



2016年11月04日

增持(维持评级)

当前价：6.01 元
目标价：- 元

电力设备与新能源行业研究组

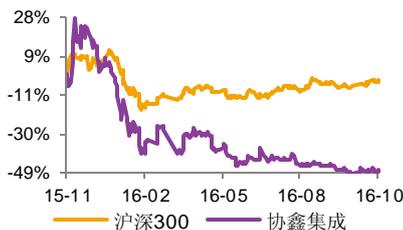
分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001
邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：夏春秋

电话：15000812117
邮箱：xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	6284	12822	16823	19713
(+/-)	133%	104%	31%	17%
净利润	639	397	789	941
(+/-)	-76%	-38%	99%	19%
EPS(元)	0.127	0.079	0.156	0.186
P/E	47.66	76.64	38.56	32.35

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《协鑫集成(002506)半年报点评：组件销量大增，储能和充电桩成未来亮点》

2016-08-25

协鑫集成(002506.SZ)

业绩符合预期，综合能源解决方案服务商扬帆起航

投资要点

◇ 事件概述

公司发布三季度业绩报告，2016年1-9月公司营业收入93.82亿元，同比增长63.65%，归属上市公司股东净利润为2.09亿元，同比下滑-44.44%，EPS为0.04元。单季度看，公司三季度实现营业收入26.73亿元，较上年同期增长23.47%；归属上市公司股东净利润为1613.91万元，同比下滑91.45%；EPS为0.0032元，同比下滑96%。业绩表现符合此前公司业绩预告（前三季度盈利预减10%-50%）。

◇ 销售业务扩张导致期间费用攀升，看好公司未来组件外业务的拓展

公司受扩大销售业务增长影响，三季度累计期间费用上升明显，销售费用累计2.76亿元，较上年同期增长179.99%；管理费用累计3.29亿元，较上年同期增长244.81%；财务费用3.67亿元，较上年同期增长382.78%。三大费用显著上升主要是因为2015年是重组超日太阳后的第一年，基数较低。长期看公司积极布局高效电池、差异化组件、储能和充电桩，将进一步增强其一站式智慧综合能源解决方案提供商和服务商的市场定位。

◇ 调整非公开发行方案，稳步推进光伏电池、储能新业务布局

公司调整非公开发行方案，将募集资金总额由不超过334600万元调减至不超过315000万元，定增资金将用于公司拓展布局光伏电池与储能新业务项目：1600MW高效差异化光伏电池项目（采用搭配黑硅技术的PERC技术、N型双面技术，项目投资收益率约15.82%）、250MW超高效异质结光伏电池项目（采用非晶硅与晶硅异质结技术，项目投资收益率约16.67%）、500MWh储能电池项目（三元锂电技术，项目投资收益率20.3%）。

◇ 产业基地转型，“一站式”分布式能源发展战略将落地实

公司针对家庭分布式光伏，推出了首款家用储能产品“E-KwBe”，并通过收购海外销售公司拓展储能产品海外市场，占领市场发展先机。此外，公司非公开发行募集项目中包括了500MWh储能电池项目，预计该项目将为公司带来20.3%投资收益率。就国内储能板块来说，国内家用分布式光伏市场具有巨大发展空间，而储能产品目前市场发展不成熟且规模较小，看好公司先发优势。

◇ 推出首款家用储能产品，投建新储能项目加大产能

公司落实分布式能源发展规划，制定上海奉贤产业基地转型方案，拟将上海



奉贤区的产业基地作为开展分布式能源产品研发、集成及配送基地，打造分布式能源“一站式”联动平台：分布式差异化技术研发平台、“鑫阳光”分布式综合能源产品集成平台、“鑫阳光”仓储物流平台、智能监控大数据平台以及“鑫阳光”线上交易平台。面对分布式能源产品分散化及特异性特点，公司线上线下“一站式”商业模式差异化竞争优势明显。基地转型方案制定，公司“一站式”能源系统服务商转型战略坚定一步迈出。

◇ 投资评级

预计公司 2016-2018 年实现收入分别为 128.21 亿元、168.23 亿元和 197.13 亿元，净利润分别为 3.97 亿元、7.89 亿元和 9.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.08 元、0.16 元和 0.19 元，PE 分别为 76 倍、39 倍和 32 倍，维持公司“增持”评级。

◇ 风险提示

1、光伏上网价格下调，行业需求低于预期，组件价格持续下降；2、非公开发行进展不达预期；3、新业务拓展进度不达预期；4、分布式能源战略转型低于预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	12,801.38	20,311.21	18,294.82	26,866.17	经营活动现金流	-1044.70	654.96	-1541.23	1826.50
现金	3,421.82	1,321.32	168.23	1,558.62	净利润	639.86	397.27	789.58	941.17
应收账款	6,587.89	15,857.09	13,592.97	20,916.61	折旧摊销	21.34	135.71	135.71	132.76
其它应收款	57.66	542.70	245.04	678.04	财务费用	166.12	49.58	25.32	22.65
预付账款	296.80	627.02	585.12	835.26	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	2,265.66	1,791.54	3,531.91	2,706.11	存货变动	-1,366	0.00	0.00	0.00
其他	171.54	171.54	171.54	171.54	经营性收付项目变动	-283.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,641.10	1,485.39	1,349.69	1,216.92	其它	-244.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	35.08	35.08	35.08	35.08	投资活动现金流	108.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	888.24	869.44	751.65	633.86	资本支出	-68.43	0.00	0.00	0.00
无形资产	143.12	128.14	113.17	98.20	长期投资	-63.99	0.00	0.00	0.00
其他	4.76	4.76	4.76	4.76	其他	241.08	0.00	0.00	0.00
资产总计	14,442.48	21,796.60	19,644.51	28,083.10	筹资活动现金流	2470.47	-2755.47	388.14	-436.12
流动负债	9,088.52	16,045.36	13,103.69	20,601.11	短期借款	-2,705.88	413.47	-413.47	823.59
短期借款	2,705.88	0.00	413.47	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,695.20	15,102.56	10,874.08	19,565.35	其他	1,839.84	0.00	0.00	0.00
其他	249.72	249.72	249.72	249.72	现金净增加额	1534.14	-2100.51	-1153.09	1390.38
非流动负债	1,771.13	1,771.13	1,771.13	1,771.13					
长期借款	540.00	540.00	540.00	540.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	10,859.64	17,816.49	14,874.81	22,372.24					
少数股东权益	4.32	4.56	5.05	5.63					
归属母公司股东权益	3,578.53	3,975.55	4,764.64	5,705.23					
负债和股东权益	14,442.48	21,796.60	19,644.51	28,083.10					
利润表					主要财务比率				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6283.84	12821.55	16823.15	19713.37	成长能力				
营业成本	5316.50	11313.85	14844.90	17395.25	营业收入	6283.84	12821.55	16823.15	19713.37
营业税金及附加	15.14	19.99	26.23	30.74	营业利润	406.53	507.16	1007.97	1201.49
营业费用	154.00	384.65	336.46	591.40	归属母公司净利润	638.50	397.03	789.09	940.59
管理费用	220.62	448.75	504.69	394.27	获利能力				
财务费用	153.50	127.16	102.90	100.23	毛利率	15.39%	11.76%	11.76%	11.76%
资产减值损失	15.53	20.00	0.00	0.00	净利率	10.17%	3.10%	4.69%	4.77%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	17.84%	9.99%	16.56%	16.49%
投资净收益	-2.02	0.00	0.00	0.00	ROIC	1549.29%	12.57%	24.33%	16.75%
营业利润	406.53	507.16	1007.97	1201.49	偿债能力				
营业外收入	5.09	8.9	10.6	9.3	资产负债率	75.19%	81.74%	75.72%	79.66%
营业外支出	1.84	2.4	3.1	2.7	净负债比率	-4.91%	-19.63%	16.46%	-17.84%
利润总额	409.79	507.16	1007.97	1201.49	流动比率	1.41	1.27	1.40	1.30
所得税	-229.11	109.88	218.39	260.32	速动比率	1.14	1.14	1.11	1.16
净利润	638.90	397.27	789.58	941.17	营运能力				
少数股东损益	638.50	397.03	789.09	940.59	总资产周转率	0.44	0.59	0.86	0.70
归属母公司净利润	638.50	397.03	789.09	940.59	应收帐款周转率	0.95	0.81	1.24	0.94
EBITDA	577.25	692.45	1169.01	1356.91	应付帐款周转率	0.81	0.71	1.09	0.83
EPS (元)	0.127	0.079	0.156	0.186	每股指标(元)				
					每股收益	0.127	0.079	0.156	0.186
					每股经营现金	-29.13	46.46	-19.74	16.66
					每股净资产	0.709	0.788	0.944	1.131
					估值比率				
					P/E	47.66	76.64	38.56	32.35
					P/B	8.50	7.65	6.39	5.33
					EV/EBITDA	52.53	43.01	26.85	21.82

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com