

计算机设备 II

同方股份 (600100. SH) / 25.00 元

深度剖析公司多元业务，2011 年合理市值 435 亿

独到见解

同方股份作为多元化的高科技企业，其子公司和孙公司覆盖的行业大部分处于国家政策重点鼓励发展的战略新兴行业，且相当一部分子公司或产业本部在所处行业具有领先地位。在国家政策的鼓励和市场需求的推动之下，同方的下属公司将进入快速发展期。公司 2010 年上半年确立了对多元业务进行证券化运作的新资产管理模式，这将促进子公司和孙公司的业绩释放，并提高公司的整体市值。

投资要点

- 包括同方知网、同方威视、同方微电子、同方人环在内的多个子公司在国内相关领域都具备很强的竞争力，在大力推进包括七大战略新兴行业在内的高科技行业发展的政策推动下，同方股份下属的众多子公司或产业本部将实现稳定增长，甚至快速增长。
- 2010-2012 年，在主营业务和投资收益的共同推动下，公司业绩的复合增速将达到 50% 左右。通过对公司多元业务的详细剖析，并与相关标的对比，我们认为公司 2011 年的合理市值应为 435 亿左右，对应目标价 43 元。
- 公司对具有巨大前景的业务保持坚定不移、大力发展的战略，同方 LED 业务将走出合资失败的阴影，在近几年快速发展，并对公司整体业绩形成很强的支撑。
- 公司在 2010 年上半年调整了业务架构，并进一步明确了 PE 型和创新型资产管理模式，并通过同方微电子整体注入晶源电子 (002049)、新加坡科诺威德赴港上市等事件逐步实施，有利于公司整体市值的快速增长。

风险提示

公司证券化运作的资产管理模式，具体操作方式需要根据监管部门的政策进行动态调整，因此公司的投资收益存在着不确定性。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	15388	17069	19767	23287
同比增速 (%)	10%	11%	16%	18%
净利润(百万)	351	569	852	1323
同比增速 (%)	46%	62%	50%	55%
每股盈利(元)	0.35	0.57	0.86	1.33
市盈率(倍)	70.71	43.70	29.15	18.78

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：梁上
Tel: 010-59370829
Email: liangshang@hczq.com

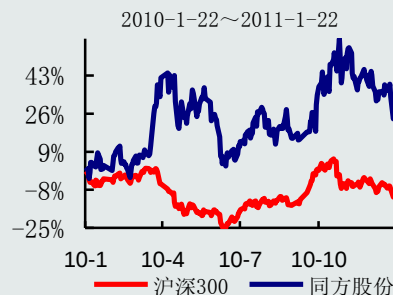
投资评级

投资评级：强推
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	99385
流通 A 股/B 股(万股)	97697/0
资产负债率 (%)	0.00
每股净资产(元)	7.48
市盈率(倍)	70.71
市净率(倍)	3.34
12 个月内最高/最低价	31.57/18.88

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、公司众多业务在细分市场具备很强竞争力	4
1.1 公司多项业务具备很强竞争力, 证券化运营将提升产业本部的盈利能力	4
1.2 保守预计公司 2011 年的合理市值达 435 亿元	7
二、多元业务详细剖析：核心公司基本处于行业前列	7
2.1 同方知网，知识服务行业龙头	7
2.2 易程科技，高铁信息化龙头	9
2.3 同方威视，安检行业龙头	11
2.4 同方微电子，竞争力较强的微电子企业	13
2.5 数字电视系统，从技术到产业的完整布局	15
2.7 半导体照明（LED），坚定不移大力发展	17
2.8 数字城市和物联网	18
2.9 计算机和可信计算	20
2.10 军工，通信系统和造船	21
2.11 同方环境，环保行业的重要力量	22
2.12 同方人环，人工环境行业的参与者	23
2.13 泰豪科技（600590）	24
三、2011 年目标价 43 元	24

图表目录

图表 1 2009-2012 年同方股份各项业务的收入及盈利预测	5
图表 2 PE 型和创新型的资产管理模式	6
图表 3 聚焦战略新兴产业的业务群	6
图表 4 同方股份各项业务市值测算（2011 年市值）	7
图表 5 国内知识服务行业主要竞争参与者	8
图表 6 2009-2012 年同方知网收入及盈利预测	8
图表 7 同方知网与可比公司的估值水平比较	9
图表 8 高铁车站客服系统	10
图表 9 2009-2012 年易程科技收入及盈利预测	10
图表 10 易程科技与可比公司的估值水平比较	11
图表 11 同方威视密云集装箱检查系统产学研基地	12
图表 12 2009-2012 年同方威视收入及盈利预测	12
图表 13 同方威视与可比公司的估值水平比较	13
图表 14 同方微电子主要产品及用途	13
图表 15 2009-2012 年同方微电子收入及盈利预测	14
图表 16 同方微电子与可比公司的估值水平比较	15
图表 17 数字电视系统产业的主要子公司	15
图表 18 2009-2012 年数字电视系统收入及盈利预测	17
图表 19 2010-2013 年同方 LED 收入及盈利预测及与同行对比	18
图表 20 2009-2012 年数字城市和物联网收入及盈利预测	19
图表 21 同方数字城市和物联网与可比公司的估值水平比较	19
图表 22 2009-2012 年同方计算机业务收入及盈利预测	20
图表 23 同方计算机业务与可比公司的估值水平比较	21
图表 24 2009-2012 年同方股份军工业务收入及盈利预测	21
图表 25 同方军工业务与可比公司的估值水平比较	22
图表 26 2009-2012 年同方环境收入及盈利预测	22
图表 27 同方环境与可比公司的估值水平比较	23
图表 28 2009-2012 年同方人环收入及盈利预测	23
图表 29 同方人环与可比公司的估值水平比较	24
图表 30 2009-2012 年泰豪科技收入及盈利预测	24

一、公司众多业务在细分市场具备很强竞争力

同方部，清华大学早期建筑之一，位于清华学堂北侧，清华大礼堂前草坪的东侧。门向东，门楣上悬刻着“同方部”三个大字的匾额，是一栋单层灰砖墙、红瓦坡顶、欧式风格的矮楼。



“同方”两字源于《礼记·儒行》中：“儒有合志同方，营道同术，并立则乐，相下不厌”这一句，同方部寓意“志同道合者相聚的地方”。同方部在很长一段时间的8月27日作为祭孔的场所，并用作学校的礼堂。

同方股份的“同方”二字即取自同方部的名称。

1.1 公司多项业务具备很强竞争力，证券化运营将提升产业本部的盈利能力

同方股份依托清华大学作为工科院校所具有的雄厚科技研发实力，培育并产业化了众多具有较强竞争力的子公司和业务板块。包括同方知网、同方威视、同方微电子、同方人环在内的多个子公司在国内相关领域都具备很强的竞争力。十二五期间，在国家进行经济结构转型，大力推进包括七大战略新兴行业在内的高科技行业发展的政策推动下，同方股份下属的众多子公司或产业本部将实现快速增长。

公司管理层以及公司控股股东已经统一了认识，认为对各业务板块进行证券化运营是推动公司整体快速发展的最佳战略，并且已经开始贯彻实施这一思路，我们认为这将为子公司更好地激励管理层提供机制保证，并使子公司获得更多的发展资金，从而极大地推动子公司盈利能力的提升。

1) 在发展战略新兴产业的大背景，同方股份未来的发展可期

在国家大力发展战略新兴产业的政策背景下，同方股份下属的多元业务由于基本属于战略新兴产业范畴，且大都处于行业的领先地位，我们认为公司整体发展具有巨大空间。

基于保守性的原则，我们假设同方股份下属的目前较为成熟的业务将保持稳定发展，而LED业务将在未来几年取得一定的成果，基于这样的前提，我们测算得到同方股份 2010-2012 年净利润的复合增长率将达到 50%左右。

图表 1 2009-2012 年同方股份各项业务的收入及盈利预测

产业/子公司	2009A		2010E		2011E		2012E	
	收入 (亿)	净利润 (亿)	收入 (亿)	净利润 (亿)	收入 (亿)	净利润 (亿)	收入 (亿)	净利润 (亿)
同方知网	4.00	0.80	4.64	0.93	5.57	1.11	6.68	1.34
同方威视	17.50	0.76	16.00	0.61	18.00	0.84	20.00	0.91
同方微电子	4.50	0.86	3.50	0.60	7.00	0.52	9.10	0.94
数字电视和多 媒体	24.20	-	26.00	-0.60	27.00	-0.50	29.00	-0.50
LED	-	-	1.80	0.09	8.40	2.10	18.00	4.50
数字城市和物 联网	27.24	-	32.67	0.97	37.00	1.1	40.00	1.2
计算机和可信 计算	42.56	-	45.00	0.10	45.00	0.20	45.00	0.20
军工	8.54	0.4	8.50	-0.60	8.70	0.60	9.00	0.80
泰豪科技	23.89	0.22	32.58	0.42	41.00	0.60	56.09	0.97
同方人环	5.42	-	5.5	0.11	6.00	0.12	7.00	0.14
其他（投资收 益）	-	-	-	3.00	-	1.00	-	1.00
易程科技	-	0.2	8.00	0.06	20.00	0.83	35.00	1.73
总计：	153.88	3.51	170.69	5.69	197.67	8.52	248.37	13.23

注：净利润是指归属于同方股份的净利润；2011-2012 年同方微电子的收入和净利润包括了晶源电子；易程科技不并表，同方人环并表到泰豪科技，在收入总计中不包含易程科技和同方人环的收入；泰豪科技的收入和盈利预测来自 WIND；2011-2012 年投资收益按照每年 1 亿元来测算，2010 年包括了百视通将近 2.5 亿元的投资收益。

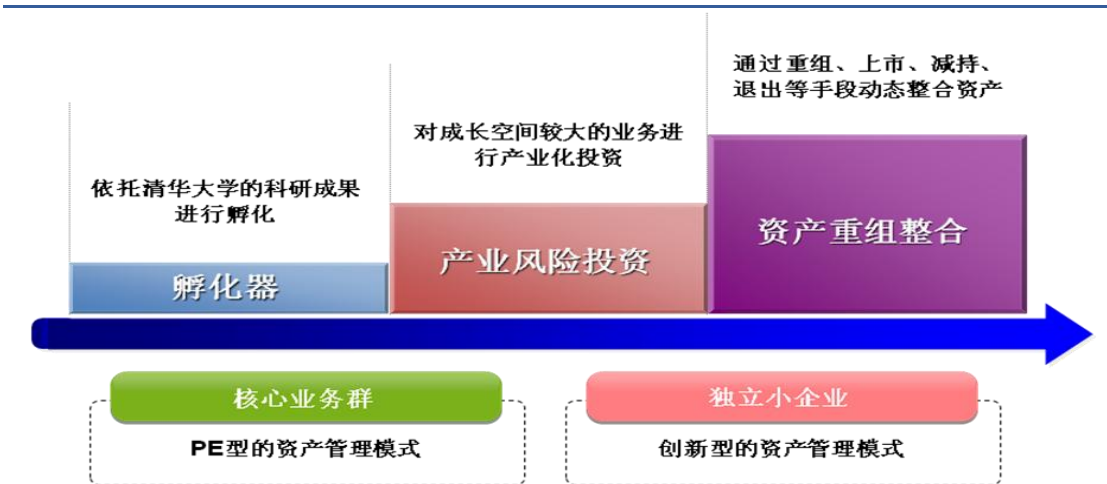
数据来源：公司定期报告、华创证券研究所、WIND

2) PE 型和创新型的资产管理模式

公司确立的资产管理模式充分利用了资本市场的作用，同时考虑了高科技类公司的发展特点，提出了 PE 型的资产管理模式和创新型的资产管理模式。

- PE 型的资产管理模式：用 PE 换资产；用资产换 PE。
- 创新型的资产管理模式：鼓励团队创业；小公司独立发展。

图表 2 PE 型和创新的资产管理模式



数据来源：公司资料、华创证券研究所

3) 符合国家战略的业务群

经过历年的公司业务结构调整，目前同方股份形成了十个产业本部+二个上市公司的主体业务架构，并有十二个独立的小企业。公司业务基本集中在国家政策鼓励的战略新兴产业，大部分业务在细分行业内具备领先优势。

图表 3 聚焦战略新兴产业的业务群



数据来源：公司资料、华创证券研究所

4) 公司整体发展目标

- 一个目标：世界一流企业。
- 二大产业：信息产业、能源环境产业。
- 十个产业本部+二个上市公司：计算机、数字城市、物联网、安防、数字电视、多媒体、军工、知网、LED、环境产业、泰豪股份（600590）、晶源电子（002049）。
- 十二个独立小企业：新加坡科诺威德、重庆合至、上海百事通、龙江环保、鼎欣软件、

健康科技、易程科技、鲁颖电子、影视传媒、辰安伟业、易豪科技、南京北斗。

➤ 三个投资平台：同方创新投资、同方投资、嘉融投资。

1.2 保守预计公司 2011 年的合理市值达 435 亿元

我们认为，同方股份的整体市场价值存在一定的低估。

在公司的证券化运营的资产管理模式尚未得到充分验证，市场主要担心公司分拆上市的模式会受到证监会的限制，但实际上公司资产管理模式的具体操作方式是根据证监会的政策来动态调整的。

依据公司各子公司的行业地位、盈利能力及发展速度来看，公司未来几年整体的发展速度也较为快速，公司的市场价值也有较大的提升空间。

图表 4 同方股份各项业务市值测算（2011 年市值）

子公司或产业本部	市值	同方股权比例	归属于同方的市值
同方知网	50	100%	50
易程科技	100	33%*	33*
同方威视	45	76%	34.2
同方微电子	66.8	86%/51.97%	34.7
数字电视和多媒体	40	约90%	36
半导体照明（LED）	80	100%	80
数字城市和物联网	40	100%	40
计算机	40	100%	40
同方人环	20	40.96%	8
军工	50	100%	50
泰豪科技	53.5	22.64%	12.1
其他（除易程科技和百视通之外，包括同方环境、新加坡科诺威德等）	-	-	50
总计：			435

注：*表示同方微电子整体注入晶源电子之后，同方股份对易程科技的持股比例会略有下降（原为 35%）；同方微电子已经按照整体注入晶源电子来进行估值。

数据来源：华创证券研究所

二、多元业务详细剖析：核心公司基本处于行业前列

2.1 同方知网，知识服务行业龙头

同方知网是同方股份下属的三级子公司，同方股份间接持有同方知网 100% 的股份

同方知网主要从事互联网出版与服务业务，目前已经形成了“中国知网”（CNKI）门户网站，为用户提供《中国知识资源总库》、《中国学术期刊数据库》、《中国博硕士论文数据库》、《中国年鉴全文数据库》、《中国工具书网络出版总库》等一系列产品，以及知识资源互联网搜索、

共享和网络出版服务。

1) 同方知网所处的知识服务行业主要特点为:

- 主要客户:** 图书馆、高校和科研机构、企业研发机构、个人等。目前以图书馆和高校、科研机构为主, 近几年的增长主要来自企业用户的增长, 中小学校用户的增长等, 未来的增长还来自对知识数据的深度挖掘, 增加服务产品系列, 预计未来行业年均增速为20%, 成长空间非常大。
- 盈利模式:** 收集学术期刊、学位论文等知识内容, 采用授权或买断的方式, 向知识内容供应商支付费用; 向客户收取数据产品服务费, 根据提供的数据内容的多少及质量来定价。
- 主要特点:** 学术期刊、学位论文等知识内容积累到一定程度之后, 容易形成规模效应; 累计的知识数据没有时效限制, 公司的价值将伴随数据的积累而增长。知识服务行业尚处于跑马圈地扩大规模的阶段, 投入较大, 当行业达到一定规模之后, 利润率水平会得到较大提升。

2) 同方知网所在行业的竞争格局:

图表 5 国内知识服务行业主要竞争参与者

序号	公司	收入规模 (2010)	利润规模 (2010)	文献规模 (篇)	描述
1	同方知网	约4.6亿	约9000万元	5500万	国内排名第一的知识数据服务供应商
2	万方数据	约2.5亿	约3000万元	4000万	科技部中国科技情报研究所的下属公司
3	维普	约0.5亿元	约800万元	2000万	前身为中国科技情报所重庆分所数据库研究中心
4	龙源期刊	-	-	-	以社科类期刊为主

数据来源: 华创证券研究所

3) 同方知网的收入及盈利预测:

图表 6 2009-2012 年同方知网收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	4.00	4.64	5.57	6.68
增长率(%)	16.05%	16.09%	20%	20%
毛利率(%)	59.00%	60%	60%	60%
净利润(亿元)	约0.80	0.93	1.11	1.34
归属于同方股份的净利润(亿元)	约0.80	0.93	1.11	1.34

注: 同方股份间接持有同方知网100%的股份

数据来源: 公司定期报告、华创证券研究所

4) 同方知网的市值评估:

同方知网从事知识数据服务业务，具有一定的自然垄断性，与从事导航电子地图行业的四维图新（002405）具有一定的相似性。导航电子地图行业除了具备政策垄断性之外，也存在自然垄断性。而且相较于导航电子地图行业，知识数据服务行业的增长更具稳定性，更具发展空间。

根据同方知网在知识数据服务行业的龙头地位，如果能够分拆上市，利用募集资金的支持，将进一步奠定行业的优势地位，获得高速的发展，保守估计，如果分拆上市，同方知网的市值应该在 100 亿以上。

在同方知网尚未独立上市的情况下，我们认为可以给予同方知网 45 倍的 PE，2011 年合理市值应为 50 亿元左右。

图表 7 同方知网与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
四维图新	4.28/1.36	7.49/2.39	10.13/3.55	14.92/5.11	113	75	51	35
同方知网	4.00/0.80	4.64/0.93	5.57/1.11	6.68/1.34	63	54	45	37

注：可比公司的股价为 2011.1.20 的收盘价；同方知网的市值取自 2011 年的合理市值 50 亿元。

数据来源：华创证券研究所、公司定期报告

2.2 易程科技，高铁信息化龙头

同方股份通过子公司同方威视、同方投资、同方微电子合计间接持有易程科技 35% 的股份。

易程科技是我国高铁客运信息集成系统市场的龙头，在铁路客运专线客运服务系统建设方面特别是在有关票务系统、旅客服务系统、市场营销与策划系统等领域，能够根据用户的不同需求，提供完整的解决方案。

1) 十二五期间高铁及高铁车站将要大规模建设

根据 2011 年 1 月 4 日全国铁路工作会议确定的目标，到 2015 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，其中高速铁路 1.6 万公里以上。目前京津高铁每 23 公里设置一个车站，武广高铁每隔 71 公里设置一个车站，在建的京沪高铁每隔 57 公里设置一个车站。按照 1.6 万公里高速铁路每隔 60 公里设置一个车站来测算，一共需要建设 266 个高铁车站。

按照公司的预计，高铁一共将要建设 500 多个车站。

2) 高铁车站客服系统

高铁车站客户服务系统主要包括：售票系统、检票系统、客流导引系统、安检系统等。

图表 8 高铁车站客服系统



数据来源：华创证券研究所

高铁车站信息化的建设与高铁的建设步伐基本保持一致，当某条高铁线路通车运营之前，线路上的高铁车站信息化必须完成。当高铁建设到一定规模之后，对相应的票务系统的处理能力会有更高的要求，同时会衍生出对票务、客流等信息进行决策分析的需求。

易程科技研发了目前世界最大的票务系统，每年可处理 30 亿人次，而目前世界上在用系统最大极限是 5 亿人次。

3) 易程科技的收入及盈利预测：

图表 9 2009-2012 年易程科技收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	-	8	20	35
增长率（%）	-	-	150%	75%
净利润（亿元）	-	0.17	2.5	5.25
归属于同方股份的净利润（亿元）	-	0.06	0.83	1.73

注：同方股份间接持有易程科技 35% 的股份，同方微电子资产注入晶源电子之后，按照同方股份持有易程科技 33% 的股份来估算。

数据来源：华创证券研究所

4) 易程科技的市场价值评估：

易程科技在未来的 5 年之内，将会主要围绕高铁车站的信息化展开业务，与从事铁路行车安全监控系统的世纪瑞尔（300150）和从事铁路信号通信领域的辉煌科技（002296）具有较大的可比性。

根据易程科技未来几年将从高铁信息化的建设浪潮中得到高速发展，如果能够独立上市，保守估计，易程科技的市值应该在 200 亿以上。

在易程科技尚未独立上市的情况下，我们认为易程科技 2011 年的合理市值应为 100 亿元左右，归属于同方股份的市值为 33 亿元。

图表 10 易程科技与可比公司的估值水平比较

公司名称	总收入/净利润（亿元）				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
世纪瑞尔	1.56/0.42	2.37/0.68	3.58/1.07	5.14/1.50	92	77	49	35
辉煌科技	1.66/0.54	2.68/0.94	4.24/1.47	6.03/2.06	76	75	48	34
易程科技	-	8.00/0.17	20.00/2.50	35.00/5.25	-	588	40	19

注：可比公司的股价为 2011.1.20 的收盘价；易程科技的市值取自 2011 年的合理市值 100 亿元。

数据来源：Wind、华创证券研究所

2.3 同方威视，安检行业龙头

同方威视是同方股份下属的一级子公司，同方股份持有同方威视 **76%** 的股份

同方威视以辐射成像技术为核心，以提供自主知识产权的高科技安检产品为主要特征的安检解决方案和服务供应商。同方威视的产品及服务已遍布五大洲，涵盖民航、海关、城市轨道交通、铁路、公路、港口和重点安防机构等行业，得到世界各国用户的广泛认可，在全球市场上占据重要地位。

同方威视产品的核心技术具有全部自主知识产权。公司专利申请量每年以 100% 的速度递增，已申请集装箱检查、辐射成像技术领域的专利 200 余项，获授权 80 余项，其中 32 项专利技术在美、英、澳、德、韩、日、俄等国家申请了专利，已获国外专利授权证书 12 个。海内外商标注册 93 个国家，获 70 个国家商标注册证书，获软件著作权登记证书 6 个。

