



2015.11.06

筑底
评级:
中性

上次评级:

中性

——计算机行业三季报分析与展望


符健 (分析师)

010-59312839

fujian@gtjas.com

证书编号 S0880515040001

本报告导读:

边际上预期未进一步恶化,形成反弹的基本条件,但难以构筑反转的基础。

摘要:

- **基本面进一步恶化, Q3 费用攀升侵蚀盈利。**行业 Q3 单季净利增速仅为 3.76%,若剔除东方财富的影响因素,行业三季度单季净利润增速为-7.63%,为 13 年 Q2 以来首次出现单季负增长。营收企稳背景下,基本面进一步恶化主要源于费用大幅攀升。互联网等转型业务投入持续, Q3 费用率同比提升 1.55 个百分点,侵蚀盈利。
- **行业分化加剧,软件这边风景独好。**软件 Q3 净利增速达到 10.54%,与硬件负增长形成鲜明对比。软件高景气度主要源于毛利率的持续提升。其中, Q3 软件产业毛利率同比提升 2.33 个百分点,而硬件产业同比下降 0.04 个百分点。实际上,自 13 年 Q4 以来,软件毛利率边际上便趋势向上,而硬件毛利率则边际上趋势向下。
- **需求复苏叠加费用管控,基本面筑底可期。**需求端, PMI 可作为行业营收变化的先行指标。10 月后 PMI 触底回升,或预示未来两个季度行业营收有望持续改善。供给端,根据草根调研的结果,我们判断软件公司转型业务支出大概率在 Q3 达到顶峰。行业景气下行背景下,费用管控成为共识。同时,互联网产业人均薪酬增速下降有助平滑转型带来的费用上升趋势。基于此,我们认为,行业基本面有望呈现缓慢筑底态势。
- **边际预期未恶化构筑反弹基础,长期慢牛值得期待。**边际上预期未进一步恶化,形成反弹的基本条件。考虑基本面有望筑底叠加风险偏好提升,板块反弹或将持续。但边际上预期未进一步改善,难以构筑反转的基础。长期来看,我们对行业保持乐观态度。反复震荡夯实筑底后,板块有望演绎纳斯达克 2000 年后的长期慢牛行情。基于此,建议投资者向具备业绩支持的优质公司靠拢。主题方面,重点推荐共享经济,持续推荐互联网金融、信息安全、互联网医疗、互联网汽车。
- **基于此,我们依次推荐:**金证股份、厦门信达、中科金财、千方科技、高伟达、旋极信息、新大陆、数字政通、北信源、安居宝、三泰控股、卫宁软件、启明星辰、金洲管道。

相关报告

计算机:《三季报落幕,未来不确定性开始增加》

2015.11.01

计算机:《双降驱动,反弹行情仍将延续》

2015.10.26

计算机:《我们的思考:再议转型期计算机行业研究的方法论》

2015.10.21

计算机:《结构性机会不断,板块反弹或可延续持续》

2015.10.18

计算机:《废墟下的存量博弈,主题性机会或可持续》

2015.10.11

目 录

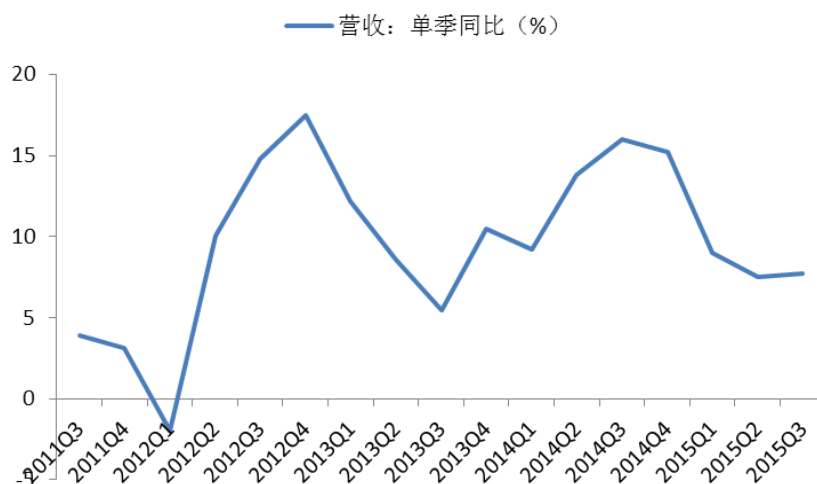
1、整体分析：营收企稳，但费用侵蚀行业盈利	3
1.1. 营收增速出现企稳的迹象	3
1.2. 净利增速快速下滑，进入个位数增长	3
1.3. 费用率攀升侵蚀行业盈利	4
2. 结构分析：行业分化加剧	5
2.1 软件景气度高于硬件	5
2.2 硬件毛利率进一步下滑	6
2.3 加速转型，软件费用率同比持续上升	6
3 全年展望：基本面压力缓解，费用压制向上进程	7
3.1 需求端初现回暖迹象	7
3.2 政策刺激之下转型加码，费用率上升压制净利率	7
4 投资策略：寻找跨周期中的转型潜力公司	8

1、整体分析：营收企稳，但费用侵蚀行业盈利

1.1. 营收增速出现企稳的迹象

营收单季增速企稳，相比于中报小幅上升。计算机硬件营收增速环比增加 3.06%，我们判断主要是下半年硬件采购进入旺季所致。软件及 IT 服务营收增速环比增加 0.07%，低于硬件收入，延续二季度增长速度。

图 1: 2015Q3 营收增速企稳，相比于中报略微上升

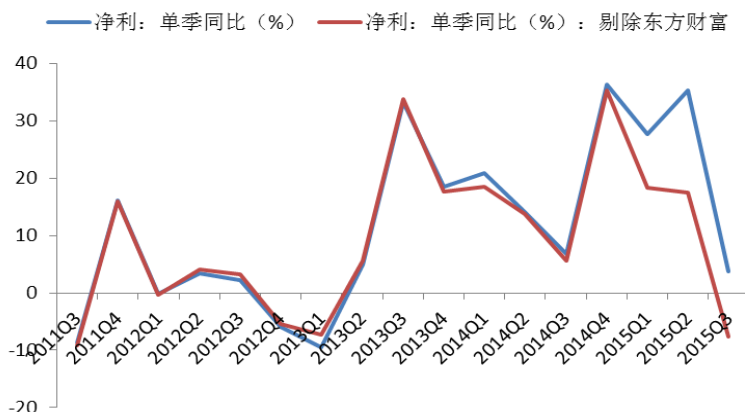


数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究

1.2. 净利增速快速下滑，进入个位数增长

行业整体业绩表现不佳，净利润增速快速下滑。计算机行业三季度单季净利润增速仅为 3.76%，若剔除东方财富的影响因素，行业三季度单季净利润增速为-7.63%，为 13 年 Q2 以来首次出现单季负增长。尽管营业收入企稳，但三季度净利润增速急剧下降，进入个位数增长。成本端，行业整体面临转型期，费用投入加大；而需求端又无强力支撑，导致行业整体业绩表现不佳。

图 2: 剔除东方财富后，两年以来业绩增速首次出现负值

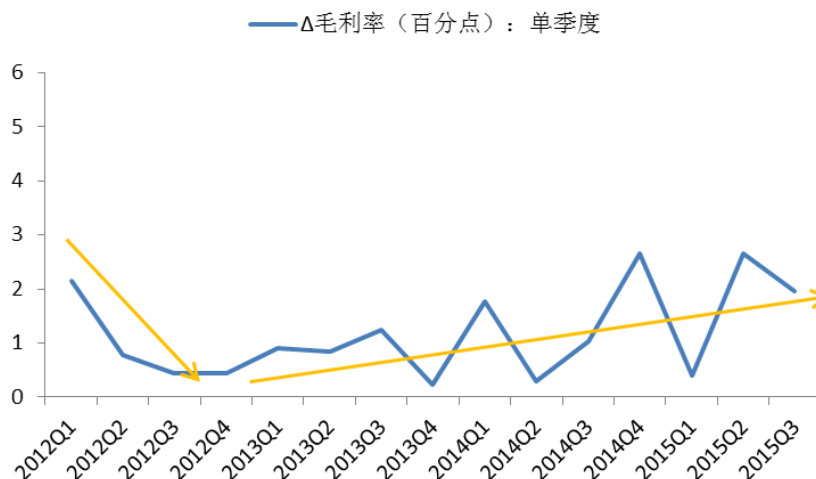


数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究

1.3. 费用率攀升侵蚀行业盈利

毛利率增长仍处于上升通道内。毛利率代表的盈利能力持续好转，三季度同比提升 1.96 个百分点，略低于二季度增速 2.66%。但从一个更长的时间维度来看，毛利率仍处于 2013 年以来的上升通道内。这表明行业整体在往一个更高毛利率的软件及 IT 服务方向转型。

