

# 信息化与内需支撑行业增长

## ——2009年软件服务行业投资策略

 **申银万国·2009投资中国战略年会**  
SYWG·2009 CHINA Value Revealed Forum

尹沿技  
2008年11月

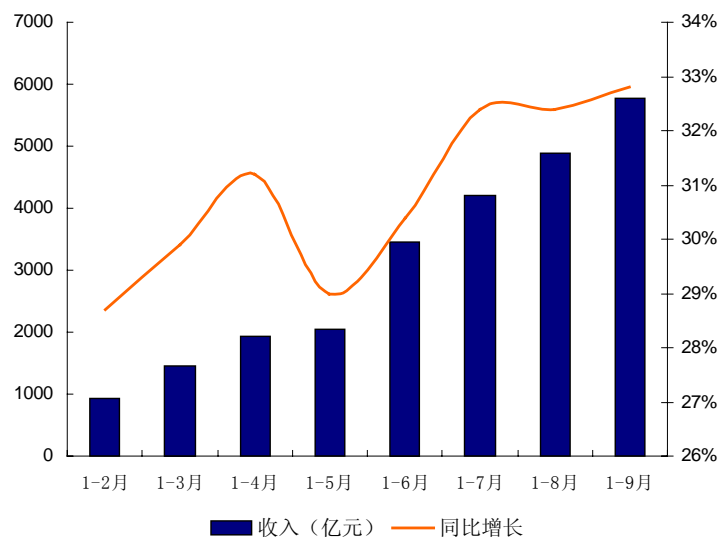
## 观点摘要

1. 受益于信息化进程加快，软件服务行业的增长趋势将会延续
2. 信息化需求将主要体现在软件与服务业内
3. 看好根植于内需市场、充分发挥本地优势的管理软件与IT服务领域
4. 维持行业“看好”评级

# 引言—软件服务行业的增长趋势是否还可延续？

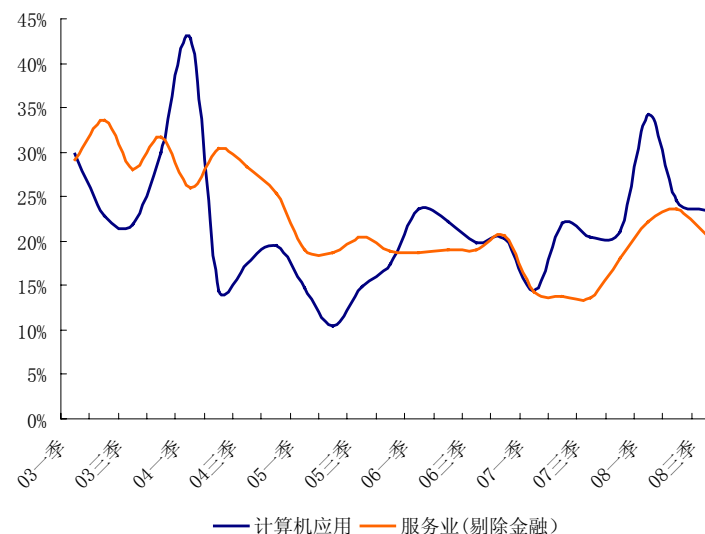
- 在08年前三季度，软件服务产业规模同比增速维持在30%左右，而上市公司销售收入也保持稳定增长
- 行业在未来几年稳定增长是否可以延续？中国的软件服务业发展方向怎样？

### 软件服务产业规模增速维持在30%以上



资料来源：工信部，申万研究

### 上市公司收入稳定增长



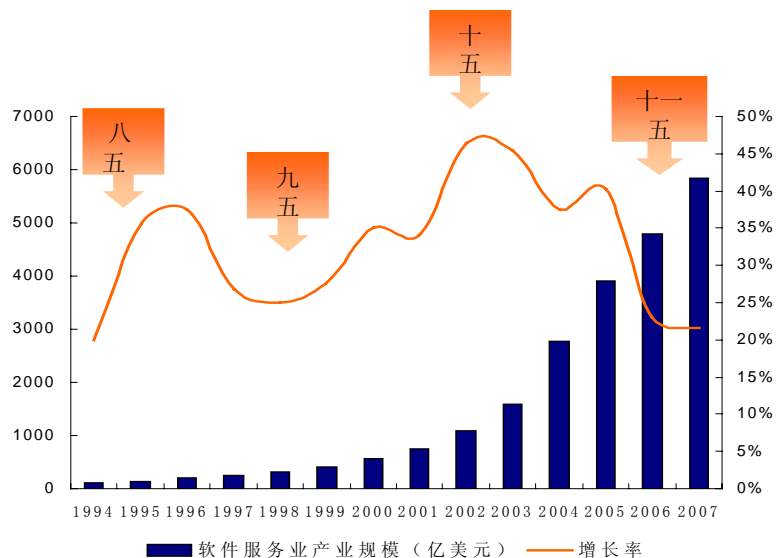
资料来源：Wind，申万研究

## 主要内容

1. 信息化与内需市场支撑行业增长
2. 经济减速下的风险分析
3. 关注四大领域
4. 投资策略

# 1.1 历史回顾——伴随信息化进程发展

软件服务业持续快速增长



资料来源：工信部，申万研究

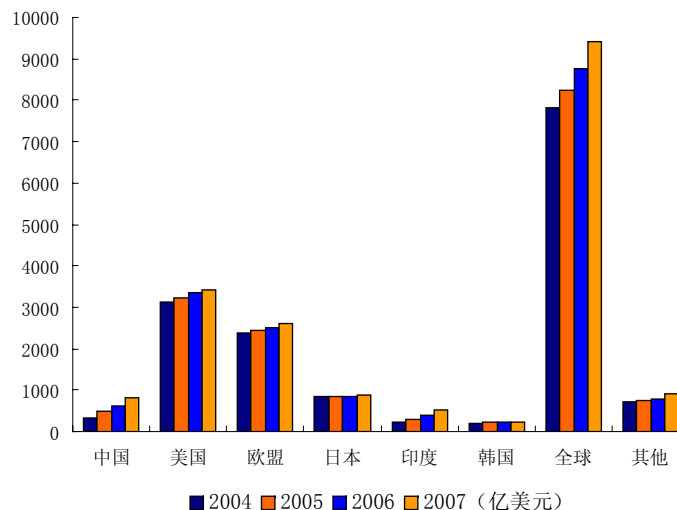
- 历史经验表明，中国软件服务业伴随着信息化的发展而发展
- 中国信息化进程不断加深，已进入“十一五”期间的快速发展时期，软件服务业也进入稳定快速增长阶段
- 截至2007年底，中国软件服务业产业规模达到5834亿元，全球份额上升到8.7%

中国信息化进程不断加深

时间	阶段	主要内容
“八五”期间	正式启动	提出信息化建设的任务； 启动金卡、金桥、金关等重大信息化工程
“九五”期间	推进期	对信息产业进行改革，初步形成通信市场“数网竞争”的格局； 推动政府上网工程、企业上网工程和电子商务，信息化的进程呈现出加速趋势； 确立信息化在国民经济和社会发展中的重要地位
“十五”期间	深化期	“信息化是覆盖现代化建设全局的战略举措” “以信息化带动工业化，发挥后发优势，实现社会生产力的跨越式发展”的战略决策 组建了国家信息化领导小组
“十一五”期间	快速发展	第一个全国性的中长期发展规划《2006~2020年国家信息化发展战略》

资料来源：申万研究

中国软件服务业规模居全球第四

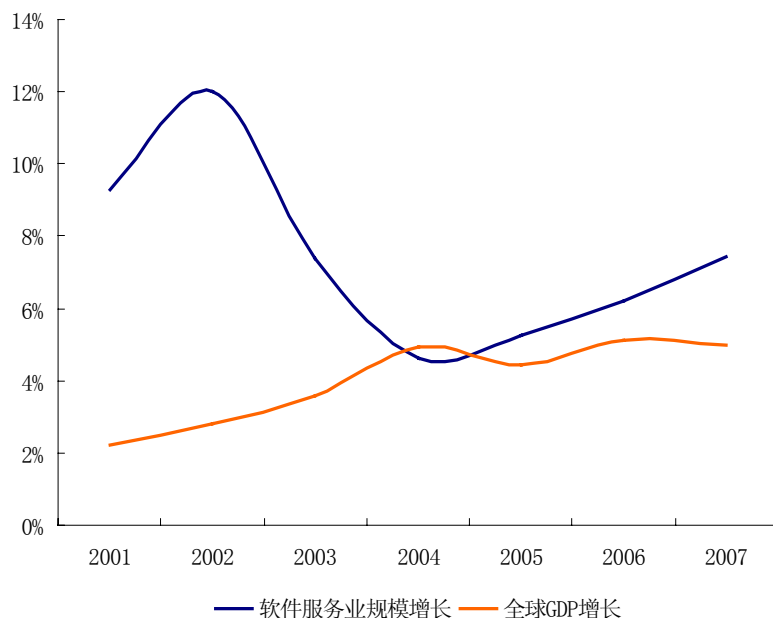


资料来源：《2008年软件产业年鉴》，申万研究

## 1.2 软件行业增速远快于经济增速

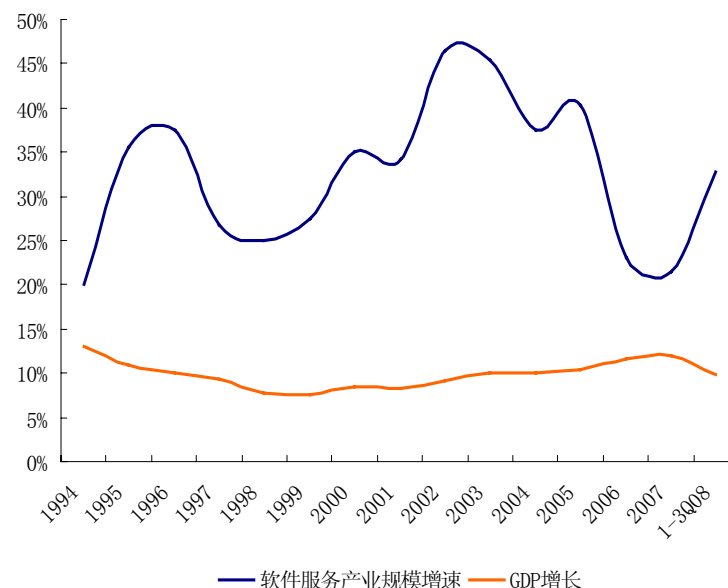
- 在全球信息产业中，软件服务业是发展最为迅速的领域；20世纪90年代以来软件产业增长是全球经济增长的5倍以上
- 中国信息化程度与软件普及率低，软件服务业在中国仍属于新兴产业，产业持续快速发展，并呈现出弱周期性

