

2010-10-14

电力设备与新能源

综艺股份 600770.SH

19 亿大单入手，光伏下游龙头初现

◇ 报告起因:公司公告 2 亿欧元电站工程销售合同

◆光伏电站大单入手，贡献去年 8 倍净利润

公司今日公告，其与欧洲第三大光伏系统供应商 Kerself S.p.A. 下属子公司，意大利 Ecoware 公司签订合作协议，2011 年交付 60MW 的光伏电站系统，项目总价 2 亿欧元，约合 19 亿人民币。仅此一个项目，就将为上市公司 11 年贡献相当于去年 4 倍的销售收入及 8 倍的权益净利润。

我们上调 11 年业绩预测至 1.15 元，其中光伏贡献 0.90 元，并认为超预期的概率较高。公司合理价格 29 元，对应 11 年 25 倍市盈率，目前价值低估，建议买入。

◆大举进军全球光伏电站建设市场，带动业绩质的飞跃

公司是光伏海外电站建设的先行者，受益中国企业全面进军海外电站建设市场的大趋势，业绩发生质变。此前在德国、捷克、意大利均已实现光伏电站市场的突破。含最新项目，目前在手订单充足，为我们对光伏电站业务今明 2 年 40MW 和 150MW 的预测提供强力支撑。且此次项目并未通过子公司综艺开曼，而是由上市公司直接参与。估计后续项目将沿用这一模式，从而大幅提高上市公司权益比例。

中国企业进入国外光伏电站建设市场，是今年开始的新趋势。优势在于：1) 制造能力；2) 成本优势；3) 资金充裕。公司作为市场先行者，将占据显著的先发优势。且按照 11 年 150MW 的项目销量，全球份额也不足 1%，后续成长空间巨大。

◆薄膜项目提升光伏竞争力，信息产业拉动下一波增长

公司的非晶硅薄膜项目，由于：1) 单位产能建设投资显著低于同业；2) 采用普通玻璃，自镀导电膜等工艺；成本优势明显。该产品的技术储备，一方面将在 11 年实现利润，更重要的是，将为公司开拓荒漠电站建设市场提供更强的竞争力。

公司龙芯云计算解决方案，受益来国家对于信息安全越来越高的要求。在政府、军方及五大信息安全行业空间广阔。目前该系统已在北京、江苏、重庆、深圳等地区取得实质性突破。预计 12 年起成为公司又一主要增长点。

超导滤波器有望年内实现正式销售收入。由于该产品效能显著，客户需求迫切且公司在该领域处于独占地位，明年起可能带来大批量订单，存在爆发式增长的可能。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	588	516	2,802	5,944	12,252
营业收入增长率	-6.12%	-12.18%	442.57%	112.15%	106.11%
净利润(百万元)	27	33	346.02	768.26	1,352.54
净利润增长率	-54.27%	22.96%	948.41%	122.03%	76.05%
EPS(元)	0.04	0.05	0.52	1.15	2.03
ROE(归属母公司)	4.22%	2.73%	22.26%	34.98%	41.14%
P/E	376	306	37	17	10
P/B	16	8	8	6	4
EV/EBITDA	346	-55	45	20	14

维持

买入

当前价格	19.44 元
目标价格	29.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

王海生 袁瑶

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

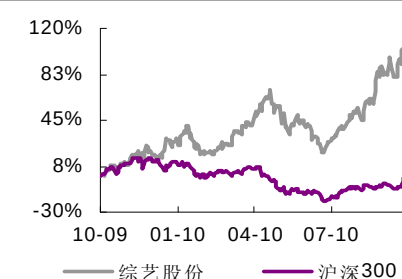
021-22169112

yuan Yao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	667
总市值(百万元)	10,099
流通比例(%)	91.13%
12 个月最高/最低(元)	23.50/11.57
近 3 月日均成交量(百万股)	8.58
主要股东	南通综艺投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.75	42.52	114.92
绝对收益	12.37	64.65	115.52

相关报告:

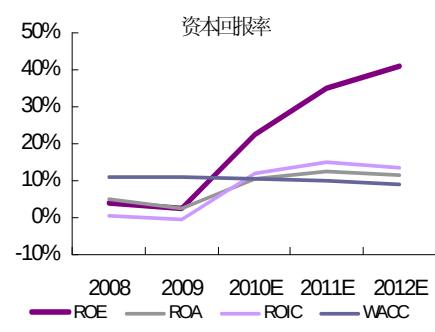
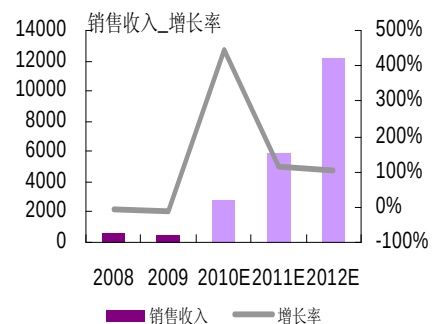
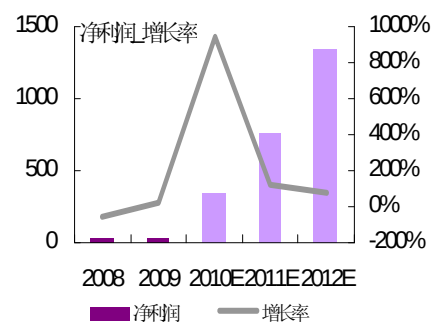
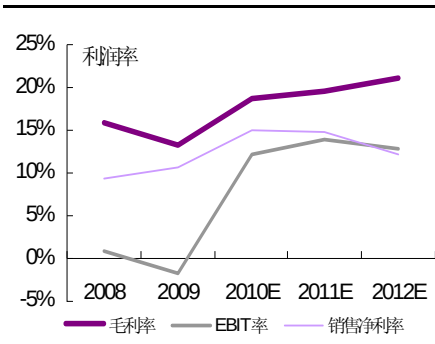
综艺股份深度报告-光伏产业创造价值，信息技术拉动成长

..... 2010-08-31

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	588	516	2,802	5,945	12,253
营业成本	495	448	2,280	4,777	9,666
折旧和摊销	14	-116	4	4	4
营业税费	4	3	14	30	61
销售费用	14	9	34	59	184
管理费用	64	67	126	238	735
财务费用	5	4	26	86	233
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	59	60	151	251	372
营业利润	59	47	465	987	1,717
利润总额	69	72	494	1,026	1,756
少数股东损益	28	22	74	104	140
归属母公司净利润	26.84	33.00	346.02	768.26	1,352.54

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,157	2,177	3,427	5,468	7,917
流动资产	611	946	2,216	5,717	6,652
货币资金	226	651	1,121	2,378	4,901
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	78	95	439	923	1,902
应收票据	1	1	6	12	25
其他应收款	73	37	280	594	1,225
存货	137	133	678	1,428	2,896
可供出售投资	54	268	270	270	270
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	109	137	152	177	214
固定资产	232	648	650	650	651
无形资产	67	88	84	79	75
总负债	284	594	1,914	4,199	9,006
无息负债	163	354	1,099	1,797	2,658
有息负债	121	240	815	2,402	6,347
股东权益	873	1,583	1,974	2,597	3,441
股本	405	444	667	667	667
公积金	64	566	629	760	984
未分配利润	166	197	258	770	1,185
少数股东权益	238	375	449	553	693

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-6	-14	-242	-343	-1,263
净利润	27	33	346	768	1,353
折旧摊销	14	-116	4	4	4
净营运资金增加	71	-255	1,395	2,312	5,143
其他	-118	324	-1,988	-3,428	-7,763
投资活动产生现金流	-173	-173	163	226	335
净资本支出	-128	-155	-18	0	0
长期投资变化	109	137	-15	-25	-37
其他资产变化	-154	-155	197	251	372
融资活动现金流	-22	611	549	1,374	3,451
股本变化	0	39	222	0	0
债务净变化	-2	119	575	1,586	3,946
无息负债变化	-53	191	745	698	861
净现金流	-201	424	470	1,257	2,523