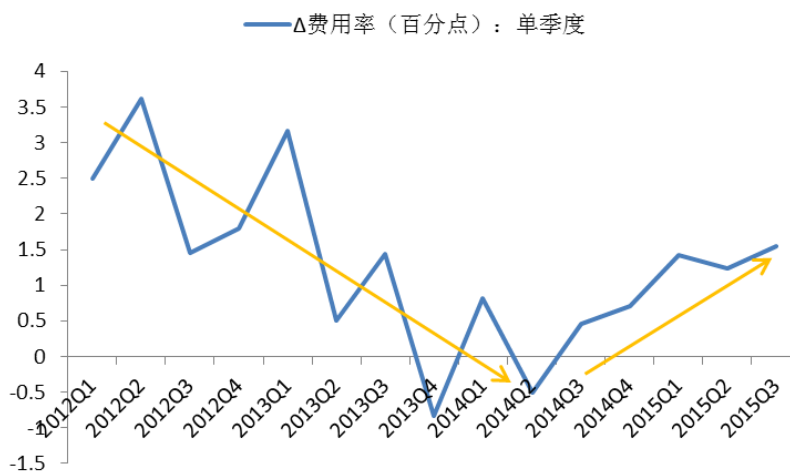
图 3: 2015Q3 毛利率同比提升 1.96 个百分点，仍处于上升通道内



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

费用率攀升压制行业盈利。费用率（包括销售费用、管理费用和财务费用）呈现持续提升态势，三季度同比提升 1.55 个百分点，对净利率形成压制。14 年第三季度以来费用率持续上升，三季度单季费用率为两年来单季增速最高点，我们认为这与行业公司转型期互联网等新业务加大投入有关。

图 4: 2015Q3 费用率同比提升 1.55 个百分点，呈现加速上升态势



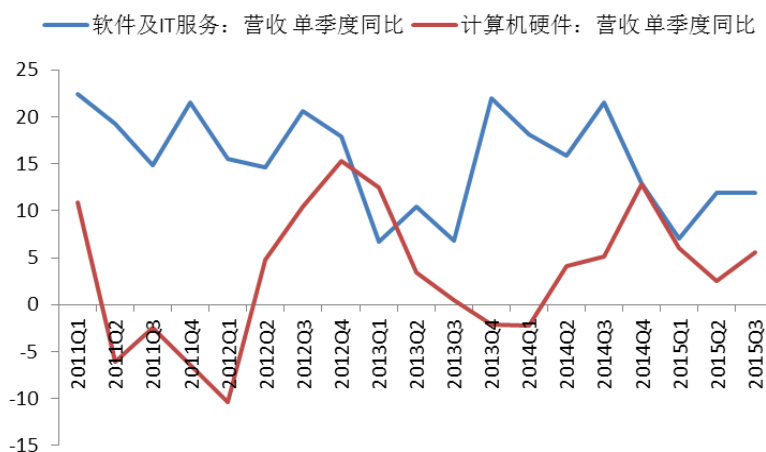
数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

2. 结构分析：行业分化加剧

2.1 软件景气度高于硬件

硬件收入回升，软件及 IT 服务环比持平。计算机硬件营业收入环比增加 3.06%，下半年回收销售收入，出现季节性增加。软件及 IT 服务营业收入环比增加 0.07%，低于硬件收入，延续二季度增长速度。

