

[2010.11.23]

主题投资向业绩推动过渡

— 计算机行业 2011 年年度投资策略

✍ **崔健 CFA**
 ☎ 86-22-28451618
 ✉ bhzqcj@hotmail.com

SAC No **S1150207100102**

➤ 估值溢价率提升空间不大

核心观点:

投资要点:

● 经济形势错综复杂 再次寻求政策导向

新一代信息技术产业政策对通信、计算机、电子和传媒等电子信息行业均有所涉及，其中计算机相关的产业主要包括信息网络建设、下一代互联网核心设备和智能终端、三网融合、物联网、云计算、高端软件、高端服务器、软件服务、网络增值服务、基础设施智能化改造等。

● 新一代移动通信的发展将带动 BOSS 和增值业务投入

电信运营商整合后的管理系统对接，现有支撑系统的升级换代、3G 业务支撑系统的建设以及增值业务平台的投入均有所提升。我们看好 2011 年电信行业在支撑系统、增值业务系统方面的投资。

● 制造业信息化企业迎来发展机会

未来 5 年是我国全面提升改造传统产业的关键时期，节能减排政策、工业利润的回升将促使企业加大 IT 投资，我们看好从事制造业信息化的优势企业在 2011 年的发展。

● 三网融合带来消费升级

随着三网融合建设的推进，用户规模将迅速增长，网络音视频、网络游戏市场规模将不断增长，提供相应服务的网站广告价值也将提升，因此，我们看好三网融合给音视频网站、游戏网站带来的发展机会。

● 信息网络建设带动可视化产品

随着信息化网路建设的完善和基础设施智能化改造的发展，信息的可视化需求急剧扩大，我们认为 2010 年大屏幕拼接墙市场规模增速接近 40%，未来 3 年复合增长率将超过 30%，并且市场依然具备飞速发展的潜力。

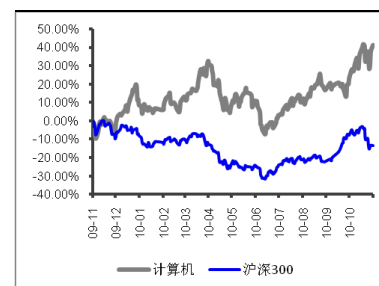
● 主题投资后将演变为业绩推动行情

我们认为计算机板块整体估值溢价率提升的空间已经不大，继续维持对计算机硬件、软件、网络板块“中性”的投资评级。从 3G 用户和增值服务增长带来更大规模 BSS 系统建设的角度给予天源迪科“买入”的投资评级；从钢铁行业信息化和智能交通角度给予宝信软件“买入”的投资评级；从三网融合带来的消费升级角度给予乐视网“买入”的投资评级；从发展新型显示和实现智能显示及控制角度给予威创股份“买入”的投资评级。

子行业评级	
子行业名称	评级
硬件	中性
软件	中性
网络	中性

推荐公司	
公司名称	评级
天源迪科	买入
宝信软件	买入
乐视网	买入
威创股份	买入

最近 52 周指数走势



相关报告

2010.9.30 《风景虽好 已近险峰》

目 录

1. 经济形势错综复杂 再次寻求政策导向	4
1.1 再次聚焦战略性新兴产业和“十二五”规划	4
1.2 新一代信息技术产业为计算机行业带来新机遇	5
2. 换个角度看政策影响	5
2.1 新一代移动通信	6
2.2 制造业信息化	9
2.3 三网融合带来的消费升级	12
2.4 信息网络建设	15
3. 主题投资激发市场情绪 实质成长类公司将受关注	16
3.1 主题投资热点频出	17
3.2 估值溢价率提升空间不大 系统风险挥之不去	18
3.3 板块热点将出现转换	18
3.3.1 短期主题投资仍将持续 牛熊依然争斗不休	18
3.3.2 主题投资后将演变为业绩推动行情	19

图 目 录

图 1 我国电信支撑系统投入加快增长	6
图 2 业务支撑系统投资占比不断提高	7
图 3 中国电信投资占比排名第二	7
图 4 东部沿海地区投资比重大	7
图 5 国内 BSS 市场供应商市场占有率情况	8
图 6 电信行业固定资产投资增速出现衰退但下半年开始复苏	9
图 7 信息技术增值服务高速增长表明电信行业 IT 投资重点在提高服务	9
图 8 我国制造业信息化投入仍有待提高	10
图 9 2009 年我国制造业 IT 投资比重	10
图 10 制造业信息化投资“欠账”越发严重	10
图 11 我国制造业各种信息化程度的比重	11
图 12 我国主要制造子行业信息化投资增长情况	11
图 13 2009 年我国制造业各软件产品投资比重	12
图 14 我国网民数量仍处于高速增长阶段	12
图 15 我国互联网普及率快速提升	13
图 16 我国网络视频用户规模及增长情况	13
图 17 预计网络视频用户覆盖率将维持在 80% 以上的水平	13
图 18 个人用户付费市场规模将持续增长	14
图 19 2008 年网络视频用户对内容的偏好情况调研	14
图 20 网络游戏市场将进入平稳增长期	14
图 21 我国网络广告将再次进入高速增长阶段	15
图 22 大屏幕拼接墙市场规模高速发展	16
图 23 2009 年大屏幕拼接墙各种显示技术应用占比	16

表 目 录

表 1 10 月 8 日至 11 月 22 日硬件板块个股涨跌幅榜	17
表 2 10 月 8 日至 11 月 22 日软件板块个股涨跌幅榜	17
表 3 10 月 8 日至 11 月 22 日网络板块个股涨跌幅榜	17
表 4 10 月 8 日至 11 月 22 日三季度股票池收益情况	17
表 5 相对估值仍然过高	18
表 6 2011 年年度策略股票池	22

1. 经济形势错综复杂 再次寻求政策导向

2011 年是“十二五”的开局之年，国内外经济形势错综复杂，国内宏观调控的松紧措施则相机而动，必然造成投资者的预期左右摇摆不定。当前国内通货膨胀处于高企时期，紧缩性货币政策频出，紧缩预期在短期内难以消退，寄希望于对国际游资的判断分析流动性，不如将更多的心思用来深入分析政策导向。

那么 2011 年国内经济如何发展？计算机行业投资机会在何方？我们仍需再次聚焦战略性新兴产业和“十二五”规划，从中探寻未来一年其中蕴含的结构性机会。

1.1 再次聚焦战略性新兴产业和“十二五”规划

国务院确定的七大战略性新兴产业包括：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车。其中，节能环保、新一代信息产业、生物、高端制造业将率先成为支柱性产业，在 2011 年这些产业取得实质性进展的可能性较大，而新能源、新材料、新能源汽车产业将成为国民经济的先导产业，取得实质成效仍需更长的时间。

在我国“十二五”规划建议稿中，提出了战略性新兴产业的发展目标：第一阶段，到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。第二阶段，到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右。第三阶段，到 2030 年，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。从规划的发展目标可以看出，未来五年不仅战略性新兴产业增长速度将十分明显，产业结构的升级也将因此取得实质性突破。

较快转变经济发展方式是“十二五”期间经济发展的主线，而经济结构调整则是加快转变经济发展方式的主攻方向，未来 5 年我国在推进产业结构升级、转变经济发展方式、带来经济发展结构转变的同时，必然带来经济发展的波动。因此，我们认为政府会灵活把握宏观调控政策的进退，将经济增长速度控制在适当的范围之内，在保证经济增长的同时达到其它调控的目的，那么对未来几年经济过渡衰退的忧虑显然是多余的。“危”不用过虑，那么“机”在何方呢？

