

综艺股份 (600770.sh)

海外太阳能进入收获期，组件下降提高总包业务毛利

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010003

公司海外太阳能进入收获期，组件下降提高总包业务毛利

2011 年第三季度，公司海外太阳能项目收入确认大幅增加，表明公司的新能源投资进入收获期。公司在德国、意大利、美国、保加利亚等地投资建设的多个光伏电站实现并网发电，且多个海外光伏电站及业主自用屋顶系统项目正在建设中。其中，公司在意大利设立了四家全资子公司，投资建设 44MW 光伏电站，项目进展顺利，截至 8 月末，已有 17.77MW 实现并网；美国项目中，Tinton Falls 已开工 1 个多月，建设规模 19.8 MW，预计明年 7 月份全面竣工，公司美国市场在开工的小型项目也很多，主要是大型超市、宾馆等，规模从 0.6MW-1.9MW 不等，除了其中的 2 个项目，其它今年可全面竣工，公司美国在开工项目达到 30MW 以上。今年以来行业供大于求导致太阳能电池组件价格出现快速下降，使公司太阳能电站总包业务成本下降，盈利有望获得提升。此外，若美国对中国企业出口的电池板进行反倾销、反补贴的“双反”裁决不利，将对公司产生一定影响。

盈利预测与估值

考虑到公司太阳能业务已经放量，未来几年仍有望保持高速增长，信息技术相关业务经过整合也进入良性发展阶段，因此维持“买入”的投资评级。我们预测公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.77 元、1.24 元和 1.54 元，对应 2011-2013 年动态市盈率分别为 20 倍、12 倍和 10 倍，按照 2012 年 22 倍 PE 给予 12 个月合理目标价 27.28 元。

风险提示

高温超导项目进展慢于预期的风险；海外太阳能业务拓展存在不确定性风险；汇率波动风险；多元化发展管理风险等。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	516.47	910.80	2985.89	5430.57	8903.39
增长率(%)	-12.18%	76.35%	227.83%	81.87%	63.95%
EBITDA(百万元)	6.77	56.60	464.75	991.22	1650.64
净利润(百万元)	33.00	272.17	565.98	913.99	1131.33
增长率(%)	22.96%	724.66%	107.95%	61.49%	23.78%
每股收益(元)	0.04	0.37	0.77	1.24	1.54
市盈率	232.14	53.15	21.86	13.54	10.94
市净率	6.34	7.05	4.28	3.17	2.40
EV/EBITDA	1071.76	248.66	25.96	11.65	6.62

数据来源:江苏综艺股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	16.80 元
合理价值	27.28 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-0.41	-23.95	-26.54
沪深 300	3.43	-5.94	-17.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

736/667

主要股东:

南通综艺投资有限公司

主要股东持股比例 28.40%

流通 A 股比例 90.63%

财务比率

ROE	13.26%
ROA	7.71%
资产负债率	31.84%

2010 年报数据

海外太阳能进入收获期，组件下降提高总包毛利

2010年公司太阳能电池和太阳能电站总包业务合计占总收入的48%，2011年受益于太阳能电站总包业务的快速发展，公司新能源有关业务将成为收入的主要来源，2011年上半年太阳能电池和太阳能电站总包业务占比上升到61%。

