

计算机行业

风险偏好依赖加深，基本面支撑不可忽视

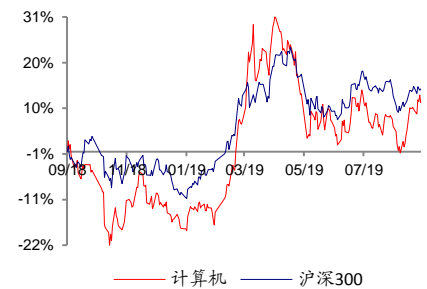
行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-09-01

核心观点:

- 中报反映整体收入增长承压，盈利能力有所保持，分化进一步扩大（数据请见正文）；
- 主要观点
 - 1) 中报整体符合我们的预期：从 2019 年中期策略开始，我们强调的三点：
 - a) 中报预期整体承压；
 - b) 但是分化趋势不可逆，头部公司在传统业务上扩大领先差距，同时在边际效应较强的新兴业务上已成为稀缺个股，无论云服务、车载软件还是互联网医疗等领域；
 - c) 七月初到八月底（中报发布完毕）计算机有相对行情。wind 数据看，过去 60 天，计算机行业涨幅 9.75%，居所有行业第 6。
 - 2) 过去一周主要是国产自主可控为代表的主题概念活跃。我们认为，在我们积极推进自主可控的同时，这个行情结果可能还是**风险偏好提升所驱动的主题**属性比较多。
 - 3) 未来怎么看？
 - a) 上周我们认为，“后续短期主要看风险偏好，短期表现对市场风险偏好的依赖会加深”；
 - b) 过去一周很明显是风险偏好驱动的。我们认为这一动向有其两面性。一方面，在计算机行业头部公司业绩不错、新业务进展整体顺利、溢价日趋明显的背景下，风险偏好的提升有其合理性；另一方面，迄今为止除了自主可控外，其余细分领域的龙头即使有溢价，但也不缺乏较强的基本面和估值支撑。换言之，自主可控的估值溢价是远超过其他细分领域的。因此其波动预期会比较大；此外，我们不应忽略市场大环境对风险偏好的影响。
 - c) 我们认为**风险偏好未必会马上变弱，但中报已经发布完毕，后续有不确定性，因此仍然建议持有基本面支撑较强，市场化程度相对较高的前述云服务、车载智能软件和医疗信息化和网络信息安全的龙头为主。**
- 主要个股观点请见正文。
- 风险提示

外部环境与市场风险偏好的不确定性；短期缺少新的基本面驱动。

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

请注意，庞倩倩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

计算机行业:医保支付互联网医疗，政策明朗、待脱卡支付实现	2019-09-01
计算机行业:继续持有头部公司，应对外部环境不确定性	2019-08-25
计算机行业:央行印发金融科技发展规划，关注相关企业	2019-08-22

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
石基信息	002153	CNY	34	2019/08/29	增持	36.40	0.52	0.63	65.38	53.97	76.76	56.38	6.5	7.3
广联达	002410	CNY	36.1	2019/08/22	买入	38.17	0.30	0.35	120.33	103.14	148.97	121.76	9.6	10.1
卫宁健康	300253	CNY	14.64	2019/08/30	买入	15.97	0.25	0.31	58.56	47.23	55.96	43.72	11.4	12.6
浪潮信息	000977	CNY	25.5	2019/08/30	买入	27.58	0.69	1.00	36.96	25.50	17.52	12.92	10.0	12.7
深信服	300454	CNY	111.02	2019/08/23	买入	112.73	1.58	1.99	70.27	55.79	143.90	121.61	15.7	16.5
中科创达	300496	CNY	34.56	2019/08/08	买入	38.50	0.55	0.76	62.84	45.47	63.87	45.35	13.1	15.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

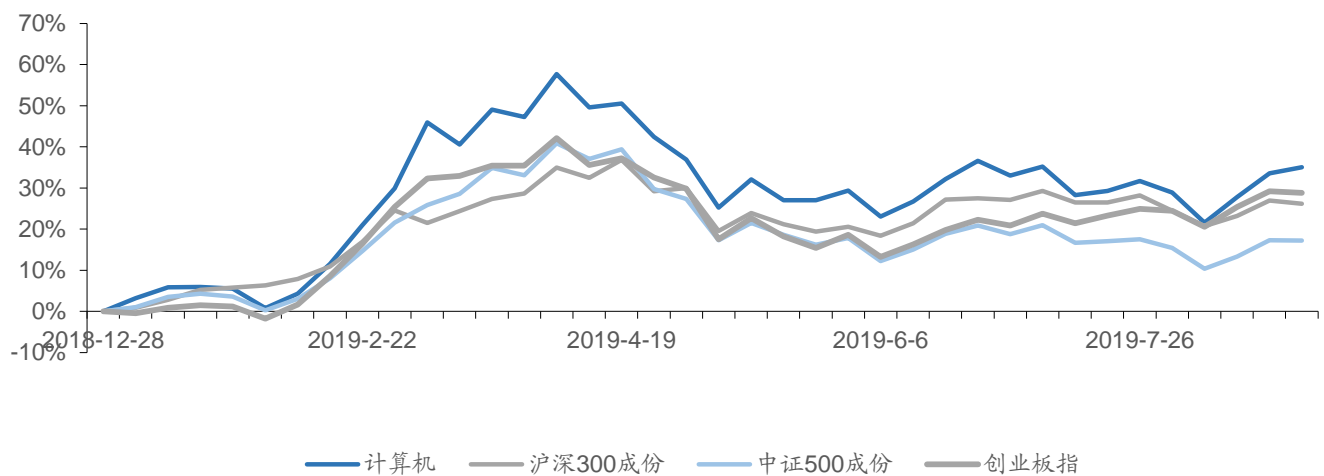
备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

本周观点

1. 行情回顾

Wind数据显示，2019.8.26~8.30这周计算机行业指数上涨1.08%，在所有行业中排第6位。同期主要指数表现为：沪深300（-0.56%）、上证指数（-0.03%）、创业板（-0.29%）、中小板（+0.31%）。行业对应2019年的PE为32倍（整体法）或47倍（市值加权平均法）。

图1：2018年以来计算机行业相对走势（以2018年底为基期）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 中报简述：整体收入增长承压，盈利能力有所保持，分化进一步扩大

1) 行业整体收入增速下滑

- a) 按中位数法，2019上半年行业收入增速中位数为12.10%，较去年同期的17.52%下降5.42个百分点。
- b) 按整体法，2019年上半年行业收入规模为2755亿元，同比增长6.04%，增速下滑20.93个百分点。

2) 行业扣非净利润增速稳定。中位数法下：

- a) 扣非归母净利润增速中位数由去年同期的8.59%上升至当前的9.44%，增长0.85个百分点；
- b) 扣非归母净利润增速超50%的公司数量占比，由2018H1的24.29%，降至22.10%。

3) 后续趋势趋稳

- a) 预收账款增速分别为15.5% (中位数法) 或12.4% (整体法), 明显高于上半年收入增速;
- b) 经营性现金流净额/收入比上年同期提升4个百分点;
- c) 另一方面, 投资性现金流出比上年下滑33%。

4) 头部公司逆势表现优异

- a) 营业总收入同比增速中位数为20.76%, 增速较去年同期下滑4.88个百分点;
- b) 归母净利润同比增速中位数为36.61%, 增速较去年同期增加4.32个百分点;
- c) 归母扣非净利润同比增速中位数为18.45%, 增速较去年同比下滑4.21个百分点;
- d) 毛利率和净利率变化幅度在1%左右, 保持稳定。

5) 总结

- a) 行业景气度大部分受下游影响, 从先行指标看后续有趋稳迹象;
- b) 头部公司相当部分拥有较强的创新能力, 在传统业务上不断扩大领先差距和新兴业务的优势明显;
- c) 体现在市值上, 头部公司的溢价明显。截止到8月30日, 我们从基本面地位的角度选取了19家细分领域龙头作为代表, 其市值已经占到行业总市值的32%。(恒生电子, 石基信息, 用友网络, 四维图新, 广联达, 浪潮信息, 深信服, 启明星辰, 中科创达, 卫宁健康, 紫光股份, 亿联网络, 光环新网, 宝信软件, 新大陆, 新国都, 汉得信息, 网宿科技, 科大讯飞)。

3. 主要观点

- 1) 中报整体符合我们的预期: 从2019年中期策略开始, 我们强调的三点:
 - a) 中报预期整体承压;
 - b) 但是分化趋势不可逆, 头部公司在传统业务上扩大领先差距, 同时在边际效应较强的新兴业务上已成为稀缺个股, 无论云服务、车载软件还是互联网医疗等领域;
 - c) 七月初到八月底(中报发布完毕)计算机有相对行情。
 - 从wind数据看, 过去60天, 计算机行业涨幅9.75%, 居所有行业第6。

- 2) 过去一周主要是国产自主可控为代表的主题概念活跃。我们的简要观点如下:
- a) 中软旗下的中标软件和天津麒麟，中报皆有不错表现，但是净利润规模分别仅有3243万和2421万；
 - b) 我们如果以人头数来大致评估公共部门的保有量，4年为更换周期，则每年最多约200万套操作系统，对应价值约8亿元量级的收入。中软分别持有中标和天津麒麟的50%和40%股权，对应约4亿元量级的收入；
 - c) 所以，即使比较乐观激进，公司的空间也是容易计算的（中期维度每年四、五亿收入的基础软件的公司价值应该多少？）；
 - d) 因此在我们积极推进自主可控的同时，这个行情结果可能还是**风险偏好提升所驱动的主题属性**比较多。
- 3) 未来怎么看？
- a) 上周我们认为，“后续短期主要看风险偏好，短期表现对市场风险偏好的依赖会加深”；
 - b) 过去一周很明显是风险偏好驱动的。我们认为这一动向有其两面性。
 - 一方面，在计算机行业头部公司业绩不错、新业务进展整体顺利、溢价日趋明显的背景下，风险偏好的提升有其合理性；
 - 另一方面，迄今为止除了自主可控外，其余细分领域的龙头即使有溢价，但也不缺乏较强的基本面和估值支撑。换言之，自主可控的估值溢价是远超过其他细分领域的。因此其波动预期会比较大；
 - 此外，我们不应忽略市场大环境对风险偏好的影响。
 - c) 我们认为**风险偏好未必会马上变弱，但中报已经发布完毕，后续有不确定性，因此仍然建议持有基本面支撑较强，市场化程度相对较高的前述云服务、车载智能软件和医疗信息化和网络信息安全的龙头为主。**
- #### 4. 主要个股
- 1) **当前首推金蝶国际**。无论从云服务的含量、体量、增速、SaaS与私有云的比例，还是客户续约率，均表现优异。以合理的分部估值来看都有比较确定的估值切换空间；
 - 2) **卫宁健康**中报预收款大幅增长，但收入和应收款仍有改善空间，有两个因素需要注意，一是股权激励方案的实施尚未完成，二是本周互联网医院政策有了更多突破。其在后者是遥遥领先同行的；
 - 3) 中科创达、石基信息、恒生电子、广联达和亿联网络长期持有；
 - 4) 宝信软件和光环新网，与设备制造类的浪潮信息、紫光股份最早有可能在十月末迎来新一轮产业企稳的拐点，但前两者需求确定性更强更平滑；

- 5) 网络信息安全景气度稳定增强，边际改善的部分个股可以长期持有；
- 6) 从行业估值看，下游景气度较高的创业慧康在100亿出头的市值附近可以考虑。

风险提示

外部环境与市场风险偏好的不确定性；短期缺少新的基本面驱动。

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工作。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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 庞倩倩：资深分析师，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。
- 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。

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	北京市西城区月坛北 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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
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。