

# 计算机

证券研究报告  
2018年09月16日

## 不要让风险偏好错过了 TO B 的黄金十年

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

沈海兵

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《计算机-行业研究周报:贸易战导致风险偏好下降,继续首推云计算龙头》 2018-09-09
- 《计算机-行业研究简报:中报上半年波澜不惊,全年行业增长中枢有望向上》 2018-09-02
- 《计算机-行业研究周报:中报波澜不惊,全年增长中枢有望向上,继续首推云计算“花开五朵”》 2018-09-02

不经意间,其实计算机的春天已经一年多了。计算机行业分化很大,指数是下跌的,从中位数角度下跌更多,但是从头部公司角度,计算机龙头公司已经率先企稳,底部出现在 2017 年年中。

过去:产业趋势的拐点,云计算、产业互联网龙头表现抢眼。龙头公司今年实际表现抢眼是因为,以用友、金蝶代表的云计算公司已经迎来基本面拐点,一些产业互联网公司如上海钢联的经营出现拐点。后续政策对科技创新支持力度空间,进一步坚定大家看好行业中长期拐点的判断。另外,2017 年三季报的财务数据也显示板块收入增速回升,其中大企业收入增速更快。

产业拐点之一:企业加速上云,3Q17 云计算板块开始表现,以用友和金蝶为代表的通用云厂商发展开始加速。云计算 IAAS 先行,浪潮信息作为上游,深度受益云计算浪潮。17 年是通用云的元年,18 年是行业云的元年,金融云是其中亮点之一。

产业拐点之二:产业互联网在落地,1Q18 钢联、卫宁、长亮开始启动。钢联三季度业绩已经开始加速,卫宁云医业务覆盖医院数量高速增长,长亮和腾讯合作银户通产品流量分成,这些都是产业互联网出现拐点的重要信号。

产业拐点的强化:政策对科技创新的支持力度空间,18 年政府工作报告转向明显。相比 2017 年度政府工作报告,2018 政府工作报告对创新的重视被上升到前所未有的高度。工业互联网是 2018 年政策扶持的最大看点之一,政策的支持将加快工业企业上云进程。也正是因为大家看到政策密集推出,需求被拉动,工业互联网是年初表现最抢眼的板块。

产业趋势不变,过去 4 次调整不改上涨趋势。在 2 月初、3 月初、6 月底、8 月初,市场因为担心业绩,担心贸易战,担心去杠杆,担心估值高等各种原因出现 4 次明显的调整,但是产业趋势没有变化,云计算渗透率仍在加速提升,云计算公司的估值具有全球可比性。每次板块大幅调整都没有改变整体上涨趋势,背后核心原因是产业趋势没有改变。

现在估值高了么?PS 估值仍有提升空间。对于云计算公司,传统软件 PE 估值加上云计算 PS 估值,云计算投入和产出的错配,巨大的研发投入都决定了 PE 估值不合适,投资者觉得高是因为看的是 PE,云计算 PS 估值已经得到全球应用。

海外云计算龙头公司的估值大约是 8-10 倍 PS,中国云计算相当于美国 5-10 年前的水平,可以享受更高的估值水平。整体而言,A 股云计算公司 18 年估值基本合理,19 年估值偏低,有估值切换空间,而且随着云计算转型的成功概率明显提高,估值也有望从分部到全口径 PS 估值法演进,对应的市值潜力更大。

与成长相比,估值仍有提升空间。云计算重点看好用友网络、浪潮信息、长亮科技、金蝶国际、广联达、恒华科技、航天信息、宝信软件、汉得信息等;医疗信息化重点看好卫宁健康、东华软件、思创医惠等;自主可控重点看好浪潮信息、美亚柏科、中科曙光、太极股份、中国长城等。另外,自下而上,成长和估值比较匹配的二线龙头也值得重点关注,重点推荐包括:新北洋、上海钢联、捷顺科技、东方国信、易华录等。

