

## 计算机行业

### 中长期行业比较优势明显，短期外部环境变化或增加行业波动

#### 核心观点:

- **主要观点:** (1)从估值看,当前时点大部分龙头公司位于今年合理估值区间,不乏有更高估值的情况。(2)另一方面从产业发展周期看,主要细分领域医疗信息化、IDC/服务器基础设施、金融 IT 和网络信息安全下游需求相对突出、不易受宏观经济变化的负面影响、成长性好、确定性高,从行业比较的角度看仍有相对优势,且通过较快成长消化估值的态势比较明确。(3)外部环境变化较大,美国商务部对华为实体清单规则的计划严整可能会同时带来两方面的影响:①中期看,对计算机行业华为鲲鹏 920 为主的服务器产业在供应链和推进进程上增加了成本和难度。②长期看,应会进一步加大信创体系的发展决心。(4) **结论:** 行业中短期的表现可能受资金和风险偏好影响更多些。计算机行业前述相关领域在环境变化较大时,金融 IT、医疗(行业订单恢复迅速)、网络信息安全、IDC/服务器等基础设施相对优势可能更加突出。我们认为相关领域的龙头公司长期配置价值仍然突出。
- **关注公司,** 主要标的不变: (1)金融 IT: 宇信科技、恒生电子、长亮科技; (2)IDC 与基础设施: 宝信软件和光环新网、浪潮信息与紫光股份,至于中科曙光则取决于信创对环境变化如何应对(详见正文相关部分); (3)医疗 IT: 卫宁健康、创业慧康; (4)信息安全: 安恒信息、绿盟科技、深信服以及治理结构预期明显改善的一线公司; (4)下游景气度受损但凭借低渗透率提升对冲而逆势成长的金蝶国际和中科创达,以及份额扩张类似逻辑的德赛西威。(5)关于信创产业,如前所述,外部干扰因素引致的长短期前景的背离变化可能会加大(双向)波动。
- **总结:** (1)中期看,不受经济环境影响的相关细分领域因为下游支付能力和意愿而有相对明显的行业比较优势。此外,新技术渗透率提升或市场份额提升的公司相对优势也明显。(2)短期看,华为实体清单的影响由于长短期预期的背离或许会加大行业的短期波动。
- **风险提示:** 影响风险偏好的外部环境不确定性增加; 静态 PE 较高。

#### 行业评级

买入

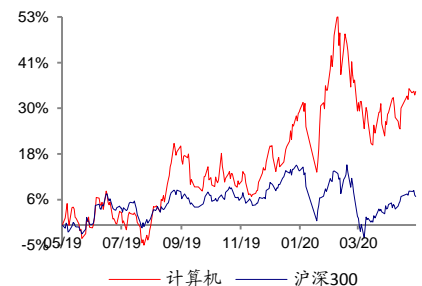
前次评级

买入

报告日期

2020-05-17

#### 相对市场表现



#### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605

gflouxuefeng@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:医疗信息化订单跟踪: 四月订单逐步复苏中 2020-05-13
- 计算机行业:行业催化不断, 未来两年高成长刚开始 2020-05-10
- 计算机行业:电信服务器招标, 国产 CPU 服务器占比达 20%, 运营商服务器市场现回暖迹象 2020-05-08

