

中国新兴科技市场的巨无霸即将全新问世!

同方股份“首次买入”评级 目标价: 51.20

同方股份
600100

全面布局“十二五”重点支持行业，各大行业龙头业绩即将井喷

公司主营业务概括为“两大产业、四大本部、八大领域”，即主要集中在信息和能源环境两大产业。其中，信息产业涉及计算机、数字城市与行业信息化、安防系统、数字电视系统、数字通信与装备制造、互联网应用与服务等六大领域；能源环境产业涉及环保与建筑节能两大领域。经过十多年的积累，公司在新兴产业的布局已经完全形成；公司在2010年进行了产业结构和组织机构的成功调整，同方不再是一系列高科技企业的简单集合，而是按产业链进行纵向布局科技巨头。公司在国家“十二五”规划强大助推效应下，公司的各大行业的巨头（安防业世界巨头同方威视、智能交通全国龙头易程科技、传感器全国龙头同方微电子）即将携同方旗下的众多优质子公司实现业绩井喷，在清华大学百年校庆之际，同方股份，中国新兴科技市场的巨无霸即将全新问世！

孵化器即将全面进入收获期，享受至少 500 亿的巨额投资收益

经过十多年的耕耘，公司旗下已经形成了 100 家左右的优质高科技公司，其中超过半数盈利状况非常可观，相当一批公司的成长性和盈利能力甚至超过创业板和中小板中的优秀公司。随着各子公司不断的壮大，已经具备了独立上市的能力，而在证监会颁布了上市公司实现分拆上市的管理办法后，同方股份旗下的公司已经有少数直接或间接上市的案例，已为公司的录得几十亿以上的投资收益。当前，已经有上市预期的子公司就多达 11 家，未来两三年可为同方股份带来 482 亿的巨额重估空间；如果旗下 100 家子公司有一半成功上市，同方股份现有的 260 亿市值将会只是零头。中国 21 世纪的新兴产业巨无霸非同方莫数！

全面受益高铁产业，巨额大单引爆业绩主升浪

公司旗下的易程科技在手订单累计达到 60 亿左右，预计在 2014 年前完成确认，以后每年乐观估计可确认接近 10 亿。高铁建设继续加速，仅高铁业务，公司的订单就有 50 亿以上的增长空间，业绩爆发性增长指日可待，同方股份的价值重估已经刻不容缓。

附表 公司业绩预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	15387.7	18435.8	21422.6	29627.5
营业收入同比（%）	10.48	19.81	16.2	38.3
净利润（万元）	351.4	498.1	692.6	1554.1
净利润同比（%）	46.04	41.74	39.05	58.0

首次

买入

分析师：刘深

投资咨询执业证书编号：

S0630210060006

联系信息：

010-59707101

ls@longone.com.cn

联系人：曾维江

联系信息：

010-59707119

zwj@longone.com.cn

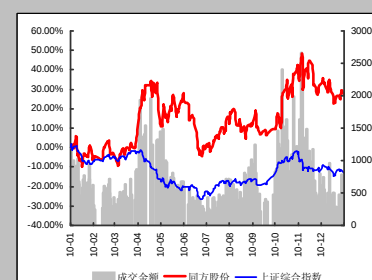
日期：2011-1-12

价格

当前市价：26.75 元

一年目标：51.20 元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.360	0.510	0.801	1.35
PE	74.3	52.5	33.4	19.8

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、公司介绍：两大产业、四大本部、八大领域.....	3
1、公司主要业务分类	3
2、波士顿矩阵分析	3
二、业绩即将引爆：全面布局新兴产业，充分受益产业规划.....	4
1、信息产业投资亮点	4
2、环保产业投资亮点	6
三、投资收益和分拆上市：布局新兴产业，获取高额回报.....	7
1、高铁（易程科技）	7
2、同方微电子入驻晶源电子	9
3、其它具有分拆上市可能的公司	10
四、盈利预测	12

图表目录

图表 1 信息产业主要业务	3
图表 2 能源产业主要业务	3
图表 3 能源产业主要业务	4
图表 4 中长期铁路网规划图（2008 年调整）	8
图表 5 客运专线和城际铁路开通时间以及运营里程.....	8
图表 6 同方股份旗下具有分拆上市的公司列表.....	11
图表 7 主要财务指标	12