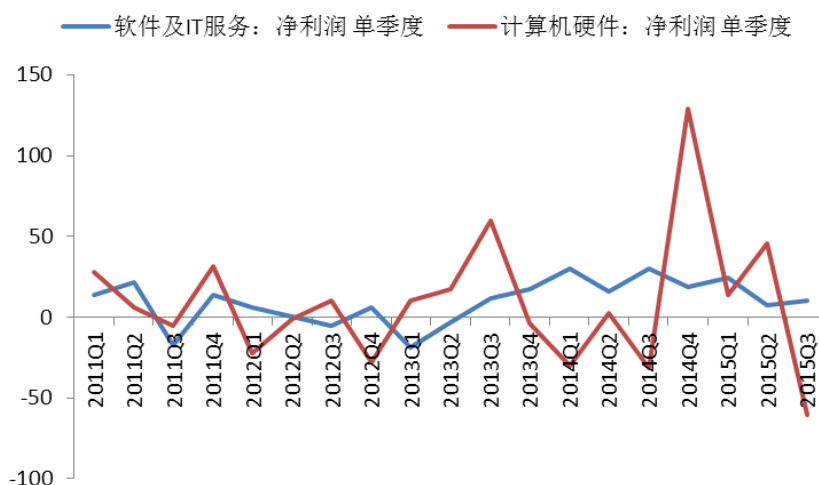
图 5: 2015Q3 计算机硬件季节性营收增加 3.06%



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

软件及 IT 服务维持高增长态势，景气度延续。三季度子行业净利润增速：IT 服务（24.04%）> 计算机软件（0.45%）> 计算机硬件（-60.74%）。硬件净利润增速降至 4 年以来最低，这体现出计算机行业的发展规律——硬件渗透率代表一个细分领域进入爆发的前夜。反之，硬件净利润增速快速下滑，也代表行业目前内生增长动力不足，转型势在必行。而软件及 IT 服务净利增速环比增加 2.81 个百分点，主要由 IT 服务贡献

图 6: 2015Q3 硬件单季度净利增速大幅下滑 60%

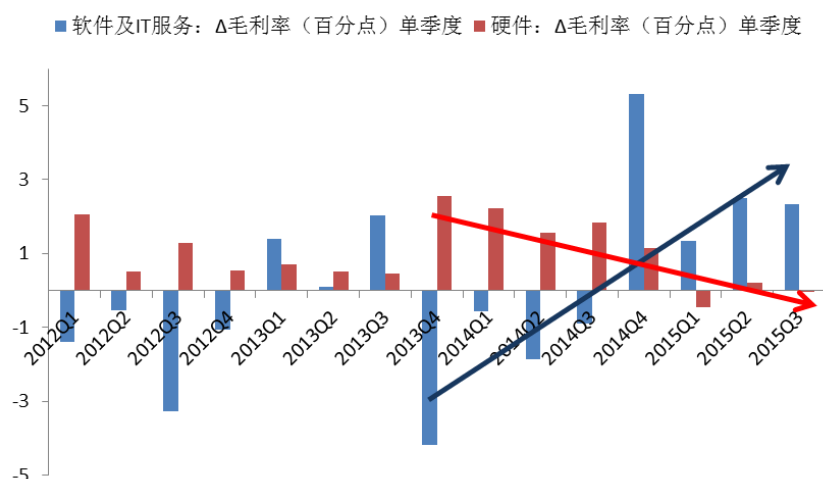


数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

2.2 硬件毛利率进一步下滑

软件盈利能力强于硬件，二者毛利率出现明显分化。2015 年三季度单季毛利率环比下降 2%，同比上升 1.96%，前三季度毛利率明显好于去年同期。分解子行业的毛利率：计算机软件及 IT 服务（36.25%）> 计算机硬件（14.93%），前者自 14 年第四季度以来明显高于后者，并且这一分化不断被扩大。15 年第三季度软件及 IT 服务毛利率同比提升 2.33%，而硬件同比下降 0.04%。

