

行业评级:

计算机软硬件

增持 (维持)

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

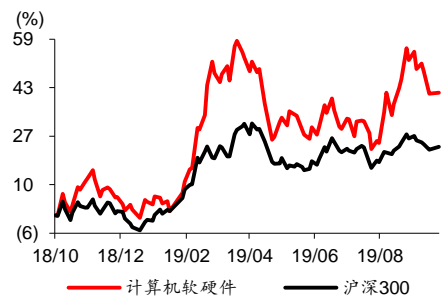
相关研究

1《计算机软硬件: 资本市场开放对“金融 IT”的意义》2019.10

2《计算机软硬件: 聚焦国内, 实体清单影响有限》2019.10

3《科大讯飞(002230 SZ, 买入): 战略聚焦+控费促进增长》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

计算机行业的估值切换

TMT 一周谈之计算机-20191013

本周观点: 估值切换&金融 IT&应用软件自主可控

每年第四季度, 市场开始进入到估值切换逻辑中。估值切换就是用明年的业绩来计算公司的估值。我们建议关注计算机行业中有望实现估值切换的细分领域和标的。推荐: 宝信软件、久远银海、创业慧康、卫宁健康等。推荐金融 IT 标的: 同花顺、恒生电子、东方财富、长亮科技等。关注自主可控的上层应用: 用友网络、超图软件、万兴科技等。

计算机行业的估值切换

估值切换要求业绩的连续性和持续性比较好, 而且至少未来一年的业绩增速相对清晰一些。第一, 计算机行业符合以上标准的包括医疗 IT、信息安全以及金融 IT 领域的龙头公司。第二, 估值切换逻辑难点在于, 符合这一标准的公司, 其股价可能已经包含了对明年业绩增速的预期。三季度是我们判断业绩连续性的关键时点。第三: 估值切换逻辑的本质, 还是寻找业绩稳健增长的公司, 且估值并不是很贵, 即性价比比较高的公司。关注标的: 浪潮信息、宝信软件、卫宁健康、创业慧康、久远银海、佳发教育、博思软件。同时关注: 航天信息、新北洋、东方国信、赢时胜、恒为科技。

继续关注上层应用的自主可控

Adobe 公司宣布将中止委内瑞拉用户的账号和服务, 包括不进行销售、服务、支持、退款等。这一事件重新引发市场对科技领域自主可控的重视。我们认为, 除了关注自主可控为底层核心部件带来的投资机会之外, 我们也应该看到对上层应用带来的成长空间。关注标的: 用友网络、万兴科技、长亮科技、超图软件、宝信软件等。

关注资本开放对金融 IT 的意义

近期, 关于中国资本市场对外开放的政策不断推出。这一趋势已经逐步形成, 目前正处于逐步落地阶段, 包括金融机构取消外资持股比例的限制等。我们认为, 在中国资本市场逐步开放的背景下, 金融 IT 的需求有望逐步体现。资本市场对外开放, 我们可以理解为, 这为金融 IT 监管政策逐步宽松营造了良好氛围。新的技术应用和新的商业模式, 或将逐步得到推动和落地。推荐: 恒生电子 (金融 IT 需求直接受益者), 同花顺 (流量变现能力或将提升)、东方财富 (流量优势提升业务市占率)、长亮科技 (海外拓展&自主系统)、数字认证、赢时胜。

风险提示: 宏观经济整体下行的风险; 金融去杠杆带来的信用紧缩风险; 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600570	恒生电子	76.32	买入	1.04	1.12	1.49	1.9	73	68	51	40
600845	宝信软件	37.55	买入	0.76	0.77	0.95	1.24	49	49	40	30
002777	久远银海	37.83	买入	0.53	0.65	0.89	1.31	71	58	43	29
300253	卫宁健康	15.86	增持	0.19	0.25	0.35	0.48	83	63	45	33
300033	同花顺	107.37	增持	1.18	1.73	2.48	3.19	91	62	43	34

