



# “微笑曲线”中孕育的伟大投资机会——生产性服务业

## 投资要点:

- 📖 “十二五”规划产业关键词——生产性服务业。中国经济在完成重工业化阶段后，进入生产性服务业和高新技术产业为重点的后工业化发展阶段。
- 📖 产业链“微笑曲线”中孕育的最具成长空间生产性服务业是现代物流、软件与信息服务、高技术服务业的专业技术、物流金融和商务服务。
- 📖 重要推荐的投资标的是中储股份、南方建材、机器人、新大陆、飞马国际、浙大网新、运光软件、软控股份、海兰信、大华股份、世纪瑞尔、广电运通、恒泰艾普、易世达、瑞普生物。

## 报告摘要:

- 3月16日“十二五”《规划纲要》正式发布，生产性服务业上升成为产业结构优化升级的战略重点。相比较“十一五”，生产性服务的定位从“拓展”阶段过渡到“加快发展”的新阶段，发展路径是深化专业化分工，加快服务产品和服务模式创新，促进生产性服务业与先进制造业融合。我们认为，在中国已经成为全球最大制造业基地后，根据国际经验和产业发展自身内在规律，国内生产性服务业发展的春天已经来到。
- 当前，中国生产性服务业无论是从需求的逻辑，还是供给的逻辑，都具备了快速发展的条件和机会。从需求的逻辑来看，中国作为世界制造基地的体量规模、东部沿海产业升级、生产工厂中西部转移浪潮和网络购物兴起衍生巨大的生产性服务业需求。从供给的逻辑来看，丰富的、低成本的工程师和技术人员总量庞大、增长迅速，这为中国生产性服务业的全球竞争力奠定了强大竞争优势。
- 从产业链的角度，我们看好现代物流行业的三个板块：成立之初具备独特垄断资源的仓储运输企业、物流自动化设备提供商、信息化平台提供商；软件与信息服务行业看好的模块是安防行业需求、下游产业信息化和工业化融合滋生的需求、全球性软件服务外包；高技术服务业重点是能源类、节能环保等方向的专业技术服务提供商；金融服务看好物流金融的利润增长空间；会展租赁成为商务服务的亮点。推荐的投资标的是从长期的高增长空间角度筛选，个别投资标的短期高估值风险需要注意规避。

## 策略研究组

### 联系人:

邓海清

电话: 010-88085966

Email: [denghaiqing@hysec.com](mailto:denghaiqing@hysec.com)

### 分析师

邴彬 (S0080511010014)

电话: 010-88085952

Email: [linbin3@hysec.com](mailto:linbin3@hysec.com)

## 相关研究

- 《政策东风催生中国通航产业发展良机》 ..... 2011/03/03
- 《高油价下的投资机会》 ..... 2011/04/07

## 目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 一、“十二五”产业升级关键词：生产性服务业.....    | 4 |
| 二、差距与空间：我国生产型服务业迎来了黄金发展期..... | 7 |
| 三、“微笑曲线”中孕育的投资机会.....         | 9 |

## 图表

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 产业链的“微笑曲线”式分工.....                       | 8  |
| 图表 2: 扩招后高校历年毕业生人数.....                        | 8  |
| 图表 3: 五类生产性服务业发展的核心驱动力.....                    | 9  |
| 图表 4: 物流业附加值占 GDP 比重.....                      | 9  |
| 图表 5: 物流业产业链.....                              | 10 |
| 图表 6: 20 世纪 60 年代至 21 世纪初外包的主要动机与表现形式演变过程..... | 12 |
| 图表 7: 2010 年全球服务外包产业规模超过 1 万亿美元.....           | 12 |
| 图表 8: 主要国家和地区 R&D 经费支出占 38 个国家总额的比重.....       | 14 |
| 图表 9: 研发中心在前 10 位的行业.....                      | 14 |
| 表格 1: “十二五”、“十一五” 生产性服务业论述比较.....              | 4  |
| 表格 2: “十二五” 有关生产性服务业指标.....                    | 5  |
| 表格 3: 我国现代（生产）服务业统计分类标准框架.....                 | 5  |
| 表格 4: 物流产业链投资标的精选.....                         | 10 |
| 表格 5: 下游重点行业信息化受益公司.....                       | 13 |
| 表格 6: 高技术服务业的看好类别及公司.....                      | 14 |
| 表格 7: 含会展租赁业务的主要上市公司.....                      | 16 |

## 一、“十二五”产业升级关键词：生产性服务业

3月16日“十二五”《规划纲要》正式发布，服务业的大发展上升成为产业结构优化升级的战略重点。相比较“十一五”，生产性服务的定位从“拓展”阶段过渡到“加快发展”的新阶段，发展路径是深化专业化分工，加快服务产品和服务模式创新，促进生产性服务业与先进制造业融合。我们认为，在中国已经成为全球最大制造业基地后，根据国际经验和产业发展自身内在规律，国内生产性服务业发展的春天已经来到。

生产性服务业的概念最早由美国经济学家 H.Greenfield 于 1966 年提出，并逐步被认为是现代服务业的核心组成部分。相比传统服务业，最能够代表现代生产性服务业的三个特征是“服务生产”、“以现代信息技术为支撑”和“知识密集度高”。每个国家对于生产性服务业的划分标准有很大的区别，如美国商务部将生产性服务业划分为两类：一类是“联合生产性服务业”，总部与外国生产性服务业子公司之间的交易（占生产性服务业总量的 10%）；另一类是“独立的生产性服务业”，生产性服务业直接与国外厂商、私人企业、国外政府的合作（占生产性服务业总量的 90%）。我国生产性服务业统计划分标准参见表 1-1。

