



2017年07月20日

买入(上调评级)

当前价: 4.28元

电力设备与新能源行业研究组

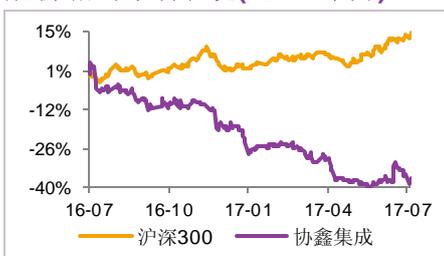
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51872230

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 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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) 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

《【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》2017-07-14

协鑫集成(002506.SZ)

【联讯电新公司深度】协鑫集成(002506): 深耕光伏主业, 打造业务新格局

投资要点

◇ 超日重组+外延并购, 龙头协鑫扬帆起航

公司前身超日太阳是国内最早从事晶体硅太阳能电池生产的企业之一, 2011-2013年连续亏损进入破产重组, 江苏协鑫牵头, 九方入主超日。重组后, 公司通过收购江苏东昇、张家港其辰和徐州其辰, 扩大了公司组件生产产能。受益于重组优质资产注入叠加外延并购, 公司主营业务得到了全面恢复, 并步入了快速发展的轨道, 2016年公司营业收入达120.27亿元, 同比增速高达91.39%。随着光伏行业进入成熟期, 低效产能过剩严重, 技术水平低下、创新能力不足的公司将会被迫退出市场, 光伏组件行业明显的一个趋势就是行业集中度逐渐提高。2016年公司产能超过4GW, 出货量全球第六, 龙头地位尽显。

◇ 兑现利润承诺补偿, 看好公司2017年上半年扭亏

公司2016年度实现的经审计的归属于母公司所有者的净利润为-2,691.16万元, 与重组时控股股东协鑫集团承诺的业绩数差异为82,691.16万元, 控股股东以现金的方式对公司进行补偿。截至2017年7月17日, 公司已全部收到上述业绩补偿款。兑现利润补偿, 体现了大股东对公司未来发展寄予厚望的表现。2017年上半年光伏新增装机规模达24.4GW, 超过去年同期的22GW, 同时随着2016年“630”抢装风波影响消散, 光伏组件盈利水平有望提升。另一方面, 以金寨200mw光伏电站为代表的EPC项目并网, 这样2016年EPC项目各环节原已确认的收入将计入到公司今年业绩中。双重利好叠加, 我们认为2017年上半年公司业绩有望扭亏。

◇ 全球新兴光伏市场即将放量, 布局海外有商机

2016年全球光伏新增装机容量约为73GW, 保持良好的增长态势, 但光伏市场开始向印度等新兴市场转移。海关总署数据显示, 2016年我国光伏组件出口量21.3GW, 出口额105亿美元, 而印度等新兴市场出口占比较去年同期大幅提升。我们认为2017-2020年我国光伏组件出口额, 将持续提升, 预计到2020年海外出口需求量可达34GW, 市场空间高达168亿美元, 海外市场将是国内组件生产商争夺的关键点。截止2016年底, 公司已在日本、印度、北美、澳大利亚等5个国家及区域设立子公司, 在泰国、中东、南非、北非等7个国家及区域设立代表处。2016年, 公司海外业务收入达到12.28亿元, 占公司营业收入的10.21%, 较2014年、2015年的2.33亿元和1.30亿元的海外收入有不小的提升。随着公司的全球化布局战略持续推进, 海外业务有望成公司未来业绩一大增长点。

◇ 涉足分布式光伏+储能+动力电池, 力求多点开花

公司在坚守光伏组件主业的情况下, 紧跟市场, 聚焦分布式业务, 根据不同区域、不同类型、不同规模光伏发电系统的要求, 推出“鑫阳光”及“鑫阳



光+”产品组合；发挥渠道协同优势进军储能行业，推出“E-KwBe”储能产品系列；同时结合新能源汽车行业的发展，适时切入动力电池行业。我们认为随着相关业务布局持续推进，未来有望实现多点开花。

