

业绩符合预期，关注工业互联网、云计算

——计算机行业 2018 年半年报业绩综述

分析师： 王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2018 年 9 月 3 日

证券分析师

王洪磊
022-28451975
wanghl@bhqz.com

朱晟君
SAC No: S1150518070001
zhusj@bhqz.com

子行业评级

软件	中性
硬件	中性
IT 服务	中性

重点品种推荐

深信服	增持
恒华科技	增持
易华录	增持
浪潮信息	增持
用友网络	增持

投资策略:

1) 业绩层面。2018 年上半年，行业营收及利润情况表现良好，业绩增速情况符合预期。从毛利率及净利率水平看，2018 年上半年毛利率和净利率均出现小幅下滑，但整体仍处于合理区间，行业盈利能力良好。从费用情况看，受研发支出加大、人员工资增加等多重因素影响，期间费用率出现小幅波动，但波动幅度较小，整体看行业的期间费用率处于合理区间。从营运及现金流情况看，应收账款周转率有所下降，仍需关注坏账风险。经营性现金流净额与营业收入的比值小幅下降，预计与行业现金回款在全年的时间分布不均有关，现金流表现有待验证。

2) 估值层面。目前，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为 50.5 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 351.05%，估值接近于 2014 年以来的估值区间底部。目前机构资金持仓占比出现反转迹象，但持仓量依然处于历史低位。虽然行业估值在 2016 年以来已经明显回调，但考虑到行业并表效应边际递减、业绩承诺不及预期、商誉减值等潜在问题，预计市场对行业的估值预期仍将继续走低，因此行业短期内估值水平仍偏高，仍存回调空间。

3) 投资建议方面。近年来，国家不断推进经济“脱虚向实”，工业互联网相关个股受富士康申报 IPO、工业互联网相关政策落地等因素刺激表现较好，我们认为，随着工业互联网解决方案的成熟和推广，产业链相关公司的业绩有望迎来腾飞契机，建议投资者重点关注有关键技术卡位能力的公司。此外，工业和信息化部、国家发展改革委员会印发《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》和《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，为企业信息消费和企业上云制定了未来三年具体的发展目标，规模宏大的上云目标将为云计算厂商带来大量订单，对整个云产业链上下游相关厂商的业绩提升带来了机遇。综上，我们看好工业互联网和云计算核心标的的投资机会，股票池推荐：深信服（300454）、恒华科技（300365）、易华录（300212）、浪潮信息（000977）、用友网络（600588）。

目 录

1. 2018 年中报业绩符合预期.....	4
1.1 营收及利润增速符合预期，行业内分化仍旧明显.....	4
1.2 净利率小幅下滑，期间费用率略微下降.....	5
1.3 营运及现金流情况基本稳定.....	6
2. 从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力.....	7
3. 机构资金开始回流，但估值仍存调整空间.....	8
3.1 机构持仓出现反转，资金回流.....	8
3.2 估值仍存调整空间.....	9
4. 投资策略.....	10

图 目 录

图 1: 2015-2018 年 H1 计算机行业营收增速	4
图 2: 2015-2018 年 H1 计算机行业归母净利润增速	4
图 3: 2018H1 行业内营收增速区间	5
图 4: 2018H1 行业内归母净利润增速区间	5
图 5: 2015-2018H1 计算机行业毛利率	5
图 6: 2015-2018H1 计算机行业净利率	5
图 7: 2015-2018H1 计算机行业期间费用率情况	6
图 8: 2015-2018H1 计算机及子行业销售费用率	6
图 9: 2015-2018H1 计算机及子行业管理费用率	6
图 10: 2015-2018 年 H1 计算机行业应收账款周转率	6
图 11: 2015-2018 年 H1 计算机行业经营现金流净额/营业收入	6
图 12: 2015-2018H1 计算机预收账款及增速	7
图 13: 2013H1-2018H1 计算机行业员工数量情况	8
图 14: 2013H1-2018H1 计算机行业员工薪酬情况	8
图 15: 2013Q1-2018Q1 计算机行业基金持仓比重	8
图 16: 计算机行业估值及估值溢价率	9
图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间	10