一、公司介绍：两大产业、四大本部、八大领域

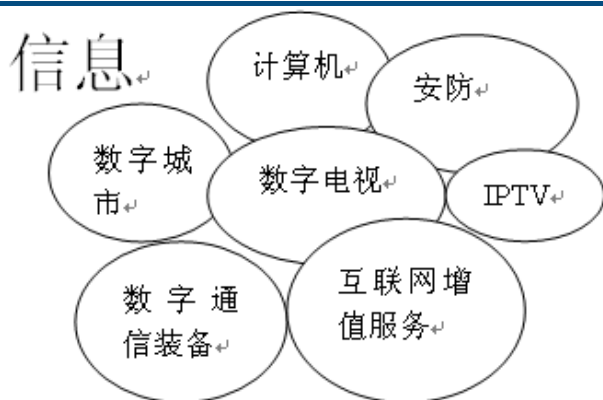
同方股份有限公司是以清华大学为依托,将清华大学丰富的科研成果转换为生产力的高科技公司。截止2009年底,公司总资产超过260亿元,营业收入超过200亿元,拥有专利和软件著作权共计1341项,“清华同方”品牌价值达到501.23亿元。同方历年入选“中国科技100强”、“中国电子信息百强”,并上榜世界品牌500强。

公司虽然在2008年受到了经济危机的影响,但随着经济的复苏,经营状况很快得到了恢复,营业收入创出的历史新高;受益于国家相关政策,关于促进高校的科研成果转换为生产力的相关指示,以及证监会最近出台的对具有分拆上市条件的公司的相关规定,公司旗下各部分业务的前景受到业界普遍看好。

1、公司主要业务分类

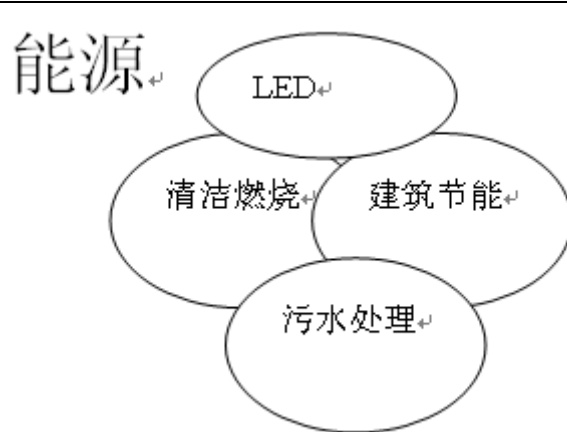
公司主营业务概括为“两大产业、四大本部、八大领域”,即主要集中在信息和能源环境两大产业。其中,信息产业分为计算机系统本部、应用信息系统本部、数字电视系统本部共三大本部,涉及计算机、数字城市与行业信息化、安防系统、数字电视系统、数字通信与装备制造、互联网应用与服务等六大领域;能源环境产业设立能源环境本部,涉及环保与建筑节能两大领域。