◇ 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，给予公司买入评级。

◇ 风险提示

1、光伏行业发展不及预期；2、海外业务拓展不及预期；3 储能、动力电池等新业务进展缓慢



投资要件

关键假设

- 1、2017-2020 年，我国光伏新增装机容量为 30GW、25GW、20GW 和 20GW，同期，全球新增光伏机容量为 79GW、87GW、97GW 和 105GW；
- 2、短期内，光伏组件的价格趋于平稳，没有较大波动；
- 3、2016 年海外新增光伏装机容量 38.46GW，出口海外光伏组件量占当年海外新增光伏组件需求量比例：21.3GW/38.46GW=55%。假定 2017-2020 年出口海外光伏组件量占当年海外新增光伏组件需求量比例为 50%、45%、42.5%和 40%。

有别于大众认识

国家能源局发布的《太阳能发展“十三五”规划》明确，到 2020 年，全国光伏累计装机的目标为 105GW。但根据全国已公布的 27 省市的“十三五”光伏装机规划规划总量为 144.65GW，已超出能源局 105GW 规划总量。相关数据迹象表明，到 2017 年底，有望提前完成国家“十三五”目标，我们认为未来我国光伏装机新增容量有所回落，但每年不低于 20GW，国内光伏市场依然可观。此外，随着海外新兴光伏市场的崛起，海外市场成为光伏公司未来业绩增长的发力点，龙头企业凭借自身的品牌优势，能快速进入海外市场。最后，打造多业务协同发展，能最大限度提升公司整体竞争力，加强公司在相关产业链的地位。

股价表现催化剂

- 1、“630 抢装”影响消散叠加 EPC 项目收入回冲，公司 2017 年上半年业绩有望扭亏；
- 2、公司作为光伏组件行业龙头，地位优势明显；
- 3、布局海外，海外业绩有望快速打开，提升公司业绩；
- 4、分布式光伏+储能+动力电池业务布局，有望实现协同效应。

盈利预测与估值

公司是国内光伏组件龙头，出货量稳步提升，高居全球前十。我们预计公司 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，给予公司买入评级。

风险提示

- 1、光伏行业发展不及预期；
- 2、海外业务拓展不及预期；
- 3 储能、动力电池等新业务进展缓慢



目 录

| | |
|--|----|
| 一、超日太阳破产重整，协鑫集成孕育而生..... | 7 |
| (一) 超日太阳连续亏损，进入破产重整 | 7 |
| (二) 江苏协鑫牵头九方入主，开启重组历程 | 8 |
| (三) 重组完成终上市 | 9 |
| 二、光伏组件龙头，协鑫集成扬帆起航..... | 10 |
| (一) 重组后业绩改善明显，但 2016 出现微弱亏损..... | 10 |
| (二) 兑现利润承诺补偿，看好公司 2017 上半年实现业绩扭亏 | 11 |
| 1、兑现利润承诺补偿，看好公司未来发展..... | 11 |
| 2、双重利好，2017 年上半年扭亏有望..... | 11 |
| (三) 外延兼并，打造光伏主业 | 12 |
| 三、光伏市场空间巨大，龙头地位优势明显..... | 13 |
| (一) 全球光伏市场稳步增长，中国等新兴市场值得关注..... | 13 |
| (二) “十三五”光伏装机超预期，未来国内组件需求依旧可观..... | 13 |
| (三) 光伏市场趋势明显，强者协鑫恒强 | 15 |
| 四、布局海外市场，助力公司业务扩张..... | 17 |
| (一) 2016 年我国光伏组件出口有所回落，占比仍最高..... | 17 |
| (二) 受印度等新兴市场带动，海外光伏组件需求值得期待 | 17 |
| (三) 公司海外业务提升，今后将成业绩增长点..... | 19 |
| 五、差异化优势明显，围绕分布式光伏、储能行业、动力电池多点布局..... | 20 |
| (一) 分布式光伏 | 20 |
| 1、世界能源结构革命，分布式光伏系统迅速发展 | 20 |
| 2、公司依托技术积累，推出多系列分布式光伏产品..... | 20 |
| (二) 储能行业..... | 21 |
| 1、储能项目规模迅速增长，可再生能源并网规模占电化学储能过半增量 | 21 |
| 2、募投大规模储能项目，储能系统获评年度最佳方案供应商..... | 22 |
| (三) 动力电池行业..... | 23 |
| 1、新能源汽车大规模扩张，带动动力电池飞速发展..... | 23 |
| 2、计划进军动力电池领域，彰显行业优势..... | 24 |
| 六、盈利预测与估值..... | 24 |
| 七、风险提示 | 25 |