表 目 录

表 1: 2018 年 H1 计算机板块业绩增速	4
--------------------------------	---

1. 2018 年中报业绩符合预期

1.1 营收及利润增速符合预期，行业内分化仍旧明显

从行业 2018 年上半年情况来看，行业业绩表现整体符合预期，且呈现基本面向向好趋势。营业收入、营业利润和归母净利润增速中位数分别为 15.37%、16.17% 和 11.05%，营收增速较去年同期略有下降，归母净利润增速同比回暖。

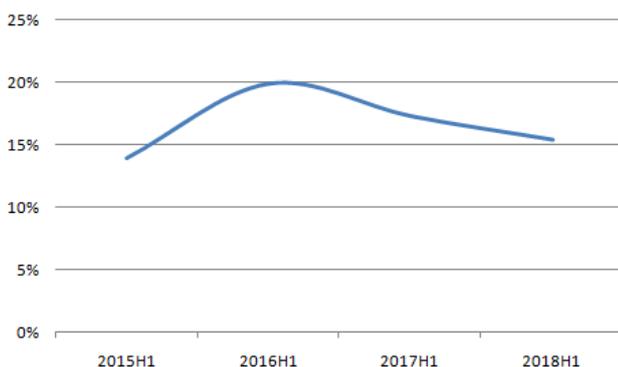
表 1: 2018 年 H1 计算机板块业绩增速

板块名称	营业收入同比增长率(%)	营业利润同比增长率(%)	归母净利润同比增长率(%)
全部 A 股	13.61	14.91	13.14
沪深 300	12.24	12.92	12.64
中小企业板	15.84	14.92	12.40
创业板	19.15	17.56	13.72
BH 计算机	15.37	16.17	11.05

资料来源: Wind 渤海证券

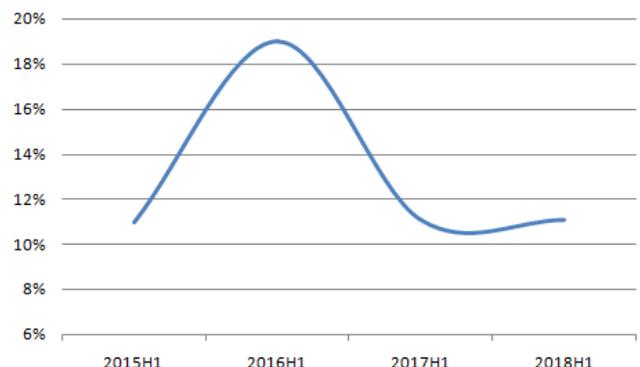
2018 年上半年，行业营收增速与 2017 年上半年相比略有下降，为 15.37%。归母净利润增速较 2017 年上半年有所上升，为 11.05%，整体业绩表现相对平稳，符合预期。

图 1: 2015-2018 年 H1 计算机行业营收增速



资料来源: wind 渤海证券

图 2: 2015-2018 年 H1 计算机行业归母净利润增速

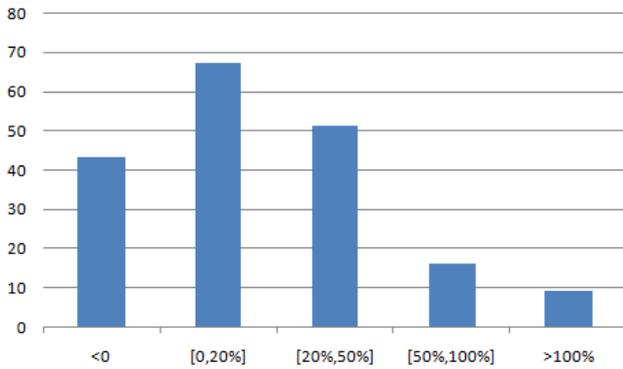


资料来源: wind 渤海证券

从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看，归母净利润增速的区间分布更为分散。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 50% 的公司数量为 25 家，增速同比下滑的公司数量为 43 家，其余公司营收增速主要落在 [0,20%] 和 [20%,50%] 区间内，分别为 67 家和 51 家；2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超

