

组件龙头地位保持，差异化发展构建全新格局

——协鑫集成（002506）2016年中报点评

2016年08月26日

强烈推荐/首次

协鑫集成

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043
史鑫	联系人	
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044
林劼	联系人	
	jaylin0256@163.com	010-66554034

事件:

公司发布2016年中报，上半年实现营收67.09亿元，同比增长88.04%，归母净利润为1.93亿元，同比增长2.77%，每股收益0.04元。2016年第二季度单季营收37.99亿元，同比增长53.23%，净利润0.9亿元，同比下降23.43%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	1902.51	1088.39	2479.31	2164.98	551.16	2909.59	3799.02
增长率(%)	1215.29%	662.87%	2774.33%	281.27%	-71.03%	167.33%	53.23%
毛利率(%)	13.60%	10.20%	8.79%	15.45%	55.14%	14.00%	14.19%
期间费用率(%)	4.98%	3.57%	3.83%	6.30%	46.82%	9.01%	10.35%
营业利润率(%)	61.95%	6.46%	4.76%	8.66%	5.56%	5.04%	3.42%
净利润(百万元)	3424.57	70.89	117.02	188.69	262.31	100.71	89.61
增长率(%)	-177.88%	-109.66%	-289.37%	252.96%	-92.34%	42.07%	-23.43%
每股盈利(季度,元)	1.36	0.03	0.05	0.07	0.05	0.02	0.02
资产负债率(%)	89.58%	90.77%	91.85%	90.83%	75.77%	76.68%	78.48%
净资产收益率(%)	1057.08%	17.95%	23.41%	26.94%	7.32%	2.74%	2.37%
总资产收益率(%)	110.20%	1.66%	1.91%	2.47%	1.77%	0.64%	0.51%

观点:

- “一站式综合能源系统服务商”战略稳步推进，组件+储能+运维+金融共同发展。公司目前已经成功布局组件、储能两大关键环节，在智能运维服务平台、产融结合环节和海外业务方面均已发力，公司“一站式综合能源系统集成商”商业模式的各个环节都已经成功打通。

- **国内抢装浪潮助推公司组件业务高速增长, 技术深度储备抢占未来行业制高点。**2016年上半年国内光伏行业抢装行情火热, 新增装机容量约22.5GW。公司作为行业组件龙头, 上半年组件销售完成量为2092MW, 同比增长177.82%。从业务细分看, 电池组件、系统集成、组件代工、电池片营收分别为46.93、15.19、4.51、0.45亿元, 毛利率分别为12.44%、16.69%、22.03%、20.93%。从技术上看, 公司坚定打造智能化电池组件制造基地, 加强技术研发, 走差异化产品路线。研发储备PERC及异质结等电池技术, 推广金刚组件、半片组件、超大组件及双玻组件。
- **储能发力巩固公司未来布局。**公司首度在澳洲发布了家庭储能产品“E-KwBe”, 该产品具有能量密度高、安装便捷、兼容性好、电池管理系统先进、使用寿命长等优势, 在澳洲首发当天实现了超过1000台的预定量。公司正在采用“光伏+储能”的新供电模式来加速电力供应模式的转型。同时公司拥有强大的自主研发团队和工业应用研究院等科研平台, 未来将打造更多的储能系列产品。
- **“鑫阳光”+“国鑫所”拉开运维服务和金融服务序幕。**公司已经发布了“鑫阳光”分布式智能监控云平台, 正式上线了一站式综合能源金融服务平台“国鑫所”, 完成了运维服务和金融服务两大环节的初步布局。目前“鑫阳光”户用智能光伏系统及监控平台均已展开规模化应用。“国鑫所”平台已经分别与平安银行、民生银行和苏州金融资产交易中心签订了战略合作协议。国鑫所金融平台自上线以来, 历时130天, 交易额突破人民币10亿元。
- **充电桩产品量产在即, 分享新能源汽车市场红利可期。**公司从2015年年底开始布局充电桩制造, 已经完成了充电桩产品的研发, 报告期内在国家权威测试机构通过了中国电动汽车新国标(GB/T 18487-2015)及能标(NB/T 33008/33001)、国家电网和南方电网等标准测试。目前正在苏州筹备充电桩生产线, 预计2016年下半年将可以实现量产。按照2015年年底国内车桩比10:1的情形, 要发展到2020年1:1的比例, 充电桩市场空间巨大。
- **积极启动资本市场融资功能, 配合公司战略布局。**公司启动了非公开发行股票募集资金的工作, 拟募集不超过人民币33.46亿元, 用于1.6GW高效差异化光伏电池项目、0.25GW超高效异质结光伏电池项目、0.5GWh储能电池项目、补充流动资金等4个项目。同时也启动了非公开发行公司债券, 拟非公开发行公司债券票面总额不超过人民币14亿元, 用于债务置换, 优化债务结构。公司意在优化资产负债结构、改善现金流状况、培育新的盈利增长点、增强主营业务盈利能力, 有效提升公司整体实力。