图 7: 2015Q3 软件及 IT 服务毛利率同比提升 2.33, 相反硬件同比下降

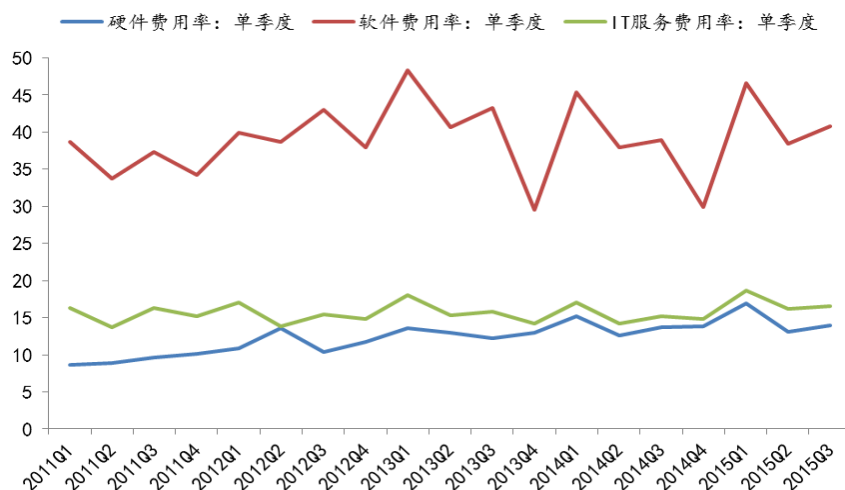


数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

2.3 加速转型，软件费用率同比持续上升

转型期互联网等新业务持续投入，费用端压力凸显。行业自 13 年四季度后，费用率呈现持续提升态势。在今年行业景气度下滑背景下，费用率呈现加速上升趋势，我们认为与以软件和 IT 服务为主导的行业公司转型期互联网等新业务加大投入有关。考虑四季度新业务投入继续，全年费用率可能持续承压。

图 8: 2015Q3 费用率高于二季度，计算机软件费用率环比提升 2.33%



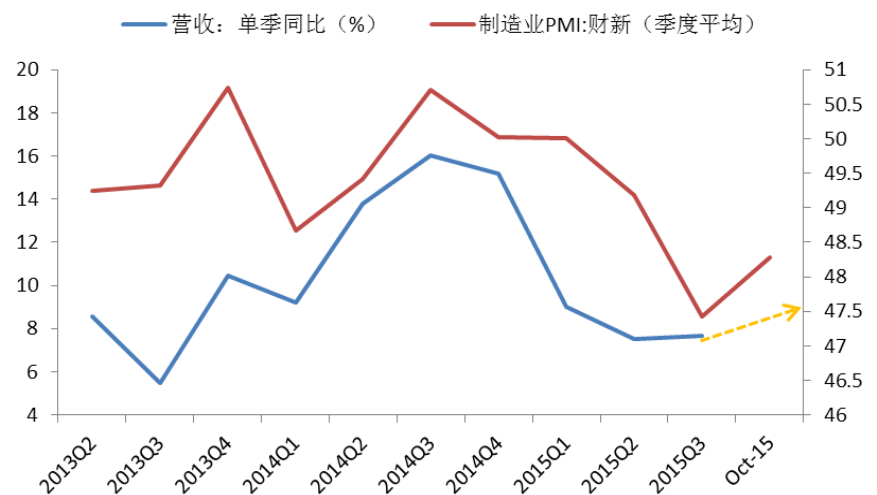
数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

3 全年展望：基本面压力缓解，费用压制向上进程

3.1 需求端初现回暖迹象

营收企稳与制造业 PMI 回升一致，刺激政策红利初显。10 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得 48.3，虽然仍处于收缩区间，但较 9 月的 47.2 明显回升，为 6 月以来最高。制造业颓势减缓，表明前期刺激政策开始发挥效果。这与计算机行业三季度表现出来的营收下降趋势终止，增速企稳相一致。我们预计，若宏观刺激政策继续保持，计算机行业公司的营业收入将在全年以及明年第一季度出现回暖。但鉴于子行业中硬件毛利率下降，以及软件及 IT 服务转型中费用率持续上升，行业整体净利增速短期不能明显改善。