同方威视的大型集装箱检查系列产品占同方威视整体收入的 80% 以上，同方威视的集装箱检测产品在国际集装箱市场占有率达到 60%。

预计公司的大型集装箱检查系列产品在 2011 年之后将逐步复苏，同时，小型智能安检产品具备较大的市场空间，将有较快的增长。

1) 大型集装箱检查系列产品

作为世界上为数不多的集装箱检查系统专业提供商之一，公司拥有 100,000 平方米世界上最大的专业集装箱检查系统产学研基地。

图表 11 同方威视密云集装箱检查系统产学研基地



数据来源：公司资料

根据美国政府的规定，到 2012 年，美国的到岸集装箱将实行“每箱必检”的政策，这将大幅提升对集装箱检查产品的需求量。

2) 小型智能安检产品

公司正在持续完善小型智能安检产品的产品序列，包括放射性物质监测系统、邮件电子束灭菌安全系统、工业无损检测系统、小型物品检查机、牙科 CT 系统、毫米波人体检查系统等产品。值得一提的是公司的三聚氰胺检测产品已经初步研发成功，投入市场后预计会带来良好的社会和经济效应。

3) 同方威视的收入及盈利预测：

图表 12 2009-2012 年同方威视收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	17.5	16	18.0	20.0
增长率（%）	-28%	-	-	-
毛利率（%）	23.53%	24%	24%	25%
净利润（亿元）	约1.0	0.8	1.1	1.2
归属于同方股份的净利润（亿元）	0.76	0.61	0.84	0.91

注：同方股份持有同方威视 76% 的股份

数据来源：华创证券研究所

4) 同方威视的市场价值评估：

同方威视与红外热像仪厂商高德红外（002414）和大立科技（002214）具有一定的可比性。

根据同方威视的行业龙头地位，未来几年将从金融危机之后的集装箱检测市场需求恢复中获益，同时，公司均衡产品线的战略得到初步贯彻。如果能够独立上市，保守估计，同方威视的市值应该在 100 亿以上。

在同方威视尚未独立上市的情况下，我们认为可以给予同方威视 40 倍的 PE，2011 年的合理市值应为 45 亿元，归属于同方股份的市值为 34.2 亿元。

图表 13 同方威视与可比公司的估值水平比较

公司名称	总收入/净利润（亿元）				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
高德红外	3.54/1.38	4.96/2.01	6.41/2.70	8.19/3.33	47	43	32	26
大立科技	2.14/0.45	2.84/0.64	3.80/0.96	4.95/1.32	86	61	41	29
同方威视	17.5/1.00	16.00/0.80	18.00/1.10	20.00/1.20	45	56	41	38

注：可比公司的股价为 2011.1.20 的收盘价；同方威视的市值取自 2011 年的合理市值 45 亿元。

数据来源：Wind、华创证券研究所

2.4 同方微电子，竞争力较强的微电子企业

同方微电子是同方股份下属的一级子公司，同方股份持有同方威视 86% 的股份

同方微电子主要从事智能卡、RFID 电子标签和信息安全等核心芯片的设计开发与销售，并提供系统解决方案。公司致力于在身份识别、移动通信、金融支付、物流防伪和信息安全等行业应用领域成为领先的芯片解决方案提供商。公司具有丰富的数字、模拟及数模混合集成电路的设计经验，自主开发了通用微处理器、各种专用/通用加密算法加速引擎等核心电路。

1) 主要产品

公司主要核心产品为非接触和接触式智能卡类芯片产品，包括第二代居民身份证、电子门票、手机 SIM 卡、交通一卡通等

图表 14 同方微电子主要产品及用途

产品分类	产品型号	产品用途
移动通信类产品	THC20F06BD	移动通信SIM卡
	THC20F17AD	移动通信SIM卡
	THC20F07BD	移动通信SIM卡、手机支付方案
	THC80F08D	移动通信SIM卡
	THC80F09AD	移动通信SIM卡
	THC80F09BC	移动通信SIM卡、手机支付
身份识别类产品	THR9904	第二代居民身份证
	THR1064	防伪标签、电子门票、门禁卡
	THR2408	公交一卡通、校园一卡通
	THM3050	身份证读卡器
	THM3060	身份证读卡器、通用非接触读卡器
	THM3061	单/双界面联机读卡器、安全SAM模块、安全门禁读卡器
	THD20F06BD	公交/校园一卡通、安全门禁卡、行业卡
金融支付类产品	THG20F07BD	可信计算
	THC26E05C	社保卡、加油卡、电卡、低端银行卡
	THD86F09AC	高端银行卡、手机支付
	THK20F07AC	USB-key
	THC20F07C	PayTV、税控卡

数据来源：公司资料

手机 SIM 卡产品：通过了包括法国金雅拓公司、德国捷德公司在内的全球前五大智能卡商的资格审核，成为这些卡商的合格供应商。目前其生产的该产品已用于我国三大运营商的手机 SIM 卡以及有线电视顶盒的条件接收卡，其中手机 SIM 卡芯片在国内市场占有率逐年增高，已成为国内出货量最大的手机 SIM 卡芯片供应商。自 2010 年起，公司研发的大容量 SIM 卡芯片逐渐投入市场，公司将在保持小容量 SIM 卡芯片市场份额的情况下，逐渐提升大容量 SIM 卡芯片市场份额。

身份识别类产品：是国家第二代居民身份证芯片四家供应商（上海华虹、大唐微电子、同方微电子和中电华大）之一，到 2010 年，二代居民身份证大规模换证已告尾声，进入平稳期，到 2014 年，因为最早一批二代证十年有效期到了之后，又将迎来一个新的换证高峰。同方微电子自成立之初即开始身份识别芯片产品的研发，已推出多项符合市场需求的产品。随着公交卡、城市一卡通等的换“芯”工程的全面开展，以及国内金融支付工具和手段的发展，小额支付、水电气表、金融 POS 等读写器应用需求将逐渐增加。国内物联网市场的启动，对 RFID 电子标签芯片的需求也会大量增加。因此，预测期内同方微电子在身份识别领域的芯片销量及利润将逐渐增加。

2) 同方微电子资产注入晶源电子（002049）

同方股份已发布公告，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。

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%

3) 同方微电子的收入及盈利预测：

图表 15 2009-2012 年同方微电子收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	4.5	3.5	7.0	9.1
增长率（%）	13%	22%	100%	30%
毛利率（%）	38%	40%	30%	30%
净利润（亿元）	0.99	0.7	1.0	1.8
归属于同方股份的净利润（亿元）	0.86	0.60	0.52	0.94

注：2009-2010 年，同方股份持有同方微电子 86% 的股份；2011 年之后考虑了整体注入晶源电子的情况，同方股份持有合并后的公司 51.97% 的股份。

数据来源：公司报告、华创证券研究所

4) 同方微电子的市场价值评估：

同方微电子具有行业领先地位，虽然 2010-2013 年将受到二代身份证大规模换证结束的不利影响，但我们认为同方微电子将从 2011 年逐渐走出这个不利影响，依靠其它业务的增长来

恢复整体业务的增长。

在 A 股市场上，与同方微电子业务类似的也只有国民技术（300077），国民技术的收入和利润规模与同方微电子比较接近，国民技术上市之后的最低市值也在 100 亿以上。

同方微电子整体注入晶源电子之后，目前预估的市值约为 66.8 亿元，我们认为还有一定的提升空间。

图表 16 同方微电子与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
国民技术	4.66/1.17	7.70/2.00	11.07/2.86	15.17/3.83	83	65	45	34
同方微电子	4.50/0.99	3.50/0.70	7.00/1.00	9.10/1.80	67	95	67	37

注：可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价；同方微电子的市值取自晶源电子的预估值 66.8 亿元。

