

在分化市场中寻找价值

——计算机行业 2011 年第 2 季度投资策略

要点:

由于外界因素和宏观经济形势的不确定,加之今年新股发行的加速以及新三板扩容和未来国际板推出的预期,行业估值存在下调风险,我们下调行业评级至“中性”。未来行业内个股估值将呈现分化趋势,我们看好拥有核心竞争力,业绩存在爆发潜力的个股。

- **行业稳步发展,但不确定因素较多:** 2010 年,软件业务总共实现收入 13364 亿元,同比增长 40.5%,产业规模比 2001 年扩大近 18 倍,年均增长 38%。“十一五”期间行业收入增速有所趋缓,开始从高速增长转入相对平稳的新阶段。但 2010 年收入增长明显快于 2009 年,增速提高 15 个百分点,表现出二次发力的趋势。同时业务结构调整加快,服务化趋势更加突出。但近期外围环境、政策和业绩低于预期、新三板扩容等不确定因素较多。
- **估值压力不断增加:** 中小、创业及行业板块“唯一标的性”的丧失将使板块的估值降低,并将在今后形成长期趋势;新三板扩容和国际板的推出将加快估值下调的进程;近期板块内个股业绩大面积低于预期也对估值构成较大压力。
- **市场分化将成趋势:** 由于 TMT 行业市场成熟后寡头垄断的特点,随着行业整体估值的下降,市场的两极分化将是趋势。
- **把握子板块结构性机会:** 虽然我们认为第二季度板块出现整体性行情的机会不大,但是板块内部依旧存在结构化的机会。寻找值得关注的子板块的思路可以概括为:民生优先、国家至上、安全第一。具体来讲主要是三个主题:GIS、北斗、金融 IC 迁移。
- **看好拥有核心竞争力,业绩存在爆发潜力的个股:** 在个股选择上,我们看重自主知识产权、行业地位等核心竞争力,并结合子板块的机会寻找那些业绩存在爆发潜力的个股。
- **风险提示:** 个股业绩低于预期带来的风险,行业估值回调风险,系统性风险

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。

报告日期: 2011 年 3 月 29 日

分析师

新雪翔

☎(86-10) 88366060-8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号: S1070511010001

联系人

邵仅伯

☎(86-10) 88366060-8780

✉ sjb@cgws.com

从业证书编号: S1070111030014

投资评级: 中性(下调)

重点公司盈利预测及评级

名称	11EPS	12EPS	评级
超图软件	0.90	1.36	强烈推荐
华力创通	1.05	1.60	推荐
晶源电子	0.50	0.95	推荐

行业相对上证指数走势图



相关报告

1. 关注政策支持下绩优个股-计算机应用行业 2011 年年度投资策略 -2010-11-16
2. 估值盛宴已散,分化市场将至 -2011-1-26
3. 长期利好:启动全国范围金融 IC 迁移 -2011-2-28



目 录

1. 增长不变，不确定因素增多	4
1.1 继续稳步增长	4
1.2 近期走势纠结	5
1.3 不确定因素较多	6
2. 把握结构性机会	6
2.1 估值压力不断加大	6
2.2 分化市场逐步形成	7
2.3 把握结构性机会	8
3. 在长期利好子板块中寻找爆发潜力股	8
3.1 地理信息系统	8
3.2 北斗导航系统	10
3.3 金融 IC 迁移	12
4. 风险提示	14



图 表 目 录

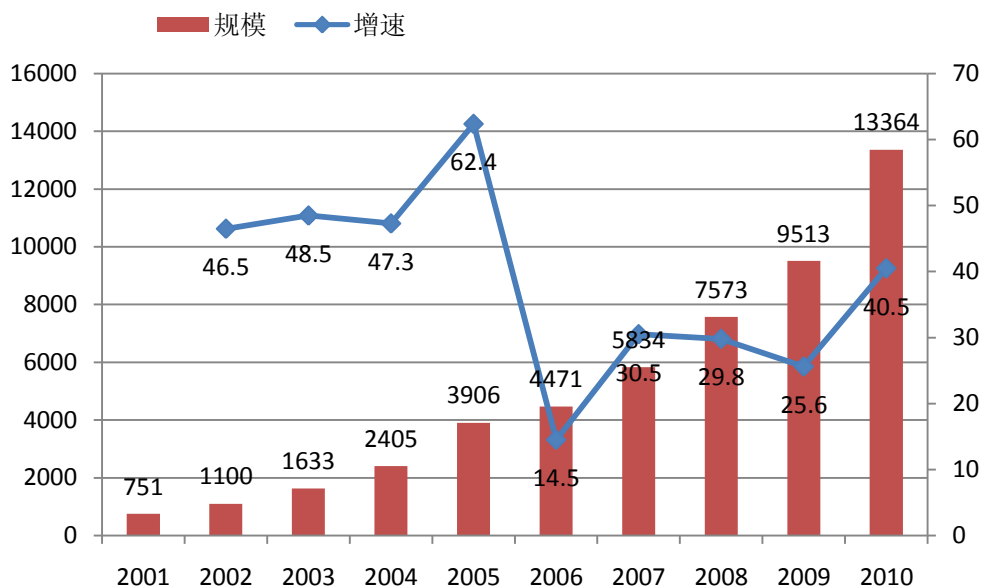
图 1、2001 年至今软件行业规模与增速	4
图 2、2010 年软件行业收入构成	5
图 3、信息服务板块近期走势	5
图 4、近期 TMT 部分子行业市场份额分布图	7
图 5、A 股市场与美股市场科技股占比对比	8
图 6、GIS 产业链构成	9
图 7、北斗卫星导航系统组成示意图	11
表 1、各板块成份股个数	7
表 2、金融 IC 卡发卡量预测表	13



