

2019-10-20

行业研究 | 行业周报

评级 看好 维持

## 信息技术行业

## 从历史复盘看计算机板块的估值切换

## 报告要点

## ■ 上周计算机板块行情回顾

上周中信计算机指数下跌 2.09%，跑输沪深 300 指数 1.01 个百分点，板块成交额 2347.71 亿元，较前一周环比上升 41.50%。子行业层面，IT 外包与运维涨幅最大（5.59%），其次是财税信息化（3.69%）和自主可控（1.61%）；个股层面，涨幅前三的个股为诚迈科技（54.67%），同有科技（25.63%），富瀚微（22.97%）；跌幅前三的个股为海联金汇（-19.25%），汉得信息（-16.94%），汇金股份（-15.46%）。

## ■ 本周聚焦：如何看待计算机行业估值切换行情

普遍来说 A 股市场估值切换行情出现在年末至次年初阶段，但计算机板块似乎四季度历来表现中规中矩，板块是否有估值切换行情？估值切换靠什么驱动？本篇报告我们通过追溯历年历史数据，发现计算机行业估值切换窗口期多出现于年初一月中旬至二月期间，而四季度板块历年走势分化较大。究其原因，估值切换本质上体现的是上市公司业绩预期与兑现的过程，一季度计算机行业涨幅与板块全年业绩增速预期呈现较强的相关性，考虑到板块成长属性，因此在估值相对合理的情况下，一般 Q1 板块将具备相对显著的超额收益；而四季度板块走势某种程度上取决于全年业绩兑现程度（定义为全年增速与年初一致预期增速的比值）。当前时点，一方面三季度业绩预告披露完毕，市场对板块全年业绩或抱有积极态度，另一方面在诸多高景气细分行业驱动下，板块 2020 年增速仍可保持积极预期，叠加当前时点计算机行业整体估值仍位于相对合理水平（与 2014 年基本持平），我们对于未来一个季度板块的表现并不悲观。

## ■ 本周核心观点与投资建议

市场对于板块业绩的担忧或逐步消除，在市场流动性改善预期不变的情况下，核心资产估值中枢易升难降。随着板块估值分化第三次来到极致状态，继续看好计算机板块进入业绩与景气度驱动的结构化行情。中期维度继续看好云计算、信息安全、医疗 IT、金融 IT、5G、自主可控板块；短期维度，板块估值分化明显，叠加外围环境对市场情绪造成一定压制，建议加大估值具备安全边际品种的关注，细分行业层面认为医疗 IT 的超额收益已经消化完毕，信息安全近期也回调至性价比较高水平，个股建议重点关注思创医惠、浪潮信息、万兴科技、启明星辰等。