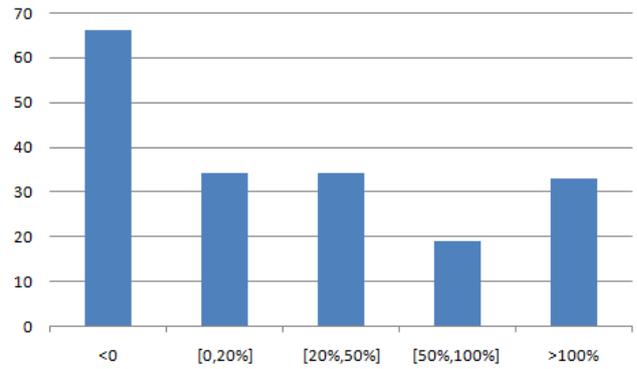
过50%的公司数量为52家，增速同比下滑的公司数量为66家，其余公司归母净利润增速主要落在[0,20%]和[20%,50%]区间内，都是34家。

图 3: 2018H1 行业内营收增速区间



资料来源: wind 渤海证券

图 4: 2018H1 行业内归母净利润增速区间

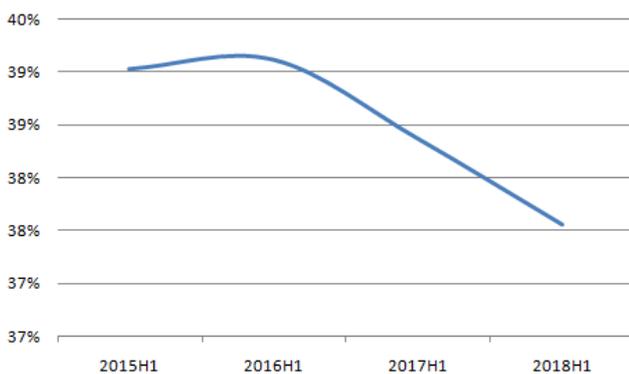


资料来源: wind 渤海证券

1.2 净利率小幅下滑，期间费用率略微下降

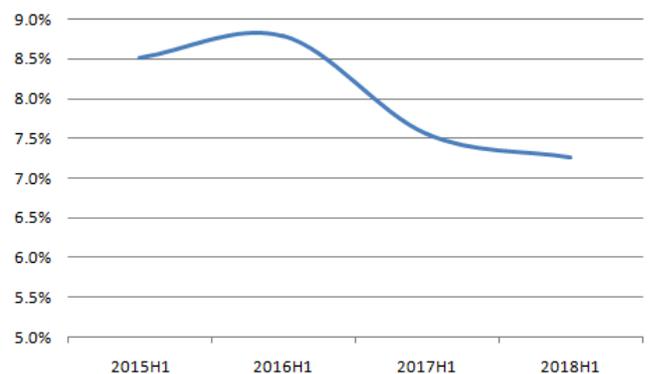
从毛利率和净利率情况看，2018 年上半年行业毛利率下滑 0.82 个百分点至 37.55%，净利率下滑 0.29 个百分点至 7.26%，行业毛利率、净利率与 2017 年同期相比略微下降。