全球软件服务业增长快于经济增长



资料来源：《2008年中国软件产业年鉴》，申万研究

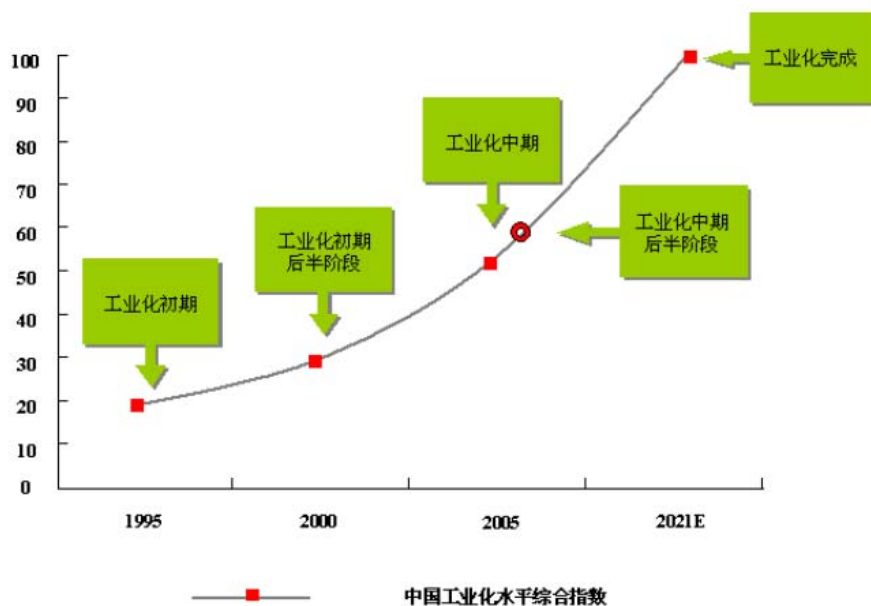
中国软件服务业增长呈现出弱周期性



资料来源：中经网，申万研究

# 1.3 信息化仍将是行业推动力

## 中国工业化进程进入中期的后半阶段



资料来源：社科院《工业化蓝皮书》申万研究

## 中国信息化程度全球排名靠后

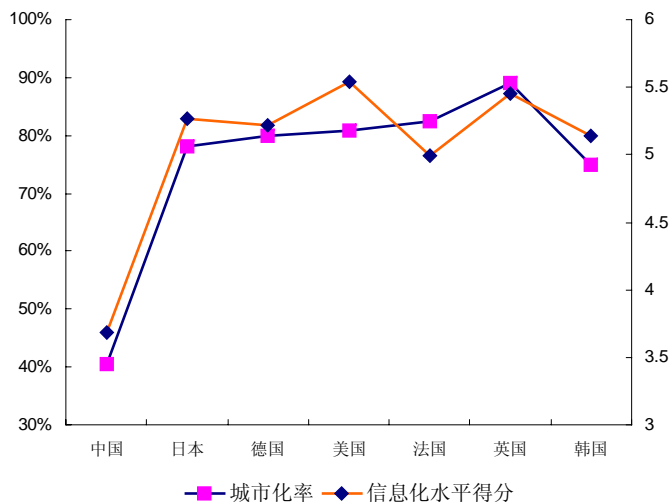
国家和地区	信息化水平得分	排名
丹麦	5.71	1
瑞典	5.66	2
新加坡	5.6	3
芬兰	5.59	4
瑞士	5.58	5
荷兰	5.54	6
美国	5.54	7
冰岛	5.5	8
英国	5.45	9
挪威	5.42	10
中国	3.68	59

资料来源：世界经济论坛网站，《2007年中国信息年鉴》，申万研究

- 中国正由原来的制造加工业大国，整体向工业化中期的后半段转移，产业升级已经成为各个行业的发展必由之路
- 未来信息化仍然是推动软件服务业发展的主要动力

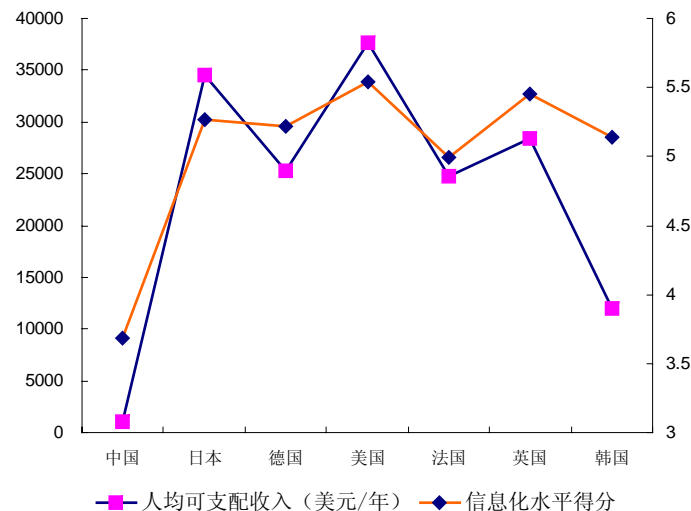
# 1.4 信息化稳步发展

### 城市化率与信息化水平相关



资料来源: CEIC, 申万研究

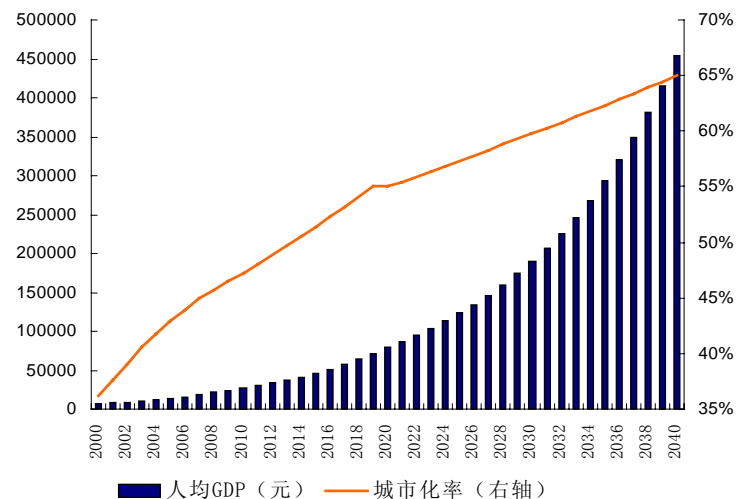
### 人均可支配收入与信息化水平相关



资料来源: CEIC, 申万研究

- 根据国际经验，各国城市化率与人均可支配收入与信息化水平均存在正向关系
- 中国城市化率的提升与人均可支配收入的增长，将推动信息化发展

### 中国城市化率与人均GDP将持续提升



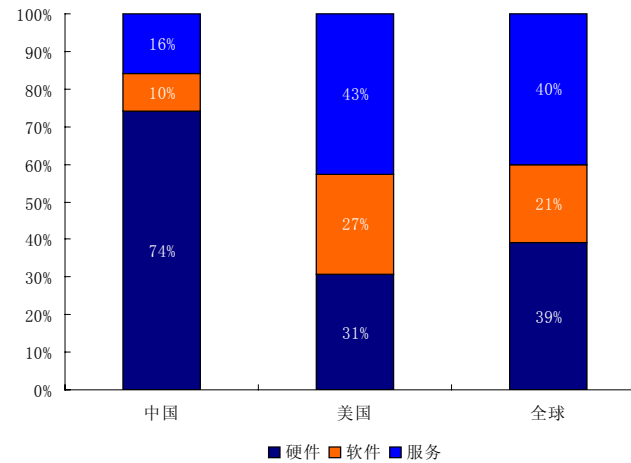
资料来源: CEIC, 申万研究



# 1.5 信息化需求主要体现在软件服务领域

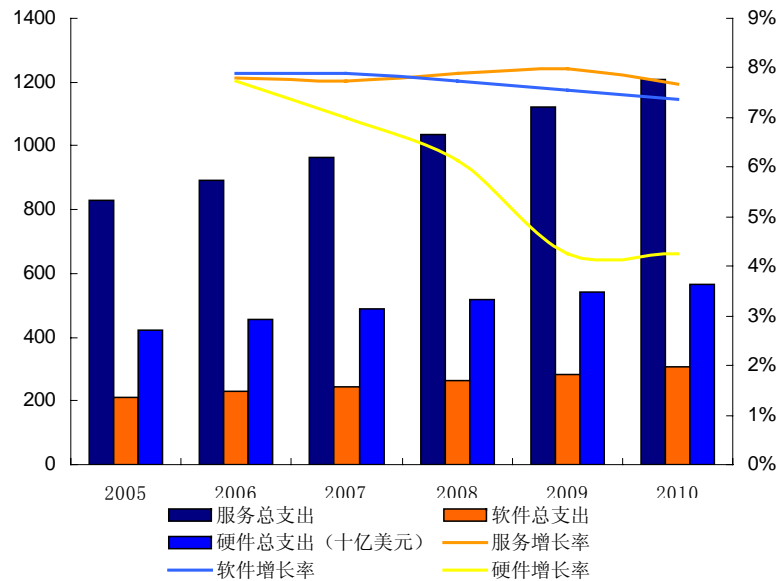
- 信息化进程加快，需求将主要体现在软件服务领域
- 1) 全球IT支出中，软件与服务增速远高于硬件
- 2) 中国的IT市场仍然是一个硬件为中心的市场，但未来有“软化”趋势，预计到2011年软件与服务占市场比重将达到50.8%