图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 超日太阳是一家晶体硅制造商..... | 7 |
| 图表 2: 超日太阳 2011-2013 年连续亏损..... | 7 |
| 图表 3: 重组经营方案具体内容 | 9 |
| 图表 4: 重组前超日太阳股权结构..... | 9 |
| 图表 5: 重组后协鑫集成股权结构..... | 9 |
| 图表 6: 协鑫集成主要经营业务 | 10 |
| 图表 7: 重组后协鑫集成业绩快速提升..... | 10 |
| 图表 8: 2016 年公司业绩出现了亏损..... | 10 |
| 图表 9: 2016 年第三季度多晶硅组件价格下跌..... | 11 |
| 图表 10: 2016 年开始公司产品毛利率下跌..... | 11 |
| 图表 11: 外延收购, 扩大组件产能..... | 12 |
| 图表 12: 公司光伏组件收入快速增长 | 12 |
| 图表 13: 2016 年光伏组件收入占比高达 76%。 | 12 |
| 图表 14: 历年全球光伏装机增量 | 13 |
| 图表 15: 2016 年各地区新增光伏装机容量..... | 13 |
| 图表 16: “十三五”期间, 各省市光伏装机目标 | 14 |
| 图表 17: 常规晶体硅电池转化效率逐年提高..... | 15 |
| 图表 18: 前五组件供应商市场占有率持续提高 | 15 |
| 图表 19: 2016 年光伏出货量协鑫集成高居第六..... | 16 |
| 图表 20: 协鑫多晶双玻璃组件..... | 16 |
| 图表 21: 协鑫高效单晶组件 | 16 |
| 图表 22: 2016 年光伏组件出口有所回落..... | 17 |
| 图表 23: 2016 年光伏组件出口占比依然最高..... | 17 |
| 图表 24: 2016 年光伏产品出口国家/地区占比 (%) | 17 |
| 图表 25: 2016 年部分国家光伏产品出口同比变化 (%) | 17 |
| 图表 26: 2016 年光伏组件出口国家/地区占比 (%) | 18 |
| 图表 27: 2020 年组件出口市场空间高达 168 亿美元..... | 18 |
| 图表 28: 2016 年公司海外收入占比超过 10%..... | 19 |
| 图表 29: 中国地面光伏与分布式装机容量 (单位: 万 Kw) | 20 |
| 图表 30: 户用分布式光伏系统..... | 21 |
| 图表 31: 分布式光伏电站..... | 21 |
| 图表 32: 2010-2016 中国储能装机容量 (单位:GWh) | 21 |