图 5: 2015-2018H1 计算机行业毛利率



资料来源: wind 渤海证券

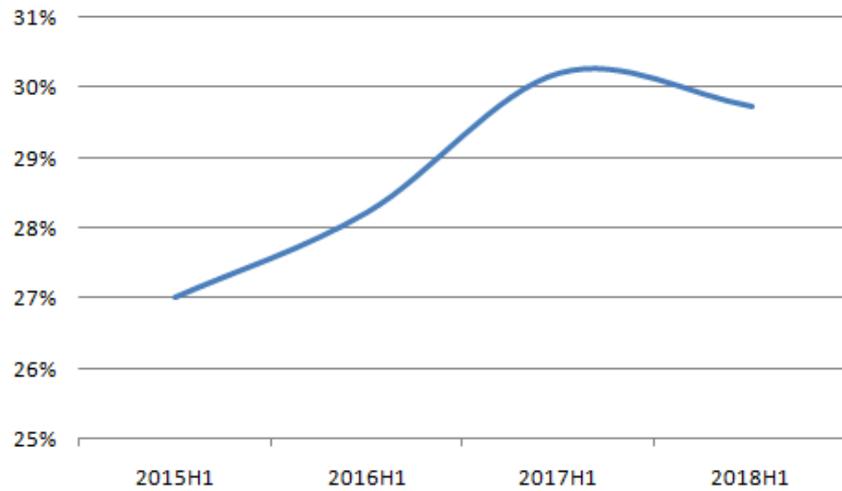
图 6: 2015-2018H1 计算机行业净利率



资料来源: wind 渤海证券

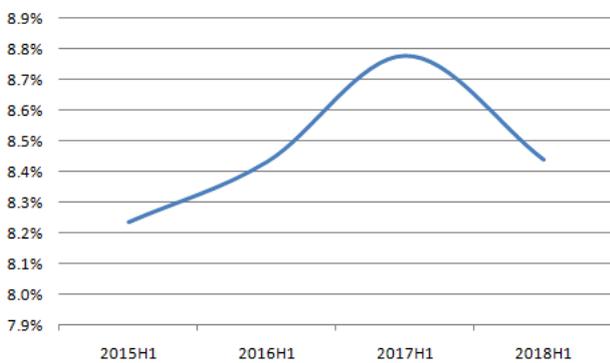
费用率方面，2018 年上半年，行业期间费用率较 2017 年同期小幅下降 0.48 个百分点至 29.72%。其中，销售费用率小幅下降，管理费用率小幅上升。由于上半年为行业传统淡季，收入确认较少，但人员工资、产品营销、渠道管理等多种支出较大，因此费用率依然较高。整体看，行业内公司费用管控良好，期间费用率处于合理水平。