数据来源：WIND、华创证券研究所

2.5 数字电视系统，从技术到产业的完整布局

同方股份的数字电视系统由公司的数字电视产业本部负责。

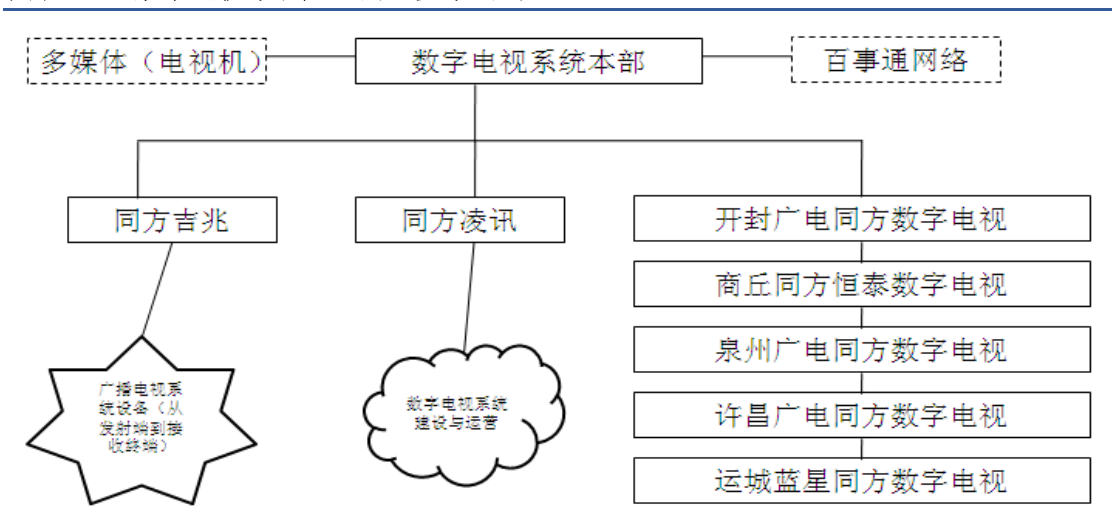
公司围绕数字电视产业链进行全面的产业布局，已经构筑了包括数字电视发射/接收设备、地面数字电视网络建设及运营、消费电子产品、IPTV、电视购物等从设备到节目，从内容到运营的完整数字电视产业链，并形成了以数字电视系统、数字通信与装备制造和互联网应用与服务为主体的数字电视产业。

为应对三网融合的发展势头，公司顺势而为，把握三网融合政策实施带来的市场契机，大力发展地面数字电视网络建设、有线数字电视双向改造等相关业务。

1) 主要的子公司

在公司的数字电视产业本部下，有一些主要的子公司来负责数字电视产业某个环节的业务。

图表 17 数字电视系统产业的主要子公司



数据来源：公司资料、华创证券研究所

2) 多媒体

在 2010 年同方股份把四个产业本部细分为十个产业本部的过程中，把多媒体业务（也就是平板数字电视的研发、制造业务、及其他多媒体业务）从数字电视产业本部独立出来。

在多媒体业务领域，公司坚持品牌策略，积极打造清华同方的产品品牌和企业品牌；坚持以电视机为主的主营产品方向；坚持国际化团队建设和国际化市场的开拓。2010 年上半年，公司在商务部新一轮“家电下乡”招标中再次中标，中标机型达 16 款，除普通液晶电视外，同方 LED 电视 (LE22B90)、地面数字接收一体机 (LC-32B61D)、网络电视 (LC-42B91Ei) 等高端机型也在榜单之内。此外，公司与央视国际网络有限公司正式签约，共同推出新一代互联网电视——EiTV 尚网电视。该产品通过植入央视网海量的网络内容，实现了正版网络内容的自由共享，成为三网融合时代的标志性产品。

3) 百事通：IPTV 领军企业

公司投资的上海百视通公司经营的 IPTV 业务方面也获得了长足的发展。2009 年，百视通用户呈快速增长趋势，其中在上海市的用户突破 100 万，成为全世界规模最大的 IPTV 城市。

2008 年 2 月 27 日，同方股份决定合计出资 1.5 亿元分别认购上海百视通电视传媒有限公司和百视通网络电视技术发展有限公司 40% 的股权。百视通公司是上海文广集团下属全资子公司。根据公告，同方股份将出资 1 亿元按照百视通网络原股东上海通维投资公司及自然人张旭的出资收购其持有的百视通网络共计 22.82% 的股权，同时按照每股 1 元的价格出资 4520 万元对其进行增资，增资完成后同方股份持有其 40% 的股权。

2010 年 7 月 1 日，同方股份发布公告，根据子公司百视通网络电视技术发展有限公司未来发展需要，公司拟逐步退出第一大股东地位，为此同意公司出让 916 万股给成都元泓创新投资有限公司，转让金额为 9737 万元。转让完成后，公司持有百视通网络电视技术发展有限公司股权由 40% 降低至 35.37%。

2010 年 9 月 28 日，同方股份公告，根据百视通网络电视技术发展有限公司未来发展需要，同意公司出让 2910 万股给上海东方传媒集团，转让金额为 3.09 亿元。转让完成后，公司持有百视通网络电视技术发展有限公司股权由 35.37% 降低至 20.67%。

2010 年 10 月 20 日，同方股份公告，百视通网络增资 6655.96 万元，由上海东方传媒集团、上海诚贝投资咨询公司、上海联合投资公司等认购，至此，同方股份所持百视通网络股份被稀释至 15.466%。

2010 年 11 月 23 日，同方股份公告，公司拟出让百视通传媒 40% 的股权。公告称，根据东方传媒集团相关部署和规划，公司将持有的百视通传媒 40% 的股权全部转让给东方传媒集团。该部分股权的出资额为 333.3333 万元，权转让价格为评估值 592.25 万元。

2011 年 1 月 11 日，广电信息（600637）发布公告，重大资产出售、现金及发行股份购买资产暨关联交易预案，预计该重组实施后，同方股份将持有广电信息约 6% 的股份。

4) 同方数字电视系统（包括多媒体）的收入及盈利预测：

图表 18 2009-2012 年数字电视系统收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	24.20	26.00	27.00	29.00
增长率（%）	56%	-	-	-
毛利率（%）	8.74%	8.5%	8.5%	8.5%
归属于同方股份的净利润 （亿元）	-	-0.60	-0.50	-0.50

数据来源：公司报告、华创证券研究所

5) 数字电视系统的市场价值评估:

目前，同方数字电视系统产业中的百视通网络整体注入到广电信息（600637）中，预计最终同方股份将持有广电信息约 6% 的股份。我们认为广电信息的合理市值应为 150 亿左右，同方股份持有的原百视通公司股权部分的市值将为 10 亿元左右。

而数字电视系统产业本部下的同方吉兆、同方凌讯，与各地广电合资的有线公司，加上同方多媒体产业部分，整体市值保守估计应为 30 亿元以上（多媒体 5 个亿，其他 25 个亿）。

同方股份数字电视系统加上多媒体的合理市值应为 40 亿元以上。

2.7 半导体照明（LED），坚定不移大力发展

同方股份的 LED 产业主要分布在北京顺义（同方光电科技有限公司）和江苏南通（南通同方半导体有限公司）两地，两家子公司同方股份都是持有 100% 的股权。

同方股份发展 LED 业务最初采取**合资的策略**，成立了清芯光电子公司。由于合资的机制没有理顺，导致了 2008 年公司的 LED 业务发展远远不如预期。

从 2009 年开始，公司通过**自主发展的方式**，坚定不移地围绕 LED 照明产业的芯片与应用等诸多领域进行产业布局。

在半导体和照明领域，公司目前已形成了从外延片、芯片的研发与生产、到照明产品、背光源模组、再到景观照明工程的较为完整的产业链布局。

2009 年，公司在大功率芯片研发方面取得显著进展，关键工艺改进后大幅提高了芯片的发光效率和成品率；在北京顺义投资建设的 LED 芯片生产线进入到试生产阶段。在沈阳数字电视基地投资建设的可以生产 19 寸~42 寸 LED 显示屏的 4 条 LED 背光源显示模组生产线投产。

2010 年上半年，公司出资成立了南通同方半导体有限公司，与香港 Lemnis 照明中国有限公司签署合资协议，共同成立北京同方兰森照明有限公司，逐步打造以工程带动应用产品、以应用产品带动芯片发展的经营模式。

同方股份的 LED 产业主要涉及外延片和芯片，不涉及封装。目前的芯片团队和外延片团队各为 15 人左右，大部分为台湾和海外的工程师，另有本土的工程师 30 多人。

图表 19 2010-2013 年同方 LED 收入及盈利预测及与同行对比

	2010E	2011E	2012E	2013E
三安光电				
MOCVD（规划到货）	39	87	139	139
MOCVD（调试量产）	24	63	139	139
型号片数	42, 45	42, 45, 52	42, 45, 52	42, 45, 52
单位产值（亿）	0.35	0.35	0.35	0.35
总产值（亿）	8.40	22.05	48.65	48.65
收入（亿）	8.40	22.05	48.65	48.65
净利润率（%）	30%	30%	30%	30%
净利润（亿）	2.52	6.62	14.60	14.60
士兰微				
MOCVD（规划到货）	11	19	19	19
MOCVD（调试量产）	11	19	19	19
型号片数	30, 42, 45	30, 42, 45	30, 42, 45	30, 42, 45
单位产值（亿）	0.35	0.35	0.35	0.35
总产值（亿）	3.85	7.60	7.60	7.60
收入（亿）	3.85	7.60	7.60	7.60
净利润率（%）	35%	30%	30%	30%
净利润（亿）	1.35	2.28	2.28	2.28
同方光电				
MOCVD（规划到货）	6	60	108	108
MOCVD（调试量产）	6	30	60	108
型号片数	42, 45	42, 45, 52	42, 45, 52	42, 45, 52
单位产值（亿）	0.3	0.3	0.3	0.3
总产值（亿）	1.80	8.40	18.00	37.80
收入（亿）	1.80	8.40	18.00	37.80
净利润率（%）	-	25%	25%	25%
净利润（亿）	-	2.10	4.50	9.45

数据来源：公司报告、华创证券研究所

5) 同方 LED 的市场价值评估:

三安光电（600703）和士兰微（600460）等同行 2011 年的 PE 约为 40 倍，同方的 LED 业务按照 2011 年 40 倍 PE 来进行估值，同方 LED 业务的市场价值达到 80 亿元。

2.8 数字城市和物联网

数字城市和物联网产业本部原来都属于应用信息系统本部。在公司对四大产业本部进行细分之后，数字城市和物联网单独成为产业本部。

在数字城市领域，公司专注于智能建筑、城市轨道交通和城市热网综合监控业务。在业务模式上以工程、软件产品和服务并进，在研发上注重以解决方案为目标，采用软件、硬件相结合的方式，不断突出自身的优势。2010 年上半年，在工程承接方面，公司先后中标了三亚

海棠湾万丽酒店、内蒙古广播影视数字传媒中心等项目。

在物联网应用领域，公司通过 **M2M 平台、ezONE 平台、应急平台等核心业务**，通过产品工程化及工程产品化的业务模式，结合软件开发能力以及软件系统集成能力和市场营销能力，同时面向政务和行业物联网应用市场，全面推进业务的发展。2010 年 6 月，公司中标广东省应急平台建设（一期工程）综合应用系统与支撑环境建设采购项目，正式成为集“国务院应急平台建设”、“省级应急平台建设”、“地市级应急平台建设”于一身的应急平台建设整体规划和整体解决方案的提供商和集成商。而此前以公司 ezRIMS 实时信息监控系统软件为基础建设的基于 GPRS 网络的生产运行远程实时测控系统——“辽河油田供水公司综合信息管理平台”一期项目成功验收，这是公司继“山西同煤集团煤气厂生产调度指挥系统工程”之后，公司在物联网实时信息监控系统领域的又一示范性项目。

1) 同方数字城市和物联网的收入及盈利预测：

同方股份的数字城市和物联网产业主要属于软件行业中的系统集成和软件服务业务。在未来软件行业整体增速高于 25% 的大背景下，同方股份的数字城市和物联网业务由于依靠同方的品牌效应、技术积累，将获得较好的发展。

由于这两块业务中工程类项目较多，必然存在着一些开票工程，**我们保守预计净利率为 3%**。

图表 20 2009-2012 年数字城市和物联网收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	27.24	32.67	37.00	40.00
增长率（%）	25%	10%	10%	8%
毛利率（%）	23.25%	24%	24%	24%
归属于同方股份的净利润（亿元）	-	0.97	1.1	1.2

注：净利率按照 3% 来测算。

数据来源：公司报告、华创证券研究所

2) 同方数字城市和物联网的市场价值评估：

参照华胜天成（600410）、东华软件（002065）、太极股份（002368）等系统集成和软件服务类上市公司的估值水平，我们给予同方股份的数字城市和物联网业务的 2011 年 PE 为 40 倍，**同方股份数字城市和物联网业务 2011 年的合理市值应为 40 亿元。**

图表 21 同方数字城市和物联网与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
华胜天成	33.54/1.89	43.25/2.19	53.41/2.86	65.67/3.64	34	32	25	20
东华软件	15.49/2.41	19.10/3.24	25.61/4.30	33.74/5.84	43	32	24	18
太极股份	16.82/0.62	20.56/0.92	25.64/1.33	31.96/1.85	58	52	36	26
同方数字城市和物联网	27.24/-	32.67/0.97	37.00/1.10	40.00/1.20	-	41	36	33

注：可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价；同方数字城市和物联网的市值取自 2011 年的合理市值 40 亿元。

数据来源：WIND、华创证券研究所

2.9 计算机和可信计算

对于计算机 PC 业务，公司牢牢把握家电下乡、3G 推广、信息安全技术应用等市场热点，坚持不断打造自主核心技术，以用户需求为导向，始终致力于产品与技术的创新突破。2009 年，在家电下乡招标中，公司在全国 31 个省市家电下乡产品项目招标和流通企业项目招标中全部中标，抢占了市场先机，实现了销售规模的增长。

公司继续加大在笔记本电脑产品上的投入力度，力争实现在从研发制造、质量控制到销售管理的全方位的提高。同时把握行业发展的趋势，积极开发平板电脑等更侧重于应用模式的新型产品。

2010 年 5 月，公司与亚组委签订协议，成为 2010 年广州亚运会的计算机设备供应商，将为 66 个亚运场馆提供测试赛及正式比赛期间的近万台计算机设备和全部产品的运维保障服务工作。

2010 年上半年，公司产品在多家教育单位的采购中中标。

可信计算：对于军方和一些对信息保密的部门，产生对可信计算的需求。可信计算是在计算和通信系统中广泛使用基于硬件安全模块支持下的可信计算平台，以提高系统整体的安全性。同方股份的计算机系统本部加大了计算机可信计算平台的研发，并以高稳定的产品质量和科技创新能力，在军需行业的采购中也占领了一定份额的市场。

1) 同方股份计算机业务的收入及盈利预测：

由于同方计算机业务的核心问题在于如何提高利润率，我们保守预计同方计算机业务的整体收入保持稳定，通过可信计算解决方案，零时空、零网管远程服务等手段来提高计算机业务的盈利能力。我们保守预计未来几年计算机业务略有盈利。

图表 22 2009-2012 年同方计算机业务收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	42.56	45.00	45.00	45.00
增长率（%）	19%	-	-	-
毛利率（%）	6.00%	6.00%	7.00%	8.00%
归属于同方股份的净利润（亿元）	-	0.1	0.2	0.2

数据来源：公司报告、华创证券研究所

2) 同方计算机业务的市场价值评估：

参照七喜控股（002027）（20 亿左右的市值）、方正科技（600601）（90 亿左右的市值）等 PC 类上市公司的估值水平，我们认为同方股份业务 2011 年的合理市值应为 40 亿元。

图表 23 同方计算机业务与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
方正科技	77.90/0.98	84.67/1.71	-	101.03/2.65	69	50	-	32
七喜控股	19.71/-0.7	-	9.87/-0.1	-	-	-	-	-
同方计算机	42.56/0.10	45.00/0.20	45.00/0.20	45.00/0.20	67	95	67	37

注：可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价；同方计算机业务的市值取自 2011 年的合理市值 40 亿元。

数据来源：WIND、华创证券研究所

2.10 军工，通信系统和造船

公司的军工产业主要由 100%控股的子公司同方工业有限公司负责

同方工业有限公司系公司以江西无线电厂为主体于 2006 年 9 月新组建的专业从事军工产业的公司，注册资本为 4 亿元，公司持股 100%。

同方工业公司目前主要投资了全资子公司江西无线电厂和九江同方江新造船有限公司，其中，江西无线电厂主要从事军用民用通讯设备、电子产品的制造；江新造船公司主要从事军民船舶的制造。

公司重点开发的新型指挥通信系统通过了军队一级单位的界定，通信数据传输与处理得到了用户的全力支持，并获得了系统总体研制单位的资格，进一步提升了竞争优势。本年度，公司还自筹资金完成了核心芯片的研制，为下一代通信系统的研制也奠定了技术基础。经过三年的发展，同方工业公司已初步成为了一家集科研、生产、保障为一体的军民融合型的高科技军工集团。

公司本着加快通讯与电子产业发展、形成总体设计、系统集成、设备制造、运营服务和技术保障于一体的产业目标，充分发挥现有生产力，打造精品产品。经过有力的技术改造，目前已形成了电子和器械产品的两大生产基地，配套能力完整，总装能力较强。2010 年上半年，包括卫星导航通信终端在内的多项产品顺利实现了科研成果的产业化。

1) 同方军工业务的收入及盈利预测：

军工业务中包含了造船业务，造船业务在近年来由于金融危机产生了一定的亏损，拖累了军工业务的整体业绩。我们预计未来 2010-2011 年军工业务还会略有亏损，2012 年能实现小幅盈利。

图表 24 2009-2012 年同方股份军工业务收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	8.54	8.50	8.70	9.00
增长率（%）	1.27%	-	-	-
毛利率（%）	13.13%	14%	15%	18%
归属于同方股份的净利润（亿元）	-	-0.60	0.60	0.80

数据来源：公司报告、华创证券研究所

2) 同方军工业务的市值价值评估:

参考国腾电子（300101）、海格通信（002465）等军工类企业，我们认为同方股份军工业务 2011 年的合理市值应为 50 亿元。

图表 25 同方军工业务与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
海格通信	9.49/2.12	10.16/2.44	11.77/3.03	14.29/3.77	41	48	39	31
国腾电子	1.76/0.40	2.34/0.55	3.31/0.79	4.72/1.11	115	110	77	55
同方军工	8.54/-	8.50/-0.60	8.70/0.60	9.00/0.80	-	-	83	63

注：可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价；同方军工业务的市值取自 2011 年的合理市值 50 亿元。

数据来源：WIND、华创证券研究所

2.11 同方环境，环保行业的重要力量

同方股份持有同方环境有限公司 31.5%的股权。

同方环境股份有限公司成立于 2003 年 9 月，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。

同方环境承接的火电厂脱硫工程中已经投入运行的脱硫机组达到了 36 台/套，合计 900 万 KW, 在全国已运营机组中位居全国第一，此外累计承建脱硝的机组台数也居于首位。报告期内，公司还在固体废弃物处理、资源综合利用等新兴市场进行积极探索，承接了处理规模为 400 吨/日的成都第一污水污泥处理工程，这一项目是国内目前第一个干化焚烧项目，也是全国规模最大的示范工程。

1) 同方环境的收入及盈利预测:

图表 26 2009-2012 年同方环境收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	11.12	12.23	13.46	14.80
增长率（%）	3%	10%	10%	10%
毛利率（%）	14.06%	14%	15%	15%
净利润（亿元）	1.06	1.16	1.28	1.41
归属于同方股份的净利润（亿元）	0.33	0.35	0.39	0.43

注：净利率按照 2009 年 9.5%来测算；同方股份持有 31.50%的股权。

数据来源：公司报告、华创证券研究所

2) 同方环境的市值价值评估:

参考龙净环保（002011）等环保类企业，我们认为同方环境 2011 年的合理市值应为 25 亿元，归属于同方的合理市值约为 8 亿元。

图表 27 同方环境与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
龙净环保	34.19/2.58	33.96/2.62	37.58/2.94	42.21/3.46	25	24	22	19
同方环境	11.12/1.06	12.23/1.16	13.46/1.28	14.80/1.41	24	22	20	18

注：可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价；同方环境的合理市值取自 2011 年的合理估值 25 亿元。

数据来源：WIND、华创证券研究所

2.12 同方人环，人工环境行业的参与者

同方人工环境有限公司 51.004%的股权属于泰豪科技（600590），40.964%的股权属于同方股份。

同方人工环境有限公司成立于 2000 年 11 月 1 日，注册资本 24,900 万元。同方人环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，并为用户提供涉及建筑节能系统、VAV 系统、水源热泵系统、户式空调系统、恒温恒湿系统、风冷热泵系统等建筑环境领域的应用解决方案。

2009 年，同方人环始终坚持节能、环保、低碳、绿色生态的业务方向，面对金融危机的影响，特别是和公司业务密切相关的房地产行业的变化，积极、灵活地调整公司的经营策略，保证了公司的平稳运营，以良好的质量地完成了公司的经营目标。

2009 年，同方人环继续紧抓国家振兴新能源产业、可再生能源技术、节能减排技术等相关政策给公司发展带来的机遇，以新建社区、公共建筑、区域供热、工业节能为目标市场，向国家投资的重点项目、军队、工业市场等方向大力拓展业务，先后参与了世界最大的单体航站楼——首都机场 T3 航站楼及北京北站改扩建等国家级交通枢纽工程。同时合理调整公司的业务组织，形成了以热泵产品为核心的新型业务结构，为公司未来进一步的发展奠定了基础。2009 年，同方人环相继荣获“世界环保与新能源产业中国影响力 100 强”、“2009 中国城市化进程十大创新技术企业”等多项荣誉。

2010 年，同方人环以“可再生能源和绿色建筑技术”为方向，充分发挥自身在热泵技术的优势，在绿色建筑、低碳园区、示范城市等多个领域的应用得到了进一步的加强。其中，公司与湖北咸宁市正式签定了“可再生能源建筑应用战略合作协议”，将共同在咸宁地区开展以水地源热泵为重点的可再生能源建筑应用推广，在该地区 300 余平方公里的规划区域内，利用长江中下游地区丰富的地表水能、浅层低能和深层地热能，推广可再生能源技术。

2) 同方人环的收入及盈利预测：

图表 28 2009-2012 年同方人环收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（亿元）	5.42	5.50	6.00	7.00
增长率（%）	-	-	9%	16%
毛利率（%）	19%	19%	20%	22%
净利润（亿元）	-	0.28	0.30	0.35
归属于同方股份的净利润（亿元）	-	0.11	0.12	0.14

注：净利率按照 5%来测算；同方股份持有 40.964%的股权。

数据来源：公司报告、华创证券研究所

2) 同方人环的市场价值评估:

参考盾安环境(002011)等人工环境类企业,我们认为同方人环 2011 年的合理市值应为 20 亿元,归属于同方股份的合理市值为 8 亿元。

图表 29 同方人环与可比公司的估值水平比较

公司称	总收入/净利润				PE			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
盾安环境	22.82/1.60	32.75/2.19	40.48/3.24	49.72/4.30	53	39	26	20
同方人环	5.42/-	5.50/0.28	6.00/0.30	7.00/0.35	-	72	67	57

注:可比公司的股价为 2011.1.21 的收盘价;同方人环的合理市值取自 2011 年的合理估值 20 亿元。

数据来源:WIND、华创证券研究所

2.13 泰豪科技(600590)

泰豪科技股份有限公司(股票简称:泰豪科技,股票代码:600590)成立于 1999 年 12 月 3 日,于 2002 年 7 月 3 日在上海证券交易所上市,注册资本 37,943.81 万元,同方股份目前持股 22.64%。泰豪科技主要从事低压发电机组、建筑电气产品、配电设备、军工电源以及光机电一体化产品的生产和销售。

近年来,泰豪科技紧扣“以智能建筑电气为主体,以发电机及电源和装备信息产品为两翼”的发展战略,产业定位更加明确、专注,基本实现了公司的经营发展目标,资产规模和经营业绩有了进一步的提高。其中,受益于国家对基础设施投资的加大,以及智能电网产业的迅速发展,智能建筑电气业务取得了较快的增长,目前已构建起以建筑智能化、光伏建筑一体化和合同能源管理商业模式为主题的发展格局。

1) 泰豪科技的收入及盈利预测:

图表 30 2009-2012 年泰豪科技收入及盈利预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	23.89	32.58	41.00	56.09
增长率(%)	4.8%	36.37%	25.85%	36.77%
毛利率(%)	20.41%	20%	20%	20%
归属于同方股份的净利润(亿元)	0.22	0.42	0.60	0.97

数据来源:公司报告、WIND、华创证券研究所

2) 泰豪科技的市场价值评估:

按照 2011 年 1 月 21 日的股价,泰豪科技的市值为 47 亿元。

三、2011 年目标价 43 元

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.57 元,0.86 元,1.33 元,复合增长率接近 50%,目前股价 25.00 元对应 2010-2012 年的 PE 分别为 44 倍,29 倍,19 倍。

1) **整体 PE 估值法:** 按照对公司业绩的较为保守的预计, 公司未来几年的业绩复合增速约为 50%, 因此我们认为公司的合理估值应为 50 倍, 按照 2011 年的 EPS 为 0.86 元测算, 2011 年的目标价为 43 元。

2) **业务板块独立 PE 估值汇总法:** 参考行业平均估值水平, 而且公司大部分子公司和产业本部都具备行业领先地位, 我们对公司的业务板块进行独立估值, 汇总之后得到公司 2011 年的合理市值为 435 亿元, 按照 9.94 亿股本测算, 2011 年目标价为 43.7 元。

综合两种估值方法, 我们给出公司 2011 年的目标价为 43 元, 相对于目前 25.00 元的目标价, 约有 70% 的上涨空间, 首次给予“强推”评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14475	15344	17431	19830
现金	4717	4405	4873	5382
应收账款	3067	3255	3777	4511
其它应收款	709	944	1118	1226
预付账款	1496	1722	1842	2180
存货	4281	4855	5653	6353
其他	205	163	169	179
非流动资产	6915	7262	7768	8350
长期投资	1808	1896	1996	2196
固定资产	2505	2401	2393	2375
无形资产	794	836	858	846
其他	1808	2128	2521	2933
资产总计	21390	22606	25199	28180
流动负债	10483	10448	11312	12128
短期借款	3492	2994	3243	3119
应付账款	3629	3941	4452	5178
其他	3362	3513	3617	3832
非流动负债	1506	2001	2616	3126
长期借款	1324	1824	2424	2924
其他	181	177	191	202
负债合计	11989	12449	13928	15255
少数股东权益	2093	2288	2550	2881
股本	994	994	994	994
资本公积金	4498	4743	4743	4743
留存收益	1849	1324	2177	3500
归属母公司股东权益	7308	7045	7897	9220
负债和股东权益	21390	21782	24375	27356

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	756	28	464	1246
净利润	490	764	1115	1653
折旧摊销	322	281	300	321
财务费用	187	174	199	225
投资损失	-336	-300	-100	-100
营运资金变动	-59	-839	-1099	-898
其它	151	-52	49	44
投资活动现金流	-621	-394	-715	-815
资本支出	643	300	600	600
长期投资	-452	97	94	213
其他	-430	3	-21	-1
筹资活动现金流	1042	54	719	78
短期借款	995	-497	249	-124
长期借款	689	500	600	500
普通股增加	17	0	0	0
资本公积增加	-13	245	0	0
其他	-644	-193	-130	-298
现金净增加额	1180	-312	468	509

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15388	17069	19767	23287
营业成本	12921	14145	16097	18581
营业税金及附加	148	171	194	231
营业费用	890	956	1028	1211
管理费用	995	1067	1117	1306
财务费用	187	174	199	225
资产减值损失	194	108	89	93
公允价值变动收益	47	0	0	0
投资净收益	336	300	100	100
营业利润	435	749	1143	1740
营业外收入	164	185	197	211
营业外支出	36	57	58	50
利润总额	563	878	1282	1900
所得税	74	114	167	247
净利润	490	764	1115	1653
少数股东损益	138	195	263	331
归属母公司净利润	351	569	852	1323
EBITDA	944	1204	1642	2286
EPS（元）	0.35	0.57	0.86	1.33

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	10.5%	10.9%	15.8%	17.8%
营业利润	6.6%	72.2%	52.5%	52.2%
归属母公司净利润	46.0%	61.8%	49.9%	55.2%
获利能力				
毛利率	16.0%	17.1%	18.6%	20.2%
净利率	2.3%	3.3%	4.3%	5.7%
ROE	4.8%	8.1%	10.8%	14.3%
ROIC	7.4%	9.4%	11.7%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	56.1%	57.2%	57.1%	55.8%
净负债比率	41.46%	40.54%	42.83%	41.10%
流动比率	1.38	1.47	1.54	1.63
速动比率	0.95	0.99	1.02	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.78	0.83	0.87
应收帐款周转率	5	5	6	6
应付帐款周转率	3.87	3.74	3.84	3.86
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.57	0.86	1.33
每股经营现金	0.76	0.03	0.47	1.25
每股净资产	7.35	7.09	7.95	9.28
估值比率				
P/E	70.71	43.70	29.15	18.78
P/B	3.40	3.53	3.15	2.69
EV/EBITDA	26	21	15	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801