

2010-09-03

综合类行业

综艺股份 600770.SH

光伏产业创造价值，信息技术拉动成长

◇ 报告起因：公司调研

◇ 催化因素：欧洲光伏项目确认收入、超导滤波器及龙芯产品开始供货

◆光伏业绩支持股价，信息技术产品可能超预期增长

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。海外电站已有相当订单在手，明年预计销售 120MW 以上。光伏业务今年 0.28 元，明年 0.62 元的业绩贡献，已经足以支持公司股价。预计超导滤波器及龙芯产品明年起拉动业绩高速增长。公司今明 2 年业绩 0.48、0.95，合理价格 24 元，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

公司大力拓展海外光伏电站业务，并藉此驱动晶硅产业链快速发展。预计 10、11 年安装量 60MW 和 120MW，在 A 股公司中居于首位。中国企业进入国外光伏电站建设市场，是 2010 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，今明 2 年业绩将实现大幅增长。预计电站和晶硅电池业务 10、11 年 EPS 贡献 0.28、0.62 元，仅此即可支持公司股价。

公司的非晶硅薄膜项目，由于 1) 投资显著低于同业；2) 采用普通玻璃，自镀膜导电膜等工艺；而成本优势明显。该技术将为公司开拓荒漠电站建设市场提供更强的竞争力。

◆龙芯云计算解决方案进入政府推广目录，明年起拉动增长

公司龙芯云计算解决方案，受益来国家对于信息安全性越来越高的要求。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。预计公司信息产业 10、11 年 EPS 贡献 0.03 元，0.11 元。明年起成为公司又一主要增长点。

◆超导滤波器即将打开市场，未来发展空间广阔

公司集中精力将其超导滤波器推广到实际应用领域，并有望年内实现正式销售收入。EPS 贡献分别为 0.01 元和 0.04 元。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，可能带来大批量订单，明年出现超预期突破的可能较大。

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	2,303	4,416	6,979
营业收入增长率	-6.12%	-12.18%	345.84%	91.79%	58.03%
净利润（百万元）	27	33	317	636	926
净利润增长率	-54.27%	22.96%	859.83%	100.82%	45.53%
EPS（元）	0.04	0.05	0.48	0.95	1.39
ROE（归属母公司）	4.22%	2.73%	20.77%	31.12%	33.69%
P/E	376	306	33	17	11
P/B	16	8	7	5	4
EV/EBITDA	346	-55	45	20	14

首次

买入

当前价格	16.90 元
目标价格	24.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

王海生 袁瑶

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

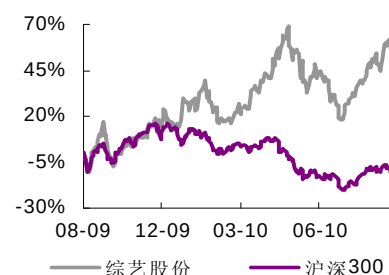
021-22169112

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	17.62	12.65	80.05
绝对收益	17.44	12.94	73.87

相关报告：

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。

1 光伏产业：光伏电站业务弹性最大的标的

1.1 光伏电站建设市场发力，带动业绩实质飞跃

综艺股份与旗下子公司欧贝黎新能源合资成立综艺太阳能电力。包含直接和间接形式，上市公司共持有综艺太阳能 68% 的权益。公司以综艺太阳能为平台，大力拓展海外光伏电站业务，并将之作为公司未来晶硅产业链快速发展的主要驱动力。

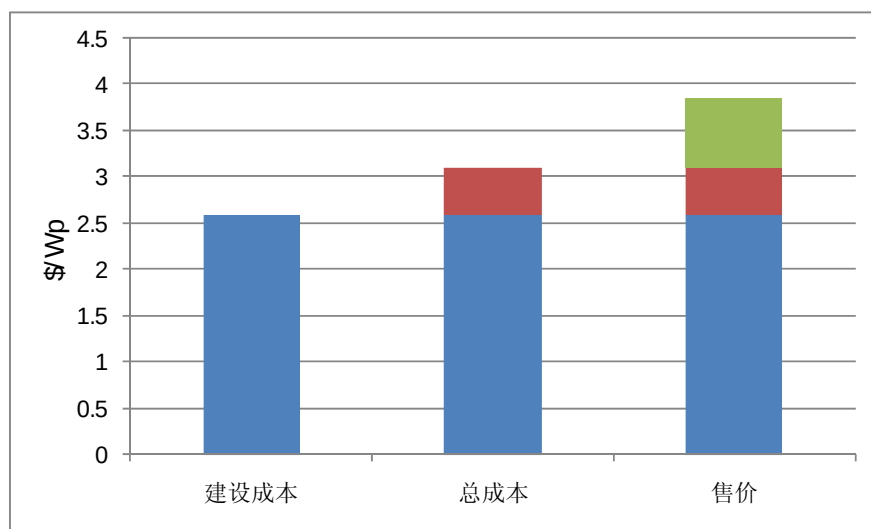
公司拓展海外电站的优势包括：

1. 系统集成先发优势：相对组件生产企业，公司有着系统集成方面的深入理解和长期经验。公司核心团队自 2000 年起就曾在西北开发风光一体项目，目前拥有丰富的系统集成经验和一支国际化的团队；
2. 生产配套能力：相对于电站建设企业，公司具有足以满足电站安装需求的产能；
3. 效率和灵活度：相对于同样进军国际电站市场的国企，公司拥有快速反应能力，这在国际光伏项目中是非常重要的。

公司目前已有相当订单在手，并积极争取大批订单。预计 10、11 年能够实现销售的规模为 40MW 和 120MW，在国内上市公司中居于首位。

公司目前销售毛利率 15%，预计未来随着直销模式的占比提升（2011 年至 20%，美国市场主要采用此模式），公司毛利率将向 20% 的行业均值回归。

图表 1：电站业务毛利率结构



资料来源：光大证券研究所

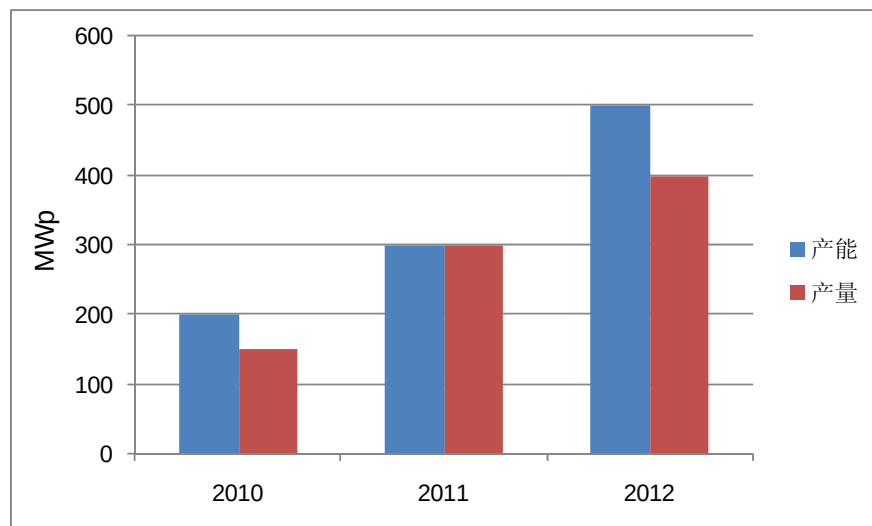
中国企业进入国外光伏电站建设的市场，是 2010 年刚刚开始的新趋势。长期来看，先进入者们将在该市场取得巨大的发展空间，相对于国外竞争者，其优势在于：

1. 制造能力：中国企业直接以组件投资，省去了采购环节。既降低了成本，提高了效率，又保证了供货的可靠性；

2. 成本优势：人力成本的低廉，在项目管理、项目实施中将表现明显；
3. 资本优势：国内银行会优先贷款给国内企业，支持其投资海外电站建设。中国企业更有能力承受电站建设带来的资金压力。

公司在晶硅电池业务方面，主要布局欧贝黎平台，其产能和生产情况：

图表 2：欧贝黎产能及生产情况



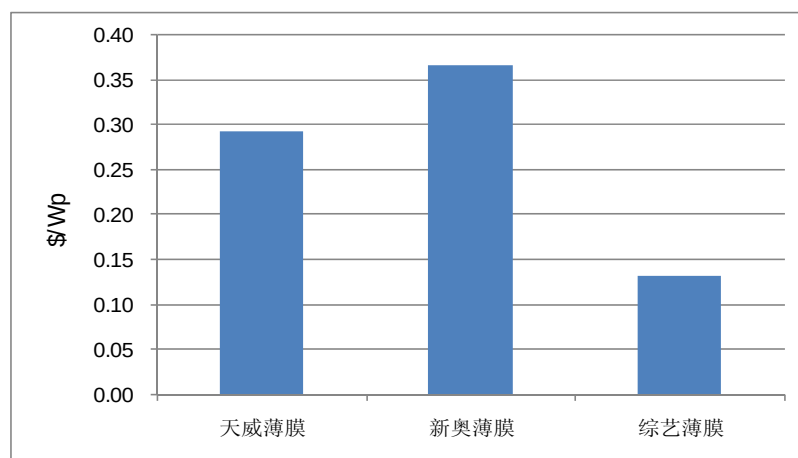
资料来源：光大证券研究所

1.2 薄膜太阳能项目：成本控制突出，布局荒漠电站

公司 08 年投资 4000 万美金，建成 26MW 非晶硅薄膜生产线。该线今已达产。预计年内出货 15MW。2011 年二期项目达产，预计明年出货 40MW。该线采用韩国周星的交钥匙工程方案，体现了突出的成本优势：

1. 采用普通高白玻璃，代替超白玻璃，并含导电膜工艺，降低生产成本；
2. 首条线满产后，实际产能 30MW，按 10 年折旧，折旧成本 0.133\$/Wp，处于同业较低水平。

图表 3：薄膜厂商单位产能投资对比



资料来源：光大证券研究所

薄膜项目是公司长期布局的方向。预计 2010 年此项即可持平，2011 年

随着二代线达产，假如总成本降至 0.86\$/Wp 以内水平，销售价格如果按照晶硅电池的 80% 计算，按照晶硅电池明年 1.5\$/Wp 的均价情境，毛利率可达 28%。但以上各假设均属悲观情形，中性预期毛利率将在 35% 左右水平。公司二代线将是双结技术，其转化率提升至 9% 以上，未来可能进一步上升。相对于晶硅电池的综合成本优势从 2011 年起将逐步显现。

低成本、耐高温强光、弱光可发电的薄膜电池，最适合用于荒漠电站的建设。First Solar 就是主要面向这一市场推广，取得前期的飞速增长。未来降低了成本，提升了转化率的硅基薄膜电池可能成为晶硅电池在荒漠电站市场的有力竞争者。结合综艺在国外建设电站的能力，其薄膜电池产品，对于未来荒漠电站市场的开拓，具重要略意义。

公司目前已经开始将其低成本的薄膜电池用于自己的电站项目中，预计今年该产品可以实现盈亏平衡，2011 年开始盈利。

综上所述，公司立足海外电站建设，快速发展其晶硅和薄膜两条产业链，预计今明 2 年光伏产业将给公司贡献 EPS 0.28、0.62 元。仅此一项业务，就足以支持公司 18 元的合理股价。

2 龙芯：信息安全的巨大市场即将打开

龙芯的运营，自 2009 年从中科院转到综艺方面以来，变化很大。公司目前在龙芯旗下，成立集成电路、软件产品、系统集成三大事业部。从国内 IT 产业的龙头公司引入高级管理人员。更重要的是，公司调整了发展战略，主要走云计算路线产品，通过政府及大型企业渠道自上而下推广，不与英特尔正面竞争。

龙芯产品的最大市场，在于未来国家对于信息安全性的要求。政府、军方、五大信息安全行业（军工、金融、交通、能源、通讯）均对信息安全有着很高的要求。公司产品解决了进口芯片的后门隐患，有效提高信息安全性。其云计算解决方案，目前已经进入政府目标，将通过自上而下的推广，迅速进入市场。

龙芯产品的云计算解决方案，可以为集团用户节约大量成本，提高工作效率：

1. 降低终端造价，每台终端仅需 600 元左右的初装投资；
2. 延长更换时间：通过升级主机，可同时升级所有终端的性能，延长了终端机的使用时间；
3. 加强管理：可在主机侧实时监控所有终端的所有操作，为工作环境的纪律管理创造了条件。

该产品因以上优势，而在民用市场拥有广阔前景。目前，已经在北京、江苏、重庆、深圳等地区取得实质性突破。其中北京市将公司产品列入政府采购目录。同时，公司已在酒店、档案管理等行业、浙江等地区，布局销售渠道。