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-6.12%	-12.18%	442.57%	112.15%	106.11%
净利润增长率	-54.27%	22.96%	948.41%	122.03%	76.05%
EBITDA 增长率	-67.62%	-759.13%	-374.79%	140.11%	91.35%
EBIT 增长率	-87.85%	-273.00%	-3823.36%	141.98%	91.84%
估值指标					
PE	376	306	29	13	7
PB	16	8	6	5	3
EV/EBITDA	346	-55	33	16	11
EV/EBIT	1,245	-752	34	16	11
EV/NOPLAT	1,560	-985	39	19	13
EV/Sales	11	13	4	2	1
EV/IC	8	7	5	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.78%	13.19%	18.62%	19.64%	21.11%
EBITDA 率	3.23%	-24.25%	12.28%	13.90%	12.91%
EBIT 率	0.90%	-1.77%	12.13%	13.83%	12.87%
税前净利润率	11.76%	14.03%	17.63%	17.27%	14.33%
税后净利润率 (归属母公司)	4.56%	6.39%	12.35%	12.92%	11.04%
ROA	4.77%	2.54%	10.72%	12.56%	11.49%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.22%	2.73%	22.26%	34.98%	41.14%
经营性 ROIC	0.51%	-0.72%	12.05%	14.86%	13.62%
偿债能力					
流动比率	2.27	1.80	1.42	1.36	1.30
速动比率	175.77%	155.13%	106.23%	102.25%	98.05%
归属母公司权益/有息债务	5.24	5.03	1.87	0.85	0.43
有形资产/有息债务	8.42	8.40	4.64	2.84	2.03
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.04	0.05	0.52	1.15	2.03
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.39	0.67
每股经营现金流	-0.01	-0.02	-0.36	-0.51	-1.89
每股自由现金流(FCFF)	0.11	0.58	-1.61	-2.39	-5.65
每股净资产	0.95	1.81	2.33	3.30	4.93
每股销售收入	0.88	0.77	4.20	8.92	18.38

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系工学硕士学位。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售总监、战略市场部经理。2008年加盟光大证券。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

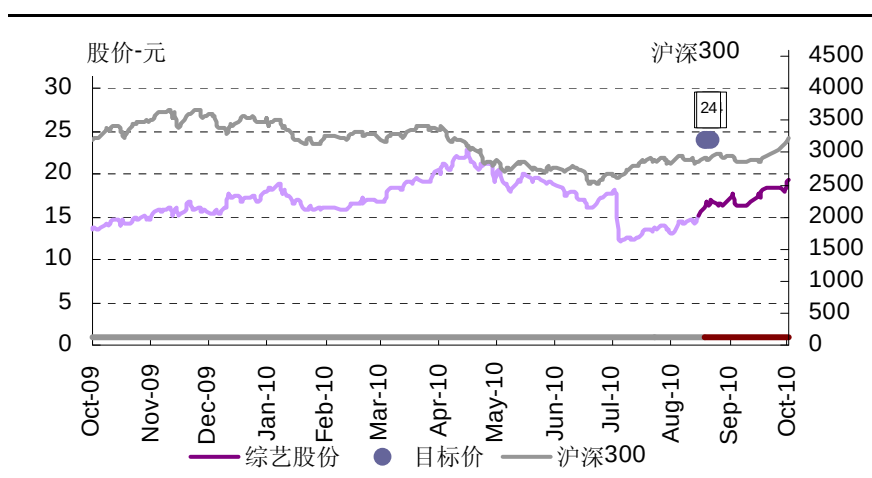
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

综艺股份（600770）

分析师：王海生



日期	股价	目标	评级
2010-08-31	15.97	24.00	买入
2010-09-03	16.90	24.00	买入
2010-10-14	19.44	29.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。