

期待绝地反击行情

——计算机行业 2011 年第 4 季度投资策略

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2011 年 9 月 30 日

联系人

崔健 CFA

022-28451618

bhzqcj@hotmail.com

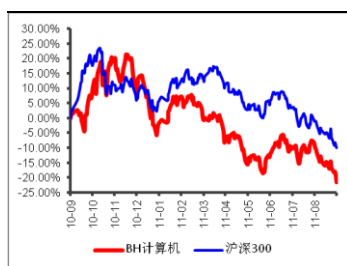
子行业评级

硬件	看淡
软件	看淡
网络	看淡

年度股票池

东软载波	强烈推荐
天源迪科	推荐
威创股份	推荐
东华软件	推荐
海隆软件	推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

2011.6.23 《把握防守反击投资机会》

投资要点：

● 硬件行业处于从景气高点回落阶段

国内计算机整机产量增速恢复到高速发展水平，而全球第二季度 PC 发货量只增长 2.7%，由于平均价格下降，整机制造行业在产量持续高增长的情况下，收入仅取得平稳增长，利润总额增速虽然较快但呈现增速下降的趋势。从计算机各子行业收入和利润增幅来看，计算机硬件行业呈现从景气高点下滑的态势。

● 软件行业保持高景气

二季度以来软件行业收入增速呈现攀升的趋势，国内信息化投入的增速有所加快，从而有效带动了软件行业的发展，信息技术服务业务在各子行业中保持领先的增速，行业维持服务化的趋势，服务业务的比重逐月提升。在政府采购国产软件的带动下，软件产品的增速以及信息系统集成服务的增速均有不同程度的提高，从而促进了行业整体的发展。

● 计算机板块中期业绩增速略低于预期

与沪深 300 相比，计算机板块受硬件板块拖累，净利润增幅相对较低；软件板块净利润增幅则相对较好，这也使得该板块在二季度走势相对较强。与我们的预期相比，硬件板块业绩大幅低于预期，软件板块业绩则略低于预期，网络板块业绩略低于预期，由此看来硬件板块未来调整的压力更大。

● 维持行业“看淡”评级

沪深 300 估值水平已经创出历史的新低，整体几乎跌无可跌。如果股市保持这种低迷态势，沪深 300 的跌幅将有限，而游资逐渐逃离的计算机板块的调整幅度将超过大盘；当国内外利空出尽或出现利好消息时，沪深 300 将会迎来反弹，由于跌幅较大其反弹力度也将超过计算机板块。因此，我们维持对计算机硬件、软件、网络板块“看淡”的投资评级。

● 期待绝地反击

在国内外经济环境不断恶化，利空消息接踵而至的情况下，A 股市场的投资功能正在丧失。从短期来看，A 股市场惟有依靠自身的力量才能恢复“升机”，那么 A 股市场惟有跌出市场的底部才能实现“绝地反击”。预计四季度将在本轮下跌后出现先反弹后盘整的行情，为了应对可能出现的反弹，我们扩大股票池规模。四季度股票池我们保留东华软件、天源迪科、海隆软件并维持“推荐”评级，调入东软载波和威创股份，维持对东软载波“强烈推荐”、威创股份“推荐”的投资评级。

目 录

1. 硬件行业处于从景气高点回落阶段	4
1.1 整机产量增速超预期 预计 4 季度增速高水平波动	4
1.2 外部设备产量增速缓慢 预计 4 季度情况将延续	5
1.3 收入和利润增长均出现放缓迹象	6
1.4 海外订单提高出口增速	8
1.5 厂商投资增速将趋降	9
2. 软件行业保持高景气	10
2.1 收入增速逐渐提高	10
2.2 政府采购提升软件产品需求	11
2.3 西部地区将继续领涨	12
2.4 软件外包服务出口增速有下滑趋势	13
3. 计算机板块中期业绩增速略低于预期	14
4. 市场走势回顾与投资策略	15
4.1 三季度次新股行情使计算机板块跑赢大盘	15
4.2 半年度策略股票池跑赢行业指数及大盘	17
4.3 维持行业“看淡”评级	18
4.4 期待绝地反击	19
4.4.1 置之绝地而后生	19
4.4.2 扩充股票池 迎接黎明	20

图 目 录

图 1	国内微型计算机产量增速回升到高速增长水平	4
图 2	笔记本占微型计算机比重在 75%左右波动	4
图 3	显示器单月产量在低水平波动	5
图 4	打印机产量同比维持高速增长	5
图 5	整机制造收入增幅持续回落	6
图 6	整机制造行业利润恢复到正常水平	6
图 7	网络设备制造收入保持平稳	7
图 8	网络设备制造业利润增速回落	7
图 9	外部设备制造收入增速高位运行	7
图 10	外部设备制造业利润增速趋于平稳	8
图 11	计算机产品累计出口额及增速	8
图 12	笔记本累计出口额及增速	9
图 13	计算机制造厂商投资维持在较高水平	9
图 14	软件行业收入增速逐渐攀升	10
图 15	软件行业单月增速震荡上扬	10
图 16	软件行业收入构成变化情况	11
图 17	2010 年 1-8 月软件行业各项业务收入构成情况	11
图 18	服务类业务增长迅速	12
图 19	西部地区增速最快	12
图 20	西部地区占比继续提高	13
图 21	软件出口增速略好于国内市场	13
图 22	软件外包服务出口在较高水平波动	14
图 23	单月出口增速	14
图 24	2002 年以来计算机硬件和软件板块估值溢价波动情况	19

表 目 录

表 1	2011 年中期计算机各板块及沪深 300 主要成长性指标	15
表 2	2011 年 7 月 1 日-9 月 28 日计算机各板块走势超越大盘	15
表 3	2011 年 7 月 1 日-8 月 26 日是计算机板块持续超越大盘的阶段	16
表 4	2011 年 8 月 27 日-9 月 28 日计算机板块走势落后于大盘	16
表 5	2011 年 7 月 1 日至 9 月 28 日硬件板块涨跌幅榜情况	16
表 6	2011 年 7 月 1 日至 9 月 28 日软件板块涨跌幅榜情况	17
表 7	2011 年 7 月 1 日至 9 月 23 日网络板块涨跌幅榜情况	17
表 8	策略股票池 7 月 1 日至 9 月 28 日涨幅情况	17
表 9	Wind 统计的分析师对计算机各板块及沪深 300 的业绩增速预测平均值	18
表 10	我们对计算机各板块及沪深 300 的业绩增速预期	18
表 11	截至 9 月 28 日计算机各板块估值溢价率被动提高	18
表 12	2011 年四季度股票池	20

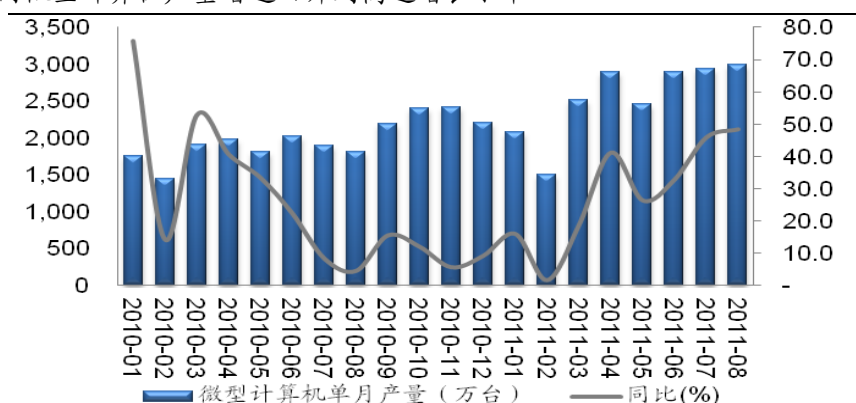
1. 硬件行业处于从景气高点回落阶段

1.1 整机产量增速超预期 预计 4 季度增速高水平波动

2011 年 8 月，我国生产微型计算机 2988.43 万台，同比增长 48.39%；其中笔记本电脑 2240.04 万台，同比增长 49.27%，占微型计算机的比重为 75.0%。

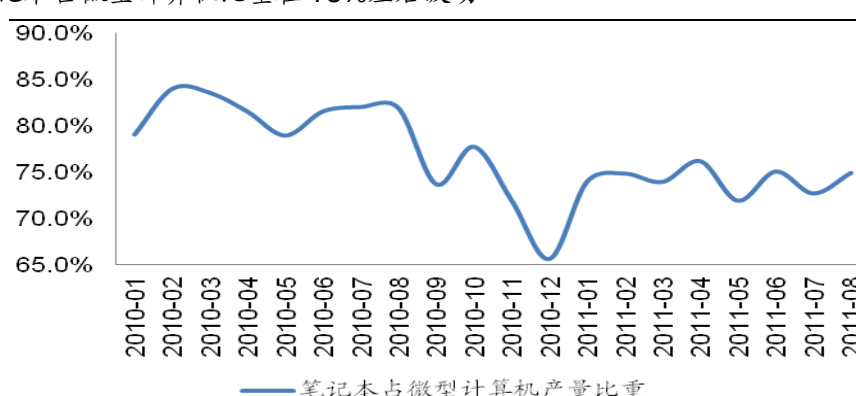
国内计算机整机生产在经历年初的短暂低迷后，产量增速恢复到高速发展水平，并且近几个月增速屡屡超出我们的预期，而全球第二季度 PC 发货量只增长 2.7%。我们认为，全球产能向我国转移以及各种平板电脑产能大量建在我国，是造成国内整机产量增速远超全球平均水平的主要原因。

图 1 国内微型计算机产量增速回升到高速增长水平



资料来源：国家统计局

图 2 笔记本占微型计算机比重在 75% 左右波动



资料来源：国家统计局

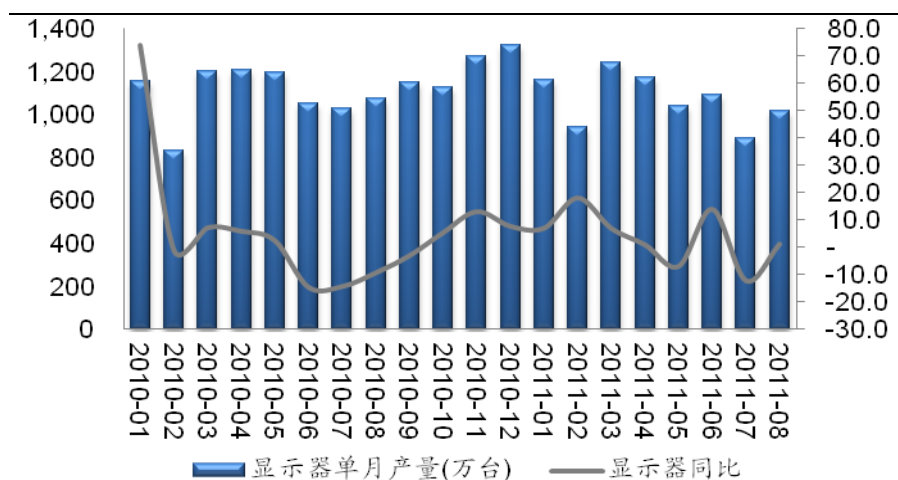
预计未来一个季度，我国计算机整机产量增速将在较高水平波动，单月增速在 40%~50%，累计增速将在 35% 左右波动。出货量增速最快的仍会是平板电脑，

笔记本电脑出货量占比维持在 75%左右波动。

1.2 外部设备产量增速缓慢 预计 4 季度情况将延续

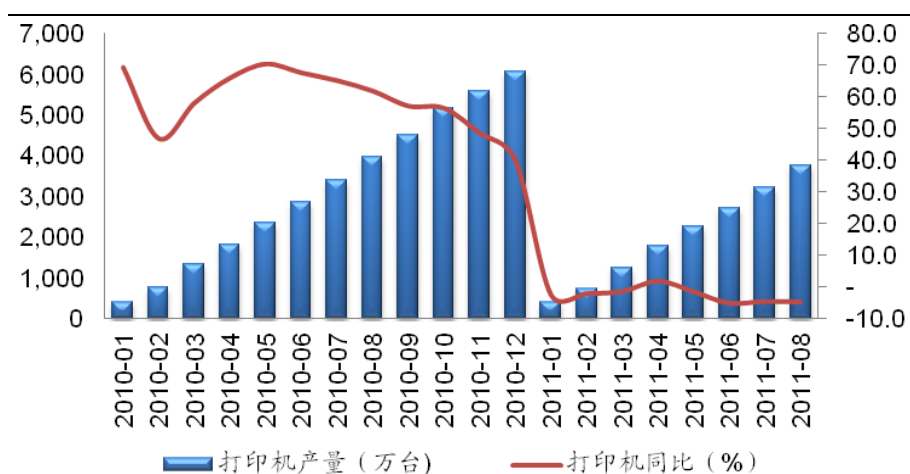
2011 年 8 月，显示器单月产量为 1017.25 万台，同比增长 1.24%。2011 年 1-8 月，显示器累计产量为 8781.23 万台，同比增长 5.08%；打印机累计产量为 3764.46 万台，同比下降 4.76%。

图 3 显示器单月产量在低水平波动



资料来源：国家统计局

图 4 打印机产量同比维持高速增长



资料来源：国家统计局

年初以来以显示器和打印机为代表的外部设备的产量增速缓慢，显示器每月出货量增速波动较大，而打印机出货量增速基本维持在负增长水平，主要外部设备出货量增速基本符合我们的预期。外部设备市场目前以更新需求为主，其配套的产

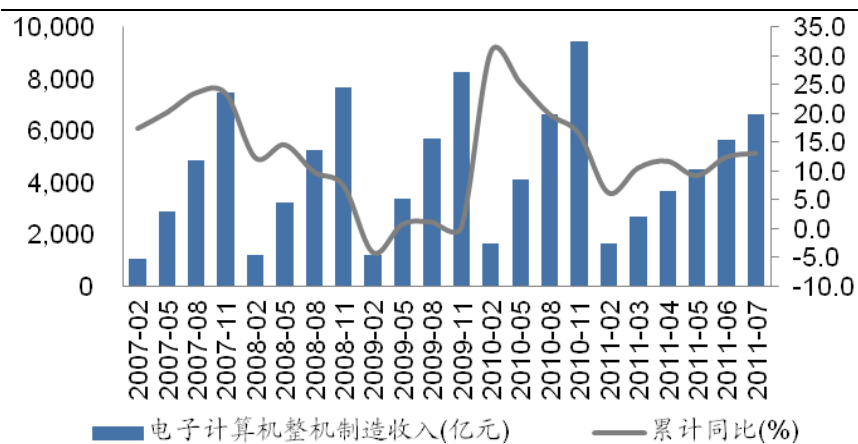
品产量增速较慢，因此造成该市场增速缓慢。

预计未来一个季度，我国显示器产量增速将维持低水平波动；打印机产量将继续保持缓慢下滑的态势。

1.3 收入和利润增长均出现放缓迹象

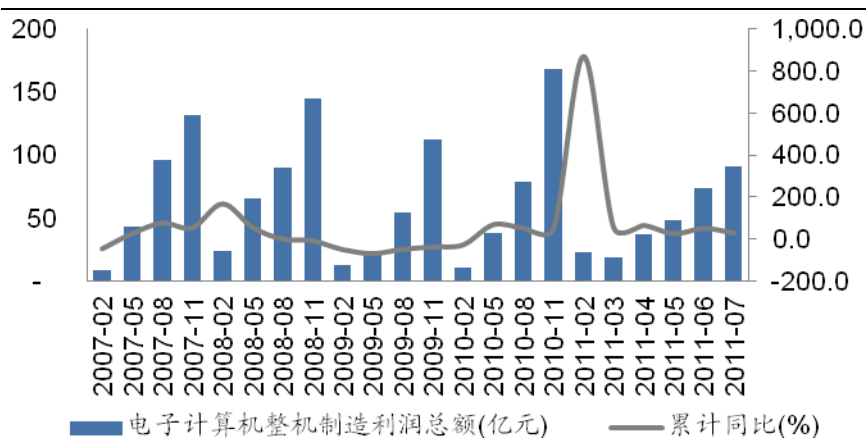
2011 年 1-7 月，计算机整机制造行业实现营业收入 6629 亿元，同比增长 13.0%，实现利润总额 90.7 亿元，同比增长 29.9%；网络设备制造行业实现收入 271 亿元，同比增长 25.5%，实现利润总额 30 亿元，同比增长 26.2%；外部设备制造行业实现收入 4952 亿元，同比增长 21.7%，实现利润总额 118 亿元，同比增长 3.9%。

图 5 整机制造收入增幅持续回落



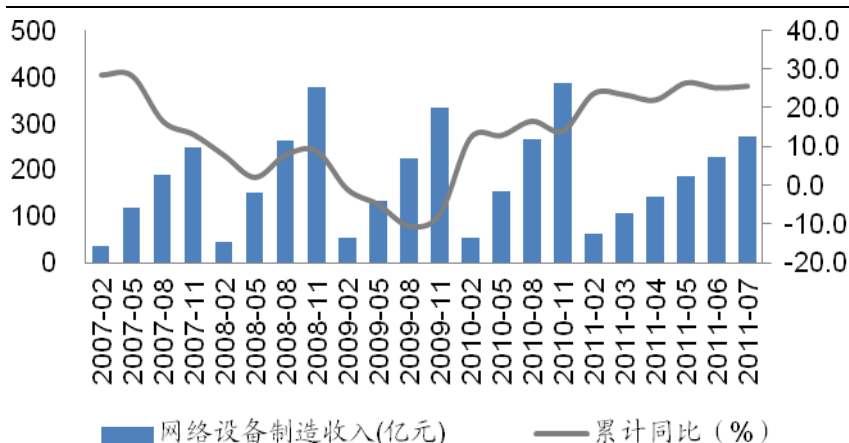
资料来源：国家统计局

图 6 整机制造行业利润恢复到正常水平



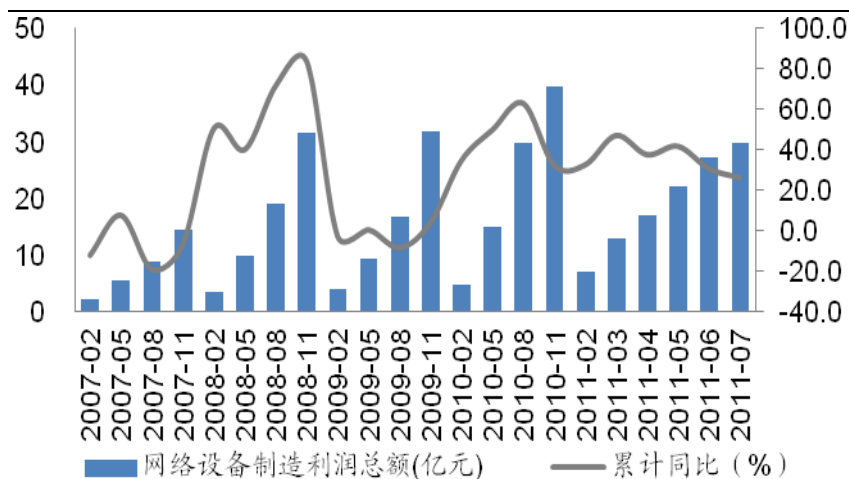
资料来源：国家统计局

图 7 网络设备制造收入保持平稳



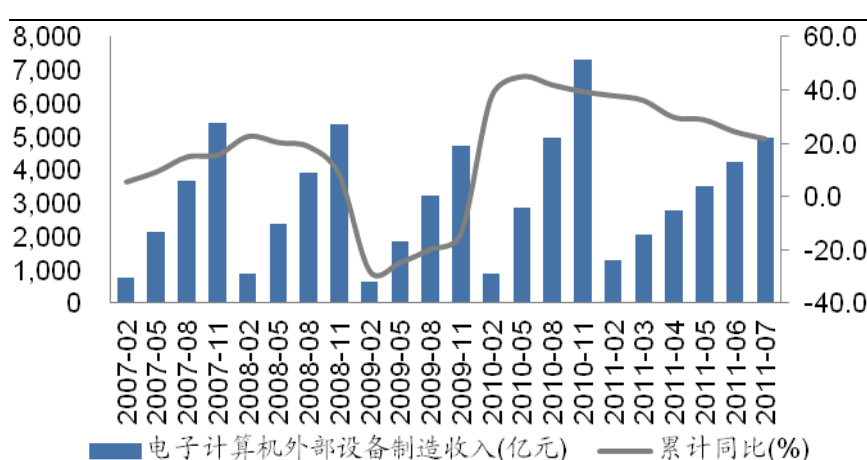
资料来源：国家统计局

图 8 网络设备制造业利润增速回落



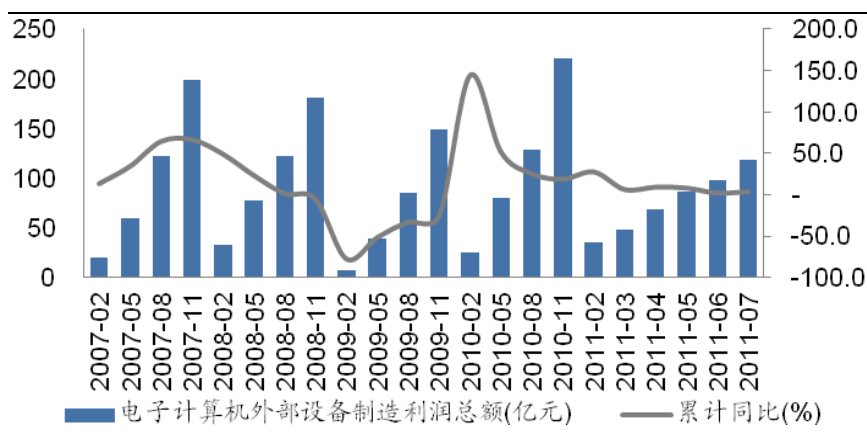
资料来源：国家统计局

图 9 外部设备制造收入增速高位运行



资料来源：国家统计局

图 10 外部设备制造业利润增速趋于平稳



资料来源：国家统计局

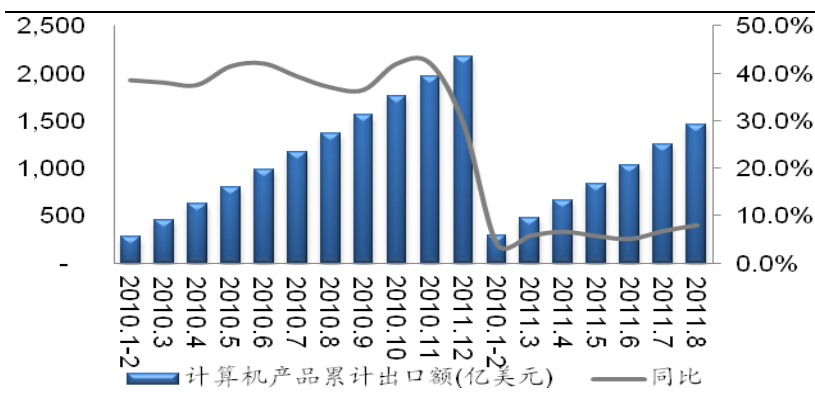
二季度以来，由于平均价格下降，整机制造行业在产量持续高增长的情况下，收入仅取得平稳增长，利润总额增速虽然较快但呈现增速下降的趋势；网络设备制造业收入保持较快增长，但利润总额增速同样呈现下降的趋势；而外部设备在产量趋降的情况下，收入增速不断下降，利润增幅在各子行业中也最为缓慢。从计算机各子行业收入和利润增幅来看，计算机硬件行业呈现从景气高点下滑的态势。

预计未来一个季度，由于产品价格下降，计算机各子行业收入和利润增速仍将会保持趋降的态势，行业景气度将不断下降。

1.4 海外订单提高出口增速

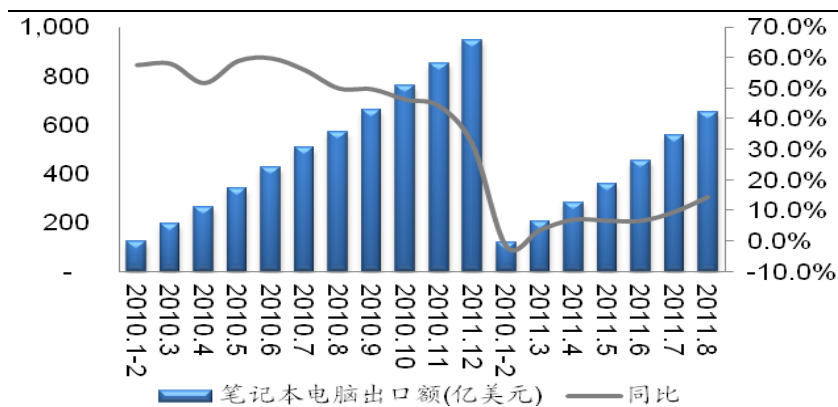
2011 年 1-8 月，计算机行业出口额为 1459 亿美元，同比增长 8.1%，增速比 1-7 月提高 1.2 个百分点，低于行业平均水平 7.4 个百分点；其中笔记本电脑出口额为 654 亿元，同比增长 14.3%，增速比 1-7 月提高 4.9 个百分点。

图 11 计算机产品累计出口额及增速



资料来源：工业和信息化部

图 12 笔记本累计出口额及增速



资料来源：工业和信息化部

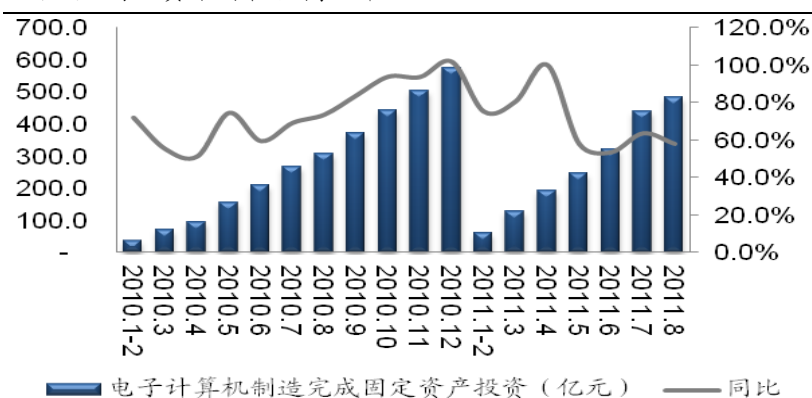
三季度以来，海外需求呈现复苏态势，主要是由于海外产能不足，订单转向国内所致。

预计未来一个季度，计算机产品出口增速仍将有所提高，但程度较为有限。

1.5 厂商投资增速将趋降

2011 年 1-8 月，计算机行业完成固定资产投资 483.6 亿元，同比增长 58%，增速比去年同期降低 15.6 个百分点，低于电子信息行业整体 9.1 个百分点；新增固定资产投资 324.1 亿元，同比增长 321.4%，高于电子信息行业整体 190.3 个百分点。

图 13 计算机制造厂商投资维持在较高水平



资料来源：国家统计局

计算机行业在平板电脑、台式一体机需求增长的带动下，厂商投资动力很足，完成固定资产投资的增速较快。我们认为由于全球整机出货量增速很低，我国在承接产能转移的高峰过去后，固定资产投资增速将逐渐下降。

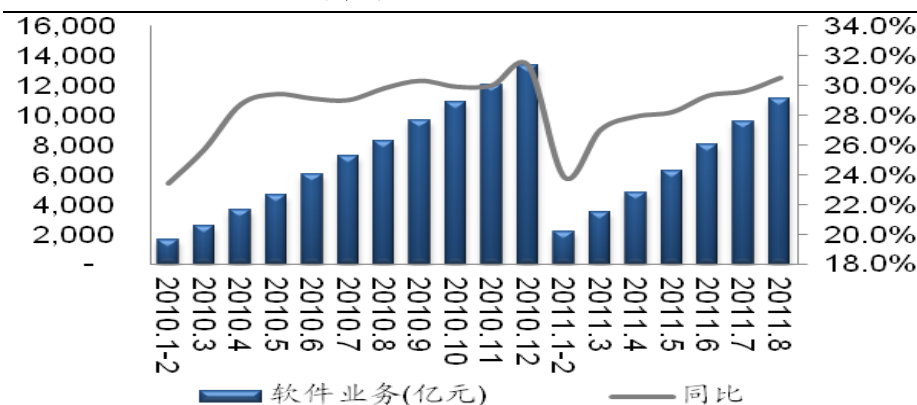
因此，我们预计未来一个季度，我国计算机行业固定资产投资增速将会有所降低。

2.软件行业保持高景气

2.1 收入增速逐渐提高

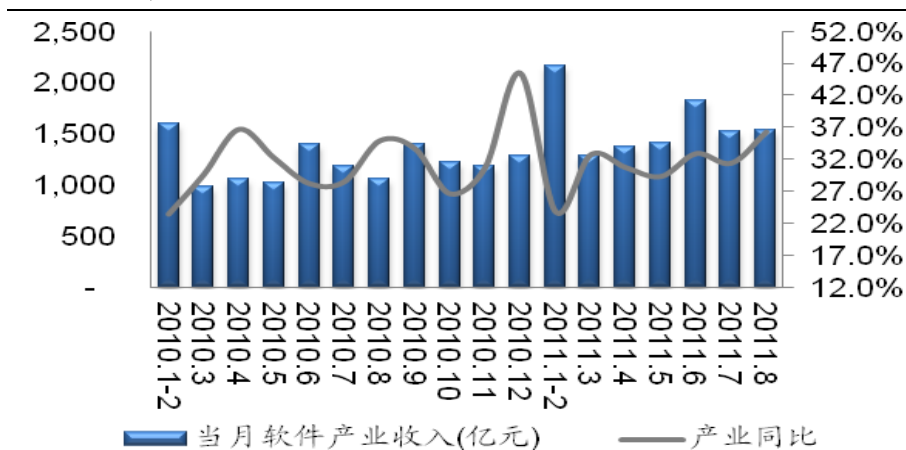
2011 年 1-8 月，我国软件行业累计实现收入 1.11 万亿，同比增长 30.5%，增速比去年同期提高 0.7 个百分点。其中 8 月份完成软件业务收入 1532 亿元，同比增长 36.3%，高出 7 月份 4.9 个百分点，达到今年以来单月最高水平。

图 14 软件行业收入增速逐渐攀升



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

图 15 软件行业单月增速震荡上扬



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

二季度以来软件行业收入增速呈现攀升的趋势，国内信息化投入的增速有所加快，从而有效带动了软件行业的发展，总体来讲基本符合我们的预期。

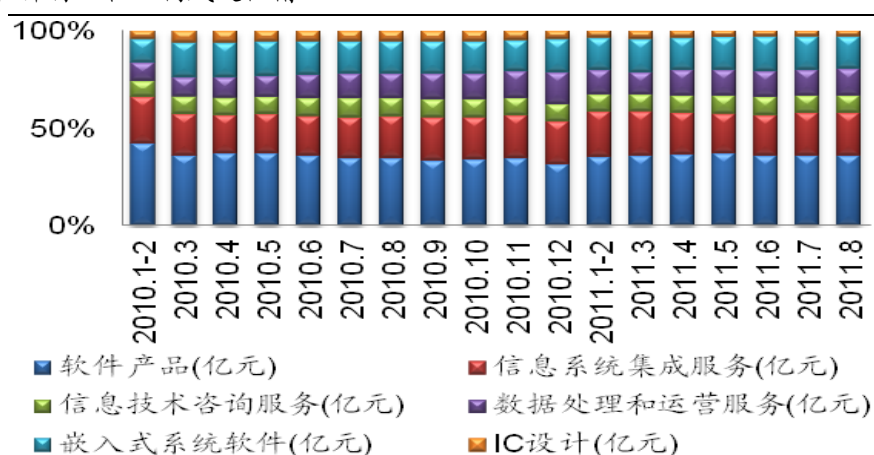
虽然我国固定资产整体投资增速缓慢下降，但在信息化投资比重不断加大的背景

下，我们预计未来一个季度，软件行业收入增速仍将会有所加快，各月份增速会有所波动但整体趋势保持向上。

2.2 政府采购提升软件产品需求

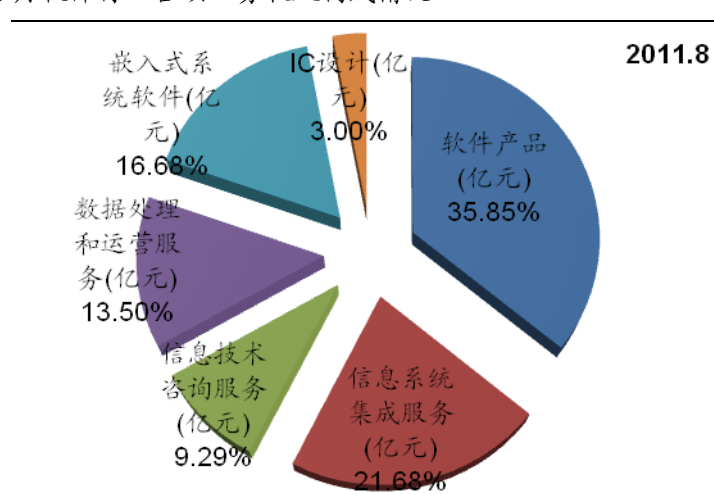
2011 年 1-8 月，我国软件产品实现收入 3987 亿元，同比增长 30.9%，增速比去年同期提高 7.1 个百分点；信息系统集成服务实现收入 2411 亿元，同比增长 27.5%，比去年同期提高 1.6 个百分点；信息技术咨询服务、数据处理和运营服务实现收入 1032 和 1501 亿元，同比分别增长 38.5%和 35.7%，增速分别高出全行业 8 和 5.2 个百分点，其中 8 月分别同比增长 55.6%和 35.2%；嵌入式系统软件实现收入 1855 亿元，同比增长 28.6%，比去年同期高 2.1 个百分点；IC 设计实现收入 334 亿元，同比增长 14.6%，增速低于去年同期 20 个百分点以上。

图 16 软件行业收入构成变化情况



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

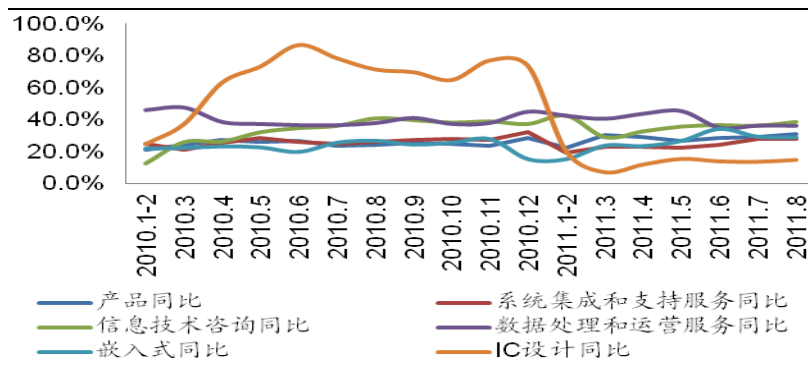
图 17 2010 年 1-8 月软件行业各项业务收入构成情况



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

三季度信息技术服务业务在各子行业中保持领先的增速,行业维持服务化的趋势,服务业务的比重逐月提升。在政府采购国产软件的带动下,软件产品的增速以及信息系统集成服务的增速均有不同程度的提高,从而促进了行业整体的发展。IC设计保持了年初以来较低的增速,半导体行业需求进入平稳增长阶段。

图 18 服务类业务增长迅速



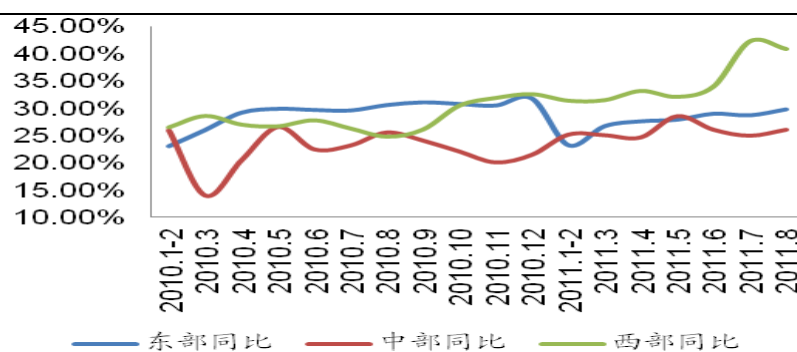
资料来源:工业和信息化部、渤海证券研究所整理

预计未来一个季度,软件行业收入中服务占比将继续提升,软件产品的增速则接近行业平均水平,快于系统集成业务的增长,而嵌入式软件和 IC 设计将保持比较平稳的增长态势。

2.3 西部地区将继续领涨

2011 年 1-8 月,东部地区完成软件业务收入 9654 亿元,占全国软件业务收入的 86.8%,同比增长 29.8%,其中江苏、浙江、福建和山东等省的增速超过 30%;西部地区完成软件业务收入 919 亿元,同比增长 40.9%,比去年同期提高 16.1 个百分点,其中四川、重庆等省市增速超过 40%;中部地区完成软件业务收入 546 亿元,同比增长 26.1%,高于去年同期 0.5 个百分点。

图 19 西部地区增速最快

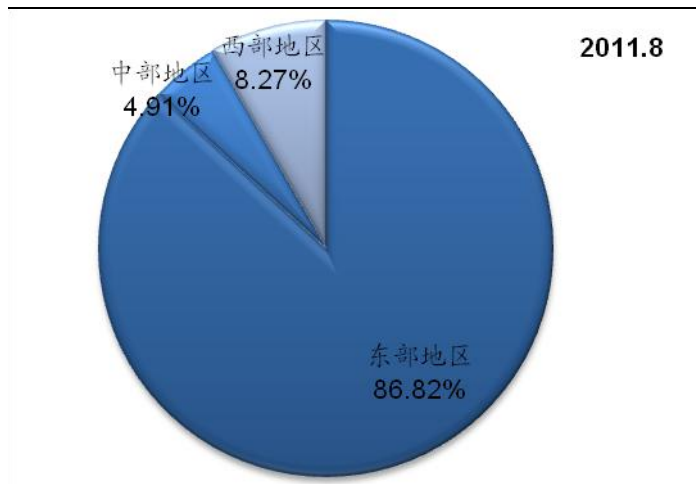


资料来源:工业和信息化部、渤海证券研究所整理

三季度以来，东部地区引领行业整体保持增速缓慢提升的态势，西部地区由于成本优势吸引软件产业转移，在各地区中增速保持最快，中部地区增速则维持小幅波动。

预计未来一个季度，西部地区保持领涨，东部地区继续带领行业保持增速的缓慢提升，中部地区增速则继续在 25%左右波动。

图 20 西部地区占比继续提高

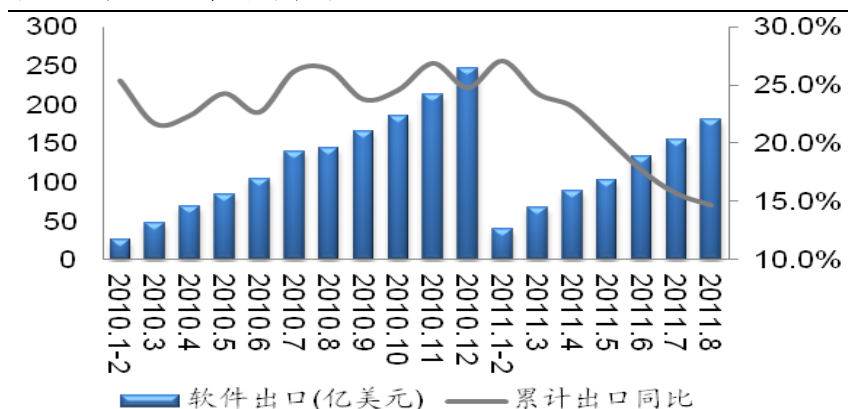


资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

2.4 软件外包服务出口增速有下滑趋势

2011 年 1-8 月，全国软件出口 180 亿美元，同比增长 14.7%，比去年同期低 11.7 个百分点。其中嵌入式软件出口下降 0.8%，拉动行业出口下降 5.7 个百分点；软件外包服务出口 31.7 亿美元，同比增长 42.5%，增速比去年同期提高 12.1 个百分点。

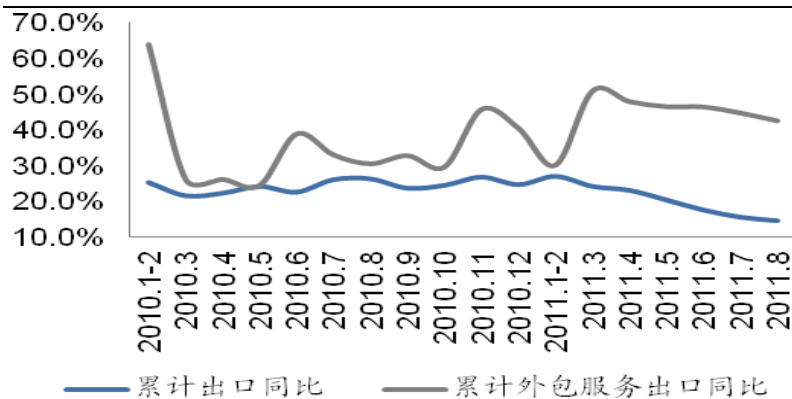
图 21 软件出口增速略好于国内市场



资料来源：工业和信息化部、渤海证券研究所整理

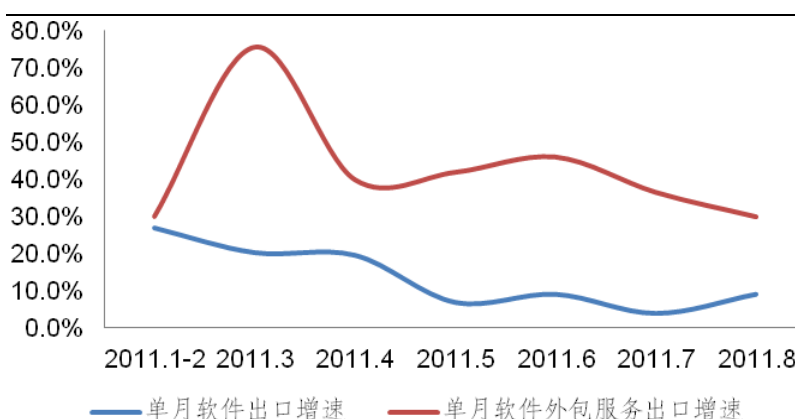
三季度欧、美、日等海外发达经济体经济增速均出现下滑，欧债、美国主权债务危机等问题冲击着全球金融市场，导致海外对我国软件行业需求不断减弱，即使软件外包服务受益于海外市场降低开发成本因素的带动，但是下半年也开始受到疲弱经济的拖累，单月增速呈现逐渐下滑的态势。

图 22 软件外包服务出口在较高水平波动



资料来源：工业和信息化部

图 23 单月出口增速



资料来源：工业和信息化部

预计未来一个季度，软件出口单月增速将维持在 10% 以下，软件外包服务出口单月增速保持下滑的态势。

3. 计算机板块中期业绩增速略低于预期

2011 年上半年，渤海计算机板块实现营业总收入 989.23 亿元，同比增长 4.6%。其中，硬件板块实现营业总收入 723.74 亿元，同比下降 0.81%；软件板块实现营业总收入 255.38 亿元，同比增长 22.34%；网络板块实现营业总收入 10.11 亿元，同比增长 37.94%。沪深 300 实现营业总收入 7.83 万亿，同比增长 27.74%。

2011 年上半年，渤海计算机板块实现归属于母公司股东净利润 46.36 亿元，同比增长 17.72%。其中，硬件板块实现归属于母公司股东净利润 14.29 亿元，同比下降 6.39%；软件板块实现归属于母公司股东净利润 29.16 亿元，同比增长 33.6%；网络板块实现归属于母公司股东净利润 2.91 亿元，同比增长 27.09%。沪深 300 实现归属于母公司股东净利润 0.86 万亿元，同比增长 23.12%。

表 1 2011 年中期计算机各板块及沪深 300 主要成长性指标

板块名称	2011 年上半年					
	营业总收入同比 (%)	营业利润同比 (%)	利润总额同比 (%)	归属于母公司股东的净利润同比 (%)	净利润同比预期 (%)	偏差(百分点)
BH 计算机	4.60	19.69	14.04	17.72	20.50	2.78
BH 硬件	-0.81	-4.71	-6.26	-6.39	5.00	11.39
BH 软件	22.34	45.39	31.87	33.60	35.00	1.40
BH 网络	37.94	23.44	29.40	27.09	25.00	-2.09
沪深 300	27.74	25.76	25.40	23.12	23.50	0.38

资料来源：渤海证券研究所、Wind

与沪深 300 相比，计算机板块受硬件板块拖累，净利润增幅相对较低；软件板块净利润增幅则相对较好，这也使得该板块在二季度走势相对较强。与我们的预期相比，硬件板块业绩大幅低于预期，软件板块业绩则略低于预期，网络板块业绩略低于预期，由此看来硬件板块未来调整的压力更大。

2011 年上半年，我国软件行业收入同比增长 29.3%，利润总额同比增长 34.9%；硬件行业收入同比增长 17.4%；利润总额同比增长 20.4%。与全国行业平均水平相比，A 股市场硬件板块明显低于行业平均水平，软件板块则略低于行业平均水平，说明 A 股市场计算机板块上市公司的行业代表性较差，从行业基本面的形式较难判断计算机整体特别是硬件板块的经营前景。

4. 市场走势回顾与投资策略

4.1 三季度次新股行情使计算机板块跑赢大盘

从 2011 年 7 月 1 日至 9 月 28 日，沪深 300 下跌 14.24%，渤海计算机板块下跌 8.44%，其中硬件板块下跌 10.35%、软件板块下跌 7.56%、网络板块下跌 11.17%，计算机各板块走势均强于大盘。

表 2 2011 年 7 月 1 日-9 月 28 日计算机各板块走势超越大盘

板块名称	区间涨跌幅
BH 硬件	-10.35%

BH 软件	-7.56%
BH 网络	-11.17%
BH 计算机	-8.44%
沪深 300	-14.24%

资料来源：渤海证券研究所

三季度，受国际金融和经济环境恶化，国内高通胀、紧缩性货币政策、经济增速减缓等不利因素影响，A股市场逐渐走低，交易量不断萎缩。在3季度上半段，市场上存量资金还能制造结构性行情，但从8月27日以后资金匮乏，市场上仅存脉冲式行情。从7月1日至8月26日，市场上存量资金对次新股的炒作使得计算机板块走势强于大盘，但是从8月27日至9月28日，游资的交易意愿趋弱，涨幅较大的次新股快速回落，导致计算机板块跌幅超过大盘。

表3 2011年7月1日-8月26日是计算机板块持续超越大盘的阶段

板块名称	区间涨跌幅
BH 硬件	1.21%
BH 软件	6.73%
BH 网络	4.58%
BH 计算机	4.91%
沪深 300	-4.69%

资料来源：渤海证券研究所

表4 2011年8月27日-9月28日计算机板块走势落后于大盘

板块名称	区间涨跌幅
BH 硬件	-11.42%
BH 软件	-13.39%
BH 网络	-15.07%
BH 计算机	-12.73%
沪深 300	-10.02%

资料来源：渤海证券研究所

从个股涨跌幅来看，硬件板块涨幅居前的个股包括重组预期概念、估值较低的蓝筹等，而跌幅居前的多为业绩增速严重低于预期甚至亏损严重的个股。

表5 2011年7月1日至9月28日硬件板块涨跌幅榜情况

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	600850	华东电脑	11.68	1	002362	汉王科技	-30.73
2	002312	三泰电子	9.87	2	600100	同方股份	-24.47
3	600271	航天信息	7.59	3	000066	长城电脑	-18.73

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

软件板块涨幅前列的以次新股为主；跌幅榜前列的则多为业绩增速低于预期的个股。

表 6 2011 年 7 月 1 日至 9 月 28 日软件板块涨跌幅榜情况

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	300212	易华录	30.74	1	002373	联信永益	-27.05
2	300157	恒泰艾普	28.13	2	002230	科大讯飞	-24.30
3	300229	拓尔思	24.54	3	002405	四维图新	-23.24
4	300036	超图软件	24.37	4	600289	亿阳信通	-22.48
5	300231	银信科技	15.08	5	600718	东软集团	-21.88

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理 注：新股采用上市首日收盘价为起始价

唯一上涨的网络股也是次新股概念；而跌幅前列的多是业绩增速低于预期的个股。

表 7 2011 年 7 月 1 日至 9 月 23 日网络板块涨跌幅榜情况

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	300226	上海钢联	5.89	1	000503	海虹控股	-21.94
2	002095	生意宝	-4.67	2	300052	中青宝	-15.71

资料来源：Wind

综合计算机板块个股的走势来看，共同的特点是跌幅前列的多是市盈率偏高业绩增速较差的个股；涨幅前列的以次新股为主，与中期业绩增速关联度不大，由此看来计算机板块三季度基本上是游资推动的行情。

4.2 半年度策略股票池跑赢行业指数及大盘

我们 2011 年半年度策略股票池在 7 月 1 日—9 月 28 日的平均跌幅为 6.81%，跑赢了行业指数和大盘。在 7 月和 8 月月度股票池的调整中，挖掘出了天玑科技和新国都这样的次新股搏得了短期反弹的行情，从而取得了一定的正收益，但是在 9 月月报中错误地调入了次新股新开普，没有避开次新股大幅回落的风险，使得 9 月股票池跑输了行业，我们对游资交易意愿迅速减弱的分析明显不足，从而造成了阶段性的损失。

表 8 策略股票池 7 月 1 日至 9 月 28 日涨幅情况

成分代码	成分名称	区间涨跌幅[%]
002065	东华软件	0.14
002195	海隆软件	-9.26
300047	天源迪科	-11.31
	算术平均	-6.81

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理

4.3 维持行业“看淡”评级

从 Wind 统计的分析师预测来看, 分析师对 2011 年计算机各板块的业绩增速仍过于乐观, 尽管比一季报时向下略有修正, 但是与 2011 年中期业绩增速相比明显偏差过大。分析师对 2011 年沪深 300 业绩增速的预期与 2011 年一季度相比略有下调, 与 2011 年中期业绩相比, 该预期与实际值的偏差较小。

表 9 Wind 统计的分析师对计算机各板块及沪深 300 的业绩增速预测平均值

板块名称	增长率预测	
	2011E	2012E
BH 计算机	50.64%	40.78%
BH 硬件	54.73%	36.80%
BH 软件	45.85%	39.77%
BH 网络	124.69%	45.41%
沪深 300	23.31%	20.56%

资料来源: Wind

我们预计计算机板块业绩增幅将远低于市场预期的平均水平, 3 季度硬件板块业绩增速下降速度将减缓, 网络板块业绩增速继续提高, 但软件板块业绩增速将会略有放缓。由于硬件板块中期业绩大幅低于预期, 我们调低了计算机板块 2011 年业绩增速, 2012 年业绩增速则相应提高。

表 10 我们对计算机各板块及沪深 300 的业绩增速预期

板块名称	我们对净利润增长的预期		
	2011Q3E	2011E	2012E
BH 计算机	18.50%	19.50%	23.00%
BH 硬件	-5.00%	-4.00%	15.00%
BH 软件	33.30%	29.00%	28.00%
BH 网络	28.00%	31.00%	35.00%
沪深 300	23.40%	23.30%	20.50%

资料来源: 渤海证券研究所

表 11 截至 9 月 28 日计算机各板块估值溢价率被动提高

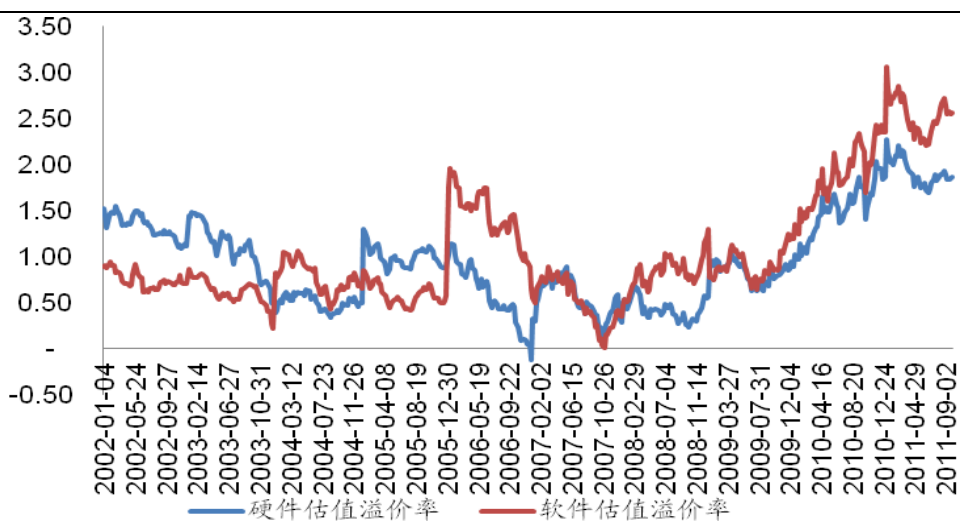
板块名称	PE			市盈率溢价率		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
BH 计算机	42.11	35.24	28.65	233.94%	244.56%	237.56%
BH 硬件	35.82	37.31	32.45	184.06%	264.84%	282.29%
BH 软件	44.19	34.26	26.76	250.44%	234.95%	215.33%
BH 网络	60.91	46.50	34.44	383.03%	354.64%	305.81%
沪深 300	12.61	10.23	8.49			

资料来源: Wind、渤海证券研究所

3 季度软件板块大量次新股的上涨提升了整体估值水平，尽管计算机各板块静态估值有不同程度下降，但是由于计算机板块整体净利润增幅低于沪深 300，且 3 季度跌幅小于沪深 300，因此截至 9 月 28 日，计算机板块估值溢价率反而被动提升。我们仍然坚持计算机板块估值溢价率将向历史均值回归的观点，计算机板块估值风险仍有非常大的释放空间。

沪深 300 估值水平已经创出历史的新低，整体几乎跌无可跌。如果股市保持这种低迷态势，沪深 300 的跌幅将有限，而游资逐渐逃离的计算机板块的调整幅度将超过大盘；当国内外利空出尽或出现利好消息时，沪深 300 将会迎来反弹，由于跌幅较大其反弹力度也将超过计算机板块。因此，我们维持对计算机硬件、软件、网络板块“看淡”的投资评级。

图 24 2002 年以来计算机硬件和软件板块估值溢价波动情况



资料来源：Wind、渤海证券研究所

4.4 期待绝地反击

4.4.1 置之绝地而后生

2011 年全球经济增速放缓已成定局，缓慢的经济增速使美国、欧盟、日本等发达经济体的金融、经济和社会矛盾日益突出，加之中东、北非等地区政治局势动荡，海外的政治、经济等诸多环境及发展前景并不乐观。反观国内，为了控制通货膨胀，政府始终坚持紧缩性货币政策，民间资本活跃度和成本随之提升，在经济增速减缓的情况下，民间高利贷的利益链条发生断裂，民营经济开始出现问题。如果不能有效控制由此带来的民间信用风险，国内经济存在较大的下行风险，经济

硬着路的可能性必然加大。

在国内外经济环境不断恶化，利空消息接踵而至的情况下，A股市场的投资功能正在丧失。业务欺诈、财务造假、中小板创业板高管辞职套现等问题“拷问”着A股全球流通时期发行所暴露出的弊端，而投资者利益得不到保障，仿佛仅剩离场一途。尽管A股发行市盈率不断下降、破发现象屡有发生，但是在A股市场尚未完全丧失融资功能的情况下，管理层就缺乏救市的动机。从短期来看，A股市场惟有依靠自身的力量才能恢复“升机”。我们预计政府近期出台救市政策的可能性很低，甚至宽松性货币政策在年内都难以看到，那么A股市场惟有跌出市场的底部才能实现“绝地反击”。

由于国家对金融、房地产、高耗能行业的调控，对战略性新兴产业的扶持，造成计算机板块在弱势中估值溢价率创出新高并在高位徘徊，但是当市场连游资冲击都缺乏资金支撑时，计算机板块估值水平向均值回归就成为必然趋势，我们认为四季度计算机板块缺乏整体性机会，更多的将是个股行情。

4.4.2 扩充股票池 迎接黎明

在系统性风险释放时期，计算机板块几乎泥沙俱下，低估值和高成长在此时也难以抵御风险的释放，我们只能寄希望在反弹时期，这些低估值和高成长的个股能取得较好的收益，介入时机的把握将是投资者在四季度参与计算机板块投资的关键因素。

预计四季度将在本轮下跌后出现先反弹后盘整的行情，为了应对可能出现的反弹，我们扩大股票池规模。维持中期策略观点，维持对东软软件、海隆软件、天源迪科“推荐”的投资评级，调入东软载波和威创股份，并维持对东软载波“强烈推荐”、威创股份“推荐”的投资评级。

表 12 2011 年四季度股票池

代码	公司名称	投资建议	EPS			BVPS	收盘价	市盈率			市净率
			2010A	2011E	2012E	2011-6-30	2011-9-29	2010A	2011E	2012E	
300183	东软载波	强烈推荐	1.04	1.71	2.46	12.35	46.10	44.50	26.96	18.74	3.73
002195	海隆软件	推荐	0.40	0.71	0.99	2.95	15.83	39.20	22.19	15.99	5.36
300047	天源迪科	推荐	0.40	0.55	0.69	6.33	11.61	29.29	21.24	16.75	1.83
002065	东华软件	推荐	0.61	0.80	1.04	3.89	18.60	30.51	23.25	17.86	4.79
002308	威创股份	推荐	0.31	0.40	0.59	2.62	10.80	34.38	27.00	18.31	4.12
	算术平均							35.58	24.13	17.53	3.97

资料来源：Wind、渤海证券研究所 2010 年每股收益按最新股本摊薄

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，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**朱艳君**

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com**吴慧**

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com**刘啸**

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com**渤海证券研究所****天津**

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分