

2010-11-04

行业研究 / 跟踪报告

计算机制造及服务

增持/ 维持评级

分析师

关海燕

SAC 执业证书编号:S1000210010265

guanhy@lhzq.com

联系人

张熙

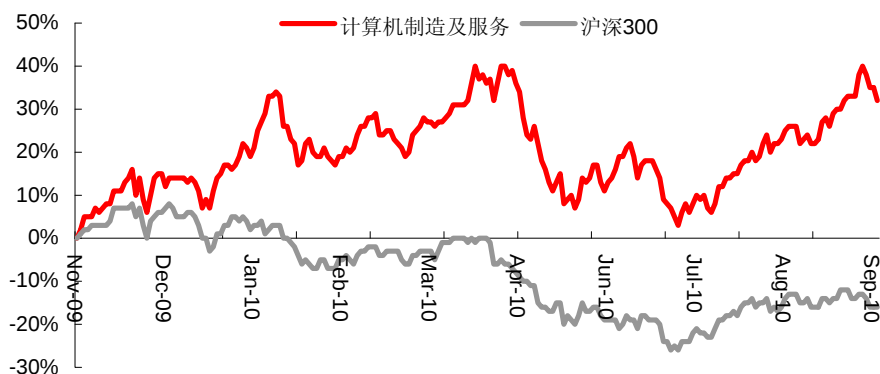
021-50106026

行业持续向好，估值维持高位

—2010 年第三季度计算机行业小结

- 2010 年前三季度，我国软件产业实现收入 9682 亿元，同比增长 30.3%，远高于去年同期 20.3% 的水平。其中，月度增速呈现先低后高的趋势，9 月份软件行业实现收入 1396 亿元，同比增长 157.9%。软件行的收入增速滞后于实体经济，滞后的时间大约在 3—6 个月，随着明年年初工业增加值的逐步走低，我们判断四季度软件行业收入增速将逐步放缓，行业全年收入增速在 30% 左右。
- 2010 前三季度，计算机应用行业的实现收入为 500.3 亿元，同比增长 22.86%，远高于去年 4.59% 的增速水平，净利润增长 5.59% 达 39.1 亿元，低于去年 29.3% 的水平。期间费用的增加和投资收益的减少是净利润增速放缓的主要原因，09Q3 大幅增长的投资净收益在本期大幅缩水，增长率由 1624.7% 降至 -39.8%，是影响本期行业利润的主要因素。剔除投资净收益的影响，上半年行业净利润为 3372 亿元，同比增长 20%。
- 上半年大、小市值公司的业绩分化较为严重，而这一现象在三季度得到改善。前三季度大市值公司收入增长为 27.3%，利润增长 4.08%，与小市值公司利润增速的差距由上半年的 34.3% 缩小至 14.2%。中等市值的公司收入、利润增速均较上半年有所改善。
- 计算机行业历史上平均动态市盈率水平在 30 倍左右。但自 09 四季度以来，行业估值水平一直在 35—45 倍之间徘徊。我们认为，较高的估值包含了市场对行业未来发展的预期。如果明年宏观经济依然纠结，新的支柱、新的发展方向依然未明的话，科技板块将继续承载市场较高的预期，表现形式便是较高的市盈率水平。
- 推荐标的的排序：卓翼科技、银江股份、东华软件、天源迪科、用友软件。
- 风险提示：宏观经济环境趋冷；下游客户 IT 投资缩减。

最近 52 周股价表现

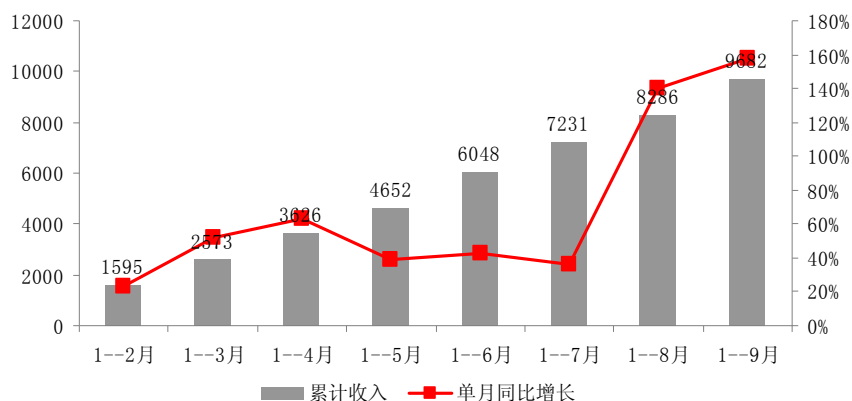


行业概况

软件行业总体运行情况

2010 年前三季度，我国软件产业实现收入 9682 亿元，同比增长 30.3%，远高于去年同期 20.3% 的水平。其中，月度增速呈现先低后高的趋势，9 月份软件行业实现收入 1396 亿元，同比增长 157.9%（见图 1）。