中国IT市场中仍以硬件为主



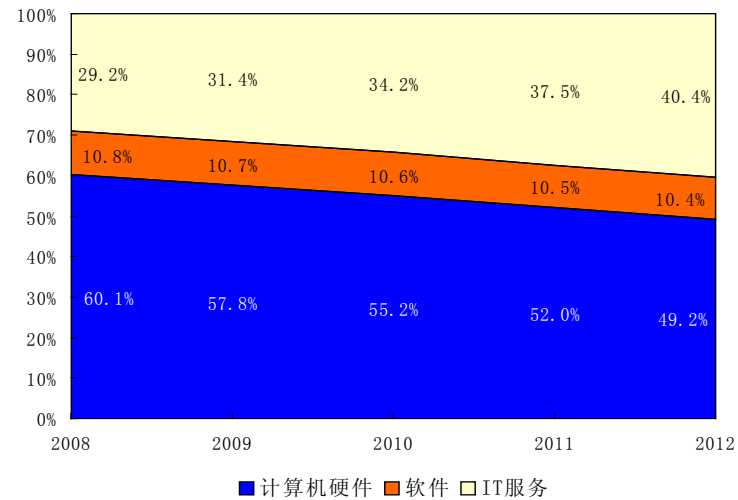
资料来源：IDC 2006，申万研究

全球软件与服务开支增速快于硬件



资料来源：IDC，申万研究

2011年软件与服务将占据半数市场份额

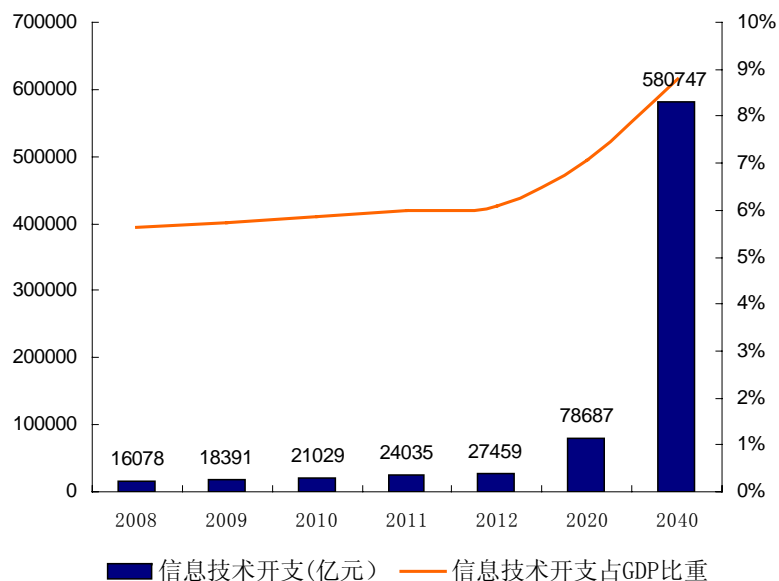


资料来源：CCID，申万研究

## 1.6 软件服务业需求保持旺盛

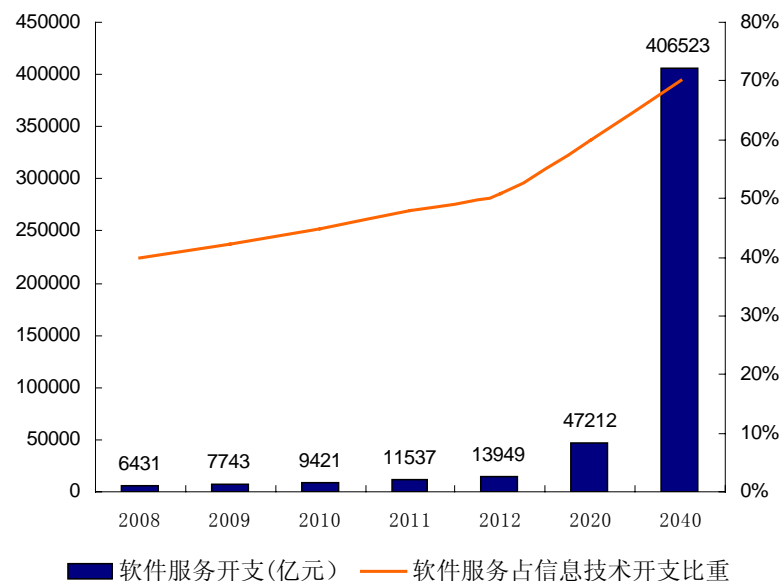
- 我们根据未来GDP增长与信息技术支出占比推导出软件服务业需求
  - 1) 信息技术支出：预计中国信息技术支出到2012年可达到27459亿元，复合增长率达到15%；而到2020年将达到78687亿元
  - 2) 软件服务业支出：预计中国软件服务支出到2012年将达到13949亿元，复合增长率为22%；到2020年软件服务开支将达到47212亿元

中国信息技术开支将稳定增长



资料来源：申万研究

软件服务开支预计将保持快速增长

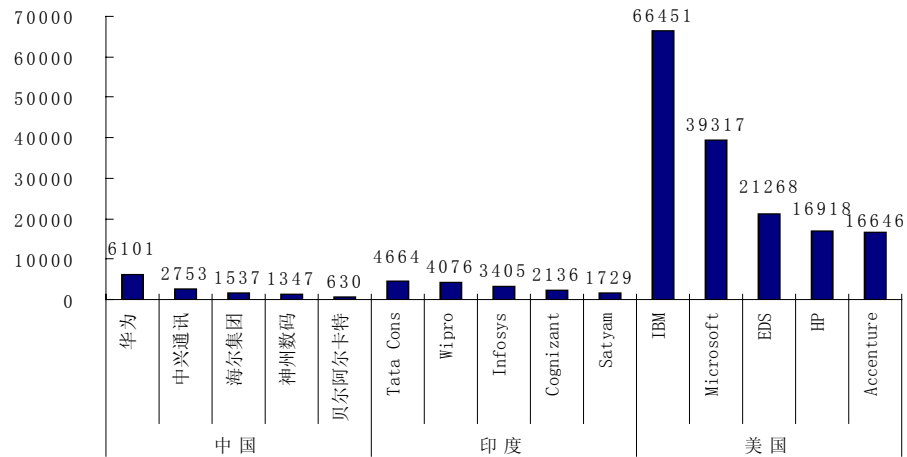


资料来源：申万研究

# 1.7 庞大内需市场为软件服务业发展提供沃土

- 中国软件服务市场内需占据近90%份额，而印度内需只占20%
- 庞大内需市场成为中国软件业发展的保障

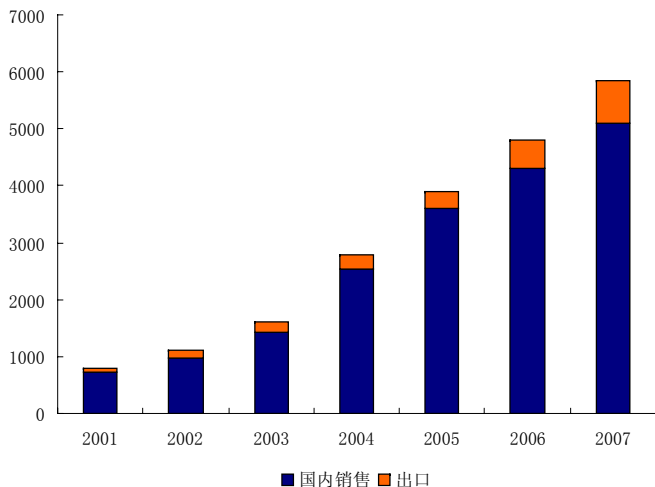
中国、印度与美国软件服务业收入TOP5比较



■ 软件服务收入 (百万美元)

资料来源：工信部，Bloomberg，申万研究

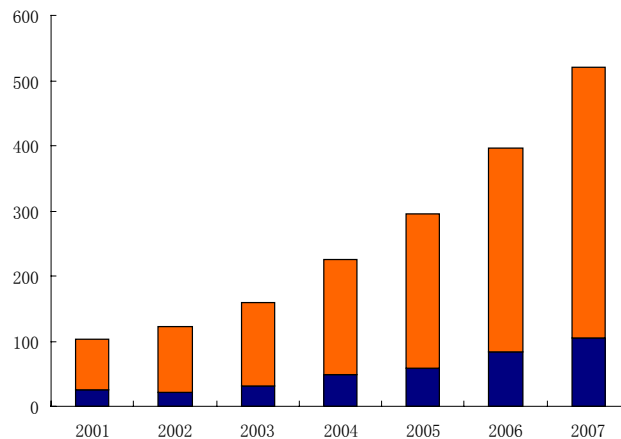
中国软件服务市场以内需为主



■ 国内销售 ■ 出口

资料来源：工信部，申万研究

印度软件服务市场以出口为主



■ 国内销售 ■ 出口

资料来源：工信部，申万研究



# 1.8 伟大企业将从管理软件与IT服务领域产生

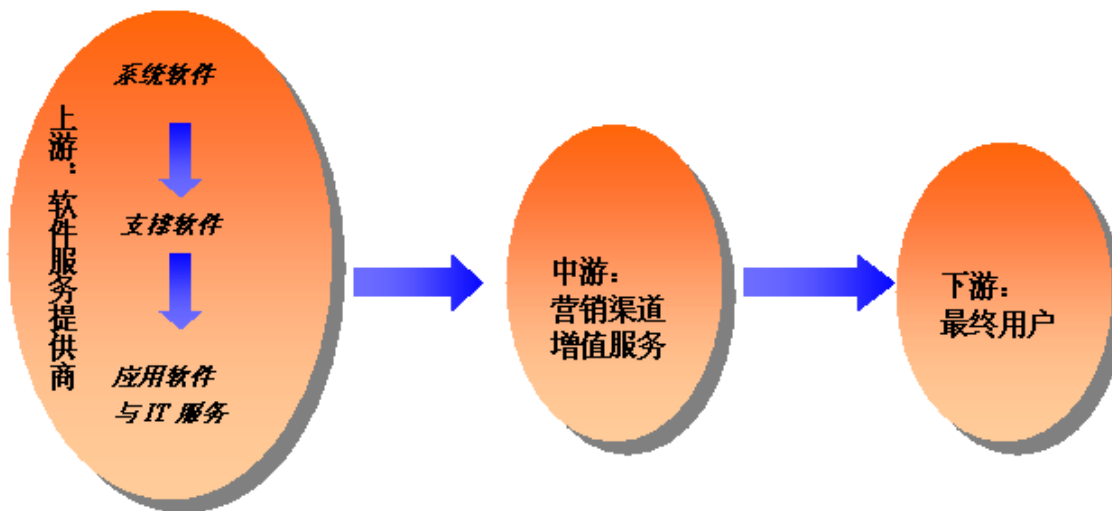
- 中国将发展出较完整的产业链
- 根植于内需市场，发挥本地化优势的领域值得重点关注

全球软件服务业主要发展模式

要素	爱尔兰	美国	印度	日本
资源配置	国际资源为主	全球	国内资源为主	国内资源为主
需求导向	国际市场	全球	国际市场	国内市场
产品导向	支持软件、应用软件	系统软件、支持软件、应用软件；信息服务	专业化服务	主要服务于硬件
价值链	某些环节具备优势	完整	某些环节具备优势	没有完整产业链
发展模式	软件产品与服务出口	通用软件产品销售；信息服务	软件服务出口	产品定制

