

经济转型时期的估值变化研究

——计算机行业 2011 年二季度投资策略

2011 年 4 月 13 日

看好/维持

计算机

季度报告

报告摘要:

- **软件行业同比增速预计于 9 月份出现阶段拐点。**软件行业的周期性与宏观经济的周期性并不一致，同时又有着紧密的关系，通过将历史数据进行整理和拟合我们发现，软件行业通常落后于宏观经济 11 个月左右，因此如果未来几个月工业增加值继续向好的话，则意味着 2010 年 10 月份是宏观经济的一个阶段性底部，那么我们预计在 2011 年 9 月份左右将会出现软件行业同比增速的企稳和拐头。
- **经济模式的调整直接促使行业估值水平进入新的运行轨道。**如果我们将软件企业的 PE 除以所有 A 股上市公司的 PE 进行观察的话，我们会发现自 2000 年起至 2009 年，软件企业 PE/A 股 PE 的值通常在 1.1-2.7 之间波动，而从 2009 年 9 月的阶段性中值位置开始，该比值出现了非常明显的变化，进入了新的运行轨道，新的区间出现在了 2.1-3.7 之间，中值位置在 2.9 左右。
- **促使相对估值变化的背后因素是行业增速与上市公司利润的变化。**软件行业相对估值水平变化的驱动因素与基本面有很大的关系，简单的判据我们可以从行业增速来判断，更深层次的因素在于行业的盈利能力，如果软件行业的盈利能力持续向好，那么行业的相对估值水平有望持续提升。从近 2 年的发展情况来看，我们认为在今年三季度时，行业的相对估值水平将会出现明显的探底回升。
- **投资评级：二季度偏中性，三季度起看好。**

计算机行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	09A	10E	11E	09A	10E	11E		
中青旅	0.60	0.75	0.90	27	21	18	2.91	强推
苏宁电器	0.57	0.76	0.96	23	17	14	4.96	强推
同方股份	0.49	0.78	1.20	57	36	23	3.47	强推
博瑞传播	0.52	0.67	0.80	32	25	21	6.28	强推
辉煌科技	0.82	1.28	1.80	64	41	29	8.79	强推
世纪瑞尔	0.63	0.81	1.14	55	43	30	3.41	强推
晶源电子	0.28	0.53	0.98	90	47	26	7.79	强推
广电信息	0.15	0.35	0.51	86	37	25	7.09	强推

王玉泉

执业证书编号: S1480210100001

计算机行业分析师

010-6650 7334

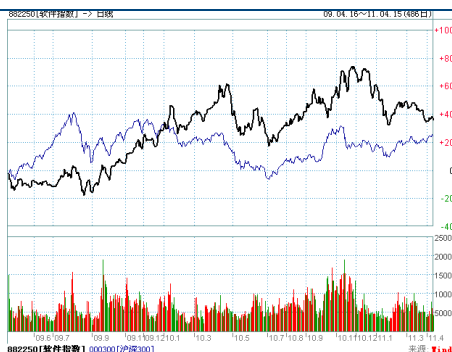
wangyq@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	242	13.3%
重点公司家数	65	3.57%
行业市值	14318 亿元	7.8%
流通市值	9157 亿元	9.2%
行业平均市盈率	48	/
市场平均市盈率	18	/

信息行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《计算机行业 2011 投资策略: 星际争霸—网络经济的评价体系》 2010.12.3
1. 《中小型软企: 四种路径点亮成长光芒——软件行业 2010 年投资策略报告》 2010.1.4
2. 《软件行业: 基于周期性的研究, 探讨软件行业的投资时点选择》 2009.10.9

目 录

序言.....	3
1. 软件行业同比增速预计于 9 月份出现阶段拐点	4
2. 当前行业估值处于阶段性中值水平	5
3. 软件行业估值水平的影响因素.....	6
4. 重点子行业判断.....	8
5. 重点公司盈利预测与投资评级.....	9