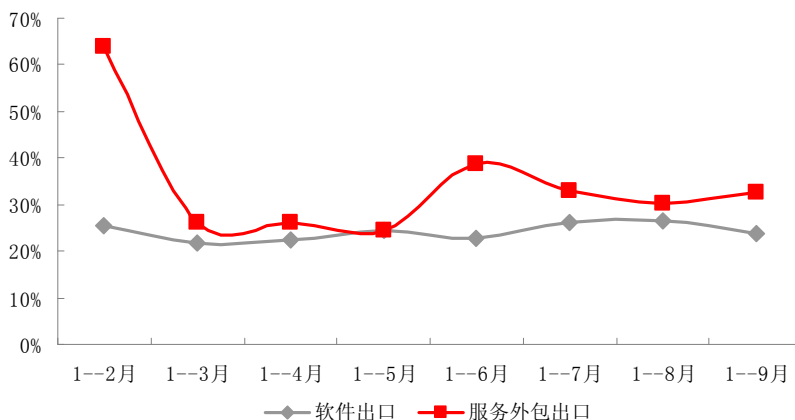
图 1 2010 前三季度软件行业收入规模及增速（单位：亿元）



资料来源：工信部，华泰联合证券研究所

软件出口增长保持平稳，1—9 月完成 165 亿美元，同比增长 23.8%，环比增速有所回落。外包服务出口则波动较大，收入增速由年初的 64% 降至 5 月份的 24.3%，随后在海外市场订单的带动下出现回升，9 月累计增速达 32.9%（见图 2）。

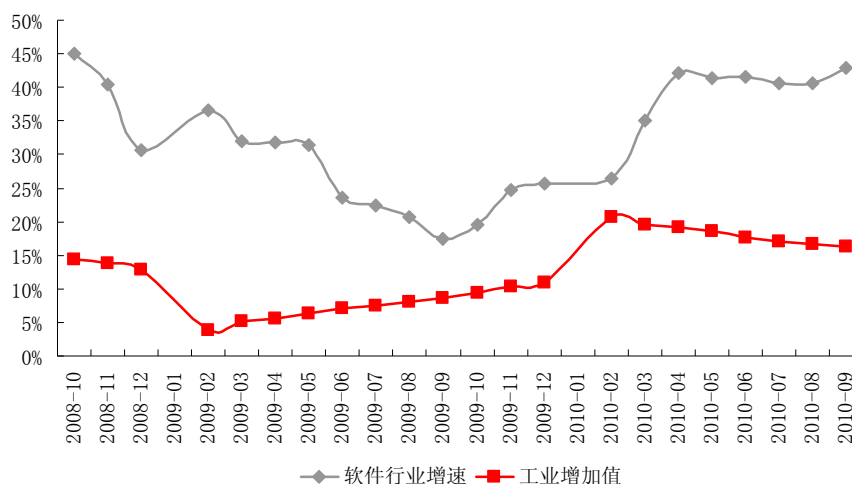
图 2 2010 前三季度软件出口及外包服务同比收入增速（单位：%）



资料来源：工信部，华泰联合证券研究所

软件行业的收入增速滞后于实体经济，滞后的时间大约在 3—6 个月（见图 3），因此随着明年年初工业增加值的逐步走低，我们判断四季度软件行业收入增速将逐步放缓，行业全年收入增速在 30% 左右，明年一季度收入增速会稍有下滑，跟随实体经济增速的恢复再次回到 30% 的增长水平上来。