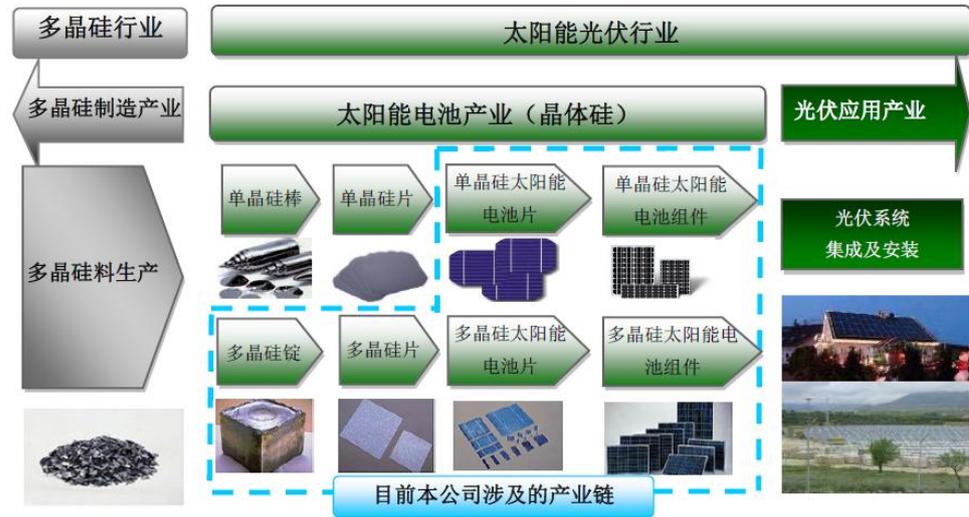
| | |
|---|----|
| 图表 33: 规模化储能系统..... | 21 |
| 图表 34: 公司户用储能系统示意图..... | 22 |
| 图表 35: 公司工业储能系统流程图..... | 22 |
| 图表 36: 2011-2017 年新能源汽车产量及预测 | 23 |
| 图表 37: 2011-2016 中国锂动力电池出货量（单位：GWh） | 23 |
| 图表 38: 分业务预测..... | 24 |
| 附录：公司财务预测表（百万元） | 26 |



一、超日太阳破产重组，协鑫集成孕育而生

协鑫集成前身上海超日太阳成立于 2003 年，是国内最早从事晶体硅太阳能电池生产的企业之一，主营业务为研发、生产和销售晶体硅太阳能电池，主要产品为单晶硅太阳能电池组件和多晶硅太阳能电池组件，拥有从多晶硅锭至晶体硅太阳能电池组件的相对完善的晶体硅太阳能电池产业链。

图表1：超日太阳是一家晶体硅制造商



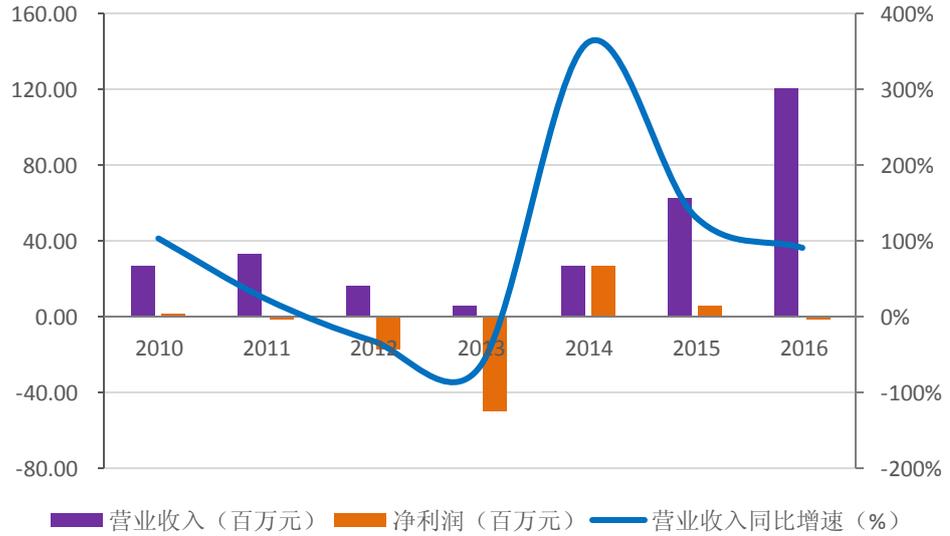
资料来源：超日太阳招股说明书、联讯证券

（一）超日太阳连续亏损，进入破产重组

2011 年是光伏市场环境最为复杂的一年，欧债危机的进一步加剧，光伏行业的发展进入了寒冬，产能严重过剩，行业进入了整合期。再加上外汇汇率的下跌、经营成本的上升、融资难等问题的困扰，2011 年超日太阳亏损 0.55 亿元。公司试图通过整合上下游产业，逐步拉长光伏产业链，以达到规模化生产，力争扭转公司业绩。受制于光伏行业持续低迷，2012 年公司业绩并未得到改善，继续亏损。