虽然转变经济发展方式带来的消费升级和产业升级在近几年被反复强调，但是由于我国是政府主导型的经济发展方式，造成社会财富分配长期失衡和产业发展结构不合理，消费升级和产业升级至今未取得实质性进展。而我国正处于全面建设

小康社会的关键时期，并且已进入工业化中后期，为了避免社会矛盾的更严重激化，实现中华民族的伟大复兴，消费升级和产业升级已到了不得不解决的时候。此外“富民”成为“十二五”规划的目标和任务，计算机行业也因此迎来了消费升级的发展机会。

我们在 2010 年中期投资策略中分析了节能环保、新能源、高端装备制造给计算机行业带来的发展机会，而对新一代信息技术的分析尚不完善，因此我们将从新一代信息技术产业发展自身寻找一些计算机行业的发展机会。

1.2 新一代信息技术产业为计算机行业带来新机遇

“十二五”规划建议稿中提出，发展现代产业体系，提高产业核心竞争力，改造提升制造业，优化结构，淘汰落后产能。为达到这些目的，必然需要信息技术与工业化融合，进一步改变生产和生活方式，促进新一代信息技术产业的发展则是达到这一目的的核心所在。

新一代信息技术产业政策包括，加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。

新一代信息技术产业政策对通信、计算机、电子和传媒等电子信息行业均有所涉及，其中计算机相关的产业主要包括信息网络建设、下一代互联网核心设备和智能终端、三网融合、物联网、云计算、高端软件、高端服务器、软件服务、网络增值服务、基础设施智能化改造等。物联网、云计算在 2010 年不断出现的事件刺激下被炒作得火热，那么其他产业在 2011 年是否会得到良好的发展机遇，从而带来较好的投资机会呢？

2. 换个角度看政策影响

物联网、云计算在我国的发展刚刚起步，带动的产业多，应用空间大，受到的关注多，因此 2010 年在计算机板块中比其他行业更受到投资者的追捧。但是这两个产业的行业标准制定等问题尚未解决，虽然产业前景非常广阔，并且有地方政府明确提出了远期发展目标，但国内企业在短期内尚难以获得盈利。我们预计 2011 年能够取得实质性进展的反而是目前增速放缓的 3G 网络建设、制造业信息

化、三网融合、信息网络建设等业务，下面我们从这 4 个角度探寻产业发展机遇。

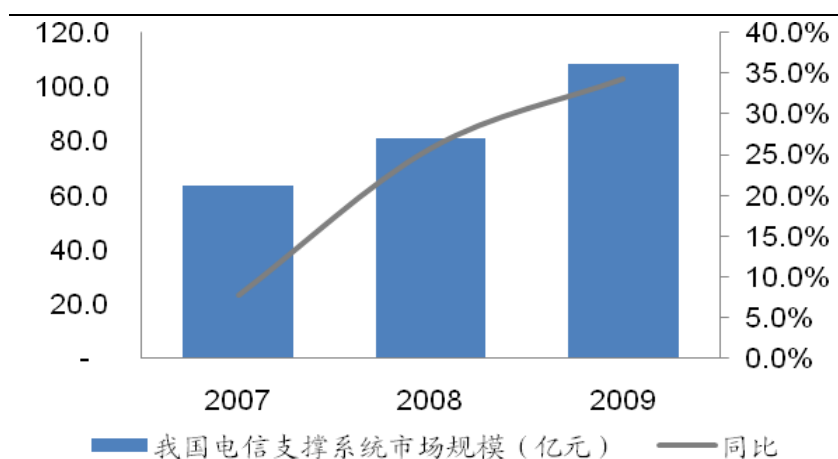
2.1 新一代移动通信

2009 年是我国的 3G 元年，三大运营商重组完成后，市场进入全业务竞争时代。全业务的运营需要各方面的整合、完善和支持，3G 业务的发展也衍生出各种新技术的应用和个性化业务的推出，业务和人员的整合使得运营商对电信支撑系统的整合需求十分迫切，由此催生了大规模的系统升级、优化等 IT 投入。

在 3G 牌照发放后，2009 年国内三大电信运营商先后完成了全国范围的 3G 网络覆盖。截至 09 年 7 月底，中国电信在全国 342 个城市和 2000 多个县级市的 EVDO 网络建设已基本完成；截至 2009 年底，中国移动 TD-SCDMA 网络覆盖全国 70% 以上地市；截至 2010 年 5 月，中国联通 WCDMA 网络已经覆盖全国 335 个城市。

2009 年 3G 牌照的发放在很大程度上推动了中国电信市场支撑系统的建设，中国联通进行 OCS 招标，中国移动推进 NGBOSS，中国电信全面完善天翼支撑系统等均加快了市场的发展。各运营商在支撑系统上纷纷加大投入，并且支撑系统的建设朝着集中化、服务化的方向发展，支撑系统正从面向业务的支撑逐渐转向面向客户的支撑，以求达到“以客户为中心”的发展目标。2009 年，我国电信支撑系统市场规模为 108.5 亿元，同比增长 34.3%。

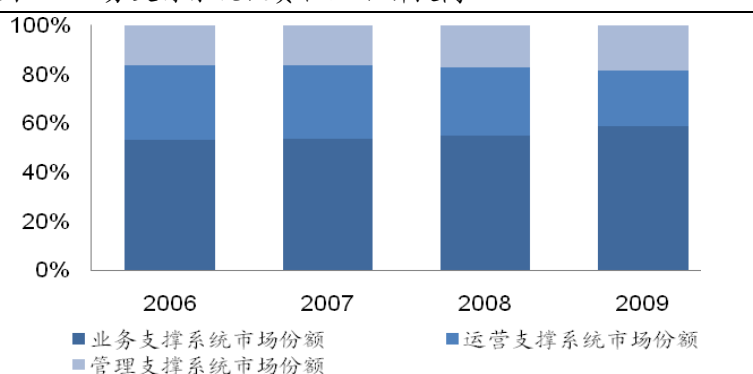
图 1 我国电信支撑系统投入加快增长



资料来源：CCID

由于各运营商进入全业务运营时代，支撑系统的全业务整合首先要求扩大业务支撑系统的投资，因此从支撑系统的投资构成来看，业务支撑系统近几年投资比重不断上升，2009 年占支撑系统投资的比重上升至 58.7%。

图 2 业务支撑系统投资占比不断提高

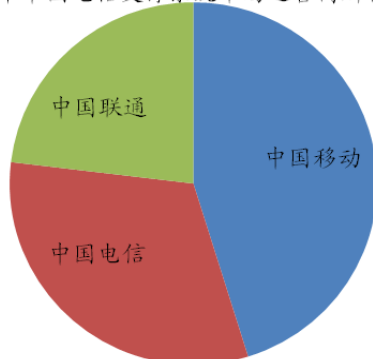


资料来源：CCID

从三大运营商的投资规模来看，中国移动投资的比重最大，中国电信的投资占到第二位，2009 年占比达到 31.7%。由于中国移动采用 TD-SCDMA 标准，其基础网络建设与其服务的客户数量不成比例，因此中国移动投资规模是三大运营商最大的，而中国电信作为移动通信市场的新兵则积极投资以图获得更高的市场份额。