图 3 软件行业增速滞后于实体经济（单位：%）

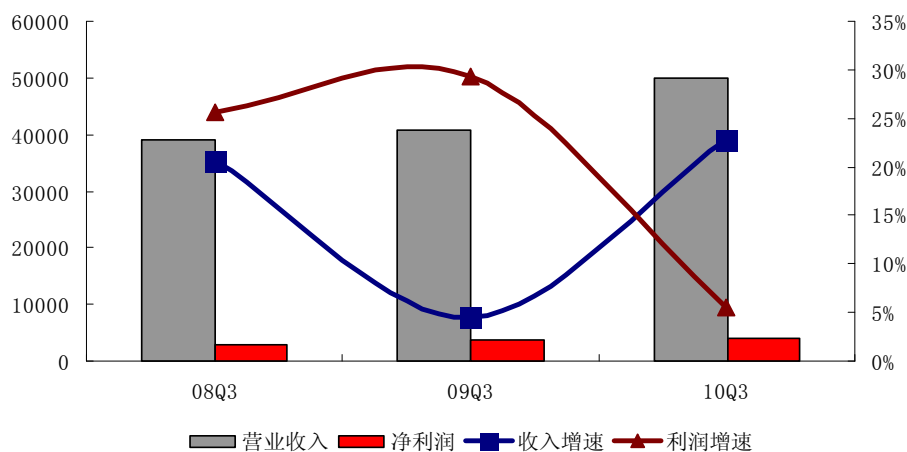


资料来源：工信部，华泰联合证券研究所

上市公司前三季度表现

2010前三季度，计算机应用行业¹的实现收入为500.3亿元，同比增长22.86%，远高于去年4.59%的增速水平。净利润增长5.59%达39.1亿元，低于去年29.3%的水平（见图4）。

图 4 A 股市场软件行业收入、净利润增长情况（单位：百万元，%）



资料来源：华泰联合证券研究所

期间费用的增加和投资收益的减少是净利润增速放缓的主要原因（见表1）。表1中看出营业总成本增速与收入增速基本持平，销售费用及管理费用增速高于收入增速。而09Q3大幅增大的投资净收益在本期大幅缩水，增长率由1624.7%降至-39.8%，是影响本期行业利润的主要因素。剔除投资净收益的影响，上半年行业净利润为3372亿元，同比增长20%

¹ 我们自己定义的软件企业样本，一共包括40家软件业务占收入比重较大的A股上市公司。名单可索取。

表 1 09Q3 年与 10Q3 年增速对比 (单位: %)

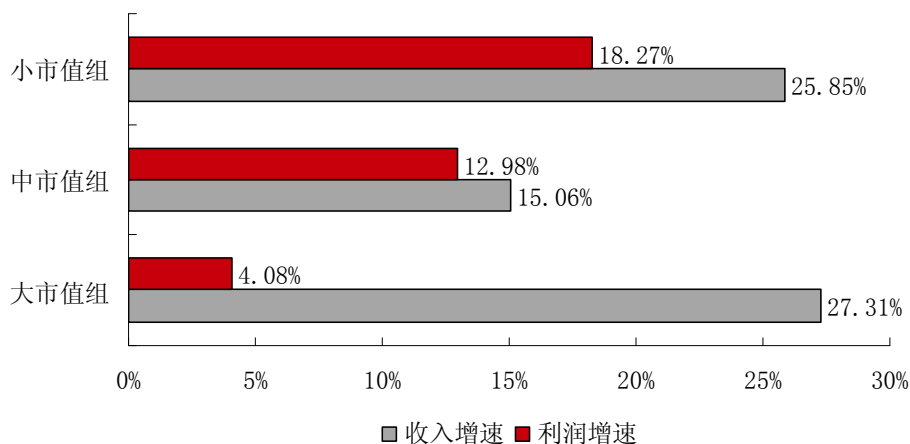
	2009Q3	2010Q3
总收入	4.59%	22.86%
营业成本	2.87%	23.17%
销售费用	12.96%	24.81%
管理费用	17.81%	24.21%
投资净收益 (投资收益+公允价值变动收益)	1624.69%	-39.75%
营业外收入	4.73%	37.38%
净利润	29.25%	5.59%
净利润 (剔除投资净收益)	-0.05%	19.96%

资料来源: 华泰联合证券研究

分化程度减弱, 大公司增收, 小公司增利

上半年大、小市值公司的业绩分化较为严重, 而这一现象在三季度得到改善 (见图 5), 图 5 显示前三季度大市值公司收入增长为 27.3%, 利润增长 4.08%, 与小市值公司利润增速的差距由上半年的 34.3% 缩小至 14.2%。中等市值的公司收入、利润增速均较上半年有所改善。