图 9：制造业景气度传导，全年营收可能出现回暖

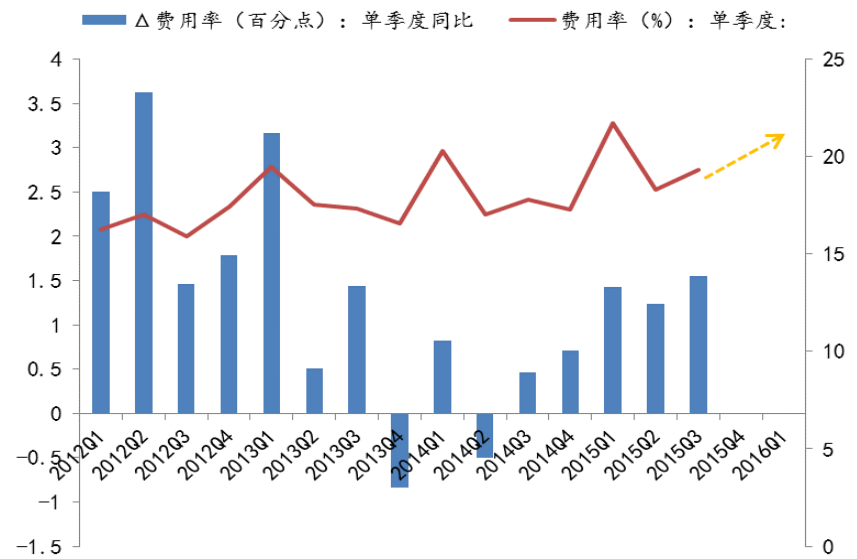


数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究

3.2 政策刺激之下转型加码，费用率上升压制净利率

宽松政策环境为转型奠定基础，费用端压力凸显。政策刺激的效果已反映在行业营收的增速企稳上，但费用率的不断攀升对净利润造成了压制。行业自 13 年四季度后，费用率呈现持续提升态势。15 年前三季度费用率呈现加速上升趋势，我们认为与行业公司转型期互联网等新业务加大投入有关。考虑初步刺激政策效果显现后，四季度在新业务投入方面继续增加的可能性加大，供给端可能持续承压。

图 10: 2015Q3 费用率上升至 16.54%，单季度同比增加 1.55 个百分点



数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券研究

4 投资策略: 寻找跨周期中的转型潜力公司

板块仍处于反复震荡筑底。行业在经历长达两年的景气度上升周期后，过去三个季度数据逐步验证，我们正迎来互联网+浪潮长期繁荣下的行业下行的短周期。从子行业来看，软件和 IT 服务行业前三季度净利润分别增长 11.6%和 15.5%，增速较为平稳。从个股来看，计算机行业的 143 家公司中，有 23 家在前三季度实现了 100%以上的超高增速，占比达 16%。

长期慢牛演绎可期。我们对行业长期保持乐观态度，反复震荡夯实筑底后，板块有望演绎纳斯达克 2000 年后的长期慢牛行情。幸运的是，计算机行业作为一个新兴技术产业，行业内从来不缺乏业绩高增长的个股。基于此，建议投资者向具备业绩支持的优质公司靠拢。主题方面，重点推荐共享经济，持续推荐互联网金融、信息安全、互联网医疗、互联网汽车。

营收企稳与制造业 PMI 回升一致，净利率端仍受费用率压制。10 月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI) 录得 48.3，虽然仍处于收缩区间，但较 9 月的 47.2 明显回升，为 6 月以来最高。制造业颓势减缓，表明前期刺激政策开始发挥效果。这与计算机行业三季度表现出来的营收下降趋势终止，增速企稳相一致。我们预计，若宏观刺激政策继续保持，计算机行业公司的营业收入将在全年以及明年第一季度出现回暖。但鉴于子行业中硬件毛利率下降，以及软件及 IT 服务转型中费用率持续上升，行业整体净利增速短期不能明显改善。

我们依次推荐金证股份、厦门信达、中科金财、千方科技、高伟达、旋极信息、新大陆、数字政通、北信源、安居宝、三泰控股、卫宁软件、

启明星辰、金洲管道。

表 1：重点推荐公司盈利预测与估值

股票名称	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
金证股份	0.28	0.40	0.53	160.7	112.5	84.9	增持
厦门信达	0.60	0.97	1.48	41.7	25.8	16.9	增持
中科金财	0.54	0.74	0.98	145.3	106.1	80.1	增持
千方科技	0.65	0.85	1.07	55.5	42.4	33.7	增持
高伟达	0.55	0.70	0.85	139.8	109.8	90.4	增持
旋极信息	0.58	0.88	1.24	37.6	24.8	17.6	增持
新大陆	0.42	0.55	0.69	63.1	48.2	33.7	增持
数字政通	0.45	0.61	0.85	67.3	49.7	35.6	增持
北信源	0.39	0.50	0.68	135.9	106.0	77.9	谨慎增持
安居宝	0.11	0.13	0.17	127.1	118.0	91.8	谨慎增持
三泰控股	0.09	0.26	0.42	302.0	104.5	64.7	增持
卫宁软件	0.32	0.50	0.79	140.2	89.7	56.8	增持
启明星辰	0.31	0.45	0.60	111.1	76.5	57.4	增持
金洲管道	0.21	0.28	0.36	54.5	40.9	31.8	增持

数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券研究 注释：数据根据上周五收盘价计算

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		