要趋势不要博弈,不要让风险偏好错过了 to B 的黄金十年。科技产业最大的机会来自产业趋势的拐点,站在当前时点,云计算、医疗信息化和自主可控产业仍然趋势向上。

风险提示:宏观经济不景气反馈至软件业;云计算发展进程不及预期

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-09-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
600588.SH	用友网络	25.06	买入	0.20	0.34	0.52	0.71	125.30	73.71	48.19	35.30
000977.SZ	浪潮信息	23.60	买入	0.33	0.52	0.76	1.12	71.52	45.38	31.05	21.07
300348.SZ	长亮科技	25.56	买入	0.27	0.48	0.70	0.95	94.67	53.25	36.51	26.91
002410.SZ	广联达	26.21	买入	0.42	0.50	0.62	0.80	62.40	52.42	42.27	32.76
300365.SZ	恒华科技	22.90	买入	0.48	0.72	1.04	1.36	47.71	31.81	22.02	16.84
600271.SH	航天信息	27.20	买入	0.84	0.87	1.08	1.31	32.38	31.26	25.19	20.76
300253.SZ	卫宁健康	13.90	买入	0.29	0.39	0.50		47.93	35.64	27.80	
002065.SZ	东华软件	8.95	增持	0.21	0.30	0.38	0.49	42.62	29.83	23.55	18.27
300078.SZ	思创医惠	9.85	买入	0.31	0.38	0.44		31.77	25.92	22.39	
300188.SZ	美亚柏科	17.69	买入	0.34	0.48	0.66	0.88	52.03	36.85	26.80	20.10
002376.SZ	新北洋	16.19	买入	0.43	0.62	0.75	0.93	37.65	26.11	21.59	17.41
300226.SZ	上海钢联	47.05	买入	0.30	1.11	1.67	2.76	156.83	42.39	28.17	17.05
002609.SZ	捷顺科技	7.79	买入	0.31	0.25	0.34	0.45	25.13	31.16	22.91	17.31
300166.SZ	东方国信	12.15	买入	0.41	0.52	0.68	0.85	29.63	23.37	17.87	14.29
600845.SH	宝信软件	23.22	买入	0.48	0.97	1.31	1.67	48.38	23.94	17.73	13.90
300170.SZ	汉得信息	10.06	买入	0.37	0.46	0.66	0.90	27.19	21.87	15.24	11.18

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 熊市吗？不，计算机行业的春天已一年有余.....	4
2. 过去：产业趋势的拐点，云计算、产业互联网龙头表现抢眼.....	4
2.1. 产业拐点之一：企业加速上云，3Q17 云计算板块开始表现.....	5
2.2. 产业拐点之二：产业互联网在落地，1Q18 钢联、卫宁、长亮开始启动.....	7
2.3. 产业拐点的强化：政策支持力度空前，科技发展迎长期利好.....	7
3. 产业趋势不变，过去 4 次调整不改上涨趋势.....	8
4. 现在估值高了么？PS 估值仍有提升空间.....	8
5. 要趋势不要博弈，不要让风险偏好错过了 to B 的黄金十年.....	10