**表格 1：“十二五”、“十一五” 生产性服务业论述比较**

| 项目 | “十二五”规划                                                                                                             | “十一五”规划                                                                      |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 定位 | 加快发展生产性服务业                                                                                                          | 拓展生产性服务业                                                                     |
| 路径 | 深化专业化分工，加快服务产品和服务模式创新，促进生产性服务业与先进制造业融合，推动生产性服务业加速发展。                                                                | 细化深化专业化分工，降低社会交易成本，提高资源配置效率。                                                 |
| 内容 | 1、有序拓展金融服务业；<br>2、大力发展现代物流业；<br>3、培育壮大高技术服务业；<br>4、规范提升商务服务业。                                                       | 1、优先发展交通运输业；<br>2、大力发展现代物流业；<br>3、有序发展金融服务业；<br>4、积极发展信息服务业；<br>5、规范发展商务服务业。 |
| 政策 | 实行鼓励服务业用电、用水、用热与工业同价；工业企业退出的土地优先用于发展服务业；结合增值税改革，完善生产性服务业税收制度；支持符合条件的服务业企业上市融资和发行债券；扩大政府采购服务产品范围；推动特大城市形成服务经济为主的产业结构 | 打破垄断，放开准入领域；鼓励社会资金投入服务业；健全服务业标准体系；大城市要逐步形成服务经济为主的产业结构。                       |

资料来源：新华网、宏源证券研究所

**表格 2: “十二五”有关生产性服务业指标**

| 类别   | 指标           | 2010年 | 2015年 | 年均增长(%) | 属性  |
|------|--------------|-------|-------|---------|-----|
| 经济增长 | 国内生产总值(万亿元)  | 39.8  | 55.8  | 7       | 预期性 |
|      | 人均国内生产总值(元)  | 29748 | 40144 | 7       | 预期性 |
|      | 服务业增加值(万亿元)  | 17.11 | 25.85 | 10.2    | 预期性 |
| 经济结构 | 服务业增加值比重(%)  | 43    | 47    | 0.8     | 预期性 |
|      | 服务业就业比重(%)   | 34.8  |       |         | 预期性 |
|      | 研究与试验开支比重(%) | 1.75  | 2.2   | 0.09    | 预期性 |

资料来源：宏源证券研究所、新华网

**表格 3: 我国现代(生产)服务业统计分类标准框架**

| 大类类别、名称        | 编号 | 细项内容                                                   |
|----------------|----|--------------------------------------------------------|
| 速递业            |    |                                                        |
| 物流业            | 58 |                                                        |
|                | 59 | 数码仓库、配送中心、第三方物流、连锁商业和配送服务                              |
| 速递业            |    |                                                        |
|                |    | 城际速递、跨地区速递、国际速递                                        |
| 信息传输、计算机服务和软件业 |    |                                                        |
|                | 60 |                                                        |
| 电信和其他信息传输服务    | 61 | 电话、电报、移动通信、互联网信息服务、数据传输、图文传真、卫星通信等电讯业务和电信传输服务          |
|                | 62 | 数据库开发、数据存储、数据库维护；楼宇智能化等计算机网络服务、数据处理业务、系统集成、计算机主设备维护咨询业 |
| 计算机服务业         |    |                                                        |
|                |    | 系统软件、中文信息处理软件、专业应用软件、管理软件、通用软件                         |
| 软件业            |    | 等计算机软件开发及其咨询                                           |
| 电子商务           |    |                                                        |
| 批发业            | 63 |                                                        |
|                | 65 | 电子商情服务、网络仓库、虚拟市场                                       |
| 零售业            |    |                                                        |
|                |    | 网上商城、网上书店                                              |

---

金融保险业

|        |    |                                |
|--------|----|--------------------------------|
| 银行业    | 68 |                                |
|        | 69 | 网络银行、无线移动银行、电子支票、电子钱包          |
| 证券业    | 70 |                                |
|        | 71 | 实时行情查询、网上证券交易                  |
| 保险业    |    |                                |
|        |    | 网上保险服务                         |
| 其他金融活动 |    |                                |
|        |    | 基于互联网提供服务的国际国内信托投资业务、财务公司、典当行、 |
|        |    | 拍卖行、期货交易等活动                    |

---

租赁和商务服务业

|       |     |                                |
|-------|-----|--------------------------------|
| 租赁业   | 73  |                                |
|       | 74A | 人才租赁、融资租赁、汽车租赁、工程机械租赁、金融工具租赁   |
| 咨询服务业 | 74B |                                |
|       |     | 法律咨询、统计咨询、管理咨询、决策咨询、会计服务、税务筹划、 |
|       |     | 审计服务、工程评估、质量认证、资产评估            |
| 会展业   |     |                                |
|       |     | 项目策划、广告策划、广告设计、广告代理、市场推广、国际、国内 |
|       |     | 会议服务、展览展示服务                    |

---

科学研究、技术服务业

|            |    |                                |
|------------|----|--------------------------------|
| 研究与试验发展    | 75 |                                |
|            | 76 | 信息、材料、生物、医药等领域的原创性成果           |
| 专业技术服务业    |    |                                |
|            | 77 | 技术监测、检定、质量监督、标准制定以及计量；环境保护、监测； |
|            |    | 技术推广和科技交流服务等科技中介服务业；各行业的工程设计；专 |
|            |    | 利代理、产品设计等其他综合技术服务、科研项目评估       |
| 科技交流和推广服务业 |    |                                |
|            |    | 科技信息中介服务、科学技术咨询                |

---

远程教育

|            |    |                                |
|------------|----|--------------------------------|
| 学历教育与非学历教育 | 84 |                                |
|            |    | 广播电视大学、教育频道教学、网络学院、网上知识库、网上培训社 |
|            |    | 区、国际远程教学                       |

