

维持

增持

春天已经提前到来

◇事件：工信部公布2009年11月软件业运行情况

◆行业收入增速持续上升，PMI 传达积极信号

工信部12月29日公布，2009年1-11月软件行业收入同比增长21.4%，其中11月同比增长31.3%，创下2008年9月以来单月增速最快纪录。软件行业收入增速回升已经持续了3个月，收入增速最快的子行业仍然是软件技术服务。

软件业PMI连续4个月上升，达到2008年6月以来的最高水平；新订单、新出口订单均强劲增长，业务活动预期稳中有升。软件行业的春天已经到来。

◆行业结构持续调整，技术服务继续领跑

2009年1-11月，软件技术服务收入增长30.3%，而嵌入式系统、IC设计的表现较差。我们认为，行业结构调整是大势所趋，系统集成的软件化、软件产品的服务化是两大发展方向。随着“两化融合”的深入，针对特定行业的IT解决方案将逐步取代传统的系统集成和通用软件产品，成为软件行业的主流。

◆软件外包有所回升，日本经济复苏是关键

2009年1-11月，软件出口增长35.3%，其中11月收入同比下降14.7%，体现了软件出口复苏态势还比较脆弱。不过，11月软件外包出口收入同比大增205%，而且主要软件外包企业的开工率、订单增速均有大幅度回升。我们认为随着日本经济的复苏，软件外包2010年有望实现35-40%的增长。

◆“换年行情”渐近尾声，价值股或将有所表现

根据2005-2008年的经验，每年年底至次年年初软件板块一般会出现“换年行情”，平均持续36个交易日，相对沪深300的平均涨幅为13.9%。今年软件板块的换年行情在时间上和相对收益上都已经超过平均水平，整体估值亦超过历史中值。随着换年行情逐渐接近尾声，我们建议超配估值较低、业绩增长确定的价值股。

我们维持对计算机软件与服务行业的“增持”评级，重点推荐东华软件、远光软件、航天信息和东软集团。

分析师：

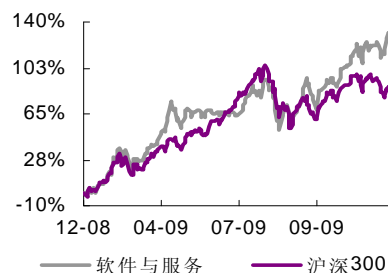
裴培

021-22169043

peipei@ebsecn.com

子行业	1-11月增速	收入占比
软件产品	22.4%	34.9%
系统集成	19.5%	23.6%
技术服务	30.3%	21.3%
嵌入式系统	14.4%	17.9%
IC设计	8.6%	2.3%
全行业	21.4%	100%

行业与上证指数对比图



相关报告：

软件与服务：行业复苏态势趋于稳定
..... 2009-12-03

软件行业：中期底部确立，复苏有待观察
.....2009-11-04

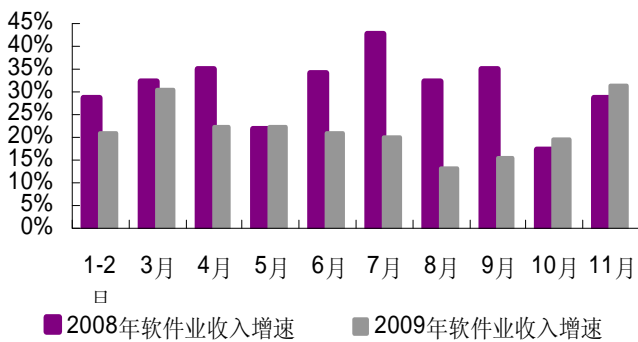
证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
002065	东华软件	23.90	0.42	0.56	0.83	买入
002063	远光软件	22.96	0.37	0.58	0.81	买入
600271	航天信息	19.93	0.60	0.73	0.95	买入
600718	东软集团	22.71	0.52	0.52	0.68	买入
600845	宝信软件	32.02	0.69	0.69	0.92	增持
600570	恒生电子	20.43	0.30	0.45	0.57	增持
002073	青岛软控	22.18	0.45	0.62	0.79	增持
600588	用友软件	28.13	0.63	0.78	0.62	增持