资料来源: 华泰证券研究所

本周观点

1、哪些细分领域可以估值切换？

每年第四季度，市场开始进入到估值切换逻辑中。估值切换是用明年的业绩来计算公司的估值。对于计算机行业而言，细分领域比较多，是不是所有的细分领域都可以用估值逻辑来思考呢？并非如此。对于业绩稳定增长的公司而言，估值切换之后，估值性价比提升，虽然现在看起来估值比较贵，但看明年估值可能就不一定贵。因此，估值切换逻辑的前提是：业绩增长的连续性、稳定性、持续性。

估值切换的逻辑往往在业绩比较稳定，且未来一年的业绩增速能见度比较高领域或者板块体现的比较明显，比如食品饮料行业等。计算机行业虽然是一个成长性行业，但业绩的波动性也比较大，往往体现出一定的周期性。另外，很多时候计算机行业公司的股价是靠 PE 的抬升来推动。而且，如果我们讲估值切换逻辑，其背后隐含的意思是，驱动公司股价的因素是公司的 EPS，不是 PE（至少不是估值切换逻辑下的主要驱动因素）。

关于计算机行业的估值切换，我们可以从以下几个层次来理解。

第一层：按照估值切换的基本要求去寻找，要求业绩的连续性和持续性比较好，而且至少未来一年的业绩增速相对清晰一些。从细分领域来看，计算机行业符合以上标准的包括医疗 IT、信息安全以及金融 IT 领域的龙头公司。从历史数据来看，以上几个板块的公司大多数是符合业绩持续性要求。当然，计算机行业还有其他公司符合这一特点，我们这里提及的是从细分领域角度来考虑，有望呈现出整体板块效应。

图表1：下游需求比较稳定个股历史业绩增速

	收入增速 (%)					扣非净利增速 (%)				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
卫宁健康	41%	53%	27%	26%	20%	59%	24%	18%	30%	31%
创业慧康	7%	5%	29%	110%	12%	20%	13%	10%	197%	29%
久远银海	23%	23%	17%	31%	25%	20%	5%	28%	24%	15%
思创医惠	16%	74%	28%	2%	16%	-18%	64%	60%	-38%	20%
和仁科技	62%	-1%	5%	17%	42%	3%	17%	1%	-41%	33%
启明星辰	26%	28%	26%	18%	11%	17%	61%	22%	30%	36%
绿盟科技	13%	25%	24%	15%	7%	24%	22%	20%	-55%	37%
深信服	0%	39%	33%	41%	30%	0%	25%	155%	37%	5%
恒生电子	17%	57%	-2%	23%	22%	5%	56%	-60%	19%	143%
长亮科技	40%	75%	49%	35%	24%	111%	0%	110%	27%	-51%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

第二层：估值切换逻辑难的地方在于，符合这一标准的公司，其股价可能已经包含了对明年业绩增速的预期。这就会使得估值切换逻辑在股价上不一定有所体现。而这就需要我们判断目前股价当中是否包含（或者包括多少）对明年业绩增长（或者增长多少）的预期。关于市场预期，是一个很难把握的主观变量，不同市场主体，有时候预期差异比较大。但有一个客观数据，可能对我们判断公司未来业绩的持续性提供增量信息，这就是三季报。三季报是我们对第二年业绩判断的第一个基础报表信息，第二个基础报表信息就是第二年的1月30号之前的年报业绩预告，第三个是第二年4月份开始的年报和一季报。在这期间的两个季度（2019Q4和2020Q1），业绩验证的时点只有两个：19Q4的三季报和2020年1月底的年报业绩预告。

第三层：估值切换逻辑的本质，还是寻找业绩稳健增长的公司，且估值并不是很贵，即性价比较高的公司。如果我们把以上这种要求，转换成对行业和公司业务的描述，即公司所处行业下游景气度持续向上，公司龙头地位稳固，最好是行业集中度比较高，这样能够保证龙头公司能够享受行业增长的大部分红利。这样筛选下来，我们认为值得关注的公司包括：卫宁健康、创业慧康、久远银海、浪潮信息、宝信软件、长亮科技、上海钢联、深信服、启明星辰、华宇软件、佳发教育、博思软件等。