---

资料来源：宏源证券研究所

## 二、差距与空间：我国生产型服务业迎来了黄金发展期

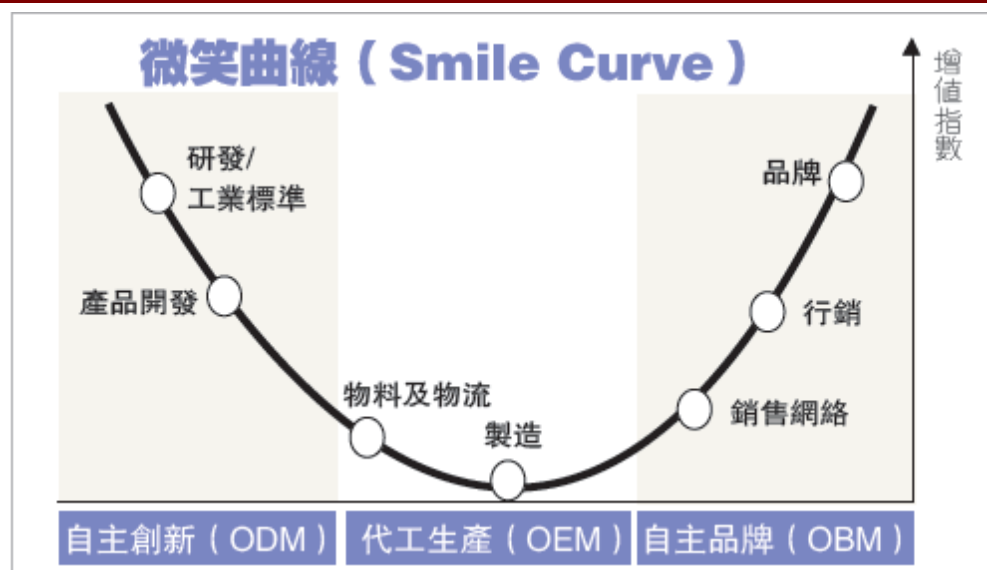
据统计，服务业占世界 GDP 的比重平均达到 60%以上，发达国家超过 70%。美国的生产性服务业总量接近 6 万亿美元,超过美国服务业总量的 70%，约占美国 GDP 的 48%，已成为国家的支柱产业。而我国的服务业占 GDP 的比重 2010 年为 43%（“十一五”规划 2010 年达到 43.3%，比 2005 年上升 2.5 个百分点），其中消费性服务占较大比重，生产性服务占 GDP 比重（2008 年为 18.8%）远低于发达国家，还处于起步阶段，相对滞后。

对比中国和 13 个 OECD 国家的现代服务业状况，除了上述数量上的差距外，更表现在结构和水平的滞后：（1）中国国民经济中的物质性投入消耗相对较大，而服务性投入（生产性服务）消耗相对较小；（2）中国的生产性服务业投入大多是由劳动密集型部门提供的，但 13 个 OECD 经济体的资金、技术和人力资本含量较高的生产性服务投入比重最高；（3）大多数 OECD 经济体生产性服务业的将近 70%都投入了服务业自身，而中国生产性服务业的一半以上则投入了第二产业；（4）中国与 13 个 OECD 经济体的服务业及其分部门的影响力系数都较小，但是后者的服务业感应力系数则大大高于中国，这说明中国服务业的增长不仅不能对国民经济产生带动作用，而且其本身受其他部门的需求拉动作用也不大。

我们认为，在条件成熟后，差距就会转化为行业成长的巨大空间。当前，中国生产性服务业无论是从需求的逻辑，还是供给的逻辑，都具备了快速发展的条件和机会。

从需求的逻辑来看，中国作为世界制造基地的体量规模，消费类电子商务兴起、东部沿海产业升级和生产工厂中西部转移浪潮将衍生巨大的生产性服务业需求。最终产品的生产，经过市场调研、创意形成、技术研发、模块制造与组装加工、市场营销、售后服务等环节，形成了一个完整链条。以制造加工环节为分界点，产业链可以分为产品研发、制造加工、流通三个环节，各个环节的附加值曲线呈现两端高而中间低的形态，即研发和流通环节附加值高、制造加工环节附加值低，大体呈“V”形，俗称“微笑曲线”。从国际贸易统计数据来看，高端环节获得的利润占整个产品利润的 90%—95%，而低端环节只占 5%—10%。在后金融危机时代，中国产业开始从纵向、横向两个方向突围：纵向上是从“中国制造”向“中国创造”的产业链高端移动，从而产生了大量技术研发、创意设计、市场调研的需求市场；横向上制造工厂从东部沿海向中西部嫁接转移，大量制造类企业经营模式开始采取“横向一体化”，以前内部化的生产性服务业开始外部化，尽可能的将非核心业务外包，造就了许多富有潜力的生产性服务业细分市场。

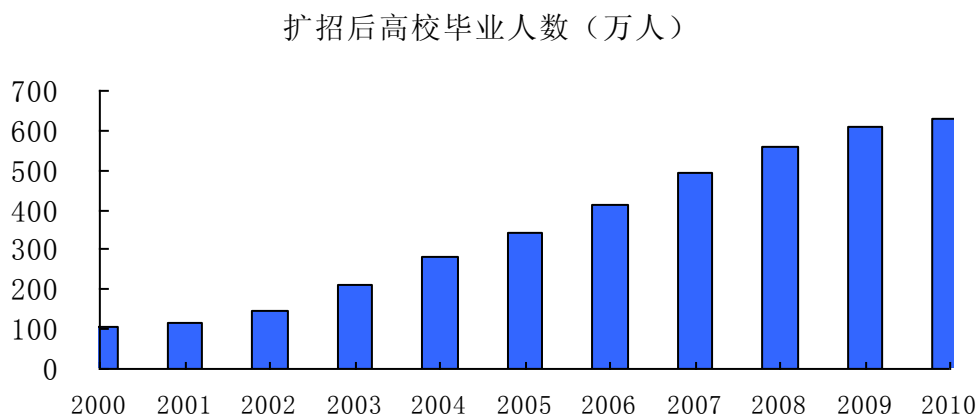
图表 1： 产业链的“微笑曲线”式分工



资料来源：宏源证券研究所、Wind

从供给的逻辑来看，生产性服务业发展的三个基本特征是服务生产、以现代信息技术为支撑和知识密集度高。目前中国具备了支持生产性服务业快速发展的供给要素条件。首先，北京、上海等特大国际大城市开始逐步形成了现代服务业为主体的经济结构，三网融合进一步构建了新一代信息技术条件，CBD 形成集群效应，经济辐射能力显著增强；其次，扩招后大学高校毕业生人数快速上升，增长速度远超过制造业劳动力——农民工。而且，大学生以及白领的工资上涨幅度相对平稳，与海外同等劳动力相比，成本优势相当明显，这些都为生产性服务业发展提供了庞大的劳动力大军。最后，经过“十一五”，国内港口、机场、铁路以及高速公路建设已经完成网络体系构建，从而为生产性服务业的发展提供物质基础条件，十二五规划为生产性服务业发展提供政策支持，特别是与工业用水用电用气同价，以及增值税的改革。

图表 2： 扩招后高校历年毕业生人数



资料来源：教育部网站，宏源证券研究所。

### 三、“微笑曲线”中孕育的投资机会

从行业驱动力和空间来看，我们对物流、研发设计、软件与信息服务业、金融保险等四大行业的行业机会属性以及细分市场的代表性投资上市公司。由于我国会计师事务所、律师事务所等都采取合伙制度，现代商务服务业在 A 股上市公司很少，因此，现代商务服务业在本报告中不展开研究。

图表 3：五类生产性服务业发展的核心驱动力

| 行业       | 核心驱动力               |
|----------|---------------------|
| 现代物流     | 井喷式需求引致的增长          |
| 软件与信息服务业 | “两化”融合的机会和全球服务外包转移潮 |
| 高技术服务业   | 高端产业链的登峰之路          |
| 金融服务业    | 物流金融带来的新利润增长点       |
| 商务服务业    | 并购派生的机会             |

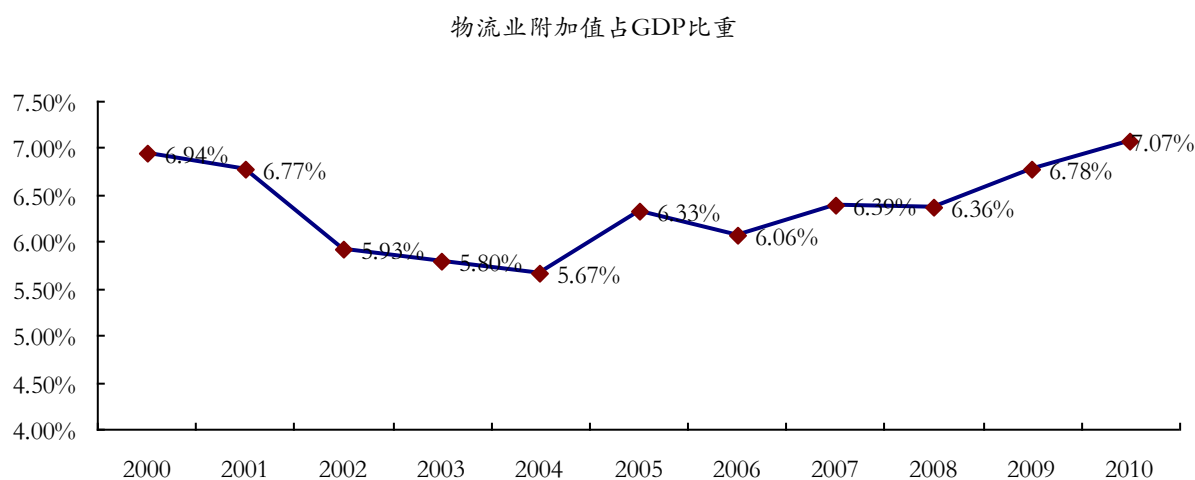
资料来源：宏源证券研究所

#### （一）现代物流行业

国民经济对物流的依赖越来越大，九五期间国内每单位 GDP 需要 1.7 个单位物流量来支撑，十五期间单位 GDP 需要 2.2 个物流量，2010 年单位 GDP 需要 3.4 个单位物流量。其重要性也不断提供，物流增加值占 GDP 比重不断增加，2010 年得到 7.07%。

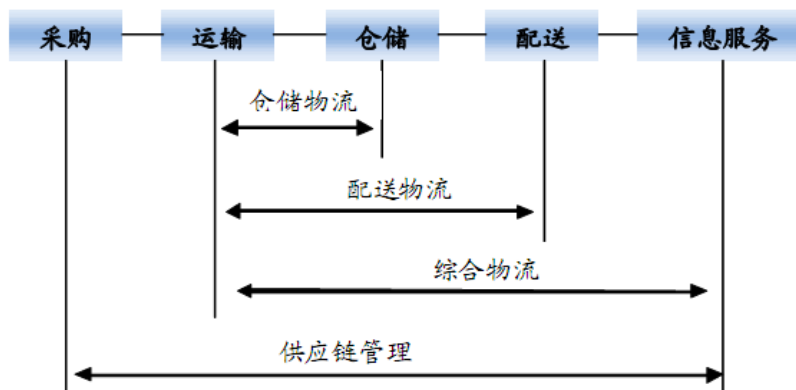
2009 年 3 月国务院出台了《物流产业调整和振兴规划》，确立了我国现代物流产业发展的十项主要任务和九大重点工程，并提出了促进物流业发展的九方面政策措施。

图表 4：物流业附加值占 GDP 比重



资料来源：物流业协会，宏源证券研究所

图表 5：物流业产业链



资料来源：中国物流业协会，宏源证券研究所

**我们看好物流行业的三类公司：**（1）具有独特垄断性资源的专业运输和仓储企业。这类企业在成立之初获取了独特性资源，如铁路、港口、保税区、全国性仓库网络等。（2）现代物流设备提供商，主要是自动化运输和仓储设备、冷藏物流设备和信息化设备。（3）物流软件系统信息服务提供商，如物流公共信息服务平台、供应链管理等。

表格 4：物流产业链投资标的精选

| 三类公司                | 所属产业链环节                                 | 代码     | 上市公司 | 股价    | 年初至今涨跌幅 | EPS  |      | PE    |      | 主营业务                                            | 核心竞争力                                      |
|---------------------|-----------------------------------------|--------|------|-------|---------|------|------|-------|------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------|
|                     |                                         |        |      |       |         | 11E  | 12E  | 11E   | 12E  |                                                 |                                            |
| 具有独特垄断性资源的专业运输和仓储企业 | 依靠独特资源，如铁路、港口、仓库网络、保税区、医药等，形成细分市场物流垄断地位 | 600125 | 铁龙物流 | 16.63 | 16.3%   | 0.59 | 0.79 | 28.3  | 21.1 | 铁路特种集装箱业务（18%）<br>铁路货及临港物流业务（50%）<br>房地产业务（18%） | 特种集装箱业务和沙鲅铁路                               |
|                     |                                         | 300013 | 新宁物流 | 14.16 | -7.3%   | 0.38 | 0.39 | 37.3  | 36.4 | 仓储及相关增值服务                                       | 昆山电子元器件保税仓储区                               |
|                     |                                         | 600794 | 保税科技 | 16.38 | 9.8%    | 0.67 | 0.78 | 24.4  | 20.9 | 码头仓储（23%）<br>化工贸易（74%）                          | 张家港保税仓储区（化工）                               |
|                     |                                         | 002492 | 恒基达鑫 | 18.63 | -10.2%  | 0.52 | 0.68 | 36.1  | 27.6 | 仓储（52%）<br>装卸（45%）                              | 第三方石化物流服务提供商，拥有华南沿海最大最好的石化产品仓储基地           |
|                     |                                         | 600787 | 中储股份 | 10.22 | 30.5%   | 0.44 | 0.54 | 23.3  | 19.1 | 物流业务（13%）<br>贸易业务（87%）                          | 传统物流提供商，分布较广的仓储用地                          |
|                     |                                         | 000906 | 南方建材 | 10.75 | 8.7%    | 0.15 | 0.19 | 71.1  | 55.5 | 能源、材料、机械、电子设备批发业（99.49%）                        | 背靠浙江最大的钢材物流集团，盈利增长空间很大                     |
| 物流专用设备供应商           | 自动化运输和仓储设备                              | 000529 | 广弘控股 | 7.49  | 15.2%   | 0.14 | n.a. | 53.3  | n.a. | 食品（59%）<br>教育出版物（39%）                           | 食品“冷库+仓储”模式                                |
|                     |                                         | 002009 | 天奇股份 | 17.17 | 24.9%   | 0.73 | 0.76 | 23.4  | 22.7 | 自动化输送、仓储系统工程（46%）<br>机械产品（27%）<br>散料输送机（11%）    | 汽车物流、涉水物联网                                 |
|                     |                                         | 300024 | 机器人  | 26.80 | 3.7%    | 0.51 | 0.68 | 52.4  | 39.4 | 物流与仓储自动化成套装备产品（26%）<br>工业机器人（33%）               | 自动化智能设备提供商                                 |
|                     |                                         | 002158 | 汉钟精机 | 29.02 | -21.7%  | 1.04 | 1.37 | 27.8  | 21.1 | 制冷压缩机（63%）<br>空气压缩机（30%）                        | 冷冻冷藏压缩机和干式真空泵                              |
|                     |                                         | 000530 | 大冷股份 | 14.33 | 22.8%   | 0.53 | 0.63 | 26.9  | 22.6 | 制冷空调设备（98%）                                     | 国内最大的工业制冷生产企业和最大的制冷成套设备出口商                 |
|                     |                                         | 000997 | 新大陆  | 17.29 | -10.0%  | 0.32 | 0.43 | 54.2  | 39.8 | 电子支付产品及信息识别产品（35%）<br>行业应用软件开发及服务（59%）          | 国内目前唯一拥有二维码自动识别核心技术的企业                     |
| 物流软件系统供应商           | 物流信息化设备                                 | 002161 | 远望谷  | 22.59 | -12.1%  | 0.45 | 0.71 | 49.9  | 32.0 | 自动设备读写装置（59%）<br>电子标签（21%）                      | 国内最早从事超高频RFID技术研究与应用开发企业之一                 |
|                     |                                         | 000811 | 烟台冰轮 | 20.44 | 7.1%    | 0.76 | 1.00 | 27.0  | 20.5 | 制冷空调设备（79%）                                     | 国内最大的自制螺杆制冷压缩机、活塞式压缩机及工业制冷成套设备的生产企业        |
|                     |                                         | 600119 | 长江投资 | 8.78  | 10.3%   | 0.05 | 0.10 | 164.4 | 91.8 | 物流服务（50%）<br>工程结算（38%）                          | 上海市陆上货运公共信息平台                              |
|                     |                                         | 002183 | 怡亚通  | 11.60 | -0.8%   | 0.45 | 0.61 | 25.6  | 19.2 | 深度供应链业务（40%）<br>产品整合业务（47%）                     | 面向全球的除核心业务外供应链管理商                          |
|                     |                                         | 002210 | 飞马国际 | 10.43 | -3.6%   | 0.13 | 0.14 | 77.8  | 74.2 | 综合物流服务（14%）<br>能源贸易执行（66%）                      | 以中石油为依托，以物流园驱动综合物流服务经营模式                   |
|                     |                                         | 600153 | 建发股份 | 8.62  | 33.4%   | 0.89 | 1.18 | 9.7   | 7.3  | 贸易供应链与物流（91%）                                   | 供应链管理、钢铁、汽车三大优势子行业利润占比70%以上。农产品、红酒、化工品快速发展 |

资料来源：宏源证券研究所、Wind

## （二）软件与信息服务

发展软件与信息服务被认为是建设创新型国家的重要一环。2000 年国务院 18 好文件《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》、2001 年国办 47 号文件《振兴软件产业行动纲要（2002～2005 年）》是行业纲领性文件。2010 年起，工信部将原先统计的软件技术细分为支持服务、信息技术咨询和管理服务收入、信息技术增值服务收入三大类。

“十五”、“十一五”期间，我国软件和信息服务业产业规模高速增长，软件产业销售收入由 2001 年 796 亿元增加到 2010 年的 13364 亿元，年均增速超过 30%，占全球软件市场的份额由 1.5% 上升到 2010 年超过 15%；软件出口保持快速增长，出口额由 2001 年的 7.2 亿美元跃升到 2010 年的 200 亿美元。工信部在报告中指出，最近 3 年，我国信息技术服务业年均增速高达 30.1%，是同期全国 GDP 增速的 3 倍多。预计未来 3 年，信息技术服务业年均增长率将超过 25%，到 2012 年，产业规模将达 8200 亿元。

从需求的角度来看，未来软件与信息服务增长点源自以下三个方面：一是行业升级的信息化成为国内需求的最大来源，从历史数据来看，制造业、金融业、电信与政府机构是软件投资最多的 4 大行业，占据中国整体软件投资的半壁江山。未来产品需求以“云计算”为代表新一代信息技术的软件和互联网技术替代部分硬件的功能产品和服务需求。二是全球离岸软件服务外包转移到中国的趋势加速。从全球软件和信息服务业发展的历史渊源和现实环境来看，

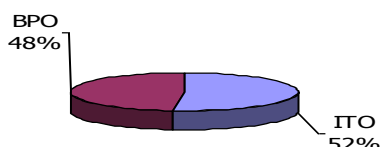
国内信息技术企业在高服务含量的软件上具有较强的竞争力，特别是垂直软件、行业应用软件和定制软件领域。据商务部预计，2010 年全球服务外包市场规模将达到 6000 亿美元。另据分析，全球离岸服务外包市场规模未来几年将保持 20%以上的增长速度。随着跨国公司经营理念的进一步变革，非核心业务的离岸外包将成为大的趋势，可以预见，未来 5~10 年将是我国服务外包发展的黄金时期。 **三是电子信息产业“西进”的成本洼地效应为行业带来巨大的增长空间。**软件行业对人力成本最为敏感，“西进”成为势不可挡的潮流。目前，西安、重庆、成都等城市的电子信息产业已经形成特色和规模，成本洼地效应为软件和信息服务业发展重新提供了增长空间。

**图表 6：20 世纪 60 年代至 21 世纪初外包的主要动机与表现形式演变过程**

| 时间    | 外包的主要动机            | 外包的变现形式              |
|-------|--------------------|----------------------|
| 1960s | 缩减硬件成本（大型主机）       | 分时操作                 |
| 1970s | 缩减软件开发成本           | 合同编程                 |
| 1980s | 大幅度压低运算成本          | 家庭办公                 |
| 1989  | Kodak Eastman 百万交易 | 花车效应（指从此引发外包模式的广泛流传） |
| 1990s | 战略考虑（提高竞争优势需要）     | 现场设施管理与选择性外包，主要以本土为主 |
| 2000s | 战略转型（加强核心竞争力）      | 商业流程外包               |

资料来源：宏源证券研究所整理

**图表 7：2010 年全球服务外包产业规模超过 1 万亿美元**



资料来源：中国商务部网站、宏源证券研究所

注：BPO 为业务流程外包服务，ITO 为信息技术外包服务

在软件和信息服务业领域，我们重点看好三个软件与信息服务业板块：

**一是安防板块——全球新兴电子信息支柱产业。**根据日前正式获批《中国安防行业“十二五”发展规划》，到“十二五”末期实现产业规模翻一番的总体目标，年增长率达到 20%左右，2015 年总产值达到 5000 亿元，其中安防运营及各类服务业所占比重大于 20%以上。**安防板块的投资标的，我们选择具有品牌优势和系列化产品提供能力的产品提供商，并进行价值链延伸、向综合性安防解决方案供应商转变的公司，如海康威视、大华股份。**

**二是满足下游重点行业信息化整体解决方案的集成商。**工业与信息的融合是产业升级的重点方向之一，推动 IT 产业发展的驱动因素中，最为重要的是下游行业的信息化需求，2003-2010 年软件行业与下游行业景气指数的相关系数是 0.824。根据相关行业的“十二五”行业规划，重点行业信息化需求主要如下：

**表格 5：下游重点行业信息化受益公司**

| 重点行业 | 十二五规划的“两化”衍生需求                                                                                                                                                                                                                       | 重点受益公司                      |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 电力   | 电力信息化领域，国家电网SG-186信息化工程将驱动IT投资。该工程不仅涵盖财务（资金）、营销等八大应用领域，每年还存在大量维护和升级系统需求，预计年收入可以维持在4500万元左右。出于国家信息安全的考虑，国内行业龙头企业有望获得更大的发展空间。                                                                                                          | 远光软件<br>榕基软件<br>新世纪<br>东软集团 |
| 轮胎   | 《轮胎行业产业政策》将加速信息化进程。政策明确要求到2015年之前，我国乘用车的轮胎达到100%的子午化（当前80%左右），且子午化轮胎和非子午化轮胎的生产线的改造是整个生产线要全部替换，也就是说，未来5年国产轮胎生产线将会有20%的产能被替代。据估算，这个市场空间将超过500亿元。                                                                                       | 软控股份                        |
| 轨道交通 | 国家发改委宏观研究院综合运输研究所副所长汪鸣表示，未来5年内我国高速铁路建设都将维持大规模投入，投资额将保持在每年7000亿元左右，共计3.5万亿元左右。铁路信息化的投资也将快速上升，以适应铁路大提速、客运专线的建设、提高铁路运转效率的要求。                                                                                                            | 世纪瑞尔<br>辉煌科技                |
| 航海电子 | 历次造船产业的转移，都会培育出如德国SAM、日本JRC等大型航海电子本土企业与之配套。中国在《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》中指出，要有规划、有重点地支持船用设备发展，提高船用设备生产本土化水平。到2010年国产生产的船用设备平均装船率（按价值计算）达60%以上，2015年达到80%以上。同时，海上生命安全和环境保护日益得到各国重视，国际海事组织（IMO）不断推出新的规则，要求船舶强制安装相应设备，都为航海电子科技行业带来新的发展空间。 | 海兰信                         |

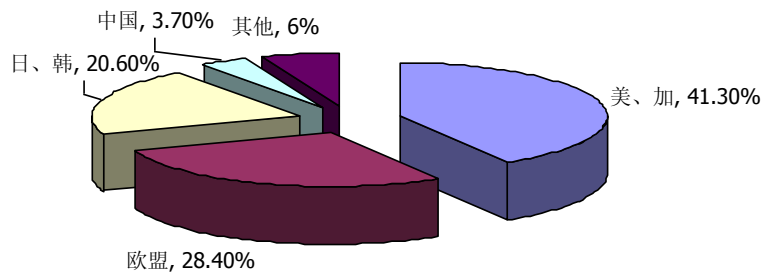
资料来源：工信部统计资料、宏源证券研究所

三是受益于全球经济复苏的软件外包出口商。外需市场在曲折中逐渐复苏，根据 Gartner 发布的数据，2010 年全球 IT 支出预计将达到 3.35 万亿美元，同比增长 5.1%，预期 2011 年将超过 3.5 万亿美元。未来 5 年，全球 IT 支出将以年复合增长率 5% 的速度增长，预计 2014 年全球 IT 支出将突破 4 万亿美元。软件外包企业的规模经济效应明显，本轮金融危机下中国软件外包市场将在快速发展中逐步整合，有望成为世界级的外包企业，潜力公司有浙大网新等。

### （三）高技术服务业——专业技术服务

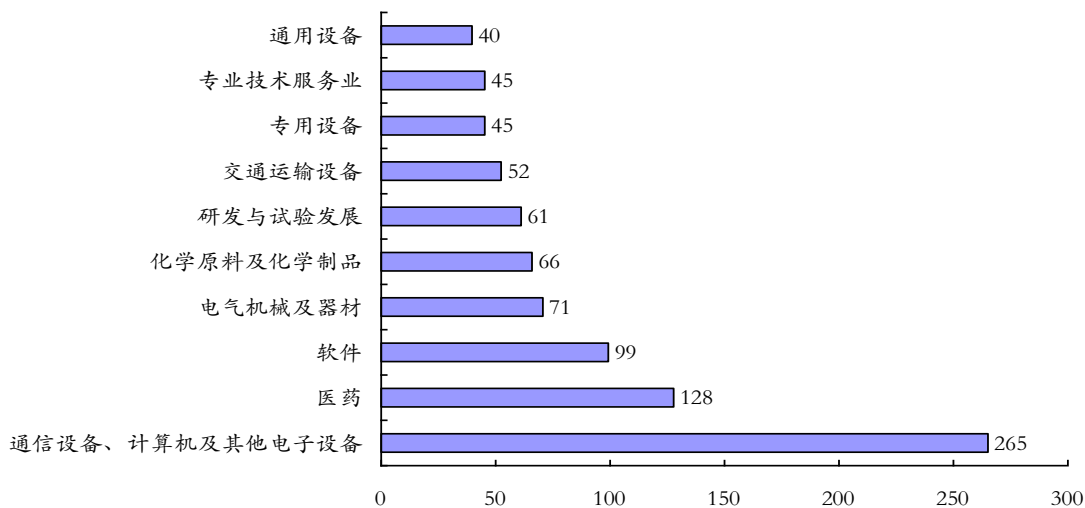
随着产业链价值环节纵深分解，研发、设计、测试等前端服务专业化和独立化趋势日益明显，具有智力密集、高技术含量和高附加值的研发设计产业发展迅速。以硅谷为例，2005 年以来，以研发设计为代表的创造与创新服务业已跃居硅谷 7 大产业集群第二位。日本、韩国产业升级的历史经验无不证明，高技术服务业是产业链高端之路的最重要支撑。根据国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》，到 2020 年，全社会研究开发投入占国内生产总值的比重提高到 2.5% 以上，力争科技进步贡献率达到 60% 以上，对外技术依存度降低到 30% 以下，本国人发明专利年度授权量和国际科学论文被引用数均进入世界前 5 位。国家的巨大投入，将产生一个巨大的研发设计需求市场空间。

图表 8: 主要国家和地区 R&D 经费支出占 38 个国家总额的比重



资料来源:《中国生产性服务业发展报告》、宏源证券研究所

图表 9: 研发中心在前 10 位的行业



资料来源:《中国生产性服务业发展报告》、宏源证券研究所

结合中国经济“调结构”的方向——新能源、低碳和环保节能，我们非常看好专业技术服务业的增长前景，梳理了 A 股上市公司，重点有如下几类：

表格 6: 高技术服务业的看好类别及公司

| 分类     | 代码     | 上市公司 | 股价    | 年初至今涨跌幅(%) | EPS  |      | PE   |      | 核心竞争力                                                                           | 主营业务                                                                    |
|--------|--------|------|-------|------------|------|------|------|------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
|        |        |      |       |            | 11E  | 12E  | 11E  | 12E  |                                                                                 |                                                                         |
| 油服业    | 300191 | 潜能恒信 | 40.87 | -6.7       | 1.02 | 1.41 | 39.9 | 29.1 | 提供油气勘探过程中的地震数据处理解释一体化服务；自主研发了第三代成像技术                                            | 石油勘探技术服务                                                                |
|        | 002554 | 惠博普  | 32.65 | 13.7       | 0.70 | 1.03 | 46.5 | 31.6 | 国内少数能够为客户提供整体工艺方案、核心设备设计制造，并以其为基础进行系统优化设计，进而构建成套系统装备的油气田装备与技术服务商之一              | 油气处理系统(54.64%)<br>油田工程技术服务(20.72%)<br>油气田开采系统(14.17%)<br>油田环保系统(10.45%) |
|        | 002207 | 准油股份 | 19.68 | -11.1      | 0.26 | 0.38 | 75.0 | 52.4 | 未来仍然会受益于国家对煤层气的开发和投资，煤层气压裂服务将保持良好增长势头                                           | 石油天然气采掘服务业                                                              |
|        | 300157 | 恒泰艾普 | 56.60 | -19.2      | 1.28 | 1.87 | 44.2 | 30.3 | 公司的销售模式是“项目服务+软件销售”，自主开发产品覆盖了勘探开发的主要环节和国内三大石油公司下属的90%以上油田单位；海外业务和可能性并购成为未来利润增长点 | 项目服务(89.81%)<br>软件销售(9.15%)                                             |
|        | 300125 | 易世达  | 64.94 | -20.6      | 1.65 | 2.05 | 39.3 | 31.7 | 公司是目前中国余热发电工程领域技术水平领先的新型能源技术服务公司之一，现已拥有处于国内领先水平的双的多项技术。市场占有率为10.6%，排名第四位        | 建造合同(78.97%)<br>水泥行业余热发电设备成套(14.95%)<br>能源服务(2.61%)<br>余热发电项目设计服务(2.3%) |
| 节能服务   | 002398 | 建研集团 | 26.39 | -13.3      | 1.03 | 1.57 | 25.6 | 16.8 | 公司工程技术检测业务上的优势地位保证了未来业绩增长的稳定性；减水剂优势明显                                           | 新型建筑材料(70.92%)<br>建设综合技术服务(26.93%)<br>建筑特种工程施工(1.89%)                   |
| 金融服务设备 | 002152 | 广电运通 | 41.34 | -21.0      | 1.87 | 2.46 | 22.1 | 16.8 | 公司作为国内一线的ATM品牌，市场占有率在近两年排名国内第一；高铁拉动力业绩增长,技术服务业务想象空间巨大                           | 制造业(89.24%)<br>服务费(5.5%)<br>材料(3.77%)<br>营运收入(1.46%)                    |
| 现代农业服务 | 300119 | 瑞普生物 | 64.47 | -6.5       | 1.55 | 2.06 | 41.7 | 31.4 | 唯一专注兽药而不涉及饲料或其它业务的上市公司，管理层持股的民营兽药企业，因此毛利率最高                                     | 兽药药品制造业                                                                 |
|        | 002311 | 海大集团 | 27.40 | -9.9       | 0.95 | 1.26 | 28.7 | 21.7 | 全流程服务模式实现共赢，形成黏性，是公司的核心竞争力，也契合我国农村资源禀赋、劳动力变化趋势                                  | 饲料行业(98.67%)<br>种苗行业(0.94%)                                             |
| 第三方检测  | 300012 | 华测检测 | 27.90 | -22.5      | 0.76 | 1.07 | 36.5 | 26.0 | 国内最大民营检测企业，品牌优势明显。拥有国际国内多项资质，检测报告具有国际公信力                                        | 贸易保障检测(48.54%)<br>消费品测试(30.2%)<br>生命科学检测(17.45%)<br>工业品测试(3.82%)        |

资料来源：《中国生产性服务业发展报告》、宏源证券研究所

#### (四) 金融服务业——物流金融

从生产性服务业的角度来看，金融服务业增长空间的最大亮点——**物流金融**。物流金融是物流与金融相结合的产品，其不仅能提高第三方物流企业的服务能力，经营利润，而且可以协助企业拓展融资渠道，降低融资成本，提高资本的使用效率。以美国为例，其金融物流的主要业务模式之一是面向农产品的仓单质押。仓单既可以作为向银行贷款的抵押，也可以在贸易中作为支付手段进行流通。按照金融在现代物流中的业务内容，物流金融分为物流结算金融、物流仓单金融、物流授信金融。

从盈利来看，厂商获得了融资，银行获得了利息收入，而物流企业也因为提供了物流信息、物流监管等服务而获得了利润。在国内实践中，中国储运集团从1999年开始从事金融物流部分业务。金融物流给中国储运集团带来了新的发展机遇，最近该集团公司总结了部分金融物流业务模式，并在集团所有子公司进行推广。

我们认为，随着中国产业中西部转移，制造与市场的空间分离越大，物流链条拉长，物流金融将会是银行表外业务利润的重要增长点。**农业银行(601288)**、**工商银行(601398)**受益于传统上与农业、工业企业的紧密联系，在这物流金融上具有天然竞争优势。国内大型仓储企业，如**中储股份**，也将是最重要的受益者之一。

### （五）商务服务业——会展租赁

现代商务服务业的作用和地位越来越重要，既能满足生产企业的节约成本、降低风险、敏捷化和个性化发展需要，又能满足全球经济对全球市场细分、产业转移的环境需要。按照国内统计年鉴的分类，我国商务服务业的重点行业有法律服务业、咨询与调查服务业、会展业、租赁业。根据日韩、台湾等国家或地区的经验，后工业化的消费型社会建设，会展租赁是成长性最快的行业之一。涉足会展租赁业的上市公司主要有中国国贸（600007）、建发股份（600153）、渝开发（000514）、汉商集团（600774）和长春经开（600215），会展租赁跟城市功能定位密切相关，因此，我们看好处于北京、厦门、重庆、武汉的中国国贸、建发股份（见图 3-4）、渝开发和汉商集团。

**表格 7：含会展租赁业务的主要上市公司**

| 商务服务业 | 代码     | 上市公司 | 股价    | 年初至今涨跌 | EPS  |      | PE    |       | 主营业务                             | 投资潜力             |
|-------|--------|------|-------|--------|------|------|-------|-------|----------------------------------|------------------|
|       |        |      |       |        | 11E  | 12E  | 11E   | 12E   |                                  |                  |
| 会展租赁  | 600007 | 中国国贸 | 10.23 | 1.38%  | 0.31 | 0.45 | 32.76 | 22.59 | 物业出租（90.68%）<br>酒店收入（9.31%）      | 商业地产随经济复苏而租赁市场向好 |
|       | 600774 | 汉商集团 | 9.80  | -0.41% | 0.13 | 0.23 | 76.03 | 43.17 | 商品销售收入（85.44%）<br>展览收入（7.35%）    | 武汉百货业巨头，资产注入预期强烈 |
|       | 000514 | 渝开发  | 8.89  | 3.25%  | 0.21 | 0.36 | —     | 24.40 | 房地产开发与经营（41.68%）<br>会展经营（23.47%） | 成为重庆市城投整体上市载体    |

资料来源：宏源证券研究所、Wind

### 分析师简介:

**郇彬:** 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

**邓海清:** 宏源证券研究所投资策略研究员, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

### 机构销售团队

| 重点机构                                              | 华北区域                                               | 华东区域                                               | 华南区域                                                |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | <b>张珺</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | <b>崔秀红</b><br>010-88085788<br>cuixiahong@hysec.com  |
| <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaozen@hysec.com | <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                                   | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com       |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上      |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上       |

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。