表格目录

表 1: 软件行业的周期性与宏观经济的周期性.....	5
表 2: 软件行业的周期性与宏观经济的周期性.....	7
表 3: 重要子行业判断.....	8

插图目录

图 1: 软件行业收入变化与工业增加值收入变化.....	3
图 2: 金融危机以来软件行业收入与增速.....	4
图 3: 软件行业收入增速与宏观经济的关系	4
图 4: 软件企业的 PE 水平和 A 股上市公司 PE 水平的变化	5
图 5: 软件上市公司 PE 与 A 股 PE 比值的变化	6
图 6: 每股收益增长率和 PE 水平变化之间的关系	7

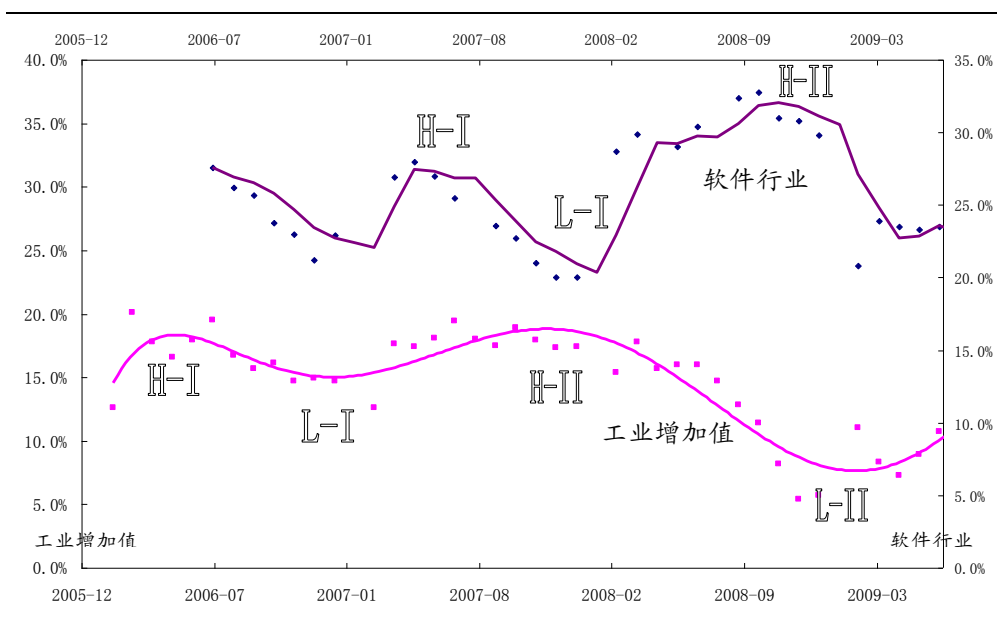
序言

2009 年我们曾发布报告《基于周期性的研究，探讨软件行业的投资时点》，在那篇报告中，我们着重探讨了以下几个问题：

- 1、软件行业是否具有周期性？（我们最终的结论是软件行业具有明显的周期性。）
- 2、软件行业的周期性受到哪些因素的影响？（我们最终的结论是软件行业的周期性与宏观经济有非常直接的关系，特别是可以直接以工业增加值来进行表征。）
- 3、软件行业的投资时点如何把握？（我们最终的结论是一看行业发展情况，二看估值水平。）

在该报告中，我们还曾提出了一个判断软件行业走势的先行指标的方法，如下图所示：

图 1：软件行业收入变化与工业增加值收入变化



资料来源：工业和信息化部，东兴证券研究所

根据这幅图，在当时，我们明确地提出软件行业的收入增速从那时起仍然会下滑几个月，直到当年年底出现底部并拐头向上；第二，从当时的 PE 看，其估值水平处于之前 10 年的一个历史中值位置；第三，从行业周期轮转的情况来判断，软件行业经过之前 10 年的低迷后，即将进入一个新的市场景气周期，在这三点判断结论的基础上，我们明确提出当时是投资软件行业的一个绝好的时机。

