

证券研究报告

2019年01月23日

行业报告 | 行业研究简报

计算机

IT后周期是伪命题，云计算板块预期差大

作者：

分析师 沈海兵 SAC执业证书编号：S1110517030001

分析师 缪欣君 SAC执业证书编号：S1110517080003



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、市场对云计算悲观，但是情况好于预期

我们认为市场对IT后周期判断偏感性，云计算受影响有限。

2、传统软件受益客户景气度，SaaS可以更乐观

下游头部客户如国企景气度佳，SaaS受益于低渗透率和客户属性。

3、推荐金蝶国际、用友网络、广联达、深信服等

催化剂：18年年报发布、后续财报公布逐季验证。

风险提示：宏观经济进一步恶化、云业务推广进度不及预期

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-01-21	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
00268.HK	金蝶国际	7.35	买入	0.10	0.11	0.13	0.13	73.50	66.82	56.54	56.54
600588.SH	用友网络	24.88	买入	0.27	0.34	0.48	0.64	79.59	62.0	43.9	33.2
002410.SZ	广联达	24.15	买入	0.42	0.46	0.55	0.71	46.46	45.1	37.7	28.9
300454.SZ	深信服	94.29	增持	1.59	1.66	2.16	2.80	-	53.8	41.4	31.8

资料来源：Wind、天风证券研究所 注释：除金蝶，公司EPS为wind一致预期；金蝶国际收盘价为港元

1、前言：市场对19年云计算板块预期低

自板块龙头金蝶股价18年8月创新高后，走势偏弱：

- 1) 我们了解，市场担心IaaS巨头缩减19年IT支出，云计算板块承压。
- 2) 我们了解，市场担心受IT后周期影响，用友、金蝶等19年业绩不确定性高。



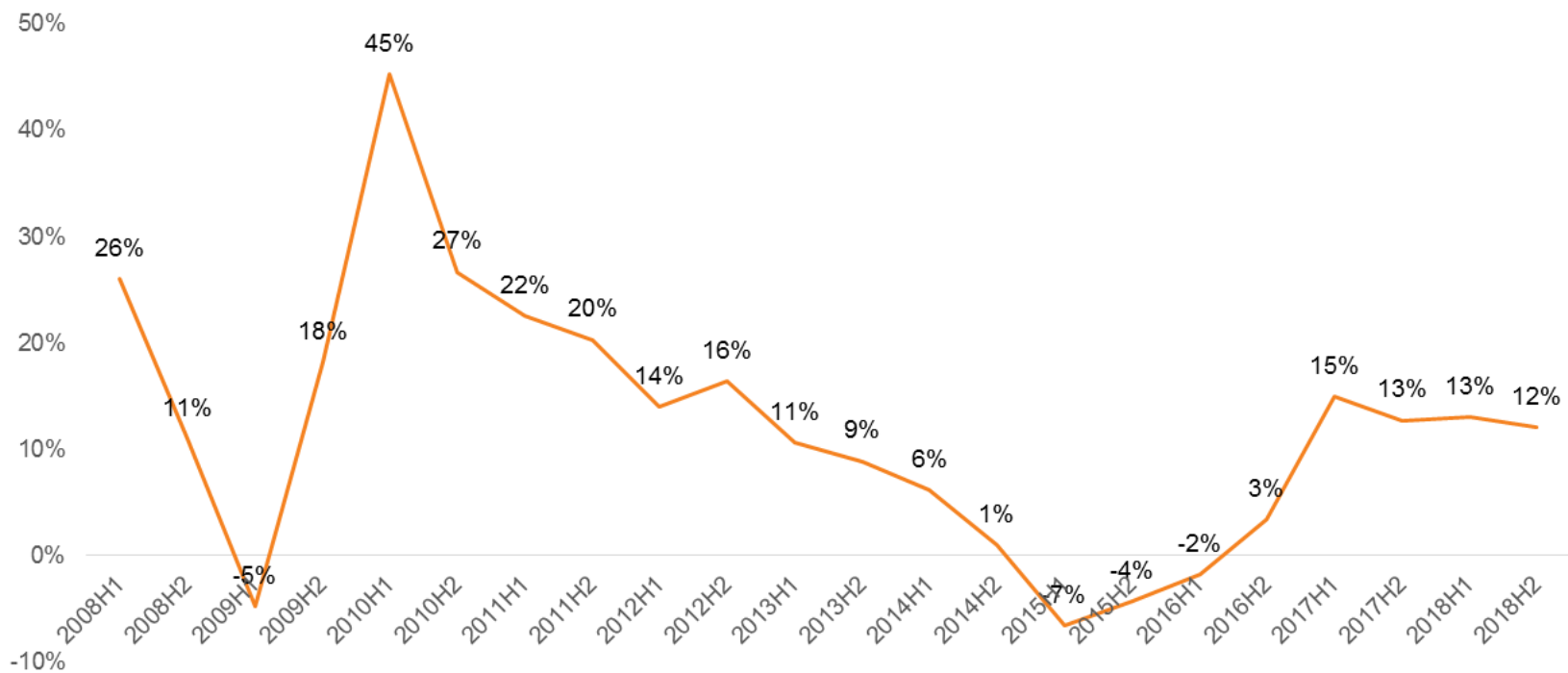
资料来源：Wind、天风证券研究所整理

2、传统软件业务：受益于头部企业业务高景气度

IT支出通常是收入的一定比例，我们预计头部企业IT预算充裕。

18年下半年和19年“稳基建”可预期的业务高景气度，带来19年的充足预算。

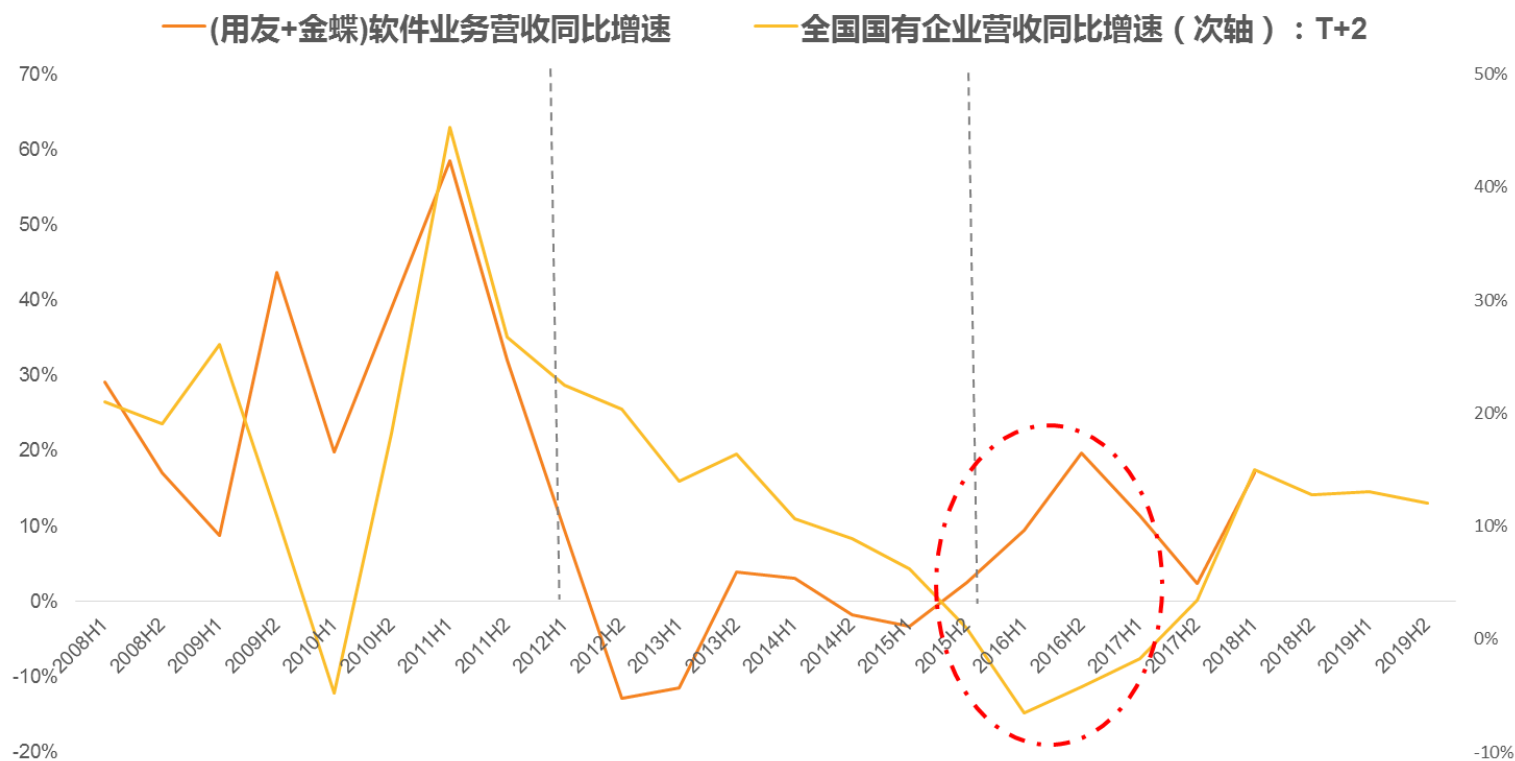
全国国有企业营收同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所整理

2、传统软件业务：更有中长期因素支持

长期因素之一，15年下半年“剪刀差”，预计与IT支出占比提升有关；长期因素之二，预计安全可控推动，用友金蝶份额提升。

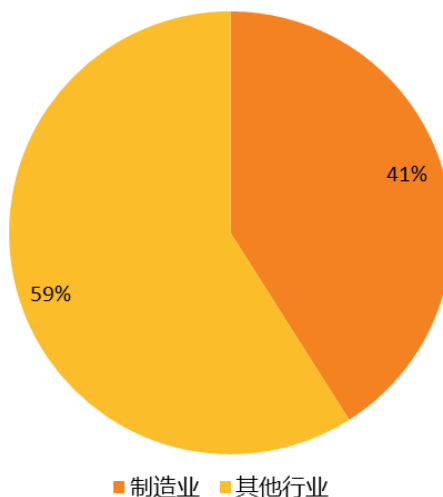


资料来源：Wind、天风证券研究所整理

3、云业务：低渗透率叠加被市场忽视的客户属性

- 1) 渗透率，我们在此不做阐述：根据我们此前测算，云的渗透率较低，如18年超融合在本地部署私有云的渗透率约10%。
- 2) 不能忽视的，云业务以服务业为主的客户属性。根据华经产业研究院，传统ERP软件应用行业，以制造业为主体占比达到41%。