## 图表目录

图 1：失真的行业指数，龙头公司表现突出.....	4
图 2：2018 年以来，计算机（中信）板块涨幅前十标的及对应涨幅.....	4
图 3：17 年阿里云收入首次突破百亿.....	5
图 4：中国 SaaS 行业未来五年保持高增长.....	5
图 5：用友网络营收加速增长.....	5
图 6：金蝶 K3 Cloud 产品架构.....	5
图 7：浪潮收入在 3Q17 开始加速释放拐点信号.....	6
图 8：科技巨头与金融机构强联合，在生态体系中分享创造价值.....	6
图 9：恒华科技配售电一体化云平台.....	6
图 10：广联达预收款大幅增长.....	6
图 11：3Q17 上海钢联业绩开始加速释放拐点信号.....	7
图 12：卫宁创新业务“4+1”布局开始加速落地.....	7
图 13：长亮银户通开始兑现 15 年的故事.....	7
图 14：自主可控有望打开本土企业有效市场空间（以 2017 中国生产控制工业软件市场占有率为例）.....	8
图 15：产业趋势不变，过去 4 次调整不改上涨趋势.....	8
图 16：计算机板块估值处于历史较低位置.....	9
图 17：2013 年以来，每年板块涨幅前 10 的股票很少有低估值品种.....	9
图 18：TFSTOP 估值法.....	10
图 19：美股云计算公司 PS 估值图.....	10
图 20：美股云计算代表公司十年超额收益明显.....	11

## 1. 熊市吗？不，计算机行业的春天已一年有余

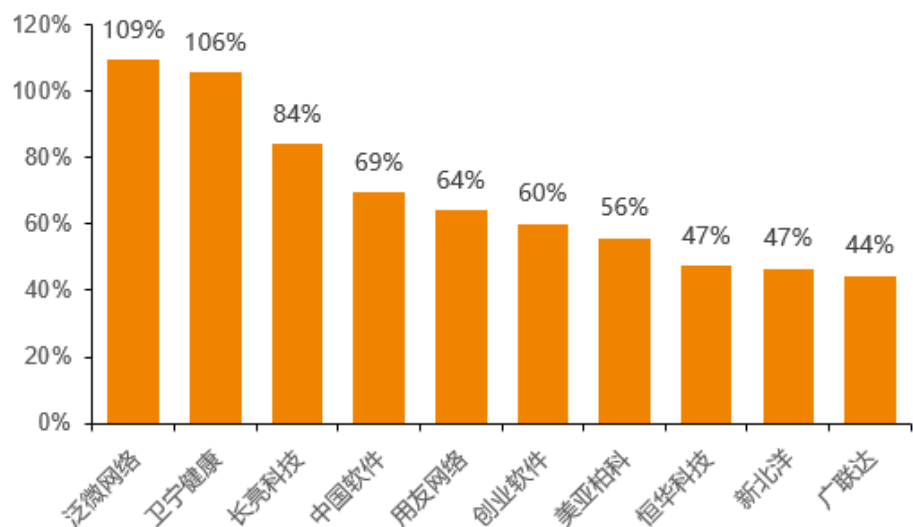
不经意间，其实计算机的春天已经一年多多了。也许您没有注意，是因为指数已经失真，从指数角度还是负收益。计算机行业分化很大，指数是下跌的，从中位数角度下跌更多，但是从头部公司角度，计算机龙头公司已经率先企稳，底部出现在 17 年年中。

图 1：失真的行业指数，龙头公司表现突出



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：剔除 2017 年 7 月 1 日新上市公司，龙头公司样本为浪潮信息、卫宁健康、航天信息、广联达、美亚柏科、中科曙光、汉得信息、启明星辰、太极股份、恒生电子、长亮科技、科大讯飞、超图软件、用友网络、恒华科技。