分析师 袁祥

☎ (8621) 61118750

✉ yuanxiang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070009

联系人 胡世煜

☎ (8621) 61118750

✉ husy3@cjsc.com.cn

## 相关研究

《三季报专题：从订单与预告看景气分化》  
2019-10-13《十年复盘看 IT 板块估值分化明显后的市场表现》  
2019-10-7

**风险提示：**

1. 各项政策推进不及预期；
2. 宏观不确定性持续压制风险偏好。

## 目录

如何看待计算机估值切换行情 .....	3
上周计算机板块行情回顾.....	6

## 图表目录

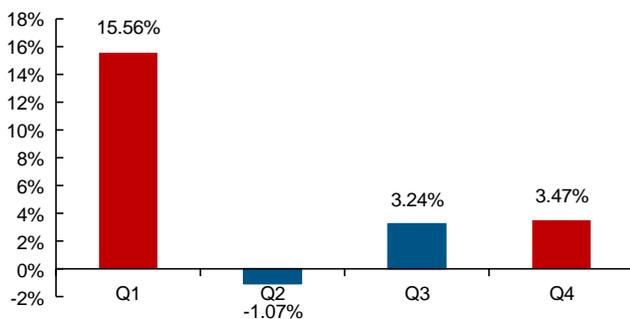
图 1：2007~2018 年计算机单季度平均绝对收益.....	3
图 2：2007~2018 年计算机单季度平均相对收益（相对沪深 300） .....	3
图 3：2010~2019 年估值切换时期计算机相对估值演绎（相对沪深 300） .....	4
图 4：计算机板块一季度超额收益与全年业绩预期呈现相关性 .....	5
图 5：计算机板块四季度超额收益与全年业绩实现比例呈现相关性.....	5
图 6：以历年前三季度增速估算当年业绩预期实现比例 .....	5
图 7：计算机行业板块估值情况（TTM，剔除负值） .....	5
图 8：计算机板块成交额环比上升 41.50% .....	6
图 9：上周计算机板块下跌 2.09% .....	6
图 10：计算机板块 PE 低于历史平均值、中位数 .....	7
图 11：计算机板块占 A 股整体市值比重仍处于较高位 .....	7
图 12：本周计算机子板块涨跌情况.....	8
表 1：计算机行业历年年初板块估值情况，其中 2011、2016 年位于区间高位 .....	5

## 如何看待计算机板块的估值切换行情

当前正值四季度伊始，随着三季报预报披露完毕，市场对业绩的担忧或已逐步消弭，全年板块业绩预期及其兑现情况为主导板块短期走势的核心因素之一，与此同时年末将至，后续板块能否顺利演绎估值切换，或将成为未来两个月内的主线行情。本篇报告，我们通过历史数据复盘，探讨计算机行业估值切换行情出现的原因，并希望为后续市场走势做出指引。

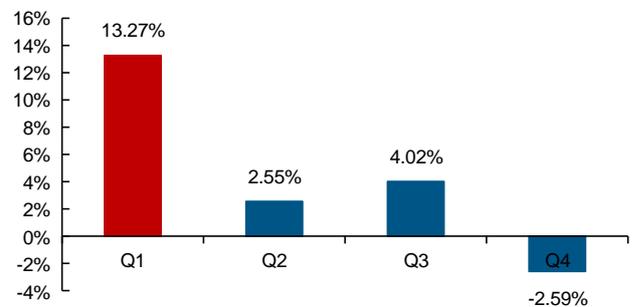
**计算机行业普遍于一季度具备显著超额收益。**追溯历史行情，2007~2018 年间，计算机行业 Q1~Q4 平均收益（绝对）分别为 15.56%、-1.07%、3.24%、3.47%，一季度、四季度表现相对优异；但基于相对收益视角，一季度计算机行业平均超额收益（相对沪深 300）达到 13.27%。

图 1：2007~2018 年计算机单季度平均绝对收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2007~2018 年计算机单季度平均相对收益（相对沪深 300）