图 7：2015-2018H1 计算机行业期间费用率情况



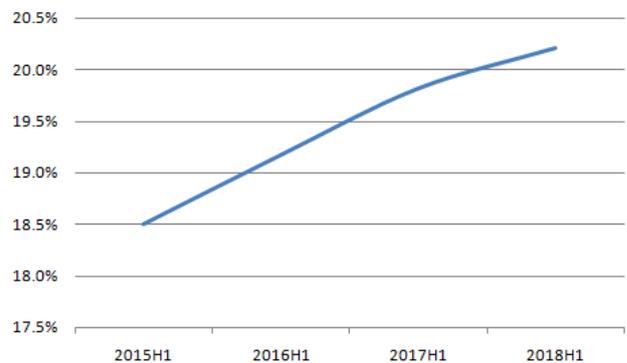
资料来源: wind 渤海证券

图 8：2015-2018H1 计算机及子行业销售费用率



资料来源: wind 渤海证券

图 9：2015-2018H1 计算机及子行业管理费用率



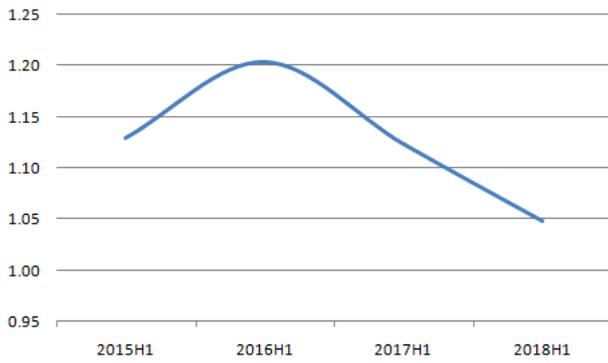
资料来源: wind 渤海证券

1.3 营运及现金流情况基本稳定

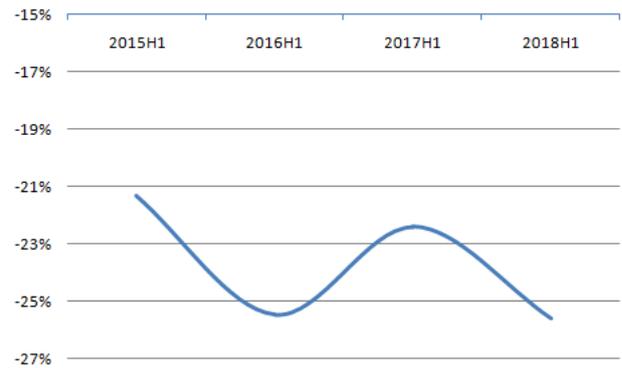
2018 年上半年，计算机行业应收账款周转率较上年有所下降，由去年同期的 1.12% 下降到 1.05%，下降了 0.07 个百分点，仍需关注坏账风险。经营性现金流净额/营业收入方面，2018 年上半年经营性现金流量净额/营业收入小幅下降，可能与行业现金回款在全年的时间分布不均有关，现金流表现有待验证。

图 10：2015-2018 年 H1 计算机行业应收账款周转率

图 11：2015-2018 年 H1 计算机行业经营现金流净额/营业收入



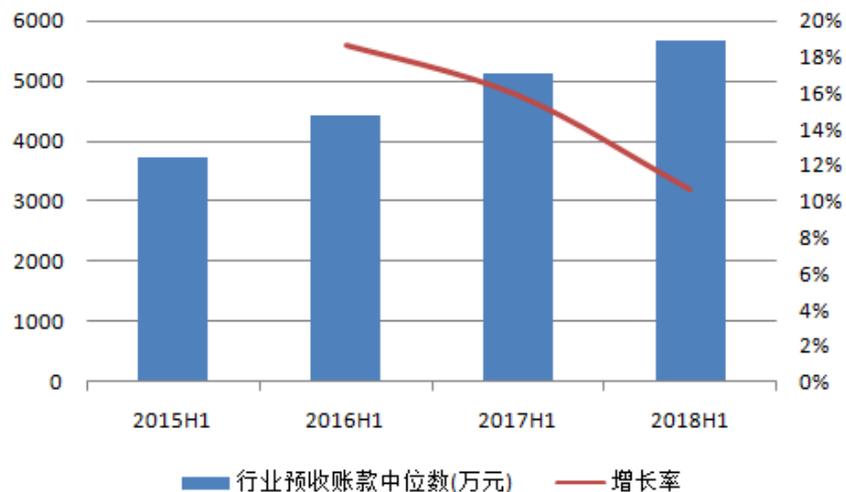
资料来源: wind 渤海证券



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2018 年上半年行业预收账款中位数为 5675.51 万元，同比增长 10.69%，与 2017 年同期增速相比呈下降趋势，预收账款规模同比有所增加，但增速有所下滑。我们认为，预收账款增速下滑，主要系下游需求有所放缓所致。