图表1 信息产业主要业务



资料来源: 东海证券研究所

图表2 能源产业主要业务

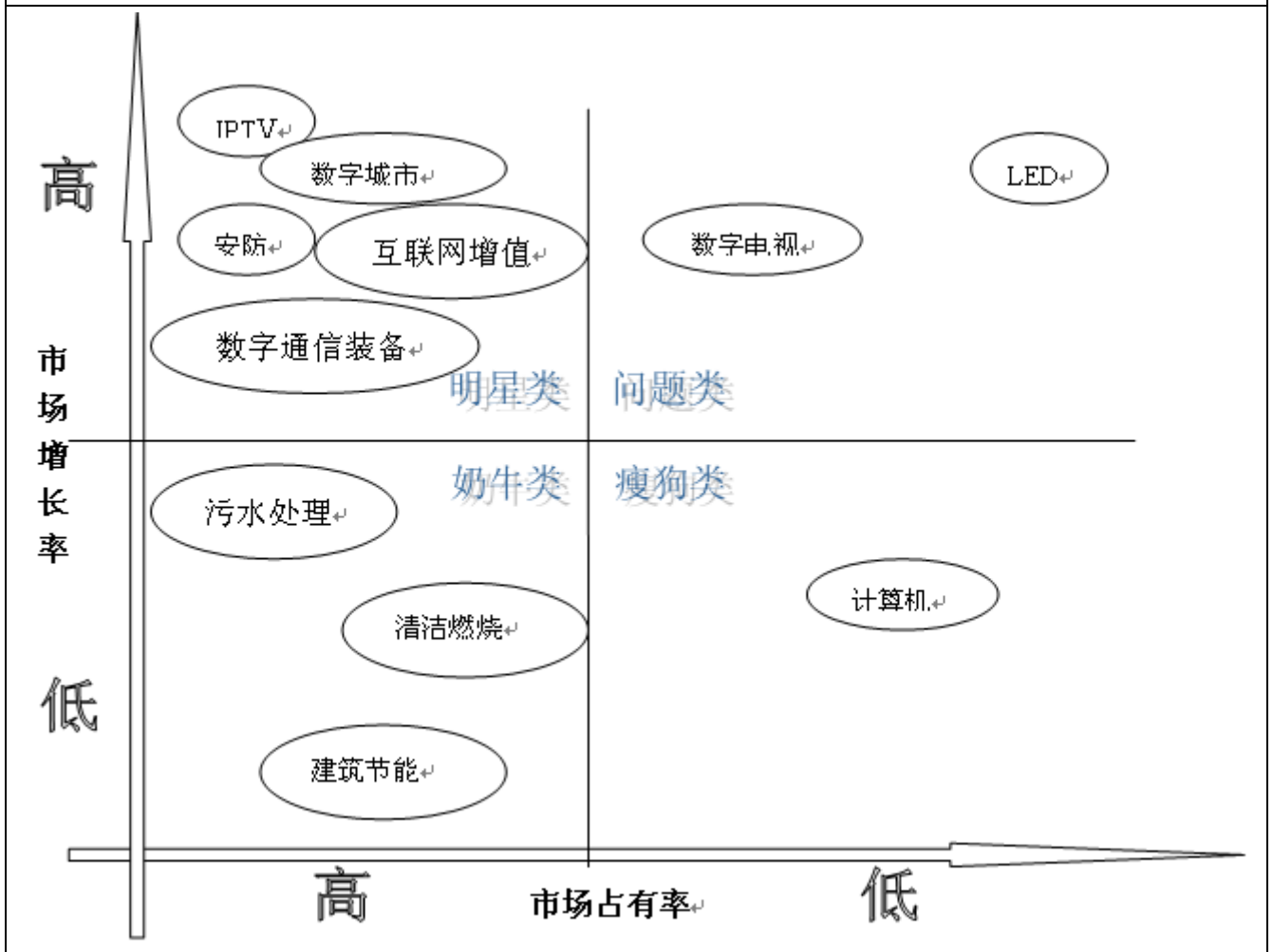


资料来源: 东海证券研究所

2、波士顿矩阵分析

根据公司公布的年报和季报数据,我们核算了公司旗下各种业务的销售增长率和市场占有率,并据此得到波士顿矩阵分析结果,如下图所示:

图表3 能源产业主要业务



资料来源：东海证券研究所

二、业绩即将引爆：全面布局新兴产业，充分受益产业规划

我们回顾前期公布的“十二五”规划，可以看到，政策面为同方的相关产业提供了强大的支持，这为公司未来的高速发展提供了较好的外部环境和成长空间。而我国运行了多年的以低端出口和房地产拉动经济的模式将从现在起有一个根本性转变，“转型”二字将成为今后谈论起经济的核心字眼，今后证券市场也将有新的投资理念，也必然形成一个巨大的暴富机会，这个逻辑从另一个层面也反映了国家产业结构调整的宗旨。然而，“十二五”规划中的七大新兴产业，目前同方占了六个，这种情况在上市公司中绝无仅有。这样的政策东风，是同方未来若干年获得大发展的重大助推力。

1、信息产业投资亮点

1.1、计算机业务

国内 PC 市场竞争较为激烈，市场份额和格局基本确定，联想、方正和同方排大陆厂商前三。PC 行业同质化较为严重，厂商竞争力主要体现在成本控制上。就中短期情况看，“家电下乡”政策实施给国内 PC 厂商减轻了竞争压力，同方计算机业务在近两年内不会带来财务负担。