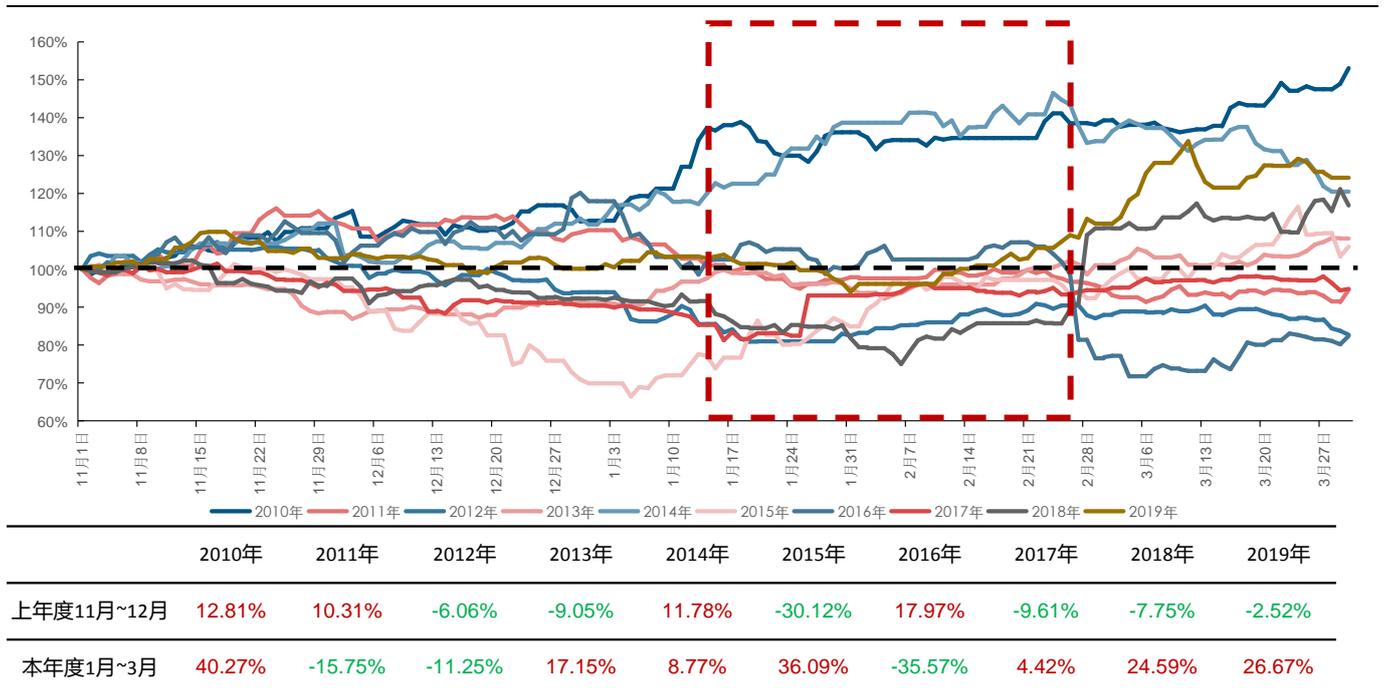
资料来源：Wind，长江证券研究所

具体来看，我们选择自 2010~2019 年 11 月至次年三月时间段<sup>1</sup>计算机行业相对沪深 300 的估值变化进行分析：（1）计算机行业在年末至次年年初整体时间段内并没有明显的估值相对提升趋势，10 年时间内有 2011、2012、2016、2017 四年<sup>2</sup>估值相对回落，而剩余六年则呈现相对提升趋势；（2）基于历史追溯，**历年 1 月中旬至 2 月期间计算机行业普遍呈现上涨趋势，这一区间或可视为计算机行业估值切换窗口期**，而历年 Q4 计算机板块则表现各异。

<sup>1</sup> 选择 11 月至次年三月的原因在于希望避开 10 月三季报发布期带来的市场波动

<sup>2</sup> 此处所称 2010 年对应时间段为 2009 年 11 月 1 日~2011 年 3 月 31 日，以下年份逐年递推

图 3：2010~2019 年估值切换时期计算机相对估值演绎（相对沪深 300）



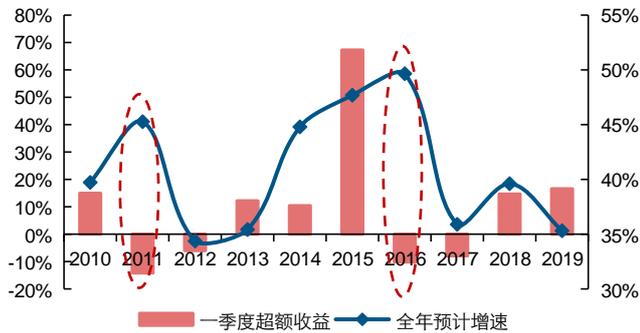
资料来源：Wind，长江证券研究所

分析原因，我们认为年末至次年初的估值切换行情，本质上反映计算机行业新一年的成长预期与业绩兑现，具体来看：

(1) 一季度计算机行业涨幅与板块全年业绩增速预期呈现较强的相关性，与此同时需要考虑彼时板块整体估值水平，在板块估值相对合理且未来一年预期增速较高的情况下，一季度计算机板块将具备相对显著的超额收益，体现在数据上，2010~2019 年间仅有 2011、2016 两年一季度超额收益与板块全年业绩增速出现明显背离，而对应时间段内计算机板块估值均位于区间高点。