资料来源：申万研究

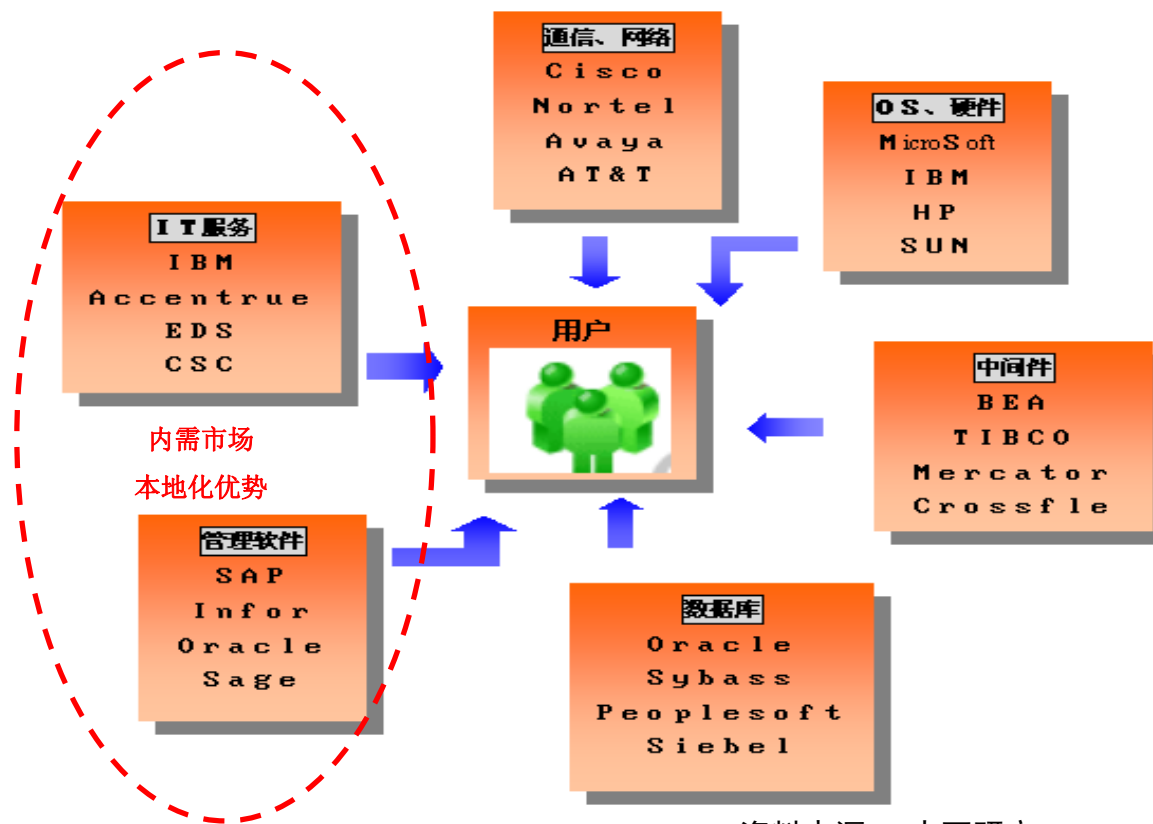
软件服务行业产业链



资料来源：申万研究

- 我们看好根植于内需市场，利于发挥本土化优势的管理软件与 I T 服务领域
- 未来30年有望成为全球IT行业领导企业的公司：用友软件，东软集团

### 美国软件服务行业生态圈



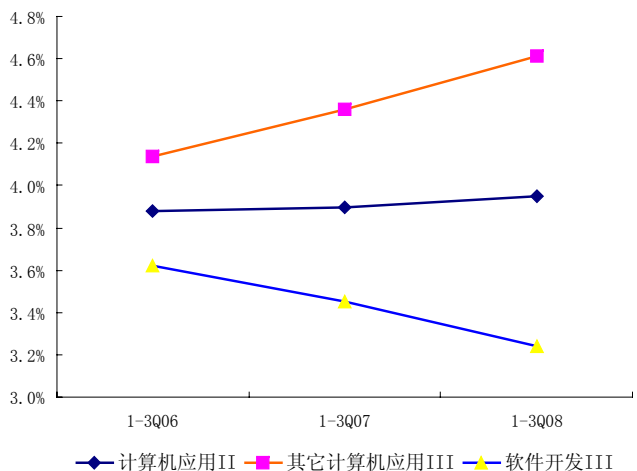
资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 信息化与内需市场支撑行业增长
2. 经济减速下的风险分析
3. 关注四大领域
4. 投资策略

## 2.1 收款压力分析

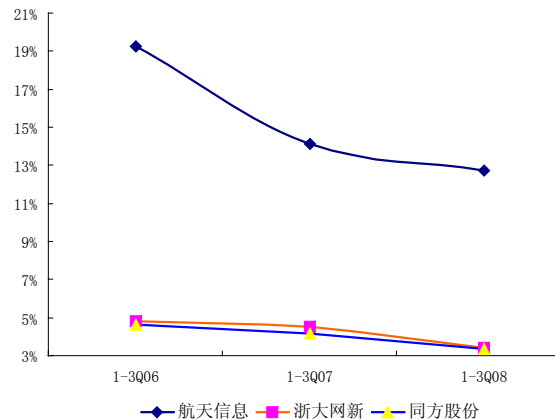
软件开发行业应收账款周转率下降



资料来源: Wind, 申万研究

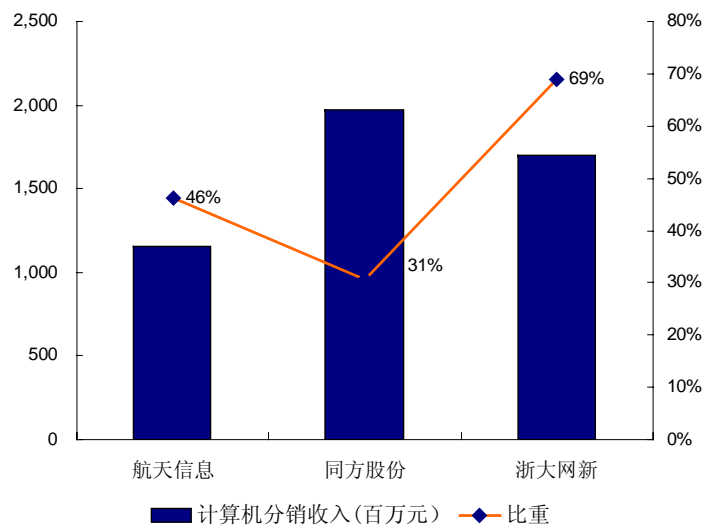
- 收款压力是宏观经济滞后影响在当前的集中体现，主要表现在应收账款周转率等指标上
- 尽管整个行业前三季度还未受到明显影响，但软件开发企业与分销业务比重大的企业已经有所体现；但软件开发企业通常具备充沛现金流，影响相对较小

分销比重大的企业应收账款周转率下降较多



资料来源: wind, 申万研究

部分分销比重较大的公司



资料来源: Wind, 申万研究

注: 08年中期数据; 浙大网新分销业务用网络设备与终端业务替代

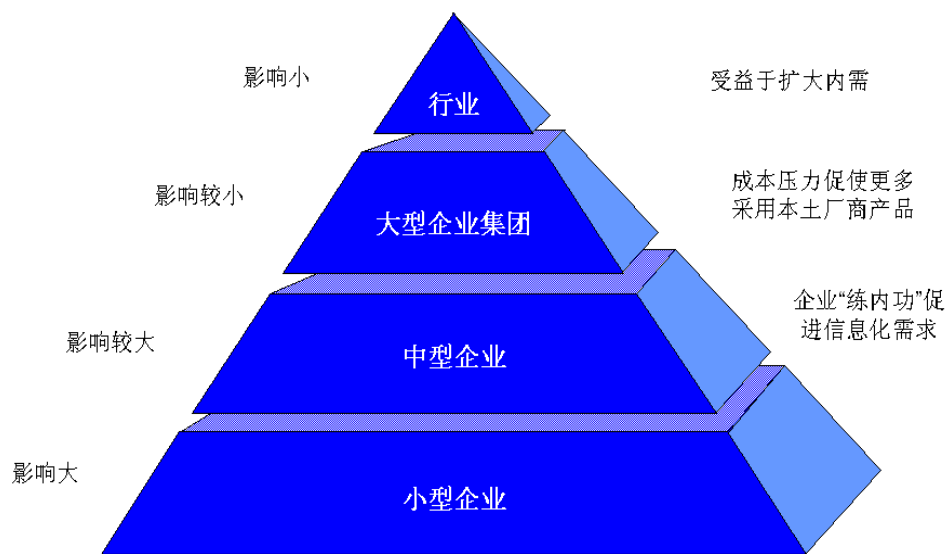
## 2.2 不同层次市场需求影响分析

- 不同规模、层次的公司，其信息化需求受宏观经济减速的影响也呈现出差异化
- 企业削减IT开支，由于软件服务仅占30%比重，所受影响相对要小得多
- 考察二十世纪90年代经济衰退期的美国，即使大量小企业倒闭，还是有更多新的小企业诞生

