

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

公司评级

本次评级	买入
上次评级	买入

6~12 个月目标价 38.7 元

收盘价 (10.05.10)	23.67
总股本 (百万)	976.97
流通股股本 (百万)	976.97
流通市值 (亿)	231.25

相关研究报告

《同方股份 (600100) ——战略布局彰显公司发展方向，期待 2010 年业绩的释放》

《同方股份 (600100) ——战略布局业已完成，2010 年蓄势待发》

《同方股份 (600100) ——电话访谈纪要》

《同方股份 (600100) ——收购资产计划获批，多元化经营战略有望在 2010 年获得丰收，维持“买入”评级》

事件

- 4 月份召开的创业板发行监管业务情况沟通会传出消息，目前证监会已允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市。受此消息影响，同方股份等高校股受到市场的追捧，但我们认为公司的股价仍未充分反映此预期，股价仍有上行的空间。在此报告中，我们尝试对同方股份的子公司进行分拆可行性分析，希望能够给投资者带来一定的参考价值。

投资要点

- 子公司众多，涉及八大主营业务，部分核心业务主要来自子公司的贡献。公司的子公司数量达百余家，具有一定规模的有 8 家：泰豪科技 (600590)、同方威视、同方人环、同方微电子、同方工业、同方知网、同方环境、沈阳多媒体。公司的计算机业务主要是母公司来完成，数字城市与行业信息系统中同方微电子的营收贡献达 18%，安防系统基本上由同方威视贡献，数字电视系统业务中来自沈阳多媒体的贡献达到 85%，数字通讯与装备制造的贡献主要来自同方工业公司，互联网应用与服务业务同方知网占 95%，而建筑节能的营收贡献 95%均来自泰豪科技。

表 1 主要子公司营收贡献及占比

子公司简称	从事业务大类	09 年营业收入 (万元)	贡献率
泰豪科技	建筑节能	238,928.46	94.47%
同方威视	安防	175,176.24	100%
同方人环	建筑节能	54,198.53	合并入泰豪科技
同方微电子	数字城市与行业信息化	45,005.68	16.52%
同方工业	数字通讯与装备制造	85,400.80	100%
同方知网	互联网应用与服务	39,970.42	94.26%
同方环境	环保	111,169.14	-
沈阳多媒体	数字电视系统	205,881.04	85.20%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

- 结合公司的战略考虑和客观的上市条件，我们认为最有可能进行分拆的是哈尔滨水务和同方环境。虽然创业板 IPO 对发行人盈利能力的要求门槛较低，但从过会的公司情况来看，基本上都要满足近 3 年扣除非经常性损益后的净利润达到千万级，特别是最近一个年度的净利润要达到 2000 万以上。我们认为同方威视、同方微电子、同方工业、同方知网、同方环境、哈尔滨水务、百视通技术较为符合上述标准，泰豪科技已经是上市公司、同方人环已纳入泰豪科技的合并报表范畴，所以在此不做考虑。由于公司已经进入主晶源电子 (002049)，我们认为公司旗下电子类的相关资产注入上市公司的可能性较大，而不会重新进行 IPO。此外同方工业由于造船业的不景气，所以近 2 年的经营情况吃紧，上市恐怕难以获批。所以，同方微电子、同方工业也不作考虑。经过这样的筛选，我们认为同方威视、同方知网、同方环境、哈尔滨水务、百视通技术上市可能性较大。而其中哈尔滨水务、同方环境的上市公司已在证监会分拆上市的说法之前就已有考虑，所以这两个公司首先进行上市程序的可能性最大。同时考虑到公司的惠州水务和淮安水务等水处理资产，不排除相关资产打包上市的可能。

- 我们预计公司水处理业务 2011 年会给公司带来 3.1 亿左右的收入, 按照毛利率 15.8% 来计算 2010 年的毛利贡献达约 5000 万元。若该资产上市, 参考 2010 年以来中小板发行平均市盈率 75.75 倍, 我们赋予 60 倍的发行市盈率, 则该部分资产增值给公司股价带来的溢价为 3.07 元。
- 我们预计同方环境 2011 年会给公司带来 12.78 亿的收入, 按照 14% 的毛利率计算, 毛利贡献达 1.79 亿。按照 60 倍的创业板发行市盈率, 我们认为资产增值给公司股价带来的溢价为 3.46 元。
- 通过粗略的计算, 我们认为公司的分拆上市预期给公司股价带来 6.53 元。我们提升公司未来 6~12 个月目标价为 38.7 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 风险方面我们最大的顾虑是同方威视的业务受到欧盟为期 6 个月的临时反倾销税的影响。但是今年世博会、广州亚运会会在一定程度上增加同方威视来自国内的营收, 我们认为临时反倾销税会对公司业绩产生影响, 但影响有限。

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15388	19648	23417	27234
收入同比(%)	10%	28%	19%	16%
归属母公司净利润	351	659	862	1064
净利润同比(%)	46%	87%	31%	23%
毛利率(%)	16.0%	16.3%	16.3%	16.4%
ROE(%)	4.8%	8.2%	9.7%	10.8%
每股收益(元)	0.36	0.67	0.88	1.09

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14475	17554	21145	25035	营业收入	15387.7	19648.1	23416.6	27234.3
现金	4717	4568	6281	8165	营业成本	12921.1	16448.5	19591.3	22762.3
应收账款	3067	4244	5058	5883	营业税金及附加	147.7	196.5	234.2	272.3
其他应收款	709	1024	1216	1411	营业费用	889.8	999.1	1109.6	1237.7
预付账款	1496	1926	2248	2633	管理费用	995.4	1099.2	1217.3	1351.8
存货	4281	5596	6094	6637	财务费用	187.3	173.2	182.9	182.7
其他流动资产	205	196	248	306	资产减值损失	193.8	140.0	150.0	160.0
非流动资产	6915	6676	6507	6315	公允价值变动收益	46.7	46.0	46.0	46.0
长期投资	1808	1797	1846	1896	投资净收益	335.7	335.0	335.0	335.0
固定资产	2505	2657	2616	2474	营业利润	435.1	972.6	1312.5	1648.4
无形资产	794	810	813	809	营业外收入	164.1	165.0	165.0	165.0
其他非流动资产	1808	1412	1232	1135	营业外支出	36.0	40.0	40.0	40.0
资产总计	21390	24229	27652	31351	利润总额	563.2	1097.6	1437.5	1773.4
流动负债	10483	11638	13161	14696	所得税费用	73.7	164.6	215.6	266.0
短期借款	3492	3000	3000	3000	净利润	489.5	932.9	1221.8	1507.4
应付账款	3629	4530	5393	6299	少数股东损益	138.2	274.4	359.4	443.3
其他流动负债	3362	4108	4768	5396	归属母公司净利润	351.4	658.54	862.48	1064.03
非流动负债	1506	2203	2902	3603	EBITDA	944.5	1442.7	1817.8	2165.6
长期借款	1324	2024	2724	3424	EPS (元)	0.36	0.67	0.88	1.09
其他非流动负债	181	179	178	179	主要财务比率				
负债合计	11989	13841	16063	18299	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2093	2367	2726	3170	成长能力				
股本	977	977	977	977	营业收入	10.5%	27.7%	19.2%	16.3%
资本公积	4498	4498	4498	4498	营业利润	6.6%	123.5%	34.9%	25.6%
留存收益	1849	2507	3295	4269	归属于母公司净利润	46.0%	87.4%	31.0%	23.4%
归属母公司股东权益	7307.86	8020.76	8862.32	9882.43	获利能力				
负债和股东权益	21390	24229	27652	31351	毛利率(%)	16.0%	16.3%	16.3%	16.4%
现金流量表					净利率(%)	2.3%	3.4%	3.7%	3.9%
单位:百万元					ROE(%)	4.8%	8.2%	9.7%	10.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	7.2%	10.9%	14.0%	16.7%
经营活动现金流	756	-603	1091	1294	偿债能力				
净利润	490	933	1222	1507	资产负债率(%)	56.1%	57.1%	58.1%	58.4%
折旧摊销	322	297	322	334	净负债比率(%)	41.46%	38.11%	37.26%	36.42%
财务费用	187	173	183	183	流动比率	1.38	1.51	1.61	1.70
投资损失	-336	-335	-335	-335	速动比率	0.95	1.01	1.13	1.24
营运资金变动	-59	-1826	-501	-583	营运能力				
其他经营现金流	151	155	200	187	总资产周转率	0.78	0.86	0.90	0.92
投资活动现金流	-621	307	169	184	应收账款周转率	5	5	5	4
资本支出	643	0	0	0	应付账款周转率	3.87	4.03	3.95	3.89
长期投资	-452	-18	47	53	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-430	289	216	237	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.67	0.88	1.09
筹资活动现金流	1042	146	454	406	每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	-0.62	1.12	1.32
短期借款	995	-492	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.48	8.21	9.07	10.12
长期借款	689	700	700	700	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	77.49	41.35	31.57	25.59
资本公积增加	-13	0	0	0	P/B	3.73	3.39	3.07	2.76
其他筹资现金流	-628	-62	-246	-294	EV/EBITDA	29	19	15	13
现金净增加额	1180	-149	1713	1884					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。