图 5 大中小市值公司收入、净利润增长情况 (单位: %)



资料来源: 华泰联合证券研究所

大市值组: 增收不增利

大市值组的公司已经进入靠投入换成长的阶段, 对软件类公司而言, 对业绩影响最大的是当期的收入增速和费用投入, 如果资源投入较多而收入没有跟上就会给当期业绩造成较大压力, 这也是上半年大市值组公司业绩负增长的主要原因之一。三季度随着收入确认旺季的来临, 大公司前期的投入现在看到效果, 收入增速上升弥补了前期的投入费用, 净利润增速出现明显上升。

投资收益的大幅下滑是该组别公司业绩不佳的另一原因。软件公司的现金流情况较好, 因此公司往往将其投入二级市场赚取投资收益, 尤其是规模较大、账上现金较为充裕的大公司。上半年 A 股市场表现不佳, 直接影响到这些公司的投资收益。

我们判断今年大公司收入增速将保持在 28%--30%, 净利润增速略低。明年随着

投资收益的改善，公司的利润增速将进一步提高。

中市值组：中规中矩

前三季度中等市值公司收入增速虽然较上半年 9.64% 有所上升，但 12.98% 的水平依然是三个组别中最低的。这些公司大多专注于某一细分领域市场，其现有市场份额已十分可观，既有业务成长空间有限，未来增长遭遇瓶颈。

该组的费用控制较好，前三季度销售费用增长 13.44%，管理费用增长 20.66%，低于其他两组。我们推测在未来的转型期，该组别收入、利润增速仍会低于其他大、小市值的公司，费用投入较少对当期业绩有积极作用，但对未来的成长不利。

表 2 费用投入情况（单位：%）

	销售费用增长	管理费用增长	销售费用率变化	管理费用率变化
小市值	23.26%	27.01%	-0.16%	0.15%
中市值	13.44%	20.66%	-0.07%	1.11%
大市值	32.84%	27.33%	0.37%	-0.07%

资料来源：华泰联合证券研究所

小市值组：茁壮成长

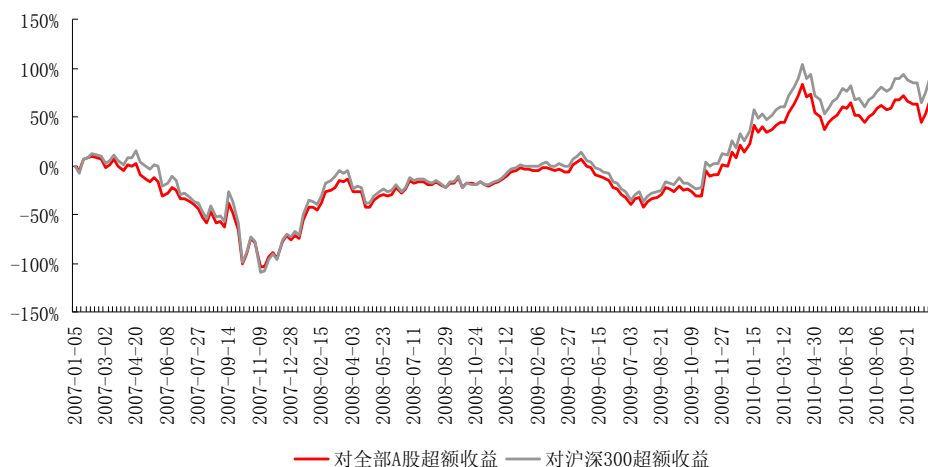
虽然收入增速略低于大市值组公司，但 18.3% 的利润增速是所有组别中最高的。一方面是因为小市值公司的收入规模较小，账上没有多余的现金去投资二级市场，因此上半年没受股市影响；另一方面是由于其费用控制较佳，综合费用率维持稳定水平。

