



估值盛宴已散，分化市场将至

——计算机行业动态点评

报告日期：2011年1月26日

分析师

靳雪翔

☎(86-10) 88366060-8739

✉jxx@cgws.com

执业证书编号：S1070511010001

要点：

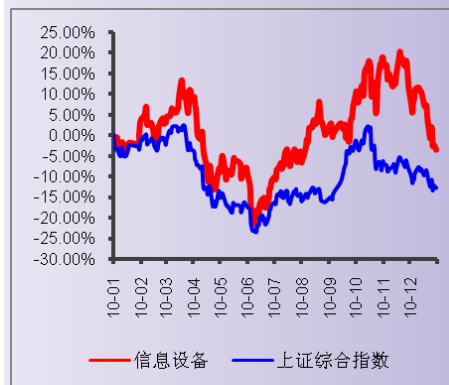
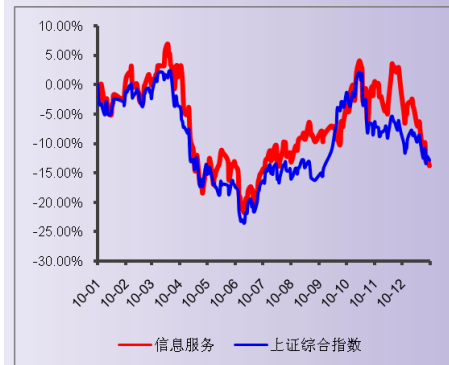
- **市场近况：**截至2011年1月25日收盘，中小板指数，创业板指数、信息服务、信息设备4个板块近20个交易日下跌幅度分别为12.6%，13.1%，12.7%和13.3%。板块的整体法TTM市盈率分别从一个月前的47、71、63和42倍下降至42、61、56和37倍。
- **“唯一标的性”丧失，估值溢价不再：**除去市场整体调整以及风格转换等因素外，中小、创业及行业板块“唯一标的性”的丧失是此次调整的重要原因，并将在今后形成长期趋势。各板块上市公司日渐增加（见表1），按照近期新股发行速度，2011年预计将有250余家新股上市，其中大部分集中在中小与创业板，同时，按照近期行业配比，TMT行业个股将占30%左右，预计有70-80家。之前，各细分行业个股数量极其有限，很多细分行业在A股市场只有唯一标的，即使个股在行业竞争中优势并不明显，由于看好行业发展，也仍然享受着高估值。但随着投资标的的增加，细分行业个股越来越多，“唯一标的性”带来的估值溢价将越来越小，直至不复存在。
- **分化市场是趋势：**纵观TMT各细分子行业，市场格局稳定后，市场领先者一般占据接近甚至超过50%的市场份额，前三名占据绝大部分市场份额（见图1）。因此，只有少数能成为领先者的个股才被赋予高估值，而其它处在不利竞争位置的个股，由于市场份额可能不增反降，最多只配得上行业平均增速对应的估值水平。**市场估值必将呈现两极分化的局面。**
- **美国创业板科技股怎么炒：**科技股的高估值归根到底依靠的就是一个词：**爆发**。业绩的爆发式释放，将使之前的高估值瞬间降低。但历史的经验告诉我们：爆发式释放后的估值将维持稳定，除非出现行业重大突破或公司基本面巨大变化，否则将很难重现历史高位（见图2）。因此，创业板科技股的关键就是要有爆发的可能，要找爆发的时点，其他一切都是浮云。
- **我们的观点：**（1）由于受到发行审核条件的限制，很多暂时亏损和微利的公司无法在A股市场上市，而很多在创业板上市的公司经过三年盈利、稳步增长等阶段，实际已经过了业绩的爆发期，因此，只能算是高成长，除非行业或者其他外部因素否则很难在主业上实现爆发。（2）很多细分子行业由于市场格局尚未形成，集中度较低，不论行业还是其中个股确有爆发机会（如国内LED封装行业）。但TMT行业的子行业最终的格局大部分都是寡头垄断而非垄断竞争。随着上市公司

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：推荐（维持）

行业相对上证指数走势图



数量的增加，不可能板块所有公司都享有统一的估值水平，估值分化将是趋势。

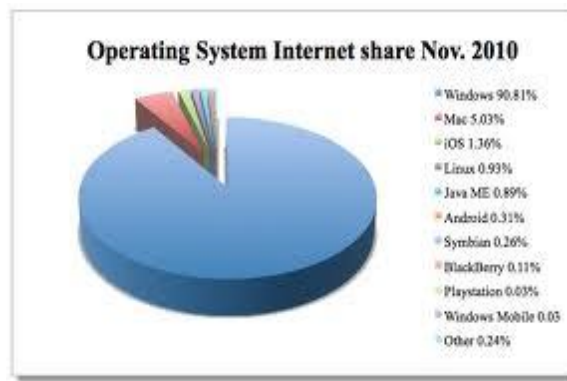
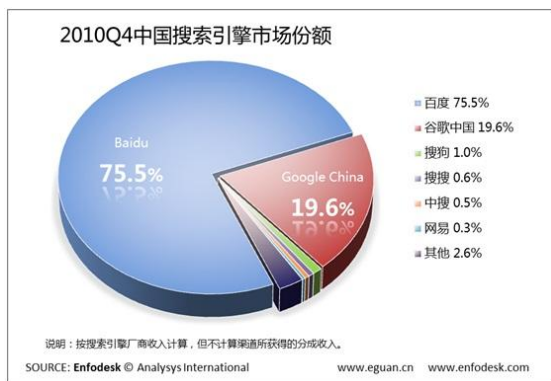
- **投资建议：**我们长期依然看好科技新兴产业板块，毕竟与成熟市场相比 A 股市场科技股占比依然偏低（见图 3），同时科技新兴产业也是国家未来重点发展的行业，政策上依旧拥有强力支持。但随着市场容量的扩张与分化趋势的逐步形成，短期的估值下调压力不容小觑，我们建议大家行业全面谨慎，个股选择上也不要盲目追求反弹。同时，我们继续坚持我们年度策略中的“关注拥有业绩支撑的绩优个股”的观点，它们在下调到位后的估值回归中，将体现出应有的投资价值。我们依旧维持行业 2011 年“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**经济复苏速度低于预期导致下游行业需求增长放缓带来的风险

表 1、各板块上市公司数量

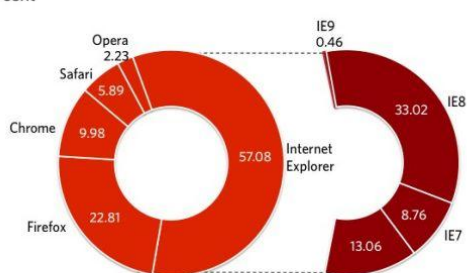
板块名称	成份股个数 [日期] 2011-1-24	成份股个数 [日期] 2010-1-24	成份股个数 [日期] 2009-1-24
中小企业板	539	340	273
创业板	163	50	
信息服务	100	69	54
信息设备	70	56	49
电子元器件	94	73	59

资料来源：Wind 资讯，长城证券研究所

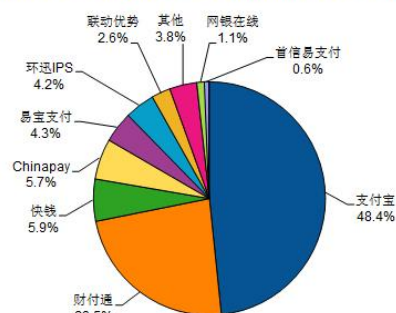
图 1、近期 TMT 部分子行业市场份额分布图



Worldwide browser market share: December 2010
Percent



2010年前三季度中国第三方支付市场厂商交易额份额

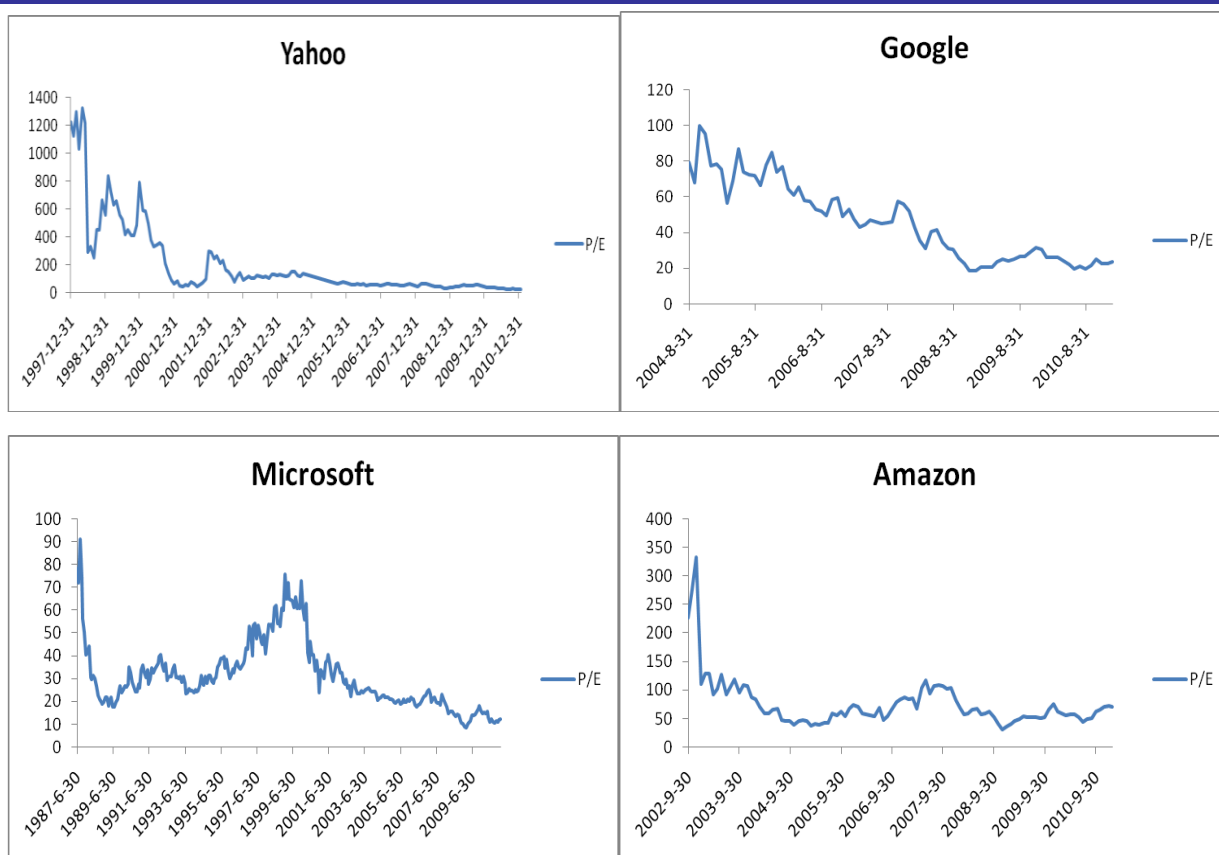


数据来源：EnfoDesk 易观智库
©易观国际2010

www.enfodesk.com
www.analysys.com.cn

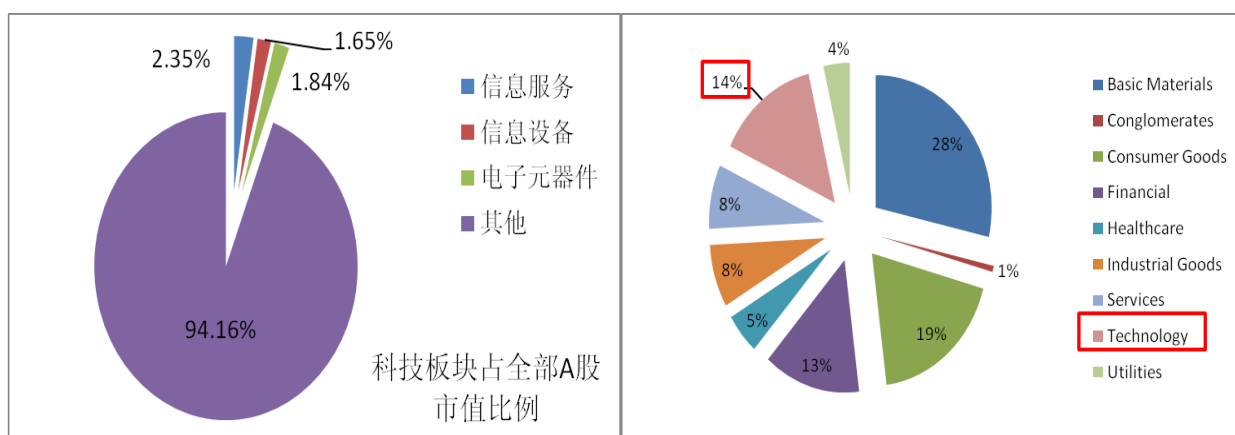
资料来源：易观国际，IDC，Net Applications，长城证券研究所

图 2、部分科技股代表公司上市以来估值趋势图



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图 3、A 股市场与美股市场科技股占比对比



资料来源: Wind 资讯, Yahoo Finance, 长城证券研究所

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士, 2010年9月加入长城证券研究所, 从事有色、TMT行业研究, 三年证券从业经验。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>