## 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(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
卫宁健康	300253.sz	CNY	25.02	2020/04/25	买入	27.40	0.31	0.49	80.71	51.06	86.45	53.26	10.8	15.7
创业慧康	300451.sz	CNY	16.31	2020/04/25	买入	26.46	0.48	0.64	33.98	25.48	46.05	33.70	12.1	13.8
浪潮信息	000977.sz	CNY	42.51	2020/04/30	买入	41.33	0.92	1.28	46.21	33.21	28.11	21.13	10.0	12.2
宝信软件	600845.sh	CNY	55.70	2020/04/23	买入	55.30	1.01	1.24	55.15	44.92	90.48	65.28	14.0	14.4
中科达	300496.sz	CNY	63.50	2020/04/14	买入	67.58	0.84	1.18	75.60	53.81	63.11	44.45	12.4	15.6
绿盟科技	300369.sz	CNY	20.32	2020/04/28	买入	26.89	0.41	0.53	49.56	38.34	86.73	65.93	8.9	10.3
深信服	300454.sz	CNY	185.45	2020/04/15	买入	210.92	2.49	3.47	74.48	53.44	109.28	81.20	19.1	21.0
安恒信息	688023.sh	CNY	285.90	2020/04/29	买入	239.88	1.88	2.64	152.33	108.43	374.55	287.29	8.2	10.4
广联达	002410.sz	CNY	51.36	2020/04/24	买入	47.91	0.31	0.52	165.68	98.77	123.27	80.42	9.7	13.9
恒生电子	600570.sh	CNY	104.24	2020/04/25	买入	105.55	1.51	1.81	69.03	57.59	105.84	85.25	21.3	20.4
亿联网络	300628.sz	CNY	94.40	2020/04/15	买入	101.20	2.53	3.35	37.31	28.18	37.70	28.31	27.2	26.5
梦网集团	002123.sz	CNY	16.35	2019/12/05	买入	26.80	0.67	1.15	24.40	14.22	17.98	10.89	7.7	9.9
宇信科技	300674.sz	CNY	46.55	2020/04/21	买入	51.70	0.88	1.13	52.90	41.19	50.60	39.12	15.9	17.0
长亮科技	300348.sz	CNY	26.30	2020/04/26	买入	29.60	0.49	0.67	53.67	39.25	48.93	35.90	15.7	17.4
金蝶国际	00268.hk	HK	13.68	2020/03/19	买入	13.00	0.13	0.15	106.87	91.38	96.36	80.91	6.8	7.4
德赛西威	002920.sz	CNY	44.33	2020/05/05	增持	46.33	0.66	0.83	67.17	53.41	53.94	47.53	7.9	9.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

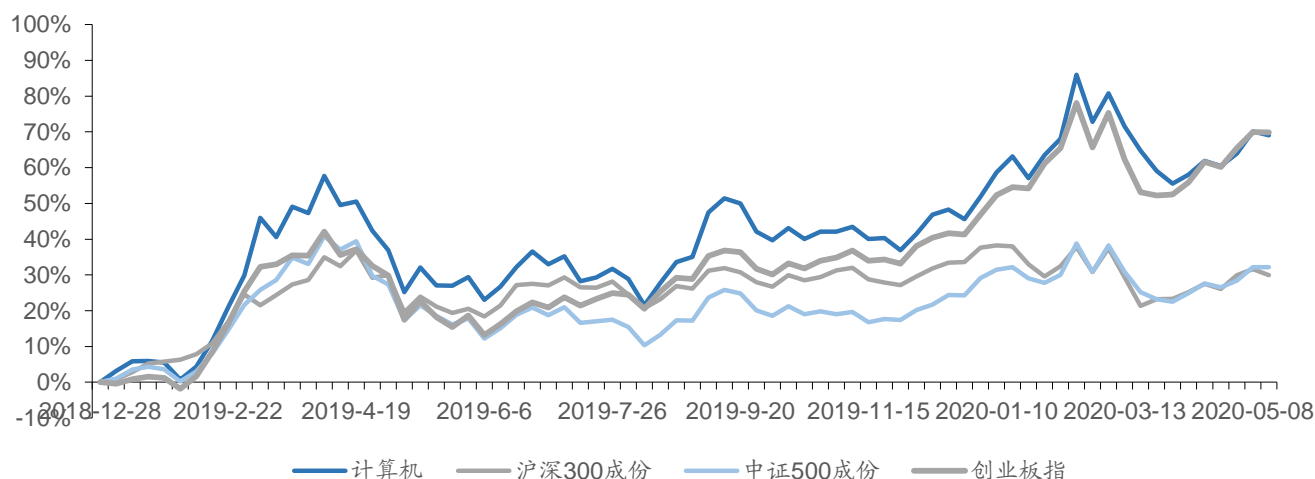
备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 一、本周观点

### (一) 行情回顾

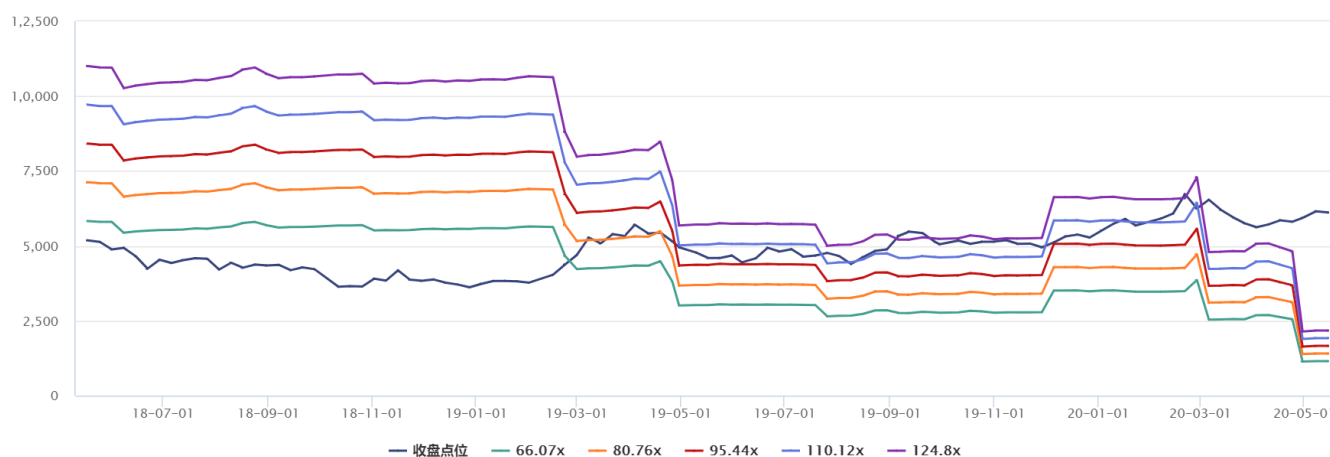
Wind数据显示，节后2020.5.11~2020.5.15这周计算机行业指数下跌0.65%，表现中游。同期主要指数变化为：沪深300（-1.28%）、上证指数（-0.93%）、创业板（-0.04%）、中小板（-0.93%）、中证500（+0.00%）。行业对应2020年的PE为46倍（整体法）或79倍（市值加权平均法）。

图 1：2018年以来计算机行业（中信）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

图 2：计算机行业（中信）PE (ttm) band



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 核心观点

1. 从估值看，当前时点大部分龙头公司位于今年合理估值区间，不乏有更高估值的情况。
2. 另一方面从产业发展周期看，主要细分领域医疗信息化、IDC/服务器基础设施、金融IT和网络信息安全下游需求相对突出、不易受宏观经济变化的负面影响、成长性好、确定性高，从行业比较的角度看仍有相对优势，且通过较快成长消化估值的态势比较明确。
3. 外部环境变化较大，美国商务部对华为实体清单规则的计划严整可能会同时带来两方面的影响：
  - (1) 中期看，对计算机行业华为鲲鹏920为主的服务器产业在供应链和推进进程上增加了成本和难度。
  - (2) 长期看，应会进一步加大信创体系的发展决心。
4. 结论：
  - (1) 行业中短期的表现可能受资金和风险偏好影响更多些。
  - (2) 计算机行业前述相关领域在环境变化较大时，金融IT、医疗(行业订单恢复迅速)、网络信息安全、IDC/服务器等基础设施相对优势可能更加突出。我们认为相关领域的龙头公司长期配置价值仍然突出。主要标的不变：
    - ① 宇信科技、恒生电子、长亮科技；
    - ② 宝信软件和光环新网、浪潮信息与紫光股份，至于中科曙光则取决于信创对环境变化如何应对（详见正文相关部分）；
    - ③ 卫宁健康、创业慧康；
    - ④ 安恒信息、绿盟科技、深信服以及治理结构预期明显改善的一线公司；
    - ⑤ 以及下游景气度受损但凭借低渗透率提升对冲而逆势成长的金蝶国际和中科创达，以及份额扩张类似逻辑的德赛西威。
  - (3) 关于信创产业，如前所述，外部干扰因素引致的长短期前景的背离变化可能会加大(双向)波动。

## (三) 主要内容

1. 关于估值和市值空间。我们认为当前不少细分领域龙头公司的静态估值相对合理，短期吸引力在近期反弹后有一定减弱。市场存在的顾虑典型如：
  - (1) 没有明显边际效应改善的业务如传统形态的软件或集成类业务在属性上是否真的适合应用PS之类估值体系？
  - (2) 市值空间应该更多参考短期的高增速还是相对确定明晰的市场空间？
  - (3) “(新技术新市场)已经证实”的意义大还是“不能证伪”的意义大？
  - (4) 实际情况是，历史上诸如此类问题的答案不少时候是由风险偏好和流动性来书写。

2. 另一方面，从行业比较看，前述代表性的重点细分领域和公司要么下游景气度较高、不受宏观环境影响（金融、医疗、IDC服务器等基础设施和网络信息安全），要么在产业周期上处于快速上升状态、自身的领先地位通过新技术新业务的低渗透率成功战胜下游的短期景气度影响（云服务的金蝶国际和车载软件的中科创达）。在当前经济环境下，我们认为持有半年以远的行业比较优势仍然明显。

### 3. 华为“实体清单”的影响：

(1) 关于美国商务部官宣文本的两点补充看法，

- ① 长期看，范围更大、更加严格的许可证要求将增加产业链合作伙伴的时间、资金以及公共关系的成本，从而会迟滞阻挠正常的合作、**损害供应链的稳定性和确定性**。并且进一步影响自身的产品发展与迭代—直到不受美国限制的替代品取得完全成功(无论是否国产)。而对此认为“只是简单多一个手续而已”的看法是把问题简单化了，与产业实际有差异。
- ② 短期看，在120天的发货期限下没有立即断货的风险，如果有紧急增加订单，库存支撑则相应有一定延长。

(2) 对计算机行业的影响，主要基于鲲鹏920芯片面临的问题所引起：

- ① 鲲鹏920采用7nm制造工艺，短期替代有难度。如上所述，许可证的更加严格实施会加大供应链的不确定性，增加采购方的担忧。
- ② 在5月上旬中国电信的集采招标中，成规模入围突破的华为服务器即是鲲鹏920系列。
- ③ 因此，短期看可能会出现两种情况：
  - a. 假如信创即刻提速推进，则达到一定数量后飞腾和海光(中科曙光)等其他华为以外的国产服务器会受益更多；
  - b. 若是信创在短期内基于各种权衡暂时低调放缓，则相关链条的公司短期业绩预期均会受一定影响。
- ④ 但是长期看，信创产业推进发展的力度大概率会加大。

(3) 关于移动端：

- ① 我们认为对中科达在中短期不会有明显影响，原因在于单个客户收入占比都不大，且移动端业务与终端出货量关系极小。
- ② 假设对高通有对应措施，影响也不会明显，除了占比同样不大外，中科达与高通的合作更多是全球化而非局限于中国市场的。

### (四) 总结

1. 中期看，不受经济环境影响的相关细分领域因为下游支付能力和意愿，而有相对明显的行业比较优势。此外，新技术渗透率提升或市场份额提升的公司相对

优势也明显。

2. 短期看，华为实体清单的影响由于长短期预期的背离或许会加大行业的短期波动。

## 二、风险提示

- (一) 影响风险偏好的外部环境不确定性增加
- (二) 静态PE较高



## 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。

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：资深分析师，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	gfzqyf@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。