2013 年，随着光伏市场的好转和国内政策的大力支持，光伏行业触底反转趋势明显。但公司由于 2012 年底出现了严重的流动性困难且并未得到缓解，加上银行贷款逾期、主要银行账户及资产被冻结等情况并未好转。从全年来看，公司开工率不足，整体经营业绩继续亏损。2011-2013 年连续三年业绩亏损，直接导致公司股票自 2014 年 5 月 28 日起暂停上市，11 超日债也于 2014 年 5 月 30 日起终止上市。

图表2：超日太阳 2011-2013 年连续亏损



资料来源：公司公告、联讯证券

2014年4月3日，超日太阳接到毅华公司的函，毅华公司以超日太阳不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务、明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对超日太阳进行重整。法院经审查认为，超日太阳符合进行重整的条件，依法裁定受理毅华公司对超日太阳提出的重整申请，依法裁定受理毅华公司对超日太阳提出的重整申请，指定北京市金杜律师事务所上海分所、毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所担任管理人。

（二）江苏协鑫牵头九方入主，开启重组历程

超日太阳重整案投资人由江苏协鑫、嘉兴长元、上海安波、北京启明、上海韬祥、上海辰祥、上海久阳、上海文鑫和上海加辰等9方组成。江苏协鑫担任牵头人，将在完成投资后成为超日太阳的控股股东，负责超日太阳的生产经营，并提供部分偿债资金；嘉兴长元、上海安波、北京启明、上海韬祥、上海辰祥、上海久阳、上海文鑫和上海加辰等8方为财务投资者，主要为超日太阳债务清偿、恢复生产经营提供资金支持。

牵头人江苏协鑫成立于2011年10月24日，是协鑫集团境内投资平台。江苏协鑫注册资本5亿元，主要经营范围：电力、矿业及其他工业、商业项目投资，储能、动力电池销售，工矿产品销售，投资管理，投资咨询，企业管理咨询，技术开发与转让，技术咨询。

江苏协鑫承诺，在符合法律、法规规定的前提下，重整后通过恢复生产经营、注入优质资产等各类方式，使超日太阳2015年、2016年实现的经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于6亿元、8亿元。如果实际实现的净利润低于上述承诺净利润的，由江苏协鑫以现金方式就未达到利润预测的部分对超日太阳进行补偿。



图表3: 重组经营方案具体内容

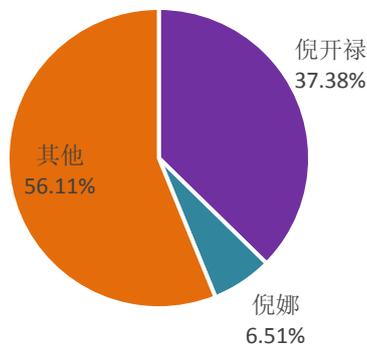
| 项目 | 详细内容 |
|--------------------|---|
| 剥离不良资产, 改善资产结构 | 对超日太阳现有资产中已丧失盈利能力的低效资产进行剥离, 改善公司资产结构和状况。除保留超日太阳本部生产经营必需的资产外, 其他资产可以根据需要适时处路变现, 同时梳理和盘活超日太阳目前可用的资产和资源, 对人财物进行合理配置和有效利用, 从而大幅提高超日太阳的资源利用效率; |
| 提升管理水平, 增强经营效率 | 依托江苏协鑫先进的经营理念以及优秀的管理团队, 通过沟通交流、管理培训、企业文化交融渗透等方式, 为超日太阳带来先进的管理经验和内部控制能力; |
| 导入先进材料和技术, 提高产品竞争力 | 投资人将利用目前最新、最优的技术来配置产能, 灵活调整工艺流程, 精准定位技术路线, 将使得超日太阳在重整复产后能迅速降低成本, 提高生产效率和产品竞争力; |
| 加强生产成本控制, 提升利润空间 | 通过设备外修及技改提升, 降低自产生产成本, 提升产能利用率摊薄成本。提升产品效率, 在总成本相对固定的情况下, 单位组件成本降低; |
| 调整产业结构, 适时注入资产 | 为进一步增强盈利能力, 江苏协鑫自本重整计划执行完毕后分步实施资产注入方案, 将其合法拥有的优质资产或者超日太阳股东大会认可的其他优质资产, 经证券监督管理机构许可后注入超日太阳。 |
| 2015 年实现恢复上市 | 江苏协鑫将通过重整的债务重组收益及恢复生产带来的经营性利润, 使超日太阳 2014 年实现净资产为正, 并通过更换管理人员、恢复生产、拓展市场, 使超日太阳具备持续经营能力, 使超日太阳 2015 年满足申请恢复上市的各项要求。 |