结论:

我们预测 2016-2018年, 公司营收分别为131.96亿元、164.95亿元、201.24亿元; 归母净利润分别为8.03亿元、9.48亿元、10.48亿元; EPS分别为0.16元、0.19元、0.21元, 对应PE分别为39.84、33.76、30.53。首次覆盖, 给予公司“**强烈推荐**”评级, 6个月目标价7.4元。

- **风险提示:** 下半年光伏市场下滑, 同业竞争加剧。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2682	12671	16810	19182	22988	营业收入	2699	6284	13196	16495	20124
货币资金	113	3291	1979	2474	3019	营业成本	2375	5317	11218	14078	17316
应收账款	1863	5495	9038	11298	13784	营业税金及附加	2	15	32	40	48
其他应收款	237	58	121	151	185	营业费用	23	154	323	404	518
预付款项	5	297	185	44	-129	管理费用	189	221	463	579	707
存货	424	2266	2766	3086	3795	财务费用	367	153	208	269	290
其他流动资产	40	172	426	547	681	资产减值损失	-179	16	0	0	0
非流动资产合计	425	2115	1981	1847	1713	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	35	35	35	35	投资净收益	750	-2	0	0	0
固定资产	100	888	887	767	647	营业利润	672	407	952	1125	1245
无形资产	36	143	129	114	100	营业外收入	2359	5	5	5	5
其他非流动资产	0	5	5	5	5	营业外支出	562	2	2	2	2
资产总计	3108	14786	18791	21029	24701	利润总额	2469	410	955	1128	1248
流动负债合计	2655	9415	12867	14303	17086	所得税	-213	-229	143	169	187
短期借款	0	2706	4729	4597	5606	净利润	2682	639	812	959	1061
应付账款	1637	2392	3688	4629	5693	少数股东损益	-12	0	9	11	13
预收款项	0	579	579	579	579	归属母公司净利润	2694	639	803	948	1048
一年内到期的非流	0	250	250	250	250	EBITDA	1176	723	1294	1528	1669
非流动负债合计	128	1788	1662	1662	1662	BPS (元)	1.07	0.13	0.16	0.19	0.21
长期借款	0	540	540	540	540	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2784	11203	14528	15964	18748	成长能力					
少数股东权益	0	4	13	24	37	营业收入增长	361.83	132.80	110.00	25.00%	22.00%
实收资本(或股本)	2524	5046	5046	5046	5046	营业利润增长	-114.28	-39.55	134.20	18.13%	10.67%
资本公积	1947	2040	2040	2040	2040	归属于母公司净利润	25.77%	18.03%	25.77%	18.03%	10.55%
未分配利润	-4222	-3583	-3008	-2328	-1577	获利能力					
归属母公司股东权益	324	3579	4249	5041	5916	毛利率(%)	12.03%	15.39%	14.99%	14.65%	13.95%
负债和所有者权益	3108	14786	18791	21029	24701	净利率(%)	99.37%	10.17%	6.15%	5.81%	5.27%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	831.67	17.84%	18.90%	18.80%	17.71%
经营活动现金流	-1110	-1052	-2846	1051	-2	偿债能力					
净利润	2682	639	812	959	1061	资产负债率(%)	90%	76%	77%	76%	76%
折旧摊销	136.82	163.26	0.00	133.96	133.96	流动比率	1.01	1.35	1.31	1.34	1.35
财务费用	367	153	208	269	290	速动比率	0.85	1.11	1.09	1.13	1.12
应收账款减少	0	0	-3543	-2260	-2486	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.70	0.79	0.83	0.88
投资活动现金流	-159	109	0	0	0	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.66	3.12	4.34	3.97	3.90
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	750	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.07	0.25	0.16	0.19	0.21
筹资活动现金流	1234	2470	1534	-557	547	每股净现金流(最新)	-0.01	0.30	-0.26	0.10	0.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	0.13	0.71	0.84	1.00	1.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1680	2523	0	0	0	P/E	5.93	25.36	39.84	33.76	30.53
资本公积增加	266	93	0	0	0	P/B	49.39	8.94	7.53	6.35	5.41
现金净增加额	-35	1527	-1312	495	544	EV/EBITDA	13.51	44.52	27.47	22.85	21.20

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士, 4 年光伏电池研发和产业化经验, 1 年公司管理经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

史鑫

材料学硕士, 具备三年以上新能源汽车产业研发经验, 两年证券从业经历, 目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

林劼

清华大学材料学硕士, 新能源行业研究员, 2016 年加入东兴证券, 目前研究重点主要覆盖光伏、储能等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。