图 1：2010 年产品收入构成

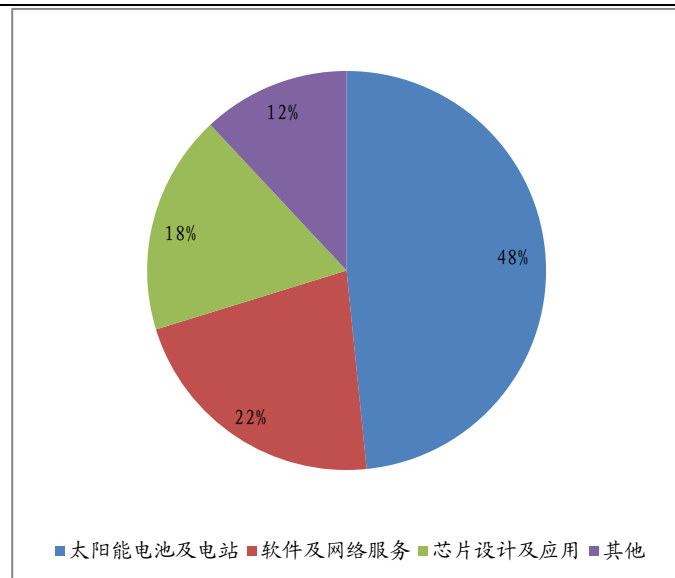
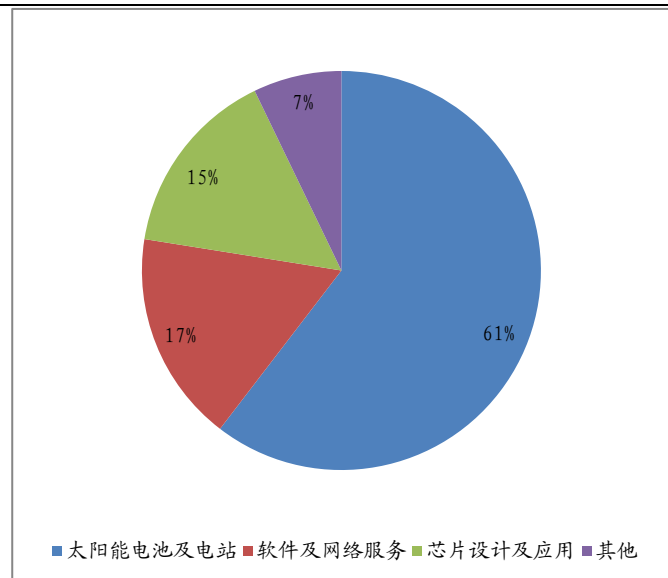


图 2：2011 年上半年产品收入构成



数据来源：公司资料

公司在太阳能领域具备贯通产业链上下游的整合能力，特别是太阳能电站总包业务是公司未来发展的重点。公司加快了太阳能产业链的布局，从生产制造向提供集成服务和太阳能整体解决方案延伸，利用自身优势，将海外光伏电站的投资、建设和运营作为公司太阳能产业链的发展重心，实现从生产商向集成商的战略演变。在德国、意大利、美国、保加利亚等地投资建设的多个光伏电站实现并网发电，并且还有多个海外光伏电站及业主自用屋顶系统项目正在建设过程中。

欧洲市场，2010年，公司与意大利Ecoware签署光伏太阳能电站项目合作意向书，包括固定支架项目及巡日系统项目，公司通过开发光伏电站系统并对外转让的方式获得收益。公司在意大利设立了四家全资子公司，投资建设44MW 光伏电站，项目进展顺利。截至2011年8月末，公司在意大利建设的光伏电站已有17.77MW 实现并网，其他光伏电站正在建设过程中。

美国市场，2011年5月，综艺美国与Effisolar Energy Corporation签署新泽西州的19.8MW光伏电站项目，该光伏电站项目建设总投资金额约为8000万美元，项目建成后，将从联邦政府获得项目建设费用30%的投资补贴，由公司自主运营。项目收入来源主要包括电费收入（公告时为0.055美元/度）、SREC销售收入（每发电一千度可以获得一个SREC指标）。Tinton Falls光伏电站园（Tinton Falls Solar Farm）占地约582亩，建设规模为19.8 MW，目前已经开工1个多月，预计明年7月份全面竣工。此外，公司正在开工的小型项目也很多，主要是大型超市、宾馆等，规模从0.6MW-1.9MW不等，除了其中的2个项目，其它项目今年可以全面竣工，公司美国市场在开工项目达到30MW以上。

2010年公司太阳能电池和太阳能电站业务收入分别为1.84亿元和2.46亿元，

2011年上半年太阳能电池和电站总收入达到3亿元，尽管今年以来太阳能发电行业的政府补贴总体上呈减少的趋势，但供大于求导致太阳能电池组件价格出现快速下降，总体上公司太阳能电站总包业务受成本下降的利好因素影响更大，因此2011年盈利有望获得提升。

此外，由于不少欧美光伏企业出现破产、亏损倒闭，给这些国家太阳能行业带来极大压力，10月中下旬，美国solar world等7家太阳能公司申请对中国企业出口的电池板进行反倾销、反补贴的“双反”调查，美国国际贸易委员会已于11月8日立案，将于12月5日做出初裁，美商务部将于2012年1月12日、3月27日做出补贴和倾销初裁，如果最终裁定倾销存在，这对中国企业带来更大压力，比如征收高额关税，将对公司产生一定影响。

信息产业超导为矛，芯片设计生产为盾

综艺股份子公司综艺超导是继美国之后国内唯一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。经过多年技术研发，公司已在高温超导领域具备国内领先的技术优势和产业化能力，高温超导滤波器在国防军工、移动通信领域有广阔的应用前景，预计将成为公司信息产业的新增长点。

2010年年底，公司将持有的南通兆日微电子的48%股权全部转让给神州龙芯，将公司在芯片设计 and 应用领域的资源进一步整合，有利于神州龙芯未来的稳健经营和可持续发展。2011年上半年公司芯片设计及应用业务实现收入7615.41万元，毛利率23.47%，软件及网络服务业务实现收入8502.09万元，毛利率8.86%，盈利能力出现好转。

此外，公司创投业务滚动发展良好。2008-2010年，江苏高投实现创投业务投资收益分别为5703万元、5684万元、46089万元。2011年由于江苏高投所持有的洋河股份股票市值增加，虽然不断减持，公司可供出售金融资产规模仍增加至目前的近15亿元。2011年，公司继续积极寻找并投资具有自主创新能力和核心技术的高成长性企业，目前已经进行了四项股权投资，其中1.05亿元投向紫金财产保险和1200万元投向安徽舒城三乐童车。

盈利预测与估值

考虑到公司太阳能业务已经放量，未来几年仍有望保持高速增长，信息技术相关业务经过整合也进入良性发展阶段，因此维持“买入”的投资评级。我们预测公司2011-2013年全面摊薄EPS分别为0.77元、1.24元和1.54元，对应2011-2013年动态市盈率分别为20倍、12倍和10倍，按照2012年22倍PE给予12个月合理目标价27.28元。

风险提示

太阳能业务拓展存在不确定性风险。作为新兴产业，太阳能产业受各国政策和经济环境影响较大，公司业务拓展存在一定的不确定性风险。

汇率波动风险。公司太阳能业务发展对国外市场存在一定程度的依赖，存在汇率波动的风险。。

多元化发展的管理风险。公司业务横跨多个产业，多元化发展对人才培养和公司管理要求较高，存在一定程度的管理风险。

资产负债表

单位：百万元

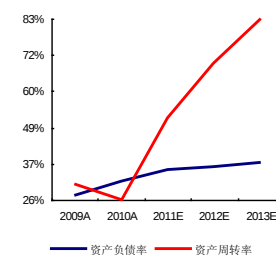
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	946	2,098	3,686	6,066	9,180
货币资金	651	1,146	1,461	1,977	2,594
应收及预付	162	703	1,600	3,028	4,844
存货	133	250	624	1,061	1,741
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,231	2,781	2,933	3,021	3,127
长期股权投资	137	268	268	268	268
固定资产	648	623	707	734	774
在建工程	5	85	139	201	261
无形资产	158	117	137	137	143
其他长期资产	283	1,688	1,681	1,681	1,681
资产总计	2,177	4,879	6,618	9,087	12,307
流动负债	524	869	1,885	2,834	4,172
短期借款	240	489	689	689	689
应付及预收	284	378	1,196	2,145	3,483
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	70	685	465	465	465
长期借款	0	265	465	465	465
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	420	0	0	0
负债合计	594	1,553	2,350	3,299	4,637
股本	444	667	667	667	667
资本公积	518	868	868	868	868
留存收益	246	518	1,084	1,998	3,130
归属母公司股东权益	1,208	2,053	2,619	3,533	4,664
少数股东权益	375	1,273	1,649	2,255	3,006
负债和股东权益	2,177	4,879	6,618	9,087	12,307

利润表

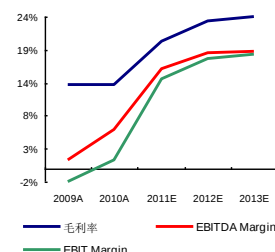
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	516	911	2986	5431	8903
营业成本	448	791	2387	4163	6771
营业税金及附加	3	3	12	20	35
销售费用	9	10	18	33	53
管理费用	67	95	143	272	445
财务费用	4	36	46	55	48
资产减值损失	-2	69	6	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	60	618	800	1030	840
营业利润	47	525	1173	1913	2384
营业外收入	26	56	46	49	48
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	72	581	1219	1962	2431
所得税	17	129	277	442	549
净利润	55	452	942	1520	1882
少数股东损益	22	179	376	606	751
归属母公司净利润	33	272	566	914	1131
EBITDA	7	57	465	991	1651
EPS (元)	0.04	0.37	0.77	1.24	1.54

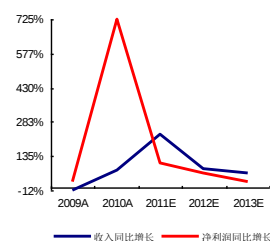
资产负债率趋势



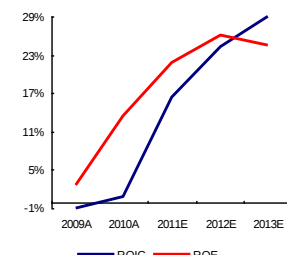
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

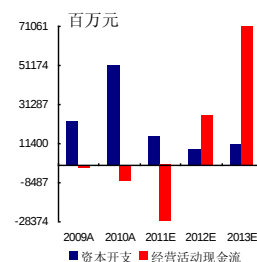
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-14	-78	-660	-353	-40
净利润	55	452	942	1,520	1,882
折旧摊销	18	45	40	48	52
营运资金变动	-35	-58	-456	-921	-1,166
其它	-52	-516	-1,186	-1,001	-808
投资活动现金流	-173	-205	647	942	731
资本支出	-227	-511	-153	-88	-109
投资变动	54	476	800	1,030	840
其他	0	-170	0	0	0
筹资活动现金流	612	722	328	-73	-73
银行借款	335	917	400	0	0
债券融资	-216	-403	-7	0	0
股权融资	532	257	0	0	0
其他	-38	-49	-65	-73	-73
现金净增加额	425	440	316	516	617
期初现金余额	226	651	1,146	1,461	1,977
期末现金余额	651	1,090	1,461	1,977	2,594

主要财务比率

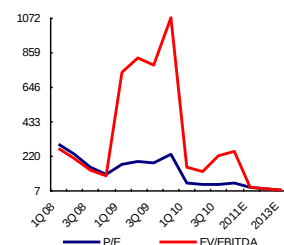
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-12.2%	76.4%	227.8%	81.9%	63.9%
营业利润	-20.7%	1017.7%	123.5%	63.1%	24.6%
归属于母公司净利润	23.0%	724.7%	107.9%	61.5%	23.8%
获利能力					
毛利率	13.2%	13.1%	20.1%	23.3%	23.9%
净利率	10.7%	49.6%	31.6%	28.0%	21.1%
ROE	2.7%	13.3%	21.6%	25.9%	24.3%
ROIC	-1.0%	0.7%	16.3%	24.2%	28.9%
偿债能力					
资产负债率	27.3%	31.8%	35.5%	36.3%	37.7%
净负债比率	-26.0%	-11.8%	-7.2%	-14.2%	-18.8%
流动比率	1.80	2.41	1.95	2.14	2.20
速动比率	1.50	1.68	1.18	1.18	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.26	0.52	0.69	0.83
应收账款周转率	5.96	4.84	5.17	5.05	5.09
存货周转率	3.32	4.14	3.82	3.92	3.89
每股指标 (元)					
每股收益	0.04	0.37	0.77	1.24	1.54
每股经营现金流	-0.02	-0.11	-0.90	-0.48	-0.05
每股净资产	2.72	3.08	3.93	5.30	7.00
估值比率					
P/E	384.7	58.7	21.9	13.5	10.9
P/B	6.3	7.0	4.3	3.2	2.4
EV/EBITDA	1071.8	248.7	26.0	11.7	6.6

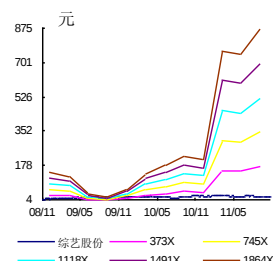
资本支出与经营活动现金流



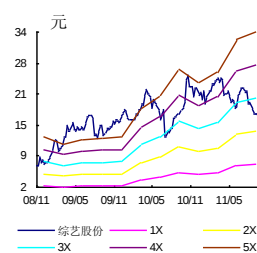
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

综艺股份 (600770.sh)：太阳能业务开始进入收获期	康健	2011-10-26
综艺股份(600770.sh)：组件价格下降利好公司太阳能电站总包业务	邵卓	2011-06-13
综艺股份(600770.sh)：2011 年一季度保持稳定增长	邵卓	2011-04-28

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。