图 3 中国电信投资占比排名第二位

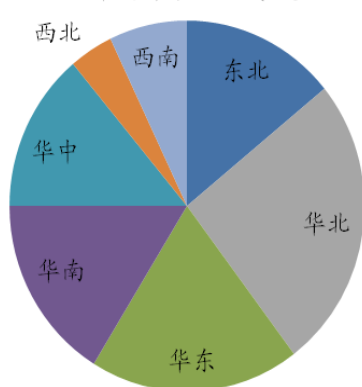
2009年中国电信支撑系统市场运营商所占比重



资料来源：CCID

图 4 东部沿海地区投资比重大

2009年支撑系统区域比重

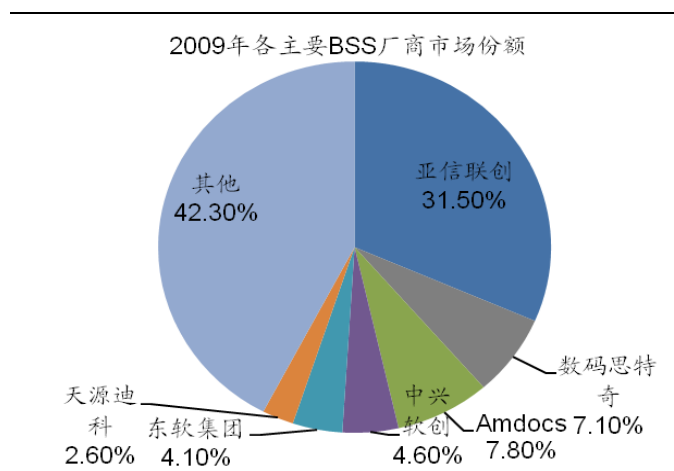


资料来源：CCID

从电信支撑系统投资的地区分布来看，东部沿海地区投资比重最大，而中西部地区比重偏小，2009 年华中、西北、西南等中西部地区投资比重仅为 25%。

从业务支撑系统（BSS）市场竞争者的市场占有率来看，由于亚信集团在 2010 年 7 月 1 日完成了与联创科技的合并，亚信联创成为全球第二大电信 BOSS 企业，亚信联创在 2009 年底合计占有国内 BSS 系统 31.5% 的市场份额，是市场的绝对领先者。

图 5 国内 BSS 市场供应商市场占有率情况

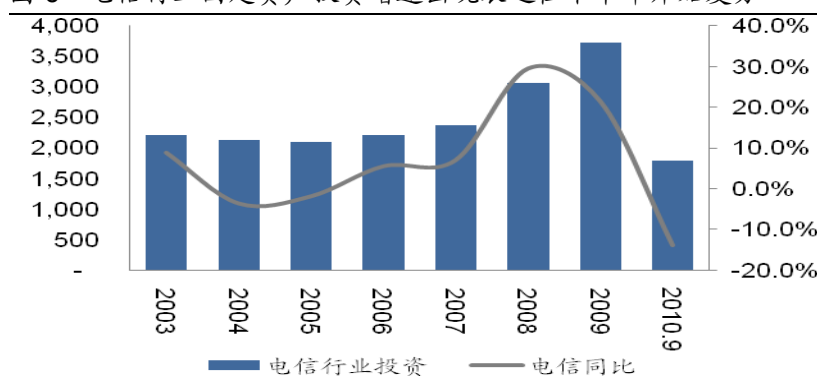


资料来源：CCID、渤海证券研究所整理

由于 BSS 系统供应商的转换成本高，因此主流厂商所占有的区域市场部分已经相对固定，新进入者的发展难度很大。但是电信行业的重组、电信业务支撑系统的升级，使部分地区的运营支撑系统出现了代替和替换，系统模块的添加也使得新的系统供应商具备了更多的市场拓展能力。目前，电信行业的发展已经处于新的竞争格局和业务发展方向上，三大运营从单一业务竞争转向全业务竞争，对移动电话、固定电话、宽带网络等全业务的融合能力，已成为运营商吸引客户、提升竞争力的重要发展策略。全业务融合要求将手机、固话、宽带三种业务实现统一管理，帐户融合与缴费合并，为客户提供无缝、融合信息服务的信息化市场已成为运营商竞争的焦点之一，为面向全业务打造新一代的电信行业业务支撑系统是各个运营商当前发展的重点之一。

由于 3G 网络基础设施建设基本完成，三网融合政策又偏向于广电体系，因此电信运营商固定资产投资规模在 2010 年出现明显下降。截至 2010 年 9 月，电信行业完成固定资产投资 1791.6 亿元，同比下降 13.8%，降幅比 7 月份收窄 15.4 个百分点。

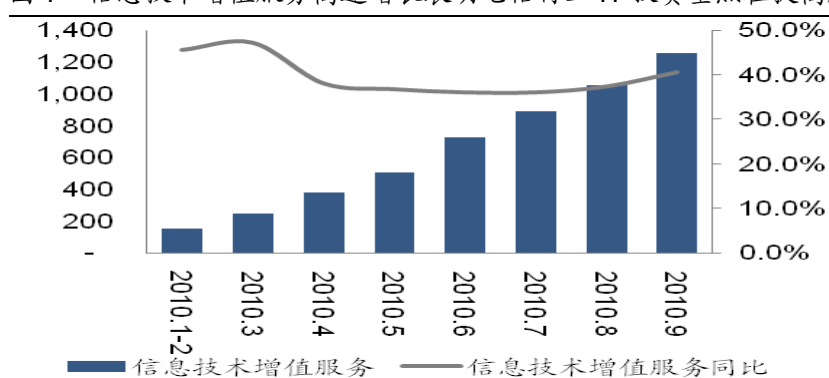
图 6 电信行业固定资产投资增速出现衰退但下半年开始复苏



资料来源：工业和信息化部

截至 2010 年 9 月，信息技术增值服务实现收入 1256 亿元，同比增长 40.6%；尽管电信行业固定资产投资下降，但是随着 3G 用户的增多，运营商在积极开展增值业务以满足客户多样化的需求。

图 7 信息技术增值服务高速增长表明电信行业 IT 投资重点在提高服务



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

2010 年在电信行业信息化建设方面，电信运营商整合后的管理系统对接，现有支撑系统的升级换代、3G 业务支撑系统的建设以及增值业务平台的投入均有所提升。计世资讯预计 2010 年中国电信行业信息化投入将在 430 亿到 450 亿之间，增长率比 2009 年有大幅的下降。尽管行业整体 IT 投资将出现下降，但是随着 3G 业务投入商用，移动互联网领域将承载更大的信息内容，3G 增值业务将会迅猛增长。自年初以来信息技术增值服务业务增长率保持在 35% 以上的高水平，成为电信行业信息化最大的亮点，因此我们看好 2011 年电信行业在支撑系统、增值服务系统方面的投资。