图表2：估值切换值得关注的标的

	收入增速 (%)				扣非净利增速 (%)				估值预期		增速预期	
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	19PE	20PE	净利增速 19E	净利增速 20E
浪潮信息	39%	25%	101%	84%	75%	-73%	469%	84%	40	28	31%	44%
宝信软件	-3%	1%	21%	15%	-16%	5%	56%	55%	49	38	31%	29%
卫宁健康	53%	27%	26%	20%	24%	18%	30%	31%	62	46	37%	34%
创业慧康	5%	29%	110%	12%	13%	10%	197%	29%	44	34	34%	29%
久远银海	23%	17%	31%	25%	5%	28%	24%	15%	54	40	31%	37%
思创医惠	74%	28%	2%	16%	64%	60%	-38%	20%	48	36	43%	35%
启明星辰	28%	26%	18%	11%	61%	22%	30%	36%	41	34	25%	22%
长亮科技	75%	49%	35%	24%	0%	110%	27%	-51%	62	38	146%	64%
华宇软件	50%	35%	28%	16%	41%	30%	42%	21%	28	22	23%	26%
上海钢联	183%	93%	79%	30%	-2493%	107%	191%	115%	57	37	73%	55%
佳发教育	-17%	12%	16%	103%	-18%	3%	15%	89%	39	26	64%	51%
博思软件	28%	12%	81%	80%	12%	4%	50%	51%	60	42	53%	42%

资料来源：Wind、华泰证券研究所。注：以上预测采用 Wind 一致预期

除了以上下游需求比较稳定的细分领域和个股之外，还有一类标的值得关注，就是未来几个季度，下游需求存在拐点可能性，且目前市场对其增长预期并不是很高（甚至没有预期）的标的，比如四维图新、航天信息、新北洋、东方国信、赢时胜、恒为科技等。

图表3：业绩或将迎来拐点的公司

	收入增速 (%)				扣非净利增速 (%)				估值预期		增速预期	
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	19PE	20PE	净利增速 19E	净利增速 20E
四维图新	42%	5%	36%	-1%	31%	42%	52%	-582%	76	63	-12%	21%
航天信息	12%	14%	16%	-6%	39%	-2%	-8%	16%	20	18	19%	16%
新北洋	22%	35%	14%	42%	14%	32%	50%	35%	18	15	21%	20%
东方国信	51%	37%	18%	33%	70%	23%	32%	33%	20	16	26%	25%
赢时胜	25%	40%	53%	19%	36%	96%	73%	-21%	38	31	29%	23%
紫光股份	20%	108%	41%	24%	18%	459%	81%	35%	32	25	21%	25%
恒为科技	34%	18%	26%	38%	52%	23%	13%	39%	30	23	29%	33%

资料来源：Wind、华泰证券研究所。注：以上预测采用 Wind 一致预期

除了以上关于估值切换的讨论之外，本周市场关心的两个主题：

第一，Adobe 公司宣布将中止委内瑞拉用户的账号和服务，包括不进行销售、服务、支持、退款等。

这一事件重新引发市场对科技领域自主可控的重视。之前我们说起自主可控，更多的是的基础硬件和基础软件。而从这次事件本身来看，应用软件同样是自主可控背景下值得关注的领域。我们前两周周报中，专门分析了应用层软件的自主可控。

对于应用层软件的自主可控，可以分为两个方面，一类是工具型软件，一类是 2B 垂直领域的行业应用软件。这两类软件在产品化、产品属性、客户属性、替代难度方面还是有较大的差异。