公司 PC 业务主要考虑做规模收入，增收不增利预计会持续。同方 PC 入选电脑下乡，windows7 推出有一定拉动，但 2010 年的周期性 PC 更新需求比较有限，预计 2010 年收入增长 25%，毛利率稳定在 6%左右，对应净利润大约 5000 万左右的亏损。2011 年-2012 年收入规模将继续扩大，减亏和扭亏为盈的可能性较大。

1.2、数字城市业务

公司的数字城市业务可以理解是做物联网的集成商，指通过采用各种信息技术手段实现对城市建筑（含工厂、矿山等）、交通、市政基础设施、学校、城市交通、社区和政府管理等城市生活进行数字化建设。可以归纳为 DCM（Device, Connect, and Manage），即通过各种通讯手段（Connect）把末端设备（Device）或子系统连接起来统一整合集成，实现对人和机器（M2M）的管理（Manage）和服务。未来主要的亮点在与高铁建设相关的参股 40%比例的子公司易程科技，后面会做详细介绍。

同方数字城市公司目前已完成上千项相关的建设和改造工程，累计产品和工程合同额度超过 100 亿元。这块 2008-2009 年增长率 10%左右，根据 2010 年上半年增长情况推测 2010-2012 年增长率能达到 15%-20%左右，毛利率水平稳定在 25%左右。

1.3、安防业务

安防业务对出口的依赖比较严重，超过 70%收入来自海外，威视股份在市场上基本实现垄断。公司最初是依托清华大学工物系研发成功的加速电子穿透技术发展起来，现位于世界绝对领先地位，占据全球 68%的市场。在亚洲和非洲地区，市场占有率甚至超过 90%，而 2008 年以后，公司的大型安检产品也进入了美国市场，这标志着美国的安检领域市场已经被中国厂商打开，这是历史上较为罕见的。公司现金流较好，大约在 6 到 7 个亿。09 年受金融危机影响大，2010 恢复性增长确定。

09 年订单受金融危机影响较大，拖累了今年整体业绩。预计 2010 年全年净利润在 5000 万左右的规模，2011 年有望回升到 8000 万-1 亿左右的净利润，3 季度由于确认问题将继续亏损。

公司中长期的增长点有两个：第一、国际方面，无论是航空、海关、港口、铁路还是公共场所安全方面，由于国际反恐和打击走私力度加强，安检设备和系统投资量仍将增长。第二、国内大型运动会和部分地区的群体性事件爆发，安检投资同样需要加大。

整体预计 2011 年安防收入能逐步恢复到危机前水平，2012 年增长率在 25%左右，毛利率水平稳定在 28-30%。

1.4、数字传媒

同方旗下涉及数字传媒的相关公司主要有同方数字电视和同方知网。

随着三网合一的不断推进，数字电视领域有着广阔的增长空间。同方数字电视产业相关公司专注于地面数字电视网络建设运营、数字广播电视发射机设备及系统以及高清数字电视及相关消费电子产品的开发和市场推广。

2015 年模拟电视信号将停播，全国共有约 4 亿户模拟电视用户，到 2009 上半年，全国数字电视用户约为 5370 万户，数字电视领域在未来五年内替换市场空间十分巨大。

中国知网（CNKI）是同方旗下的电子期刊传播运营企业，公司专注于学术期刊、报刊、学术论文、年鉴、图书等涉及知识传播的互联网出版和信息服务业务领域。同方知网的业务收入在近五年来增长率一直维持在 10%-20%。2010 年同方知网净利润在 1 亿左右，预计未来三年内增速仍将保持在 15%以上的增速。目前公司持有现金较多，经营状况良好，同时管理层持股方案也将出台，未来 1-2 年内有较强的上市计划。

整体预计 2010-2012 年年均增长稳定 10-15%左右，由于同方知网的较高，综合考虑数字传媒业务毛利率 15% 以上。

1.5、军工业务

同方旗下的军工业务相对较杂，主要包括通信系统、电子对抗、卫星导航、专用电子产品、军辅船等。“十二五”期间对高端制造业进行了政策上的大力支持，我们估计军工业务的恢复性增长将会实现。之前，由于常规电子设备订单减少，自 08 年以来，军工收入出现下滑，公司加快了产品的升级换代，在电子装备产品方面的核心技术提升取得突破性进展，实现了部分新装备的技术性能指标达到和超过国外同级装备的水平。预计，军工业务将出现恢复性增长。这里保守假设 10-12 年整体增速 10-15%，毛利率 5-10%。

