



## 强于大市

# 计算机行业 2019 年中期策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
紫光股份	000938.SZ	27.25	买入
用友网络	600588.SH	26.88	买入
浪潮信息	000977.SZ	23.86	买入
美亚柏科	300188.SZ	17.83	买入
启明星辰	002439.SZ	26.90	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 06 月 28 日当地货币收市价为标准

## 科技长征，去往确定的终点

去年中期站在核心科技的起点，如今长征已启程一年。基于“国产化科技成功”这一终点的确定性，我们认为行业长期投资价值充分。重申“等效增速”概念，且已从逻辑理解走向客观事实。锚定目标后，经济下行和外部禁令都是短期压力。下半年应先筛选幸存者赛道，包括 SaaS、信息安全和公安信息化等，并辅以现金流和抗风险力为过滤条件；同时，“新事物”科创板中的新类型企业具备估值提升能力。

### 支撑评级的要点

- **核心科技起点已获周知，如今应看清终点在何方。**2018 年中期提出“核心科技成长的起点”，围绕软硬件国产化做文章，今年业内已获市场认知。随着国产化定位和实力的日渐清晰，我们相信国产化科技成功这一终点是确定的。那么行业就是处于上行期，起点即低点。
- **中期要务实地选择幸存者细分赛道。**年内仍然要面对下行和外部压力，因此细分领域中我们筛选了 SaaS、公安信息化、信息安全等幸存者赛道。三条赛道分别具备高成长性、高景气度和政策高预期。
- **现金流和抗风险性可成为辅助选择的标准。**到达胜利的终点需要持续研发投入和产品打磨，对企业现金流和抵抗风险波动性提出高要求。行业销售净利率尚未改善，但收入增长、融资渠道等让经营现金流有所回升。
- **科创板带来估值变数，看好新类型公司。**2019 年是科创板落地首年，预计将对现有计算机板块估值框架带来变化。基础软件、AI 软件、公有云等具备独特性业务的公司预计将享受较高估值溢价，且 PS 估值方法或愈发普遍。
- **19H1 行情经历大幅上涨和回调两个阶段，金融科技、自主可控、边缘计算等主题轮动。**到中期时点，行业 PE 估值水平处于过去 5 年低点，过去 2 年中间位置，而 PS 水平处于历史底部。小市值公司表现低于大公司，分化现象加剧，建议继续重视白马股和细分领域龙头。

### 重点推荐

- 对行业整体的投资建议是**不下车、逐步加码**，估值压制因素存在时正是上车的时机，而上车的方向则在幸存者赛道、在科创板新类型企业；基于 19H1 行情，近期看 1-2 个月的反弹。围绕上述逻辑重点推荐个股为**紫光股份、用友网络、美亚柏科、浪潮信息、启明星辰**，关注科创板已受理的**金山办公、虹软科技、优刻得**。

### 评级面临的主要风险

- 研发进展不利；具体公司外部风险；经济下行影响扩散。

### 相关研究报告

- 《计算机行业周报(6.10-6.16)》20190616
- 《计算机行业周报(6.3-6.9)》20190610
- 《企业 SaaS 动态跟踪》20190605

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者



## 目录

半年回顾：相同的躁动，不同的预期 .....	6
科技长征，幸存者与不掉队 .....	9
幸存者一：公安信息化投入高增长 .....	10
幸存者二：SAAS 高研发之后期待盈利产出 .....	14
幸存者三：信息安全等保 2.0 指导性被低估 .....	17
不掉队：现金流与抗风险能力看经营质量 .....	20
科创板的机遇：稀缺性标的 .....	24
计算机行业科创板已受理公司一览 .....	24
“新类型”公司以稀缺性大概率吸金 .....	28
已有类型新上市公司仍看重业绩 .....	29
投资建议与个股观点 .....	32
行业建议：长线看好里程碑事件影响力，短线精耕不下车 .....	32
推荐个股 .....	32
风险提示 .....	34



## 图表目录

图表 1. 2019H1 计算机行业走势 .....	6
图表 2. 2019H1 领涨主题的轮动 .....	6
图表 3. 2019 年中期计算机个股市值分布变化 .....	7
图表 4. 2018~2019 年不同市值公司区间涨跌幅均值 .....	7
图表 5. 行业 PE 横向对比 .....	8
图表 6. 计算机二级行业 PE 对比 .....	8
图表 7. 计算机 PS 历史水平 .....	8
图表 8. 计算机行业收入占比 .....	9
图表 9. 2018 年分行业收入拆分示例 .....	9
图表 10. 各地公安信息化预算支出同比增速 .....	10
图表 11. 公安信息化领域部分企业按区域收入占比 .....	11
图表 12. 部分公安预算中信息化影响力提升 .....	11
图表 13. 部门预算科目释义 .....	12
图表 14. 北京市公安局信息化相关预算历年变化 .....	12
图表 15. 上海市公安局信息化相关预算历年变化 .....	13
图表 16. 广东省公安厅信息化相关预算历年变化 .....	13
图表 17. 广东省公安厅预算中信息化项目支出 .....	13
图表 18. “放管服”政策对信息化设施提出更高要求 .....	14
图表 19. 中国企业 IT 支出较 GDP 占全球比重落后 .....	14
图表 20. 2017~2019 年 SaaS 渗透率 Top5 行业 .....	15
图表 21. 2013~2021 年中国企业级 SaaS 市场规模及预测 .....	15
图表 22. 2018 年中国企业级 SaaS 细分市场结构 .....	16
图表 23. SaaS 开始进入行业个性化需求阶段 .....	16
图表 24. 2017~2019 年应用 SaaS 主要企业规模变化 .....	17
图表 25. 等级保护发展历程 .....	17
图表 26. 等保 2.0 提升了企业网络定级上限 .....	17
图表 27. 等保 2.0 覆盖对象及影响 .....	18
图表 28. 深信服的等保 2.0 网络安全方案 .....	18
图表 29. 深信服的等保 2.0 网络安全方案 .....	18
图表 30. 传统等保建设方案框图 .....	19
图表 31. 云等保建设方案框图 .....	19
图表 32. 云和传统网络安全产品价值量 (单位: 万元) .....	19
图表 33. 2016~2018 计算机公司销售净现率分布变化 .....	20



图表 34. 收入持续增长且销售净现比改善的公司 .....	21
图表 35. 2016~2018 计算机公司每股经营现金流均值变化 .....	21
图表 36. 2016~2018 计算机公司每股经营现金流分布变化 .....	21
图表 37. 2018 年每股经营现金流靠前的公司 .....	22
图表 38. 对子领域风险性趋势的预判 .....	23
图表 39. 科创板计算机企业占比较多 .....	24
图表 40. 已受理 22 家计算机公司 .....	25
图表 41. 22 家计算机行业涉及的四大领域明细占比 .....	25
图表 42. 22 家公司三年平均营收规模分布 .....	25
图表 43. 22 家公司三年营收 CAGR 明细 .....	26
图表 44. 22 家公司三年平均净利规模分布 .....	26
图表 45. 22 家公司三年净利 CAGR 排名 .....	27
图表 46. 22 家公司近三年研发费用占营收比例排名 .....	27
图表 47. 金山办公 2018 年营收结构 .....	28
图表 48. 金山办公近三年营收增长情况 .....	28
图表 49. 金山办公近三年净利润增长情况 .....	28
图表 50. 中科星图 2018 年营收结构 .....	28
图表 51. 中科星图近三年营收增长情况 .....	29
图表 52. 中科星图近三年净利润增长情况 .....	29
图表 53. 虹软科技 2018 年营收结构 .....	29
图表 54. 虹软科技近三年营收增长情况 .....	29
图表 55. 虹软科技近三年净利润增长情况 .....	29
图表 56. 山石网科 2018 年营收结构 .....	30
图表 57. 山石网科近三年营收增长情况 .....	30
图表 58. 山石网科近三年净利润增长情况 .....	30
图表 59. 安恒信息 2018 年营收结构 .....	30
图表 60. 安恒信息近三年营收增长情况 .....	31
图表 61. 安恒信息近三年净利润增长情况 .....	31
图表 62. 信息安全上市公司估值 .....	31
附录图表 63. 报告中提及上市公司估值表 .....	35



**导语：**2019年中期与2018年是相似的，A股计算机公司的发展主要面临两个问题：经济下行和外部压力。不同之处在于当时市场在等着外部压力离开，世界快点恢复美好如初的样子。然而，外部压力不仅持续，而且今年发生了质变，重建国内科技生态的动力变得格外明确而且长期存在。

基于这一主要变化，中期策略的主要基调为：

(1) **新格局演化是持久战：**不管从美国还是包括中国在内的其他国家，都很难短时间摆脱或限制对方，双方竞合关系很大概率会持续反复。同时，美国封闭政策会破坏全球化信任基础，即使双方对立关系缓和，其他国家也将围绕核心技术和产品积极储备替代方案。

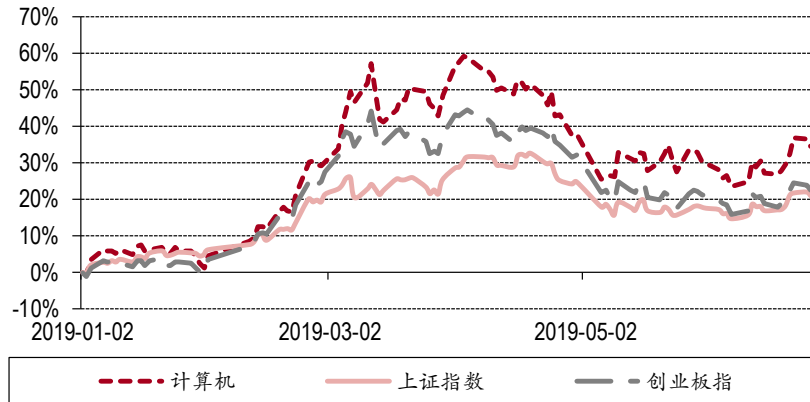
(2) **起点和终点是明确的：**以现在中国核心科技的水平为起点，客观上是不充足的，而且需要填补的环节还比较多，有的领域差距还比较大，要走的是一条长征道；而征程的终点也是明确的——随着政企研发投入的持续、国内需求的支撑、产业链环境的改善，健康有活力的国内科技生态能够重建。

(3) **现时点的投资思路：**计算机行业是新技术驱动的行业，国内核心技术的陆续突破的消息将成为科技长征途中的路标，我们重申“等效增速”概念。赛道与标的的选择：年度内可寻找确定性较好的幸存者赛道；远期看，终点既然确定，就可提前布局。

## 半年回顾：相同的躁动，不同的预期

计算机行业历来参与春季躁动的情绪较高。今年的春季行情中，计算机大幅领先大盘，并且经历了多个主题的轮动。

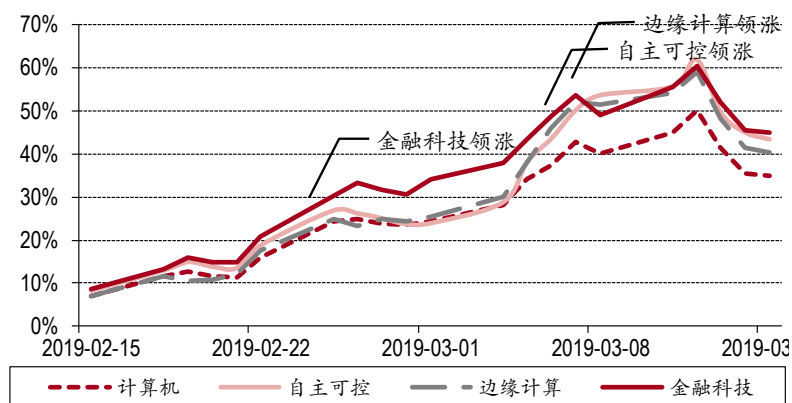
图表 1. 2019H1 计算机行业走势



资料来源：万得，中银国际证券

子板块方面，农历新年后金融科技开始领涨，随后自主可控和边缘计算陆续接棒。藉由证券市场交易活跃和券商受益提振，金融科技的业绩支撑逻辑更强，因此表现持续性更好；自主可控在外部大环境恶劣的基础上难以证伪，随着采购计划日益明晰，三月开始了强劲表现；边缘计算则受 5G 新技术周期的带动，属于后周期主题，呈现一个补充行情。由于事件催化和资金面跟进，中间还穿插有较为短暂的人工智能、数字孪生、电力泛在物联网等小主题。

图表 2. 2019H1 领涨主题的轮动



资料来源：万得，中银国际证券

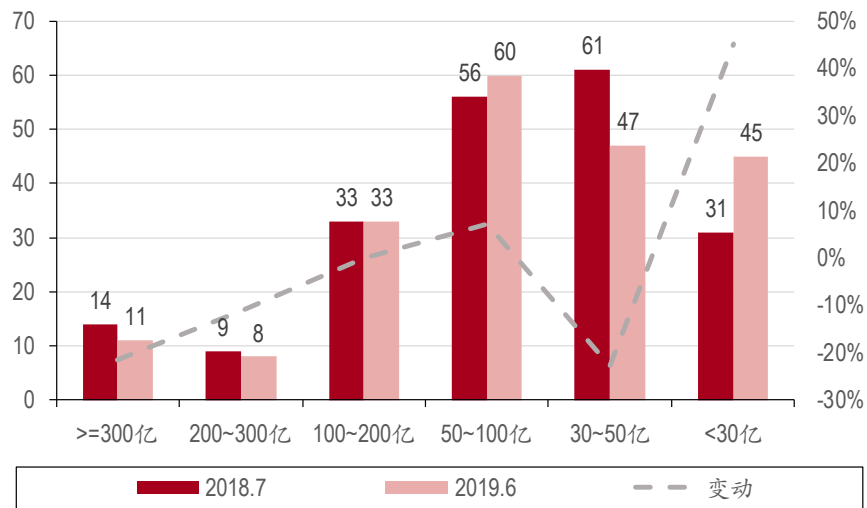
3月中旬至4月初行业迎来回调，5月中旬市场随着华为实体清单事件彻底转入风险厌恶阶段，一直震荡到年中。整个行情和 2018 年上半年有类似之处。因此，我们和去年同期对比（具体时点为 2019 年 6 月 21 日和 2018 年 7 月 27 日两个周五，创业板指分别报收 1523 和 1594 具可比性），分析目前市值和估值情况。

从市值分布情况看，2019 年小于 30 亿的小市值个股占比明显提升，30 亿以上标的整体下降，其中 300 亿元以上和 30-50 亿的两个区间减少约 20%。这一方面表明今年行业回调程度强于去年，另一方面也表明资金面对小票的喜好性进一步降低。





图表 3. 2019 年中期计算机个股市值分布变化

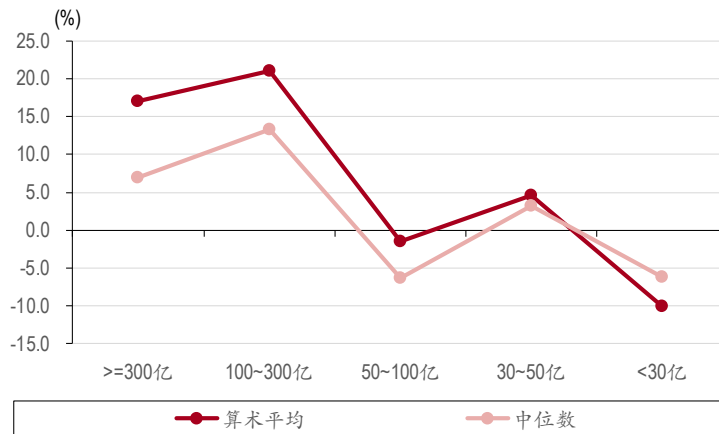


资料来源：万得，中银国际证券

注：对比时间为 2018.7.27 与 2019.6.21

大小票的分化加剧还可以从涨跌幅看出。100 亿以上的个股较去年同期已实现上涨，且涨幅在 15~20%（平均值）或 5~15%（中位数）之间；小于 100 亿的个股表现差强人意，而小于 30 亿的个股已较去年同期进一步下跌了 5~10%。

图表 4. 2018~2019 年不同市值公司区间涨跌幅均值

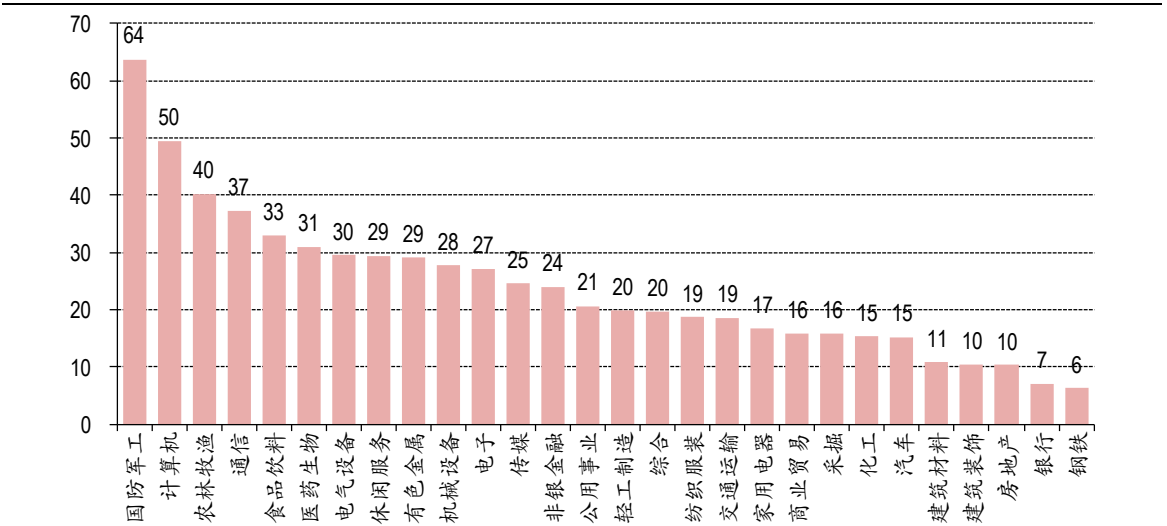


资料来源：万得，中银国际证券

注：区间起始时间为 2018.7.27 与 2019.6.21

截止 6 月底，计算机行业 PE 水平约 50X，排在各行业第二，低于军工的 64X，高于农业的 40X。其中，软件估值 63X，硬件估值 42X，服务估值 42X。根据 Wind PE-Bands，行业整体处于近两年来估值中间位置、近五年来的较低位置（约后 10%分位）。另外，行业 PS 水平处于近两年来底部（约 2.1X）。

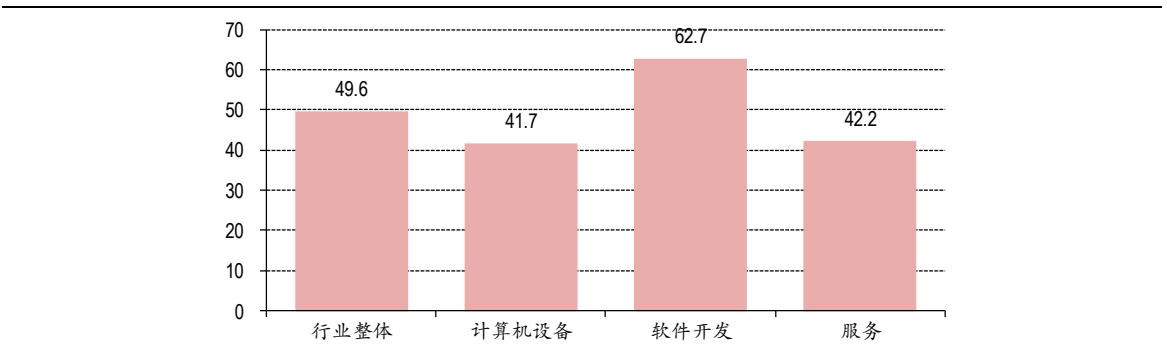
图表 5. 行业 PE 横向对比



资料来源：万得，中银国际证券

注：截止 2019 年 6 月 26 日

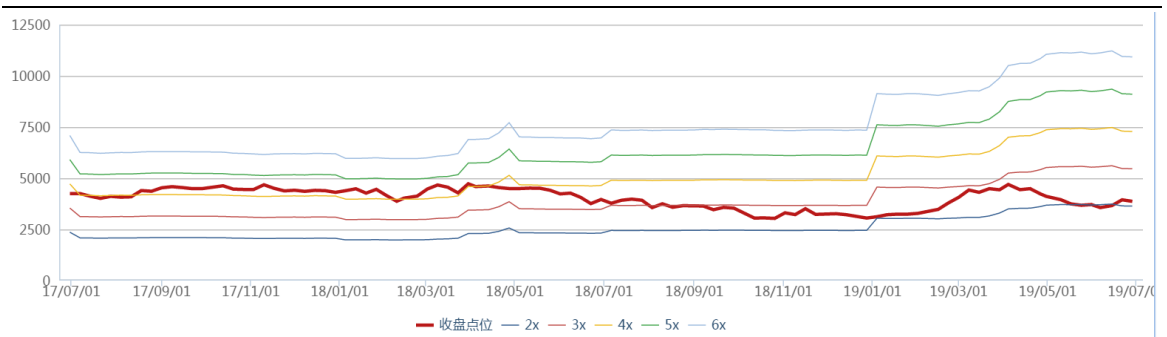
图表 6. 计算机二级行业 PE 对比



资料来源：万得，中银国际证券

注：截止 2019 年 6 月 26 日

图表 7. 计算机 PS 历史水平



资料来源：万得，中银国际证券

综合以上，基于前期回撤幅度、当前估值修复等角度，我们认为短期行业存在反弹机会；而根据一季报综述（净利润中位数同增约 12%），和去年同期接近，数据在重视业绩的下半年并不占优，行业指数反弹或在 1~2 个月左右。从中期尺度看应当从细分赛道和个股角度筛选。更长期来看，科创板和行业核心科技的投入使得预期已经发生变化，行业具备充足的长线价值。同时，在头尾分化加剧的市场风格下，应继续侧重白马股和细分龙头的机会。



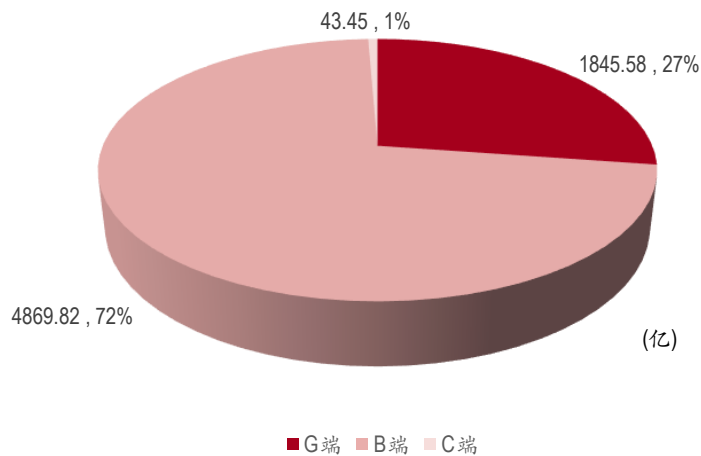
## 科技长征，幸存者与不掉队

作为中期策略，本章先讨论年内投资机会。虽然短期承压，但是我们分析 A 股现有计算机板块还有一些细分领域属于“幸存者”赛道，主要包括政府端的公安信息化和企业端的 SaaS、信息安全。其中，信息安全覆盖政企两个市场，但在新政策带动下企业市场的弹性预期更为明显。另外，5G 是下半年持续加速的领域，考虑到计算机行业相关标的较少（主要为网络可视化、边缘计算等），本文不做展开讨论。

A 股市场按照下游客户领域划分，主要收入来源为政府和企业端。根据我们的拆分，2018 年收入中约 27% 来自政府端，72% 来自企业端，不到 1% 来自个人端。

那么，从下行压力角度看，企业端的向下空间显然要大于政府端。进一步考虑，to-G 厂商收入的源头来自政府预算，虽面临整体收紧的趋势，但在信息化等方面一般仍是较高优先级的方向；to-B 厂商收入主要是企业 IT 的投入，一方面容易受企业盈利能力的下降而有所放缓，另一方面企业也存在加大信息化建设来提升效率、精简人力的动力。下面我们分别讨论。

图表 8. 计算机行业收入占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 2018 年分行业收入拆分示例

公司	收入 (亿)	G 端 (%)	B 端 (%)	C 端 (%)
启明星辰*	25.22	55.00	45.00	0.00
彩讯股份	7.65	89.03	4.72	6.25
蓝盾股份	22.82	21.52	75.85	2.63
深信服	32.24	52.78	47.22	0.00
华宇软件	27.09	81.91	18.09	0.00
浪潮软件	12.13	65.91	34.09	0.00
英飞拓	42.71	34.22	50.31	15.47
浩云科技	7.65	26.96	62.93	10.11
银之杰	12.99	28.95	70.71	0.34
朗玛信息	4.58	71.35	26.08	2.57

资料来源：公司公告，中银国际证券

注：\* 年报无分行业拆分的依据公司业务特点给出大致占比

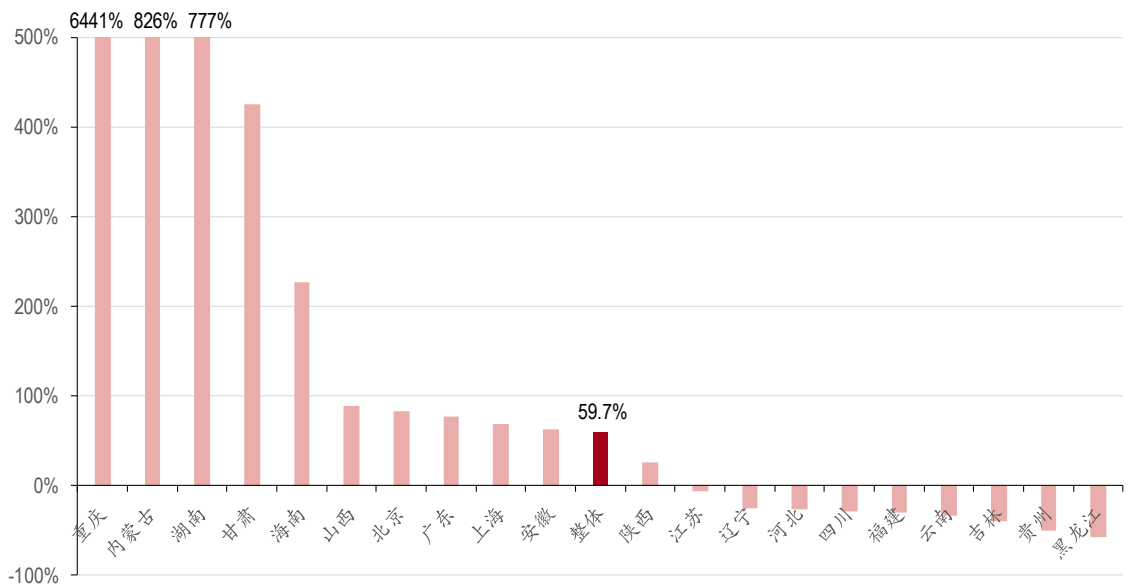
### 幸存者一：公安信息化投入高增长

政府领域客户的投入主要受相关部门的预算影响。因此，我们分析了2016~2019年全国各省级行政区的公安厅（局）的预算数据，用以对行业进行先验性判断。其中，我们重点关注2019年的预算增长空间。部分数据由于公开粒度或口径原因存在不可比的情况：

(1) 天津、青海未获得2019年预算数据，西藏未单列信息化预算；(2) 浙江、山东、湖北2019年未单列出信息化预算；(3) 江西、河南、广西、宁夏、新疆2019年新增或2018年末单列信息化预算。

剔除以上数据，梳理获得有20个省份（直辖市、自治区）2019年公安信息化预算支出，如图所示。

**图表 10. 各地公安信息化预算支出同比增速**



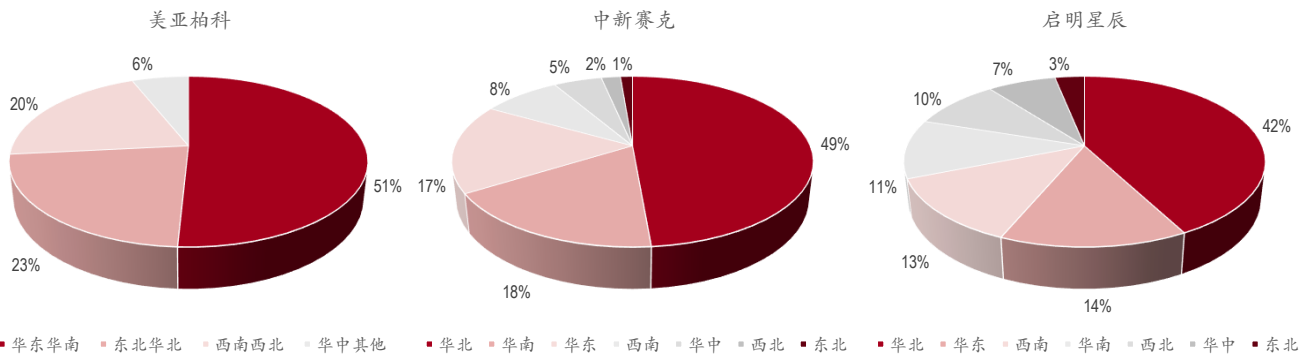
资料来源：政府预算公开文件，中银国际证券

对以上数据概括统计如下：

- (1) 20个省公安厅（局）2019年信息化相关预算达35.8亿（整体法），较2018年的22.4亿增长59.7%；
- (2) 11个地区同比增长，9个地区同比下降，但增长幅度远超过下降幅度。其中，重庆（+6441%）、内蒙古（826%）、湖南（+777%）、甘肃（+426%）、海南（226%）增幅居前；黑龙江（-58%）、贵州（-50%）、吉林（-40%）、云南（-34%）、福建（-30%）降幅居前；
- (3) 内蒙、安徽2019年公安厅预算同比下降的情况下，信息化预算仍然保持826%和63%的高增长；

预算提升的地区自然利好产业链，从整体法也可以看出公安信息化的盘子是在快速增长的，下面进一步分析少数预算下降地区对市场规模的影响。图中可以看到这类地区主要以东北、西南等省份为主。分析美亚柏科、中新赛克、启明星辰等企业的区域收入占比，西南和东北省份的贡献较低，其中中新赛克占9%，启明星辰占16%，美亚柏科主要也来自华东华南等其他地区。因此，可以理解为收入占比高的地区公安信息化的投入普遍是高增长的。

图表 11. 公安信息化领域部分企业按区域收入占比



资料来源：万得，中银国际证券

我们再进一步看看在预算解读中政府对科技建设的重视度。以下摘自部分省份对预算变化的说明，整体上可以看到加大信息化系统、公安科技等成为支出增长的重要影响因素之一，也成为部分地区考核指标和重点项目。

图表 12. 部分公安预算中信息化影响力提升

省市	年份	相关项目	相关内容
北京	2018	财政拨款 65.1 亿元, 比 2017 年增加 5.4 亿元(增长 8.3%) ; 项目支出预算 17.6 亿元, 比 2017 年增加 1.9 亿元 (增长 12.2%)	主要原因“加大对 <b>公安科技</b> 建设投入”及居住证等项目费用等
北京	2019	财政拨款 74.9 亿元, 比 2018 年增加 9.5 亿元(增长 14.6%) ; 项目支出预算 25.6 亿元, 比 2018 年增加 7.9 亿元 (增长 44.81%)	主要原因“加大对 <b>公安科技</b> 建设和反恐装备建设的投入”(含反恐装备投入、警察学院教育支出、已出质保期信息化系统有偿运维等)
江苏	2017	8 项重点任务之一	“创新完善 <b>大数据智慧服务体系</b> ”
浙江	2019	一般公共预算拨款 21.8 亿元, 比 2018 年执行书增加 4.1 亿元 (增长 23.5%)	主要原因“持续强化 <b>科技信息化</b> 项目建设”及训练基地等基础设施等
福建	2019	部门业务费绩效表	“大力推进 <b>基础信息化</b> , 加强基础性制度、设施、平台、机制建设, 实现 <b>公安信息化应用整合</b> 提升的阶段性目标, 推动基础工作与信息化深度融合”
甘肃	2019	支出预算 7.9 亿元, 比 2017 年增加 1.4 亿元(增长 21.4%)	除人员增加、矿区公安局纳入因素外, “增加了… <b>信息化建设</b> 等预算项目支出”
新疆	2018	公共安全支出(类)公安(款)网络运行及维护(项) 2018 年预算数 3000 万元, 比上年执行数增加 3000 万元	新增网络运行及维护专项、新疆 <b>互联网安全管理中心</b> 新增人员

资料来源：政府预算公开文件，中银国际证券

除了整体的统计数据外，我们还深入分析了北、上、广（东）等地的预算分项，以观察 2016~2019 年的一些趋势性变化。



图表 13. 部门预算科目释义

名词	解释
a.基本支出	为保障机构正常运转、完成日常工作任务而编制的年度基本支出计划，包括 <b>人员经费</b> 和 <b>公用经费</b> 两部分
a.项目支出	为完成行政工作任务、事业发展目标或政府发展战略、特定目标，在基本支出之外编制的年度支出计划
b.公共安全支出	主要用于人员经费、公用经费等基本支出，以及武器警械购置经费、信息化建设及运维经费、被装购置经费、电子警察建设维护经费、工本费等项目支出
b.一般公共服务支出	一般公共预算中，除公共安全支出还包括一般公共服务支出（如发展与改革事务、纪检监察事务等）、教育支出、社保和就业支出等*

资料来源：政府预算文件，中银国际证券

注：\*b 类分类中，“公共安全支出”之外的科目在不同地区和年份的口径会有不同

**北京市：**北京市公安局的预算中，信息化建设和（与执法办案相关的）专用设备支出这几年都是高速增长。其中，**2019 年信息化建设预算投入同比增长近 2 倍**。这也与近年来北京在预算解读中提出要“加大公安科技”建设的表述相符合。

图表 14. 北京市公安局信息化相关预算历年变化

科目 (万元)	2016	2017	2018	2019
支出合计	603,798.95	669,724.11	659,483.57	777,731.00
YoY		10.92%	-1.53%	17.93%
<b>信息化建设</b>				
信息网络及软件购置更新-信息化建设			20,791.94	44,771.89
维修（护）费			34.08	10,876.89
其他信息化建设			35.69	7,493.90
信息网络及软件购置更新-刑事侦查			658.00	—
信息网络及软件购置更新-执法办案			—	998.52
信息网络及软件购置更新-高等教育			1,044.89	2,653.37
信息网络及软件购置更新-其他功能			47.25	
小计	15,807.83	16,260.57	22,611.84	66,794.57
YoY		2.86%	39.06%	195.40%
<b>网络运行及维护</b>				
小计	10,791.23	14,180.61	13,830.94	—
YoY		31.41%	-2.47%	—
<b>专用设备</b>				
执法办案			4,445.87	9,262.24
YoY				108.33%

资料来源：北京市公安局网站，中银国际证券

**上海市：**上海市的预算变化和北京市类似，呈现信息化建设增速提升的趋势。2019 年信息化建设相关支出增速达到 68%，远远超过 2017~2018 年 10%左右的增速水平。



图表 15. 上海市公安局信息化相关预算历年变化

科目 (万元)	2016	2017	2018	2019
支出合计	395,362.51	486,294.67	509,626.33	593,954.86
YoY(%)		23.00	4.80	16.55
公共安全支出	339,524.32	364,563.24	409,531.66	457,793.59
YoY(%)		7.37	12.33	11.78
<b>信息化建设</b>				
信息化建设	4,442.08	5,542.34	5,263.50	12,035.48
网络运行与维护	1,291.88	1,032.47	1,891.58	—
小计	5,733.96	6,574.81	7,155.08	12,035.48
YoY(%)		14.66	8.83	68.21
专用设备	195.79	177.59	155.41	232.33
YoY(%)		(9.30)	(12.49)	49.49

资料来源: 上海市公安局网站, 中银国际证券

广东省: (1) 2017 年整体支出同比下降 19% 时, “信息网络及软件购置更新” 科目同比增长了 31%; (2) 2018 年整体支出增长 56% 时, “一般公共服务支出” 同比下降了 29%, 包含信息化建设的 “公共安全支出” 同比则增长了 63%, 并且在 “项目支出” 中信息化相关项目金额同比增长了 76%; (3) 2019 年整体预算支出幅度小幅增长, “信息网络及软件购置更新” 科目仍有超 19% 的增长。

图表 16. 广东省公安厅信息化相关预算历年变化

科目 (万元)	2016	2017	2018	2019
支出合计	266,008.09	216,103.46	336,647.61	353,221.57
YoY(%)		(18.76)	55.78	4.92
<b>一般公共预算支出情况表 (按功能分类科目)</b>				
一般公共服务支出	800.00	900.00	643.00	673.00
YoY(%)		12.50	(28.56)	4.67
公共安全支出	255,298.01	191,545.85	312,039.26	341,280.44
YoY(%)		(24.97)	62.91	9.37
<b>一般公共预算项目支出情况表 (按经济分类科目)</b>				
信息网络及软件购置更新	14,306.00	18,782.00	—	22,441.00
YoY(%)		31.29	—	19.48*
专用设备购置	10,865.00	10,569.35	15,320.00	11,329.00
YoY(%)		(2.72)	44.95	(26.05)

资料来源: 广东省公安厅网站, 中银国际证券

注: \* 相对 2017 年增速, 如折算成 CAGR 则为 9.3%

图表 17. 广东省公安厅预算中信息化项目支出

项目 (万元)	2016	2017	2018	2019
推进电信网络诈骗防火墙工程		2,600.00		
信息化系统开发、网络平台设备更新		3,780.00		
交通管理信息化系统维护			600.00	
交通管理信息化系统升级改造			4,400.00	
公安信息系统维护			3,000.00	
机场公安交警工资和信息化建设			2,220.00	
厅安防系统升级改造			980.00	
公安信息网络建设及升级改造				6,767.00
公安信息网络运维专项				4,785.00
合计	—	6,380.00	11,200.00	11,552.00
YoY(%)		—	75.55	3.14

资料来源: 广东省公安厅网站, 中银国际证券

**放管服政策：提高政务信息化水平**

2016年5月，李克强总理在国务院召开全国推进放管服改革电视电话会议中强调要持续推进**简政放权、放管结合、优化服务**，不断提高政府效能。公安部积极响应国家号召，推出一系列公安“放管服”政策，要求有关部门提高监管服务协同化、便捷化和智能化，利用大数据技术开发综合监管系统，做到多方联动。这也要求必须在全国基础数据库的基础上加强监管，开发智能终端设备、搭建互联互通平台。大数据业务受益放管服政策，出现新的增长市场。

2019年5月，习近平总书记在全国公安工作会议上强调要推出更多高质量的服务举措，着力**解决好群众办事难、办事慢、来回跑、不方便等突出问题**。

**图表 18. “放管服”政策对信息化设施提出更高要求**

时间	文件/会议	政策/会议详情
2018.2	全国公安交管“放管服”改革攻坚视频调度会	宣布9月1日前全面推行公安交管“放管服”，开展20项公安交管“放管服”改革措施落实全面攻坚
2018.11	公安部新闻发布会	施行深化治安管理等“放管服”改革便民利民6项措施，进一步方便企业群众办事创业
2019.4	公安部新闻发布会	推出10项公安交管“放管服”改革新举措，包括5类业务“异地通办”、5项服务“便捷快办”
2019.5	全国公安工作会议	推出更多高质量的服务举措，着力解决好群众办事难、办事慢、来回跑、不方便等突出问题

资料来源：相关法规及政策，相关部门会议，中银国际证券

**幸存者二：SaaS 高研发之后期待盈利产出**

相比政府端账本可预见性较好，企业端的IT厂商面临较大的不确定性，到底客户是盈利能力下降减少开支还是加大IT建设提升效率是一个此消彼长的过程。而且，这一博弈在不同下游领域可能会有所不同：(1) 在信息化程度较高的领域（如互联网、金融、保险、电信等）天然对IT更为重视；(2) 一些传统领域（如零售）因为对营销的依赖，也存在对大数据分析等新兴信息化系统的需求，整体投入可能不会大幅提升，但侧重方面会加大比重；(3) 另外一些传统领域则相对不那么敏感。

**图表 19. 中国企业 IT 支出较 GDP 占全球比重落后**



资料来源：iResearch，中银国际证券

我们在相对确定性好的细分领域筛选出**SaaS**和**大数据**两个方向，由于大数据技术本身还是需要结合应用场景因此本文不作单独章节讨论。同时，**信息安全**在具有半强制性约束的新政策下也可能成为一个被低估的增长点。本节首先讨论SaaS。

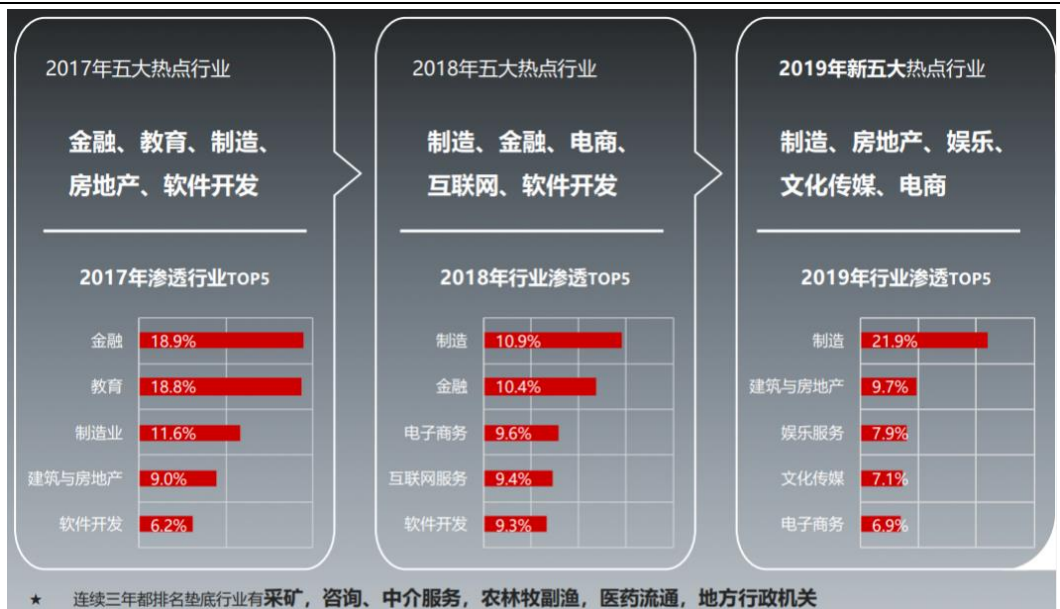


企业是信息化最为广阔的市场空间，尤其考虑到国内企业信息化解决方案渗透率还处于比较低的水准。由于灵活性、标准化程度高、使用门槛低等特点，SaaS 已基本上成为现阶段为中小企业提供软件解决方案的首选途径。但在付费环节上，国内中小企业的 SaaS 仍然是个挑战。本节内容主要讨论的通用场景的 SaaS（如 ERP、CRM、财务、人力等）。

**判断一：由于渗透率较低，SaaS 市场仍然会是高增长的。**根据 SaaS 研究机构 T 媒体发布的《2019 中国 SaaS 产业研究报告》显示，2018 年 SaaS 渗透率最高的五大热点行业分别是：制造业（10.9%）、金融（10.4%）、电商（9.6%）、互联网（9.4%）、软件开发（9.3%），平均值为 9.92%，其他行业渗透率低。排名靠前的行业接近 10% 的渗透率意味着拐点也即将来临。

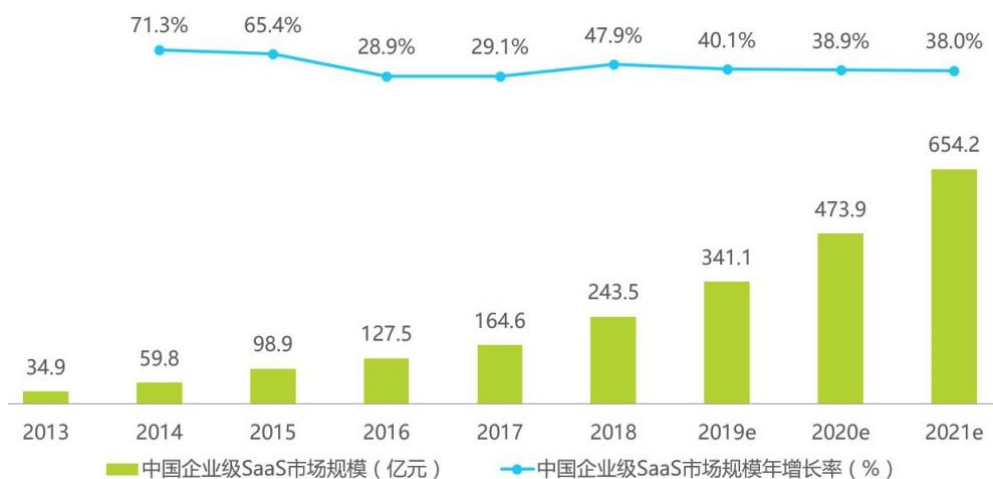
根据 iResearch 的数据，2018 年垂直 SaaS 市场规模达到 140 亿元，预计未来三年企业级 SaaS 将保持 40% 左右的高增长水平。

图表 20. 2017~2019 年 SaaS 渗透率 Top5 行业



资料来源：T 媒体，中银国际证券

图表 21. 2013~2021 年中国企业级 SaaS 市场规模及预测



资料来源：iResearch，中银国际证券

图表 22. 2018 年中国企业级 SaaS 细分市场结构



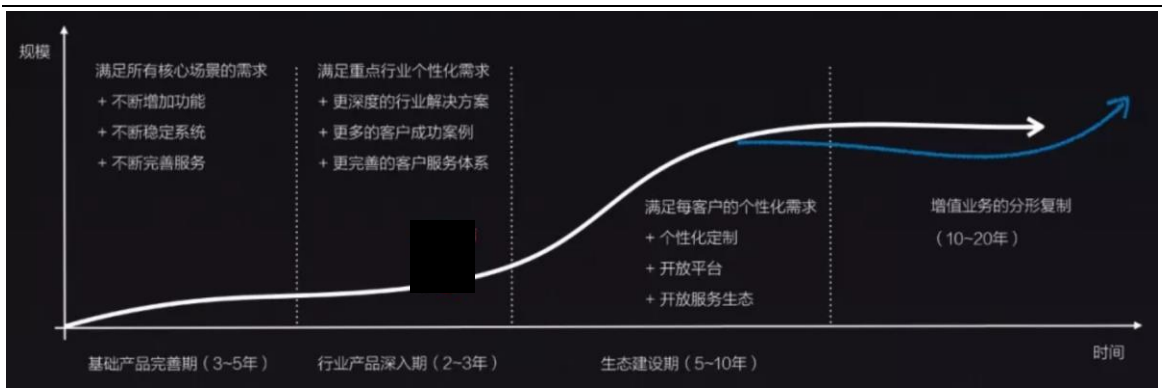
资料来源：iResearch，中银国际证券

**判断二：标准化产品阶段基本完成，走向个性化 SaaS 阶段，大中型客户将改善厂商盈利水平。**

一方面，从 2015-2016 年开始 SaaS 在国内开始迎来高速发展，历经 3-4 年左右的产品成熟阶段，目前已经进入到重点行业个性化需求阶段；

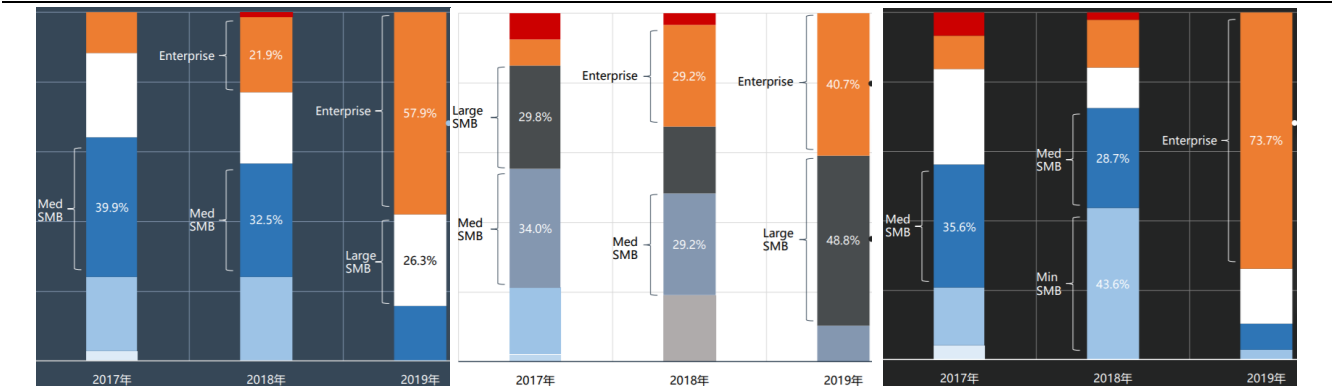
另一方面，分析连续三年入围 SaaS 渗透率 Top7 的金融、制造和建筑地产行业情况，大型企业的占比都在逐步增加。其中金融、建筑地产行业大型企业客户数量已经明显过半。大企业个性化需求更多，这一特点也与上述判断相吻合。而个性化意味着产品在研发阶段已经有付费市场，所以厂商能够在盈利能力方面得到改善。我们预计 2020 年开始，现在大力投入 SaaS 而未盈利的厂商将陆续实现盈利。

图表 23. SaaS 开始进入行业个性化需求阶段



资料来源：有赞，中银国际证券

图表 24. 2017~2019 年应用 SaaS 主要企业规模变化



资料来源: T 媒体, 中银国际证券  
注: 从左至右依次为金融、制造业和建筑地产行业

### 幸存者三: 信息安全等保 2.0 指导性被低估

信息安全是政府端和企业端都需要的领域, 但相对于建设较完善的政府端, “等保 2.0” (《网络安全等级保护制度 2.0》) 为信息安全在企业端市场带来的弹性更大。等保 2.0 已于 5 月 13 日正式出台, 并将于年底前正式实施。

图表 25. 等级保护发展历程



资料来源: 深信服, 中银国际证券

从等级划分上看, 等保 1.0 与 2.0 最大的差别是企业网络的最高等级从第二级提升到了第三级, 这意味着企业网络的信息安全建设也有可能被监管, 具备强制性特点。

图表 26. 等保 2.0 提升了企业网络定级上限

受侵害的客体	一般损害	严重损害	特别严重损害 (等保 1.0)	特别严重损害 (等保 2.0)
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第二级	第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级	第五级

资料来源: 《网络安全等级保护制度》, 中银国际证券

而涉及到云计算、移动等技术的网络就要从第三级开始定级又意味着越来越多的现代企业都会被纳入。

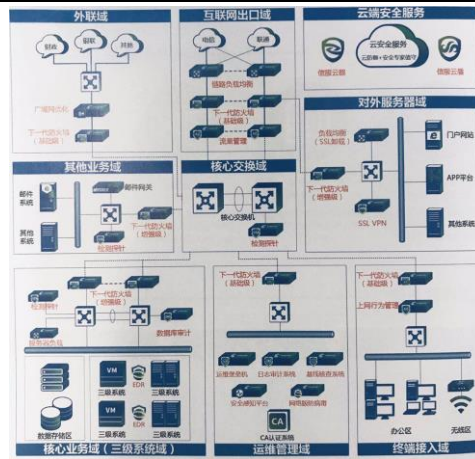
图表 27. 等保 2.0 覆盖对象及影响

类别	网络主体	等保 2.0 影响
老对象	互联网企业、基础网络、重要信息系统、网站、移动互联网等	等保 1.0 主要对象, 2.0 将加强主体责任和评测, 将安全防护措施补充更新到位
较普及新对象	云计算平台、大数据中心、公共服务平台等	技术较成熟但未被等保 1.0 覆盖, 新纳入覆盖并将短期内对安全市场空间产生带动
发展初期新对象	物联网系统、工业控制系统等	渗透率低, 安全市场空间主要随对象自身不断成熟而带动, 以中长期影响为主

资料来源:《网络安全等级保护制度》, 中银国际证券

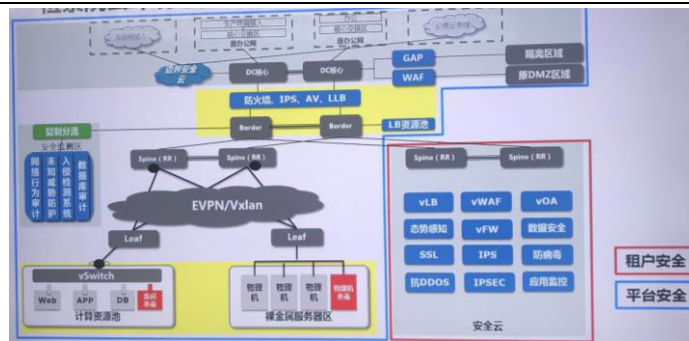
市场对于安全行业提速是有争议的: 安全和 SaaS 不一样, 不是生产力工具, 不会直接贡献受益, 什么催化因素会让行业增速提升一个台阶呢? 即使等保 2.0 出台, 市场认为行业空间难以量化, 因此对潜在影响选择暂时忽视。我们对市场空间的增量做了一个估算以尝试解决这个问题。

图表 28. 深信服的等保 2.0 网络安全方案



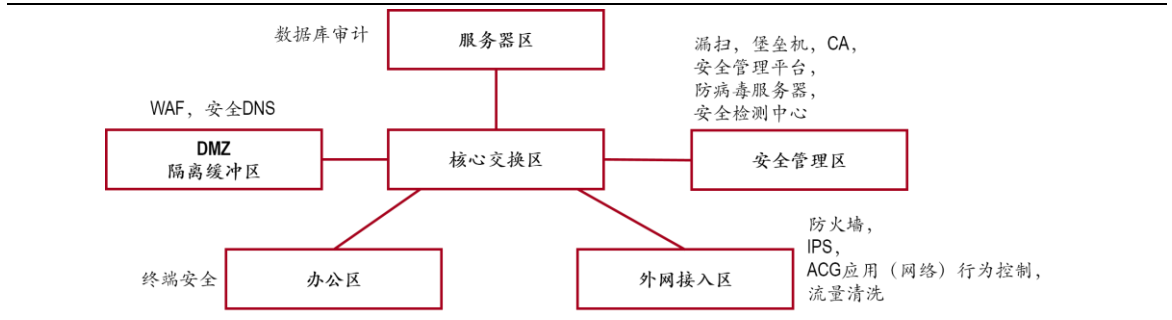
资料来源: 深信服, 中银国际证券

图表 29. 深信服的等保 2.0 网络安全方案



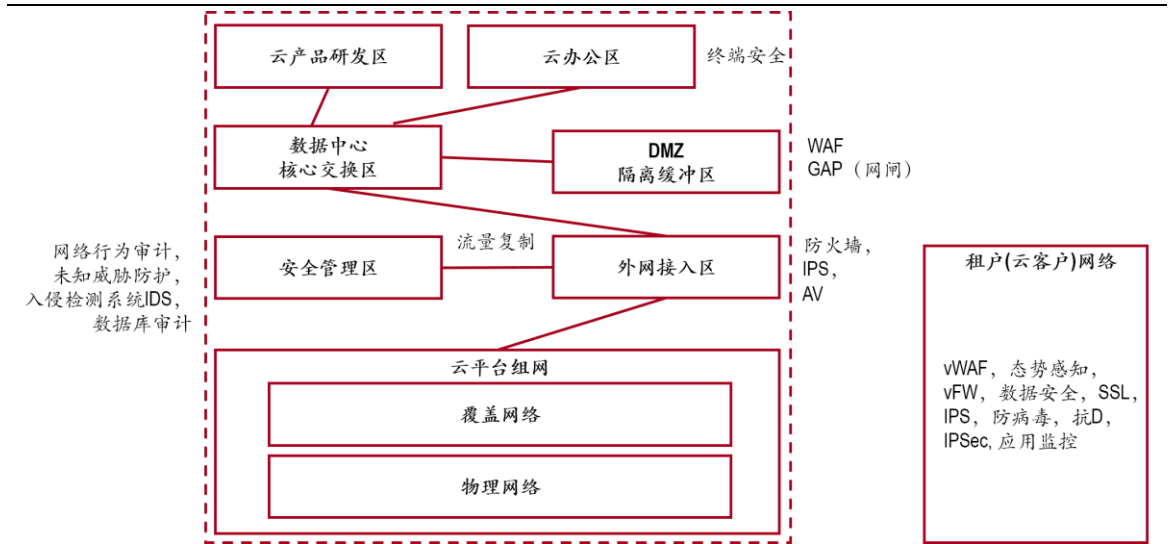
资料来源: H3C, 中银国际证券

图表 30. 传统等保建设方案框图



资料来源:《安全管理中心技术要求》, 中银国际证券

图表 31. 云等保建设方案框图



资料来源: H3C, 中银国际证券

图表 32. 云和传统网络安全产品价值量 (单位: 万元)

模式	产品	价格	模式	产品	价格
传统	防火墙	50	云	终端安全	50
	IPS	50		WAF	50
	ACG	2		GAP 网闸	50
	WAF	50		防火墙	50
	流量清洗	50		IPS (x2) *	100
	漏扫	50		AV 防病毒 (x2)	4
	堡垒机	2		流量复制	50
	CA	2		网络行为审计	200
	安全管理平台	50		未知威胁防护	200
	防病毒服务器	2		IDS 入侵检测系统	50
	安全检测中心	200		数据库审计	50
	数据库审计	50		vWAF	2
	WAF	50		vFW	2
	安全 DNS	50		态势感知	200
	终端安全	50		数据安全	200
	<b>合计</b>	<b>708</b>		IPSec/SSL/VPN	50
				抗 D	2
				应用监控	50
				<b>合计</b>	<b>1360</b>

资料来源: 中国采招网, 中银国际证券



传统模式和云模式下的网络安全规模分别为 708 万和 1360 万。而租户安全约占云安全投入的 1/3。由此可见，等保 2.0 将云计算平台纳入后可将市场空间提升约 92%，存在翻倍增长的机会；同样的，对大数据平台和公众服务平台带来的市场增量估算为 78%；三个领域合计为信息安全带来 170%（约两倍）的市场弹性。以传统安全市场 200 亿计算，那么有望在未来 2-3 年增长到 540 亿空间。

## 别掉队：现金流与抗风险能力看经营质量

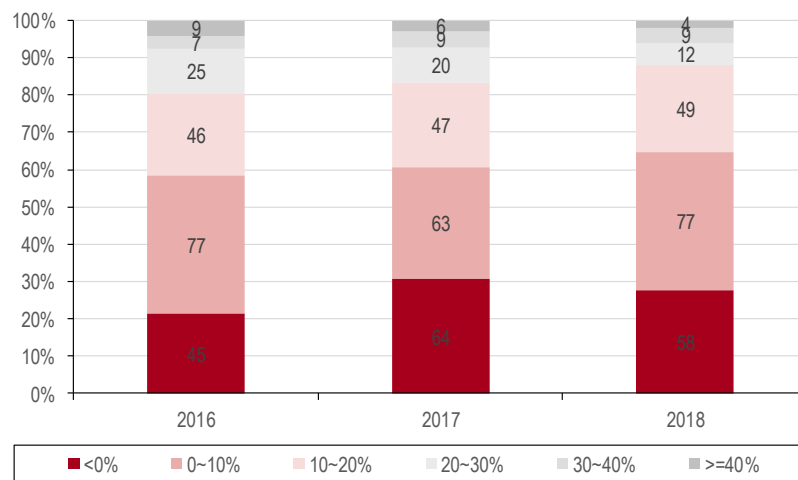
### （一）现金流保证研发投入，静待下一轮技术周期

科技行业的主要驱动力青黄未接，移动互联网浪潮渐退，人工智能与物联网方兴未艾但商业化落地尚需时日。相比于爆发力，这一阶段更应该重视企业潜力的发掘。要等到下一个创新型技术周期，就必须重视持续的研发投入，也意味着必须重视持续现金流（或至少有强融资渠道）的企业。

我们首先对行业整体面临的现金流压力进行一个梳理。

**销售净现率走弱。**过去三年时间内，计算机公司整体销售净现率有所下降。总共 209 家公司中，净现率为负的企业从 2016 年的 45 家上涨到 2018 年的 58 家，同比增加了 28.9%（6.2pct）；比率高于 20% 的企业数量则从 41 家下降到 25 家，同比减少了 39.0%（7.7pct）。因此，整体上行业的回款能力是变差的。这既意味着行业收入质量有所降低，也意味着公司仍需要通过融资等手段才更能保持较高的增长。

图表 33. 2016-2018 计算机公司销售净现率分布变化



资料来源：万得，中银国际证券

按照 2016-2018 每年（1）收入增速均大于 15%、（2）销售净现率递增的标准筛选，存在 10 家符合条件的公司（见图表 34）。其中基本上都是细分领域的龙头或领军企业，如用友网络、中科创达、汉得信息、中科曙光等。如果按照每年（1）收入正增长、（2）销售净现率持续高于 20% 的标准，则包括数据港、中新赛克、顶点软件、深信服、恒生电子（2016 年收入同比持平）、佳发教育等公司。因此，如果说龙头地位对公司质地有一定代表性，那么其现金流表现也应是较好的或持续改善的。



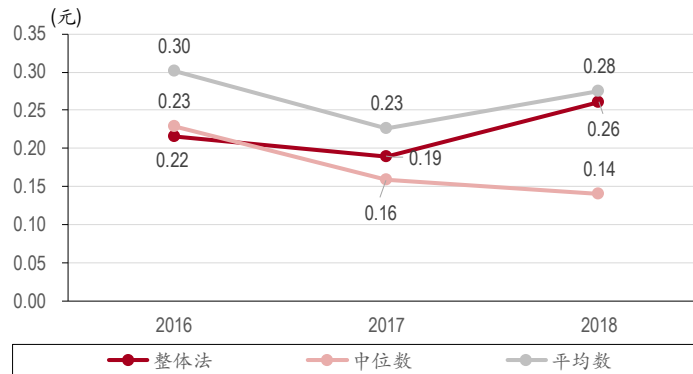
图表 34. 收入持续增长且销售净现比改善的公司

	公司	收入增速 (2018)	销售净现比 (% , 2018)
1	每日互动	62.89	40.62
2	用友网络	21.51	26.52
3	久远银海	25.24	25.54
4	中科创达	26.16	17.30
5	易联众	16.84	7.78
6	汉得信息	23.14	7.05
7	中科曙光	44.05	6.97
8	金证股份	15.67	6.53
9	浪潮信息	84.20	2.83
10	长亮科技	23.54	1.65

资料来源: 万得, 中银国际证券

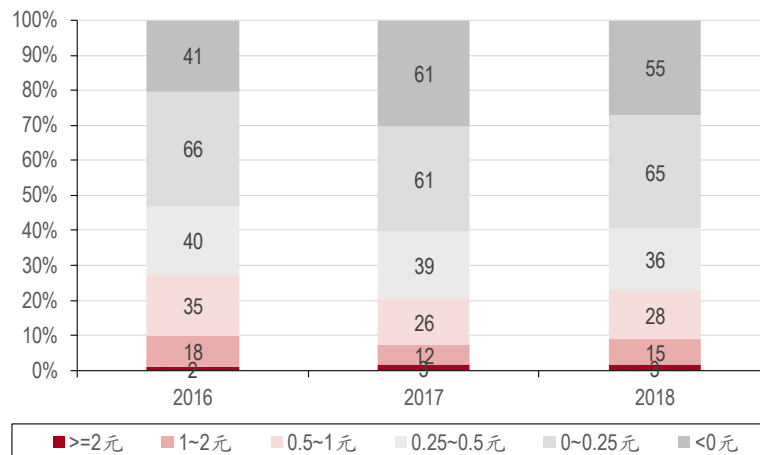
**每股经营现金流回升。**考虑分红派息的潜力, 我们继续关注行业每股经营现金流的水平。在剔除次新股后的 202 家公司中, 按照整体法、中位数和平均值法比较, 2016~2018 年行业每股经营现金流基本呈现出触底回升的趋势。而从具体分布上来看, 每股经营现金流为负的公司从 2017 年的 61 家下降到 55 家, 同比减少 9.8% (3.0pct); 大于 0.5 元/股的公司数量从 41 家上升到 46 家, 同比增加 12.2% (2.5pct)。分布略有改善, 较均值变化小, 因此可以理解为各段中公司数量变化较小但表现向分段上限一侧倾斜。在销售净现比走弱的基础上, 每股现金流有所改善与行业营收提升相关 (19Q1 营收增长 15.4% 带动现金流同增 14.2%), 可能也与融资渠道的畅通有关。

图表 35. 2016~2018 计算机公司每股经营现金流均值变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 36. 2016~2018 计算机公司每股经营现金流分布变化



资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 37. 2018 年每股经营现金流靠前的公司

	公司	每股经营现金流 (元)	市值 (亿)
1	紫光股份	3.3370	535.04
2	深信服	2.3398	358.38
3	中新赛克	2.1190	95.51
4	泛微网络	1.9484	97.34
5	智莱科技	1.7400	53.70
6	拉卡拉	1.7300	233.77
7	太极股份	1.6388	122.64
8	数据港	1.5931	65.91
9	恒生电子	1.5168	526.46
10	思维列控	1.4239	115.38
11	德赛西威	1.3379	125.13
12	久远银海	1.2793	54.51
13	宝信软件	1.0995	295.48
14	用友网络	1.0800	622.78
15	航天信息	1.0685	430.05
16	数字认证	1.0664	50.04
17	万兴科技	1.0621	40.46
18	浪潮信息	1.0319	312.77
19	同花顺	0.9825	470.72
20	中科曙光	0.9814	351.38

资料来源：万得，中银国际证券

注：市值截止日为 2019 年 6 月 25 日

综合以上，我们认为行业受下游政府和企业整体经济压力的影响，收入质量也相应承压。但是作为政府鼓励的创新方向，整体融资渠道保持畅通。1~2 年的时期内，预计行业仍将持续处于投入研发储备产出的阶段。

## (二) 抗风险：细分领域的“不证伪”

每个细分领域都有投资风险，当风险发生的概率加大时，行业内公司抗风险能力要求也更高。我们结合当前环境对各个子领域的抗风险能力做了梳理。以下风险的变化也反应了行业景气度。

对于某项风险的趋势判断为“利好”表示正在改善，“持平”则表示已被市场充分认知但也可能走向证实，“利空”则表示风险预计或正在被证实。



图表 38. 对子领域风险性趋势的预判

风险	趋势	分析
<b>自主可控 (5分)</b>		
技术研发不及预期: 核心领域技术无优势, 需要长期高投入, 研发成果有不确定性	利好	重视度显著提升; 围绕芯片、操作系统等生态环境预计将大幅改善
政府需求变化: 早期市场以政府采购为主, 如果采购量下降厂商收入将不及预期	持平	采购计划已覆盖未来 3-4 年
外部压力中和: 全球产业链回到过去格局	利好	外部压力催化板块投入增加
<b>网络安全 (4分)</b>		
政策落实力度不足: 等保 2.0 落地执行力度不强将减缓企业客户采购意愿	利好	政策执行有待观察, 政府端向利好侧推进
行业竞争格局恶化: 行业格局本身较分散, 更多企业上市获得资金可能加剧竞争	持平	从增多的安全公司上市前后看行业毛利率下降较温和
网络产品与技术趋于固化: 会导致安全产品采购更新需求下降	利好	云、工控、5G 等网络规模都在/将快速增长
<b>5G (网络可视化、边缘计算) (4分)</b>		
技术成熟度低: 边缘计算在智能驾驶、工业互联网等领域应用较多, 技术尚在研发和产品化阶段	持平	技术突破较难以时间预估
应用场景未充分发掘: 应用场景要较上一代有质的飞跃存在不确定性	持平	和技术成熟度相辅相成
商用化不及预期: 受多方影响落地进展有不确定性	利好	国内在全力加速商用落地, 显著改善
<b>医疗信息化 (3分)</b>		
商业模式不成熟: 传统 HIS 需求明确但渗透率已高, 新 IT 系统尚未从增值服务转化为生产力工具, 客户需求待开发	持平	目前对 SaaS 等产品接受度还未出现向上拐点
政策落地不及预期: 电子病历、医联体等政策带动下医疗机构和卫健部门的投入需要及时跟进	持平	新政策仍在发布, 厂商收入有待验证
技术研发不及预期: AI 诊疗等技术仍然需要较长时间	持平	平稳发展
<b>云计算 (软硬件) (3分)</b>		
云硬件大客户需求下降: 互联网大客户占服务器采购比例较大, 18 年高增长后短期内处于周期下行阶段	持平	市场已在上半年反应, 下半年预计
云软件中小客户付费能力不足: 盈利能力有限的小企业倾向于采用免费或更便宜的企业管理软件产品方案	利空	下行压力下中小企业 IT 产品付费能力预计有所下降
云软件产品成熟度不足: SaaS 等产品和海外巨头相比仍存差距	利好	典型厂商加大投入, 产品成熟度在持续提升
<b>金融科技 (3分)</b>		
下游市场景气度降低: 券商基金等客户在金融市场不同景气度时期 IT 投入有波动性	持平	风险偏好向下与新板块推出的影响相互抵消
竞争格局较差: 互联网、金融机构均大力投入, 行业格局分散	持平	头部企业、初创企业并存发展
技术研发不及预期: 数据孤岛、产品目标不明晰等对技术突破产生限制	持平	平稳发展
<b>人工智能 (2分)</b>		
应用场景开拓不利: 目前 AI 技术产品化商业模式较少, 主要结合下游场景提供解决方案	持平	在教育、医疗等领域渗透率提升; 在智能驾驶等领域还有待提升
基础技术研发缓慢: 深度学习解决机器认知能力, 推理与学习能力尚处发展早期	利空	行业技术发展进入瓶颈期

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 5 分制打分指我们给当前投资子领域的风险性评估, 分数越高风险越低

因此, 以半年的时间尺度看, 建议选择持有抗风险性较好的自主可控、网络安全、云软件、5G 等细分领域, 而其他领域主要以发掘个股机会为主。



## 科创板的会：稀缺性标的

再看长期机会，2018 年我们推荐的“核心科技”领域继续看好，主要是指芯片（通用芯片、AI 芯片、通讯芯片、物联网芯片等）和系统软件（操作系统、数据库、基础软件等）两大板块。2019 年中期，科创板的推出成为这些领域中较成熟企业登陆资本市场的重要选择，也为二级市场提供了可以直接参与的标的。

### 计算机行业科创板已受理公司一览

我们首先梳理了截止 6 月 21 日已受理申请的计算机行业公司情况。和计算机行业相关的领域主要是“新一代信息技术产业”，进一步细分后有 22 家典型的行业公司。

图表 39. 科创板计算机企业占比较多

行业	主题明细划分	申报企业数量
新一代信息技术产业	新兴软件和新型信息技术服务	18
	互联网与云计算、大数据服务	6
	人工智能	2
	下一代信息网络产业	9
新材料产业	电子核心产业	18
	先进无机非金属材料	3
	前沿新材料	4
	先进钢铁材料	1
	先进石化化工新材料	6
	先进有色金属材料	2
相关服务业	其他相关服务	1
	新技术与创新创业服务	1
生物产业	生物质能产业	1
	生物医药产业	16
	生物医学工程产业	9
	生物农业及相关产业	1
节能环保产业	其他生物业	2
	先进环保产业	4
	高效节能产业	1
高端装备制造产业	卫星及应用产业	3
	智能制造装备产业	12
	航空装备产业	1
	轨道交通装备产业	2

资料来源：万得，中银国际证券

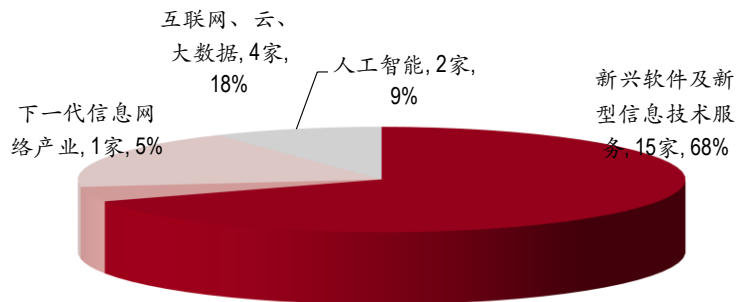


图表 40. 已受理 22 家计算机公司

领域	序号	公司明细
新兴软件及新型信息技术服务	1	泽达易盛
	2	光通天下
	3	光云科技
	4	普元信息
	5	金山办公
	6	连山科技
	7	致远互联
	8	凌志软件
	9	安恒信息
	10	宝兰德
	11	山石网科
	12	安博通
	13	龙软科技
	14	恒安嘉新
	15	当虹科技
下一代信息网络产业	16	国盾量子
	17	白山科技
互联网、云、大数据	18	卓易科技
	19	优刻得
	20	中科星图
人工智能	21	海天瑞声
	22	虹软科技

资料来源：万得，中银国际证券

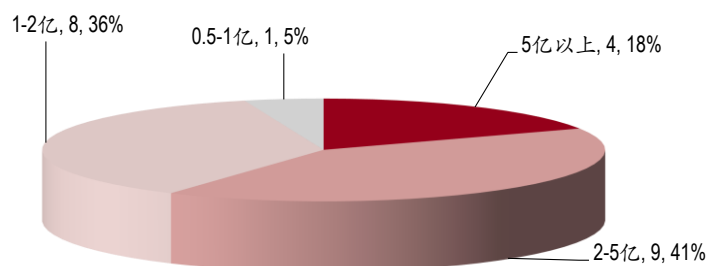
图表 41. 22 家计算机行业涉及的四大领域明细占比



资料来源：万得，中银国际证券

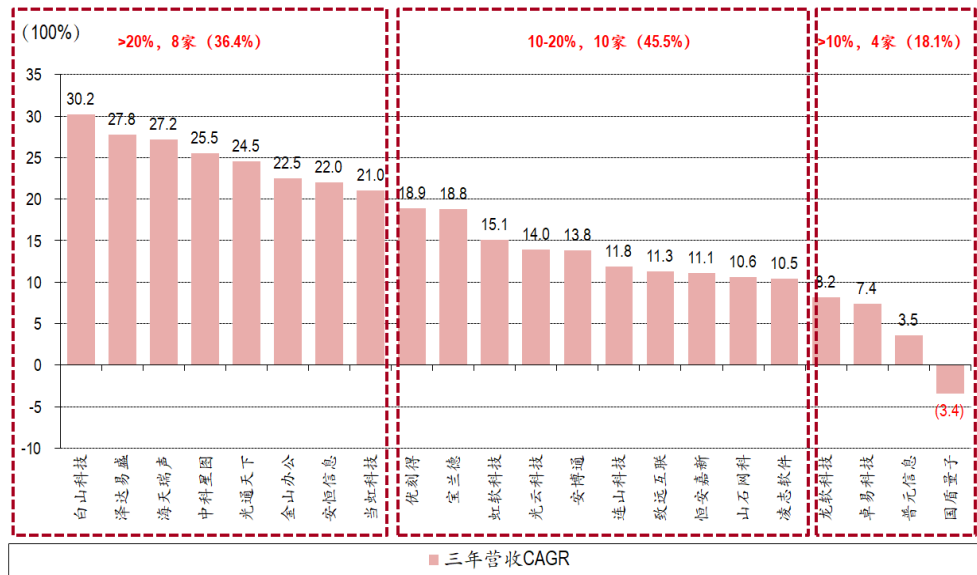
目前受理申报的公司中近三年营收平均在 2~5 亿元的居多（占 41%），其次为 1~2 亿元（占 36%）。复合增长率方面，绝大多数公司增速在 10% 以上，其中近四成超 20%。另外，国盾量子三年 CAGR 略降。

图表 42. 22 家公司三年平均营收规模分布



资料来源：万得，中银国际证券

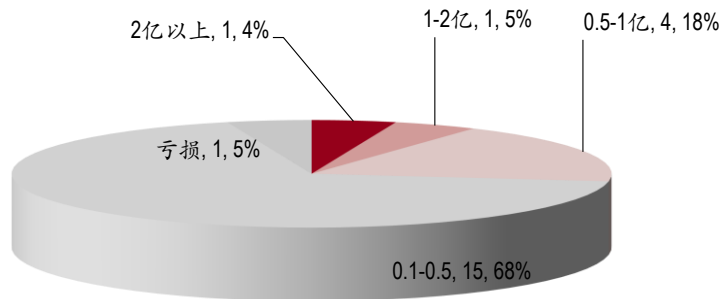
图表 43. 22 家公司三年营收 CAGR 明细



资料来源：万得，中银国际证券

净利润方面，近7成公司年均利润在1000~5000万，亿元规模的有2家，分别为金山办公（2.2亿）和虹软科技（1.1亿）。平均亏损的一家为优刻得，但2017~2018年均为盈利，且利润规模在7000~8000万元规模。增速方面，大部分公司增速超过30%。少数公司因基数较小导致CAGR结果偏大，如安恒信息、山石网科2016年净利润分别为78万、118万，若按扣非后口径计算其CAGR分别为56%、114%。

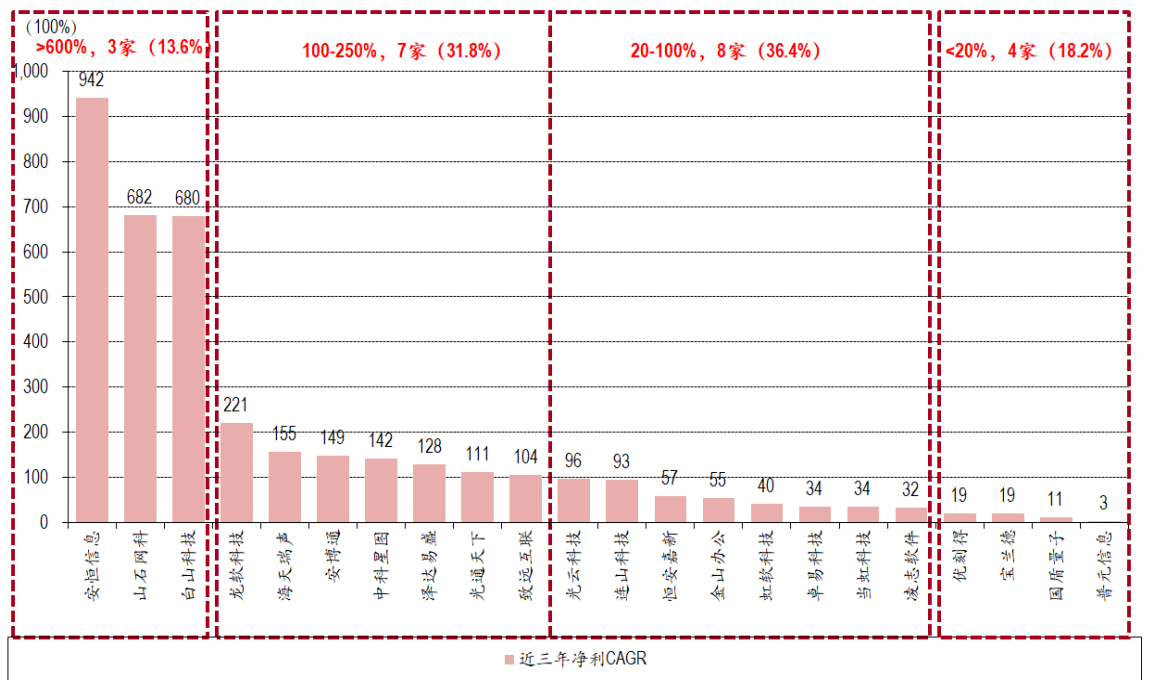
图表 44. 22 家公司三年平均净利润规模分布



资料来源：万得，中银国际证券



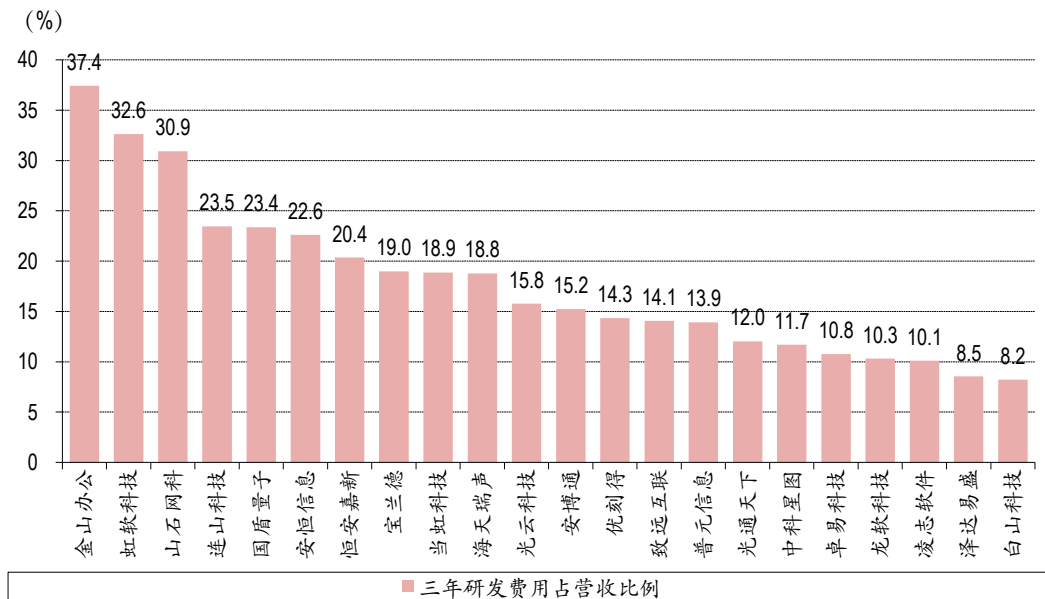
图表 45. 22 家公司三年净利 CAGR 排名



资料来源：万得，中银国际证券

由于有科创板定位和研发投入考核指标，各家公司的研发费用占比都属于较高水平，大部分超过 10%，半数超过 15%。

图表 46. 22 家公司近三年研发费用占营收比例排名



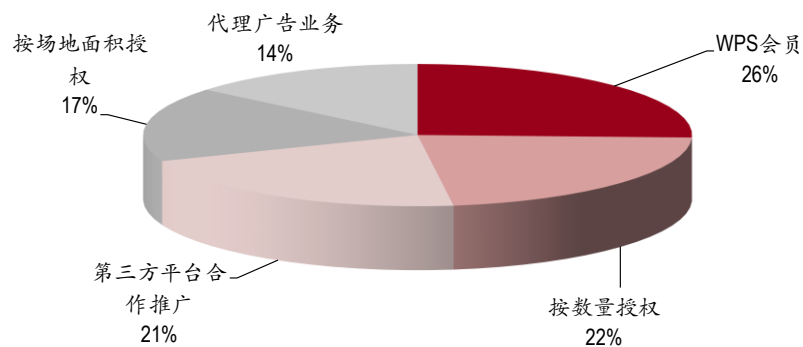
资料来源：万得，中银国际证券

**“新类型”公司以稀缺性大概率吸金**

在上述计算机公司和潜在的拟申请科创板公司中，新类型的公司值得关注，主要包括：（1）填补现有A股计算机行业产业空白的公司，如金山办公是少有的基础软件企业；（2）细分领域具有稀缺性的公司，如中科星图、虹软科技等。其中，中科星图是GIS领域典型标的，目前上市公司中可比企业主要是超图软件一家及谷歌（Google Earth）。虹软科技是计算机视觉公司，具有商汤科技、旷视科技等未上市AI独角兽企业相似的属性，现有A股公司要么侧重于安防等下游应用，要么来自算法和产品的收入体量还较小。

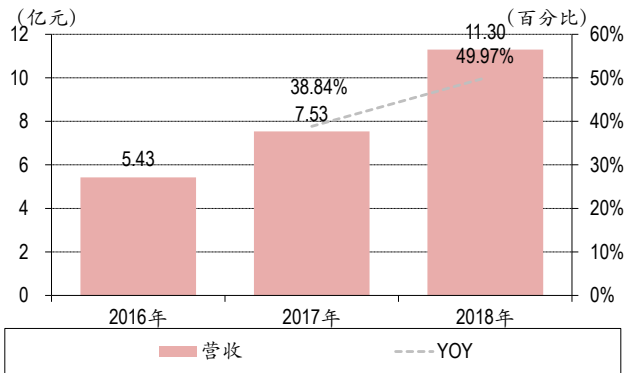
我们认为，新类型公司由于具备稀缺性，具有天然的行业领先特性，并且少有已上市公司的估值天花板，因此上市初期吸金效应较大，质地好的公司在市场认知充分后甚至会进一步上涨，估值水平成为行业标杆。

**图表 47. 金山办公 2018 年营收结构**



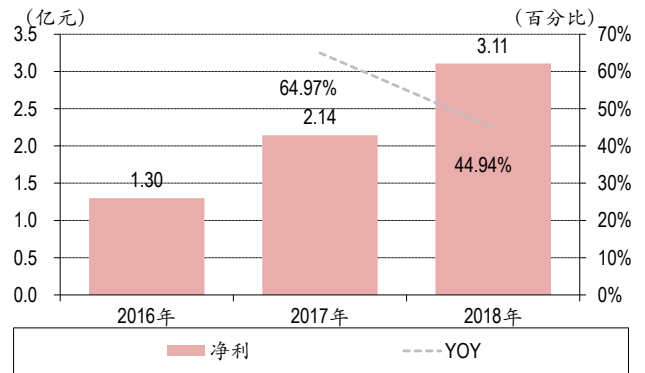
资料来源：万得，中银国际证券

**图表 48. 金山办公近三年营收增长情况**



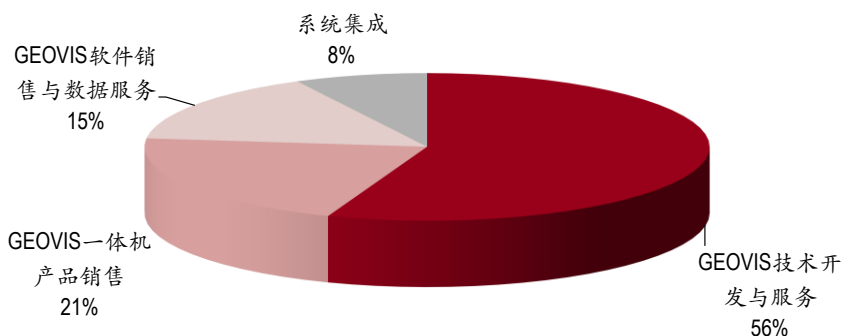
资料来源：万得，中银国际证券

**图表 49. 金山办公近三年净利润增长情况**



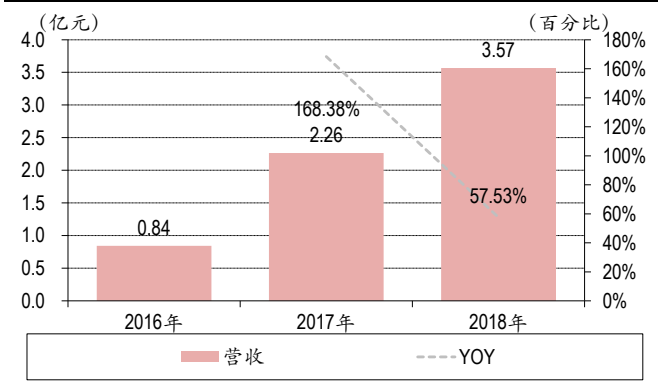
资料来源：万得，中银国际证券

**图表 50. 中科星图 2018 年营收结构**



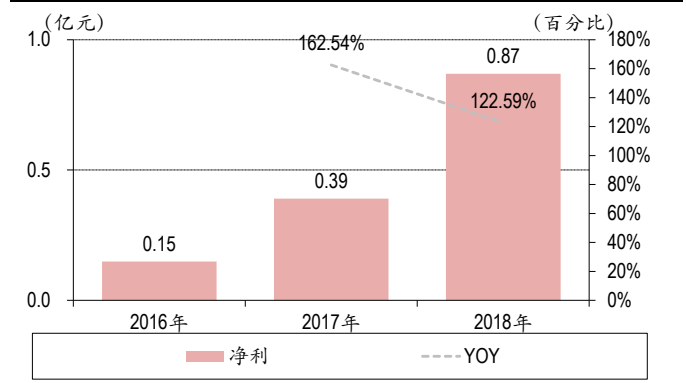
资料来源：万得，中银国际证券

图表 51. 中科星图近三年营收增长情况



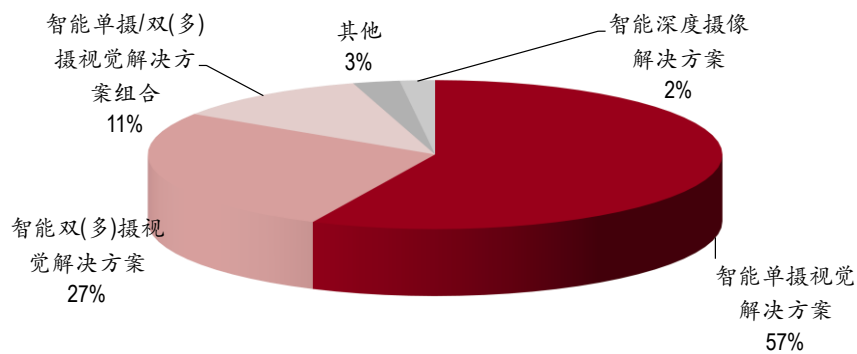
资料来源：万得，中银国际证券

图表 52. 中科星图近三年净利润增长情况



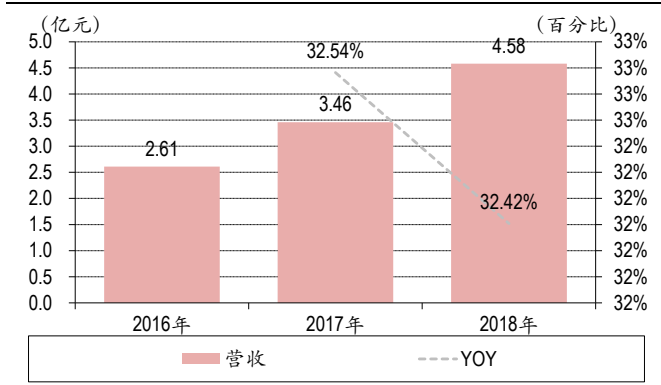
资料来源：万得，中银国际证券

图表 53. 虹软科技 2018 年营收结构



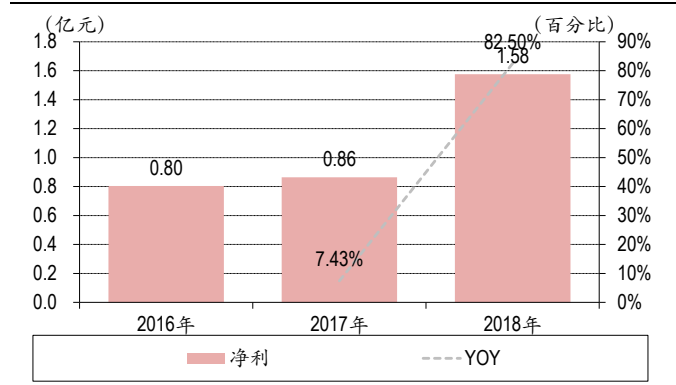
资料来源：万得，中银国际证券

图表 54. 虹软科技近三年营收增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 55. 虹软科技近三年净利润增长情况

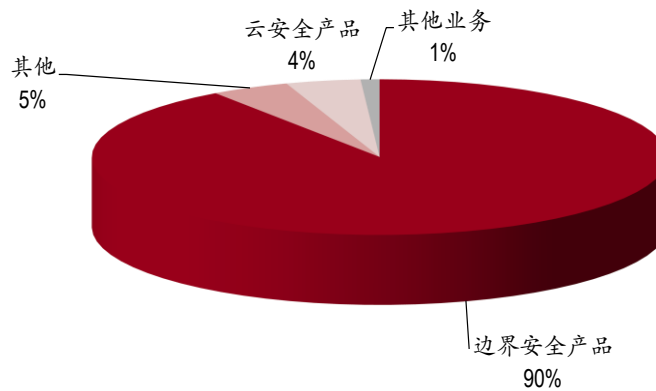


资料来源：万得，中银国际证券

### 已有类型新上市公司仍看重业绩

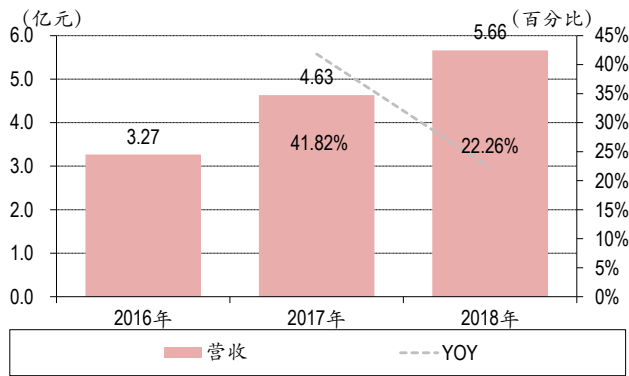
还有一些潜在标的业务模式较传统，属于已有类型的企业新的交易板块上市。例如信息安全领域的山石网科、安恒信息、恒安嘉新等。这些公司的收入来源主要还是网络安全硬件产品和服务等。

图表 56. 山石网科 2018 年营收结构



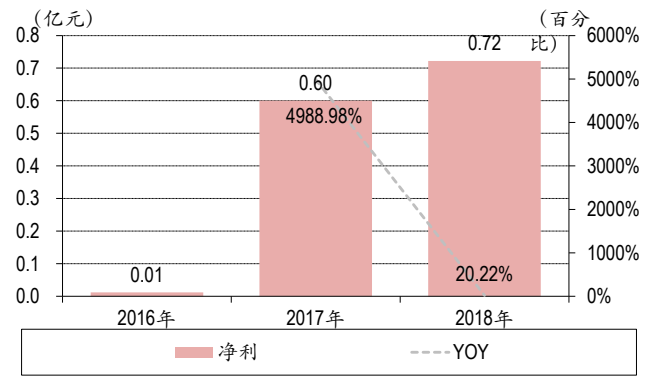
资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 山石网科近三年营收增长情况



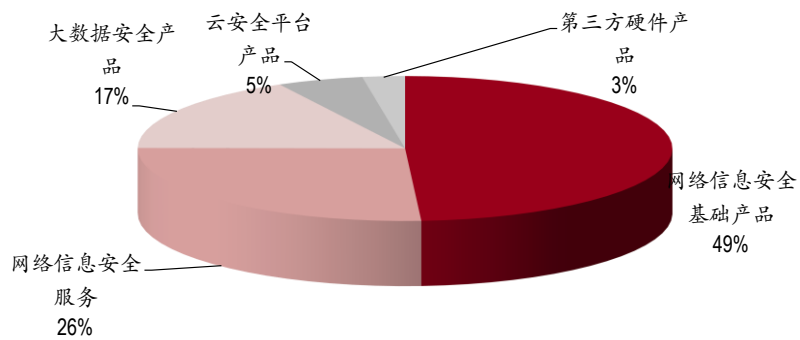
资料来源：万得，中银国际证券

图表 58. 山石网科近三年净利润增长情况



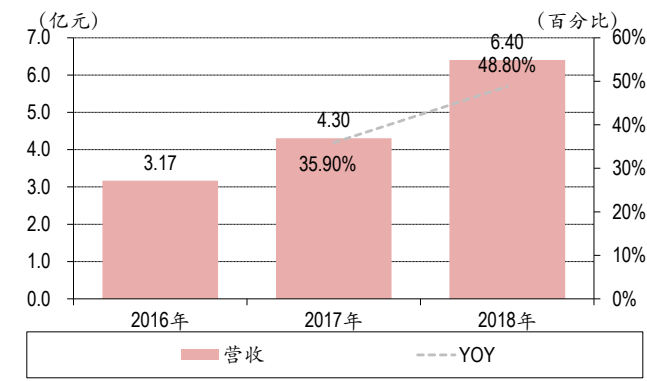
资料来源：万得，中银国际证券

图表 59. 安恒信息 2018 年营收结构



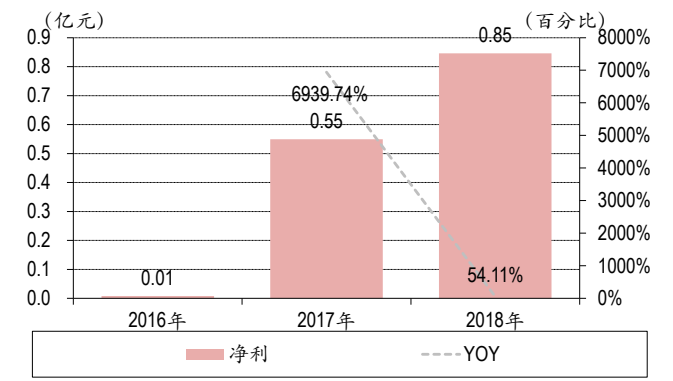
资料来源：万得，中银国际证券

图表 60. 安恒信息近三年营收增长情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 61. 安恒信息近三年净利润增长情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

安全行业内的厂商有华为、奇安信、天融信、深信服、迪普科技、启明星辰、绿盟科技、新华三、派拓网络、飞塔公司、Check Point、蓝盾股份、北信源、任子行等。其中多家公司已在 A 股上市，对应 2019 年 PE 大致在 40 倍左右。

例如，安恒信息参照 2019 年初最近一次股权转让的估值为 30 亿元，2018 年有 0.84 亿元净利润，对应 PE (2018) 为 36X 左右，符合现有估值体系。

图表 62. 信息安全上市公司估值

公司	2019 年预测 EPS (元)	2019 年动态 PE (倍)
启明星辰	0.78	32
绿盟科技	0.29	43
深信服	1.77	51
蓝盾股份	0.40	15
迪普科技	0.64	51
北信源	0.14	43
天融信 (南洋股份)	0.41	34
综合平均	-	39

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 时间截止到 2019 年 6 月 18 日, 预测 EPS 来自 Wind 一致预测

我们认为，已有类型的公司发行价将基本体现价值，提出短期资金面影响因素，其估值水平将基本符合行业水平，随着 2019 年业绩届时浮出水面，中期决定公司股价的还是业绩为主。



## 投资建议与个股观点

### 行业建议：长线看好里程碑事件影响力，短线精耕不下车

基于前述判断，我们认为核心科技国产化的道路是一条科技长征路，但已进入急行军阶段。目前国产化的渗透率还有限，其实软硬件国产化的这条赛道可类比于移动互联网发展的早期：里程碑性质事件（如某款芯片、操作系统的推出、量产）在原有格局下可能是被认为补充性产品，在新格局下影响力则将被重估。预期里程碑事件将持续落地，对行业景气度的提振效应将超过以往。

因此，我们对行业整体的投资建议是**不下车、逐步加码**，估值压制因素存在时正是上车的时机，而上车的方向则在幸存者赛道、在科创板新类型企业。

有意思的是，我们去年曾以中兴事件为例提出过“等效增速”概念，认为可以帮助理解计算机行业高估值的部分原因。在此我们重申一遍：**为描述核心技术对行业的基础作用，将科技公司依赖的存量技术（主要指第三国的核心技术）等效计入增速**。要自主研发一套存量技术（如芯片）如果需要的时间是10年，则每年等效增速为10%（10pct）。意味着行业要在表现增速上额外增加10pct，从PEG匹配的角度，行业PE就应高于其他领域10X。

而随着华为被禁，“自主研发一套存量技术”正在成为现实，预计逻辑上的等效增速将会逐步转化为切实可见的行业额外增速，夯实对行业估值产生的正面影响，形成等效的戴维斯双击。

### 推荐个股

#### 1、紫光股份

**关键词：**5G、边缘计算、现金流

**主要逻辑：**

(1) 5G产品陆续推出，与华为对标性增强。新华三从华为数据通信部门起步，历经华为、3Com、惠普、紫光股份等阶段，成为在企业网络设备、云解决方案与华为对标的公司。随着2019年更多5G设备的推出（如5G小站、边缘计算服务器、运营商核心交换机等），陆续斩获三大运营商大规模订单，ICT龙头位置愈发明显。随着5G商用步伐加快，业务发展将提升一个台阶。

(2) 云产品保持领先：新华三网络、存储、服务器“三大件”在国内市场均处于头部位置，安全和“云大物”解决方案则具备高成长性。产品和解决方案的“一强一快”成为公司业务现状的特点。

(3) 每股经营现金流行业领先，高研发持续性明显。2018年每股经营现金流位于行业第一，有助于在新领域加大研发投入，保障未来长期的核心竞争优势。

#### 2、用友网络

**关键词：**SaaS、国产化

**主要逻辑：**

(1) 云业务转化良好。云收入近两年预计保持100%翻倍增长，并且NCCloud、U8Cloud等产品均在2019年发布（拟发布）新款，SaaS、PaaS、BaaS、DaaS等数据表现喜人。

(2) ERP行业迎国产化机会，大中客户群体道路打开。相比中小企业，大客户群体较多采用海外产品。随着此次国产化窗口打开，包括华为等潜在客户有望采用更多的国产软件商产品，将为公司带来布局良机。





### 3、美亚柏科

**关键词：**公安信息化

**主要逻辑：**

(1) 细分领域景气度高。一方面公安部门信息化预算增速较好，另一方面“公安大数据”业务处于渗透率较低的初期，各地需求陆续显现，带来业务高增速。公司从电子取证的数据采集向上层的数据分析拓展，具备天然优势。

(2) 国资入股，有望进入更多核心领域。国投智能入股成为实际控制人，有助于公安等业务向更多核心部门领域进入。公司承诺 2019-2021 年净利润约 9 亿元，较 2018 年 3 亿元水平持平，体现管理层对稳定发展的信心

### 4、浪潮信息

**关键词：**云计算、现金流

**主要逻辑：**

(1) 云计算景气度仍处高位。互联网头部厂商在 2018 年完成了服务器等基础设施的高投入，2019 年预计增速有所下滑，但行业客户（如金融、运营商等）采购需求仍然旺盛。AI 服务器方面，IDC 数据显示 2018 年中国 GPU 服务器市场规模为 13.05 亿美金，同比增长 131.2%；预计未来 5 年 CAGR 为 27.1%，仍处于高景气度阶段。

(2) 公司净利润率触底回升。通过产品结构、费用控制和规模化效应，公司的利润率开始企稳回升。未来净利润增速有望持续超过营收增速。

(3) 服务器业务窗口机会。华为、中科曙光等服务器厂商受禁令影响，市场份额短期可能被挤出，客观上为其它厂商提供了扩充机会。同时，根据 IDC 服务器领域 19Q1 数据，戴尔、惠普等厂商份额继续下滑。

### 5、启明星辰

**关键词：**信息安全

**主要逻辑：**

(1) 等保 2.0 对行业影响逐步体现。国家大力推动网络安全建设，等保 2.0 是在 2017 年《网络安全法》前提下投入推出的法规，政府有动力推动其落地，尤其是外部环境复杂化的格局下，网络安全建设有加码诉求。

(2) 安全服务和企业市场值得关注。安全服务开始进入规模放量阶段，多个城市级的安全运营中心将贡献较多收入。企业市场主要看渠道建设和安全 SaaS（云子可控）两方面，2018 年报中数据显示处于高速发展。

### 6、关注金山办公、虹软科技、优刻得

**关键词：**科创板、新类型

**关注点：**三家公司分别为基础办公软件、人工智能软件产品、公有云平台厂商，对标(1)微软(Office)；(2)商汤、旷视；(3)阿里云、AWS 等。业务与现有上市公司相比具一定独特性，有利于完善板块产业链环节，可积极关注。



## 风险提示

### 1、研发进展不利

核心领域研发门槛极高，并且需要遵循技术发展的客观规律；国内相关人才的培养都需要一定的时间。存在不能如期完成技术和产品突破的风险。

### 2、具体公司外部风险

中兴、华为、中科曙光等公司先后被美国实施禁令（G20 会议上华为局面有所改善但并未移出实体清单），不排除对方后续增加禁令清单的可能。核心元器件供给的中止、合作伙伴关系的波动等因素必然也会对具体公司产生冲击性影响。

### 3、经济下行影响扩散

下行压力影响扩大后来自下游客户的采购减少，会对行业内公司业绩产生直接影响。



附录图表 63. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)	
					2018A	2019E	2018A	2019E
000938.SZ	紫光股份	买入	27.25	557	1.17	1.59	23	17
600588.SH	用友网络	买入	26.88	668	0.25	0.32	108	84
000977.SZ	浪潮信息	买入	23.86	308	0.51	0.72	47	33
300188.SZ	美亚柏科	买入	17.83	143	0.38	0.47	47	38
002439.SZ	启明星辰	买入	26.90	241	0.64	0.82	42	33

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 6 月 28 日

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371