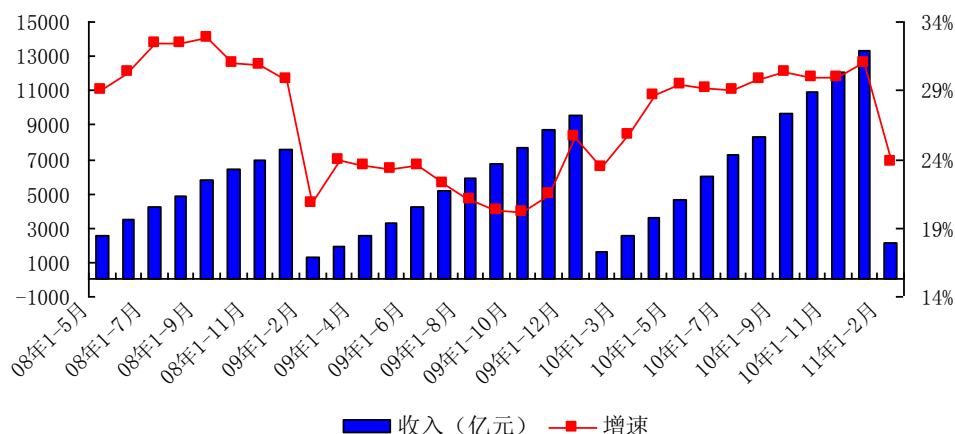
而当行情走到今天，在当前情况下，经过 2010 年底至 2011 年 3 月这一段时间股价的调整之后，软件行业的 PE 水平再次回到了一个阶段性中值的位置，那么，是否可以再次判断当前行业处于一个很好的投资时机呢？在本文中，我们将尝试探讨这个问题，而在得出明确的结论之前，我们认为还应在前述三个问题的基础上，补充研究第四个问题：

4、推动软件行业估值变化的因素是什么？

1. 软件行业同比增速预计于 9 月份出现阶段拐点

根据工信部的统计数据显示, 2011 年前 2 个月, 我国软件产业实现收入 2167 亿元, 增速比去年同期提高 0.4 个百分点。完成利润总额 271.5 亿元, 同比增长 31%, 增速比去年同期高 20.1 个百分点, 软件产业占电子信息产业的比重由 2001 年的 6% 上升到了 18%, 位居电子信息产业第二, 仅次于计算机制造行业。