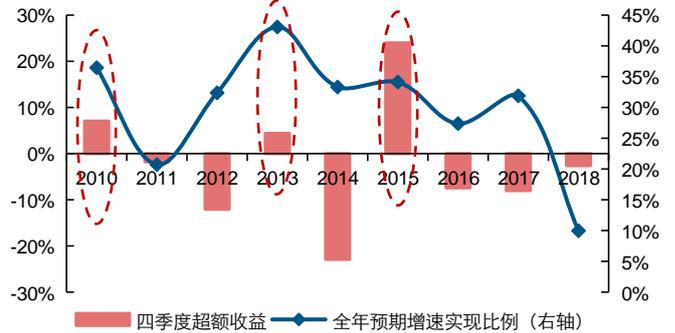
(2) 四季度计算机行业涨幅与板块全年业绩兑现情况呈现较强相关性，我们将计算机板块历年业绩增速与年初市场预期增速的比值，定义为全年预期实现比例。追溯历史数据不难发现，2010、2013、2015 三年计算机 Q4 具备相对收益的时期，其当年预期实现比例均位于相对较高位置，而考虑到临近年末阶段，根据市场前三季度业绩情况可基本判断全年预期兑现程度，因此对于预期实现比例相对较低的年份，四季度计算机板块超额收益为负。

图 4：计算机板块一季度超额收益与全年业绩预期呈现相关性



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：计算机板块四季度超额收益与全年业绩实现比例呈现相关性



资料来源：Wind, 长江证券研究所

表 1：计算机行业历年年初板块估值情况，其中 2011、2016 年位于区间高位

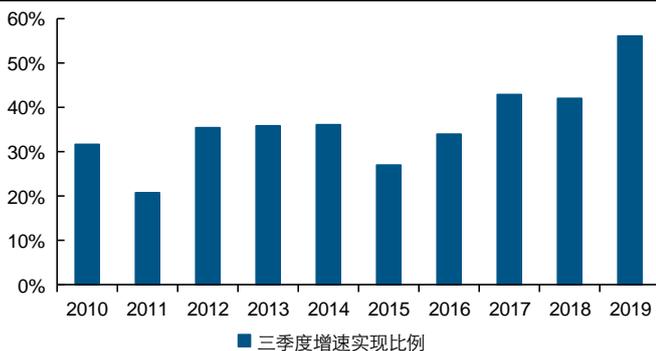
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
年初板块估值	52.19	63.71	34.71	29.78	48.01	71.18	130.82	48.26	57.60	35.35

资料来源：Wind, 长江证券研究所

### 聚焦当前时点，我们建议积极预期 2019 年末至 2020 年初计算机板块估值切换行情：

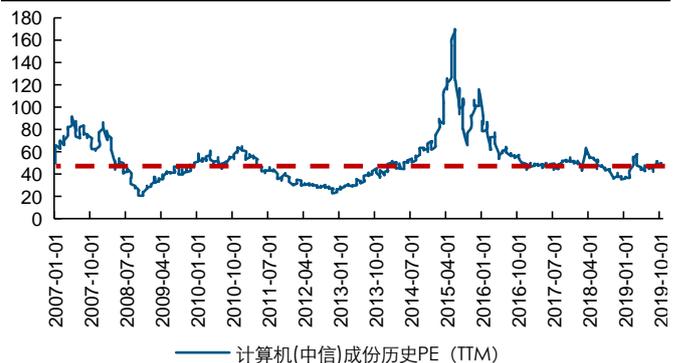
一方面以三季度业绩预告中值计算，整体来看 2019 年计算机板块预期实现比例位于历史高位<sup>3</sup>，而部分市场关注度较高的细分行业（医疗 IT、信息安全等），其业绩兑现已在 Q3 得到充分体现，行业内亦不乏业绩超预期公司，判断四季度板块具备超额收益或是大概率事件；另一方面在云计算、自主可控、医疗 IT、信息安全、金融 IT 等高景气细分行业驱动下，板块 2020 年增速仍可保持积极预期，叠加当前时点计算机行业整体估值仍位于相对合理水平（与 2014 年基本持平），2019 年末至 2020 年初计算机行业估值切换行情值得期待。