1. 增长不变，不确定因素增多

1.1 继续稳步增长

图 1、2001 年至今软件行业规模与增速



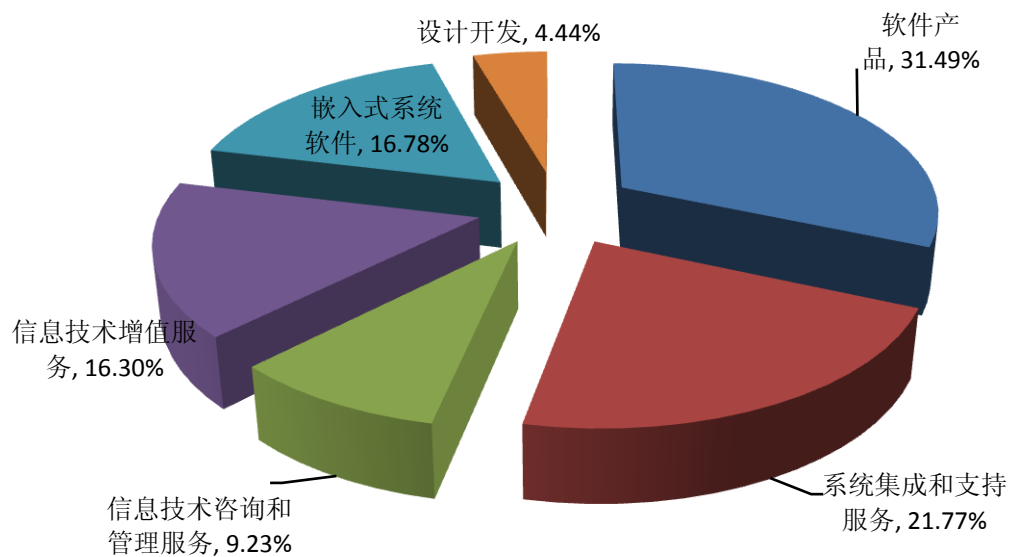
资料来源：工信部，长城证券研究所

2010 年，软件业务总共实现收入 13364 亿元，同比增长 40.5%，产业规模比 2001 年扩大近 18 倍，年均增长 38%，占电子信息产业的比重由 2001 年的 6% 上升到 18%。在全球软件与信息服务业中，所占份额由不足 5%，上升到超过 15%。软件业增加值占 GDP 的比重由 2001 年不足 0.3% 上升到超过 1%，软件业从业人数由不足 30 万人提高到超过 200 万人。

增速高位趋缓，产业步入发展新阶段。“十五”期间，我国软件产业业务收入平均增速为 47%，“十一五”平均增速为 28%，收入增速有所趋缓，软件产业开始从高速增长转入相对平稳的新阶段。但 2010 年收入增长明显快于 2009 年，增速提高 15 个百分点，表现出二次发力的趋势。

业务结构调整加快，服务化趋势更加突出。服务收入增长带动软件业务调整，特别是与网络相关的信息服务发展迅速。2010 年，信息技术咨询服务和信息技术增值服务收入分别为 1233 和 2178 亿元，两者收入占全行业比重达 25.5%，比 2001 年提高 18.9 个百分点。受集成电路行业复苏和软件外包市场增长带动，设计开发实现收入 593 亿元，同比增长 73.1%。

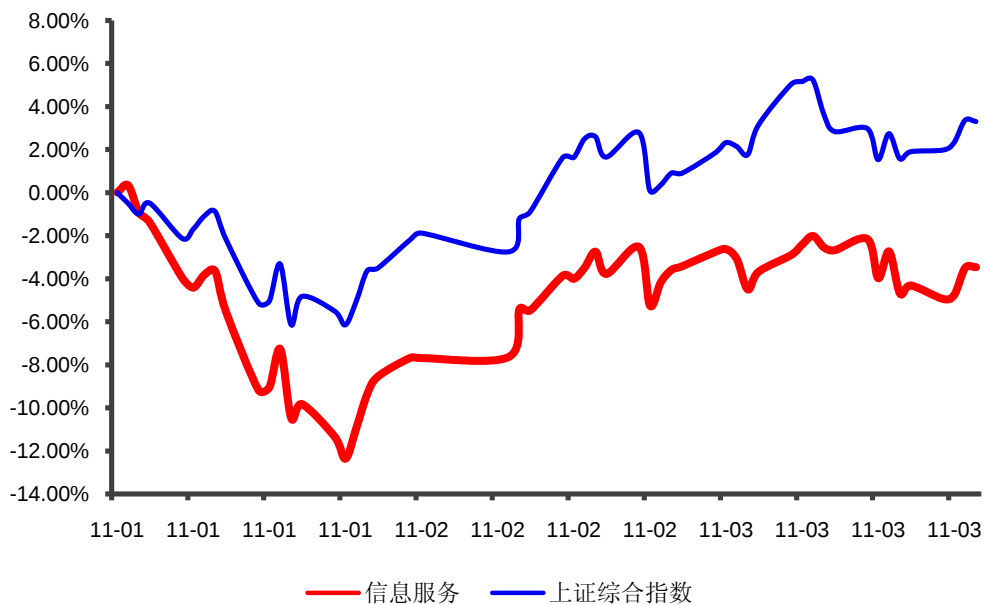
图 2、2010 年软件行业收入构成



资料来源：工信部，长城证券研究所

1.2 近期走势纠结

图 3、信息服务板块近期走势



资料来源：WIND，长城证券研究所

信息服务板块在年初的下跌中处于领跌位置，在大盘下跌 6% 的同时，信息服务板块下跌幅度超过 12%。但在之后的反弹中仅保持了与大盘同步，截止 3 月 24 日收盘，上证综指较年初上涨了 3.3%，信息服务板块则依旧低于年初值 3.5%，与大盘差距进一步拉大。春节过后，虽然各子版块轮番有利好出现，并均有行情，但基本都是“一日



游”行情，难以持续，加上此涨彼消，整个板块表现就略显纠结，虽然没有继续下跌保住了估值，但明显上攻乏力。

1.3 不确定因素较多

我们将在下一章中详细分析近期纠结走势的原因，并对今后一个季度和更长时间的板块走势进行深入分析。这里我们先总体看一下近期信息服务板块面临的一些不确定因素：

- 1、地缘政治、自然灾害、周边市场以及其他宏观经济因素引起的风险不断出现，并且一段时间内仍将持续；
- 2、前期对于政策利好期望过高，而实际政策并无超预期内容，无法支持继续上涨；
- 3、个股年报业绩低于预期
- 4、新三板扩容、国际板推出的预期对于信息服务板块个股密集的创业板和中小板的冲击。

2. 把握结构性机会

2.1 估值压力不断加大

我们在之前的行业报告中曾提到，板块中不断增加的上市公司对板块估值的影响。从表1中可以看到，这段时间内板块个股数量不断增加，其中中小板和创业板分别增加了25和30支个股，其中信息服务和信息设备板块分别增加了14和7支个股，增幅为14%和10%。我们预计，2011年预计将有250余家新股上市，其中大部分集中在中小板与创业板，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。

我们认为：中小、创业及行业板块“唯一标的性”的丧失将使板块的估值降低，并将在今后形成长期趋势。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。

新三板扩容和国际板的推出将加快估值下调的进程。随着新三板扩容和国际板上市步伐的加快，由于新三板和国际板上市公司和现有创业板、中小板上市公司在基本面和估值上都将会有一定的差异，因此，对板块估值带来的冲击不光是数量上的增加带来标的增加，从而分流资金这么简单，有可能是对整个板块的估值模式的重构——虽然现在就断定新的模式一定会造成估值下调还为时尚早，但市场一致的预期依旧会在此期间对板块估值形成持续压力。

板块内个股业绩大面积低于预期也对估值构成较大压力。截止到3月24日，在信息服务板块，有机构进行盈利预测并且已经公布2010年年报的41家公司中，仅有14家公司的业绩达到或者超过预期，占比仅为34%，其余66%的公司全部低于预期。低于预期最多的一家公司，其2010年实际净利润仅为预测净利润的47%。4月剩余公司年报将陆续披露完毕，如此高比例的低于预期，未来还能否保持目前的估值，我们认为——压力较大。

表 1、各板块成份股个数

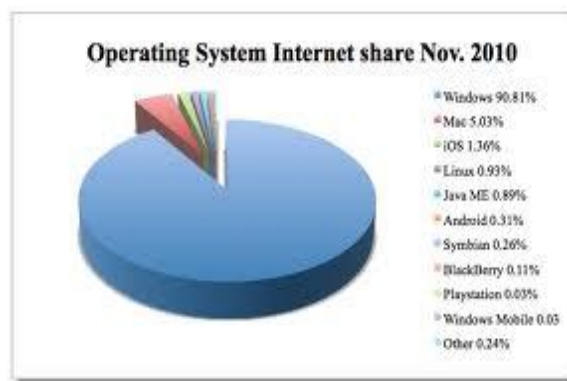
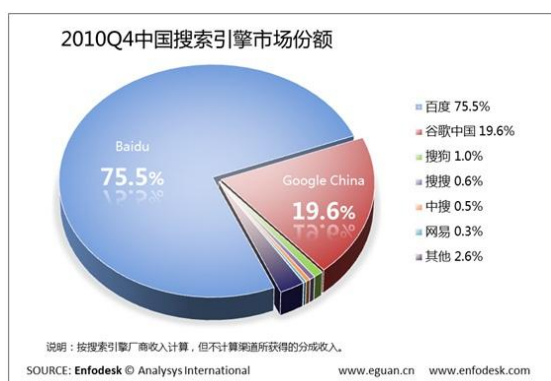
板块名称	成份股个数 [日期]2011-3-24	成份股个数 [日期] 2011-1-24	成份股个数 [日期] 2010-1-24
中小企业板	564	539	340
创业板	193	163	50
信息服务	114	100	69
信息设备	77	70	56
电子元器件	102	94	73

资料来源：WIND，长城证券研究所

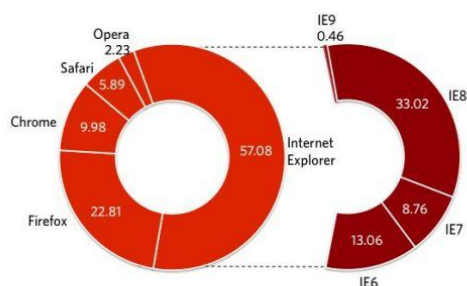
2.2 分化市场逐步形成

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 4）。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。**

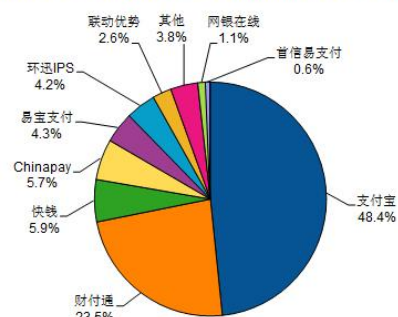
图 4、近期 TMT 部分子行业市场份额分布图



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

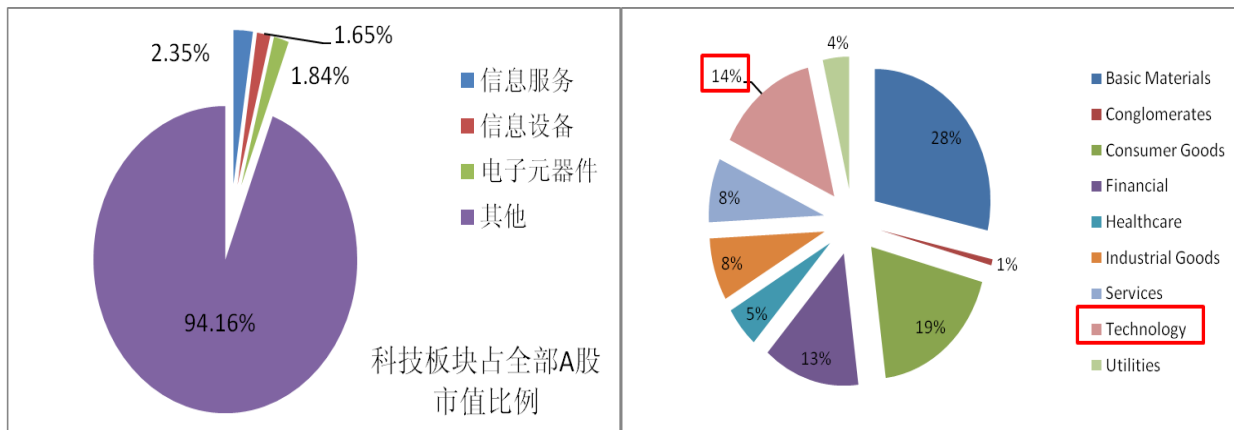
www.enfodesk.com
www.analysys.com.cn

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

2.3 把握结构性机会

我们长期依然看好科技新兴产业板块，毕竟科技新兴产业是国家“十二五”重点发展的产业，同时与成熟市场相比 A 股市场科技股占比依然偏低（见图 5）。但考虑到近期不确定因素的增多，板块估值下降压力较大，我们将行业评级下调为“中性”。

图 5、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

虽然第二季度板块出现整体性行情的机会不大，但是我们认为板块内部依旧存在结构化的机会。我们认为寻找值得关注的子板块的思路可以概括为：**民生优先、国家至上、安全第一**。具体来讲主要是三个主题：**GIS、北斗、金融 IC 迁移**。在调整中正是那些**存在长期利好，且有业绩爆发机会**的个股的建仓良机。

3. 在长期利好子板块中寻找爆发潜力股

3.1 地理信息系统

温家宝总理在 2011 年 3 月 5 日上午的政府工作报告中首次提出了“发展地理信息产业业态”的思想理念；即将审议通过的“国民经济与社会发展‘十二五’规划”首次将发展地理信息产业列入扶持发展的重点。同时，随着政府工作关注点从 GDP 更多转向民生，对政府的决策要求也将更加精细，也就要求在决策过程中掌握更丰富的信息资源，而地理信息系统（GIS）正是帮助决策者分析、处理信息的有力工具。

地理信息系统（GIS）是在计算机软硬件系统支持下，对整个或部分地球表层（包括大气层）空间中的有关地理分布数据进行采集、存储、管理、运算、分析、显示和描述的技术系统。地理信息系统处理的是多种地理空间实体数据及其关系，包括图形数据、遥感图像数据、属性数据等，用于分析和处理在一定地理区域内分布的各种现象和过程，解决复杂的规划、决策和管理问题。简而言之，GIS 就是对地理空间信息进行采集、存储、管理、处理、显示、分析与模拟，并结合地理空间信息对政府、企业的业务数据以及个人生活所需的各种信息进行管理、分析和辅助决策的计算机信息系统。

作为传统管理信息系统（MIS）的重要补充和扩展，GIS 具有如下特点：

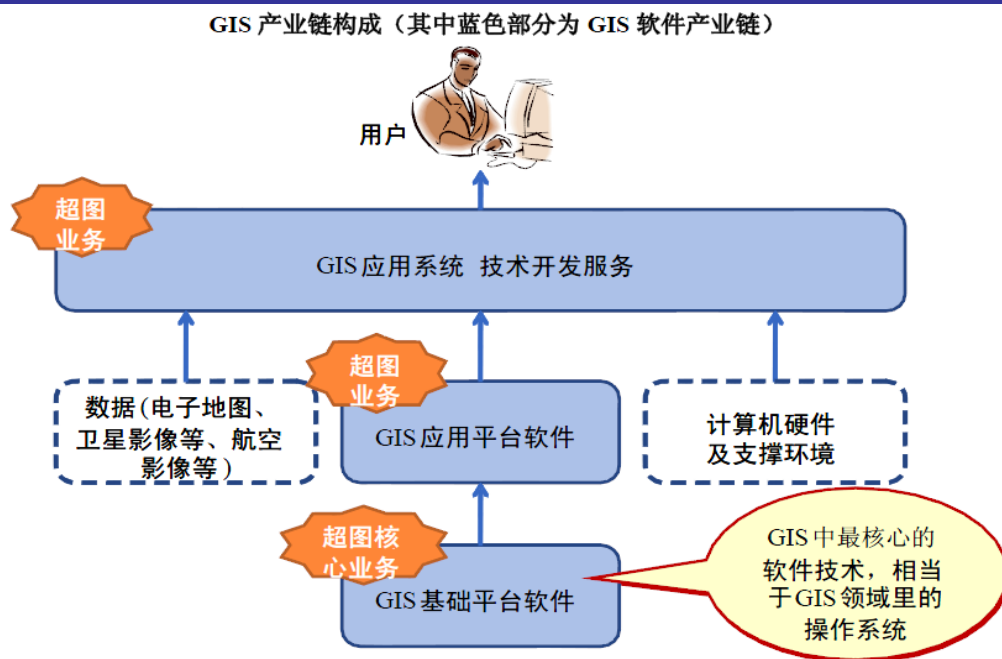
- 呈现和表达信息更直观，具有更高效率。
- 提供与地理位置相关的特殊的空间分析，提高了决策和管理方案制定和执行的针对性和效果(人类日常工作和生活信息中 80%以上与地理位置有关)。
- 更强大和全面的统计、分析功能。
- 更快、更灵活制作地图，辅助决策制定与执行。

日前，GIS 正发展成为一种越来越重要的基础信息系统技术，并日益广泛地应用于政务信息化、企业信息化和个人信息服务等领域，发挥着重要的作用。

GIS 应用市场空间广阔，未来市场巨大。GIS 应用范围已经不限于传统的测绘，近年来国民经济重要领域，包括国土资源、农林气象、规划交通、应急指挥等 GIS 应用已经兴起，并逐渐向企业级应用和个人位置服务等领域延伸。据我们测算，仅我国政府 GIS 应用市场容量未来 5 年可能超过 100 亿。考虑到军事应用、企业应用及海外应用，GIS 应用的未来空间存量市场可能超过 1500 亿。按 5 年折旧期计算，未来每年 GIS 应用软件产值或超过 300 亿。

GIS 产业链如图 6 所示，其中 GIS 软件部分分为 3 个层次：

图 6、GIS 产业链构成



资料来源：超图软件招股说明书，长城证券研究所

- **GIS 基础平台软件：**是 GIS 软件，甚至是 GIS 应用系统中最底层、最核心的部分。由于 GIS 基础平台软件是对点、线、面、体等非结构化、海量数据进行操作和处理，在满足高性能和高稳定性的前提下，对软件的技术水平要求非常高，也就是说该领域具有很高的技术壁垒。通常，GIS 基础平台软件在 GIS 应用软件系统投资额占比在 10%左右。
- **GIS 应用平台软件：**即针对于具体应用行业，如公安、国土、房产等领域，抽象出该行业领域 GIS 应用具有共性的部分而形成的行业 GIS 应用平台软件。



基于该平台，可以极大的减少客户 GIS 应用系统的软件二次开发量，提高客户 GIS 应用系统的部署效率和保证系统的健壮性。在投资方面，行业 GIS 应用平台软件在软件投资额中的占比估计在 40%左右。

- GIS 应用系统：GIS 应用系统由数据、GIS 应用软件系统以及计算机硬件及支撑环境三部分构成。这里需要注意的是数据是需要客户采购的，是与 GIS 应用软件系统独立的，也就是说 GIS 应用软件开发商并不向其客户提供地理数据（如航片、卫片等）。

可以说 GIS 系统在未来我国经济建设，特别是民生建设中，占有重要位置。同时，由于 GIS 系统涉及到地理信息等敏感信息，关系到国家安全，因此，本土厂商应该在中市场中占有一席之地，特别是基础平台软件等关键、核心技术，必须掌握在自己手中。

在地理信息系统板块中，我们“**强烈推荐**”超图软件。

公司业务集 GIS 基础平台软件和 GIS 应用于一体，以本土化优势，逐步提升 GIS 基础软件的市场份额。公司已形成以 SuperMap GIS 为品牌、具有完全自主知识产权的大型地理信息系统软件平台。该产品门类齐全，功能强大，覆盖行业范围广泛。公司在国内有超过 7000 家最终用户和 400 多家增值服务伙伴（二次开发商）。公司产品亦成功打入日本市场，并成功发展 1400 多家客户，成为日本知名的 GIS 品牌。目前，公司在中国 GIS 市场份额仅次于 ESRI，排名第二。

公司战略正确，战术准确，具备持续增长能力。作为掌握核心技术的本土领先厂商，公司在不断加强研发投入，出台股权激励计划激励核心技术人员，战略强化 GIS 基础平台软件技术优势的同时，战术上强化营销覆盖领域，积极开拓 GIS 应用软件新兴市场，大力发展合作伙伴。随着公司更多行业应用领域的开拓与行业经验的积累，公司 GIS 基础软件的重要性不断凸显，在 GIS 产业中的持续发展能力十分突出。

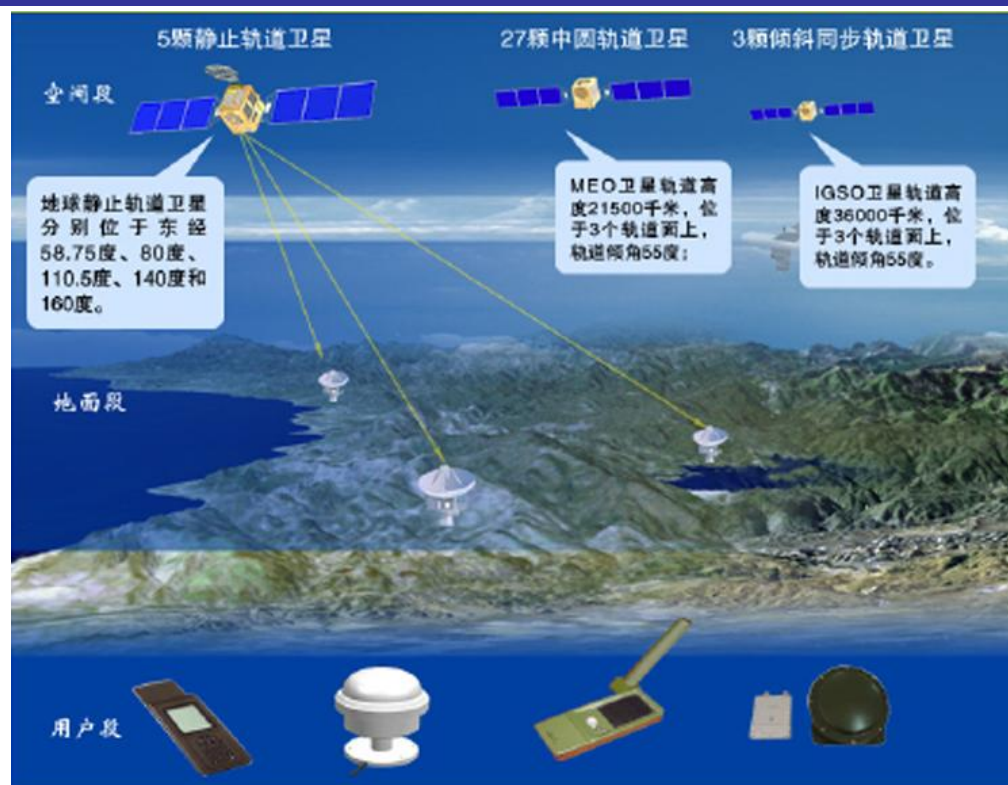
长期投资价值显著。预计公司未来三年净利润复合增长率将达到或超过 50%，11、12、13 年 EPS 预计分别为 0.90 元、1.36 元、2.10 元，我们看好公司的持续增长能力与投资价值，建议长期关注，给以**强烈推荐**评级。

3.2 北斗导航系统

北斗卫星导航系统（BeiDou (COMPASS) Navigation Satellite System）是中国正在实施的自主发展、独立运行的全球卫星导航系统。系统建设目标是：建成独立自主、开放兼容、技术先进、稳定可靠的覆盖全球的北斗卫星导航系统，促进卫星导航产业链形成，形成完善的国家卫星导航应用产业支撑、推广和保障体系，推动卫星导航在国民经济社会各行业的广泛应用。

北斗卫星导航系统由空间段、地面段和用户段三部分组成，空间段包括 5 颗静止轨道卫星和 30 颗非静止轨道卫星，地面段包括主控站、注入站和监测站等若干个地面站，用户段包括北斗用户终端以及与其他卫星导航系统兼容的终端。