民用船只业务在 2010 年由于两艘德国船只的气船问题带来大约 3000-4000 万的亏损，明年将恢复。未来主要集中在小型船只上，净利润稳定在 1 亿上下。

2、环保产业投资亮点

2.1、环保业务及建筑节能

公司在环保领域主要通过水务工程公司运营，致力于污水处理、水厂运营等专业应用领域；人工环境（合并报表）主要从事人工环境产品的技术开发、制造和销售，主要产品包括中央空调、户式中央空调、空气末端处理设备、空气净化器等系列产品；同方环境（不合并报表）主要从事脱硫、脱硝及除尘、洁净新能源发电、城市生活垃圾处理、工业与危险废物处理、资源综合利用等技术开发与环保工程的咨询、设计、施工运营业务。

环保业务中前途最广阔的是水务，目前可以排到全国前十(主要是哈尔滨水务，后续具体介绍)；脱硫业务已经过了增长高峰期，今后稳定增长脱硝业务有可能发展，上半年环保业务合同增长很快。从上半年情况推测，环保业务有望在 2011 年增长加速，预计 2011-2012 年增长不低于 15%，毛利率在 20-25%。

建筑节能业务是公司的优势，而且从发展趋势看，一旦解决了当前智能楼宇国家的标准缺失问题，行业将迎来较大的发展机遇。目前，我国建筑能耗占能源总消费量已经上升到了 27.45%，并且随着生活水平的提高也正呈逐步上升趋势，据清华大学建筑节能研究中心研究，我国建筑能耗是发达国家的二到三倍，预测到 2020 年，我国建筑总面积将增加 100 亿平方米，按常规将增加能耗 7.8 亿吨标煤；如严格执行节能标准将每年节能 3.8 亿吨标煤，同时可减少二氧化碳排放 9.95 亿吨。而仅全国 100 多亿平方米的既有建筑节能的设备改造就能带来 2 万亿元的市场商机。目前，北京市在 2009 年的《振兴发展新能源产业实施方案》中就提出，从 2009 年到 2011 年，所

增热系供暖面积要达到 2000 万 m^2 ，全市超过 3500 万 m^2 。我们估计，建筑节能和合同能源管理 10-12 年整体增速预计在 15%左右，毛利率 25%上下。

2.2、LED 业务

公司在半导体 LED 照明领域，逐步打造从芯片制造、产品应用、到城市景观照明完整的产业链。在 LED 芯片方面，公司在开发自有芯片标准制程的同时，还不断跟踪主流 LED 生产厂商的技术，开发了芯片背面反射镜工艺、电流阻挡层工艺，有效提高了芯片发光效率及可靠性。同方 LED 主要收入来源是背光源，目前除自用外，已开始对创维批量供货，且与其他彩电厂商正在进行洽谈，部分已进入实用阶段。背光源部分 09 年收入规模约在 2 亿元左右。

在产业链上下游方面，公司目前除了原材料和封装不涉及以外，其他产业链上环节都有涉及，比如外延片、芯片、背光源和照明工程，准备做 LED 灯。外延片目前主要还是从台湾厂商购买。在照明方面，公司自有专利的垂直结构大功率路灯已完成研发，正在试生产。不久前与 PHILIPS 成立合资公司，主要是为了获得专利授权。

在 MOCVD 生产设备方面，公司顺义基地目前已经到货 42 片机 6 台，没有政府补贴。预计最近将可调试启动量产，方向是大功率室外照明。此外南通基地已经奠基，预计今年可到货 25 台左右，按目前标准每部可获政府补贴 1000 万元，总共可获补贴 2.5 亿，今后方向是背光源和室外照明这两个方向。

整体 LED 部分 2010 年预计整体贡献 3-4 亿收入，明后年中性预计量产进展顺利有望贡献 15-20 亿不等。毛利率 50%以上，如量产和良品率没问题，净利润贡献可能在 1-2 亿左右。

三、投资收益和分拆上市：布局新兴产业，获取高额回报

1、高铁（易程科技）

1) 公司介绍

同方参股子公司易程科技成立于 2006 年，在高铁客服系统等领域具有绝对优势地位，已在中国高铁的京津线，石太线，温福线，甬台温线，郑西线，武广线，合武线，成灌线以及新广州站等客运专线和既有线上大量应用。同方子公司同方威视技术股份有限公司、同方投资有限公司、北京同方微电子有限公司分别持有其 30%、15% 和 5% 的股权，合计持股比例 40%。

易程科技业务以铁路信息系统集成和服务为主，涉及铁路客运服务系统、票务系统、旅客服务系统、电子商务平台、自动售检票系统、车载旅客服务系统、综合交通枢纽客流管理系统等。具体产品包括客运服务系统集成平台、动车组影视系统和窗口制票机、求助终端、站台播放器、站台屏、进站通道屏等。

2) 行业动态

根据 2008 年调整后的《中长期铁路网规划》，全国铁路客运专线建设目标由 1.2 万公里增加到 1.6 万公里以上，

在原来“四纵四横”客运专线基础不变情况下增加了 4000 公里客运专线，城际客运系统由环渤海、长三角、珠三角地区扩展到包括长株潭、成渝、中原城市圈、武汉城市圈、关中城镇群、海峡西岸城镇群等地区。

图表 4 中长期铁路网规划图（2008 年调整）



资料来源：铁道部，东海证券研究所

图表 5 客运专线和城际铁路开通时间以及运营里程

时间	投入运营的客运专线以及城际铁路	开通运营里程
2008 年之前	北京~天津、南京~合肥、合肥~武汉、青岛~济南、石家庄~太原等客运专线和城际铁路。	1114 公里
2009 年	武汉~广州、郑州~西安、宁波~温州、温州~福州、福州~厦门等客运专线和城际铁路。	2319 公里
2010 年	上海~南京、广州~深圳、广州~珠海、九江~南昌、海南东环线、长春~吉林、成都~都江堰等客运专线和城际铁路。	1150 公里
2011 年	天津~秦皇岛、上海~杭州、南京~杭州、杭州~宁波、武汉~宜昌、武汉~孝感、武汉~黄石、合肥~蚌埠等客运专线和城际铁路。	2200 公里
2012 年后	主要包括北京~上海、北京~石家庄、石家庄~武汉、哈尔滨~大连、哈尔滨~齐齐哈尔、厦门~深圳、徐州~郑州、西安~宝鸡、石家庄~衡水、南京~安庆、成都~绵阳~乐山等客运专线和城际铁路。	6300 公里

资料来源：铁道部，东海证券研究所

2009-2012 年，国家铁路已投资额和预计投资额分别为 6000 亿、8235 亿、7500 亿、7000 亿。在近三万亿美元的总投资额中包括轨道、桥梁、隧道、车站的铁路基础建设占比 40-60%；信号系统、电力牵引系统占比 25-40%；车辆

购置占比 10-15%。作为客运专线配套项目，预计高铁客服系统的市场容量有望达到百亿规模。

3) 投资分析

同方股份 2007-2009 年从易程科技取得的长期股权投资收益分别为-620 万、593 万、689 万，按照 10%的净利率估算其 2009 年的营业收入在 2 亿元左右。考虑到铁路客运专线的客服系统集中在建设项目后期，随着新建铁路客运专线的开通运营，易程科技来自高铁客服系统的收入有望迎来爆发式增长。

目前易程在手订单累计达到 60 亿以上，预计在 2014 年前完成确认。今年乐观估计可确认 6-7 亿，按 10%净利率测算，贡献净利润 5000 万到 6000 万。按同方权益比合每股 0.02-0.03 元。2011-2013 年的 EPS 贡献预计分别达到 0.05，0.08，0.14，公司和高铁投资发展密切相关，且未来 1-2 年有较强的上市意愿做大做强。

2、同方微电子入驻晶源电子

1) 事件陈述

近期同方发布公告将微电子注入了晶源电子：同方股份拟将持有的北京同方微电子有限公司 2717.6 万元股权，即对应的 86%的股权出售给晶源电子，并以此为对价认购晶源电子非公开发行股份，以进一步增强对晶源电子的控股地位。

从公开资料可以看到，同方微电子的预估值为 15 亿元，评估增值率为 200.27%，对应的本次交易的标的资产预估值为 12.9 亿元。此次非公开发行价格为定价基准日前 20 个交易日晶源电子 A 股股票的交易均价，即 14.07 元/股。同方股份拟认购晶源电子发行股票的数量约为 9202 万股。认购完成后，同方股份持有晶源电子的股份将由 3375 万股增加到 1.26 亿股，持股比例由 25%增加到 51.97%

这次股权转让，表面上看是把自己的儿子公司，变成了孙子公司，对提升晶源电子的业绩更为直观，合并报表后，同方对同方微电子的权益反而略微减小了，可实际上，由于资本市场上的杠杆效应，同方其实是获得了巨大的收益。首先是同方微电子评估时，资产增值 200%，仅这方面，同方就增值了 9 亿（4 亿卖 12.9 亿），而且同方微电子注入晶源电子后，引发了晶源电子的大涨，晶源电子从资产注入前的 14 元，涨到现在的 24 元，1 股涨了 10 元。而同方股份持有晶源电子 1.26 亿股，每股 10 元的涨幅，又让同方的价值增长了 12.6 亿，也就是说这次同方微电子的内部转让，就让同方价值又增厚了 20 多亿。

此外，继分拆同方微电子注入晶源电子后，同方股份旗下另一家公司百视通的分拆上市计划也渐渐浮出水面。而同方股份在百视通上市之前，通过两次转让 19.33%的百视通网络股权收获现金 4.06 亿元，而手中持有的百视通网络股权在其正式上市之后会更加值钱。同方股份退居二线的真正原因是上海东方传媒要借壳广电信息上市，而百视通网络和百视通传媒都将装入新的公司。足以看出，同方股份作为一家创投孵化器进入了收获期。

2) 发散推导

从上面的例子中我们可以试想，如果同方旗下有一半公司可以分拆或者曲线上市抑或注入上市公司，那么同方就将增值 1250 亿，平均每股增值 140 元。这还是按照曲线上市，股权被大量稀释后上主板的价格，如果旗下有公司能够独立分拆登录中小板，创业板，那么一个公司的价值就会相当于好几个曲线上市的公司，估值还会高出几倍。

据同方管理层介绍，同方旗下的 99 家公司，都已经符合上市条件。当然，旗下的所有公司短期内集中上市也不现实，但同方高管认为，每年保持 2-3 个子公司上市是可能的，这样形成良性循环，将促使同方的股价不断地上台阶。从创业板情况看，每个新兴产业的明星企业都可以有非常高的估值，那么同方股份这样的装满明星企业的摇篮的市值又会是多少呢？

3、其它具有分拆上市可能的公司

1) 预期上市公司列举

同方泰康 2010 年净利润 1000 万美元，近期将于新加坡完成上市。同方持股 46%，按 PE8X 计算，市值大约 5 亿人民币，对应同方持股市值 2.2 亿。

哈尔滨水务 2010 年净利润 1 亿人民币，在黑龙江省政府的推动下，计划最快明年年初在国内主板上市。同方目前持股 10%，预计将被摊薄至 6-7%。如按 2011 年增长 30%，以及 PE30X 计算，上市后同方持股市值约为 3 亿左右。

参照目前二级市场上互联网及传媒企业的估值状况，同方知网如上市成功可达到至少 60-80 亿市值。如按摊薄 30% 计算，公司对应市值在 40-50 亿。

参照目前二级市场高铁相关设备提供商的估值状况，易程如上市成功可达到至少 80-100 亿市值，如按摊薄 30% 计算，公司对应市值在 50-60 亿。

以上项目如在 2012 年底全部完成，则公司在总体手持市值 100-110 亿左右。此外未来两年有上市预期的还包括同方环境，同方军工及同方威视，其净利润水平各在 5000 万-1 亿不等。

2) 整体手持市值测算

如按 2010 年起每年分拆及重组借壳上市 2-3 个子公司的速度进行测算，同方在 2012 年底的手持市值最保守也在 80-100 亿。如乐观可达到 130-150 亿。相对应目前整体 200 亿左右的市值，低估程度可见一斑。

3) 其他隐藏资产及拟注入资产

公司目前还持有新疆燃气 50% 左右的股权，2010 年净利润大约在 1 亿左右。预计未来会转让部分给第三方，保留 20% 左右的股权以实现上市计划。未来清华控股可能启动注入同方的资产包括清华出版社，2010 年净利润规模大约在 1 亿元左右。

