

中报分析: 计算机板块盈利质量多维度改善

——计算机



投资摘要:

在稳健货币政策保持松紧适度, 中美贸易战预期逐渐消化的背景下, 2019年上半年 A 股经历了较大幅度的波动, 整体涨幅明显。计算机板块的云计算、医疗信息化、信息安全、金融科技、自动驾驶等板块均表现出了较高的景气度和增长潜力, 较好受益了市场风险偏好提升, 整体表现出色。

- 申万计算机行业指数整体跑赢同期的上证指数、创业板指和中小板指, 截止 2019 年 8 月 30 日, 申万计算机指数半年累计上涨 35.09%, 申万行业指数涨幅居于申万行业各板块第 7 名。
- 截止 2019 年 8 月 30 日, 金溢科技、中国软件、万集科技、中孚信息、顶点软件等个股涨幅居前。主因 ETC 行业爆发、自主可控需求逐渐明确、金融 IT 快速增长等因素。

受市场风险偏好回落的影响, 计算机行业的持仓由 2019Q1 的分散状态相对回归了以高景气度白马为主的投资风格。经历了 2019Q1 的大幅波动后, 申万计算机行业的动态市盈率仍在 50X 附近, 整体处于近 5 年来的中低分位。我们认为在 2019Q2 行业净利润快速增长的背景下, 前期累计的涨幅有望被消化。

计算机行业的收入增速受限于政府和企业部门的 IT 支出预算收紧, 收入增速放缓。2019Q2 单季申万计算机行业实现总营收 1521 亿元, 同比增长 0.49%, 增速有所放缓; 实现归母净利润 120 亿元, 同比增长 25.85%, 增速较去年同期增长 5.79pct。在行业营收增速放缓的背景下, 盈利能力得到较好改善, 行业也走出了 2018Q4 因商誉减值等因素造成的净利低谷。

- 细分领域上, 我们看到人工智能、信息安全、医疗信息化、金融支付、工业互联网、金融 IT、云计算等细分行业均保持了较好的景气度。我们选择了相关细分行业的龙头公司作为成分统计, 上述行业均在收入或利润端保持了 20% 以上的快速增长, 显示出了较高的行业景气度。部分细分行业的收入和利润增速出现错配, 主因部分公司的非经常损益变化。
- 在业绩增长普遍放缓的背景下, 行业公司普遍选择加大研发, 提升盈利质量。从盈利能力指标上看, 2019Q2 的毛利率较 2019Q1 提升 1.4pct, 为近三年 Q2 最好水平; 从年度研发投入指标上看, 研发投入占比提升趋势明确。
- 从经营性现金流的角度, 我们看到 2019Q2 的经营性净现金流较去年有所好转, 从与营业收入的比例上, Q2 单季的经营性现金流净流出比例有所缩窄; 从资产负债表角度, 我们看到行业的应收账款规模有所增长, 这与 2019Q2 的收入放缓, 计算机行业的全年业务周期有一定关系。
- 计算机行业的存量商誉规模位居 A 股前列, 经过 2018 年末的减值测试后仍保有超过 1000 亿元的存量商誉规模。随着越来越多并购标的的对赌期结束, 我们认为未来商誉减值可能会成为影响行业净利润的长期因素。

投资策略: 关注自动驾驶车联网后续密集催化、云计算、信息安全持续高景气, 寻找经营边际好转、具备长期成长逻辑的细分行业龙头。

风险提示: 政策落地进度低于预期; 行业 IT 支出低于预期; 产业竞争加剧。

评级 增持 (维持)

2019 年 09 月 01 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王宁 研究助理

wangning@shgsec.com

010-56931956

行业基本资料

股票家数	211
行业平均市盈率	47.08
市场平均市盈率	16.61

行业表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

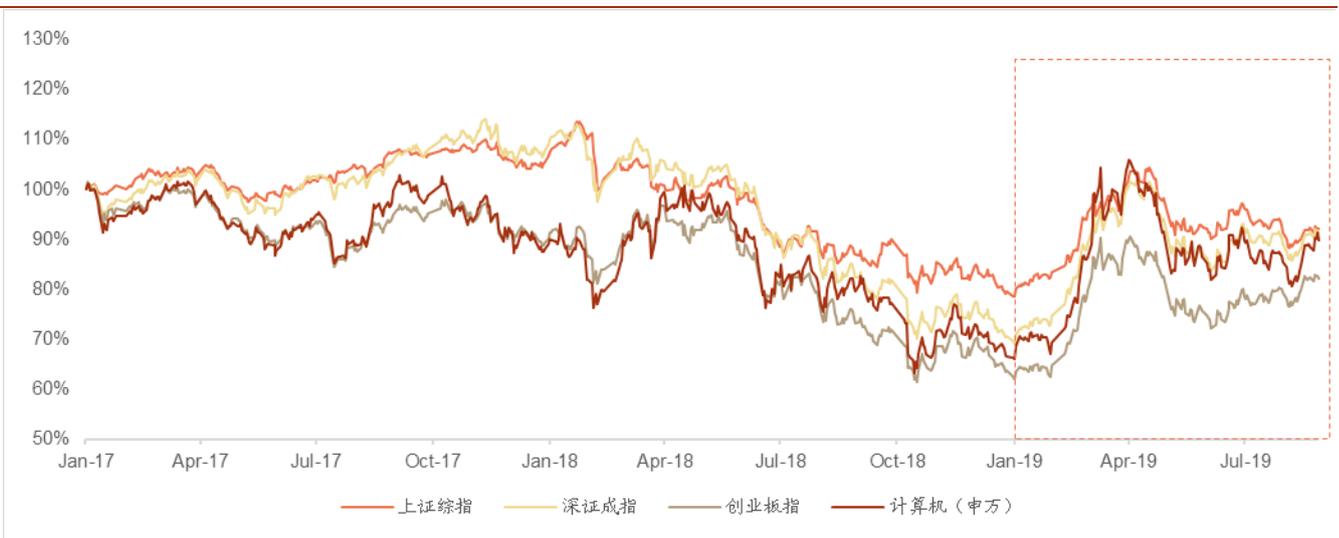
- 《计算机行业研究周报: 如何理解《金融科技发展规划》中的“四梁八柱”》 2019-08-25
- 《计算机行业研究周报: 从数据更新角度分析高精地图市场格局》 2019-08-18
- 《计算机行业研究周报: 我国法定数字货币研发加速》 2019-08-11

1. 计算机板块整体跑赢市场，高景气细分龙头受到持续关注

1.1 计算机板块整体跑赢市场

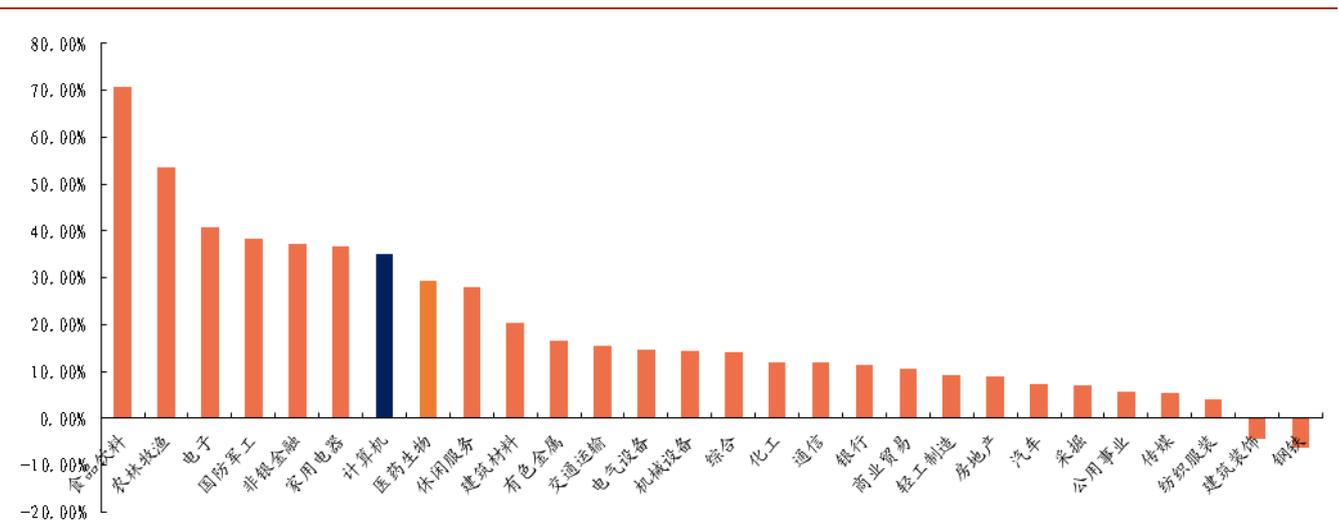
在稳健货币政策保持松紧适度，中美贸易战预期逐渐消化的背景下，2019 年上半年 A 股经历了较大幅度的波动，整体涨幅明显。计算机板块的云计算、医疗信息化、信息安全、金融科技、自动驾驶等板块均表现出了较高的景气度和增长潜力，较好受益了市场风险偏好提升，整体表现出色。申万计算机行业指数整体跑赢同期的上证指数、创业板指和中小板指，截止 2019 年 8 月 30 日，申万计算机指数半年累计上涨 35.09%，申万行业指数涨幅居于申万行业各板块第 7 名。

图1：计算机行业 2019 年至今显著跑赢大盘



数据来源：Wind、申港证券研究所

图1：截止 2019 年 8 月 30 日申万计算机行业涨幅排名第 7 名

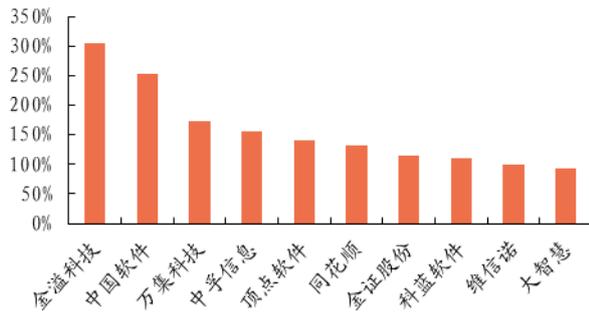


数据来源：Wind、申港证券研究所

截止 2019 年 8 月 30 日，金溢科技、中国软件、万集科技、中孚信息、顶点软件等个股涨幅居前。主因 ETC 行业爆发、自主可控需求逐渐明确、金融 IT 快速增长

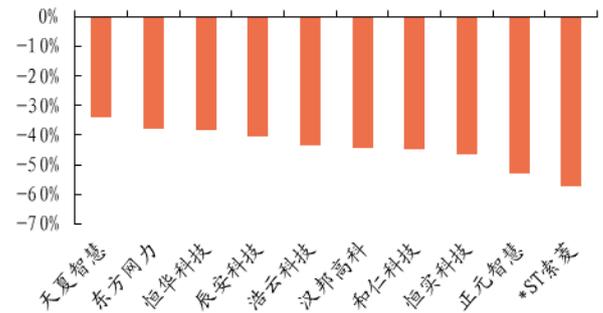
等因素。

图2：2019 至今涨幅前十



资料来源：Wind、申港证券研究所

图3：2019 至今跌幅前十

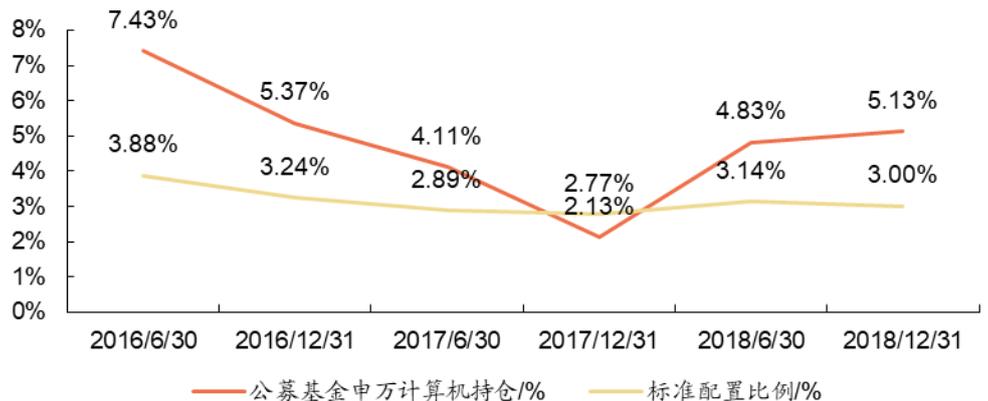


资料来源：Wind、申港证券研究所

1.2 计算机行业持股持续集中，估值仍处于历史中低分位

受市场风险偏好回落的影响，计算机行业的持仓由 2019Q1 的分散状态相对回归了以高景气度白马为主的投资风格。整体仍处于超配区间，市场对板块保持了较好的预期。

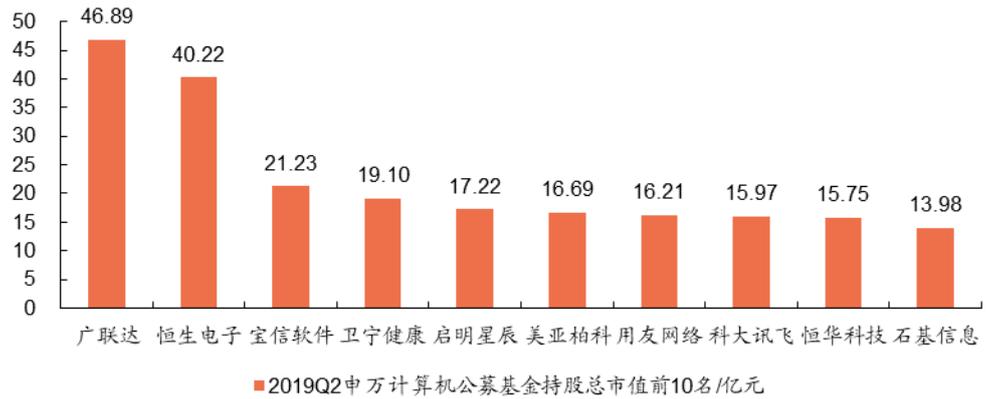
图4：公募基金计算机行业持仓持续超配



资料来源：Wind、申港证券研究所

从 2019Q2 公募基金持仓配置来看，公募基金的持仓集中在业绩确定性高增长的云计算、金融科技和需求爆发相对确定的信息安全、自主可控板块。细分行业龙头仍是公募基金的主流选择。

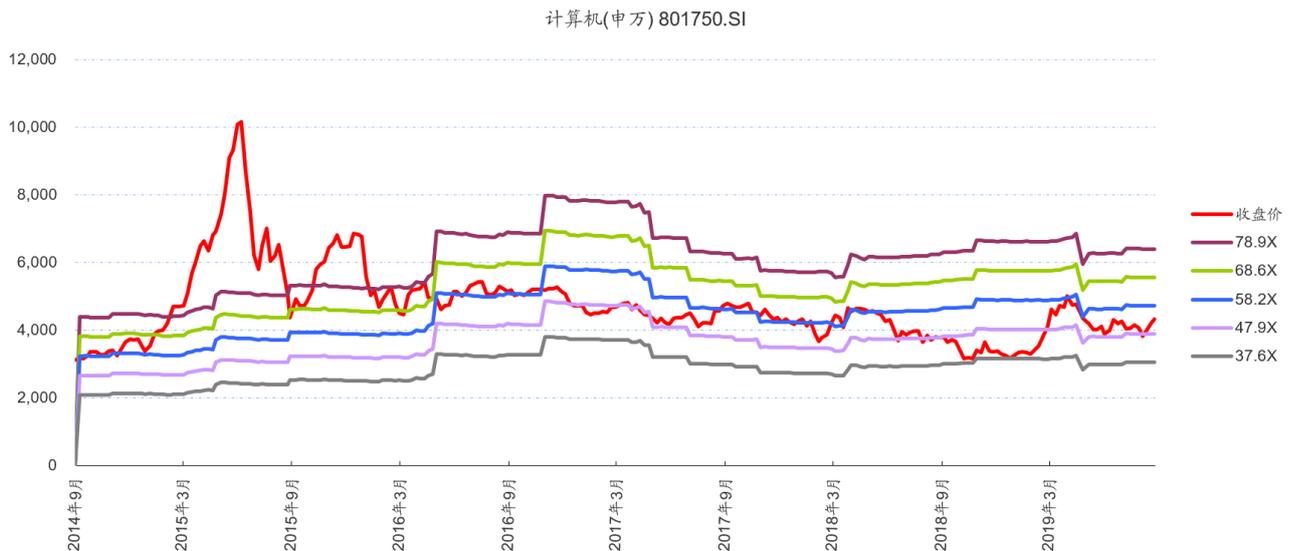
图5：公募基金计算机行业前 10 大重仓股



资料来源: Wind、申港证券研究所

经历了 2019Q1 的大幅波动后,申万计算机行业的动态市盈率仍在 50X 附近,整体处于近 5 年来的中低分位。我们认为,在 2019Q2 行业净利润快速增长的背景下,前期累计的涨幅有望被快速消化。

图6: 计算机行业 PE 估值仍处于历史中低分位



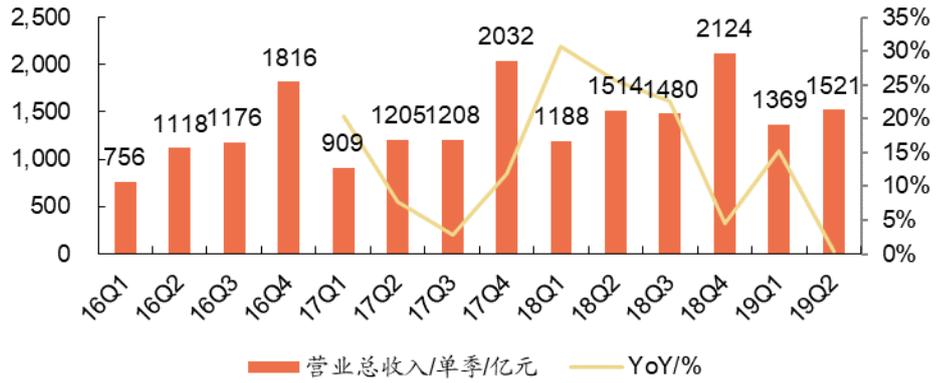
数据来源: Wind、申港证券研究所

2. 计算机行业中报经营情况多维度改善

2.1 营收增速放缓, 净利增速明显回暖

在宏观经济增速放缓的背景下,计算机行业的收入增速受限于政府和企业部门的 IT 支出预算收紧,收入增速放缓。2019Q2 单季申万计算机行业实现总营收 1521 亿元,同比增长 0.49%,增速有所放缓;实现归母净利润 120 亿元,同比增长 25.85%,增速较去年同期增长 5.79pct。在行业营收增速放缓的背景下,盈利能力得到较好改善,行业也走出了 2018Q4 因商誉减值等因素造成的净利低谷。

图7: 计算机行业营收同比增速较去年有所降低



资料来源: Wind、申港证券研究所

图8: 计算机行业归母净利润增速较去年有所好转

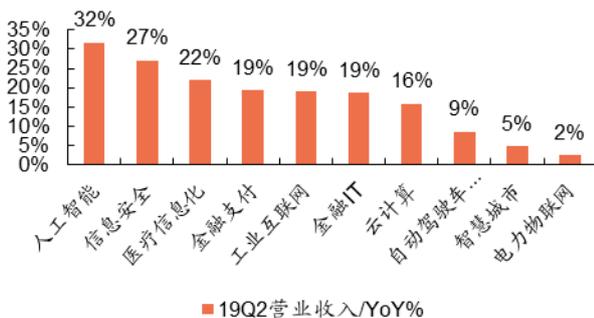


资料来源: Wind、申港证券研究所

2.2 人工智能、信息安全、金融 IT 等细分领域增速较快

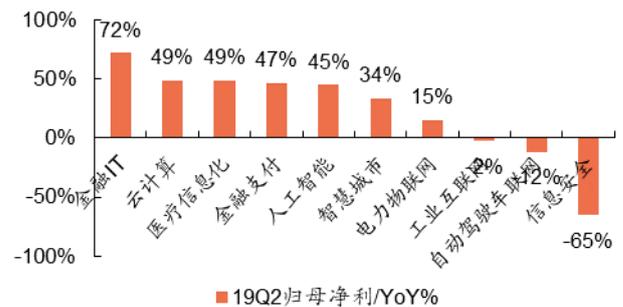
细分领域上, 我们看到人工智能、信息安全、医疗信息化、金融支付、工业互联网、金融 IT、云计算等细分行业均保持了较好的景气度。我们选择了相关细分行业的龙头公司作为成分统计, 上述行业均在收入或利润端保持了 20% 以上的快速增长, 显示出了较高的行业景气度。部分细分行业的收入和利润增速出现错配, 主因部分公司的非经常损益变化所致。

图9: 人工智能、信息安全等细分行业收入增速居前



资料来源: Wind、申港证券研究所

图10: 金融 IT、金融支付等细分行业净利增速居前

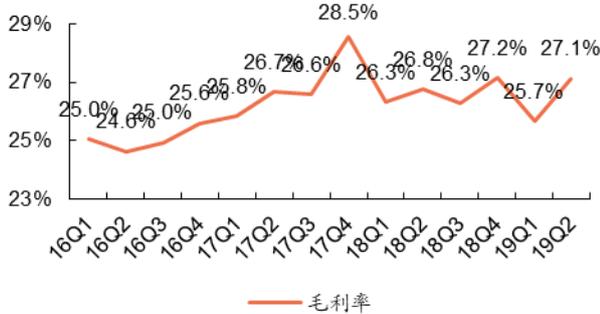


资料来源: Wind、申港证券研究所

2.3 盈利能力好转，毛利率超越去年同期

在业绩增长普遍放缓的背景下，行业公司普遍选择加大研发，提升盈利质量。从盈利能力指标上看，2019Q2的毛利率较2019Q1提升1.4pct，为近三年Q2最好水平；从年度研发投入指标上看，研发投入占比提升趋势明确。

图11：盈利能力好转，毛利率超越去年同期



资料来源：Wind、申港证券研究所

图12：上半年跌幅前十

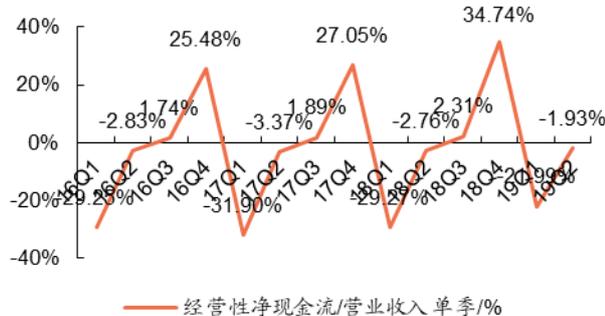


资料来源：Wind、申港证券研究所

2.4 现金流有所好转，应收款项略有增加

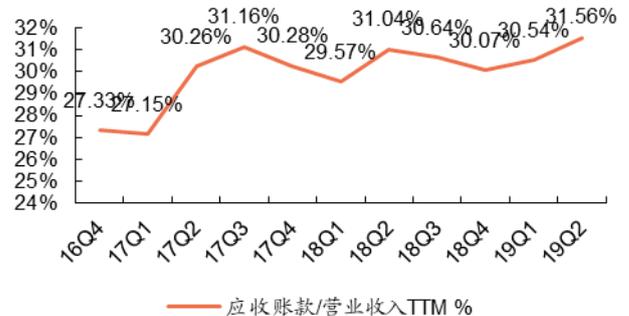
从经营性现金流的角度，我们看到2019Q2的经营性净现金流较去年有所好转，从与营业收入的比例上，Q2单季的经营性现金流净流出比例有所缩窄；从资产负债表角度，我们看到行业的应收账款规模有所增长，这与2019Q2的收入放缓，计算机行业的全年业务周期有一定关系。

图13：经营性净现金流情况有所好转



资料来源：Wind、申港证券研究所

图14：应收账款占收入的比例有所增加



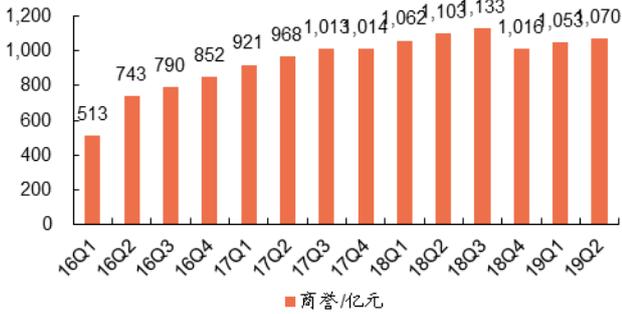
资料来源：Wind、申港证券研究所

2.5 商誉仍是隐忧，存量商誉处于历史高位

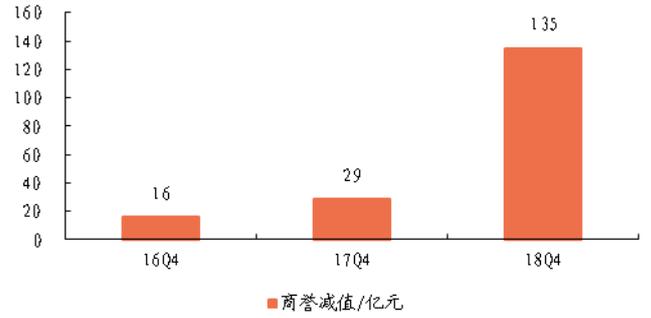
针对部分上市公司商誉减值测试不规范的问题，证监会于2018年11月发布了《会计监管风险警示第8号——商誉减值》，对商誉减值测试进行了规范。计算机行业的存量商誉规模位居A股前列，经过2018年末的减值测试后仍保有超过1000亿元的存量商誉规模。随着越来越多并购标的的对赌期结束，我们认为2019年仍会存在一定的商誉减值风险，未来商誉减值可能会成为影响行业净利润的长期因素。

图15：计算机行业存量商誉仍处于历史高位

图16：2018年年末商誉减值大爆发



资料来源: Wind、申港证券研究所



资料来源: Wind、申港证券研究所

3. 持续看好细分领域高景气龙头

2019 年计算机行业中报整体出现了多方面的积极改善, 全行业在盈利能力、盈利质量等方面都有了一定提升。同时我们也看到多个细分行业仍然保持了较高的景气度, 如云计算、信息安全、自主可控、医疗信息化、金融科技等方向保持了较快的增速, 在自动驾驶、人工智能等方向也看到了行业格局明朗, 需求爆发的前兆。我们认为, 在行业整体增速放缓的大背景下, 龙头公司的技术、渠道优势凸显, 尤其在政府端项目复杂度提升, 平台化项目日益普遍的背景下, 我们看好相关行业龙头公司获得持续优势。

从细分行业上, 我们重点推荐自动驾驶、云计算、信息安全、医疗信息化、金融科技等板块龙头公司。

- ◆ **自动驾驶:** 推荐四维图新、中科创达, 关注中海达、千方科技、德赛西威;
- ◆ **云计算:** 推荐用友网络、广联达、浪潮信息, 关注泛微网络、新开普、石基信息;
- ◆ **医疗信息化:** 推荐卫宁健康、创业慧康, 关注思创医惠、和仁科技;
- ◆ **金融科技:** 推荐恒生电子、东方财富、长亮科技、同花顺, 关注润和软件、恒银金融。

4. 风险提示

政策落地进度低于预期;

行业 IT 支出低于预期;

产业竞争加剧;

新技术研发不及预期。

研究助理简介

王宁，南开大学学士及硕士，曾任职于新时代证券研究所，2018年水晶球卖方最佳分析师评比中小盘第一名团队核心成员。2019年加入申港证券研究所，任计算机行业首席研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上