图 12: 2015-2018H1 计算机预收账款及增速



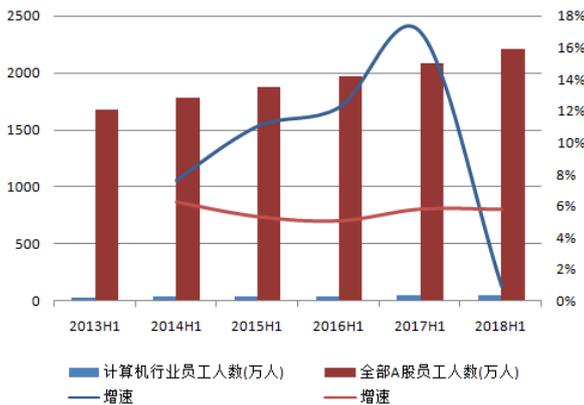
资料来源: wind 渤海证券

2. 从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力

从上市公司雇佣的员工数量来看，我们选取的 187 家上市公司在 2018 年上半年的员工总数为 54.73 万人，同比增长 0.94%，低于同期全部 A 股公司员工增速 4.87 个百分点，而在此前几年计算机行业上市公司的员工增速都要高于 A 股公司

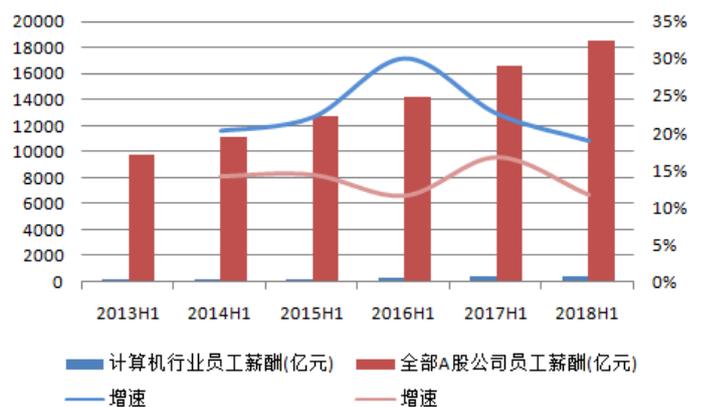
的员工增速。以支付给职工以及为职工支付的现金为代表的员工薪酬情况看，2018年上半年计算机行业支付给职工以及为职工支付的现金总和为475.86亿元，同比增长19.04%。虽然增速呈现下降趋势，但依旧高于全部A股公司员工的薪酬增速，计算机行业人力成本上升依旧明显。

图 13: 2013H1-2018H1 计算机行业员工数量情况



资料来源: wind 渤海证券

图 14: 2013H1-2018H1 计算机行业员工薪酬情况



资料来源: wind 渤海证券

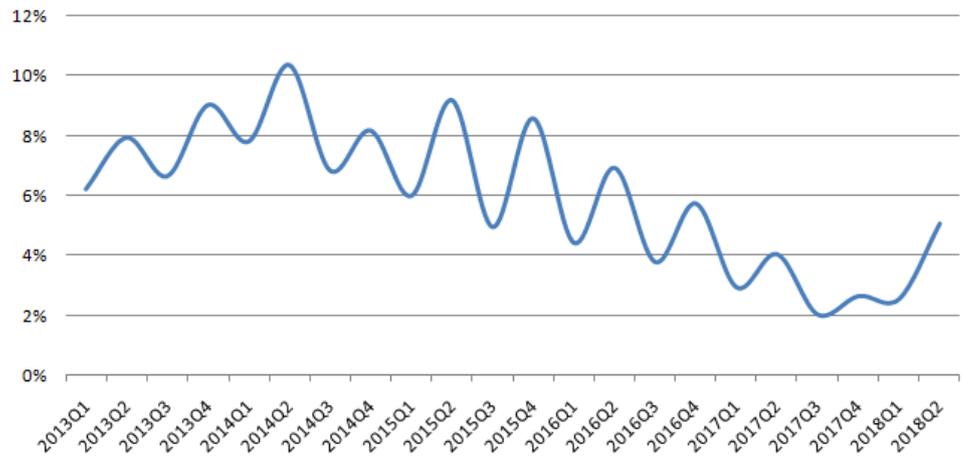
3. 机构资金开始回流，但估值仍存调整空间

3.1 机构持仓出现反转，资金回流

据我们统计，以基金和基金管理公司为代表的机构投资者对计算机行业（SW）的持仓比重在2013年之前处于阶段性低位，对计算机行业持仓市值比在6%左右。而自2013年Q1开始，基金持仓比例持续走高，至2014年Q2达到了10.35%。之后随着监管政策趋紧以及市场风险偏好的下降，基金持仓占比开始走低，从2014年Q2的10.35%下滑到2017年Q3的2.04%。