软件行业收入增速持续快速上升

2009年11月，软件业收入同比增长31.3%，创下2008年9月以来的最快纪录，而且增速已经连续三个月上升。经过2009年1-2月和8-9月的两次探底之后，软件行业出现了强势复苏。近期召开的中央经济工作会议和工信部年度会议，一再强调调整产业结构、“两化”融合以及扶持高科技自主创新，为软件行业2010年的增长打下了坚实的政策基础。

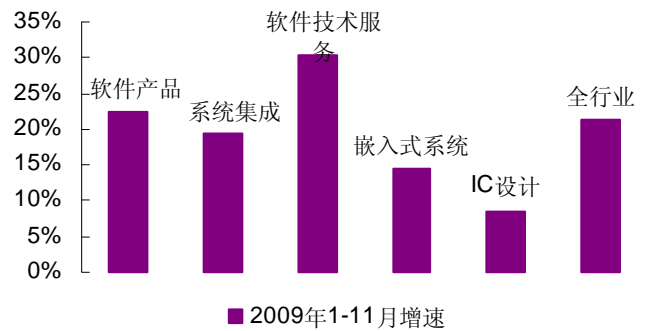
1-11月，软件技术服务的收入增速为30.3%，在各子行业中位居第一；其次是软件产品和系统集成。嵌入式系统和IC设计收入增速远远落后于全行业，主要是由于全球金融危机导致的电子产品和半导体行业下滑。我们认为，随着2010年企业IT开支进入上升周期，系统集成收入增速有望提高。从长期看，技术服务增长快于全行业仍是大势所趋。

图表 1：2008-2009 年软件业收入同比增速



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

图表 2：2009 年 1-11 月软件各子行业收入同比增速



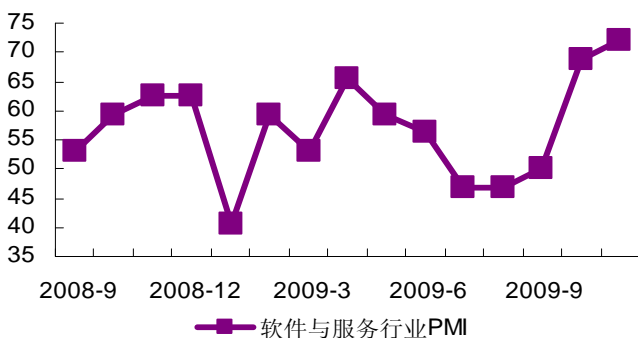
资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

PMI 继续传达积极信号，新订单强劲增长

软件与服务行业 PMI 连续四个月上升，11月达到71.9，创下2008年6月以来最高纪录。从历史经验看，软件与服务行业 PMI 对行业收入有极强的预示作用，PMI 的持续上升标志着软件业的春天已经到来。

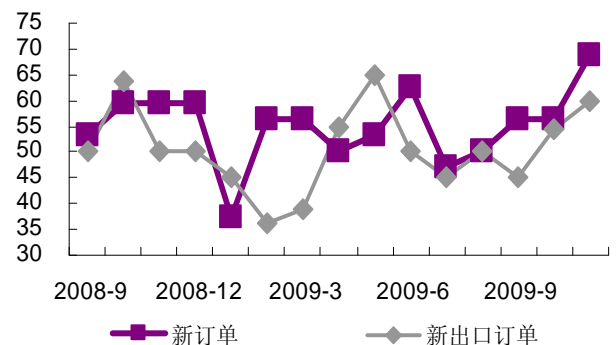
在 PMI 组成成分中，新订单、新出口订单指标有强劲增长，均创下2008年7月以来的最高值；积压订单指标从收缩状态提高到平衡状态，我们认为进入扩张区间只是时间问题；业务活动预期也持续稳步上升。美中不足的是，软件收费价格目前处于平衡状态，而中间投入价格已经进入扩张状态，这对2010年上半年的软件业毛利率有一定的影响。

图表 3：软件与服务行业 PMI 持续上升



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 4：新订单及新出口订单



资料来源：CEIC，光大证券研究所

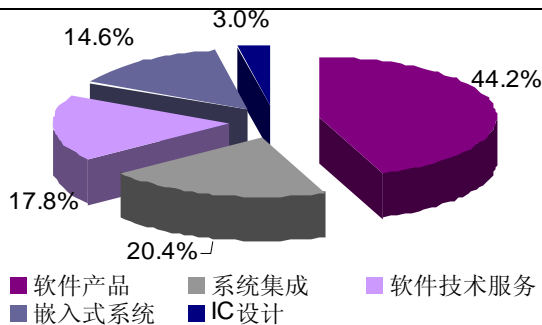
行业结构调整，技术服务领跑

与上年同期相比，2009年1-11月软件产品占行业收入的比重从44.2%降低到34.9%，而系统集成和技术服务的比重均有提高。我们认为软件行业的结构调整是大势所趋，主要的调整方向是系统集成的软件化，以及软件产品的服务化；通用软件以及传统系统集成的市场将逐渐萎缩。

我国的系统集成业务在历史上以低端的硬件代销、安装调试为主，技术含量较低，毛利率日益下滑。从发达国家看，系统集成厂商增加自有软件和二次开发比重，是做大做强的必由之路；领先厂商的目标是积累行业经验，提高用户黏性，将系统集成转化为行业IT解决方案。目前，东华软件、东软集团、华胜天成等领先系统集成商已经开始进入这一阶段。

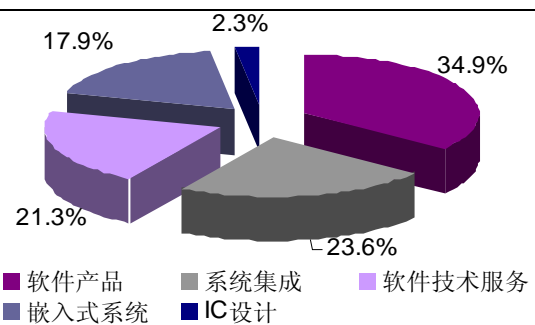
在软件产品领域，普遍存在着服务化的趋势：高端的企业软件日益专业化、定制化，与系统集成结合，演化为量身定做的行业IT解决方案；中低端的企业软件以及个人应用软件则受到云计算、SaaS的冲击，原有的套装软件模式面临挑战。总而言之，高端和中低端软件都趋向于服务化，这一过程才刚刚开始；在未来3-5年之内，我们预计技术服务将继续成为增速最快的子行业，而软件产品的份额将日益降低。

图表 5：2008 年 1-11 月各子行业收入占比



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

图表 6：2009 年 1-11 月各子行业收入占比



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

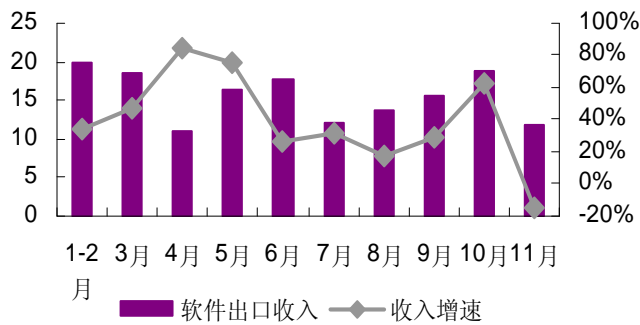
软件外包有所回升，关键看日本经济

2009年11月，软件出口收入同比下降14.7%，但是软件外包出口收入同比大增205%；当月软件外包出口占总出口的26%，为历史最高纪录。根据我们对主要软件外包企业的调研情况，目前外包出口回暖趋势明显，人员开工率和订单增速均大大提高，这在金融危机以来还是第一次。

促使软件外包回升的首要因素是日本经济的复苏。日本GDP从2009年第二季度开始恢复为环比正增长，鸠山内阁上台之后的政策产生了一定的积极效果。日本制造业PMI和景气动向指数均已从2009年第一季度的最低点反弹，其中PMI于7月进入扩张区间。2009年11月，日本出口同比增速从上个月的-23%提高到-6%，虽然仍未结束下滑，但已经创下2008年10月以来的最好水平。我们估计2009年中国对日外包收入下滑约30%，而2010年有望提高40%，恢复到2008年的水平。

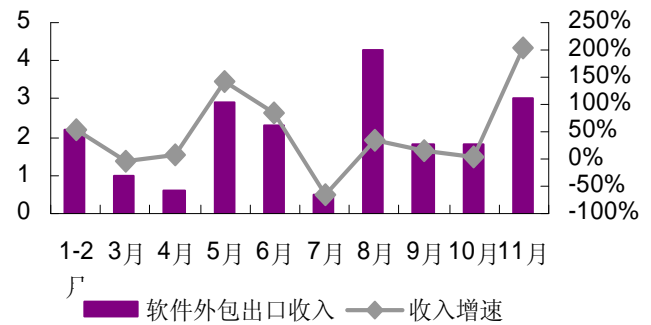
欧洲和美国市场是我国软件外包企业的长期战略重点。欧美发包方的特点是前期审核比较严格，对开发质量和安全性比较关心；一旦通过了漫长的审核，以后的订单增长会比较迅速，毛利率也普遍高于对日外包。根据我们的了解，东软集团、浙大网新等外包龙头企业在欧美市场进展良好；我们估计中国对欧美外包收入在2010年将上升约30%。综上所述，2010年中国软件外包出口收入的增速可达35-40%。

图表 7：软件出口 11 月暂时受挫（单位：亿美元）



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

图表 8：软件外包出口大幅上升（单位：亿美元）



资料来源：工业和信息化部，光大证券研究所

“换年行情”渐近尾声，建议超配价值股

在上一期月报中我们曾经提到，根据 2005-2008 年的经验，每年年底至次年年初软件板块一般会出现“换年行情”，平均持续 36 个交易日，相对沪深 300 的平均涨幅为 13.9%。这是由于软件企业多为高速增长企业，从当年 EPS 滚动到来年 EPS，产生的价值重估效应是明显的。

始较早，到年底已经持续 45 个交易日，超过历史平均水平；超越沪深 300 指数 12.69%，接近历史平均水平。目前软件板块的 2010 年市盈率已达 44 倍，处于历史较高水平。虽然我们对软件行业的前景感到乐观，但是投资者不应忽视高估值的风险。随着“换年行情”逐渐接近尾声，我们建议投资者超配业绩增长确定、P/E/G 小于 1 的价值股。

图表 10：2005-2009 年“换年行情”一览

年份	起止日期	绝对涨幅	相对涨幅
2005	2005/12/06-2006/01/24	30.97%	14.65%
2006	2006/11/14-2006/12/20	22.53%	-8.69%
2007	2007/11/29-2008/01/18	39.59%	23.12%
2008	2008/12/01-2009/02/16	61.07%	26.51%
2009 至今	2009/10/30-2009/12/31	22.81%	12.69%
2005-08 平均	36 个交易日	38.54%	13.90%

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们维持对软件行业的增持评级，重点推荐东华软件、远光软件、航天信息和东软集团。

东华软件：公司将持续受益于系统集成业务升级以及“内生+外延”的成长模式，管理层的战略眼光和执行力值得赞赏。近期收购神州新桥，使公司在金融行业的布局更加全面，国内银行客户将成为 2010 年公司收入持续增长的火车头。我们预计 2010 年公司收入将增长 51%，净利润增长 53%。东华软件是我们在系统集成领域最看好的公司。

远光软件：公司将受益于电力行业的信息化，除了市场瞩目的国家电网 SG 186 项目之外，公司在南方电网、五大发电集团的财务管控、ERP 和全面解决方案领域也有许多斩获。尤其是面向电厂的设备管理、工程管理软件可能在长期创造惊喜。公司的人才、技术优势和行业经验不可撼动。我们预计 2010-2012 年公司净利润复合增速将达到 40%（已考虑

股权激励成本)。远光软件是我们最看好的行业应用软件供应商。

航天信息：公司的税控机推广将在 2010 年进入高潮，我们预计全年发货量 11 万台（2009 年为 5 万台）；财务软件和中小企业 ERP 也在高速增长之中。公司的税控系统业务将保持平稳增长，政策性降价的风险不大，一般纳税人降标的有益影响将在未来几年逐步释放。我们认为“小非”减持的高潮正在过去，新一届董事会选出之后，公司将加强股东关系和资本运营，主要的股价催化剂有望在 2010 年到来。

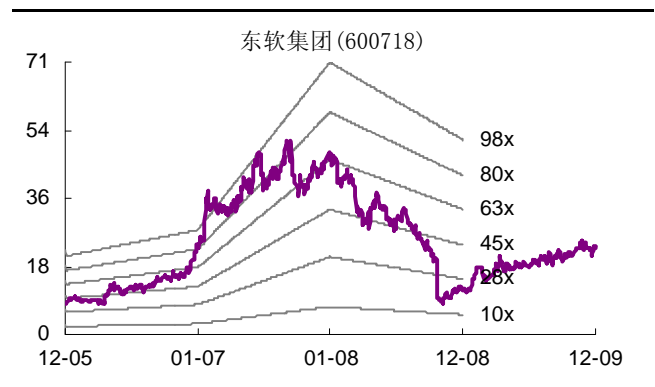
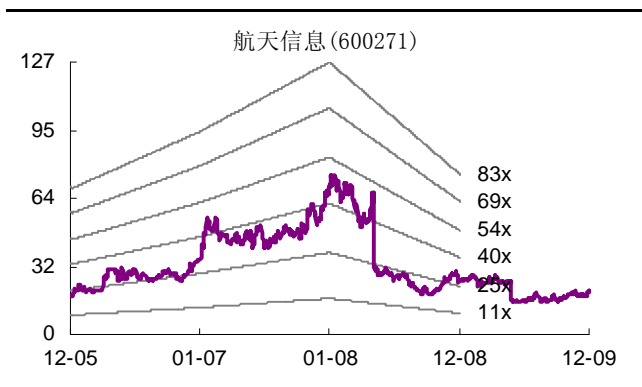
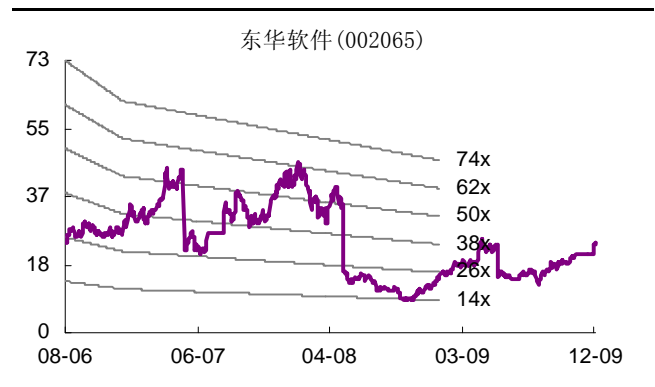
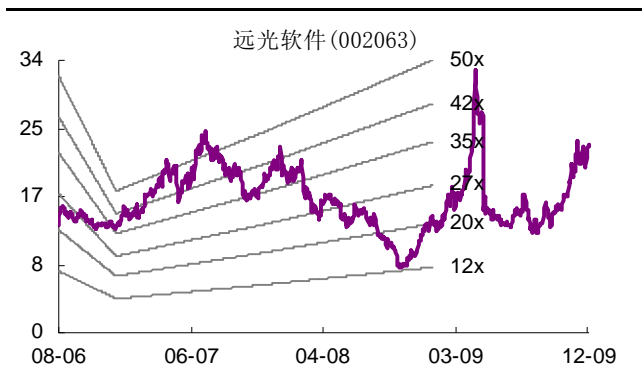
东软集团：公司将同时受益于软件外包的复苏、医疗设备需求的提高以及系统集成业务的升级，其中软件外包在 2010 年有望增长 35-40%，医疗设备将实现 10%以上的增长。在国内系统集成领域，公司在银行、电力、医疗领域都有较强的优势。我们认为公司将在海外和国内持续进行并购，以获取优质客户和行业经验。我们预计 2010 年公司净利润增速将超过 30%。东软集团是我们在软件外包领域最看好的公司。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
002065	东华软件	333	23.90	33.20	0.42	0.56	0.83	57.3	42.5	28.9	9.40	7.70	5.26	买入	买入
002063	远光软件	186	22.96	32.40	0.37	0.58	0.81	61.3	39.6	28.3	11.42	10.24	8.93	买入	买入
600718	东软集团	252	22.71	18.00	0.52	0.52	0.68	43.7	43.7	33.6	6.29	5.85	5.10	增持	买入
600271	航天信息	923	19.93	25.38	0.60	0.73	0.95	33.3	27.3	21.0	6.00	4.28	3.45	增持	买入
600570	恒生电子	446	20.43	9.44	0.30	0.45	0.57	67.9	45.3	35.9	14.41	9.16	7.62	增持	增持
600845	宝信软件	55	32.02	23.26	0.69	0.69	0.92	46.3	46.3	34.6	10.48	10.07	8.32	增持	增持
002073	青岛软控	281	22.18	25.00	0.45	0.62	0.79	49.0	35.8	28.1	9.39	8.82	8.40	增持	增持
600588	用友软件	480	28.13	29.01	0.63	0.78	0.62	44.7	22.5	25.2	8.46	5.05	4.33	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

主要上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

裴培，北京大学经济学学士。曾在对冲基金 Van Eck Global 从事新兴市场研究，以及在独立研究机构 JL McGregor 从事新能源行业研究。2009 年加入光大证券研究所，担任计算机行业研究员。

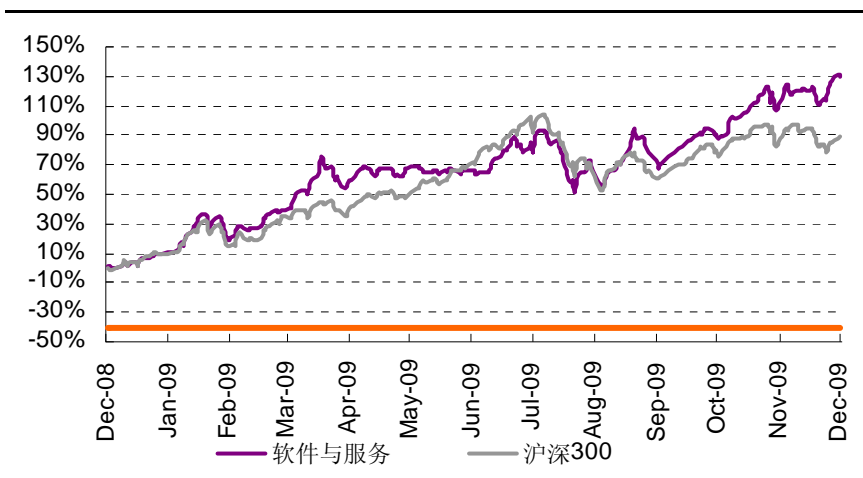
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

软件与服务

分析师：裴培



日期	行业评级
2008-01-10	中性
2009-11-04	增持
2009-12-02	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

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	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@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。