小公司业绩弹性大，受下游需求波动影响明显，我们认为如果明年宏观经济保持稳定增长，下游客户 IT 投资活跃，小公司的净利润增速将进一步提高。

超额收益和估值溢价

图 6 显示的是计算机应用行业相对于全部 A 股和沪深 300 的超额收益。今年以来计算机应用板块相对于大盘有接近 50% 的超额收益，结构性牛市特征明显。

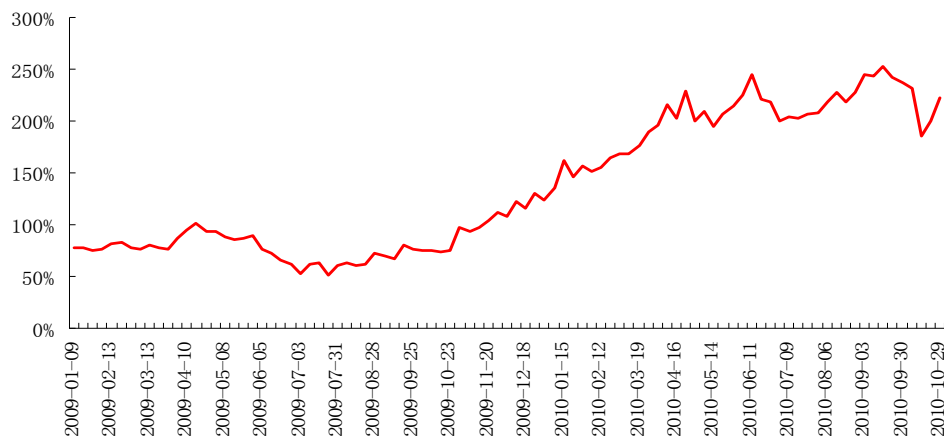
图 6 计算机行业相对沪深 300 及全部 A 股的超额收益



资料来源：华泰联合证券研究所

目前整个计算机应用板块的 2010 年动态市盈率为 46.2 倍，2011 年为 34.7 倍²，分别比相对沪深 300 对应的估值水平溢价 197%和 167%，处于历史较高水平。从静态市盈率看，目前计算机板块的 09 年静态市盈率已经较沪深 300 溢价 211%，仍处于历史较高位置（见图 7）。

图 7 计算机行业相对沪深 300 的估值溢价



资料来源：华泰联合证券研究所

计算机行业历史上平均动态市盈率水平在 30 倍左右。但自 09 四季度以来，行业估值水平一直在 35—45 倍之间徘徊。我们认为，较高的估值包含了市场对行业未来发展的预期。如果明年宏观经济依然纠结，新的支柱、新的发展方向依然未明的话，科技板块将继续承载市场较高的预期，表现形式便是较高的市盈率水平。

重点关注公司的盈利预测

表 3 列出了我们重点关注公司的盈利预测（见表 3）。

表 3 重点关注公司的盈利预测

	每股收益			PE		评级
	2010E	2011E	2012E	2010	2011	
卓翼科技	0.83	1.29	1.80	44.2	28.4	买入
天源迪科	0.73	1.01	1.41	38.7	27.9	买入
东华软件	0.78	1.07	1.53	37.4	27.2	增持
用友软件	0.50	0.66	0.86	47.7	36.1	增持
华胜天成	0.42	0.53	0.63	53.0	42.0	增持
南天信息	0.49	0.58	0.71	35.1	29.7	增持
银江股份	0.43	0.68	1.05	65.6	41.5	增持
石基信息	0.95	1.22	1.52	43.1	33.6	增持
宝信软件	0.91	1.10	1.32	32.7	27.1	增持

资料来源：华泰联合证券研究所

² 2010 年 11 月 4 日收盘价，申万 II 级计算机应用板块市盈率，剔除负值。

卓翼科技

前三季度公司实现收入 5.92 亿元，同比增长 83.7%，归属上市公司股东净利润 4848 万元，同比增长 72.8%，实现每股收益 0.48 元。其中 7—9 月公司收入 2.34 亿元，实现净利润 1844 万元，分别增长 49.5%和 22.8%。与上半年 115.8%的增速相比，第三季度收入增长明显放缓，我们认为主要是由于去年下半年基数较高的缘故，09Q3 公司收入为 1.56 亿，几乎追上整个 09 上半年 1.66 亿的规模。由于 09Q4 基数仍然较高，我们预计 10Q4 公司收入增速将进一步下降。

公司毛利率下滑明显，由去年同期的 16.2%下降至报告期内的 13.5%，下降幅度为 2.7%，远超中报 0.35%的降幅。我们推测主要是公司业务被动调整，高毛利的音视频业务大幅萎缩所致。公司中报披露，收入占比最高的网络产品毛利率为 13.1%，我们认为这是公司综合毛利率的底线，未来进一步下降空间有限。

期间费用率控制良好，营业费用率由去年同期的 1.19%下降至报告期的 0.97%，管理费用由 4.12%下降至 3.38%，规模效应初步体现。同时由于募集资金产生较多的利息收入，本期公司财务费用大幅减少，由去年 124 万下降至-494 万元。我们预计未来两年随着公司规模日益扩张，公司期间费用率将进一步下降，由 09 年 5%下降至 3%左右。

2010—2011 年公司收入分别为 8.9 亿元、13.9 亿和 20.5 亿元，净利润为 0.83、1.29 和 1.80 亿元，每股收益为 0.83、1.29 和 1.80，维持“买入”评级。

银江股份

公司是一家以工程项目承包为主要模式的系统集成商，从财务上看既有工程项目类公司的特点，又具有系统集成类公司部分特点。

公司的智能交通、数字医疗和智能建筑业务处于不同的发展阶段：智能交通业务处于快速增长期，下游订单充足，业务收入增长较快，毛利率维持在较高的位置，是公司未来发展的重点；数字医疗业务仍处于培育期，行业内竞争对手较少，业务毛利率适中，随着国家相关政策、标准的逐步清晰，该业务将进入快速成长期；智能建筑行业成熟度较高，行业内竞争对手众多，行业集中度较低，业务毛利率不高，公司对智能建筑业务的战略是保持并提高。

先发优势和技术优势是公司竞争能力的核心，财务上表现为较高的业务毛利率。我们认为公司未来毛利率将保持稳定。

预计智能交通业务在未来三年保持 50%的增长，杭州及省外城市在智能交通上的持续投资是公司业务保持高速增长的主要原因。医疗信息化未来三年的复合增长率在 65%，毛利率稳定。预计 2010—2012 年公司收入分别为 7.44 亿、11.1 亿和 16.3 亿元，净利润分别为 6841 万、1.09 亿和 1.67 亿元，每股收益为 0.43 元、0.68 元和 1.05 元。维持“增持”评级。

东华软件

东华软件前三季度实现收入 12.6 亿元，同比增长 20%，归属公司股东的净利润为 2.05 亿，同比增长 31.7%，每股收益为 0.48 元。其中 7-9 月公司收入 4 亿元，同比仅增 17.8%，净利润为 7497 万元，每股收益为 0.18 元。

利润增速快于收入的主要原因在于公司盈利能力的持续提高，前三季度公司综合毛利率由去年的 26.2% 上升至 29.4%，净利率由 14.8% 上升至报告期的 16.3%。我们推测最主要的原因是公司业务结构的持续优化，高毛利的软件业务占比不断提高所致。2010 上半年公司软件业务增长 70%，在总收入中占比由去年的 9% 上升至 12.8%，软件业务的毛利率在 80% 以上，远高于系统集成 20% 左右的毛利率，因此该业务占比的提高极大改善了公司盈利能力。

公司期间费用保持稳定，其中销售费用同比增长 20.4%，管理费用增长 19.5%。流动资金贷款的大幅下降减轻了公司所支付的贷款利息，报告期内公司的财务费用下降较快，由去年的 150 万下降至 -116 万元。综合费用率保持稳定。随着软件业务占比的持续提高，公司一方面要扩大软件人才规模，同时要在技术研发上加大投入，这些措施都将给公司带来较大的费用压力。我们预计未来三年公司的管理费用将快速增长，管理费用率持续提高，由目前的 8% 左右的水平提高的 10% 以上。

预计 2010—2011 年，公司收入为 19.46 亿、24.87 亿和 31.85 亿元，同比增长 25.8%、27.6% 和 28.1%，净利润分别为 3.33 亿、4.57 亿和 6.5 亿元，每股收益为 0.78 元、1.07 元和 1.53 元。维持“增持”评级。

天源迪科

前三季度公司实现收入 1.42 亿元，同比减少 22.8%，归属上市公司股东净利润 3629 万元，同比减少 9.5%，实现每股收益 0.36 元，业绩低于预期。收入确认的延迟和期间费用的快速增长是业绩低于预期的主要原因。

公司的业务模式是围绕电信运营商提供计费软件、技术支持、系统集成等诸多服务，其收入确认也深受该模式的影响：公司通常在上半年根据电信运营商的需求进行项目开发、系统升级，项目周期一般在 3—6 个月，下半年项目基本完成后再签订单并马上确认收入，历史数据显示，三季度是公司的传统旺季。今年中国联通高层的人事变动延缓了全年的投资计划，公司目前做完了客户的项目，但仍没有确认收入，我们推测来自联通的收入确认要推迟到今年四季度甚至明年一季度。公司与大客户合作关系紧密，发生坏账的可能性较低，收入确认推迟并不影响公司的价值。

系统集成业务的大幅削减使得公司收入增速出现下滑，同时快速增长的期间费用使得公司的费用率出现大幅攀升。前三季度公司销售费用同比增长 77.7%，销售费用率也由去年同期的 2.3% 上升至 5.4%；同时人员规模快速上升给公司管理费用带来压力，管理费用率从 18.7% 上升至 28.5%。今年是业务结构调整的关键一年，我们预计期间费用率的快速上升在年底会告一段落，明年将会保持稳定。

客户开拓方面，公司成功进入上海电信，迈出了进军沿海发达地区的第一步。在联通市场，公司业务已拓展到 8 家联通省级分公司，凭借 OCS 产品的优异表现，我们判断未来公司有望进一步扩大在联通的市场份额。公司在三季报中提到正在寻找合作对象，未来将在适当的时机，采取收购兼并等方式来拓宽公司的业务范围，快速进入新的业务领域。

出于谨慎考虑，我们调低了公司盈利预测，2010—2011 年公司收入分别为 2.65 亿元、3.52 亿和 4.8 亿元，净利润为 0.76、1.06 和 1.48 亿元，每股收益为 0.73、1.01 和 1.41，维持“买入”评级。

用友软件

用友软件前三季度实现收入 15.18 亿元，同比增长 20.8%，归属上市公司股东的净利润为 3525 万元，同比减少 57.4%，实现每股收益为 0.04 元，低于我们 0.11 元的预期。期间费用的快速增长和收入季节性进一步增强是业绩低于预期的主要原因。

财务数据上，季节性主要反映在公司第四季度收入、利润占比（见表 1）。表 1 显示第四季度公司收入占比由 06 年的 30.1% 上升至 09 年的 35.5%，利润季节性变化更为明显，第四季度的占比由 05 年的 34.6% 迅速上升至 09 年的 75%。

表 4 用友软件收入的季节性及 NC 收入占比

	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009
Q4 收入占比	34.7%	30.1%	32.4%	34.7%	35.5%
Q4 利润占比	34.6%	34.8%	37.6%	73.7%	75.0%
NC 占软件总收入比例	19.8%	20.7%	26.4%	34.2%	36.7%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

公司收入、利润季节性增强的主要原因是收入结构发生了变化，表 1 同时列出了公司高端软件产品 NC 在总收入中的占比，从 05 年的不到 20% 到 09 年的 36.7%，NC 在软件收入中占比迅速提高。08 年，NC 收入超过中端（U8、U9）和低端（U6、通系列）产品成为软件收入中占比最高的组成部分。

高端产品其鲜明的特点：它主要面向的是大型集团客户，实施、交付的时间长，对项目实施前的规划、咨询，项目实施后的服务、维护要求较高，公司原有的合作伙伴的能力可能难以满足高端客户的需求，因此 NC 产品通常采用直销的方式。高端产品的这些特性在财务上的表现便是：（1）季节性增强，收入、利润集中体现在四季度（大型集团、央企等客户习惯于在上半年制定规划、招标，下半年实施，四季度付款）；（2）跨年度项目逐步增多，预收账款等科目增长较快；（3）技术服务收入占比持续提高；（4）直销模式使得公司营销费用增长较快，费用率有上升趋势。

截止报告期末，公司预收款项为 3.31 亿元，相比去年同期的 2.09 亿增长 58.4%，该科目的迅速增长一方面是由于上文提及的结构调整所致，另一方面也预示了未来公司较高的收入增速。

预计 2010—2012 年公司收入为 29.04 亿、36.93 亿和 47.07 亿元，同比增长 23.7%、27.2% 和 27.4%，净利润为 4.05 亿、5.38 亿和 7.02 亿元，每股收益为 0.50 元、0.66 元和 0.86 元，维持“增持”评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com