图 6：以历年前三季度增速估算当年业绩预期实现比例



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 7：计算机行业板块估值情况（TTM，剔除负值）



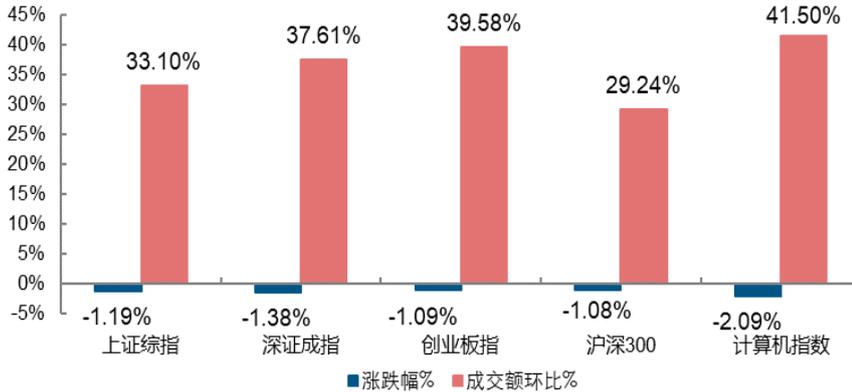
资料来源：Wind, 长江证券研究所

<sup>3</sup> 此处统一采取三季度行业业绩增速与全年预期增速的比值，其中 2019 年采用三季度业绩预告中值进行计算。

## 上周计算机板块行情回顾

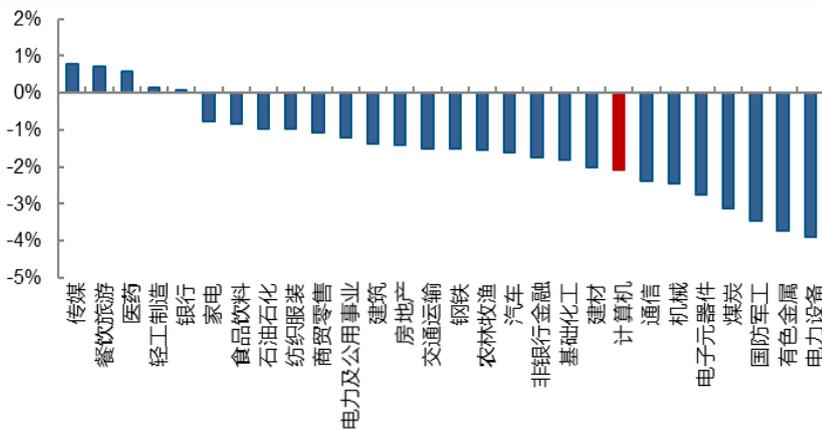
**量价：**上周上证综指下跌 1.19%，成交额环比上升 33.10%；深证成指下跌 1.38%，成交额环比上升 37.61%；创业板指下跌 1.09%，成交额环比上升 39.58%。上周中信计算机指数下跌 2.09%，跑输沪深 300 指数 1.01 个百分点，板块成交额 2347.71 亿元，较前一周环比上升 41.50%。