图 2：2018 年以来，计算机（中信）板块涨幅前十标的及对应涨幅



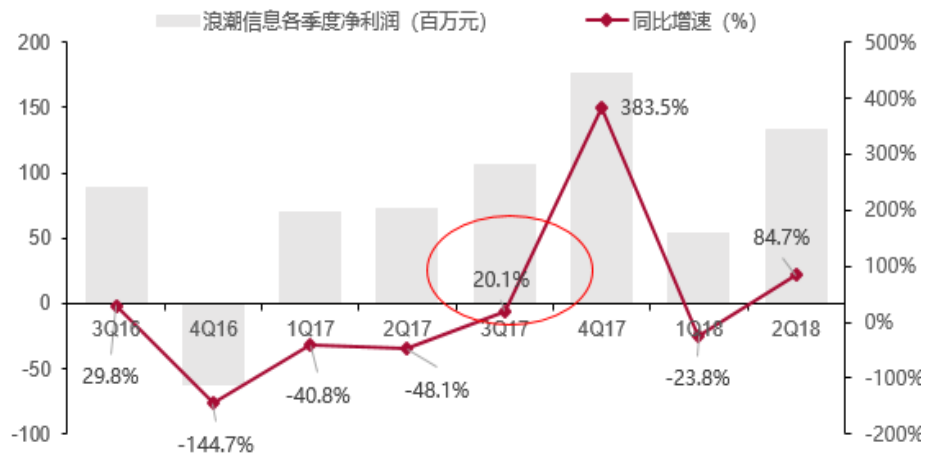
资料来源：Wind，天风证券研究所

在 A 股大熊市的背景下，为什么这些龙头公司能够涨一倍甚至更多？上涨之前有没有一些重要信号？调整的时候我们该走还是该留？当前时点还有没有空间？回顾过去，分析现在，展望未来。希望这篇报告能帮助您拨开行业成长的迷雾，分享行业成长盛宴。

## 2. 过去：产业趋势的拐点，云计算、产业互联网龙头表现抢眼



图 7：浪潮收入在 3Q17 开始加速释放拐点信号



资料来源：Wind，天风证券研究所

17 年是通用云的元年，18 年是行业云的元年，金融云是其中亮点之一。2018 年初金融强监管落地，这是模式变化的核心驱动因素；IT 厂商商业模式变化值得期待，金融云 SaaS 分润空间广阔。长亮是金融云龙头企业，公司与腾讯合作的银户通产品是金融云 SAAS 典型案例。此外，电力云龙头恒华科技，建筑云龙头广联达等企业的行业云收入也高速增长。

图 8：科技巨头与金融机构强联合，在生态体系中分享创造价值



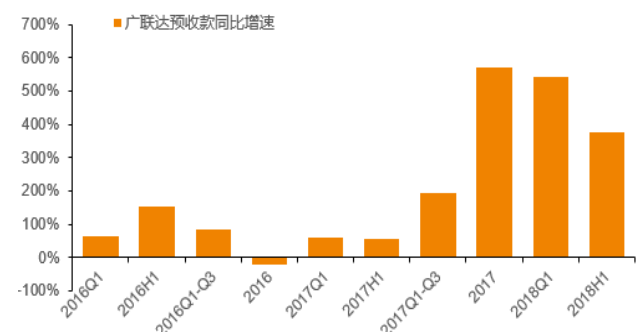
资料来源：天风证券研究所

图 9：恒华科技配售电一体化云平台



资料来源：恒华科技官网，天风证券研究所

图 10：广联达预收款大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 产业拐点之二：产业互联网在落地，1Q18 钢联、卫宁、长亮开始启动

13-15 年是计算机行业大牛市，背后的主要原因是互联网+产业的故事和并购。时至今日，我们看到，产业+互联网比互联网+产业更符合产业趋势，虽然大部分故事都已经证伪，但还有为数不多的公司在产业互联网的道路上继续坚持，而且离成功越来越近。以钢联为例，三季度钢铁电商的业绩已经开始加速，大股东增资电商，增持上市公司股权，几个信号互相印证公司的基本面迎来重要拐点。

图 11：3Q17 上海钢联业绩开始加速释放拐点信号



资料来源：Wind，天风证券研究所

产业互联网的故事在落地，沿着这一路径，市场开始认可卫宁健康、长亮科技等公司的价值。对于卫宁，公司“4+1”创新业务迎来拐点，创新业务平台具有战略卡位价值，云医业务覆盖医院数量高速增长，云药业务由于控盘保费和合作药店数量的高速增长，有望率先扭亏为盈。对于长亮，公司是银行核心业务系统龙头，腾讯入股是公司战略卡位价值的体现，公司和腾讯合作的银户通产品流量分成模式也在兑现 15 年的故事。