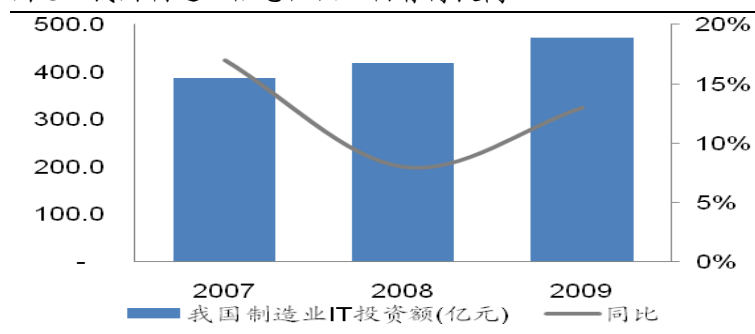
2.2 制造业信息化

我国是制造业大国，要想成为制造强国就必须通过信息化改造制造业。未来 5 年是我国全面提升改造传统产业的关键时期，只有工业化和信息化的真正融合才能

提升我国工业中制造业的技术水平，达到节能减排、增产增效的目的。

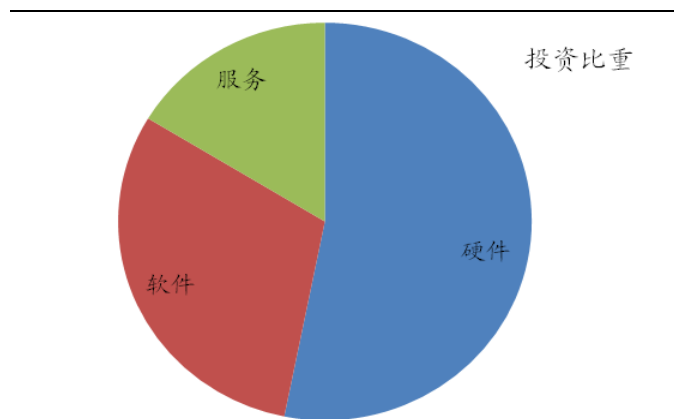
2009 年，我国制造业的 IT 投资规模为 472.8 亿元，同比仅增长 13%，与同期制造业固定资产投资同比增长 26.61%相比 IT 投资额明显不足，从近几年 IT 投资与固定资产投资增速的关系来看，我国制造业与信息化融合程度还不够，IT 投资“欠账”越发严重。

图 8 我国制造业信息化投入仍有待提高



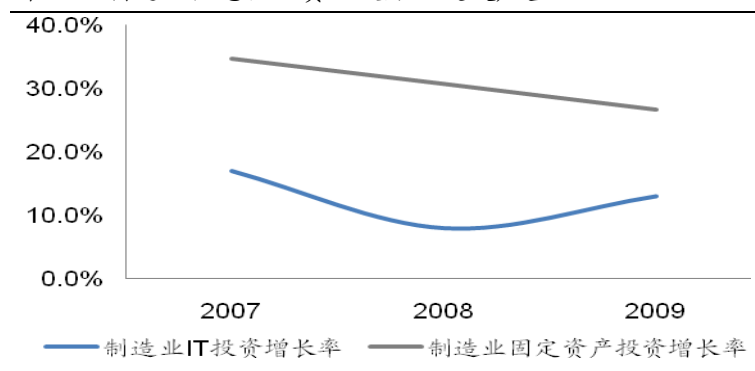
资料来源：计世资讯

图 9 2009 年我国制造业 IT 投资比重



资料来源：计世资讯

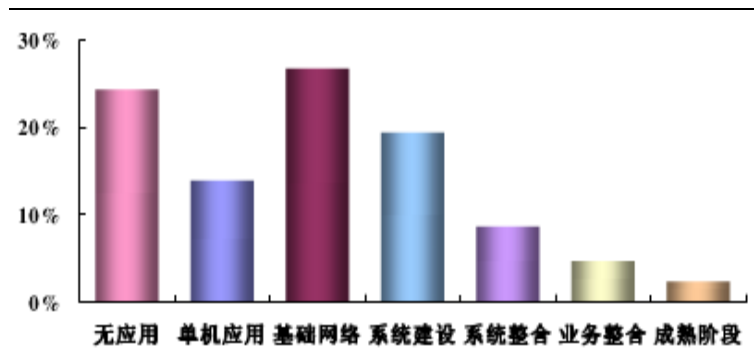
图 10 制造业信息化投资“欠账”越发严重



资料来源：计世资讯、国家统计局、渤海证券研究所整理

从制造业现有的信息化水平来看，达到系统建设以上信息化水平的比例不到 40%，其中只有略超 2% 的制造企业信息化程度进入成熟阶段。由此看出，我国制造业信息化整体水平仍偏低，未来还有非常大的提升空间。

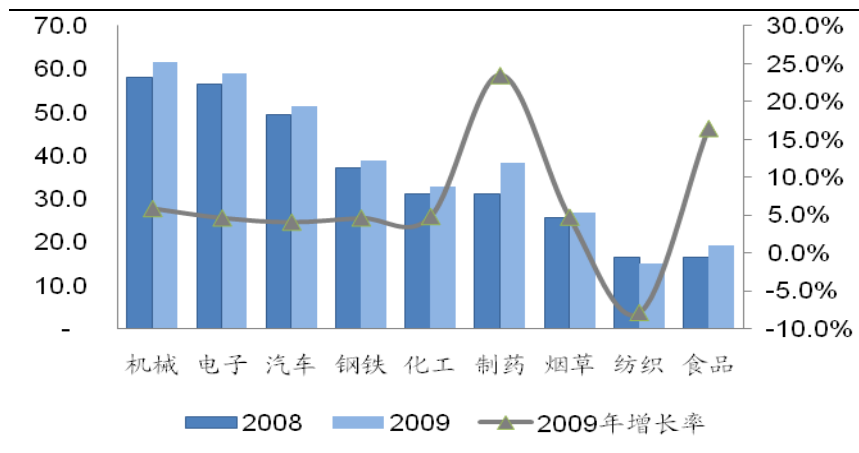
图 11 我国制造业各种信息化程度的比重



资料来源：计世资讯

从我国制造业各子行业信息化投资增速来看，除国家政策因素推动外，各行业净利润增长速度决定了该行业中企业信息化投入的速度。例如，2008 年受金融危机影响较大的机械、电子、汽车、钢铁等行业 IT 投资速度明显放缓，纺织行业由于大量公司倒闭其 IT 投资甚至出现负增长，而医药、食品等非周期类行业利润受冲击不大，其 IT 投资增速则维持在较高水平。

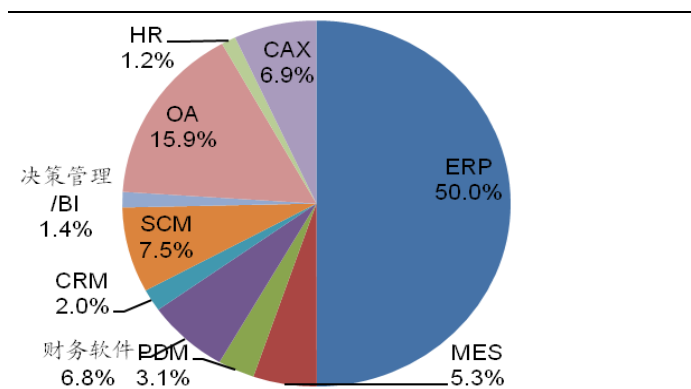
图 12 我国主要制造子行业信息化投资增长情况



资料来源：计世资讯

目前，我国制造业 IT 系统软件投资重点仍然是 ERP，而 MES、PDM、CRM、BI、HR 等则是增长较快的几大重点系统。在钢铁、烟草、汽车等行业 MES、PDM 和 BI 的需求正处于加速释放阶段。制造企业开始向全业务整合信息化应用过渡，应用 ERP 的企业开始对 SCM、CRM、PLM 等扩展应用产生需求。

图 13 2009 年我国制造业各软件产品投资比重



资料来源：计世资讯

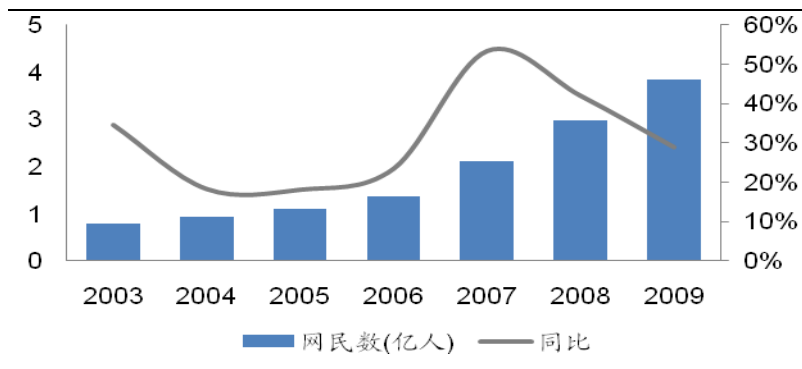
国内制造业主要 IT 提供商包括：用友、SAP、金蝶、浪潮通软、IBM、Oracle、宝信软件、HP、东软等，这些企业在制造业复苏并加大 IT 投资时将迎来较快的业绩增长，因此我们看好其中的优势企业在 2011 年的发展。

2.3 三网融合带来的消费升级

三网融合启动的相关产业包括电信宽带升级、广电双向网络改造、机顶盒产业发展以及基于音视频内容的信息服务系统建设，预计总投资将达 2490 亿元；可激发和释放社会的信息服务与终端消费近 4390 亿元。对于计算机行业而言，从事网络音视频内容服务、网络游戏的厂商面临较好的发展机遇。

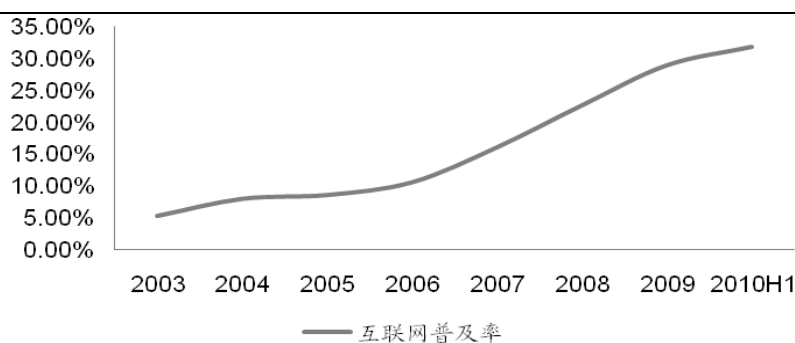
网络音视频基础服务、网络游戏现有的客户群体主要是互联网网民，随着三网融合的发展 3G 手机用户和电视用户都将成为网络视频、网络游戏用户。中国互联网络信息中心（CNNIC）统计显示，截至 2010 年 6 月底，我国网民规模达到 4.2 亿人，互联网普及率持续上升增至 31.8%；其中手机网民达到 2.77 亿人，同比增长 18.6%，成为拉动我国网民规模的主要动力。

图 14 我国网民数量仍处于高速增长阶段



资料来源：CNNIC

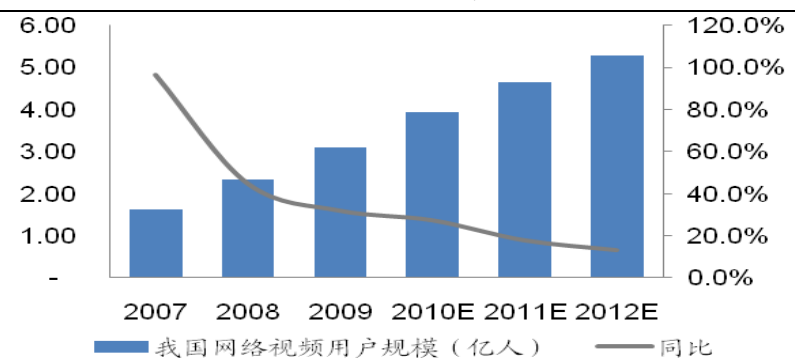
图 15 我国互联网普及率快速提升



资料来源：CNNIC、工业和信息化部

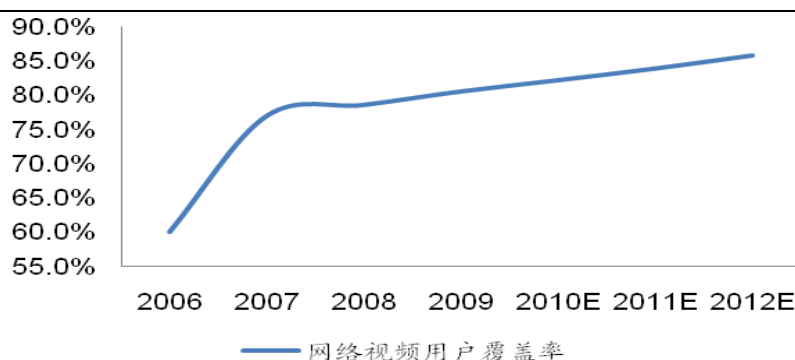
据艾瑞市场咨询统计，2009 年我国网络视频用户达到 3.09 亿人，同比增长 32.1%，网络视频用户覆盖率提高到 80.5%。

图 16 我国网络视频用户规模及增长情况



资料来源：iResearch Inc.

图 17 预计网络视频用户覆盖率将维持在 80%以上的水平

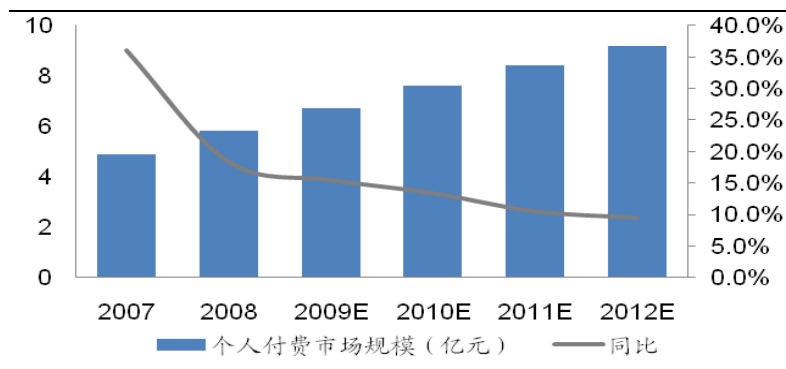


资料来源：艾瑞市场咨询

2008 年网络视频付费市场规模达到 5.8 亿元，同比增长 18.4%，艾瑞咨询预计个人付费市场未来发展主要受困于国内不成熟的版权保护环境；在免费在线视频市场和线下盗版 DVD 市场的双重冲击下，个人付费市场增长空间较为有限。

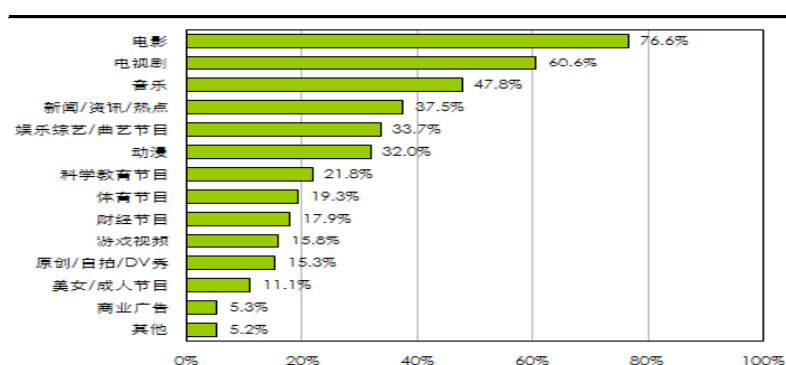
但是,我们认为行业在 2007 年出现高增长及 2008 年增速下降与经济周期变动较为同步,说明行业的增速与经济是否繁荣存在相关性。此外,随着我国对版权保护的日益严厉,免费视频网站的服务将不能满足客户对视频质量和速度的需求,未来个人付费市场规模有望再次进入高速增长阶段。

图 18 个人用户付费市场规模将持续增长



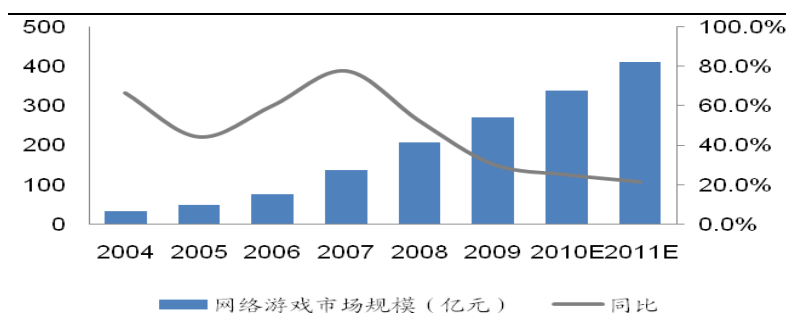
资料来源：艾瑞市场咨询

图 19 2008 年网络视频用户对内容的偏好情况调研



资料来源：艾瑞市场咨询

图 20 网络游戏市场将进入平稳增长期



资料来源：艾瑞市场咨询

据艾瑞咨询分析,2009 年网络游戏市场规模达 270.6 亿元,同比增长 30.2%,预计在 2013 前,每年的增长率将在 20%左右再次出现激增的可能性不大,到 2013

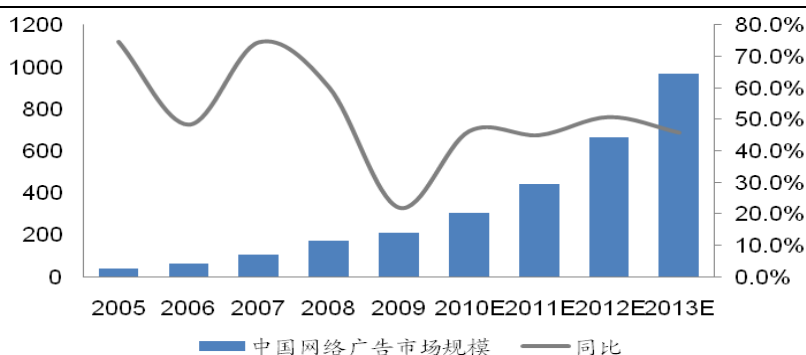
年整个产业的收入将达到 585 亿元。2009 年中国网页游戏市场规模达到 9.9 亿元，同比增长 97.2%；手机游戏市场规模 18 亿元，同比增长 38.5%，其中主要收入来自于单机游戏。

中国文化部资料显示，截止到 2009 年年底，中国市场上共有 361 款大型网络游戏处于开放测试或者商业化运营阶段，与 2008 年同期相比增加 68 款。2009 年全年共有 115 款大型网络游戏产品通过文化部的审查或备案，其中国产游戏 80 款，进口游戏 35 款。

截止到 2009 年年底，全国共有 499 家网络游戏运营企业。排名前十二的企业依次为腾讯、盛大、网易、搜狐畅游、完美时空、巨人、久游、光宇华夏、九城、金山、网龙和世纪天成，他们总共占据中国网络游戏市场 87.7% 的市场份额。网络游戏市场竞争激烈，但已经形成了几家优质的网络运营企业，对于小的网络运营企业来说，在市场中求得一定的生存并不难，但持续高增长的难度较大。

2009 年中国网络广告市场规模达 207.4 亿元，同比增长 22%；其中视频媒体广告 5.7 亿元，同比增长 72%，是网络广告中增长最快的子行业。

图 21 我国网络广告将再次进入高速增长阶段



资料来源：艾瑞咨询

随着三网融合建设的推进，用户规模将迅速增长，网络音视频、网络游市场规模将不断增长，提供相应服务的网站广告价值也将提升，因此，我们看好三网融合给音视频网站、游戏网站带来的发展机会。

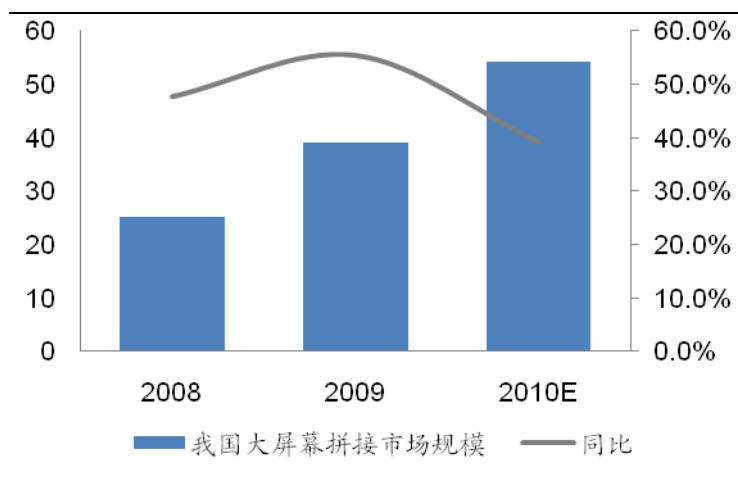
2.4 信息网络建设

随着信息化网路建设的完善和基础设施智能化改造的发展，信息的可视化需求急剧扩大，其中大屏幕拼接显示系统已成为信息可视化的核心基础系统之一。受能源、军警、交通、政府、视频监控产业、数字化城市建设等行业对可视化、监控、

调度的需求拉动，我国大屏幕拼接墙市场连续 2 年出现飞速发展。据奥维咨询统计显示，2009 年我国大屏幕拼接市场规模达到 39 亿元，同比增长高达 55.38%。奥维咨询预计 2010 年大屏幕拼接墙市场规模为 47 亿元，同比增长 21.28%，在 2014 年以前市场复合增长率将达到 19%。

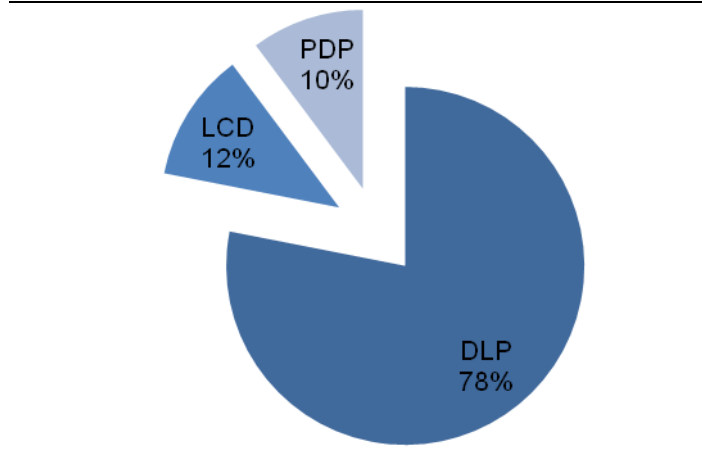
我们认为大屏幕拼接墙属于战略性新兴产业鼓励发展的新型显示器件的下游应用领域，同样受到政府的支持。在众多行业监控指挥/调度、公共显示、广告显示、新型工业化建设等需求的带动下，增长速度不断超越市场预期，奥维咨询对市场未来的增长预测过于保守，我们认为 2010 年大屏幕拼接墙市场规模增速接近 40%，未来 3 年复合增长率将超过 30%，并且市场依然具备飞速发展的潜力。

图 22 大屏幕拼接墙市场规模高速发展



资料来源：AVC、渤海证券研究所

图 23 2009 年大屏幕拼接墙各种显示技术应用占比



资料来源：AVC

3. 主题投资激发市场情绪 实质成长类公司将受关注

3.1 主题投资热点频出

从硬件板块个股涨跌幅来看，涨幅前三位的均是云计算、物联网概念股票，而跌幅前三位的股票则是预期兑现后，实际结果或项目进度低于预期的股票。

表 1 10 月 8 日至 11 月 22 日硬件板块个股涨跌幅榜

涨跌幅前 3 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	涨跌幅后 3 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
1	000977	浪潮信息	90.47	1	000021	长城开发	-14.08
2	000997	新大陆	72.75	2	000066	长城电脑	-1.67
3	300078	中瑞思创	35.08	3	002152	广电运通	5.08

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

从软件板块个股涨跌幅来看，涨幅前 5 位的公司热点散乱，定向增发、医疗行业信息化、车联网、金融行业信息化等热点不一；而跌幅前 5 位的原因也不尽相同智能建筑概念、业绩增速缓慢等个股居多。

表 2 10 月 8 日至 11 月 22 日软件板块个股涨跌幅榜

涨跌幅前 5 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	涨跌幅后 5 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
1	002230	科大讯飞	57.07	1	600588	用友软件	-8.69
2	300096	易联众	54.88	2	300044	赛为智能	-3.8
3	002232	启明信息	43.97	3	600718	东软集团	-1.6
4	600570	恒生电子	39.29	4	002178	延华智能	-0.83
5	002405	四维图新	38.12	5	002253	川大智胜	-0.73

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

从网络板块个股涨跌幅来看，网络视频、金融咨询等消费升级和产业升级概念涨幅居前；而涨幅靠后的股票则是业绩增速较慢，动态估值过高的股票。

表 3 10 月 8 日至 11 月 22 日网络板块个股涨跌幅榜

涨跌幅前 2 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	涨跌幅后 2 名	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
1	300059	东方财富	19.73	1	300113	顺网科技	6
2	300104	乐视网	19.28	2	000503	海虹控股	11.7

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

从 2010 年 10 月 8 日至 11 月 22 日，我们四季度股票池平均涨幅为 5.83%，由于未能及时剔除长城开发造成收益率落后于沪深 300，也落后于行业平均水平。三季度云计算、物联网才是计算机板块最热的投资品种，未能及时转换中期策略的投资风格造成我们股票池的收益率过低。

表 4 10 月 8 日至 11 月 22 日三季度股票池收益情况

成分代码	成分名称	区间涨跌幅[%]
300104	乐视网	19.28
002331	皖通科技	12.99
002253	川大智胜	-0.73
002090	金智科技	11.68
000021	长城开发	-14.08
	算术平均	5.83

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

3.2 估值溢价率提升空间不大 系统风险挥之不去

从 10 月 8 日至 11 月 19 日，硬件、网络板块估值溢价率上升，软件板块估值溢价率下降，计算机板块整体估值溢价率仍有所提高，净利润增长率与高溢价不匹配的风险仍没有得到充分的释放，主题投资的盛行导致溢价率在高位徘徊。

表 5 相对估值仍然过高

板块名称	PE			市盈率溢价率			PB	市净率溢价率
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2010Q3	2010Q3
BH 计算机	66.78	53.00	43.09	238.81%	244.19%	221.80%	5.89	141.39%
BH 硬件	58.56	46.91	39.09	197.11%	204.63%	191.94%	4.80	96.72%
BH 软件	67.93	53.56	42.84	244.65%	247.80%	219.98%	6.79	178.28%
BH 网络	119.96	79.97	57.12	508.63%	419.36%	326.62%	5.61	129.92%
沪深 300	19.71	15.40	13.39				2.44	

资料来源：Wind 收盘日为 11 月 19 日 市净率采用 2010 年三季度净资产数据

我们认为计算机板块整体估值溢价率提升的空间已经不大，但是在战略性新兴产业政策预期存在的情况下，在央行收缩流动性的同时，主题投资仍然会使计算机板块估值溢价率维持高位，并且不断出现个股的热点。因此，我们暂时放弃下调评级的计划，继续维持对计算机硬件、软件、网络板块“中性”的投资评级。

3.3 板块热点将出现转换

3.3.1 短期主题投资仍将持续 牛熊依然争斗不休

我们原本判断在市场泡沫充分破灭之前，A 股市场难有整体性上涨机会。但是，国内刺激政策释放的流动性依然存在，导致通货膨胀高企，持续收紧的货币政策对资金的抽离并为影响 A 股市场上资金对题材股的炒作。美国量化宽松政策为全球注入了大量流动性，人民币升值预期等因素造成国际热钱大量流入，A 股市场在 4 季度成为流动性驱动的市场，走出了一波牛市行情。一旦经济增速见底，通货膨胀得到抑制，央行紧缩货币政策转为中性，市场在国际热钱冲击和财富效应

影响下有可能走出牛市行情，但如果央行不断勒紧流动性，控制热钱流入，并对经济造成不良影响，则市场又会出现大幅下跌。因此，目前牛熊仍在争斗不休，市场的走向仍需要继续观察。

从3个月内的短期来看，紧缩性货币政策、恶性通胀使得A股市场难有大行情出现，因此，市场上尚存的流动性依然会以主题投资为主寻找战略性新兴产业政策相关和消费升级类相关的主题投资机会。计算机板块中个股热点仍会存在。

3.3.2 主题投资后将演变为业绩推动行情

我们认为计算机板块在明年一季度之前仍将以主题投资为主，一季度到二季度高送转类股票仍会出现阶段性行情，从产业角度讲要看战略性新兴产业细则出台的具体情况，相关受益类公司将出现业绩推动的行情。

我们主要从3G用户和增值服务增长带来更大规模BSS系统建设的角度给予天源迪科“买入”的投资评级；从钢铁行业信息化和智能交通角度给予宝信软件“买入”的投资评级；从三网融合带来的消费升级角度给予乐视网“买入”的投资评级；从发展新型显示和实现智能显示及控制角度给予威创股份“买入”的投资评级。

天源迪科

天源迪科主营业务是面向电信、公安等行业销售自主研发的系列化行业应用软件，并以系统集成服务作为产品的有力支撑。目前，公司服务的行业客户主要是电信和公安两个行业，2009年其他行业收入占比仅为5.02%。2009年软件和技术服务占公司毛利的比重高达91.7%。

公司未来的成长性主要来源于三个方面：第一，开拓市场，公司凭借产品和服务拓展中国电信和中国联通的省级新客户，甚至进入中国移动市场。此外，公司计划开拓东南亚等海外市场，公司计划到2012年海外业务收入占到总收入的10%以上；第二，增值业务，公司于2010年5月收购广州易杰数码51%的股权，该公司拥有全国增值业务服务牌照，依托公司的技术基础以及与电信运营商良好的合作关系，未来将积极发展电信增值业务，形成新的业绩增长点；第三，开拓新领域，公司计划抓住3G、三网融合发展的机会，努力拓展行业客户面，争取把业务拓展至广电、电力、水务、煤气保险、金融等行业，目前公司在广电系统已经有所突破。

此外，由于公司仍存有大量超募资金，因此仍在积极寻求并购对象，争取通过收

购兼并，实现业务、客户的拓展，并迅速提高净利润增长的速度。由于电信支撑系统竞争格局的变化，公司有望通过收购兼并的方式获得其他相对弱小厂商的市场，从而达到扩大市场占有率的目的，并且公司有望通过收购兼并，迅速扩大业务规模，进入 OSS 和 MSS 市场，从而成为更加全面的电信支撑系统供应商。

预计 2010-2012 年，公司将分别实现营业总收入 2.48、3.32 和 4.2 亿元，同比分别增长 0.66%、34%和 26.48%；分别实现归属于母公司所有者净利润 0.71、0.99 和 1.29 亿元，同比分别增长 24.7%、39.2%和 29.4%；对应每股收益分别为 0.68、0.95 和 1.23 元/股。

我们认为，在目前的市场环境下，公司 2011 年合理动态的市盈率区间应该在 40-45 倍之间，合理的价值区间为 38-42.75 元/股，我们维持对公司“买入”的投资评级。

宝信软件

宝信软件主要面对钢铁、交通等行业提供系统集成、软件开发和技术服务。2009 年公司在我国制造执行系统（MES）市场的占有率达到 10%，在国内品牌中占有率第一，市场占有率排名第二。

公司在钢铁行业 MES 市场占有率第一，由于大型钢铁企业基本上都已应用了 MES，公司该业务的成长点主要在于，钢铁企业并购重组，中小型钢铁企业并入大型钢铁集团后，将会投资 MES 系统，随着钢铁信息化投入水平的提高，ERP、BI 等产品将成为公司深度挖钢铁行业需求的潜力产品。此外，公司 MES 产品还可以向有色、化工等高耗能行业拓展。

钢铁行业是我国 6 大高耗能行业之一，节能减排必然要求钢铁行业淘汰落后产能和提高信息化水平，其中能源管理系统（EMS）是钢铁行业重要的信息化需求之一，公司的 EMS 产品将成为公司新的利润增长点。

在智能交通领域，公司在轨道交通、机场等行业形成了一定的业务规模，该业务有望在全国智能交通的大发展中获得较快的发展速度。

预计 2010-2011 年，公司将分别实现每股收益 0.89 和 1.19 元/股，2011 年合理的动态市盈率区间应该在 35-40 倍之间，合理的价值区间为 41.65-47.6 元，我们给予公司“买入”的投资评级。

乐视网

乐视网主要从事网络视频基础服务和视频平台增值服务业务。公司目前在国内互联网高清影视剧视频服务及 3G 手机电视服务领域占有一定的市场地位。

公司网络视频业务采取标清免费、高清收费的经营方式，2009 年网络高清视频个人付费业务收入为 7,354.63 万元，市场占有率达到 11.38%，居市场第一位。公司网络高清视频业务对国内客户的收费标准是 30 元/月、国外客户收费标准是 15-16 美元/月，主要采取手机话费支付、网银支付和点卡支付这三种销售渠道，销售渠道则从中收取 2-3 成的销售代理费用。公司月度活跃付费用户自 2007 年的 13.39 万人次增长到了 2009 年的 29.72 万人次，累计付费用户已达 356.68 万人次，客户规模和客户忠诚度在不断提升。

截至 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2,324 部，电视剧版权 43,097 集，版权授权期限多为 3-5 年。公司对采购的独家版权具有再分销的权利，通过分销有效转嫁了独家版权的采购成本。网络独家版权具有稀缺性和不可替代性，具有持续增值的特征，目前公司已经积累了超过 150 部影视剧网络独家版权，随着版权的增值，未来分销业务将持续增长甚至能够取得额外收益。

预计 2010-2012 年，公司将分别实现营业收入 2.43、3.74 和 6.60 亿元，同比分别增长 67.02%、53.78%和 76.25%；分别实现归属于母公司所有者净利润 0.77、1.11 和 1.91 亿元，同比分别增长 74.3%、43.3%和 71.8%；对应每股收益分别为 0.77、1.11 和 1.91 元/股。

我们认为，在目前的市场环境下，公司 2011 年合理动态的市盈率区间应该在 60-65 倍之间，合理的价值区间为 66.6-72.15 元/股，我们维持对公司“买入”的投资评级。

威创股份

威创股份主营业务是生产和销售超高分辨率数字拼接墙系统（VW），交互数字平台（IDB），为客户提供可视化信息沟通的整体解决方案。VW 系列产品以各行业控制室为主要目标市场，用以满足用户的集中显示、集中监控、集中指挥调度需求；IDB 系列产品以会议和教育培训为主要目标市场。两类产品均集成了大屏幕硬件显示平台和软件处理平台，可为用户提供专业的行业应用方案。

截止 09 年底，公司自有生产线的产能为 6000 单元/年，IPO 项目将于 2012 年投产，新增产能 12000 单元/年，产能可逐步释放。公司通过对嵌入式软件的研发，在基础平台上构建了图像处理和控制系统，较强的光电控制能力使得公司成为国

际三大 VW 厂家之一，主要的竞争对手为比利时的 BARCO 和日本的三菱。相对于国外竞争对手，公司的性价比较高，品牌在国内也具有一定的影响力，再加上国家对自主品牌的推荐，公司 VW 业务在国内的市场份额达到 30%。

预计 2010-2011 年，公司将分别实现每股收益 0.48、0.68 元/股，2011 年合理的动态市盈率区间应该在 45-50 倍之间，合理的价值区间为 30.6-34 元，我们给予公司“买入”的投资评级。

表 6 2011 年年度策略股票池

代码	公司名称	投资建议	EPS			BVPS	收盘价	市盈率			市净率
			2009	2010E	2011E			2009	2010E	2011E	
600845	宝信软件	买入	0.77	0.89	1.19	3.97	29.70	38.61	33.37	24.96	7.48
002308	威创股份	买入	0.33	0.48	0.68	3.74	23.05	70.73	48.02	33.90	6.16
300047	天源迪科	买入	0.55	0.68	0.95	9.33	32.90	59.82	48.38	34.63	3.53
300104	乐视网	买入	0.44	0.77	1.11	9.19	44.35	99.73	57.60	39.95	4.83
	算术平均							67.22	46.84	33.36	5.50

资料来源：Wind、渤海证券研究所 每股收益按最新股本摊薄

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn