

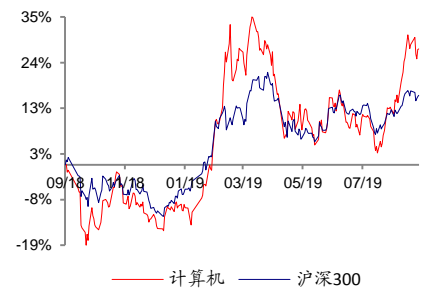
# 计算机行业

## 外部驱动力减弱，盘整可能性增加

行业评级 **买入**

前次评级 买入  
报告日期 2019-09-22

### 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:** 王奇珏  
SAC 执证号: S0260517080008  
SFC CE No. BNU581  
021-60750604  
wangqijue@gf.com.cn

### 相关研究:

计算机行业:华为拟退鲲鹏整 2019-09-20  
机市场,生态建设加大力度

计算机行业:基本面中期趋势 2019-09-15  
积极,外部环境尚可

计算机行业:三要素齐备,流动 2019-09-07  
性和风险偏好预料驱动行业  
表现

### 核心观点:

- 从现在到 10 月底计算机可能进入盘整期,除非出现新的外部环境刺激
  - 1) 上周我们认为在流动性和风险偏好预期的驱动下,震荡向上的概率比较大。从本周结果看,计算机相对表现胜过绝对表现。
  - 2) 我们在月初的报告提出,7月到8月底的中报驱动行情后,9月更多依靠流动性和风险偏好因素驱动。现在看,主题题材已经延伸较广,显示这两个变化较大的外部因素的驱动力已经减弱。
  - 3) 结合上述情况以及三季报前基本面难有更多超预期变化,我们认为从现在到10月底计算机可能会进入盘整期。除非又有新的外部环境刺激。
- 从现在到 10 月底,我们把公司分为三类
  - 1) 市值较大的细分领域龙头,中短期看基本面可能无法进一步突破现有市值空间,它们的股价表现意义更多会体现为行业的风向标。三季报不出意外的话或有望继续消化,以待后续表现。
  - 2) 市值还并不巨大的细分领域龙头,以120亿~250亿为主,也包括估值消化预期或落地预期较强的公司。波动程度受所在领域产业趋势的影响较大,对于订单或潜在订单确定性强的公司而言,未来一段时间如果出现波动将会是较好的上车机会。比如部分网络安全个股、智能车载软件、云服务、医疗信息化等。典型如中科创达、金蝶国际、卫宁健康、创业慧康、石基信息以及深信服等个别网络信息安全公司。
  - 3) 其余的三四线小公司,我们认为高估值主题的风险短期或许会增大。
  - 4) 此外,浪潮信息和紫光股份将因为华为加大自研体系的生态建设力度而受益。这个是上周出现的最大的边际变化,且这个变化会是长期的。

### 重点公司

除了前述重点标出的个股外,尚有恒生电子和广联达等较大市值的标杆公司。

### 风险提示

基本面利好短期已兑现;流动性和风险偏好变数较多、驱动效应减弱;行业整体估值有压力。

**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
恒生电子	600570	CNY	79.8	2019/08/29	买入	78.40	1.12	1.40	71.25	57.00	229.72	97.40	22.0	21.6
卫宁健康	300253	CNY	15.59	2019/09/17	买入	17.18	0.25	0.31	62.36	50.29	59.59	46.55	11.4	12.6
创业慧康	300451	CNY	16.77	2019/08/30	买入	18.50	0.37	0.49	45.32	34.22	41.54	30.84	9.7	11.3
浪潮信息	000977	CNY	28.44	2019/08/30	买入	27.58	0.69	1.00	41.22	28.44	19.53	14.41	10.0	12.7
石基信息	002153	CNY	40.18	2019/08/29	增持	36.40	0.52	0.63	77.27	63.78	90.72	66.63	6.5	7.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

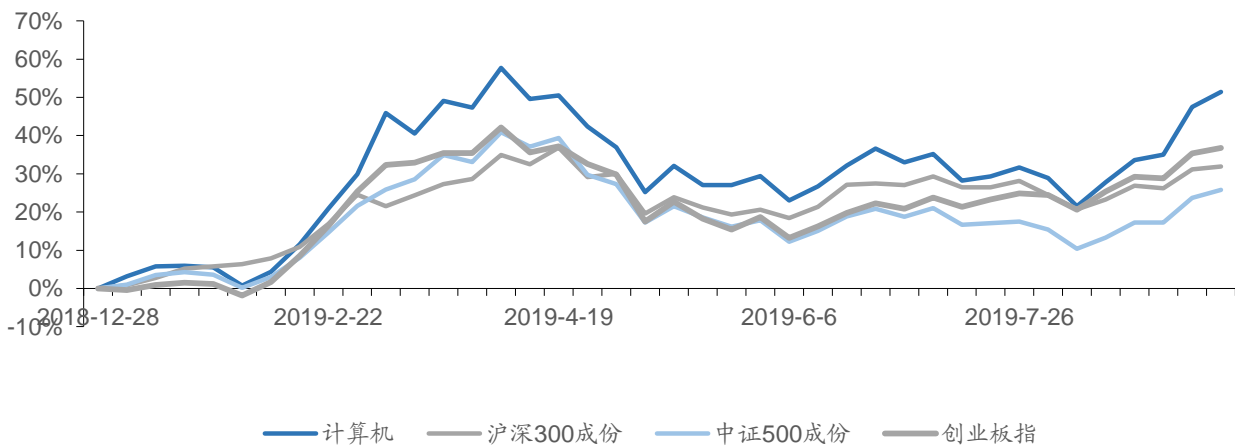
备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 本周观点

### 行情回顾

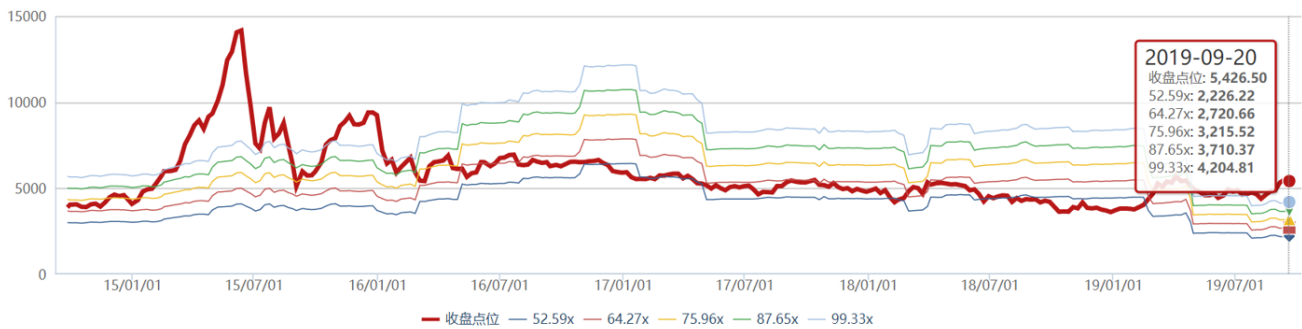
行情回顾。Wind数据显示，2019.9.16~9.20这周计算机行业指数下跌0.91%，在所有行业中排第11位。同期主要指数表现为：沪深300（-0.92%）、上证指数（-0.82%）、创业板（-0.32%）、中小板（+0.25%）。行业对应2019年的PE为36倍（整体法）或53倍（市值加权平均法）。

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

图 2：计算机行业近5年来PE BAND



数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：此处采用中信行业分类，与我们团队覆盖的计算机行业公司有一定差异；数据来自于wind计算的行业PE BAND，即市值加权平均法）

### 主要观点

- 1) 上周我们认为在流动性和风险偏好预期的驱动下，震荡向上的概率比较大。从本周结果看，计算机相对表现胜过绝对表现。
- 2) 我们在月初的报告提出，7月到8月底的中报驱动行情后，9月更多依靠流动性和风险偏好因素驱动。现在看，主题题材已经延伸较广，显示这两个变化较大的外部因素的驱动力已经减弱。
- 3) 结合上述情况以及三季报前基本面难有更多超预期变化，我们认为从现在到10月底计算机可能会进于盘整期。除非又有新的外部环境刺激。

### 从现在到10月底，我们把公司分为三类，

- 1) 市值较大的细分领域龙头，中短期看基本面可能无法进一步突破现有市值空间，它们的股价表现意义更多会体现为行业的风向标。三季报不出意外的话或有望继续消化以待后续表现。
- 2) 市值还并不巨大的细分领域龙头，以120亿~250亿为主，也包括估值消化预期或落地预期较强的公司。波动程度受所在领域产业趋势的影响较大，对于订单或潜在订单确定性强的公司而言，未来一段时间如果出现波动将会是较好的上车机会。比如部分网络信息安全个股、智能车载软件、云服务、医疗信息化等。典型如中科创达、金蝶国际、卫宁健康、创业慧康、石基信息以及深信服等个别网络信息安全公司。
- 3) 其余的三四线小公司，我们认为高估值主题的风险短期或许会增大。
- 4) 此外，浪潮信息和紫光股份将因为华为加大自研体系的生态建设力度而受益。这个是上周出现的最大的边际变化，且这个变化会是长期的。

### 10月底为什么有节点意义

- 1) 看两方面
  - a) A股计算机公司的三季报表现；
  - b) 下游主要云计算互联网公司的收入增长和资本开支趋势。
- 2) 我们判断三季报的态势会与中报趋同
  - a) 龙头公司趋势确定，但是预期比较饱满，超预期的情况应该很少见；
  - b) 分化进一步扩大。
- 3) 所以，重点在下游云计算互联网公司的表现（主要指IAAS+PAAS厂商）
  - a) 资本开支有无延续上个季度的回升态势；
  - b) 云计算收入增速是否稳住：如果稳住则Q4的资本开支有望进一步提速，反之则资本开支反弹脆弱，拐点还不成立。
- 4) 就全行业而言，景气度较高的企业云服务、网络信息安全、车载智能软件、医疗

信息化等领域均在股价有充分体现。较有可能出现边际变化的则要看三季度云计算互联网巨头的表现是否出现拐点，如果拐点明显，则有望拉动下游设备商、IDC甚至整个行业的需求景气度和情绪，助力行业表现平稳过渡到2020年；否则至年底恐缺乏有较大变化的基本面驱动主线。当然，现有的IDC主要上市公司受早前合同保障，业绩预期稳定性较强。

## 基本面方面

上周周报我们已经梳理了前述主要细分领域的中长期乐观趋势及确定性，这里补充一下关于广义的国产自主可控的观点。

1) 现在的IT国产自主可控，从芯片层面出发上来讲**其实是两条主线**：“华为” vs “龙芯/飞腾/兆芯”：

- a) 前者华为生态更多是瞄向云计算和行业应用，以及市场化运营；
- b) 后者重点是关键应用系统和公共部门，安全管控的驱动力更为明显。

2) 因此我们可以换一个角度看问题：

- a) 就整个IT市场而言，两者的共同点是不同程度地取代国外产品，也就是说，就整体市场而言是力争替代“一部分” - 在可预见的将来。
- b) 公共部门的替换需求占比相对偏小，不同层级的要求差异会体现在替换的节奏上，且支出是财政为主，好处是推广的执行力。
- c) 云计算和行业应用的远期前景更好，客户支出的规模和弹性也更大。但是：
  - ◆ 生态体系建设的难度挑战极大，过程漫长，而商业现实属性也是市场特征的另一面。比如，应用支持层面的诸多国内企业伙伴在各自价值环节和细分领域的规模和实力整体弱小，在现有成熟IT体系下这些伙伴公司绝大多数尚不能在国内市场占据优势地位，要在全新的架构下“弯道超越”所面临困难要多得多，大得多。盲目乐观恰恰是对这一长期努力的轻视和不尊重。
  - ◆ 华为作为生态体系的开拓者，和其合作伙伴在技术、地位与体量等处都悬殊巨大，这是与现有国外企业主导的产业链相比较的另一个明显不同之处。价值环节分布的巨大差异未必会令参与者都有乐观受益预期。

3) 所以**让我们务实地回到A股**：浪潮信息和紫光股份等公司将直接受益于华为的战略 - 后者的态势显示会在自研芯片服务器生态体系上长期持续投入越来越多的精力和资源，而X86自然大概率将会相对削弱。可是，X86的架构体系在可预见的将来仍然会是业界主流（详情可参见我们2019年9月20日发布的相关报告）

## 重点公司

除了前述重点标出的个股外，尚有恒生电子和广联达等较大市值的标杆公司。

## 风险提示

- 1) 基本面利好短期已兑现;
- 2) 流动性和风险偏好变数较多、驱动效应减弱;
- 3) 行业整体估值有压力。



## 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。