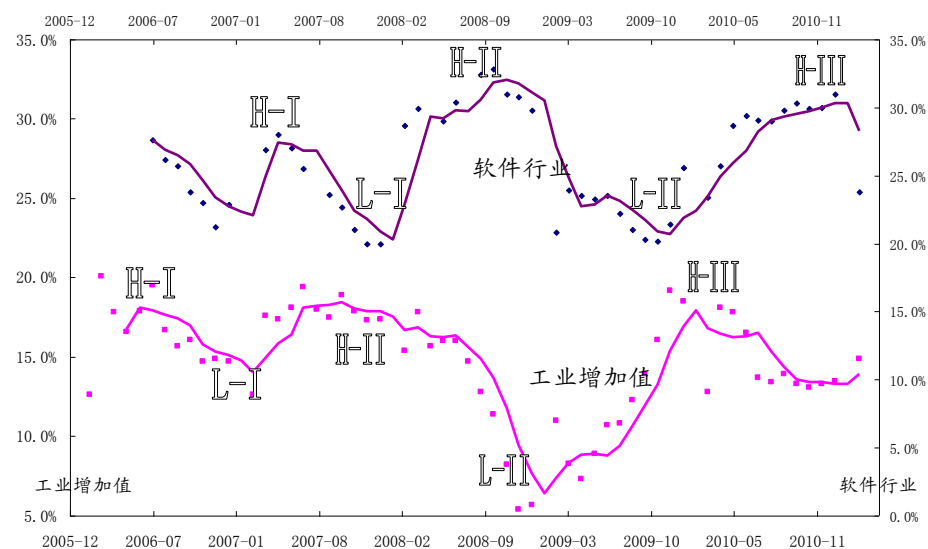
图 2: 金融危机以来软件行业收入与增速



资料来源: 工业和信息化部, 东兴证券研究所

根据我们在 2009 年 10 月 3 号的报告《基于周期性的研究, 探讨软件行业的投资时点选择》的判断, “软件行业的周期性跟宏观经济的周期性并不一致, 同时又有着紧密的关系, 通过将历史数据进行整理和拟合我们发现, 软件行业通常落后于宏观经济 11 个月左右”, 如下图所示, 工业增加值同比增速出现阶段性高(低)点之后, 在 11 个月之后软件行业会相应出现阶段性高(低)点。

图 3: 软件行业收入增速与宏观经济的关系



资料来源: 工业和信息化部, 东兴证券研究所

结合我们在 2011 年年度策略报告《计算机行业 2011 投资策略：星际争霸—网络经济的评价体系》中对于行业的观点，“我们初步判断本轮自 2010 年 4 月以来的宏观经济的波动将会影响到明年软件行业整体的收入增长变化，预计在明年一季度左右软件行业将出现本次收入同比增长的阶段性高点，之后将会缓慢回落一段时间”，我们目前依然维持该观点，并且从当前情况看，如果未来几个月工业增加值继续向好的话，则意味着 2010 年 10 月份是宏观经济的一个阶段性底部，那么我们预计在 2011 年 9 月份左右将会出现软件行业同比增速的企稳和拐头。

表 1：软件行业的周期性与宏观经济的周期性

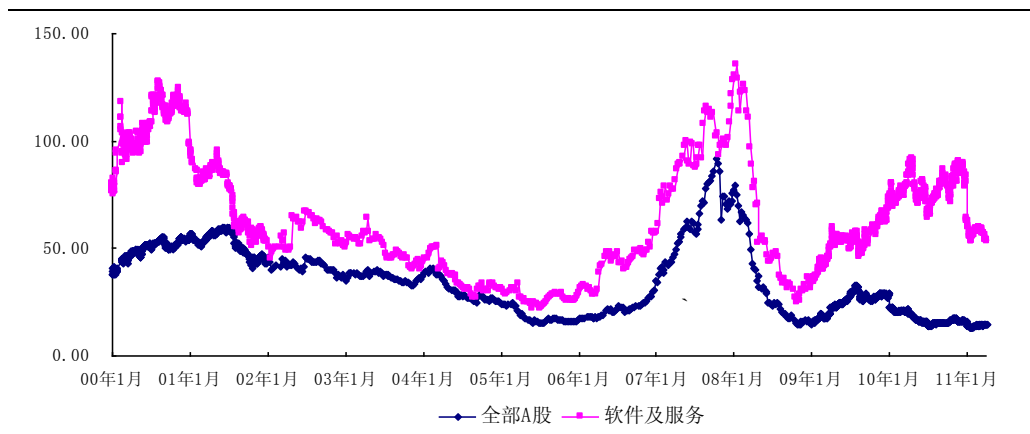
	H-I	L-I	H-II	L-II	H-III	L-III
宏观经济	06 年 4 月	07 年 1 月	07 年 11 月	09 年 1 月	10 年 3 月	10 年 10 月
软件行业	07 年 5 月	07 年 12 月	08 年 10 月	09 年 11 月	11 年 1 月	
周期相差	11 个月	11 个月	11 个月	10 个月	10 个月	
预计						11 年 9 月