预计公司将通过内部资源整合，组建信息产业平台。并迅速实现规模扩张，以利近期分拆上市。

预计公司信息产业 10、11 年收入规模将为 1 亿元、4.5 亿元，EPS 贡献 0.03 元，0.11 元，成为拉动 2011 年增长的又一主要发动机。

3 超导滤波器：近期市场突破

综艺超导是继美国 STI 公司之后全球第二家能够进行高温超导滤波技术研究、开发以及工程化实施的高新技术企业，是清华大学与综艺股份等

多家股东共同投资创立的超导技术产业化平台。

公司超导产品在民用领域的尝试自 2002 年开始。当时用以解决 CDMA 机战的信号干扰问题。实验效果良好，但由于市场接受程度不够，后来并未获得推广。

在玉树的抗震救灾中，公司产品在通讯领域得到首次实际应用。有效的解决了现场各单位通讯频率混杂，相互干扰的问题。

目前，公司集中精力将其超导滤波器推广到军民应用领域，拟通过与大型设备制造商合作的方式，切入 3G 基站建设领域。

预计 EPS 贡献分别为 0.01 元和 0.04 元。由于该产品效能显著，客户需求迫切且公司在该领域居于独占地位，可能带来大批量订单，明年出现超预期突破的可能较大。

4 创投业务：跟随创业板成长，安全可靠的现金牛

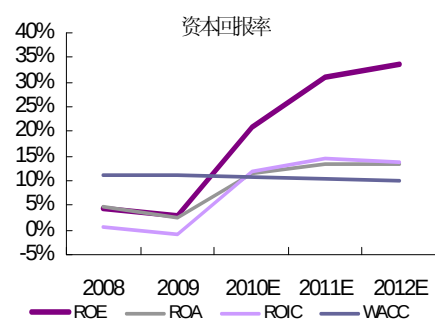
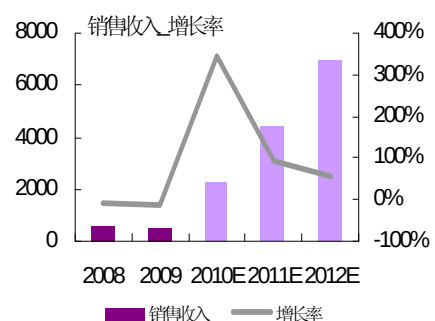
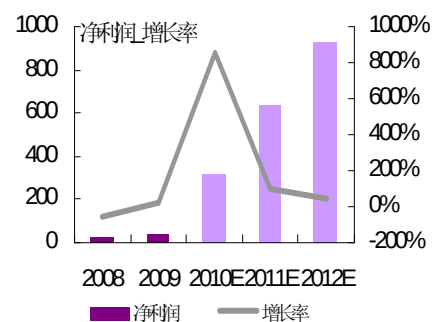
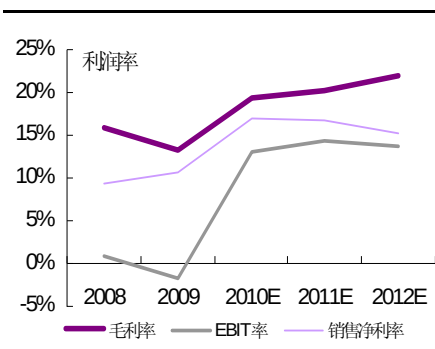
公司持股 53.85% 的江苏高科技产业投资公司（从事实业投资，注册资本一亿元），该公司下属企业已经有 7 家上市，今后还将有投资的企业陆续上市。另外公司还投资 1000 万元，持有通州市农村信用合作联社 6.32% 的股权。

目前公司仅洋河项目账面浮盈即达 9 亿元。预计创投业务未来每年给公司贡献 0.1-0.2 元的 EPS，我们更重视公司作为新能源、高科技实业平台的主体定位，对该优质金融资产认为是稳定的现金牛。同时我们认为公司具备利用此平台，引进、孵化与自身产业相关的业务的可能。

5 盈利预测

我们认为，光伏产业和信息技术产业高速增长将是公司成长的驱动力。我们测算，公司 2010-2012 年净利润分别为 3.17 亿、6.36 亿和 9.26 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.95 元和 1.39 元，复合增长超过 200%。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	588	516	2,303	4,416	6,979
营业成本	495	448	1,855	3,524	5,447
折旧和摊销	14	-116	4	4	4
营业税费	4	3	12	22	35
销售费用	14	9	28	44	105
管理费用	64	67	104	177	419
财务费用	5	4	19	56	120
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	430	832	1,214
利润总额	69	72	460	871	1,254
少数股东损益	28	22	74	104	140
归属母公司净利润	26.84	33.00	316.78	636.16	925.77

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	4,236	6,652
货币资金	226	651	921	1,766	2,792
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	78	95	361	685	1,083
应收票据	1	1	5	9	14
其他应收款	73	37	230	442	698
存货	137	133	550	1,052	1,630
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	1,453	2,871	4,476
无息负债	163	354	900	1,334	1,513
有息负债	121	240	553	1,537	2,963
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	625	736	896
未分配利润	166	197	233	641	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	-187	-191	-394
净利润	27	33	317	636	926
折旧摊销	14	-116	4	4	4
净营运资金增加	71	-255	1,103	1,587	2,237
其他	-118	324	-1,611	-2,418	-3,561
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	294	811	1,084
股本变化	0	39	222	0	0
债务净变化	-2	119	313	984	1,426
无息负债变化	-53	191	546	434	179
净现金流	-201	424	270	845	1,025

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%	345.84%	91.79%	58.03%
净利润增长率	-54.27%	22.96%	859.83%	100.82%	45.53%
EBITDA 增长率	-67.62%	-759.13%	-341.78%	111.71%	50.76%
EBIT 增长率	-87.85%	-273.00%	-3370.12%	113.42%	51.12%
估值指标					
PE	376	306	32	16	11
PB	16	8	7	5	4
EV/EBITDA	346	-55	37	19	14
EV/EBIT	1,245	-752	37	19	15
EV/NOPLAT	1,560	-985	44	23	17
EV/Sales	11	13	5	3	2
EV/IC	8	7	5	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.78%	13.19%	19.45%	20.21%	21.95%
EBITDA 率	3.23%	-24.25%	13.15%	14.52%	13.85%
EBIT 率	0.90%	-1.77%	12.96%	14.42%	13.79%
税前净利润率	11.76%	14.03%	19.96%	19.72%	17.97%
税后净利润率 (归属母公司)	4.56%	6.39%	13.76%	14.41%	13.27%
ROA	4.77%	2.54%	11.40%	13.54%	13.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.22%	2.73%	20.77%	31.12%	33.69%
经营性 ROIC	0.51%	-0.72%	12.05%	14.68%	13.82%
偿债能力					
流动比率	2.27	1.80	1.53	1.48	1.49
速动比率	175.77%	155.13%	115.01%	111.10%	112.32%
归属母公司权益/有息债务	5.24	5.03	2.76	1.33	0.93
有形资产/有息债务	8.42	8.40	5.95	3.47	2.63
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.04	0.05	0.48	0.95	1.39
每股红利	0.00	0.00	0.18	0.33	0.48
每股经营现金流	-0.01	-0.02	-0.28	-0.29	-0.59
每股自由现金流(FCFF)	0.11	0.58	-1.23	-1.54	-2.11
每股净资产	0.95	1.81	2.29	3.07	4.12
每股销售收入	0.88	0.77	3.45	6.62	10.47

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，任电力设备及新能源行业分析师。多年跨国公司市场、销售管理工作经验。

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。

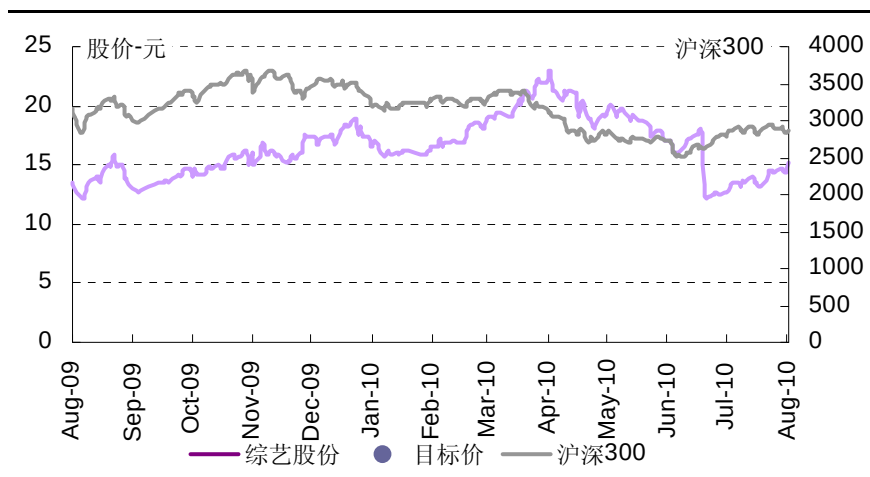
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
	买入	增持	中性
	减持	卖出	

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
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@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	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
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。