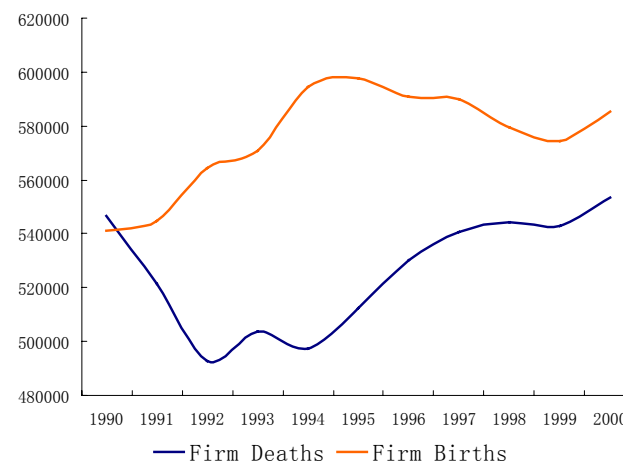
### 不同层次企业信息化需求受经济影响也不同

负面冲击

推动因素

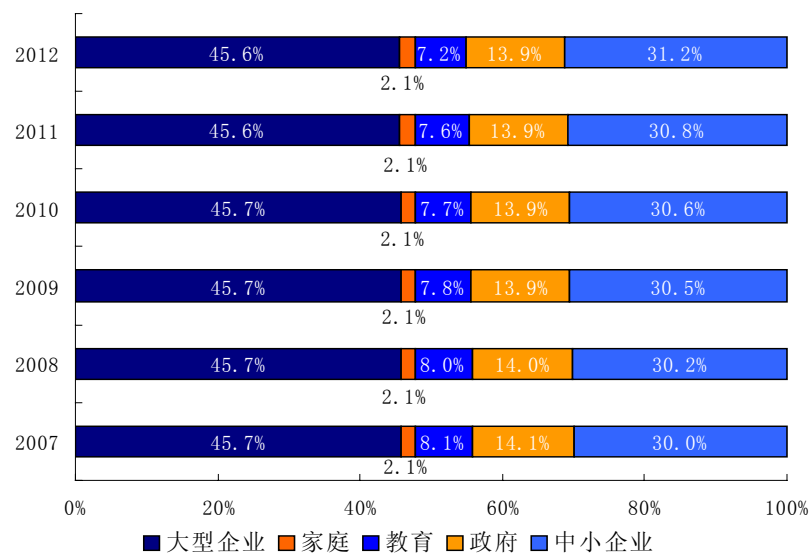


即使在经济衰退期，仍有大量新增小企业



资料来源：U.S. Small Business Administration, 申万研究

### 软件服务业垂直市场结构

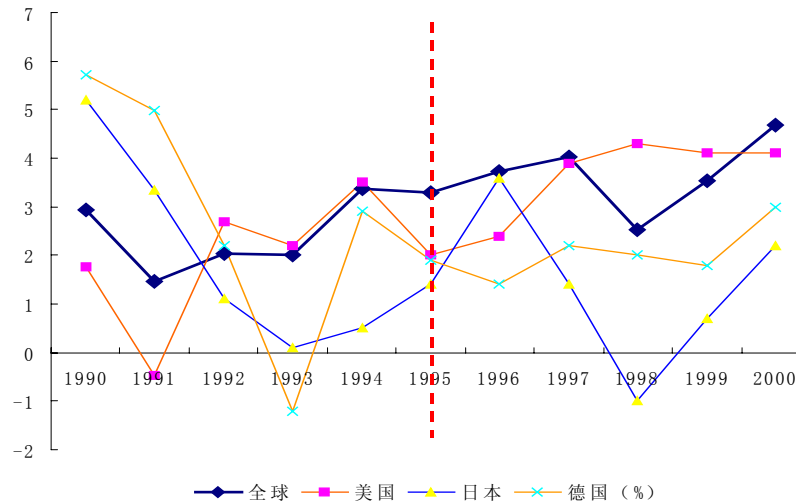




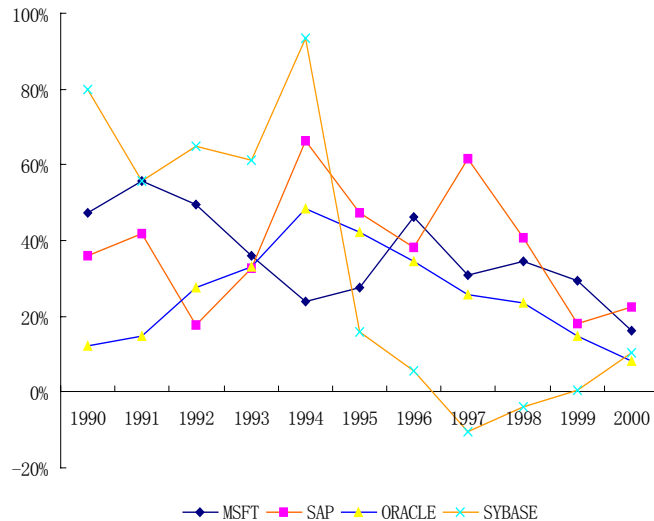
## 2.3 历史经验表明，软件服务厂商受经济减速影响较小

- 考察二十世纪90年代经济衰退期，大量软件服务企业尽管受到影响，但仍保持快速增长；而IT服务厂商在受到较大影响后，也很快回复快速增长势头

20世纪90年代初全球经济陷入衰退

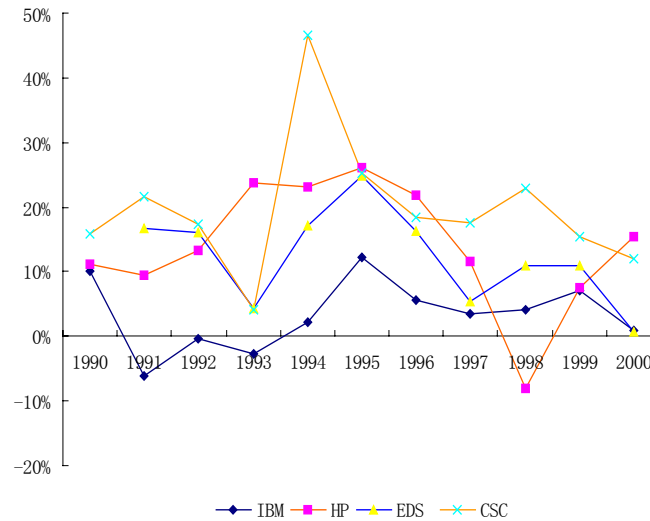


软件厂商收入保持高速增长



IT服务厂商收入很快恢复增长

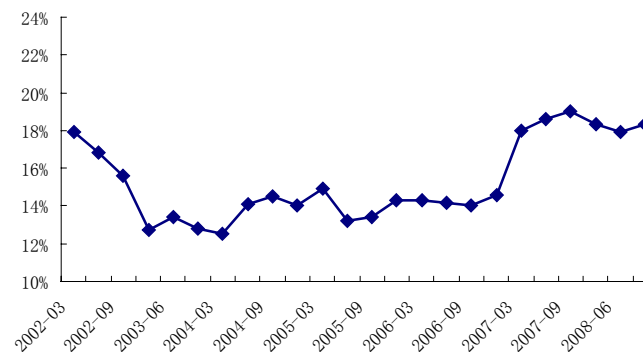
资料来源: Bloomberg, 申万研究



## 2.4 部分影响因素有减弱趋势

- 前期对行业影响较大的一些因素，也有减弱趋势
- 1) 人力成本上升趋势
- 2) 人民币升值压力减弱
- 3) 中小企业信贷支持力度加大，并且SaaS的兴起成为推动中小企业信息化应用有利因素

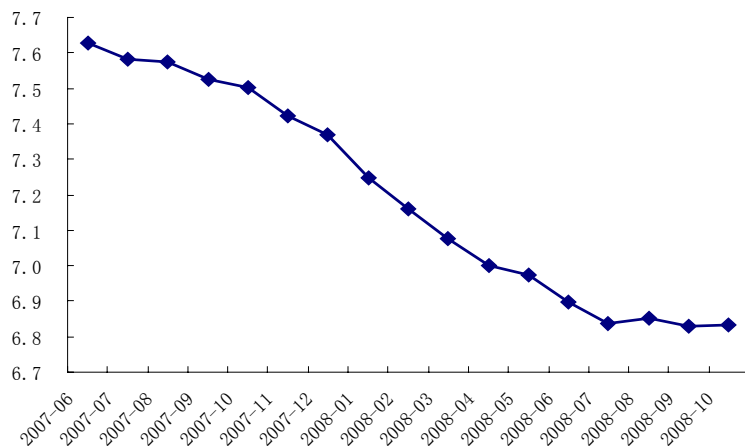
城镇就业人员平均劳动报酬增速放缓



城镇单位就业人员平均劳动报酬同比增长

资料来源: Wind, 申万研究

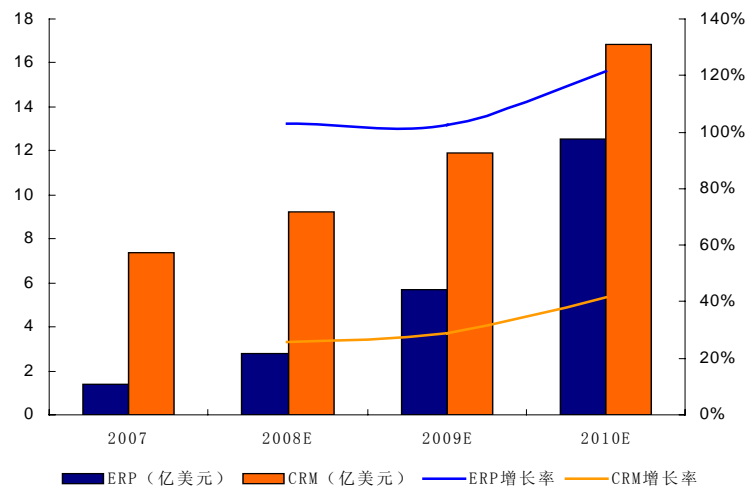
人民币升值放缓



美元兑人民币: 月度平均汇率

资料来源: Wind, 申万研究

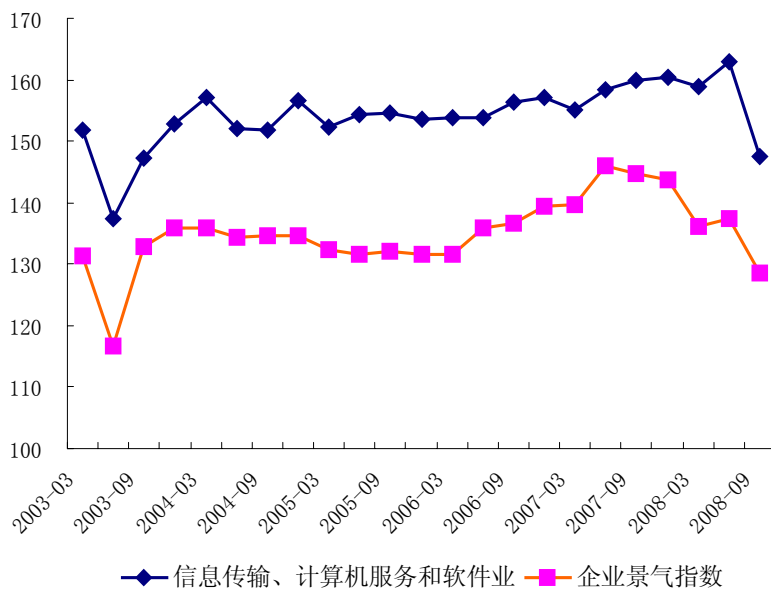
全球SaaS市场规模持续增长



资料来源: iResearch, 申万研究

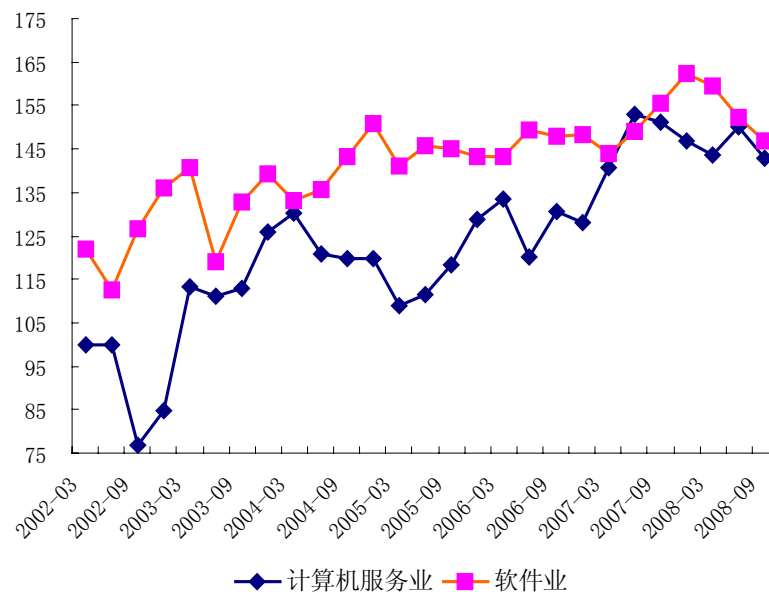
## 2.5 行业景气指数有所下降

软件服务企业景气指数高于整体水平



资料来源: Wind, 申万研究

软件服务行业景气指数仍处于上升通道中



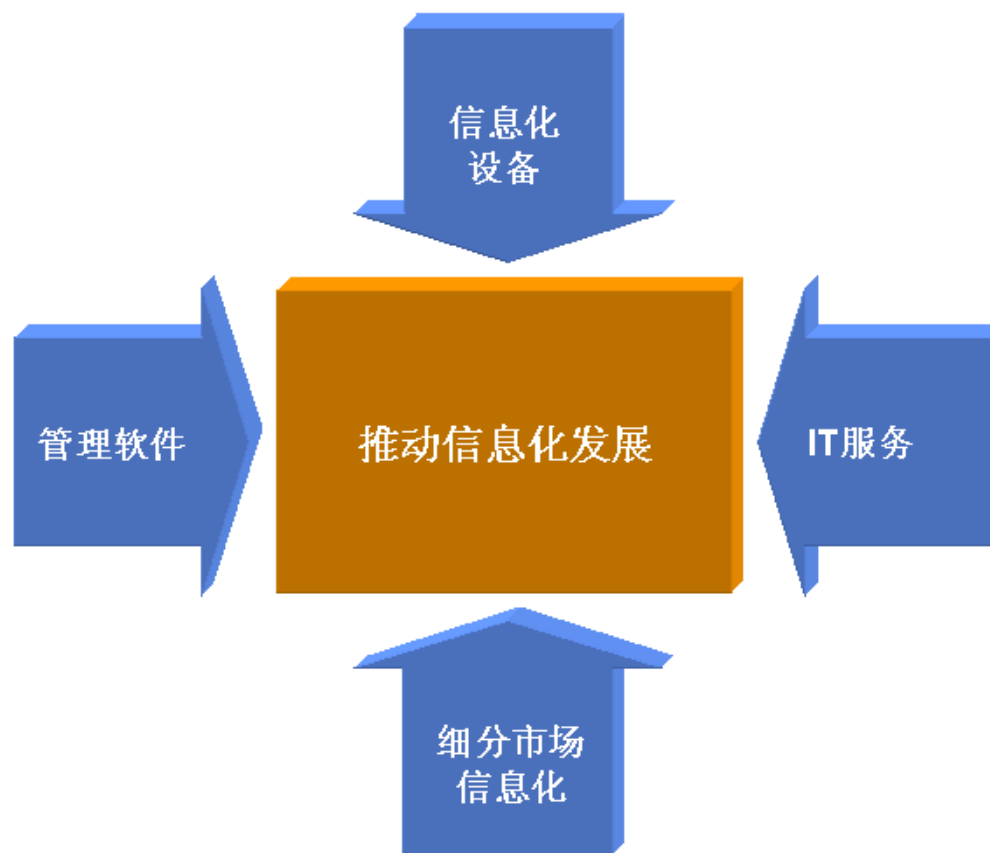
资料来源: Wind, 申万研究

- 尽管受到宏观经济影响，软件服务企业景气指数有所下降，但仍高于整体
- 软件与计算机服务行业景气指数仍处于长期上升通道之中

## 主要内容

1. 信息化与内需市场支撑行业增长
2. 经济减速下的风险分析
3. 关注四大领域
4. 投资策略

## 四大领域推动行业与企业信息化发展

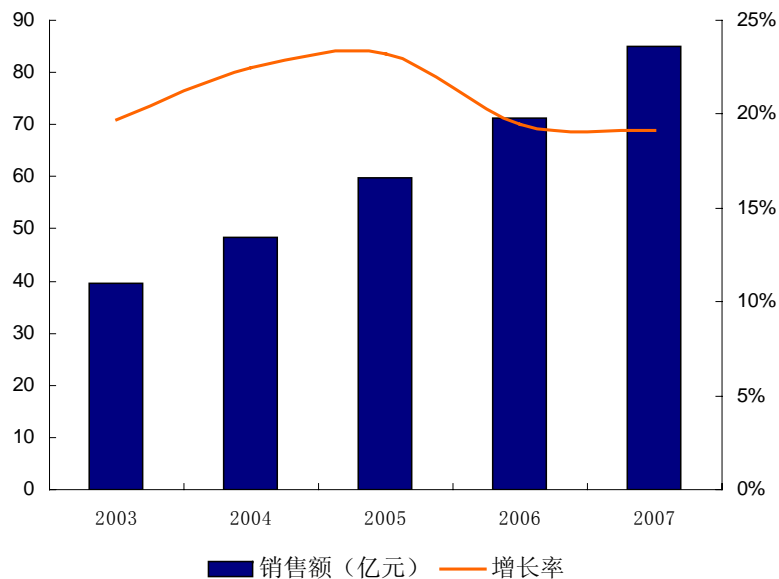


资料来源：申万研究

## 3.1 管理软件

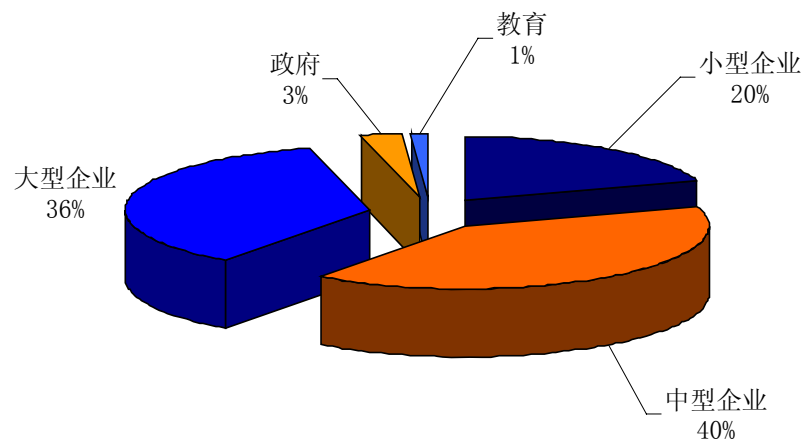
- 管理软件是广大企业，尤其是中小企业推进信息化程度，加深信息化应用的重点
- 通过应用管理软件，企业可以提高管理效率，降低运营成本，从而增强综合竞争力；这一需求主要体现在中型企业以及较有实力的小企业市场
- 在大型企业信息化取得成果的带动下，中型企业成为目前中国管理软件增长的最大动力
- 我们预计中国管理软件市场在未来几年仍能保持20%左右的增速

中国管理软件持续快速增长



资料来源：CCID, 申万研究

大、中型企业成为管理软件市场的主要部分

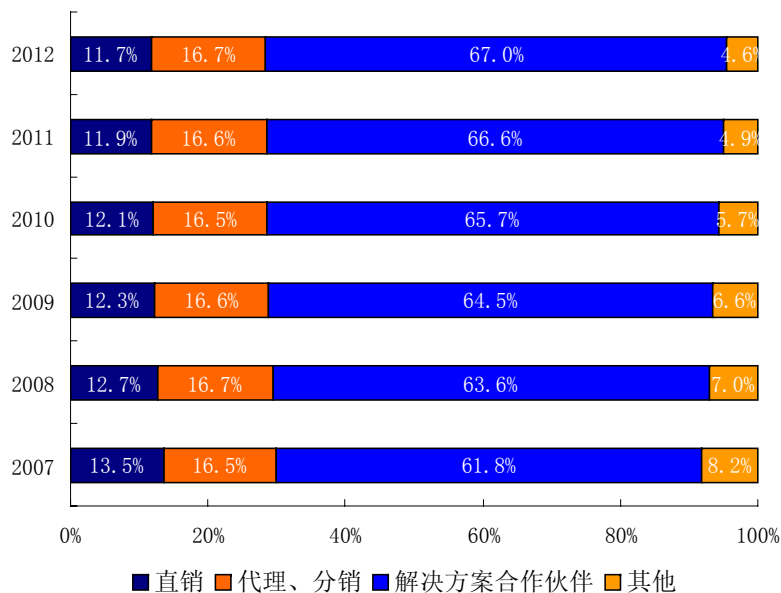


资料来源：CCID, 申万研究

## 3.2 IT服务

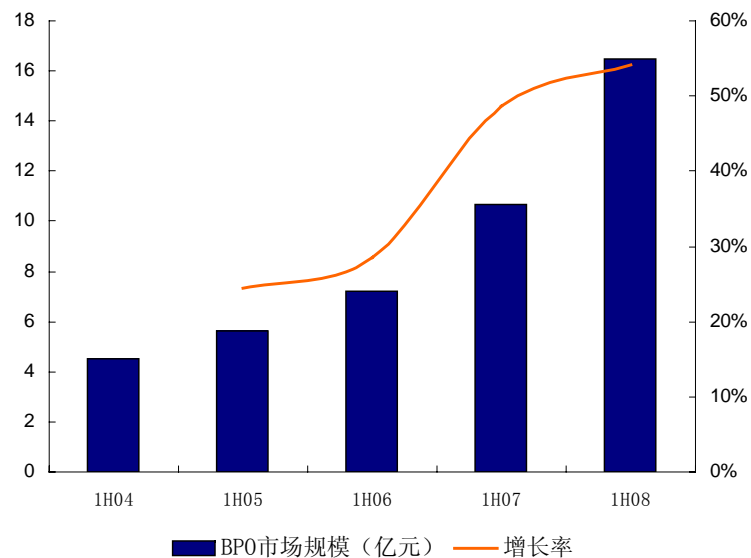
- 在IT服务领域，我们看好行业解决方案与IT服务外包
- 随着用户成熟度提高以及信息化需求增加，软件服务销售越来越多通过解决方案合作伙伴进行，这一比重预计到2012年将达到67%
- 当经济增速放缓，企业经营遇到困难时，软件与服务外包可以帮助企业减少成本；我们看好立足于内需市场的ITO与BPO

