

综艺股份 (600770)

买入/维持评级

股价: RMB20.62

分析师

王海生

SAC 执业证书编号:s1000511030005

021-68498537

wanghaiheng@mail.htlhsc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号:s1000511040002

(021) 6849 8607

yuanyao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

光伏电站开发龙头, 巨大雪球开始滚动

业绩兑现的确定性进一步增强

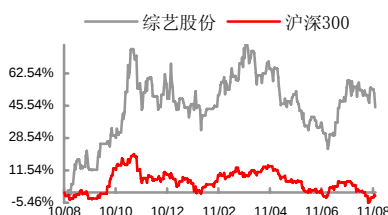
- **综艺股份日前发布海外光伏电站项目进展的公告:** 公司在意大利设立的四家全资子公司投资建设 44MW 光伏电站项目, 进展顺利。根据公司公告, 截止 2011 年 8 月末, 公司在意大利已有 17.77MW 实现并网, 其他项目正在建设中。
电站项目进度超预期: 据公司的中报披露, 有 3 个在建项目于 9、10 月份竣工。我们认为此次的公告表明公司的电站进展情况顺利, 且在进度上略超预期。依据意大利第四套能源法案 (Energia IV), 6 月 1 日以前申请的光伏项目如在 8 月底前完成并网, 可享受第三套能源法案中的较高 FIT, 我们预计公司 17.77MW 项目均在此范围内, 进一步提升了转让价格。
- **Robin 税的潜在风险很小:** 据 photon 报道, 意大利原先针对石油公司制定的税种-Robin 税, 或将延伸至所有的年营收超过 1000 万欧元的能源类企业, 包括可再生能源公司, 税率也将由 6.5% 提升至 10.5%。
经我们测算, 在意大利年营收超过 1000 万欧元的光伏电站等同于 30MW 左右; 大部分光伏电站 (包括综艺股份的电站项目在内) 均小于此规模。因此我们认为, 即便该法案最终执行, 公司的盈利也不会受到影响。
受益于组件价格下跌, 电站业绩兑现的预期进一步提升: 进入 9 月份以来, 光伏市场回暖力度低于预期, 中游产能过剩无情兑现, 组件价格继续下滑。而海外市场的 FIT 补贴依然维持。在当前的全产业链中, 海外电站开发成为唯一的不受损环节, 反而受惠于组件价格的下跌。

综艺股份同时具备技术、市场、资金及产业链方面的优势。根据目前电站已建成并网、开工数量及储备情况, 公司已经成为国内海外光伏电站开发的龙头企业。我们依然维持对公司的判断, 预计下半年进入项目收获期, 全年完成电站投资超过 100MW, 应能达到 0.8 元 EPS。同时借助“融资-电站开发-贡献业绩-再融资”的商业模式, 业绩将进入快速成长阶段, 预计公司明年每股收益 1.42 元, 建议买入。

基础数据

总股本 (百万股)	736
流通 A 股 (百万股)	736
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,494

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	910.8	3702	6516	10242
(+/-%)	76.4	306	76	57
归属母公司净利润(百万元)	272.2	593	1042	1521
(+/-%)	724.7	118	76	46
EPS(元)	0.3	0.81	1.42	2.06
P/E(倍)	56.9	25.60	14.57	9.99

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

风险提示:

电站的投资建设与转卖结算周期在 3 个月至 1 年不等，开发规模可能会低于预期。

电站收益每个项目均不一样，平均的净收益可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2098	5496	6354	9046	营业收入	911	3702	6516	10 42
现金	1146	3354	2900	3758	营业成本	791	2814	4869	7678
应收账款	281	672	1252	20 4	营业税金及附	3	26	39	58
其他应收款	29	268	374	541	营业费用	10	14	16	21
预付账款	392	39	392	392	管理费用	95	124	183	257
存货	250	803	1425	2281	财务费用	36	21	89	87
其他流动资产	0	8	12	20	资产减值损失	69	14	15	20
非流动资产	2 81	3249	4174	4066	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	268	268	268	268	投资净收益	618	185	247	185
固定资产	623	1125	2 70	1980	营业利润	525	876	1551	2306
无形资产	90	90	90	90	营业外收入	0	23	29	33
其他非流动资	0	1766	1 47	1727	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	4879	8745	1 52	13112	利润总额	581	899	1579	23 9
流动负债	869	1197	1749	2531	所得税	129	189	347	538
短期借款	489	270	249	274	净利润	452	710	1232	1801
应付账款	169	602	1042	1643	少数股东损益	179	117	189	281
其他流动负债	0	32	459	614	归属母公司净	272	593	1042	1521
非流动负债	685	2178	2 78	2178	EBITDA	56	937	1717	2493
长期借款	265	1765	1765	1765	EPS (元)	0.37	0.81	1.42	2.0
其他非流动负	7	413	413	413	主要财务比率				
负债合计	1553	3375	3927	4709	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1273	1390	157	1860	成长能力				
股本	667	7 6	736	736	营业收入	76.4%	306.5	76.0%	57.2%
资本公积	868	21 2	2 2	2132	营业利润	1017 7	66.8%	77.0%	48.7%
留存收益	518	1112	2154	3674	归属母公司净	724.7%	117.9%	75.7%	45 9%
归属母公司股	2053	3980	5022	6543	获利能力				
负债和股东权	4879	8745	10529	13112	毛利率(%)	.0%	24.0%	25.3%	25.0
现金流量表					净利率(%)	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%
单位: 百万元					OE(%)	13. %	14.9%	20.8%	23.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	15.4%	28.2%	30.4%	35.4%
经营活动现金	-78	-125	371	704	偿债能力				
净利润	52	710	1232	1801	资产负债率(%)	1.8%	38.6%	37.3%	35. %
折旧摊销	0	41	76	00	净负债比率(%)	104.50%	60.31	51.28	43.30
财务费用	36	21	89	87	流动比率	2.41	4.59	3.63	3.57
投资损失	-618	-185	-247	-185	速动比率	2.13	3.88	2.76	.61
营运资金变动	0	-778	-894	-1278	营运能力				
其他经营现金	504	67	114	179	总资产周转率	0 26	0 4	0.68	0.87
投资活动现金	-205	-283	-755	184	应收账款周转	5	7	6	6
资本支出	511	500	1000	0	应付账款周转	4.02	7.30	5.92	5.72
长期投资	0	-7	1	1	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	210	247	185	每股收益(最新	0.37	0.81	1.42	2.06
筹资活动现金	727	2617	-71	-30	每股经营现金	-0 1	-0.17	0.50	0.96
短期借款	249	-219	-21	25	每股净资产(最	4.52	5.40	6.82	8.88
长期借款	0	1500	0	0	估值比率				
普通股增加	222	70	0	0	P/E	56.93	25.60	14.57	9.99
资本公积增加	350	1264	0	0	P/B	4.66	3.82	3.02	2.32
其他筹资现金	-95	1	-49	-55	EV/EBITDA	31	15	8	6
现金净增加额	0	2209	-454	858					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。