自2018年以来，伴随着国家密集出台鼓励科技创新的政策，加之云计算等板块业绩增长确定性较高，市场对计算机板块的偏好提升，2018年Q2的基金持仓占比回升到5.07%，市场资金开始流入计算机行业。

图 15: 2013Q1-2018Q1 计算机行业基金持仓比重

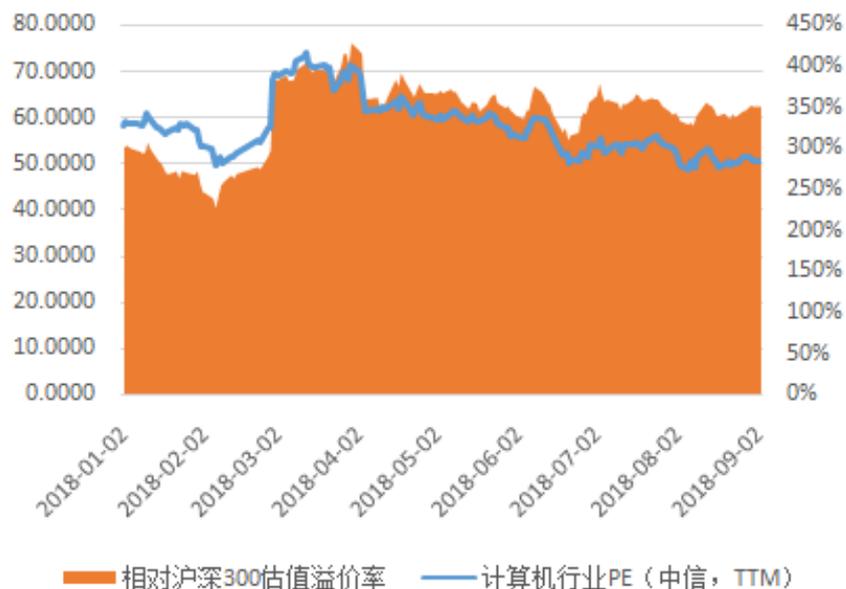


资料来源: wind 渤海证券

3.2 估值仍存调整空间

截至 9 月 3 日, 计算机行业 (中信) 估值 (整体法, TTM) 为 50.5 倍, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 351.05%。

图 16: 计算机行业估值及估值溢价率

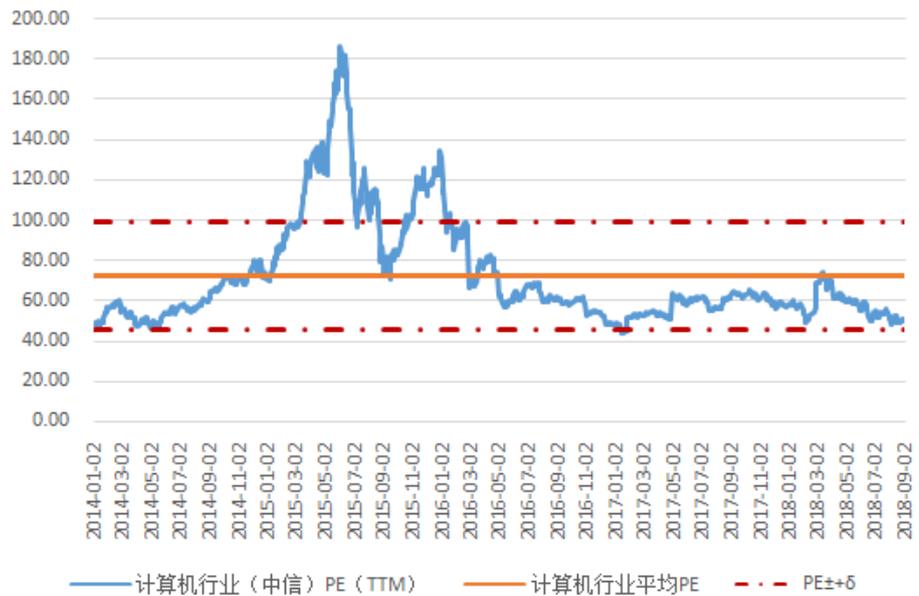


资料来源: wind 渤海证券

随着 2016 年以来行情的不断调整, 行业的估值也整体走低, 进而带动行业 2014 年以来的估值区整体下移。2014 年以来, 计算机行业平均 PE(整体法, TTM) 为 72.52 倍, δ 为 26.82, 估值区间为 45.70-99.35 倍, 目前行业低于行业估值均值, 并且接近于 2014 年以来的估值区间底部。估值溢价率方面, 近四年行业

相对于沪深 300 估值溢价率均值为 487.11%，标准差为 167.77%，估值溢价率区间为 319.34%~654.88%。目前，行业相对于沪深 300 的估值溢价率仍低于历史区间，但行业的估值仍明显高于历史底部，因此我们判断行业估值仍存消化空间。

图 17: 计算机行业 2014 年以来估值区间



资料来源: wind 渤海证券

4. 投资策略

1) 业绩层面。2018 年上半年，行业营收及利润情况表现良好，业绩增速情况符合预期。从毛利率及净利率水平看，2018 年上半年毛利率和净利率均出现小幅下滑，但整体仍处于合理区间，行业盈利能力良好。从费用情况看，受研发支出加大、人员工资增加等多重因素影响，期间费用率出现小幅波动，但波动幅度较小，整体看行业的期间费用率处于合理区间。从营运及现金流情况看，应收账款周转率有所下降，仍需关注坏账风险。经营性现金流净额与营业收入的比值小幅下降，预计与行业现金回款在全年的时间分布不均有关，现金流表现有待验证。

2) 估值层面。目前，计算机行业 (中信) 估值 (整体法，TTM) 为 50.5 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 351.05%，估值接近于 2014 年以来的估值区间底部。目前机构资金持仓占比出现反转迹象，但持仓量依然处于历史低位。虽然行业估值在 2016 年以来已经明显回调，但考虑到行业并表效应边际递减、业绩承诺不及预期、商誉减值等潜在问题，预计市场对行业的估值预期仍将继续走低，

因此行业短期内估值水平仍偏高，仍存回调空间。

3) 投资建议方面。近年来，国家不断推进经济“脱虚向实”，工业互联网相关个股受富士康申报 IPO、工业互联网相关政策落地等因素刺激表现较好，我们认为，随着工业互联网解决方案的成熟和推广，产业链相关公司的业绩有望迎来腾飞契机，建议投资者重点关注有关键技术卡位能力的公司。此外，工业和信息化部、国家发展改革委员会印发《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》和《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》，为企业信息消费和企业上云制定了未来三年具体的发展目标，规模宏大的上云目标将为云计算厂商带来大量订单，对整个云产业链上下游相关厂商的业绩提升带来了机遇。综上，我们看好工业互联网和云计算核心标的的投资机会，股票池推荐：深信服（300454）、恒华科技（300365）、易华录（300212）、浪潮信息（000977）、用友网络（600588）。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1319
王磊

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

张冬明
+86 22 2845 1857
赵波
+86 22 2845 1632
甘英健

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

证券行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
洪程程
+86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰
+86 22 2387 3122
宋旻
+86 22 2845 1131

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛睿
+86 22 2845 1802
冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售 • 投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

风控专员

白骐玮
+86 22 2845 1659

合规专员

任宪功
+86 10 6810 4615

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn