

行业研究/动态点评

2019年05月05日

行业评级:

计算机软硬件 增持(维持)

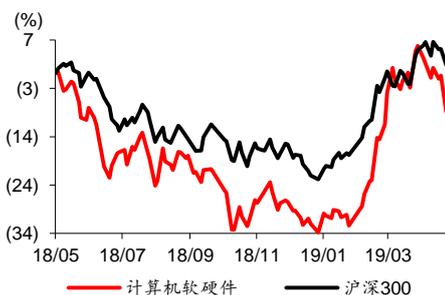
郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

相关研究

- 1《计算机软硬件:关注云计算对外开放和信息安全》2019.04
- 2《创业慧康(300451,买入):主业增速创新高,开启一体两翼战略》2019.04
- 3《计算机软硬件:配置比例上升,金融科技获增持》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

商誉减值拖累 2018, 2019 值得期待

计算机行业 2018 年报&2019 一季报综述

2018 年受商誉减值拖累, 计算机行业净利润大幅下滑

2018 年计算机行业实现营业收入 5132 亿元, 同比增长 10%; 实现净利润 165 亿元, 同比下滑 47%, 收入和净利润增速均创下近五年新低。从扣非口径来看, 2018 年计算机行业实现扣非后净利润仅为 52 亿元, 同比减少 76%。造成 2018 年计算机行业净利润大幅下滑的原因主要是商誉减值。2018 年计算机行业发生商誉减值的公司为 61 家, 占中信计算机指数成分股的 30.81%, 整体商誉减值规模达到 136 亿元, 同比增长 393%, 远超 2015-2017 年之和。

2018 年现金流结构有所改善

2018 年计算机行业现金流结构有所改善。行业整体经营性净现金流为 325 亿元, 同比增长 86%; 投资性现金流为 -494 亿元, 同比收缩 31%; 筹资性现金流为 249 亿元, 同比下降 57%。经营性净现金流占营业收入的比例从 4% 上升到 6%, 投资性净现金流占营业收入的比从 -15% 下降到 -10%, 筹资性净现金流占营业收入的比从 12% 下降到 5%。现金流结构的改善体现出行业自身造血功能有所增强, 对外投资更加理性, 对外部输血的依赖程度降低, 有利于行业稳健发展。

2018 年云计算 IaaS、金融支付、V2X 车联网收入高增长

2018 年阿里云等云计算巨头资本开支加大, 加速布局基础设施领域, 受此影响, 云计算 IaaS 板块 2018 年收入增速最高, 达到 54%, 其中服务器领域浪潮信息收入增长 84.17%, 中科曙光收入增长 43.89%; IDC 领域数据港收入增长 74.86%。金融支付、V2X 车联网两个子板块行业收入增速都超过了 40%; 电子认证、综合 IT、工业互联网、银行 IT 四个子板块行业收入增速在 20%-30% 之间; SAAS、医疗信息化、证券 IT、电子政务、专用设备、信息安全等子板块行业收入增速在 10%-20% 之间。

2019Q1 行业盈利底初现, 云计算、医疗 IT 等子板块延续高增长

2019 年 Q1 计算机行业实现收入 1060 亿元, 同比增长 11%; 实现归母净利润 63 亿元, 同比增长 53%, 扣除公允价值变动净收益对公司业绩的影响, 2019Q1 增速为 -16.8%。Q1 行业整体毛利率、净利率均有所提升, 经营性净现金流同比有所改善。应收账款同比增长 17.9%, 增速有所放缓, 同比减少 6.2pct。预收账款同比增长 14.4%, 同比提升 1.3pct。从子板块收入增速看, 云计算、医疗信息化、电子认证、电子政务等子板块延续 2018 年高景气态势。

政策支持+产业驱动, 2019 计算机行业景气度值得期待

我们认为 2019 年计算机行业景气度值得期待。受益于政策支持, 未来三年医疗信息化、安全可靠/信息安全、电力物联网、智能网联/V2X、证券 IT 等子板块有望保持高景气态势。受益于产业需求驱动, 云计算、人工智能迈入加速落地的阶段, 行业景气度有望持续提升。

风险提示: 宏观经济整体下行的风险; 金融去杠杆带来的信用紧缩风险; 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 投资评级 | EPS (元) | | | | P/E (倍) | | | |
|-----------|------|---------|------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 23.56 | 买入 | 0.44 | 0.57 | 0.78 | 1.01 | 54 | 41 | 30 | 23 |
| 002373.SZ | 千方科技 | 18.82 | 买入 | 0.52 | 0.65 | 0.83 | 1.05 | 36 | 29 | 23 | 18 |
| 600570.SH | 恒生电子 | 83.05 | 增持 | 1.04 | 1.46 | 1.93 | 2.47 | 80 | 57 | 43 | 34 |
| 600845.SH | 宝信软件 | 34.43 | 买入 | 0.76 | 1 | 1.24 | 1.45 | 45 | 34 | 28 | 24 |