中国软件服务销售渠道以解决方案为主



资料来源：CCID, 申万研究

中国BPO市场呈现出加速增长势头

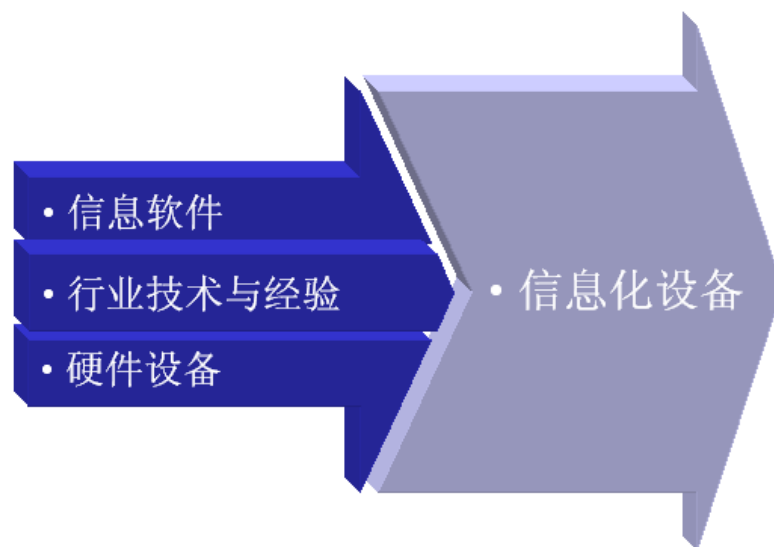


资料来源：CCID, 申万研究

## 3.3 信息化设备

- 软件产业“十一五”规划明确提出要增强信息化装备的供给能力
- 机械装备信息化符合信息化与工业化融合、信息化带动工业化的发展趋势
- 信息技术与机械加工技术的紧密结合是提升装备制造业竞争力的重要途径，同时具备所处行业经验与软件技术优势的企业，将极大地推进装备制造业的信息化进程

信息化设备符合信息化带动工业化的趋势

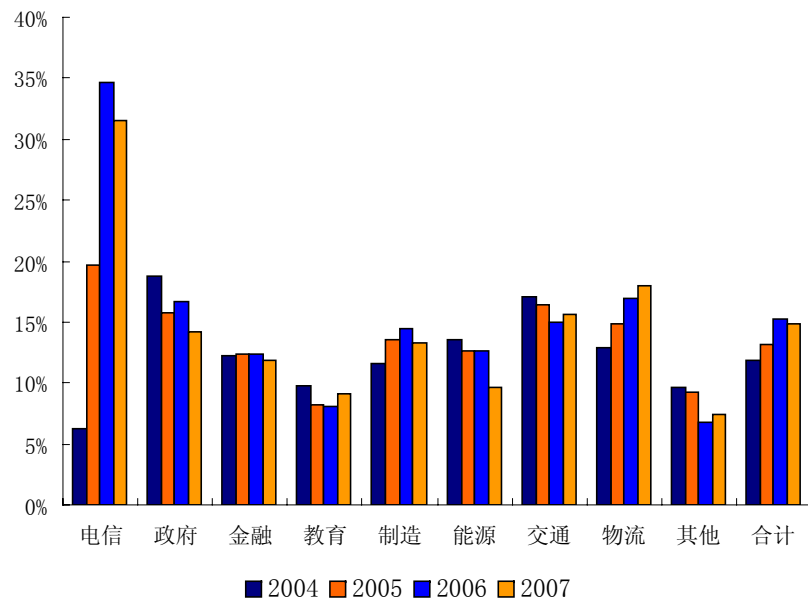




## 3.4 细分行业信息化

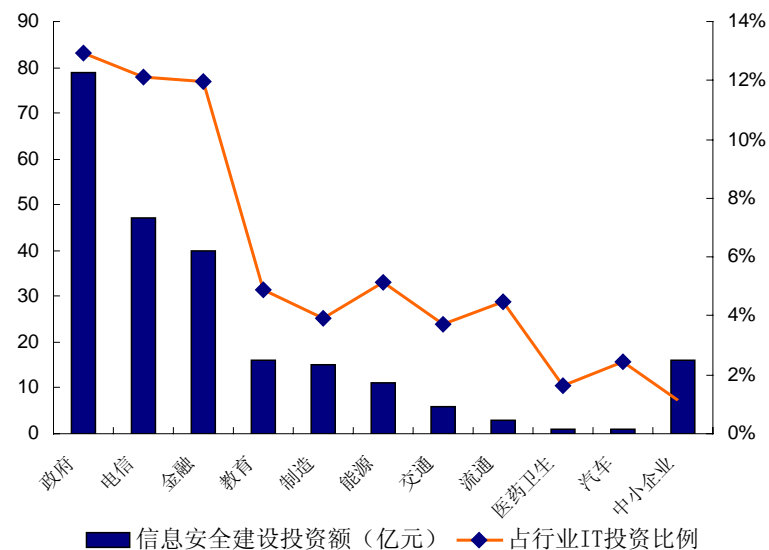
- 众多细分领域也存在信息化需求，并且信息化投入保持着快速增长
- 这些领域信息化需求稳定，受宏观经济影响也相对较小，例如信息安全对于各行业、部门的重要性都与日俱增

各行业信息化投入保持快速增长



资料来源：CCID, 申万研究

2007年中国信息安全建设行业投资额



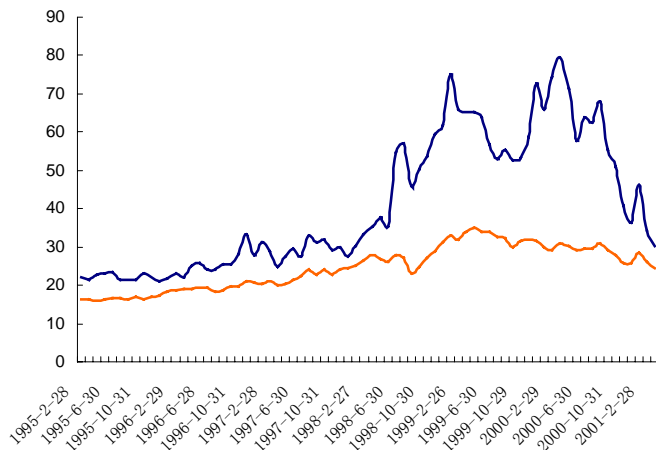
资料来源：CCID, 申万研究

## 主要内容

1. 信息化与内需市场支撑行业增长
2. 经济减速下的风险分析
3. 关注四大领域
4. 投资策略

# 4.1 估值吸引力增加，维持“看好”评级

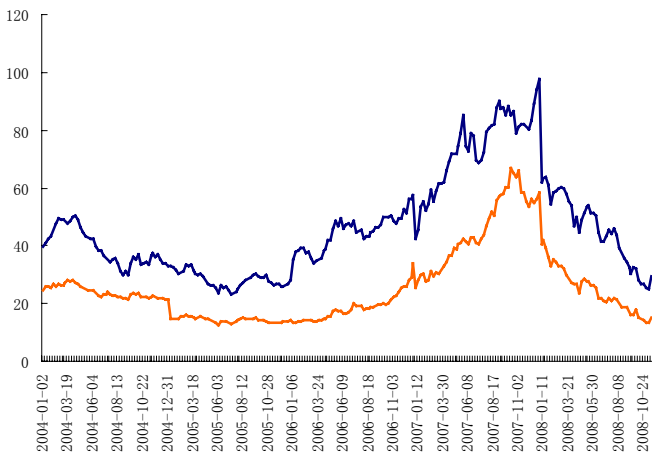
在信息化高峰期美国信息产业具有估值溢价



— S&P Info Tech Index — S&P SPX Index

资料来源: Bloomberg, 甲力研究

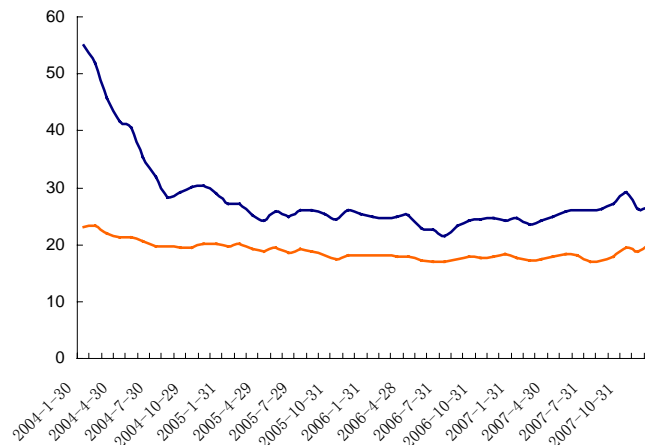
计算机应用行业估值相对市场有溢价



— SW计算机应用 — 沪深300

资料来源: Wind, 申万研究

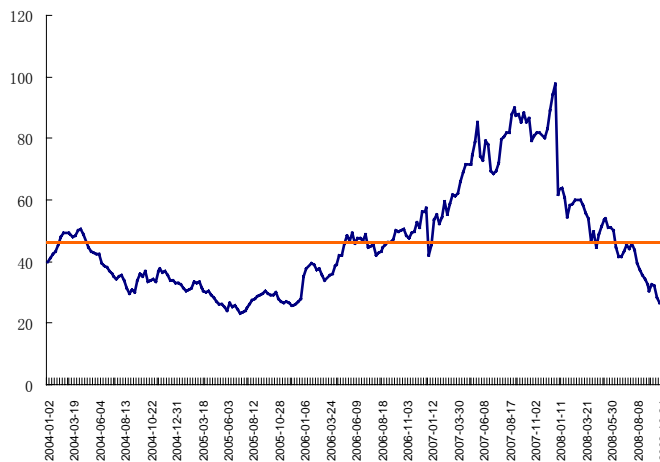
近几年美国信息产估值仍有溢价



— S&P Info Tech Index — S&P SPX Index

资料来源: Bloomberg, 申万研究

计算机应用行业估值已大幅低于平均水平



— SW计算机应用 — 平均PE

资料来源: Wind, 申万研究

- 鉴于信息化推动，以及内需市场的广阔空间，中国软件服务企业理应获得高于国际同行的估值水平
- 长期来看，软件服务行业正面临着良好的发展机遇，而短期持续增长的趋势并未改变，我们维持行业“看好”评级

国际软件与信息服务公司盈利预测与估值水平

CODE	COMPANY	PRICE (\$)	E P S (\$)				Growth			P E		
			2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
CSC	COMPUTER SCI	28.5	3.718	3.89	4.08	4.29	4.5%	5.1%	5.1%	7.3	7.0	6.6
IM	INGRAM MICRO	11.7	1.742	1.45	1.37	1.47	-16.8%	-5.8%	7.6%	8.1	8.6	8.0
ACN	ACCENTRUE	28.7	1.953	2.64	2.87	3.10	35.4%	8.6%	7.9%	10.8	10.0	9.3
MSFT	MICROSOFT	20.1	1.48	1.88	2.03	2.30	27.2%	8.0%	13.1%	10.7	9.9	8.7
ORCL	ORACLE CORP	16.9	0.99	1.27	1.49	1.67	28.3%	17.3%	12.1%	13.3	11.3	10.1
CA	CA INC	17.0	0.869	1.26	1.53	1.65	44.6%	21.7%	7.8%	13.5	11.1	10.3
SAP	SAP AG	28.2	2.285	1.83	2.02	2.26	-20.0%	10.3%	11.8%	15.4	14.0	12.5
IBM	IBM CORP	80.3	7.067	8.73	9.28	9.95	23.6%	6.3%	7.2%	9.2	8.7	8.1
	AVERAGE						15.9%	8.9%	9.1%	11.0	10.1	9.2

资料来源：Bloomberg，申万研究

## 4.2 公司推荐

### 1) 管理软件

- 看好管理软件行业中的龙头厂商，推荐用友软件

### 2) 机械装备信息化

- 看好在行业内具备领先市场份额与技术优势的信息化设备提供商，推荐青岛软控

### 3) IT服务

- 看好具备大型行业解决方案能力，尤其是在电信、金融、电力、电子政务等行业市场份额居前的领先企业，推荐东软集团

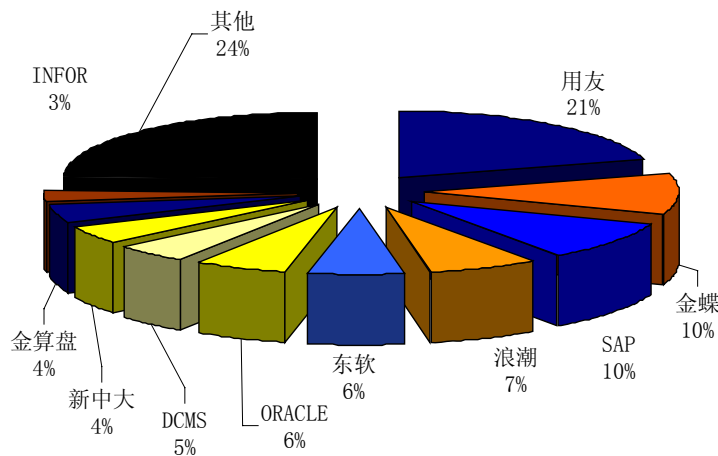
### 4) 细分行业龙头厂商

- 看好在所处细分行业处于领先地位，市场需求受宏观经济影响小，或依靠技术与市场优势可以减轻宏观经济影响的公司
- 关注卫士通、石基信息、科大讯飞

# 用友软件——本土管理软件领先企业优势将扩大

- ERP是企业信息化的重点，企业出于节省成本与提升效率的目的使得这一市场需求在未来几年保持旺盛
- 用友具备规模、研发和渠道优势，将逐步扩大市场份额，并在与国内外管理软件厂商的竞争中最终胜出
- 用友具有清晰的发展路径：深度上，依靠对客户精耕细作，提升服务深度；广度上，从纵向（新产品U9、U6、在线业务等）和横向（并购）两个维度来寻求现有业务的突破
- 目前公司的产品线是历年来最丰富的，从高、中高、中、低端到入门级都有相应产品覆盖，多产品运营已为业内成功软件厂商广泛采用

2007年中国管理软件市场结构



用友软件产品销售收入预测

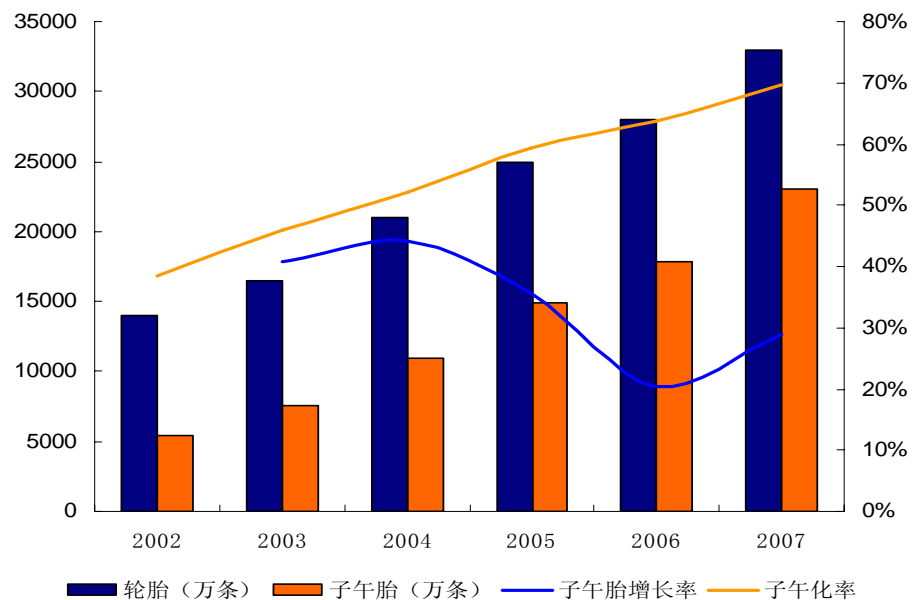
软件产品	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
ERP-NC	134	158	238	354	538	727
ERP-U9				20	64	122
ERP-U8	392	402	442	497	556	615
ERP-U6				75	139	187
Tong	60	86	106	136	172	206
其他产品	81	105	115	144	194	233
合计	667	751	902	1226	1524	1902

资料来源：公司数据，申万研究

# 青岛软控——占据轮胎橡胶设备领域的技术制高点

- 公司是利用信息化改造传统产业、推进工业化与信息化融合的典范
- 尽管汽车产销量增速持续下滑，但轮胎的保有量与出口市场仍在增长
- 公司具备长期投资价值，我们认为除配料系统与全钢子午胎成型机继续保持快速增长外，检测设备、半钢子午胎成型机等将成为新的业绩增长点；而跨行业发展与海外业务将带来更广阔的市场空间

中国子午胎产量快速增长，子午化率持续提升



公司主要产品市场占有率情况

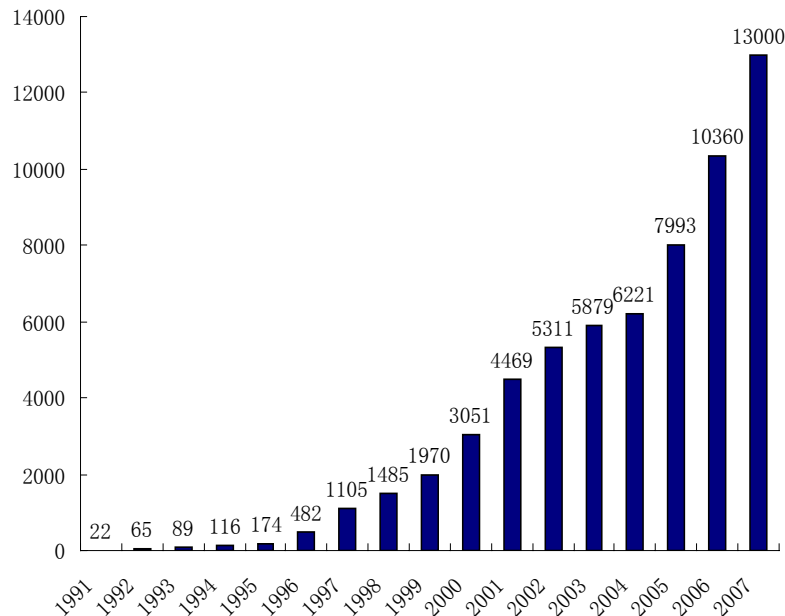
产品	2006	2007	2008E
配料系统	85%	85%	85%
全钢三股成型机	15%	30%	35%
检测设备	5%	10%	15%
半钢成型机	0%	1%	5%

资料来源：公司数据，申万研究

# 东软集团——行业解决方案与软件外包领先企业

- 公司作为中国首家万人软件企业，其业务重心同时放到了国际与国内市场；不仅是中国软件外包的龙头厂商，也是国内行业解决方案领域的领先企业
- 东软所从事的嵌入式外包业务，已脱离传统的仅仅为节约成本而发起的外包，客户更加看重的是公司所拥有的大规模、高素质且符合要求的人力资源
- 东软在行业解决方案领域内，充分利用自身的人力资源规模优势、全国性的分布式交付能力，以及对行业多年的经验积累，将跨领域的知识融合，成功在电子政务、电信、电力、金融等领域取得领先市场份额

东软集团人员扩张迅速



中日外包项目合作模式演进

	第一步 项目合同 解决	第二步 解决方案 概要设计	第三步 解决方案 详细设计	第四步 解决方案 实施	第五步 维护与服务
第一阶段 (目前)	日本企业	日本企业	部分协同	协同	日本企业
第二阶段 (未来3年)	日本企业	部分协同	协同	中国离岸 开发	日本企业
第三阶段 (未来5年)	日本企业	协同	协同	中国离岸 开发	部分协同

资料来源：《2008年中国软件产业年鉴》，申万研究



计算机应用行业部分公司估值情况

	股价	EPS			PE		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
青岛软控	10.14	0.74	1.07	1.50	13.70	9.48	6.76
石基信息	46.90	1.37	1.86	2.38	34.16	25.22	19.67
科大讯飞	19.60	0.67	0.85	1.06	29.13	23.01	18.44
卫士通	15.98	0.63	0.79	0.95	25.39	20.14	16.79
航天信息	23.69	0.91	1.07	1.22	26.17	22.19	19.46
华胜天成	7.52	0.46	0.60	0.72	16.40	12.60	10.47
用友软件	18.50	1.10	1.33	1.38	16.82	13.88	13.41
东软集团	10.32	0.52	0.64	0.79	19.91	16.04	13.11
浙大网新	3.59	0.26	0.32	0.38	13.58	11.10	9.48

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 分析师承诺

尹沿技：信息技术

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@sw108.com](mailto:compliance@sw108.com)。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究·拓展您的价值

上海申银万国证券研究所有限公司  
尹沿技  
yinyanji@sw108.com