图 7、北斗卫星导航系统组成示意图



资料来源：www.beidou.gov.cn，长城证券研究所

目前，世界上已经建成和正在建设的共有 4 大卫星导航系统，分别为美国的 GPS 卫星导航系统、俄罗斯的 Glonass 卫星导航系统、欧盟的伽利略卫星导航系统和中国的北斗卫星导航系统。除了 GPS 系统已经建成外，其他几个系统仍然处于建设阶段，而未来 10 年是各系统建设的关键时期。

北斗卫星导航系统的建设主要分为三大阶段：1、北斗卫星导航试验系统（北斗一号），已于 2007 年建设完成，虽就性能来说，和美国 GPS 相比差距甚大，但是“北斗一号”是我国独立自主建立的卫星导航系统，它的研制成功标志着我国打破了美、俄在此领域的垄断地位，解决了中国自主卫星导航系统的有无问题。它是一个成功的、实用的、投资很少的初步起步系统；2、北斗卫星导航系统（北斗二号），到 2012 年，系统具备覆盖亚太地区的定位、导航和授时以及短报文通信服务能力；3、北斗卫星导航系统（北斗三号），到 2020 年，建成覆盖全球的北斗卫星导航系统。

我们目前正处在第二阶段的关键阶段，到目前为止，我们已经发射了 7 颗北斗二号导航卫星。2011 年将发射 4 颗，2012 年发射 5 颗。按照规划，当 2011 年 4 月第三颗倾斜同步轨道 (IGSO) 卫星发射后，北斗系统就已经可以形成区域导航定位能力。当 2012 年完成所有区域系统卫星发射后，一是我们的区域导航将更加稳固，可靠性稳健性将更强。卫星更多，自然可提供更快更准的服务。二是在全球轨道上部署了我们的导航卫星，占有全球卫星导航频率资源。

总而言之，北斗导航系统对国家安全具有战略意义，在军事和民用上都有极其重要的地位和巨大的市场潜力。而 2011 年第二季度又是具有重要意义的一个时期，可以



预见,从现在开始直到 2012 年第二阶段完成,行业将进入一个较长的利好期,每伴随一颗卫星的成功发射,行业都将引起市场的一次关注。

北斗产业链从上游的基带芯片、射频芯片、板卡,到各种终端设备、接收机、模拟器,以及各种应用和软件系统,覆盖范围十分广泛。结合目前时点,我们认为近期发展较快、率先受益的应是北斗终端产业链相关环节,主要包括芯片、板卡和终端生产厂商。

在个股方面,我们“推荐”拥有自主知识产权芯片并且进入终端领域的“华力创通”。

拥有完全自主知识产权的北斗/GPS 多频精密导航基带芯片。该款芯片能够同时接收“北斗二号”系统 B1 和 B3 频点以及 GPS 系统 L1 频点,实现多系统组合导航定位和授时功能。该款芯片具有的多频双系统、北斗精密码、高动态等先进特性,彻底摆脱了以 GPS 为主的国外导航系统对我国的垄断,填补了我国卫星导航自主芯片在国防领域应用的空白,突破了国外对我国国防领域使用的高动态导航设备的技术限制和产品禁运。并且该芯片的推出还使卫星导航终端设备体积更小,功耗更低,集成度更高。

投建接收机,进军北斗终端全产业链。公司 3 月 23 日公告:计划使用超募资金中的 5,110 万元,在华力创通研发大厦建设北斗/GPS 兼容型导航接收机产业基地。项目建成将达到年产 20,000 台北斗/GPS 兼容型卫星导航接收机的生产规模,形成含有设计功能、生产功能、检验测试功能为一体的产业基地。2011-2012 年为建设期,2013-2015 年为投产期(25%、50%、70%达产规模),2016-2020 年为达产期(100%达产)。该投资项目以出售接收机板卡和整机的方式获得收入。预计 2013 至 2015 年将为公司带来税后利润分别为 2,116 万元,3,703 万元和 5,075 万元。

卫星导航业务将助推公司进入新的发展阶段。公司卫星导航及仿真产品从 2010 年中期首次产生收入,在不到一年时间里公司已经拥有自主产权的芯片,并进军终端领域,卫星导航业务迅速开展。我们预计卫星导航业务的收入将在公司收入中占比越来越高,逐步成为公司最重要的主营业务,带领公司进入新的发展阶段。我们预计公司 10、11、12 年 EPS 预计分别为 0.70 元、1.05 元、1.60 元,给以推荐评级。

3.3 金融 IC 迁移

金融 IC 迁移简单说就是用 IC 卡替代已有磁条卡的过程。由于 IC 卡相比于磁条卡在安全性、可靠性上的巨大优势,IC 迁移是必然的趋势。由于银行卡发行量巨大,因此 IC 卡的使用和存量磁条卡的替代是一个巨大的市场。同时,金融 IC 迁移也需要大量的投资,特别是在前期用量较少,成本较高的时候,推动需要花费更大的力气。2010 年推动的进程明显慢于计划,但是进入 2011 年以来,主要部门央行接连发力:

2 月 24 日,中国人民银行在 2011 年科技工作会议上提出了 2011 年人民银行的工作任务,其中第五条:“全面推广金融 IC 卡应用,启动全国范围的芯片卡迁移”。3 月 15 日,中国人民银行发布《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》(以下简称《意见》),决定在全国范围内正式启动银行卡芯片迁移工作,“十二五”期间将全面推进金融 IC 卡应用,以促进中国银行卡的产业升级和可持续发展。

《意见》指出“十二五”期间推进金融 IC 卡应用的总体目标是:加快银行卡芯片化进程,形成增量发行银行卡以金融 IC 卡为主的应用局面。推动金融 IC 卡与公共服

务应用的结合，促进金融 IC 卡应用与国际支付体系的融合，实现金融 IC 卡应用与互联网支付、移动支付等创新型应用的整合。

《意见》明确推进金融 IC 卡坚持“政府引导、市场运作、统一标准、鼓励创新”的原则。并就金融 IC 卡受理环境改造、商业银行发行金融 IC 卡提出了时间表：在受理环境改造方面，在 2011 年 6 月底前直联 POS（销售点终端）能够受理金融 IC 卡，全国性商业银行布放的间联 POS、ATM（自动柜员机）的受理金融 IC 卡的时间分别为 2011 年底、2012 年底前，2013 年起实现所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡。在商业银行发行金融 IC 卡方面，2011 年 6 月底前工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融 IC 卡，2013 年 1 月 1 日起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡，2015 年 1 月 1 日起在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融 IC 卡。

由于金融 IC 卡的标准制定、芯片制造等涉及国家金融安全，因此，**必须由政府主导，国内企业掌握核心技术并在市场中占据主要地位。**我们认为，国内金融 IC 产业链上相关公司将**持续收益**。涉及到的个股可分为以下四类：1、**芯片厂商**，如：晶源电子、大唐电信；2、**IC 卡厂商**，如：恒宝股份、东信和平；3、**POS 机厂商**，如：新大陆、证通电子、新国都；4、**ATM 机厂商**，如：广电运通、御银股份。

具体分析这四类公司：1、**IC 卡厂商**：由于受益最为直接，市场对 IC 卡厂商的反应速度与强度都是最大的，但行业个股目前估值较高；2、**POS 机和 ATM 机厂商**，由于 2007 年后的机器均已兼容接触式 IC 卡，对于非接触式 IC 卡只需添加一个 200 多元的模块，而未来接触式 IC 卡是最终的方向，所以对 POS 机和 ATM 机厂商的影响来讲相对较小，可适当关注；3、**芯片厂商**，是整个产业链的最上游也是最核心的部分，我们建议重点关注，个股上我们**推荐晶源电子**

同方微电子注入后晶源电子主营业务集中在芯片领域，凭借同方在市场的实力及影响力，其在金融 IC 领域空间巨大，值得关注。

表 2、金融 IC 卡发卡量预测表

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
金融 IC 卡数量（万张）					
新增借记卡中金融 IC 卡数量	1,678	6,175	13,831	19,364	28,400
新增信用卡中金融 IC 卡数量	1,045	2,318	4,172	6,008	8,862
信用卡换卡中金融 IC 卡数量	1,267	3,167	5,795	9,272	13,908
存量借记卡中金融 IC 卡换卡数量	3,468	8,233	18,442	33,887	49,700
合计需求（万张）	7,457	19,892	42,240	68,531	100,871
晶源电子市场份额假设	20%	25%	30%	30%	30%
晶源电子获得金融 IC 卡芯片订单数量（万张）	1,491	4,973	12,672	20,559	30,261

资料来源：长城证券研究所

表 2 中是我们对金融 IC 卡发卡量和晶源电子市场份额的预测，其中还包含几条基本假设条件：



- 借记卡的增速将逐步趋于稳定;
- 信用卡在 2015 年前仍将保持较高增速;
- 信用卡由于每 3 年一换卡, 到 2015 年将全部使用 IC 卡;
- 借记卡换卡速度要慢于信用卡, 新增卡中 IC 化比例也较低, 同时由于存量较大, 更换速度将较低, 我们进行保守预测;
- 推广初期国外芯片厂提供部分芯片, 国内厂商, 包括晶源电子, 市场份额偏低, 之后将逐步实现国产替代, 假设晶源电子获得 25%~30% 的市场份额。

我们假设每个 IC 卡芯片出厂价格为 5 元, 根据预测, IC 卡业务将为晶源电子 2011-2013 年分别带来 7,455 万元, 24,865 万元和 63,360 万元的收入。我们认为, 金融 IC 化的趋势已成必然, 虽然推广的速度还不能完全确定, 但对于行业内的公司已形成持续的利好预期, 我们预测晶源电子 2011-2013 年的每股收益分别为 0.50 元、0.95 元和 1.30 元, 给予**推荐**的投资评级。

4. 风险提示

个股业绩低于预期带来的风险, 行业估值回调风险, 系统性风险

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。

邵仅伯: 清华大学工学硕士, 2010 年加入长城证券, 任计算机行业分析师, 3年计算机行业工作经验。

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

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@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>