资料来源: 华泰证券研究所

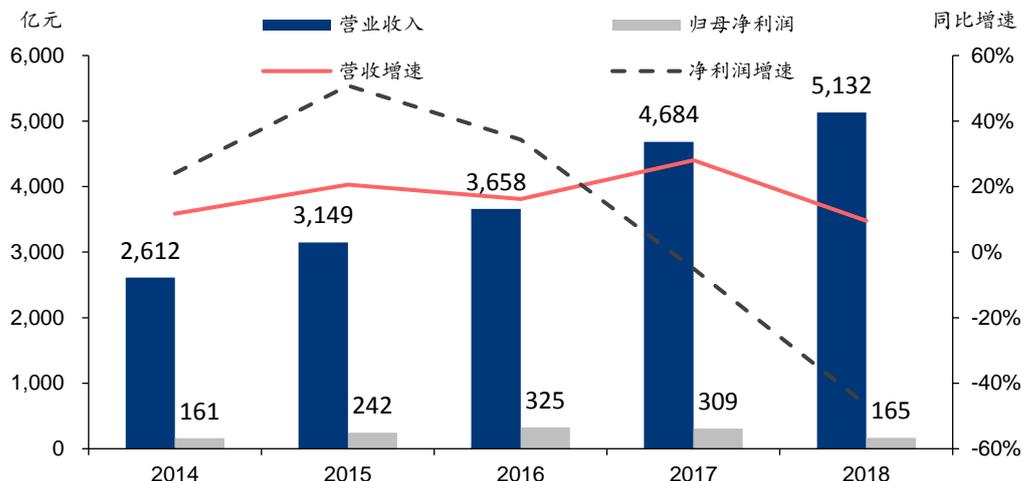
2018年计算机行业经营情况回顾

整体业绩分析

商誉减值拖累，净利润大幅下滑

2018年计算机行业净利润下滑47%。以中信计算机指数成分股为样本，2018年计算机行业实现营业收入5132亿元，同比增长10%；实现净利润165亿元，同比下滑47%，收入和净利润增速均创下近五年新低。

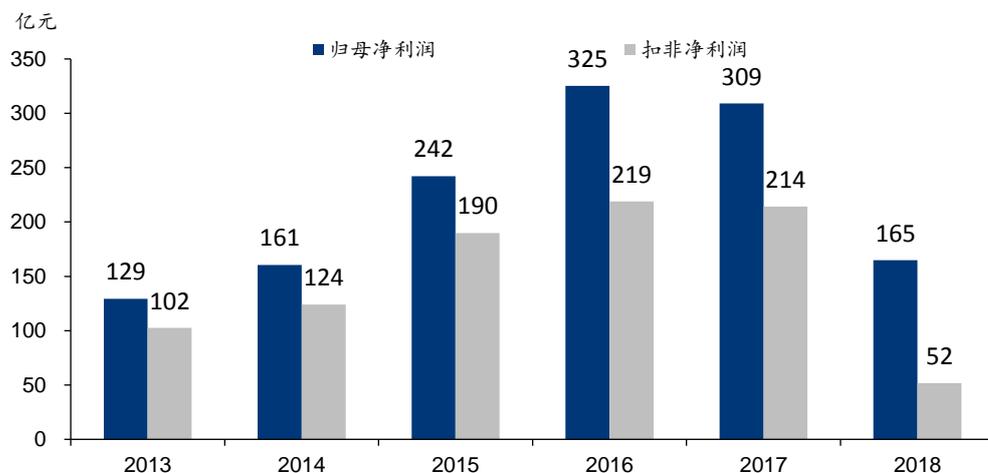
图表1：2014-2018年计算机板块收入、利润



资料来源：Wind、华泰证券研究所

扣非口径净利润下滑幅度更大。从扣非口径来看，2018年计算机行业实现扣非后净利润仅为52亿元，同比减少76%。非经常性损益中增加较多的是政府补助和非流动资产处置损益。2018年计算机行业获得政府补助66亿元，同比增加49%，发生非流动资产处置损益35亿元，同比增加45%。四维图新处置非流动资产获得收益10.77亿元，冲抵商誉减值9.25亿元带来的业绩冲击。获得政府补助最多的前三家企业分别为维信诺(20.31亿元)、紫光股份(5.44亿元)和科大讯飞(2.76亿元)。

图表2：2014-2018年计算机行业净利润与扣非后净利润对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

造成2018年计算机行业净利润大幅下滑的原因主要是商誉减值。2018年计算机行业发生商誉减值的公司为61家，占中信计算机指数成分股的30.81%，整体商誉减值规模达到136亿元，同比增长393%，远超2015-2017年之和。教育信息化板块公司商誉减值情况严重，拓维信息减值12.88亿元，立思辰减值10.77亿元，全通教育减值6.86亿元。

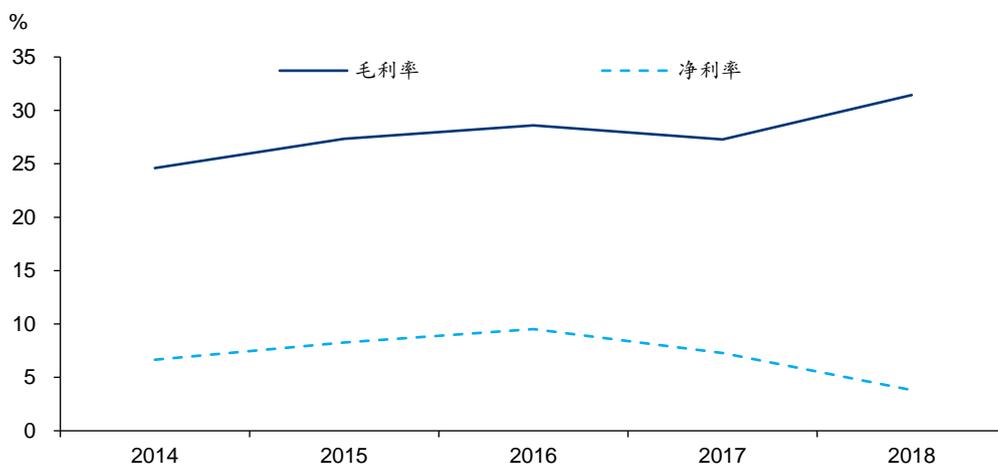
图表3： 2015-2018年计算机行业商誉减值规模

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重要财务指标分析

毛利率小幅上升，期间费用率上升

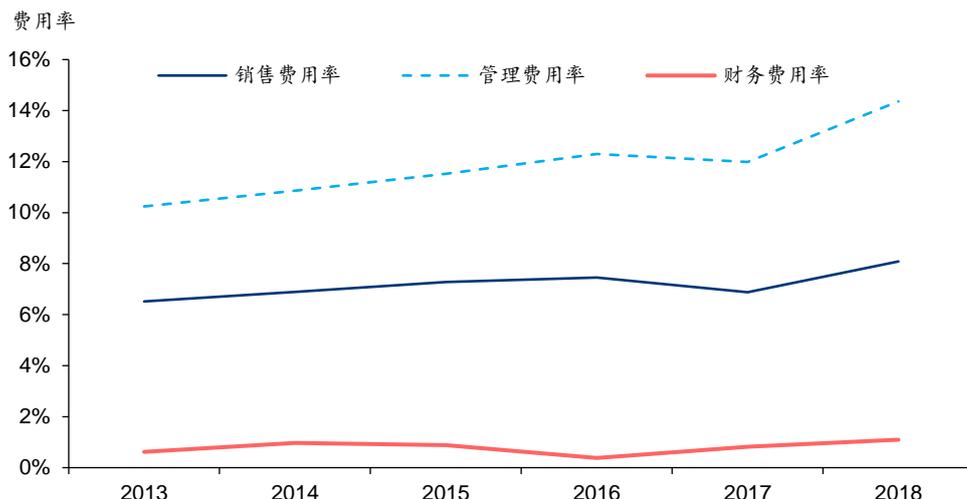
2018年计算机行业整体毛利率为31.44%，同比上升4.15pct，整体净利率为3.81%，同比下降3.45pct。部分传统IT集成商逐步进行业务转型，毛利率得到提升。如易华录由智慧城市集成商转而拓展蓝光存储数据湖，2018年毛利率提升10.27pct达到38.80%；千方科技收购宇视科技，智慧交通与智慧安防业务协同效应体现，毛利率上升4.70pct达到32.87%。

图表4： 2014-2018年计算机行业毛利率、净利率

资料来源：Wind、华泰证券研究所

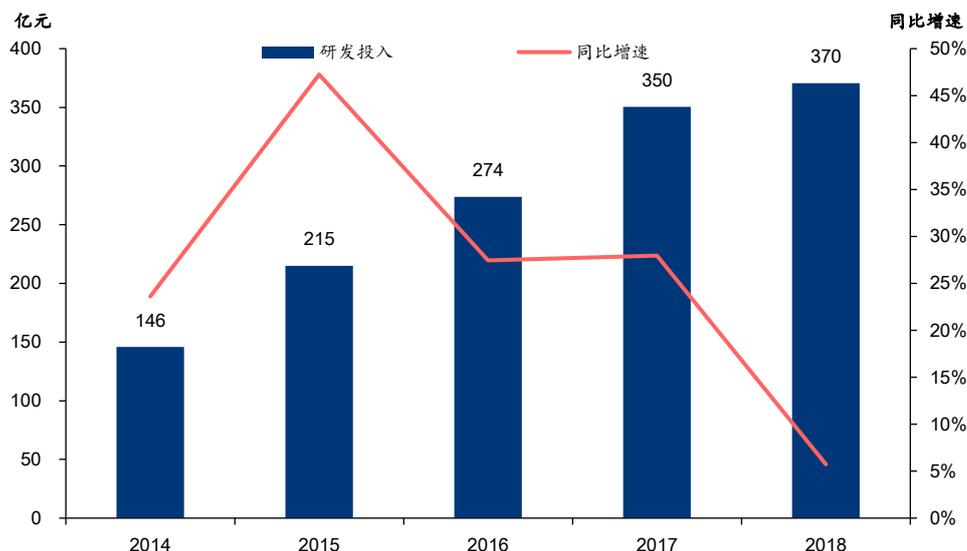
期间费用率上升，研发投入增速放缓。2018年计算机行业期间费用率为23.54%，同比上升3.86pct。2018年会计准则调整，将研发费用从管理费用中独立出来单列一栏，还原研发费用后，同口径下2018年管理费用率为14.36%，同比上升2.37pct。2018年销售费用率为8.09%，上升1.21pct，财务费用率为1.10%，同比上升0.28pct。控费压力下研发投入增速放缓。2018年计算机行业研发投入（包含资本化和费用化）为370亿元，同比增长5.74%，增速慢于整体营收增速。整体研发投入占营收的比重从2017年的7.48%下降到7.22%。

图表5： 2014-2018年计算机行业期间费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 2014-2018年计算机行业研发投入

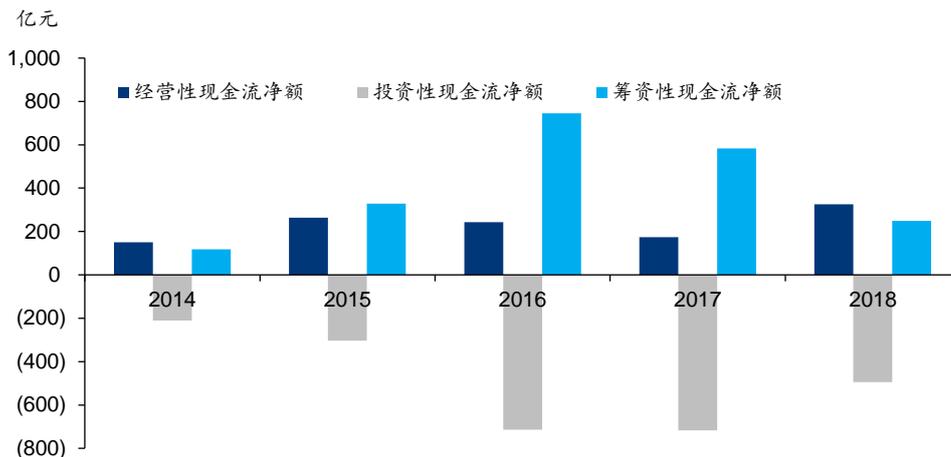


资料来源：Wind、华泰证券研究所

现金流结构有所改善

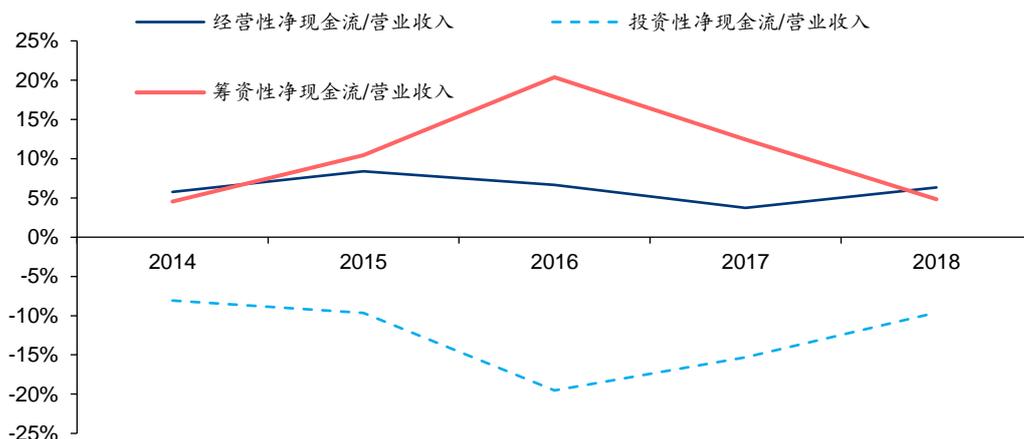
2018年计算机行业现金流结构有所改善。整体经营性净现金流为325亿元,同比增长86%;投资性现金流为-494亿元,同比收缩31%;筹资性现金流为249亿元,同比下降57%。经营性净现金流占营业收入的比从4%上升到6%,投资性净现金流占营业收入的比从-15%下降到-10%,筹资性净现金流占营业收入的比从12%下降到5%。现金流结构的改善体现出计算机行业自身造血功能有所增强,对外投资更加理性,对外部输血的依赖程度降低,有利于行业稳健发展。

图表7： 2014-2018年计算机行业现金流



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 2014-2018年计算机行业现金流结构



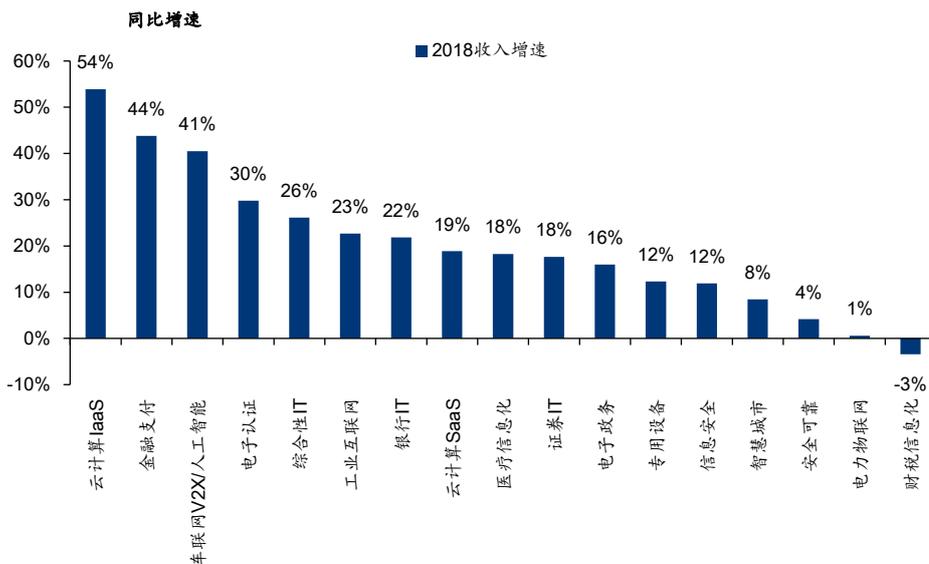
资料来源：Wind、华泰证券研究所

子板块景气程度分析

云计算 IaaS 收入高增长

从收入角度看，云计算 IaaS 收入增速最高，财税信息化是唯一收入下滑的子板块。我们选取了各细分子行业的代表性公司，统计了各子行业 2018 年的收入增长情况。其中，2018 年云计算 IaaS 板块收入增速最高，主要受益于阿里云等云计算巨头加大资本开支，该板块 2018 年增速达到了 54%，服务器领域浪潮信息增长 84.17%，中科曙光增长 43.89%；IDC 领域数据港增长 74.86%。此外，金融支付、V2X 车联网两个子板块行业增速都超过了 40%；电子认证、综合 IT、工业互联网、银行 IT 四个子板块行业增速在 20%-30% 之间；SAAS、医疗信息化、证券 IT、电子政务、专用设备、信息安全等子板块行业增速在 10%-20% 之间；智慧城市、自主可控、电力物联网等子板块行业增速在 0%-10% 之间；财税信息化是唯一收入下滑的板块，主要受航天信息收入从 298 亿元下滑至 279 亿元的影响所致，其他公司如顺利办、金财互联、博思软件收入均取得正增长，但体量均较小，对板块整体影响小。

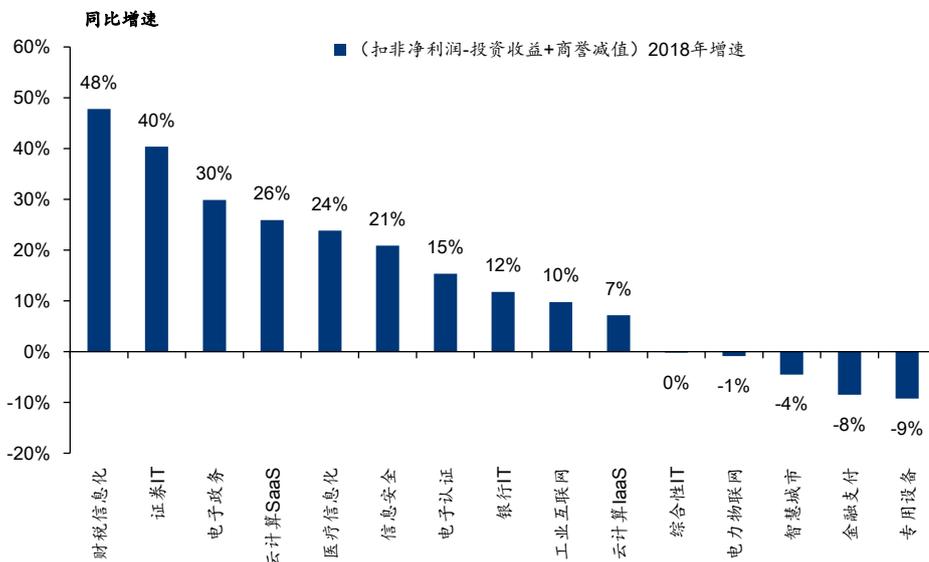
图表9： 2018年计算机子行业收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

为反映公司实际经营成果，避免大额商誉减值和投资收益带来的扭曲，我们剔除 2017、2018 年商誉减值金额在 1 亿元以上的个股，构建“扣非后净利润-投资收益+商誉减值损失”指标用于分析。我们发现还原商誉减值和投资收益的影响后，大部分子板块经营成果取得正增长，财税信息化、证券 IT、电子政务增速在 30% 以上。电力物联网、智慧城市、金融支付、专用设备和车联网等子板块增速下滑。

图表10： 2018年计算机子行业实际经营情况（剔除投资收益和商誉减值影响后的净利润增速）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

政策支持+产业需求驱动，2019 计算机行业景气度值得期待

计算机行业增长驱动力主要包括政策支持和产业需求驱动两类。

综合分析计算机行业主要子板块发展情况，我们认为，受益于政策支持，未来三年医疗信息化、安全可靠/信息安全、电力物联网、智能网联/V2X、证券 IT 等子板块有望保持高景气态势。

医疗信息化: 卫健委提出国内二、三级医院电子病历建设目标, 2019、2020年为考核期。电子病历建设将影响医院定级, 进而影响医院收费标准, 电子病历建设有望成为新一轮医疗IT升级的契机。

安全可靠/信息安全: “中兴事件”之后, 安全可靠上升到了国家战略层面。习总书记在关于网信工作的讲话中多次强调“要加快推进国产自制控制替代计划, 构建安全可控的信息技术体系”, 还设立国家网络安全信息化委员会并亲自担任组长。信息安全自主可控的重要性达到了空前的高度。2017年6月, 《中华人民共和国网络安全法》正式施行, 2018年6月, 《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》发布, 等保2.0提上日程, 行业空间扩容在即。

电子物联网: 国家电网规划到2021年初步建成泛在电力物联网, 基本实现业务协同和数据贯通, 初步实现统一物联管理。到2024年建成泛在电力物联网, 全面实现业务协同、数据贯通和统一物联管理。

智能网联/V2X: 工信部《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》提出2020年车联网渗透率达到30%, 2020年后高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用, “人-车-路-云”实现高度协同的目标。此外, 2019年两会政府工作报告中, 李克强总理提到“两年内基本取消全国高速公路省界收费站, 该政策有望促使ETC投资在未来两年内密集释放。

证券IT: 高层明确金融改革开放大方向, 资本市场发展有望提速。短期科创板改革、券商接口放开等新政策为证券IT厂商带来明确的业务增量, 利好行业增速提升。

受益于产业需求驱动, 云计算、人工智能迈入加速落地的阶段, 行业景气度有望持续提升。
云计算 IaaS: 工信部信息通信发展司司长闻库在4月24日的国新办发布会上表示, 中国监管部门在尊重世贸组织相关规则, 遵循现代管理政策的前提下, 赞成国内和国际企业开展云服务。云计算对外开放有望扩大, 有利于促进国内云计算产业发展, 服务器、IDC等IaaS基础设施有望迎来增量需求。

云计算 SaaS: 供给端, 我国IaaS的高速发展提升了基础设施成熟度, 为SaaS进一步普及做好了铺垫。另外, 国产SaaS软件在诸多垂直场景下已经能够提供成熟的解决方案。需求端, 我国中小企业数量众多, SaaS发展空间广阔。

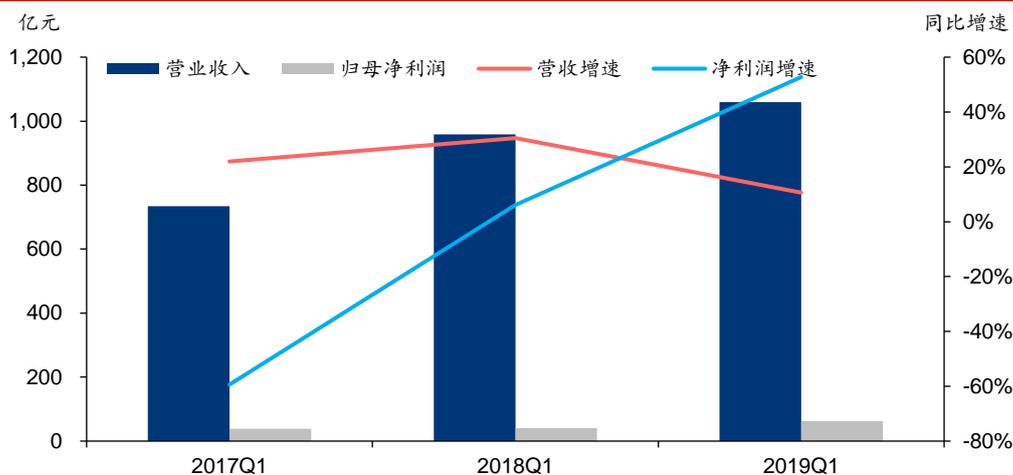
人工智能: 顶层设计上, 人工智能上升至国家战略高度; 技术支撑上, 感知智能已较为成熟, 支撑商业化应用落地。重点关注有望率先实现大规模商业化落地的AI赋能子领域, 如AI+安防、AI+金融、AI+医疗、AI+教育等。

2019Q1：行业盈利底初现，云计算、医疗IT等延续高增长

2019年一季度计算机行业实现收入1060亿元，同比增长11%；实现归母净利润63亿元，同比增长53%，整体净利润增速可喜。考虑到2019年一季度国内证券市场行情回暖，部分上市公司持有的可供出售金融资产增值对业绩影响较大，一季度行业整体公允价值变动带来的净收益为36亿元，扣除公允价值变动净收益对公司业绩的影响，2019年一季度行业净利润增速为-16.8%。

因为计算机行业收入利润确认多集中于四季度，报表季节性特征显著，一般Q1收入利润占全年的比例最低，Q1或将成为计算机行业的盈利底部。2018年商誉减值影响下全年行业净利润仅为165亿元，2019年表现业绩有望实现高增长。

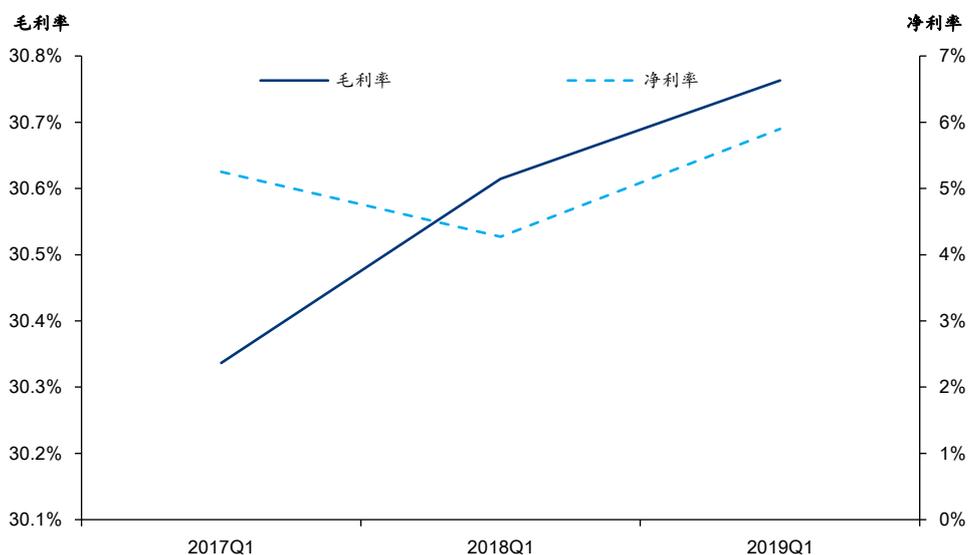
图表11：2019年Q1计算机行业整体净利润增长53%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

一季度行业整体财务指标有所优化。一季度行业整体毛利率、净利率均有所提升，毛利率同比提升0.15pct达到30.76%，受益于公允价值变动净收益，行业净利率提升1.63pct达到5.90%。一季度行业公司经营性净现金流为-284亿元，2018Q1为-340亿元，同比有所改善。应收账款同比增长17.9%，增速有所放缓，同比减少6.2pct。预收账款同比增长14.4%，同比提升1.3pct。我们认为行业现金流、应收账款、预收账款等财务指标优化的部分原因在于企业逐步向云转型的影响。

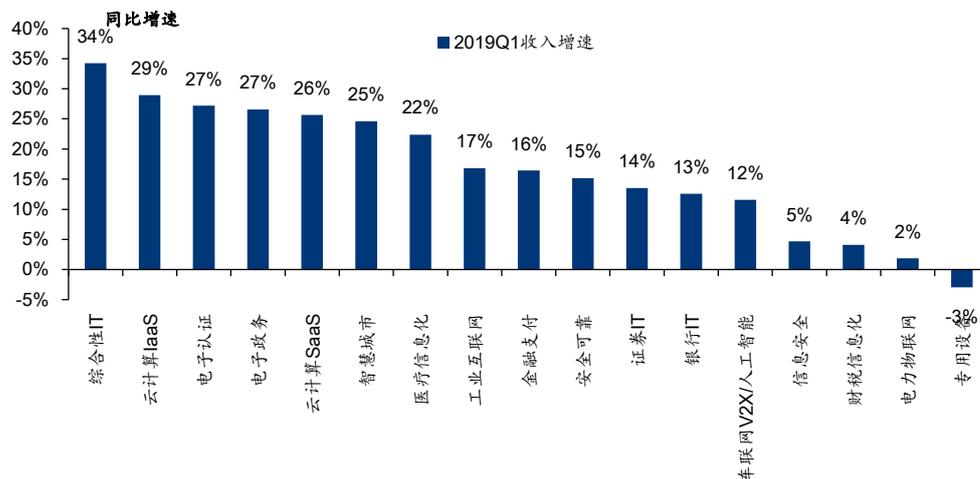
图表12：2019Q1计算机行业毛利率、净利率提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

云计算 (IaaS/SaaS)、医疗信息化、电子认证、电子政务等子板块延续高景气。从子板块收入增速来看，云计算、医疗信息化、电子认证、电子政务等子板块延续 2018 年高景气态势。云计算 IaaS 厂商延续 2018 年高景气，一季度收入增长 29%；医疗信息化板块，一季度创业慧康新签 1.47 亿元福建协和医院大单，和仁科技中标 1.14 亿元江西儿童医院信息化项目，板块整体一季度收入增长 22%。此外，东软集团、东华软件、万达信息等综合性 IT 厂商增速最高达到 34%；专用设备表现不佳，一季度收入增速下滑 3%。

图表13： 2019Q1 计算机子行业收入增速

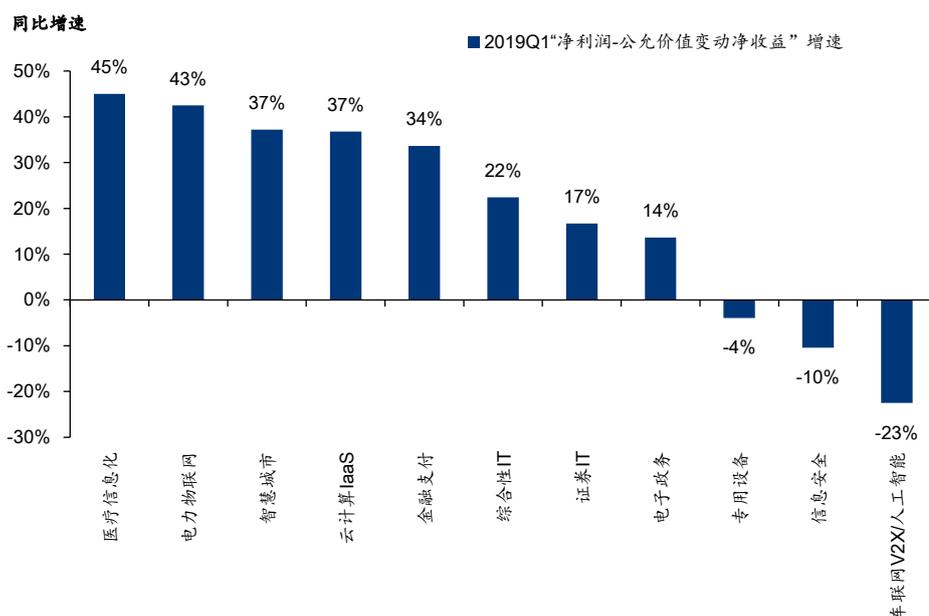


注：子板块选取具有代表性的公司，样本范围与行业整体有所不同

资料来源：Wind、华泰证券研究所

净利润角度，剔除公允价值变动净收益的影响后，医疗信息化、电力物联网、智慧城市、云计算 IaaS 和金融支付增速在 30% 以上；专用设备、信息安全和车联网出现负增长。云计算 SaaS 和安全可靠领域受极端值影响较大，在图表中不作呈现。云计算 SaaS 板块用友网络 2018Q1 亏损 1.08 亿元，2019Q1 盈利 8221 万元；安全可靠领域中国长城 2018Q1 盈利 9826 万元，2019Q1 亏损 1.1 亿元。

图表14： 2019Q1 计算机子行业“净利润-公允价值变动净收益”增速



注：安全可靠、云计算 SaaS 受极端值影响大，在此不作呈现

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

宏观经济整体下行的风险，宏观经济整体下行影响计算机软硬件行业下游需求；
金融去杠杆带来的信用紧缩风险，金融去杠杆和信用紧缩将提升行业融资成本，影响经营效率和利润率；
中美贸易摩擦不确定性带来的风险，中美贸易摩擦或导致核心零部件进口和产品出口，影响行业发展。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com