图 12：卫宁创新业务“4+1”布局开始加速落地



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：长亮银户通开始兑现 15 年的故事



资料来源：微众银行 App、微信，天风证券研究所整理绘制

## 2.3. 产业拐点的强化：政策支持力度空前，科技发展迎长期利好

政策对科技创新的支持力度空前，18 年政府工作报告转向明显。相比 2017 年度政府工作报告，2018 政府工作报告对创新的重视被上升到前所未有的高度。工业互联网是 2018 年政策扶持的最大看点之一，政策的支持将加快工业企业上云进程。也正是因为大家看到政策密集推出，需求被拉动，工业互联网是年初表现最抢眼的板块。另外，国产服务器芯片进入政府采购清单是一个重要信号，对自主可控的支持将打开本土企业的有效市场空间。

图 14：自主可控有望打开本土企业有效市场空间（以 2017 中国生产控制工业软件市场占有率为例）



资料来源：赛迪咨询，天风证券研究所

### 3. 产业趋势不变，过去 4 次调整不改上涨趋势

计算机板块今年大幅跑赢市场，但是中间波动很大，调整时能否信心坚定是关键。在 2 月初、3 月初、6 月底、8 月初，市场因为担心业绩，担心贸易战，担心去杠杆，担心估值高等各种原因出现 4 次明显的调整，但是产业趋势没有变化，云计算渗透率仍在加速提升，云计算公司的估值具有全球可比性。每次板块大幅调整都没有改变整体上涨趋势，背后核心原因是产业趋势没有改变。

图 15：产业趋势不变，过去 4 次调整不改上涨趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2 月初，大家担忧计算机公司业绩，但是暴雷背后业绩分化加剧，安防、数字制造景气度高，机构持仓比例较低，龙头溢价将更加明显；3 月底，大家担心贸易战影响的时候，其实计算机行业受贸易战影响有限，基本面角度利大于弊；6 月底，大家担心计算机公司业绩和去杠杆影响的时候，其实计算机中报整体偏乐观，龙头公司估值已经具备吸引力；8 月初，大家觉得板块估值高空间不大，其实中国云计算产业正进入新周期，用友与金蝶发力大企业云产品，云计算带动板块大幅上涨。

### 4. 现在估值高了么？PS 估值仍有提升空间

我们认为产业趋势的拐点已经到来，但是另一个问题来了，产业趋势虽好但是估值高了也不是好的投资选择吧？很多错过计算机板块的投资者最大的心理障碍是估值，觉得计算机

行业估值高。

我们想与大家分享的三点是：

- 1) 计算机 PE 历史上从 25 倍到 150 倍都有，目前估值处于历史较低位置，直接拿历史最低估值对标现在存在方法论错误，行业背景已经发生翻天覆地变化；
- 2) 投资者觉得高是因为看的是 PE，但是对于科技含量越高的科技股，PE 估值越不合适，要多看 PS 少看 PE，而且云计算 PS 估值已经得到全球应用；
- 3) 计算机行业估值是发散的，而不是收敛的，无论牛熊低 PE 科技股很难表现抢眼，要谨防科技股“低估值陷阱”。

图 16：计算机板块估值处于历史较低位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2013 年以来，每年板块涨幅前 10 的股票很少有低估值品种

	2018至今		2017		2016		2015		2014		2013	
排名	公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅
第一名	泛微网络	109%	科大讯飞	119%	安洁科技	32%	思创医惠	557%	旋极信息	288%	潜能恒信	333%
第二名	卫宁健康	106%	中科曙光	45%	合众思壮	23%	同有科技	513%	同花顺	283%	神州信息	281%
第三名	长亮科技	84%	广联达	37%	凯瑞德	20%	兆日科技	448%	新开普	267%	三泰控股	278%
第四名	中国软件	69%	四维图新	37%	飞天诚信	3%	蓝盾股份	390%	万达信息	231%	银之杰	261%
第五名	用友网络	64%	紫光股份	26%	同花顺	-2%	实达集团	382%	金证股份	204%	中国软件	258%
第六名	创业软件	60%	合众思壮	22%	恒华科技	-3%	联络互动	317%	华胜天成	203%	卫宁健康	230%
第七名	美亚柏科	56%	卫士通	17%	大豪科技	-3%	天翼智慧	307%	联络互动	195%	神州泰岳	221%
第八名	恒华科技	47%	启明星辰	13%	天泽信息	-3%	*ST工新	294%	二三四五	171%	浪潮信息	220%
第九名	新北洋	47%	达华智能	11%	东华软件	-7%	美亚柏科	288%	恒生电子	164%	迪威讯	200%
第十名	广联达	44%	石基信息	10%	维信诺	-7%	中国长城	276%	长亮科技	164%	卫士通	190%

资料来源：wind，天风证券研究所，注：剔除新股（该年内上市）和次新股（前一年 12 月份上市）的股票，此外 2017 年剔除 360

科技股龙头应该拆分估值。新老业务成长曲线完全不同，一个是稳定线性增长，一个是指数级增长，对应不同的估值方法。对于转型期科技股巨头，以新业务为主的研发投入，几乎就是来自“老业务”输血，将新业务投入加入到老业务从而得到其实际利润是必要的。对于云计算公司而言，传统软件 PE 估值加上云计算 PS 估值，云计算投入和产出的错配，巨大的研发投入都决定了 PE 估值不合适。

图 18: TFSTOP 估值法

第一步：将新业务投入加入到老业务从而得到其实际利润，以 PE 估值



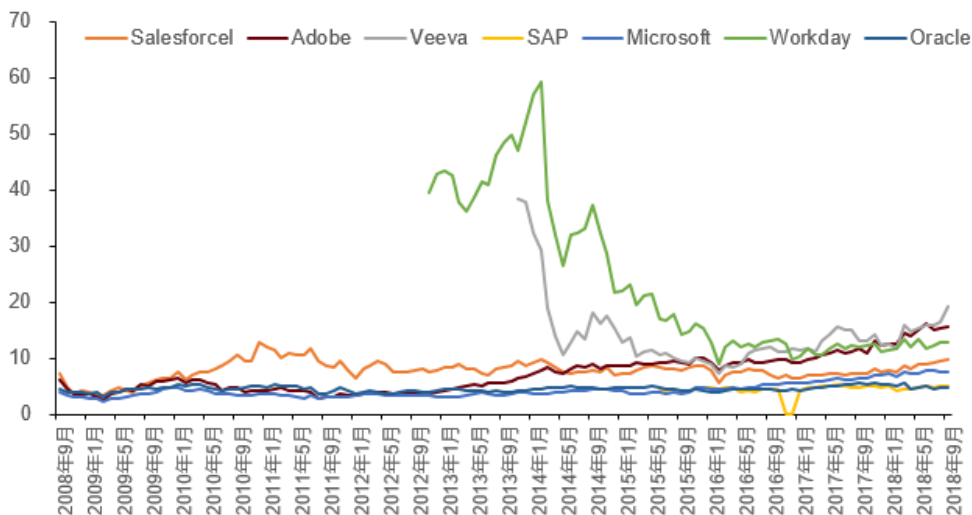
第二步：对公司发展阶段和竞争力分析，以 PS 估值



资料来源：天风证券研究所

海外云计算龙头公司的估值大约是 8-10 倍 PS，中国云计算相当于美国 5-10 年前的水平，可以享受更高的估值水平。传统软件龙头净利率 30%左右，云计算降低渠道成本利润率应当更高，预计云计算龙头进入稳定期后净利率在 30%以上。如果按照稳态时 25 倍 PE，35%净利率做假设，对应约 8.75 倍 PS，与海外云计算龙头 PS 估值水平相当。以用友为例，根据我们的盈利预测模型，目前股价对应 18 年云计算部分约 15 倍 PS，估值基本合理，但是 19 年偏低。整体而言，A 股云计算公司 18 年估值基本合理，19 年估值偏低，有估值切换空间，而且随着云计算转型的成功概率明显提高，估值也有望从分部到全口径 PS 估值法演进，对应的市值潜力更大。

图 19: 美股云计算公司 PS 估值图



资料来源：Wind，天风证券研究所

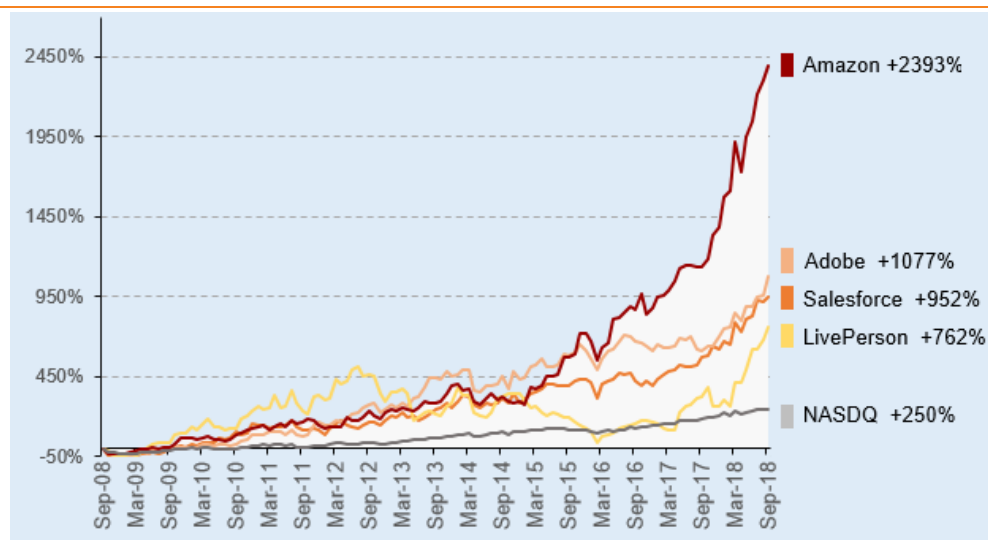
## 5. 要趋势不要博弈，不要让风险偏好错过了 to B 的黄金十年

科技产业最大的机会来自产业趋势的拐点，站在当前时点，云计算、医疗信息化和自主可控产业仍然趋势向上。云计算渗透率仍在加速提升、空间足够大同时竞争格局稳定，即使是在经济下行和人力成本提升背景下，云计算取代人工降低成本的价值更越发凸显；医疗信息化政策红利明显订单增速加快，同时 BAT 入局加快了互联网医疗创新落地进程；自主可控在贸易战背景下国家支持力度有望不断加大。

与成长相比，估值仍有提升空间。云计算重点看好用友网络、浪潮信息、长亮科技、金蝶国际、广联达、恒华科技、航天信息、宝信软件、汉得信息等；医疗信息化重点看好卫宁健康、东华软件、思创医惠等；自主可控重点看好浪潮信息、美亚柏科、中科曙光、太极股份、中国长城等。另外，自下而上，成长和估值比较匹配的二线龙头也值得重点关注，重点推荐包括：新北洋、上海钢联、捷顺科技、东方国信、易华录等。

美股已经经历了两轮科技股牛市，上一轮是互联网，这一轮是云计算，都持续长达十年，而且这一轮的云计算牛市还没有结束。在 A 股，从来没有一个行业能够持续牛超过 3 年，这次能不能打破魔咒，让我们拭目以待，看看产业趋势的力量吧。

图 20：美股云计算代表公司十年超额收益明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com