工具型软件，一般不会涉及太多行业知识，标准化程度较高，通用性比较强，具备更多的 2C 属性。其替代难度有时候并不亚于底层基础软件。比如 Microsoft 的 Office 套件、Adobe 的 Creative 套件等。工具型软件需要产品的长期的迭代和优化，用户基数很重要。用户规模越大，越有利于产品的优化，也有利于产品用户的扩散。因为工具型软件在某种程度上，具备一定的“社交”属性。

行业垂直应用软件，基本都是行业专业知识的内化。而不同国家和地区，即使在同一行业，其可能也存在不同的业务流程和管理方法。因此，一般情况下，应用软件的通用性并没有工具型软件那么高（也存在特殊情况）。这也就为行业垂直应用软件的替代形成了有利条件。因此，垂直领域应用软件的国产化替代要比工具型软件容易一些。在过去的 5-10 年中，我们已经看到在一些垂直领域不断涌现出细分龙头。但在一些行业高端客户中，中国相应的软件企业仍有一定的替代空间。但决定其能否替代的因素，更多是其对行业垂直领域认知的深度，以及如何将行业专业认知转化为软件产品。

因此，我们认为，除了关注自主可控为底层核心部件带来的投资机会之外，我们也应该看到对上层应用带来的成长空间。关注标的：

- 1、管理软件：用友网络
- 2、工具软件：万兴科技
- 3、汽车电子：四维图新、中科创达
- 4、银行 IT：长亮科技
- 5、GIS 领域：超图软件
- 6、电力 IT：恒华科技、远光软件
- 7、工业软件：宝信软件、东方国信、汉得信息

第二，中国资本市场开放趋势下，金融 IT 或将迎来的产业机会。

近期，关于中国资本市场对外开放的政策不断推出。这一趋势已经逐步形成，目前正处于逐步落地阶段。1) 10月11日，证监会新闻发言人高莉表示，自 2020 年 1 月 1 日起，取消期货公司外资股比限制；自 2020 年 4 月 1 日起取消基金管理公司外资股比限制；自 2020 年 12 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。2) 在新一轮中美经贸高级别磋商中，中国金融服务对外开放也成为重要议题。我们认为，在中国资本市场逐步开放的背景下，金融 IT 的需求有望逐步体现。

资本市场开放对金融 IT 所带来的潜在需求在哪里？1) 资本市场开放，带来中国资本市场新的参与者，为了在中国资本市场相关政策和交易规则下开展金融业务，其也会产生真实的 IT 需求。2) 资本市场的开放，将会带来更多金融业务模态和创新金融业务的开展，只要有新的金融业务，就需要 IT 系统支撑（我们知道，金融领域是信息化程度非常高的领域）。3) 在资本市场对外开放背景下，金融系统的自主、安全、可控也将成为新需求。特别是在核心业务系统领域，打造从底层（数据库）到上层应用（交易系统）的自主产品，也将成为行业新需求。4) 资本市场对外开放，我们可以理解为，这为金融 IT 监管政策逐步宽松营造了良好氛围。新的技术应用和新的商业模式，或将逐步得到推动和落地。

我们推荐：恒生电子（金融 IT 需求直接受益者），同花顺（流量变现能力或将提升）、东方财富（流量优势提升业务市占率）、长亮科技（海外拓展&自主系统）、数字认证、赢时胜。
关注：润和软件、顶点软件、金证股份、科蓝软件。

对于计算机行业，我们的投资建议如下：

- 1、**云计算**：推荐广联达，关注：石基信息、用友网络、超图软件
- 2、**金融 IT**：推荐同花顺、恒生电子、东方财富、长亮科技，关注：赢时胜
- 3、**5G 产业链**：推荐四维图新、宝信软件，关注：浪潮信息、中科创达
- 4、**医疗 IT**：推荐久远银海、卫宁健康、创业慧康，关注：思创医惠
- 5、**信息安全**：推荐美亚柏科、启明星辰，关注：深信服、绿盟科技
- 6、**人工智能**：推荐科大讯飞

风险提示

宏观经济整体下行的风险；金融去杠杆带来的信用紧缩风险；中美贸易摩擦不确定性带来的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com