

计算机行业

云计算短期有变，A股各领域龙头机会独立

● 核心观点:

- 1) 至八月底中报披露结束前后，计算机行业上涨概率较大，龙头公司相对受益预期更好。
- 2) 可持续性取决于波动幅度和外部环境态势，科创板映射是重要考虑因素。后续科创板有涨跌幅限制，认为市场会开始重视基本面。现有计算机一线公司的相对优势会得到更深理解和认识，并逐渐反映在股价上。

● 关于云计算

- a) 公有云下一阶段增速平台尚未确立，我们早前估计19年4季度后才会比较有把握。资本开支增速变化同样不支持迅速转强的判断（亚马逊、google、微软、facebook北美4大厂商19Q2合计资本开支174亿美金，同比增长7.5%，而环比增长21%）（来源：各公司相关季度财报）。
- b) 一家独大的AWS增速再次回调，我们认为挑战更多来自供给端而非需求端，即需要更完备的产品线来吸引潜在客户的迁移或加入。
- c) 比较Office系列和Salesforce的增速，渗透率较高的产品云收入理所应当增速较低。然而正如我们18年7月所写的云服务估值体系报告，Azure为基础的全产品线快速增长才是微软同时期股价表现优异的驱动力。
- d) 中国公司的增速降幅较快，所以我们一直不认同所谓“以GDP为基础，细分领域短期对标美国公司来计算市场空间”的粗糙逻辑。
- e) Salesforce宣布与阿里巴巴合作显示几点信号：中国市场仍然被看好。国外应用层面的云服务厂商对中国公有云厂商的知识产权相关顾虑有所缓解。如果有较好合作经验，估计未来会有更多国外SaaS公司加速进入。
- f) 综上，我们认为金蝶国际和石基信息的潜在空间较大，当然，石基信息和另一家垂直领域龙头广联达类似，短期需要一定的消化空间。

● 重点领域和公司

- a) 前述金蝶国际、卫宁健康、中科创达、创业惠康。
- b) 网络信息安全类似深信服等市场化基因强、股权治理结构边际改善较好的少数公司。
- c) 宝信软件和亿联网络。
- d) 恒生电子预计下半年会有更多科创板相关产品等持续推动成长。
- e) 此外，石基信息当前位置属于短期消化过程中，中期前景较广。广联达需要更多超预期且可持续的数据才会有继续上涨的基本面驱动力。

● 科创板

随着科创板的交易常态化，我们继续强调对现有重点公司的相对溢价持乐观态度。

● 风险提示

风险偏好的不确定性；短期内产业基本面的内生催化剂较少。

行业评级

买入

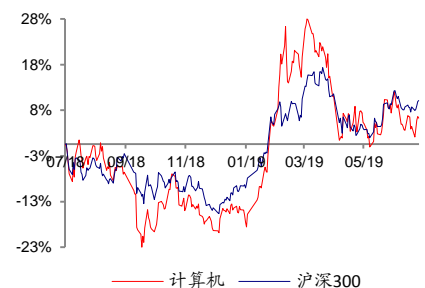
前次评级

买入

报告日期

2019-07-28

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605



gflinuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

- 计算机行业:领先公司将受益 2019-07-21
- 基本面支撑的科创映射
- 计算机行业:中报前瞻:整体有所放缓, 细分龙头强劲 2019-07-17
- 计算机行业:业绩预告露端倪, 龙头配置价值不改 2019-07-14

联系人:

钱砾 021-60750604

qianli@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
石基信息	002153	CNY	34.82	2019/04/28	增持	36.40	0.52	0.63	66.96	55.27	78.59	57.73	6.5	7.3
广联达	002410	CNY	33.6	2019/04/26	买入	30.75	0.41	0.46	81.95	73.04	94.39	85.64	12.7	12.4
卫宁健康	300253	CNY	13.43	2019/07/12	买入	15.47	0.27	0.37	49.74	36.30	51.82	36.48	12.1	14.4
深信服	300454	CNY	98.27	2019/04/16	买入	103.95	1.65	2.08	59.56	47.25	141.99	110.35	16.3	17.0
中科创达	300496	CNY	32.97	2019/07/12	买入	38.50	0.55	0.76	59.95	43.38	60.93	43.26	13.1	15.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

本周观点

1. 行情回顾:

Wind数据显示, 2019.7.22~7.26这周计算机行业指数上涨1.86%, 表现在所有行业中列第5位。同期主要指数表现为: 沪深300(+1.33%)、上证指数(+0.70%)、创业板(+1.29%)、中小板(+3.01%)。行业对应2019年的PE为31倍(整体法)或44倍(市值加权平均法)。

图1: 2018年以来计算机行业相对走势(以2017年底为基期)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 核心观点

我们坚持前期判断:

- 1) 至八月底中报披露结束前后, 计算机行业上涨概率较大, 龙头公司相对受益预期更好。
- 2) 可持续性取决于波动幅度和外部环境态势, 科创板映射是重要考虑因素。后续科创板有涨跌幅限制, 我们认为市场会开始逐步重视基本面的对比研究。从这个角度看, 现有计算机一线公司的相对优势会得到更深理解和认识, 并逐渐反映在股价上。

3. 行业主要更新- 关于云计算

- 1) 主要公司的最新数据(来源: 各公司相关季度财报)
 - a) AWS 和 Azure 的收入增速有所放缓。其中
 - AWS 单季增速从上一季度的 41% 下滑到最新季度的 37%, 单季营收 84 亿美元。
 - Azure 的单季(19Q2, 19 财年 Q4) 收入增速从 76% 回落到 64%。而整个智能云收入增速从 2018 年同期(18Q2)的 29% 一路下滑至 18.6%, 其中 Office 系列(包括 Office 365 等云服务)单季增速为 11.3%。

- b) Google 电话会议披露其云服务 19Q2 年化销售额达到 80 亿美元以上(即单季度超过 20 亿美金)。而从 17Q4 披露单季度超过 10 亿美金后,经过 6 个季度实现了营收大致翻倍,估算年复合增速在 50%-60%左右。
- c) 阿里云的增速则在上个季度(19Q1)滑落到了 76%,收入金额为 11.5 亿美元。
- d) Salesforce 最近一个季度(19 年 4 月 30 日止)收入增长 24.3%,收入金额为 37 亿美元。而此前一个季度增速为 26.4%,去年同期为 25.4%。

2) 我们的观点:

- a) 公有云市场下一个阶段的可持续增速平台尚未确立,我们早前估计会在 2019 年 4 季度以后才会比较有把握。相关公司的资本开支增速变化同样也不支持迅速转强的判断(亚马逊、google、微软、facebook 北美 4 大厂商 19Q2 合计资本开支 174 亿美金,同比增长 7.5%,而环比增长 21%)(来源:各公司相关季度财报)。
- b) 一家独大的 AWS 在 2018 年收入达到 265 亿美元之后,增速再次回调,即便产品线结构和区域布局已经比较完善,我们认为挑战更多来自供给端而非需求端,即需要更完备的产品线来吸引潜在客户的迁移或加入。同时,对数据安全和封闭性的要求令需求端对混合云和私有云的真实需求将更加清晰-成本和易用性并不一定是云迁移的最主要决定因素。
- c) 比较 Office 系列和 Salesforce 的增速,渗透率较高的产品云收入理所应当的增速较低,然而,正如我们 2018 年 7 月所写的云服务估值体系报告一样,Azure 为基础的全产品线快速增长才是微软同时期股价表现优异的驱动力。所以,潜在市场空间仍然是最重要的,渗透率较高的产品成长性相对有限。
- d) 中国公司的增速降幅较快,所以我们一直不认同所谓“以 GDP 为基础,细分领域短期对标美国公司来计算市场空间”的粗糙逻辑。供给端的问题在中国可能更为突出,即缺少行业应用层面的成熟产品。
- e) Salesforce 宣布与阿里巴巴合作,集成阿里云为企业客户提供服务和技术支持。这显示几点信号:
 - 中国市场仍然被看好。
 - 国外应用层面的云服务厂商对中国公有云厂商的知识产权相关顾虑有所缓解。
 - 如果有较好的推广效果与合作经验,我们估计未来会有更多国外 SaaS 公司加速进入中国市场,而国内行业应用云企业的竞争压力预期会加大。
- f) 综上,我们认为相关中国公司**金蝶国际和石基信息**的潜在空间较大,当然,当前的石基信息和另一家垂直领域龙头广联达类似,短期需要一定的消化空间。

4. 重点领域和公司

- a) 前述金蝶国际、卫宁健康、中科创达、创业惠康。
- b) 网络信息安全类似深信服等市场化基因强、股权治理结构边际改善较好

- 的少数公司。
- c) 宝信软件和亿联网络。
 - d) 恒生电子预计下半年会有更多科创板相关产品等持续推动成长。
 - e) 此外，石基信息当前位置属于短期消化过程中，中期前景较广。广联达需要更多超预期且可持续的数据才会有继续上涨的基本面驱动力。

5. 科创板

随着科创板的交易常态化，我们继续强调对现有重点公司的相对溢价持乐观态度。

风险提示：

- 风险偏好的不确定性；
- 短期内产业基本面的内生催化剂较少。

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。