

## 商誉减值拖累盈利，龙头企业表现依然强劲

### ——计算机行业 2018 年报综述报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 05 月 20 日

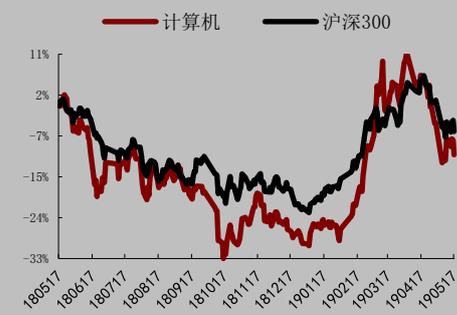
#### 行业核心观点：

行业总营收持续稳步增长，但多家公司巨亏拖累归母净利润走势。2018 全年，申万一级计算机行业成分公司整体实现总营收 6228 亿元，同比增长 17.26%；受多家成分公司商誉计提导致巨亏影响，行业实现归母净利润 167 亿元，同比骤降 55.3%。具体细分来看，“IT 服务”领域营收未来还将继续保持领先状态，但“软件开发”领域盈利能力最强，后市有望成为行业盈利增长的主要源动力。

#### 投资要点：

- **商誉及无形资产在所有者权益占比已趋于平稳，多数公司经营现金流状态良好：**整体来看，行业公司商誉及无形资产总额在所有者权益总额占比为 24.25%，基本和过去两年持平；行业在经历了 2017 年现金流净额骤降之后，2018 年有所好转，录得现金流净额为 97.24 亿元，同比增长 50.2%；录得经营性现金流净额为 352.48 亿元，同比增长 55.48%。
- **各子行业毛利率水平稳定，“软件开发”的高毛利率为后市提升行业盈利水平提供有力保障：**“软件开发”的毛利率水平长期以来处于行业最高水平，始终保持在 50% 以上；“IT 服务”毛利率最为稳定，已经连续 6 年保持在 35% 区间；“计算机设备 III”近年来处于平均每年下滑 1% 的相对下滑趋势。总体来看，行业毛利率水平非常稳定，受宏观等外围影响较小，“软件开发”的高毛利率水平，将成为其后市为行业提供整体利润增长和提高净资产收益率的主要保障。
- **重点关注行业盈利头部公司和各细分领域龙头公司：**行业 CR10 公司一直以来占据着行业净利润规模的主导地位，近两年虽然增速有所放缓，但始终处于稳定状态，特别是 2018 年行业净利润规模大幅下滑 55.3% 的情况下，CR10 公司净利润总额依然小幅增长 1.4%。在产业需求和政策支持的双重驱动下，我认为计算机行业众多细分领域都将会有比较好的业绩表现，特别是各领域的龙头公司更将率先获取其细分领域发展红利。
- **风险因素：**商誉及无形资产减值风险、技术推进不达预期、中美贸易摩擦风险、政策支持力度不及预期风险。

#### 计算机行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 05 月 17 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20190515\_行业动态跟踪\_AAA\_计算机行业 2019Q1 基金持仓动态跟踪报告  
万联证券研究所 20190513\_行业周观点\_AAA\_计算机行业周观点 (05.06-05.12)

分析师： 缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

## 目录

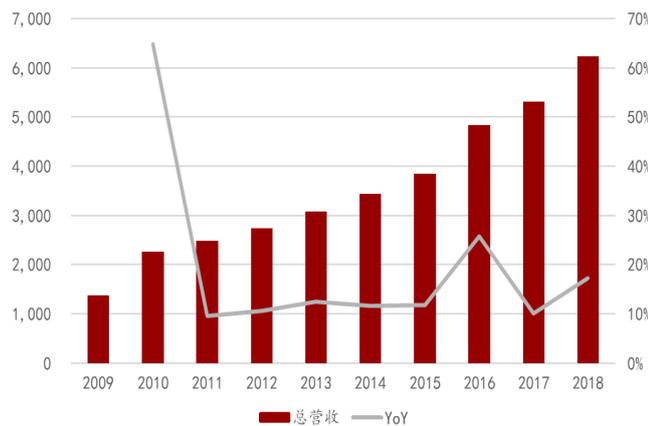
1、2018 年报行业概览：多家公司巨亏拖累行业业绩 .....	3
2、行业经营情况：资产大幅减值，成为巨亏主因 .....	6
3、子行业情况：软件开发将成为未来行业增长的源动力 .....	9
4、投资建议 .....	11
5、风险提示 .....	13
行业投资评级 .....	15

图表 1：年度总营收（亿元） .....	3
图表 2：年度归母净利润（亿元） .....	3
图表 3：2018 年总营收增速情况 .....	3
图表 4：2018 年归母净利润增速情况 .....	4
图表 5：年度商誉及无形资产占所有者权益情况 .....	4
图表 6：2018 年商誉及无形资产情况 .....	4
图表 7：年度现金流及经营性现金流情况 .....	4
图表 8：2018 年现金流及经营性现金流情况 .....	4
图表 9：近十年行业估值情况 PE (TTM) .....	5
图表 10：近十年行业成交额情况 .....	5
图表 11：近十年行业 ROE 情况 .....	6
图表 12：近十年行业毛利率情况 .....	6
图表 13：近十年行业权益乘数情况 .....	7
图表 14：近十年行业总资产周转率情况 .....	7
图表 15：近十年资产减值金额情况（亿元） .....	8
图表 16：近十年资产减值占比情况 .....	8
图表 17：近十年资产减值和商誉及无形资产归母情况（亿元） .....	8
图表 18：2018 年各子行业营收情况（亿元） .....	9
图表 19：近五年各子行业营收规模（亿元） .....	9
图表 20：2018 年各子归母净利润情况（亿元） .....	9
图表 21：近五年各子行业归母净利润规模（亿元） .....	9
图表 22：近十年各子行业 ROE 情况 .....	10
图表 23：近十年各子行业毛利率情况 .....	10
图表 24：近十年各子行业商誉及无形资产占所有者权益比例 .....	11
图表 25：2018 年各子行业资产减值损失情况 .....	11
图表 26：近十年 CR10 公司净利润情况 .....	11
图表 27：近十年 CR10 公司营收情况 .....	11
图表 28：自主安全可控解析 .....	12
图表 29：金融科技在银行端的分化 .....	12
图表 30：5G 的主要技术指标 .....	13
图表 31：ITU 归纳的应用场景 .....	13

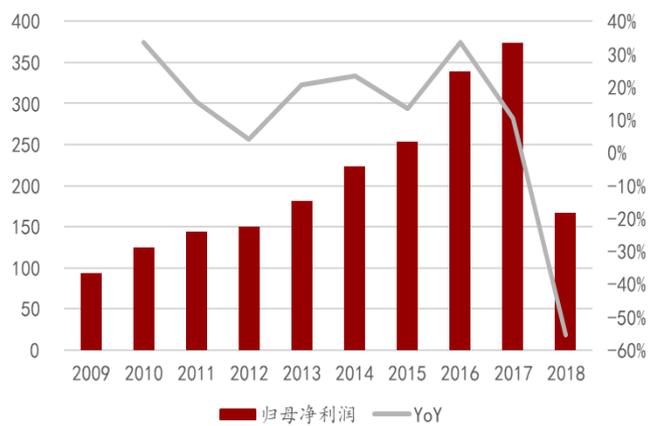
## 1、2018 年报行业概览：多家公司巨亏拖累行业业绩

行业总营收持续稳步增长，多家公司巨亏拖累归母净利润走势。2018 全年，申万一级计算机行业成分公司整体实现总营收 6228 亿元，同比增长 17.26%；受多家成分公司巨亏影响，行业实现归母净利润 167 亿元，同比骤降 55.3%，在亏损的 24 家公司中，亏损金额在 10 亿元以上的共有 7 家，分别是：ST 荣联（002642.SZ）亏损 13.6 亿元、立思辰（300010.SZ）亏损 13.93 亿元、达华智能（002512.SZ）亏损 17.42 亿元、飞利信（300287.SZ）亏损 19.59 亿元、ST 中安（600654.SH）亏损 19.81 亿元、同方股份（600100.SH）亏损 38.8 亿元、ST 工新（600701.SH）亏损 43.42 亿元。

图表 1：年度总营收（亿元）



图表 2：年度归母净利润（亿元）

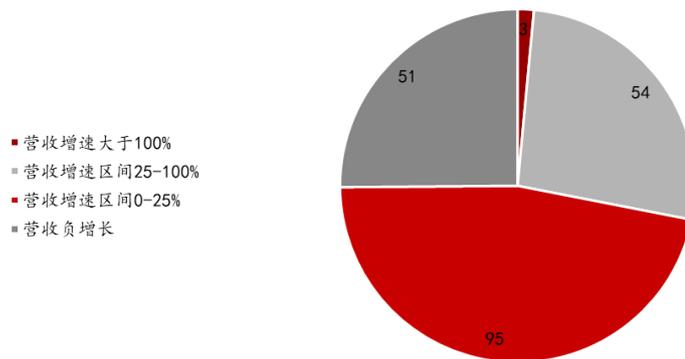


资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

行业成长性仍在，近半数公司年营收增速在 0-25% 之间，但仅 3 家公司营收增速超越 100%。据我们统计，实现营收正增长的公司占比约为 75%，共有 152 家，营收增速超过 25% 的公司约占 28%，共有 57 家，其中增速超过 100% 的公司仅有三家，分别为佳发教育（300559.SZ）、千方科技（002373.SZ）、维信诺（002387.SZ）。

图表 3：2018 年总营收增速情况

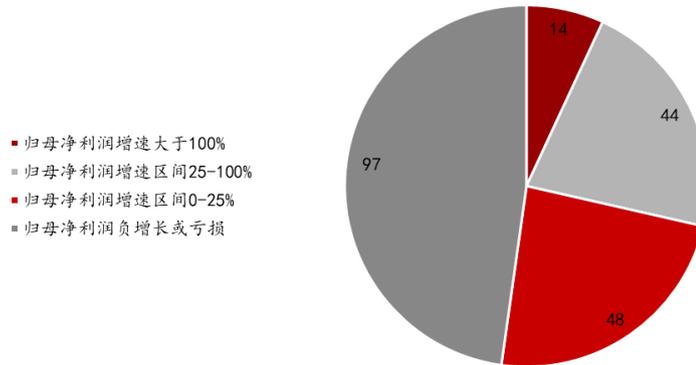


资料来源：Wind、万联证券研究所

盈利水平两头分化严重，实现业绩增长公司的利润率有明显改善，但仍有近半数公司归母净利润负增长或亏损。据我们统计，实现归母净利润正增长的公司占比约为 52%，共有 106 家，其中增速超过 100% 的公司共有 14 家。需要注意的是，仍有 97 家公司处于归母净利润负增长或亏损状态，其中负增长公司数为 73 家，亏损公司数为 24 家。

家。

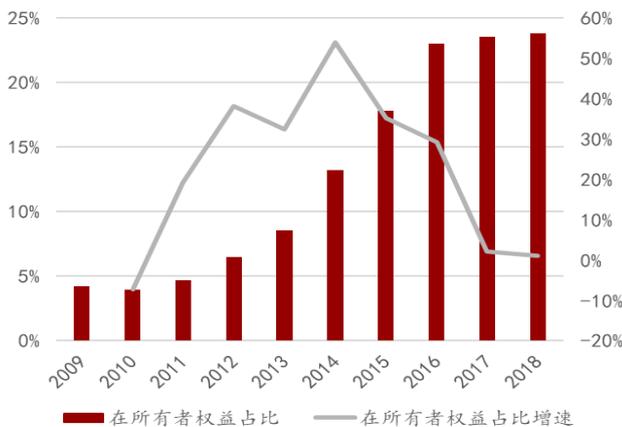
图表4：2018年归母净利润增速情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

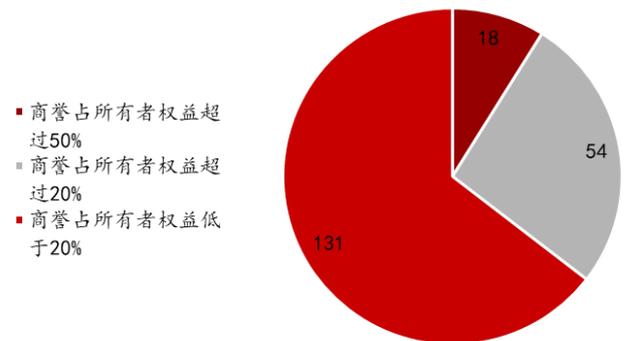
商誉及无形资产在所有者权益占比连续9年增长，但近三年增速趋势明显下降，总量趋于平稳。整体来看，行业公司商誉及无形资产总额在所有者权益总额占比为24.25%，基本和过去两年持平；具体来看，行业内约65%，共131家公司商誉及无形资产在所有者权益占比低于20%，有72家公司商誉及无形资产在所有者权益占比超过20%，其中有18家公司商誉及无形资产在所有者权益占比超过50%，占行业公司总数的9%。

图表5：年度商誉及无形资产占所有者权益情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表6：2018年商誉及无形资产情况

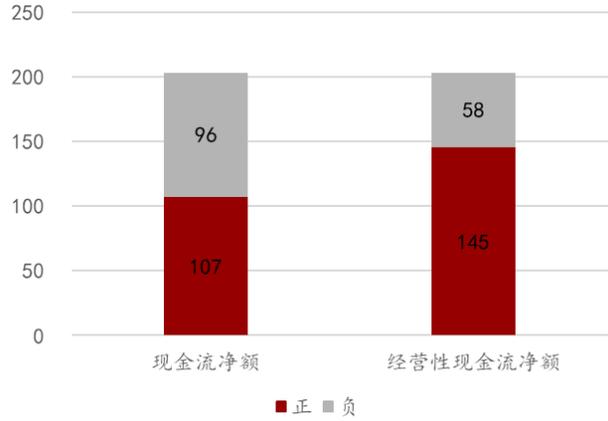


资料来源：Wind、万联证券研究所

行业融资需求大，多数公司经营现金流状态良好，但公司整体现金流情况一般。行业在经历了2017年现金流净额骤降之后，2018年有所好转，录得现金流净额为97.24亿元，同比增长50.2%；录得经营性现金流净额为352.48亿元，同比增长55.48%。整体来看，行业还有96家公司现金流净额为负，远远大于行业经营性现金流净额为负的公司数，结合商誉及无形资产情况来看，在近年来行业公司不断扩张外延的背景下，行业整体融资需求仍然较大。

图表7：年度现金流及经营性现金流情况

图表8：2018年现金流及经营性现金流情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

业绩拖累估值，行业全年估值均低于过去十年均值。复盘历史来看，伴随业绩的快速增长，行业在2013年有过一次估值的快速提升过程，但受近两年来行业业绩下滑的影响，行业整体估值也表现低迷。目前行业季度估值PE (TTM) 37.6倍，处于近十年季度估值最低水平区间。

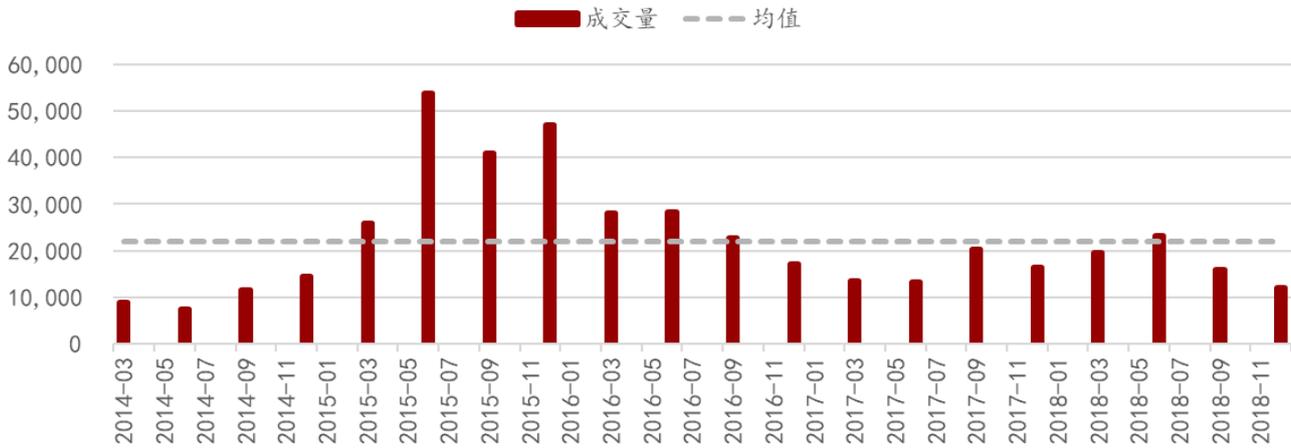
图表9: 近十年行业估值情况PE (TTM)



资料来源: Wind、万联证券研究所

行业景气度低迷，后市可提升空间大。从季度成交额来看，行业已经连续9个季度处于或低于过去五年均值，同时和过去五年最高水平相比，有着4-5倍的差距，我们认为后市行业景气度提升的空间大，动力足。2018Q4行业成交额为1.2万亿元，和季度估值水平一样，行业成交额也处于过去五年最低水平区间。

图表10: 近十年行业成交额情况

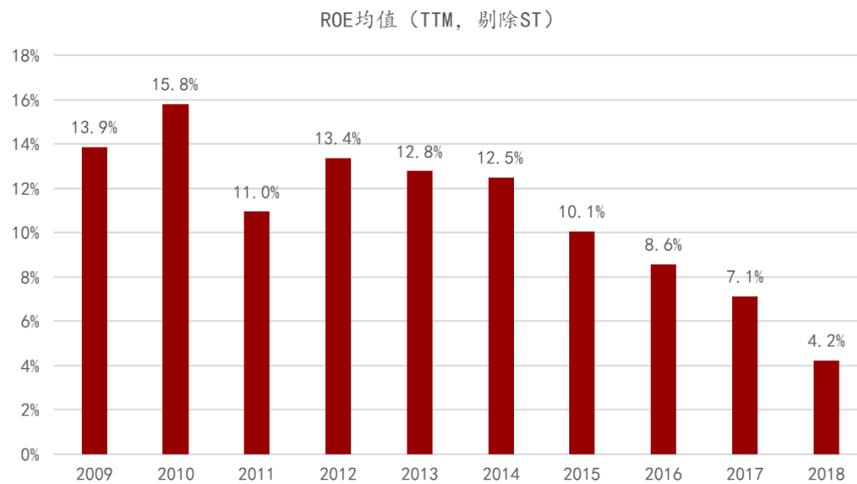


资料来源: Wind、万联证券研究所

## 2、行业经营情况：资产大幅减值，成为巨亏主因

行业净资产收益率 (ROE) 连续 6 年下滑，触及历史最低水平，反转在即。目前行业 ROE 仅 4.2%，同比下滑高达 41%，复盘过去十年情况来看，行业 ROE 应在 10% 以上才为正常水平。鉴于行业毛利率和权益乘数处于稳定区间，后市资产减值告一段落，我们认为行业 ROE 在 2019 年出现反转将成为大概率事件。

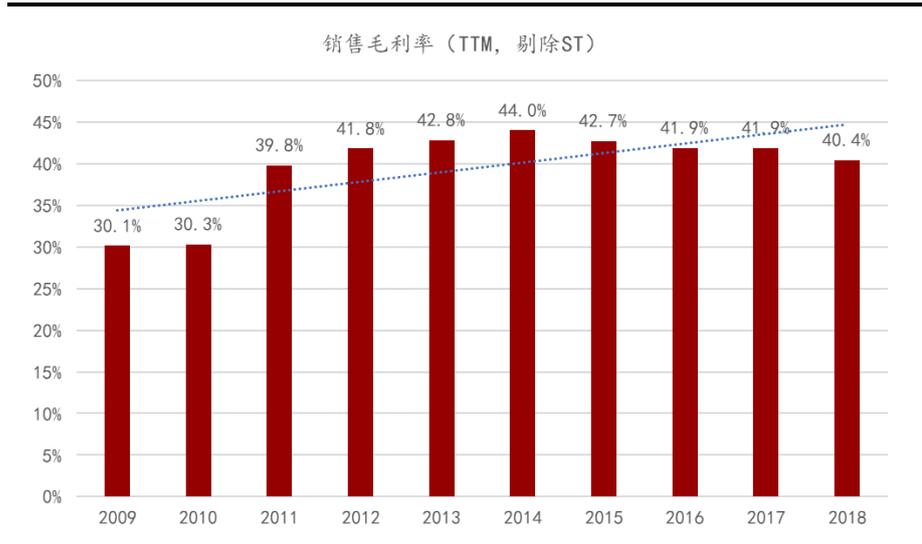
图表11：近十年行业ROE情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

销售毛利率稳定，行业盈利能力仍然强劲。在过去的 10 年中，有 7 年行业毛利率高于 40%，行业高盈利能力价值凸显，无论从整体还是趋势来看，行业销售毛利率水平始终保持稳定，为后市行业净利率的提升奠定比较强劲的基础。

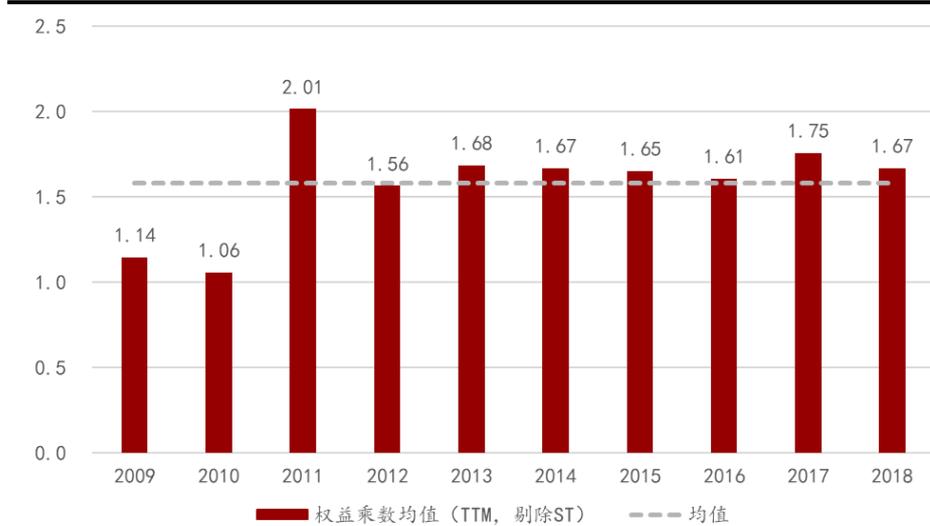
图表12：近十年行业毛利率情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

行业整体杠杆水平可控, 处于历史平均区间。行业权益乘数自 2011 年大幅提升后, 一直处于稳定状态, 目前, 行业权益乘数均值为 1.67, 基本和过去十年均值 1.58 差别不大。值得一提的是, 由于目前的权益乘数基本和过去七年保持一致, 所以我们认为行业整体杠杆水平处于可控状态。

图表13: 近十年行业权益乘数情况

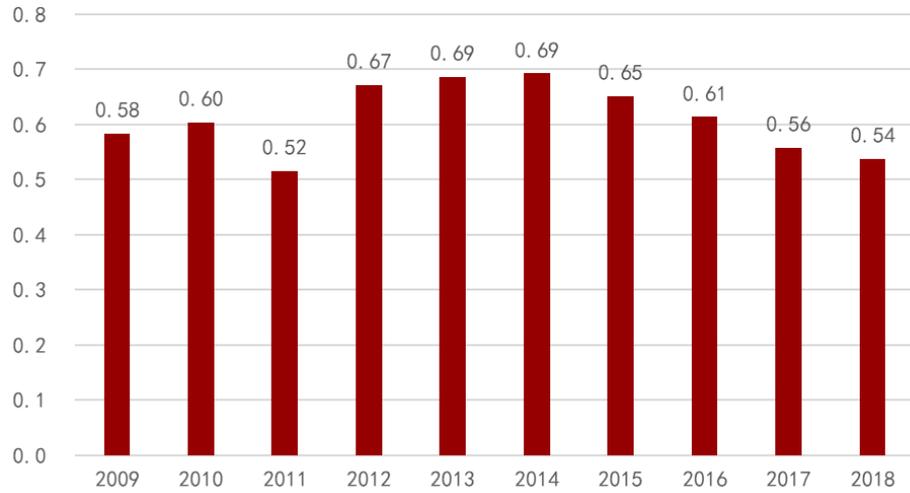


资料来源: Wind、万联证券研究所

受过去几年行业快速外延扩张影响, 行业运营效率进一步下滑, 总资产周转率接近过去十年最低水平。在行业总营收稳步上升的过程中, 行业总资产周转率连续 4 年持续下滑, 2018 年录得均值为 0.54, 接近过去十年的最低水平。预计在行业总营收持续稳步上升, 行业资产减值维持现有水平或进入下降通道的基础上, 行业总资产周转率将进入一个全新的上升周期。

图表14: 近十年行业总资产周转率情况

总资产周转率均值 (TTM, 剔除ST)

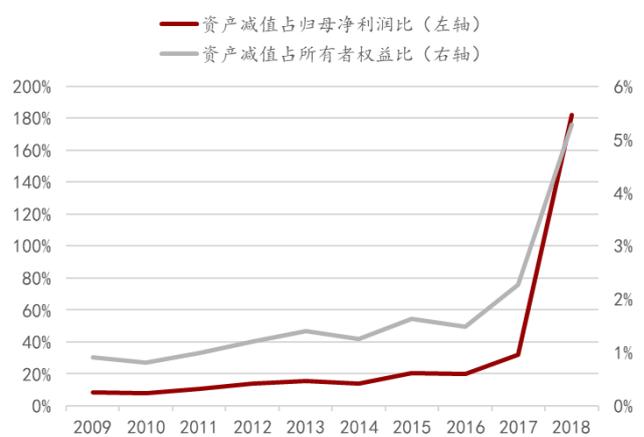


资料来源: Wind、万联证券研究所

后市行业净利率的提升将高度依赖行业资产减值规模的减小。2018 年录得行业资产减值金额高达 304.47 亿元,同比增长了 153.01%,是同期行业归母净利润的 1.82 倍,是过去十年历史上首次资产减值金额超过行业归母净利润金额。随着后市业绩承诺期的逐渐减少,我们认为资产减持金额将会在 2019 年出现大幅下滑,为同期行业归母净利润的提升提供主要源动力。

图表15: 近十年资产减值金额情况 (亿元)

图表16: 近十年资产减值占比情况

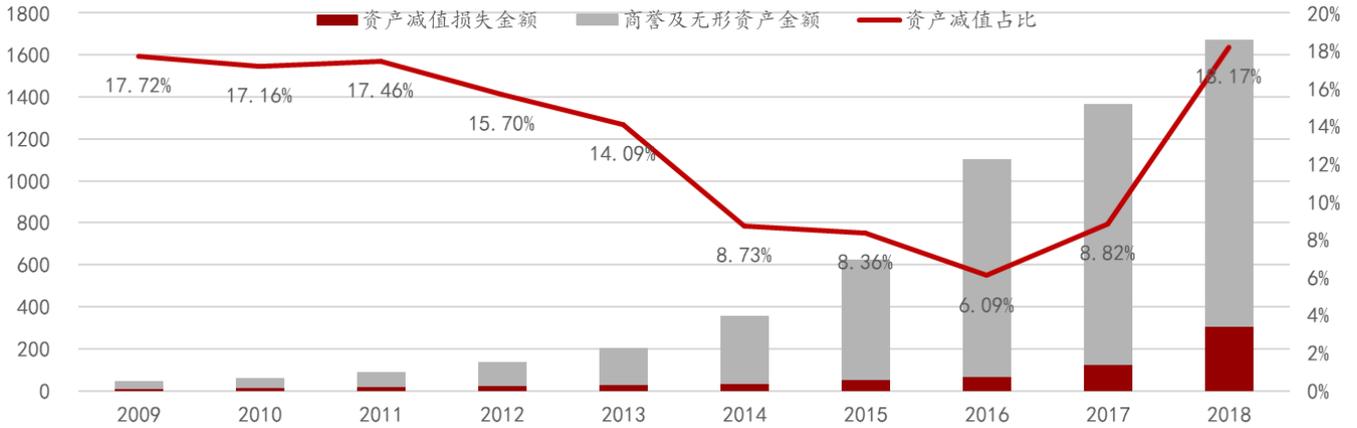


资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

2018 年资产减值规模为历史之最。除了分析资产减值损失在所有者权益的占比,我们还分析了资产减值损失的主要内容,即商誉及无形资产,发现 2018 年资产减值损失金额占商誉及无形资产金额和同期资产减值损失金额的总额比也为历史最高水平,高达 18.17%,同比剧增了 106%。我们认为如此高额的计提须基于特定的历史背景下,既然是特定情况,后市维持如此高比例计提将成为小概率事件。

图表17: 近十年资产减值和商誉及无形资产归母情况 (亿元)



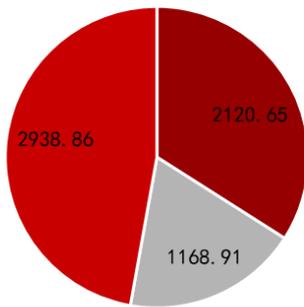
资料来源: Wind、万联证券研究所

### 3、子行业情况：软件开发将成为未来行业增长的源动力

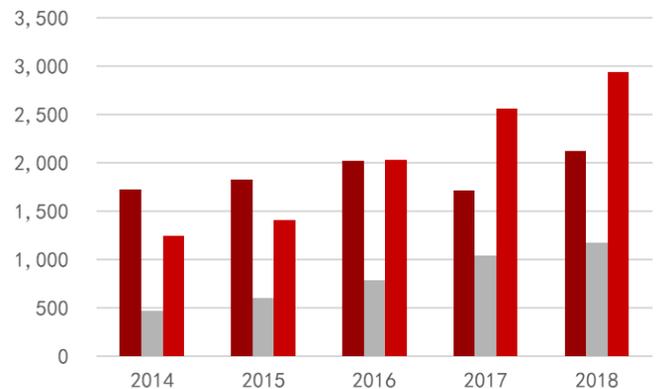
在行业总营收占比中，“IT 服务”营收占比还将持续保持领先状态。2018 年“IT 服务”实现营收 2939 亿元，占行业总营收的 47%，从增速来看，近 5 年“IT 服务”平均增速为 22.33%，远远高于“计算机设备 III”6.92%的平均增速；从基数来看，虽然“软件开发”近 5 年平均增速略高于“IT 服务”，但基数远远小于“IT 服务”，所以我们认为近年内，“IT 服务”营收规模将在行业内占主要地位。

图表18：2018年各子行业营收情况（亿元）

图表19：近五年各子行业营收规模（亿元）



■ 计算机设备 III (申万) ■ 软件开发 (申万) ■ IT 服务 (申万)



■ 计算机设备 III (申万) ■ 软件开发 (申万) ■ IT 服务 (申万)

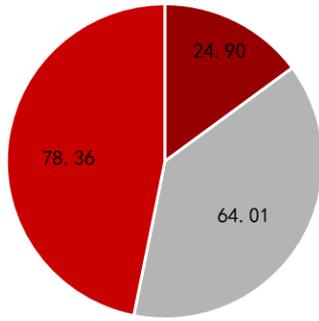
资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

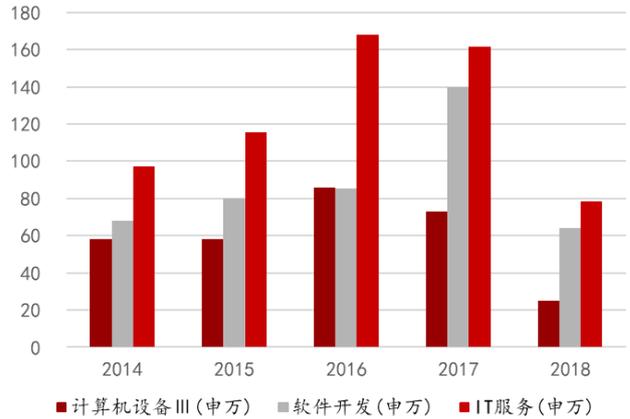
“软件开发”盈利能力最强，后市有望超越“IT 服务”成为行业盈利增长的主要动力来源。“软件开发”营收虽然只占行业总营收的 19%，但归母净利润却占行业总归母净利润的 38%，“软件开发”近五年的归母净利润平均增速为 11.62%，高出行业内排名第二的“IT 服务”71%。综合其他多方面来看，我们认为“软件开发”归母净利润规模有望在 2020 年超越“IT 服务”，成为行业最主要的利润来源，同时也为行业利润归母的增长贡献主要源动力。

图表20：2018年各子归母净利润情况（亿元）

图表21：近五年各子行业归母净利润规模（亿元）



■ 计算机设备III (申万) ■ 软件开发 (申万) ■ IT服务 (申万)

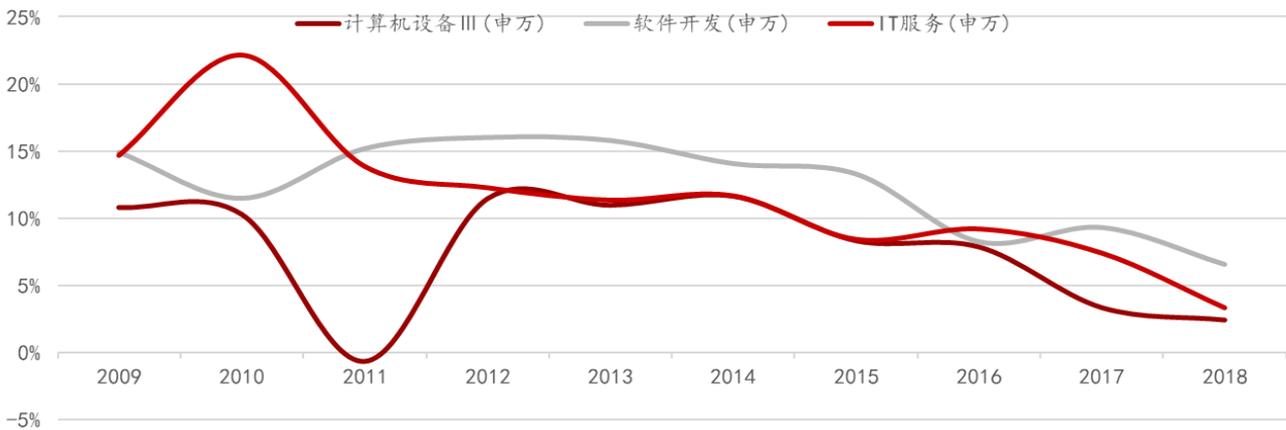


资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

净资产收益率 (ROE) 方面,“软件开发”大概率还将继续保持领先,“计算机设备III”急需寻找新的利润增长点以扭转持续下滑趋势。行业整体 ROE 并不理想,其中“IT服务”和“计算机设备III”均已跌破4%,处于历史最低位,“软件开发”由于其相对轻资产的行业属性和更好的毛利水平,所以我们认为在后市将会拥有更大的反弹空间。

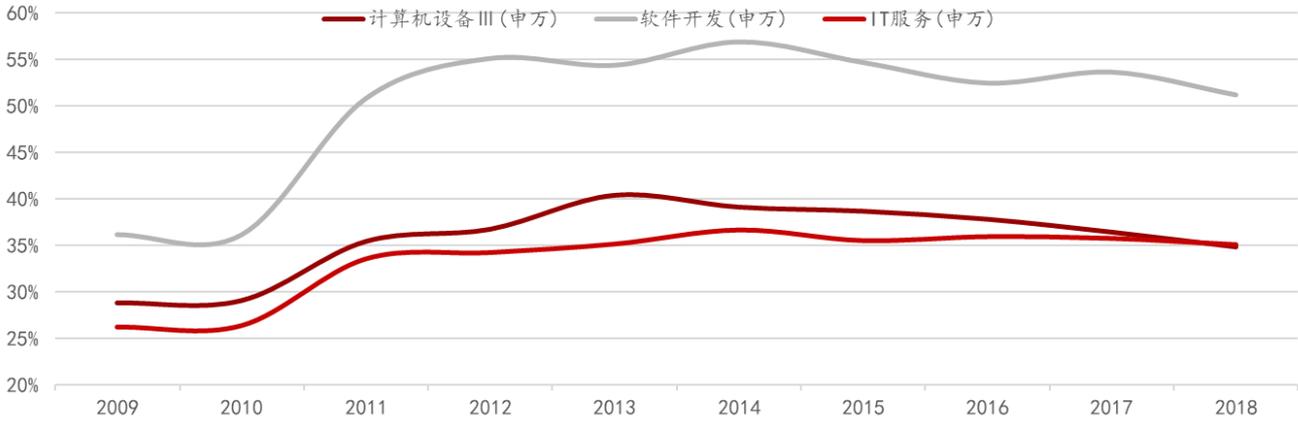
图表22: 近十年各子行业ROE情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

子行业毛利率水平稳定,近年来浮动均处于合理区间之内。“软件开发”的毛利率水平长期起来处于行业最高水平,始终保持在50%以上;“IT服务”毛利率最为稳定,已经连续6年保持在35%区间;“计算机设备III”近年来处于平均每年下滑1%的相对下滑趋势。总体来看,行业毛利率水平非常稳定,受宏观等外围影响较小,“软件开发”的高毛利率水平,将成为其后市为行业提供整体利润增长和提高净资产收益率的主要保障。

图表23: 近十年各子行业毛利率情况

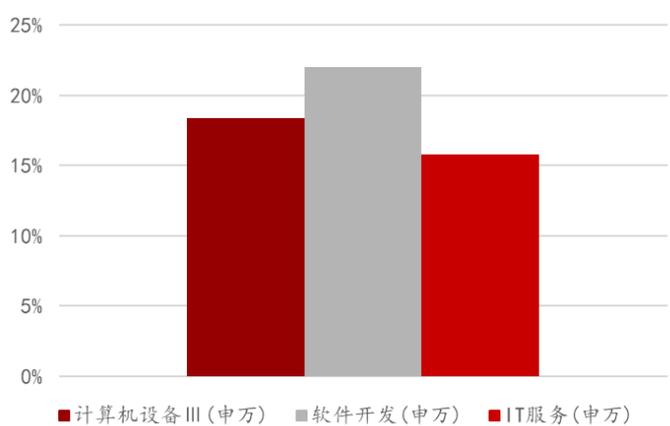
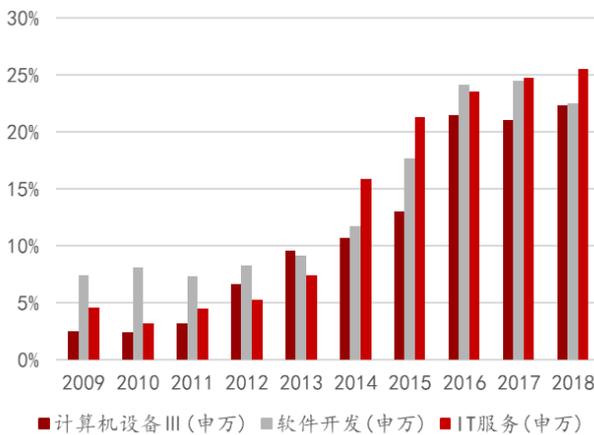


资料来源: Wind、万联证券研究所

商誉及无形资产占所有者权益比例分布平均, 2018年“软件开发”资产减值损失力度相对最大。整体来看, 三个子行业中商誉及无形资产占所有者权益比均在22-26%之间, 相差不大, 从占比增幅来看, 近三年已经趋于平稳, 预计未来一段时间内还将保持现有占比情况, 或稳中有降。通过统计2018年资产减值损失占同期资产减值损失和商誉及无形资产总额的比例, 我们发现“软件开发”相对减值力度最大。在未来商誉及无形资产占所有者权益比例相当的情况下, 我们认为后市“软件开发”资产减值的压力会相对变低, 而“IT服务”可能继续承压。

图表24: 近十年各子行业商誉及无形资产占所有者权益比例

图表25: 2018年各子行业资产减值损失情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

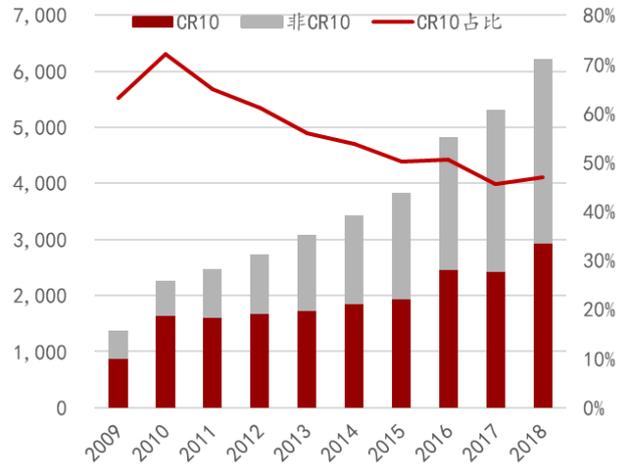
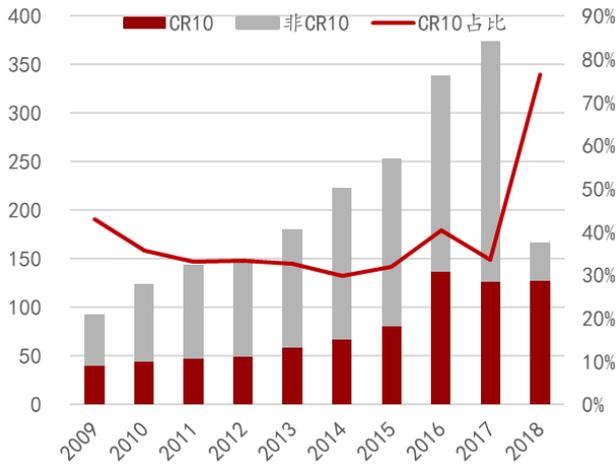
#### 4、投资建议

我们认为, 2019年计算机行业的增长主要依赖产业需求驱动和政策支持两大类, 其中产业需求会成为营收增长的主要驱动力, 政策支持会成为盈利提升的主要源动力。

**重点配置行业头部公司。**行业CR10公司一直以来占据着行业净利润规模的主导地位, 近两年虽然增速有所放缓, 但始终处于稳定状态, 特别是2018年行业净利润规模大幅下滑55.3%的情况下, CR10公司净利润总额依然小幅增长1.4%。回归历史来看, CR10公司占据行业利润规模比例自2009年以后一直稳定在30%以上, 而同期的营收规模在行业总营收规模占比稳中有降, 说明CR10公司的盈利能力正在不断加强。

图表26: 近十年CR10公司净利润情况

图表27: 近十年CR10公司营收情况



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

**持续关注细分领域重点公司。**在产业需求和政策支持的双重驱动下,我认为计算机行业有多个细分领域将会呈现比较好的业绩表现,特别是各领域的龙头公司更将率先获取其细分领域发展红利。

首先, **自主安全可控领域**大概率将率先获得政策配套支持。自2018年“中兴事件”以后,自主安全可控已上升到国家最高的战略层面,中美贸易摩擦也多次将自主安全可靠作为谈判筹码。习近平总书记多次在相关会议或谈话中提及“关于加快推进国产自主可控替代计划、构建安全可控的信息技术体系、实施网络信息领域核心技术设备攻坚战略等举措”,同时国内相关立法业已相继颁发或征求意见,在国内市场巨大需求的背景下,行业国产化替代空间已经完全打开,无论从存量角度还是从扩容角度,国产化替代都将迎来全新的发展周期。

图表28: 自主安全可控解析

信息安全	网络安全的最重要内涵,保障网络主权就应保障信息主权
IT安全(信息技术安全)	包括关键核心技术、信息基础设施、相关硬件软件技术等等的安全。在IT安全方面,我国目前应及早解决在关键核心技术和设备上受制于人的问题
OT安全(运作技术安全)	包括法规、标准、制度、管理等方面
物理安全	指与技术无关的安全
IoT安全(物联网安全)	信息化系统接入设备安全

资料来源: 新华网、万联证券研究所

其次, **金融科技**领域仍将继续表现出优秀业绩。过去两年,金融科技领域个股均向市场交出了优秀的业绩答卷,随着未来高层明确将金融改革列入改革开放的主要方向,资本市场的发展还将进一步提速。中短期内,移动支付业务不断下沉、银行与支付平台业务交叉量不断提升、科创板及券商互联网化继续发展都将为金融科技领域厂商带来明显的业务增量。

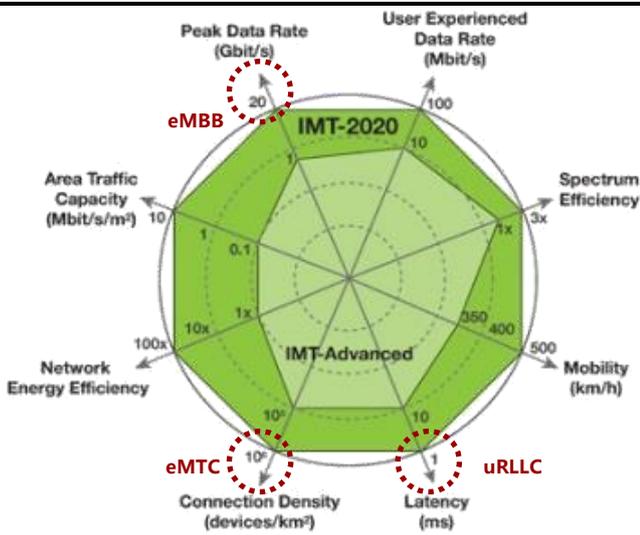
图表29: 金融科技在银行端的分化

合作的演进 银行端的分化		
	大型银行	中小银行
建设方式	自建为主	外部合作为主
对外部Fintech的需求特征	定制化、组件化	标准化、一体化
适配的Fintech公司类型	资源型、技术型	应用型
交易关系	购买服务 一次性收费	联合运营 持续服务收费

资料来源：一本财经网、万联证券研究所

再有，物联网/车联网将随着 5G 建设的开启迎来元年。市场普遍预计 2019 年将会是 5G 建设的开局之年，而 5G 业务的三大发展方向中，有两个方向明确针对物联网和车联网系统，这将为市场带来全新的业务增量，领域内公司有望进入全新的成长期。

图表30：5G的主要技术指标



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表31：ITU归纳的应用场景

场景	发展时期	主要应用
移动宽带增强场景 (eMBB)	初期	超高清流媒体视频、VR/AR虚拟现实流量传输等
大规模连接场景 (mMTC)	中后期	工业互联、智慧家庭、智能抄表、共享穿戴等
高可靠短延场景 (uRLLC)	特色业务	无人驾驶，智能交通，机器人，超高频程序交易等

资料来源：Wind、万联证券研究所

最后，人工智能、云计算、边缘计算等领域应用将不断下沉。和欧美发达国家相比，我国拥有着最大的 IT 体量，但云计算的普及程度还远不及欧美国家，我们认为未来数年内，云计算还将保持高速增长；人工智能和边缘计算将伴随 5G 的落地而不断下沉，创造出扩容的需求，打开相关公司的成长天花板。

## 5、风险提示

**商誉及无形资产减值风险。**目前商誉及无形资产占行业所有者权益比例仍然处于高位，若前期并购公司业绩不达预期，上市公司仍存在较大的商誉减值风险，拖累公司整体业绩。

**技术推进不达预期。**计算机公司多以技术为核心，技术推进进度低于预期影响产品商

业化进程，从而直接影响公司盈利。

**中美贸易摩擦风险。**由于行业公司高度依赖进口核心零部件，如 CPU、存储芯片等，若中美贸易摩擦加剧，从而影响行业公司核心零部件的进口及公司产品出口，将会直接导致行业公司业绩的不确定性。

**政策支持力度不及预期。**当前，虽然支持信息技术发展与应用的政策密集出台或征求意见稿，但后期行业公司的利润释放仍依赖多项政策的配套支持落地，如税收、补贴及其他优惠等。若政策支持力度不及预期，将影响行业公司整体运营效率及产品商用节奏。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司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。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场