资料来源：东兴证券

2. 当前行业估值处于阶段性中值水平

A 股软件上市公司的 PE 水平通常高于全部 A 股的 PE 水平，下图显示了自 2000 年以来软件企业的 PE 水平和 A 股上市公司 PE 水平的变化，从图中看出，2000 年与 2010 年是行业大幅超越市场基准水平的两年，剩下大多数的时间，行业的估值水平与市场基准水平变化趋势相同。

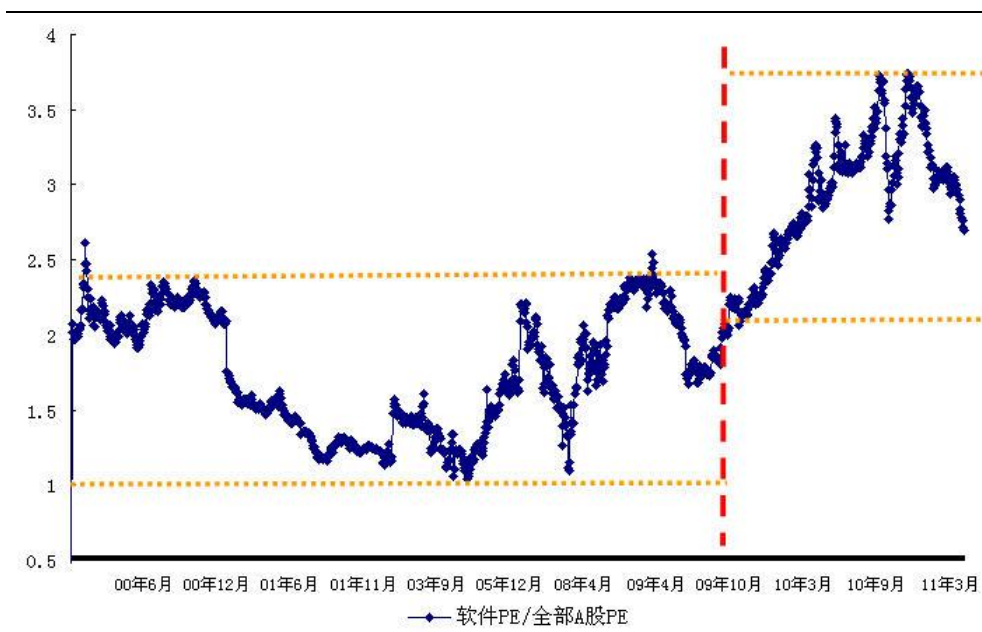
图 4：软件企业的 PE 水平和 A 股上市公司 PE 水平的变化



资料来源：东兴证券研究所

从上图我们不能明显看出软件企业的相对 PE 水平变化，因为在图中 PE 水平的变化最重要受到的影响还是来自于整个资本市场牛熊的变化，为了更清晰地看到软件上市企业 PE 水平变化有别于整个市场的 PE 水平变化的关系，我们将软件企业的 PE 除以所有 A 股上市公司的 PE，得到的关系如下图所示。

图 5：软件上市公司 PE 与 A 股 PE 比值的变化



资料来源：工业和信息化部，东兴证券研究所

从图中我们注意到，自 2000 年起至 2009 年，软件企业 PE/A 股 PE 的值通常在 1.1-2.7 之间波动，平均水平在 1.8 左右，显示了软件企业通常估值水平高于全部 A 股估值水平的特性，主要的三个阶段性高点分别出现在 2000 年 8 月、2006 年 6 月和 2008 年 8 月，而主要的阶段性低点分别出现在 2002 年 6 月、2004 年 9 月和 2007 年 10 月。

而从 2009 年 9 月的阶段性中值位置开始，由于经济转型等因素，科技股出现了一个很强的牛市行情，软件企业 PE/A 股 PE 的值也出现了非常明显的变化，目前，从图中我们可以看到，新的运行区间出现在了 2.1-3.7 之间，中值位置在 2.9 左右，虽然我们目前尚不能直接判断该区间是否能作为一个长期稳定的运行范围，但在近两三年内，我们认为科技企业相对整个市场的估值优势还会明显存在，该区间也会在一定时间范围内起到作用。

除此以外，虽然在 2009 年 9 月也是一个相对阶段估值中值位置，目前的估值（2.7 左右）也是一个相对的估值中值位置，但我们认为这两个中值存在一个较大的区别，背后的驱动因素有较大的不同，因此我们判断这两个点上的运行方向也存在较大的不同，这一因素参加我们下节的分析。

3. 软件行业估值水平的影响因素

从上一节中的图中我们注意到，软件企业 PE/A 股 PE 的值会有一定的运行范围，在一定的时间范围内，了解估值上下限对于我们判断行业是否存在投资机会具有直接的意义，但仅仅了解上下限还不够，我们还需要知道在该范围内，软件企业 PE/A 股 PE 这个比值运行的方向，为了观察该比值运行方向的变化规律，我们需要做进一步的观察。

一个直接的判据是行业增速：

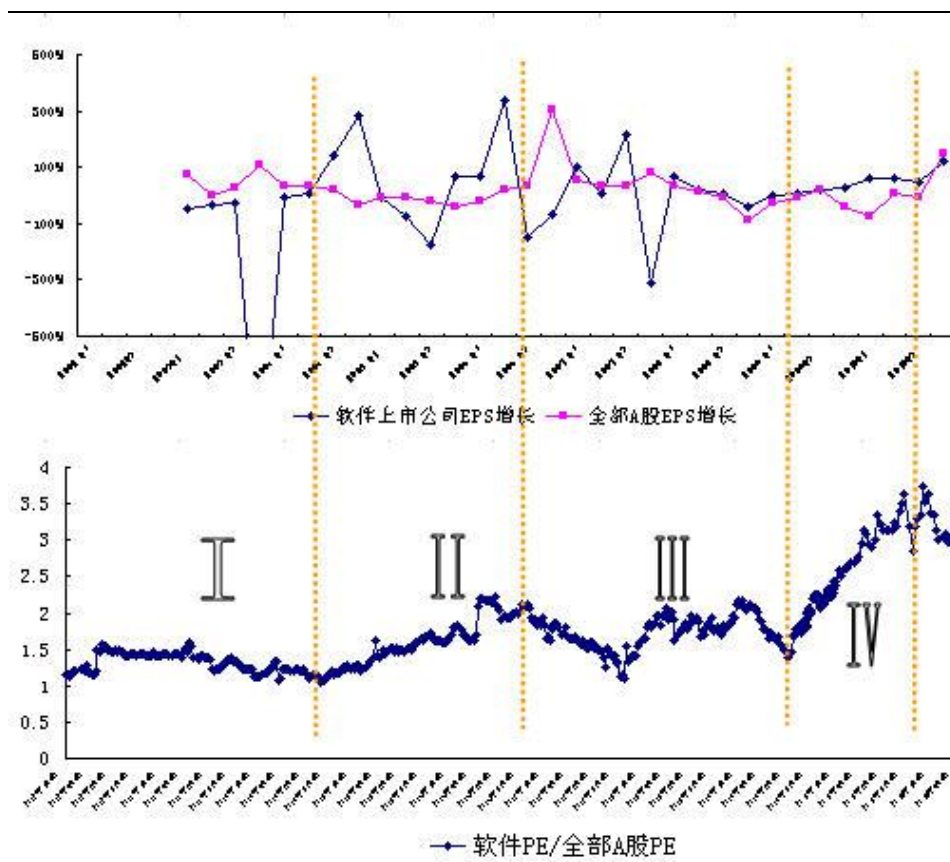
表 2：软件行业的周期性与宏观经济的周期性

	运行范围	估值比值	比值位置	未来 6 个月 行业增速	运行方向判断
2009 年 9 月	1.1-2.7	2.0	中值	见底回升 底部出现在 09 年底	持续向上
2011 年 4 月	2.1-3.7	2.7	中值偏下	持续向下 6 个月以后见底	继续向下 3 个月左右见底
预计			2011 年 6 月份左右估值比值见底 之后估值比值方向开始出现拐头向上		

资料来源：东兴证券

从行业增速我们可以做简单而直接的判断，事实上，行业增速影响的是公司利润，从公司利润的角度来说，我们会更容易理解估值比值的运行变化。我们用 eps 增长率变化来表征企业盈利能力的变化，将软件行业上市公司的 eps 增长率与全部 A 股 eps 的增长率用同一张图来进行表征，可以得到下图。

图 6：每股收益增长率和 PE 水平变化之间的关系



资料来源：工业和信息化部，东兴证券研究所

我们将 PE 变化中的阶段高低点与 EPS 增长率变化的高低点进行对比，大体可以找到这样的规律：软件企业的 EPS 增长从阶段性高点下穿全部 A 股 EPS 的增长过程时，将会出现 PE 水平的阶段性高点，这是因为软件企业 EPS 增长在一段过程中持续高于全部 A 股的 EPS 增长，则 PE 也自然会享有更高的水平，整个积累过程在软件 EPS 增长下穿 A 股 EPS 增长的时候达到最大，PE 水平享有阶段性高点的水平；同理，软件企业的 EPS 增长从阶段性低点上穿全部 A 股 EPS 的增长过程时，将会出现 PE 水平的阶段性低点，这是因为软件企业 EPS 增长在一段时间的过程中持续低于全部 A 股的 EPS 增长，则 PE 水平也自然会降低，整个积累过程在软件 EPS 增长曲线上穿 A 股 EPS 增长曲线时达到最大，PE 水平达到阶段性的低点，阶段性的上穿和下穿的点在图 7 中用橙色直线表示，需要指出的是，这个理论是我们从图中所总结出的相对经验化和近似性的理论，其准确性和先验性还有待于我们进一步的观察。

不过，可以肯定的是，软件行业的 EPS 增长率在某一阶段持续高于全部 A 股的 EPS 增长率时，例如图中的区域 II 的位置，则软件行业的 PE 水平/A 股 PE 水平的比值自然有上升的趋势——意味着软件行业的盈利能力更强，未来的预期收入会更大，折现现金流也就更高，从而 PE 水平相对来说更高；而当软件行业的 EPS 增长率在某一阶段持续始终低于全部 A 股的 EPS 增长率时，例如图中的区域 I 的位置，则软件行业的 PE 水平/A 股 PE 水平的比值自然有下降的趋势——意味着软件行业的盈利能力变弱，折现现金流也就降低，从而 PE 水平相对来说降低。

由此我们基本可以得出结论，软件行业相对市场的估值水平（软件行业 PE/A 股 PE）背后的驱动因素与基本面有很大的关系，简单的判据我们可以从行业增速来判断，如果行业增速持续向上，那么行业相对估值水平有望持续提升，反之亦然。更深层次的因素在于行业的盈利能力，因为行业的增速水平将直接传导到上市公司的盈利能力，如果软件行业的盈利能力持续向好，那么行业的相对估值水平有望持续提升。从近 2 年的情况来说，我们认为软件行业 PE/A 股 PE 达到 2.3 位置左右，时间大约在今年三季度时将会出现明显的探底回升，即我们认为从今年三季度左右时，软件行业的走势将逐渐强于全部 A 股的大盘走势，投资软件行业将再次成为市场的建议超配品种。

4. 重点子行业判断

我们认为今年比较重要的子领域分别包括数字城市、电子商务、云计算、EMV 迁移、三网融合、移动互联网等。

表 3：重要子行业判断

H-I		L-I	H-II	L-III		
物联网	数字城市	智能交通	公路网	看好	银江股份、易华录、皖通科技、交技发展、亿阳信通、新大陆、达实智能	未来的应用更有吸引力—物联网系列报告之一
			铁路网	看好	辉煌科技、世纪瑞尔、赛为智能	
			航空网	看好	川大智胜	
		智能建筑	看好	广联达、泰豪科技、同方股份		
		智能医疗	看好	东软集团、易联众、用友软件、银江股份		
	手机	应用平台	中性	卫士通、亿阳信通	移动支付让消费者更便利—物联	

支付		网系列报告之二		
	ATM	看好	广电运通、御银股份、东方通信	银行业扩张模式转变,促进 ATM 产业快速增长
移动 互联网	移动终端	中性	汉王科技	魅族的呐喊——移动互联网系 列报告之一
	电子商务	看好	苏宁电器、美邦服饰、天虹百货、 中青旅	网购的诱惑——移动互联网系 列报告之二
				资本的狂热——移动互联网系 列报告之三
	云计算	中性	华胜天成、用友软件	
	智能卡与 EMV 迁移	看好	晶源电子、恒宝股份、东信和平、 达华智能、天喻信息、易联众	EMV 迁移将会改变什么？ 超级网银的上线将加速 U 盾的 普及
	三网融合	看好	广电信息、歌华有线、广电网络、 天威视讯	IPTV 闪现投资机会——三网融 合试点方案点评 广电取得先发优势
	IPV6	看淡		IPV6，这一次要变了吗？

资料来源：东兴证券

5. 重点公司盈利预测与投资评级

结合表 3 中我们子行业的判断，结合各上市公司当前的估值情况分析，我们对行业内重要公司做出以下投资评级。

特别的，二季度我们特别推荐由于利空因素作用，调整已经相对比较深，估值已经相对比较安全的辉煌科技、世纪瑞尔，电子商务领域的苏宁电器、中青旅，应用科技领域的同方股份、博瑞传播和增长性比较确定的晶源电子与广电信息。

表 3：B2C 相关公司盈利预测与投资评级

业务领域	简称	EPS（元）			PE			PB	评级
		10A	11E	12E	10A	10E	12E		
电子 商务	美邦服饰	0.77	1.15	1.57	41	27	20	10.94	强烈推荐
	中青旅	0.60	0.75	0.90	27	21	18	2.91	强烈推荐
	苏宁电器	0.57	0.76	0.96	23	17	14	4.96	强烈推荐
	天虹商场	1.28	1.63	2.11	35	27	21	5.41	推荐
数字 城市	银江股份	0.41	0.70	1.02	55	32	22	5.76	强烈推荐
	同方股份	0.49	0.78	1.20	57	36	23	3.47	强烈推荐
	易华录	0.76	0.95	1.42					建议申购
	辉煌科技	0.82	1.28	1.80	64	41	29	8.79	强烈推荐
	世纪瑞尔	0.63	0.81	1.14	55	43	30	3.41	强烈推荐

	川大智胜	0.54	0.82	1.16	72	47	33	7.40	推荐
	广联达	0.97	0.98	1.40	36	35	25	3.60	推荐
	广电运通	1.39	1.87	2.45	30	22	17	7.09	强烈推荐
EMV 迁移	晶源电子	0.28	0.53	0.98	90	47	26	7.79	强烈推荐
	达华智能	0.41	0.54	0.69	78	60	47	16.80	推荐
	易联众	0.57	0.80	1.04	59	42	33	5.68	推荐
三网融合	广电信息	0.15	0.35	0.51	86	37	25	7.09	强烈推荐
移动 互联网	北纬通信	0.63	0.77	1.09	57	47	33	6.38	推荐
	博瑞传播	0.52	0.67	0.80	32	25	21	6.28	强烈推荐
	奇虎	0.08	0.22	0.65	338	123	42		强烈推荐

资料来源：东兴证券

6. 风险提示

- 1、宏观经济没有出现真正的复苏

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。