图 8：计算机板块成交额环比上升 41.50%



资料来源：Wind，长江证券研究所

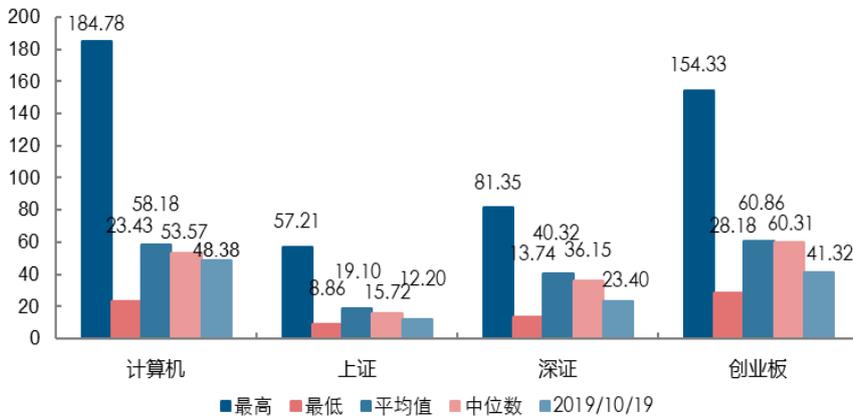
图 9：上周计算机板块下跌 2.09%



资料来源：Wind，长江证券研究所

**估值：**计算机板块 PE 为 48.38，低于历史平均值、中位数（从 2007 年 1 月开始统计）；上证 A 股 PE 为 12.20，低于历史平均值、中位数；深证 A 股 PE 为 23.40，低于历史平均值、中位数；创业板 PE 为 41.32，低于历史平均值、中位数。

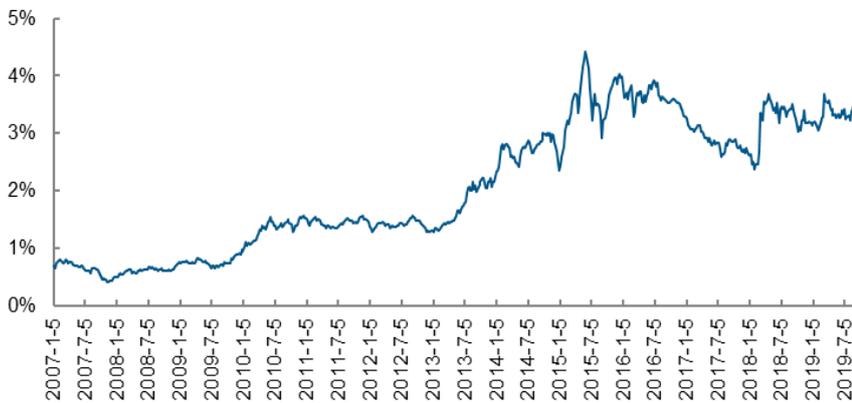
图 10: 计算机板块 PE 低于历史平均值、中位数



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**市值:** 计算机板块占 A 股整体市值比重为 3.54%，较上周下降 0.04%，高于历史中位数和平均值（从 2007 年 1 月开始统计）。

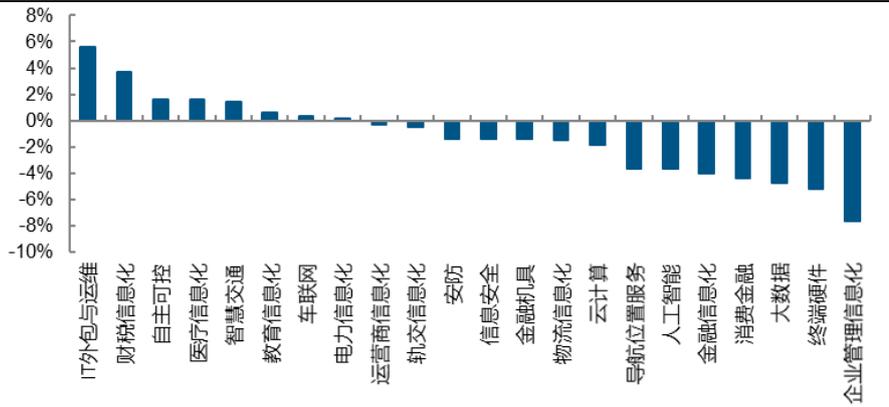
图 11: 计算机板块占 A 股整体市值比重仍处于较高位



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**子行业:** 计算机各子板块上周普遍下跌，IT 外包与运维涨幅最大（5.59%），其次是财税信息化（3.69%）和自主可控（1.61%）；企业管理信息化跌幅最大（-7.67%），其次为终端硬件（-5.25%）和大数据（-4.79%）。

图 12：本周计算机子板块涨跌情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

**个股层面：**涨幅前五的个股为诚迈科技（54.67%），同有科技（25.63%），富瀚微（22.97%），任子行（12.41%），天夏智慧（12.19%）；跌幅前五的个股为海联金汇（-19.25%），汉得信息（-16.94%），汇金股份（-15.46%），数字认证（-15.41%），大金重工（-14.98%）。

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。