



2017年07月14日

增持(首次评级)

当前价: 4.34 元

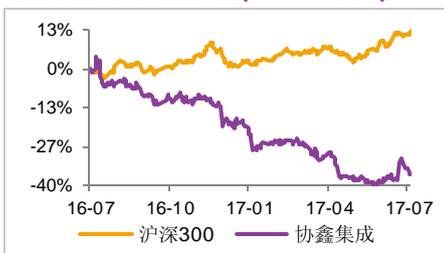
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51782230

邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	12027	13602	15166	16820
(+/-)	91.39%	13.10%	11.50%	10.90%
净利润	-33.34	377.03	695.26	1222.4
(+/-)	-105%	1231%	84%	76%
EPS(元)	-0.005	0.071	0.131	0.237
P/E	-	65.94	35.76	19.71

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《协鑫集成(002506) 三季报点评_业绩符合预期, 综合能源解决方案服务商扬帆起航》2016-11-04

协鑫集成(002506.SZ)

【联讯电新公司点评】协鑫集成(002506): EPC 电站并网助力业绩扭亏, 联手西恩迪加速储能业务布局

投资要点

◇ 事件概述

6月22日, 由公司承担 EPC 总包任务的金寨汇金 100mw 光伏扶贫项目、金寨鑫瑞白塔畈 100mw 光伏电站一次性成功并网, “630”前的顺利并网, 切实保证了电站的投资收益。6月8日, 公司与上海蓄电池有限公司在徐州签署战略合作协议, 双方以 GCL 将向 C&D 采购 1.68GWh 铅碳电池产品达成一致, 双方将在适用于储能发电侧和用电侧使用的铅碳电池领域强强联手。

◇ EPC 光伏电站并网, 2017 上半年年公司业绩有望扭亏

金寨 200mw 光伏电站是公司重点抢抓“630”并网项目之一。EPC 服务重点针对扶贫项目、农光/渔光互补、定制化大中型项目、综合能源示范项目、产业园区多能互补及海外合作项目提供 EPC 服务。2016 年公司业绩出现亏损, 一方面由于去年“630”抢装, 导致光伏组件生产过剩, 价格下跌所致; 另一方面, 公司基于谨慎性原则考虑, 将未并网电站 EPC 项目各环节原已确认收入的系统包销售、设计以及工程管理服务收入全部冲回, 待电站并网后再行确认。随着“630”抢装风波影响消散, 并叠加 EPC 电站并网, 相关收入回冲, 2017 年上半年公司业绩有望扭亏。

◇ 我国分布式光伏发电发展迅速, 未来空间大

2011 年我国布式光伏累计装机容量的为 0.5GW, 2016 年为 10.32GW, 发展迅速。但是 2016 年分布式累计装机占比仅为 13%, 远低于欧美发达国家, 市场空间巨大。根据国家能源局发布《太阳能利用“十三五”发展规划》, 预期“十三五”我国太阳能电站累计装机量应达 110GW。随着分布式系统装机容量的大幅提升, 可以衍生出更多的储能电池系统需求, 公司储能业务将从中受益。

◇ 联手西恩迪, 加速储能业务布局

上海西恩迪蓄电池有限公司是美国 C&D Technologies Inc. 与上海电气合资的铅酸电池生产厂, 主要生产铅酸电池应用在 UPS 及备用电源, 是金融行业及数据中心的备用电池领跑者。目前, 铅碳电池被看作是目前最有经济价值的储能方式。C&D 铅碳电池采用前端子电池设计, 能量密度高, 维护方便可大量节省安装面积, 产品优势明显。我们认为, 此番联手西恩迪, 与公司进军储能市场不谋而合, 利用西恩迪在相关领域的优势, 将进一步推动公司在储能领域发展的规划及产业的布局。

◇ 投资评级

预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 136.02 亿元、151.66 亿元和 168.20 亿元, 归母净利润分别为 3.58 亿元、6.61 亿元和 11.98 亿元, 对应 EPS 分别为 0.071 元、0.131 元和 0.237 元, PE 分别为 65.94 倍、35.76 倍和 19.71 倍,



给予公司增持评级。

◇ 风险提示

1、光伏行业发展不及预期；2、储能业务拓展不及预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3731.80	6121.00	6824.92	7568.83	经营活动现金流	-4350.04	967.49	836.43	1,039.12
应收和预付款项	11316.32	9572.71	13193.60	16123.22	净利润	-33.34	377.03	695.26	1222.40
存货	1796.59	1138.09	574.71	1261.99	折旧摊销	94.59	229.17	249.17	254.78
其他流动资产	633.38	200.00	200.00	200.00	财务费用	525.33	269.42	294.47	289.47
长期股权投资	16.90	16.90	16.90	16.90	投资损失	82.22	25.00	15.00	15.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-5313.3	118.2288	-362.892	-634.817
固定资产和在建工程	1766.59	1746.88	1717.17	1667.46	其它	294.46	-51.3588	-54.578	-107.713
无形资产和开发支出	663.84	643.78	623.71	603.64	投资活动现金流	-163.07	-170.55	-145.75	-124.25
其他非流动资产	84.40	77.30	82.90	82.90	资本支出	-21.75	-200.00	-200.00	-200.00
资产总计	20009.82	19516.66	23233.91	27524.95	长期投资	13.01	0	0	0
短期借款	4366.05	6225.20	6502.57	6589.13	其他	-154.33	29.45	54.25	75.75
应付和预收款项	6894.85	5070.79	7965.41	10947.50	筹资活动现金流	4793.59	1592.26	13.23	-170.96
长期借款	1306.50	1306.50	1306.50	1306.50	短期借款	8644.60	1859.15	277.37	86.55
其他负债	3258.35	2353.05	2203.05	2203.05	长期借款	0	0	0	0
负债合计	15825.74	14955.55	17977.54	21046.18	其他	-3851.01	-266.89	-264.14	-257.51
股本	5046.40	5046.40	5046.40	5046.40	现金净增加额	288.56	2389.20	703.92	743.92
资本公积	2660.11	2660.11	2660.11	2660.11					
留存收益	-3534.43	-3176.25	-2515.75	-1317.80	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	4172.08	4530.26	5190.76	6388.71	成长能力				
少数股东权益	12.00	30.85	65.61	90.06	营业收入	12026.72	13602.22	15166.48	16819.63
股东权益合计	4184.08	4561.11	5256.37	6478.77	营业利润	-22.59	453.71	828.01	1528.87
负债和股东权益合计	20009.82	19516.66	23233.91	27524.95	归属母公司净利润	-26.91	358.18	660.50	1197.95
					获利能力				
					毛利率	13.31%	13.70%	15.30%	18.10%
					净利率	-0.28%	2.77%	4.58%	7.27%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	-0.65%	7.91%	12.72%	18.75%
营业收入	12026.72	13602.22	15166.48	16819.63	ROIC	4.87%	5.31%	6.79%	10.29%
营业成本	10425.88	11738.72	12846.01	13775.27	偿债能力				
营业税金及附加	25.58	27.20	30.33	33.64	资产负债率	79.09%	76.63%	77.38%	76.46%
营业费用	408.79	476.08	500.49	504.59	带息债务/总负债	35.84%	50.36%	43.44%	37.52%
管理费用	541.71	612.10	652.16	672.79	流动比率	1.33	1.39	1.36	1.37
财务费用	525.33	269.42	294.47	289.47	速动比率	1.14	1.28	1.31	1.29
资产减值损失	82.22	25.00	15.00	15.00	营运能力				
投资收益	-39.80	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.60	0.70	0.65	0.61
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.26	1.58	1.31	1.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.80	10.31	22.35	10.92
营业利润	-22.59	453.71	828.01	1528.87	每股指标(元)				
其他非经营损益	59.40	49.00	99.00	101.00	每股收益	-0.005	0.071	0.131	0.237
利润总额	36.81	502.71	927.01	1629.87	每股经营现金流	-0.862	0.192	0.166	0.206
所得税	70.16	125.68	231.75	407.47	每股净资产	0.827	0.898	1.029	1.266
净利润	-33.34	377.03	695.26	1222.40	估值比率				
少数股东损益	-6.43	18.85	34.76	24.45	P/E	-	65.94	35.76	19.71
归属母公司股东净利润	-26.91	358.18	660.50	1197.95	P/B	5.66	5.21	4.55	3.70
EBITDA	640.22	974.09	1440.33	2142.16	EV/EBITDA	45.73	31.98	21.83	14.73
EPS（元）	-0.005	0.071	0.131	0.237					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

夏春秋：美国 Texas A&M University 经济学硕士，2015 年 2 月加入华宝证券投资银行部，任项目经理，2016 年 8 月加入联讯证券研究院，任电力设备与新能源行业分析师，重点覆盖新能源发电、电力设备、能源互联网等领域。

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	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@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