汉得信息	19.540	0.39	0.6	0.84	50.10	32.57	23.26	本土 ERP 实施第一品牌, 行业高景气度, 股权激励解决了人员的激励问题, 有效保证核心人员的稳定	人力成本提升导致毛利率下滑
新北洋	20.510	0.37	0.55	0.76	55.43	37.29	26.99	唯一一家掌握专用打印机核心技术的企业, 国内市场国产替代进口, “技术+成本”叩响海外市场	金融设备核心模块的进展不明朗
立思辰	11.700	0.26	0.44	0.59	45.00	26.59	19.83	本土办公信息系统服务龙头, 丰富的案例资源、客户资源, 军工领域拓展成新亮点	行业仍处于培育期
海隆软件	18.870	0.4	0.64	0.83	47.18	29.48	22.73	管理能力较强, 利润率较高, 软件外包业务客户多元化	日本金融行业客户需求放缓, 人力成本提升导致毛利率下滑
美亚柏科	35.010	0.77	1.17	1.7	45.47	29.92	20.59	信息安全卫士, 电子数据取证业内领先, 云平台服务已经成为公司战略投资点	新业务短期内对业绩支撑作用不明显
银信科技	27.910	0.67	1	1.42	41.66	27.91	19.65	银行业领先的第三方 IT 基础设施服务商, 行业空间广阔	短期跨行业拓展路径不清晰
天玑科技	29.210	0.65	0.91	1.23	44.94	32.10	23.75	电信行业领先的第三方 IT 基础设施服务商, 管理规范, 空间广阔	跨行业发展不明确
平均					45.15	31.33	23.23		

数据来源: 兴业证券研发中心, 2011.10.31

5、软件板块估值情况

目前软件与服务板块的静态 PE 为 44 倍，处于历史中等水平，与大盘的溢价率达到了 174%。

图 7、软件与服务板块估值情况



数据来源：兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。