综上，我们将同方旗下有可能上市的公司进行简单罗列，并预计了上市后归属母公司的权益如下：

图表 6 同方股份旗下具有分拆上市的公司列表

公司名称	注册资本	预计上市市值	预计同方上市后比例	同方权益
易程	6000 万	80 亿	25%	20 亿
江苏同方云帆	5200 万	100 亿	40%	40 亿
同方人工环境有限公司	2.49 亿	80 亿	50%	40 亿
同方工业有限公司	4 亿	80 亿	65%	52 亿
同方知网	100 万美元	30 亿美元	75%	150 亿
同方易豪科技	6380 万	60 亿	20%	12 亿
同方威视	7500 万	80 亿	60%	48 亿
沈阳多媒体	3.18 亿	90 亿	60%	54 亿
同方凌讯	2 亿	90 亿	60%	54 亿
同方锐安	6000 万	40 亿	50%	20 亿
泰豪动漫	2 亿	70 亿	60%	42 亿
合计				482 亿

资料来源：东海证券研究所

由上述列表可以看出，仅仅找出最近同方有上市预期的部分公司，如果按照二级市场价格计算，11 家公司，就给同方贡献价值 482 亿，已经远远大于同方的当前市值；如果不算上同方新增公司，原有的近百家公司中，有一半上市，总价值就将达到 2000 亿左右，这一半公司的价值，就使得同方每股估值超过 200 元，我们这里预估的股份都是偏低，而且考虑到股权大量稀释的，如果同方子公司在创业板单独发行，价格会更高，持股比例会更高，那么同方的价值还会远远大于现在的估算。

当然，即便公司暂时不上市，同方的子公司价值也会在未来几年逐渐显现。一来是因为前几年同方投资的很多公司还处于初创期，这几年大批公司进入高速发展阶段，业绩会逐渐体现，二是赶上国家十二五发展规划，政策支持，市场振兴，给很多公司带来了难得的发展机遇，经过前面的仔细研究，就不难发现，同方旗下的很多公司质量都远超目前的中小板和创业板的上市公司。

而在 2010 年 5 月，同方股份开始调整了企业的组织架构，将原有横向“管理型本部”变为纵向“产业型本部”，即“10+2”模式。十个产业本部是数字城市、物联网、数字电视、计算机、微电子、知网、半导体照明、多媒体、军工、环境，另外两个公司是泰豪（人环）和威视股份。这项举措，无疑说明公司已经明确了自身的战略定位，纵向的管理将会把母公司从简单的管理层上的“总公司”的角度改变到战略管理和战略投资的“智囊团”角色。我们可以看到，未来的同方股份不再是一些简单的科技公司的集合，而是掌握着国家重大产业发展大动脉的决策机构。

三个月后，清华大学作将迎来 100 周年庆典，而同方股份作为清华控股下最具代表性的上市公司，必将在下一个百年中承载起将清华的科技研发成果转换为生产力的重任。我们有理由相信公司未来发展的空间是非常广阔的。

四、盈利预测

基于以上分析，我们预测公司 2010-2011 年业绩如下表所示，公司目前的市值仅 265 亿左右，我们对公司的估值主要从公司市值的角度进行考虑，认为公司的市值应该在 500 亿左右较为合理，因此给予“买入”评级，目标价 51.20 元，对应于 2011，2012 的 PE 分别为 63.9 倍和 37.9 倍。

图表 7 主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	13928.0	15387.7	18435.8	21422.6	29627.5
营业收入增长率（%）	-4.77	10.48	19.81	16.2	38.3
营业利润（百万元）	467.1	563.1	750.8	983.9	1554.1
营业利润增长率（%）	-37.75	6.57	33.3	31.0	58.0
净利润（百万元）	240.6	351.4	498.1	692.6	1342.7
净利润增长率（%）	-45.41	46.04	41.74	39.05	93.86
营业利润率（%）	3.01	2.83	4.07	4.59	5.25
每股收益（元）	0.267	0.360	0.510	0.801	1.351
每股净资产（元）	7.21	7.48	7.99	8.70	11.7
PE (X)	100.2	74.3	52.5	33.4	19.8
PB (X)	3.70	3.57	3.34	3.07	2.29

资料来源：东海证券研究所

作者简介

刘深：IT 行业分析师，北京航空航天大学工学硕士/北京大学光华管理学院 MBA，9 年 IT 产业从业经验，2008 年 1 月加盟东海证券。

重点跟踪公司：软控股份、科大讯飞、远望谷、用友软件、东软集团、川大智胜等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897