传统ERP应用行业情况

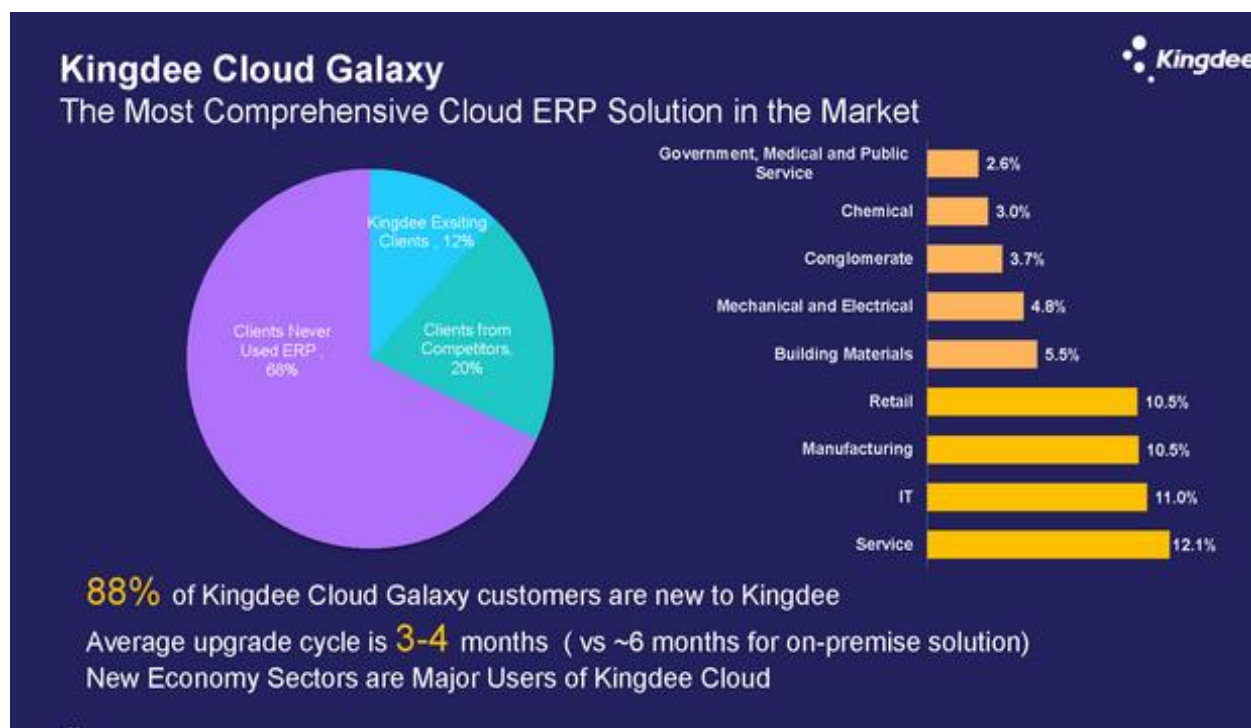


资料来源：华经产业研究院、天风证券研究所整理

3、云业务：低渗透率叠加被市场忽视的客户属性

金蝶云业务中服务业是主要构成，预计用友网络情况类似。

金蝶服务业客户约占34%，制造业仅占10.5%。

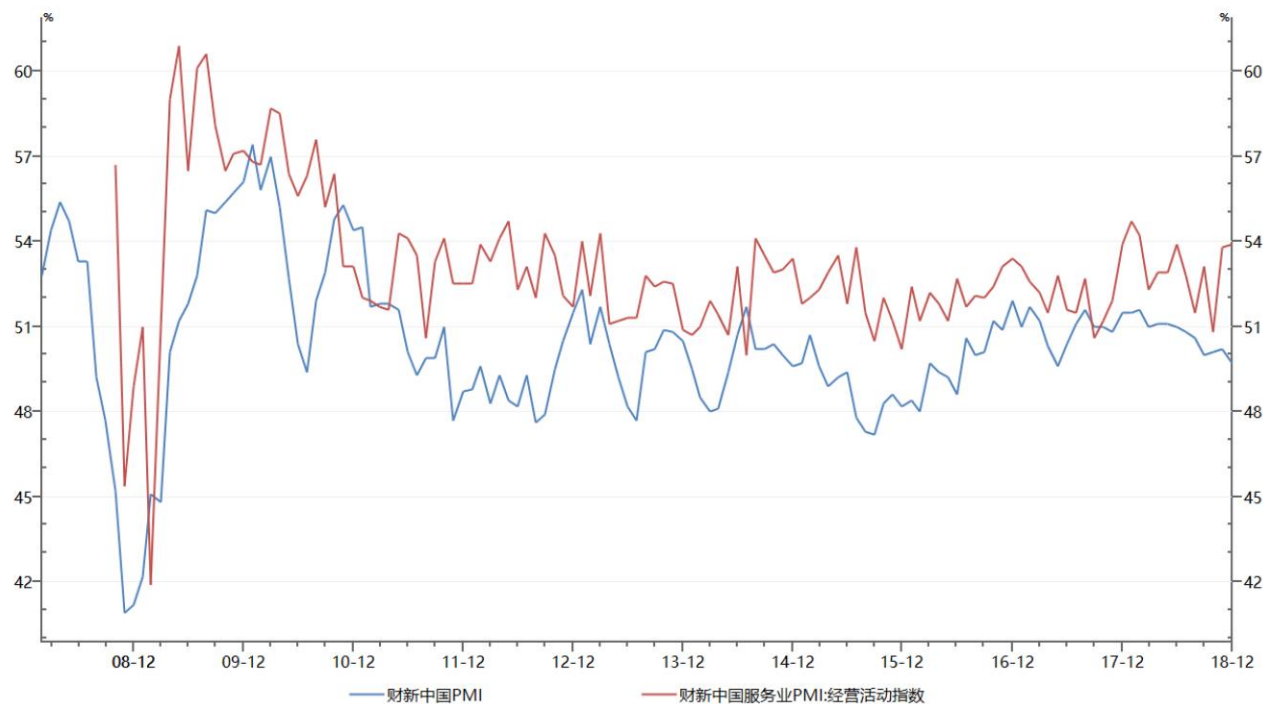


资料来源：金蝶2018年中期业绩发布会、天风证券研究所整理 注释：服务业包括食品、零售、服务、医疗、IT等。

3、云业务：低渗透率叠加被市场忽视的客户属性

服务业企业收入更加稳定，景气度更高。

根据财新中国PMI数据，过去十年，服务业PMI基本保持稳定且在50以上。而制造业周期性推动，整体PMI围绕50上下波动。

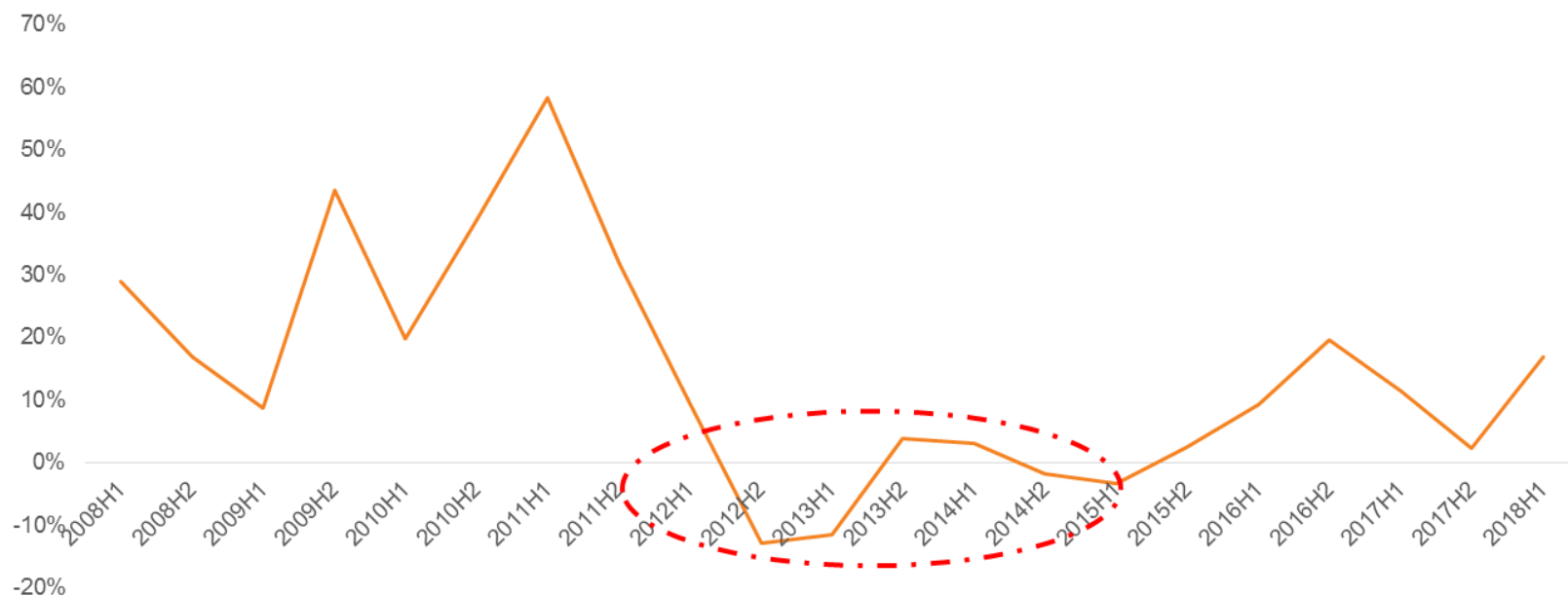


资料来源：Wind、天风证券研究所整理

4、市场对IT后周期判断偏感性，探究12~13年用友金蝶报表恶化之源

我们认为，2012-2013年用友、金蝶软件业务表现不佳，自身原因大过行业性原因。

(用友+金蝶)软件业务营收同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所整理

4、市场对IT后周期判断偏感性，探究12~13年用友金蝶报表恶化之源

金蝶于12年年初经历管理层变动，IBM系高管出走。

金蝶原总裁冯国华曾任IBM全球企业咨询服务部主管合伙人，11年1月加盟金蝶一年后辞任。

2012年报									
持股人姓名	职务	薪酬 (万元)	相对上年增减 (万元)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	期末参考持股市值 (万元)	薪酬与期末持股市值合计 (万元)	币种	
徐少春	董事	598.30	386.40	78,024.18	30.97	91,735.57	92,333.87	CNY	
陈登坤	董事	310.70	146.20	1,571.60	0.62	1,847.78	2,158.48	CNY	
杨国安	董事	65.50	45.50	325.40	0.13	382.58	448.08	CNY	
何建华	董事	45.30	30.30	308.00	0.12	362.13	407.43	CNY	
吴捷	董事	45.30	30.30	68.00	0.03	79.95	125.25	CNY	
Gary Clark Biddle	董事	65.50	50.50	0.00	0.00	0.00	65.50	CNY	
董明珠	董事	15.00	--	0.00	0.00	0.00	15.00	CNY	

2011年报									
持股人姓名	职务	薪酬 (万元)	相对上年增减 (万元)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	期末参考持股市值 (万元)	薪酬与期末持股市值合计 (万元)	币种	
冯国华	董事	362.90	--	--	--	--	362.90	CNY	
徐少春	董事	211.90	31.50	--	--	--	211.90	CNY	
陈登坤	董事	164.50	36.10	--	--	--	164.50	CNY	
杨南南	董事	20.00	5.00	--	--	--	20.00	CNY	
杨国安	董事	20.00	5.00	--	--	--	20.00	CNY	
何建华	董事	15.00	0.00	--	--	--	15.00	CNY	
金明	董事	15.00	0.00	--	--	--	15.00	CNY	
吴捷	董事	15.00	5.00	--	--	--	15.00	CNY	
Gary Clark Biddle	董事	15.00	2.20	--	--	--	15.00	CNY	

【TechWeb报道】2月2日晚间消息，金蝶国际今日发布公告称，公司总裁冯国华由于其家庭与个人原因辞任公司执行董事、总裁及公司全资子公司金蝶软件（中国）有限公司CEO职务。同时，金蝶集团董事局主席徐少春将接任总裁及子公司首席执行官。该变动2月2日起正式生效。

金蝶公告称，冯国华辞任金蝶所有职位后，将被委任战略顾问。公司董事会及冯国华已确认双方并无歧见，且并无有必须提醒股东注意的相关事宜。

冯国华现年43岁，加盟金蝶之前，冯国华曾在西门子、普华永道、IBM等企业任职。2011年1月，他以IBM全球企业咨询服务部主管合伙人的身份跳槽加盟金蝶，出任金蝶集团总裁、兼任金蝶软件CEO。当年3月15日，在金蝶集团的董事会上，冯国华获委任为金蝶执行董事。冯国华入职之时，与金蝶签订合同为任期5年，参与金蝶集团重大战略决策，全面负责金蝶管理咨询、解决方案和管理软件业务。现在看来，这个合同仅仅旅行一年。

资料来源：Wind、TechWeb、天风证券研究所整理

4、市场对IT后周期判断偏感性，探究12~13年用友金蝶报表恶化之源

用友12年加大分销业务，管理也迎来动荡期。

据用友11年年报显示，公司面向大中型企业客户整合产业链伙伴资源，战略加强分销业务。

28	用友U8网络 分销管 理系统	用友U8分销	V10.0	2011SR063751	2011-9-6	2011-5-24	原始取得
----	-----------------------	--------	-------	--------------	----------	-----------	------

1) 面向大中型企业的产品与解决方案发展情况

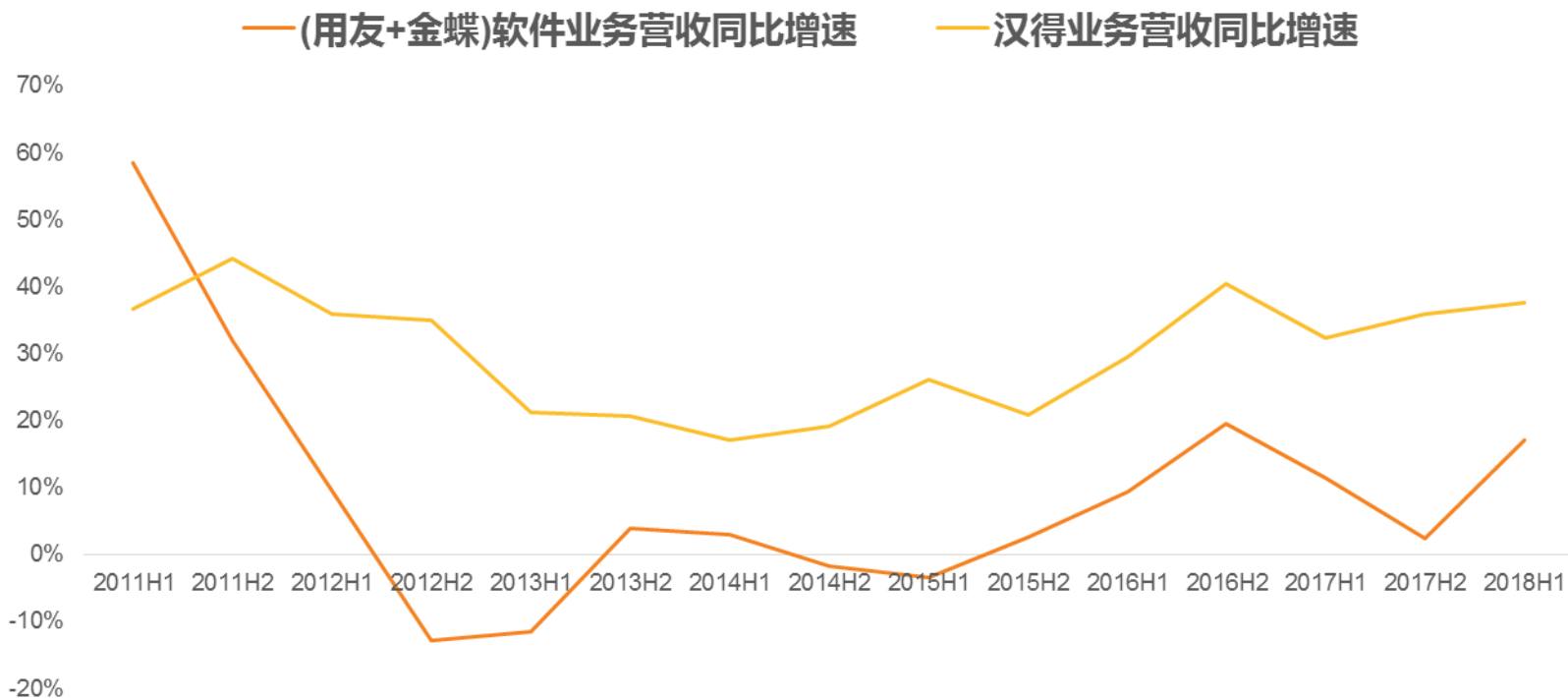
报告期内，公司面向大中型企业的产品与解决方案业务完成了业务经营结构、运营管理体系的优化，建立公司级行业解决方案中心，通过行业一体化的解决方案驱动大型客户的深化经营，通过行业标准化解决方案驱动中型客户规模化经营。公司优化和建立了更加有效的营销方式，树立了行业标杆客户整体解决方案样板；整合了产业链伙伴资源，战略**加强了分销业务**。公司持续强化实施体系建设，改进了公司级PMO（项目管理办公室）管理体系，加强项目基础管理体系建设，项目交付能力显著提升。报告期内，公司升级产品及服务的技术和业务模式，建立新一轮产业浪潮战略优势。

资料来源：Wind、天风证券研究所整理

4、市场对IT后周期判断偏感性，探究12~13年用友金蝶报表恶化之源

实际上，行业景气度实际上仍保持较高水平。

作为SAP产品实施商的汉得信息，营收增速在12~13年仍保持在20%以上的水平。



资料来源：Wind、天风证券研究所整理

5、估值与催化剂

当下市场对云计算预期悲观，不看好19年业绩；但实际上存在较大预期差。

推荐金蝶国际、用友网络、广联达、深信服。

催化剂：3月年报发布、后续财报公布逐季验证

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-01-21	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
00268.HK	金蝶国际	7.35	买入	0.10	0.11	0.13	0.13	73.50	66.82	56.54	56.54
600588.SH	用友网络	24.88	买入	0.27	0.34	0.48	0.64	79.59	62.0	43.9	33.2
002410.SZ	广联达	24.15	买入	0.42	0.46	0.55	0.71	46.46	45.1	37.7	28.9
300454.SZ	深信服	94.29	增持	1.59	1.66	2.16	2.80	-	53.8	41.4	31.8

资料来源：Wind、天风证券研究所 注释：除金蝶，公司eps为wind一致预期；金蝶国际收盘价为港元

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

THANKS