资料来源: 公司公告、联讯证券

(三) 重组完成终上市

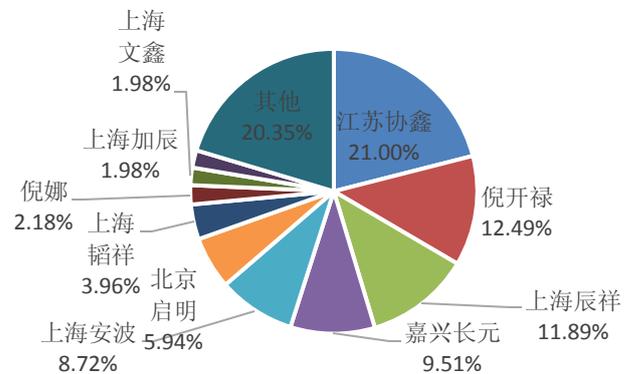
重组前超日太阳倪开禄持股 37.38%, 为公司实际控制人, 重组完成后江苏协鑫持股 21%, 为公司第一控股股东。2015 年 3 月 9 日起, 公司更名为“协鑫集成科技股份有限公司”, 证券简称变更为“协鑫集成”, 并于 2015 年 8 月 12 日恢复上市交易。

图表4: 重组前超日太阳股权结构



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表5: 重组后协鑫集成股权结构



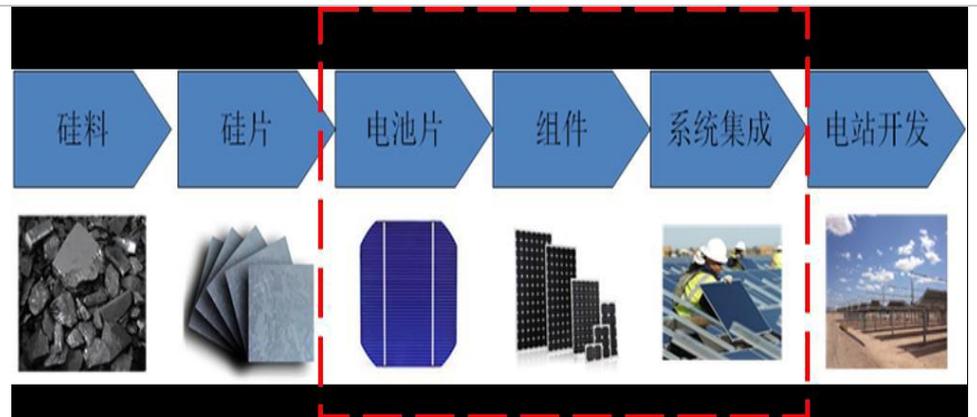
资料来源: 公司公告、联讯证券



二、光伏组件龙头，协鑫集成扬帆起航

全新的协鑫集成是以技术研发为基础、设计优化为依托、系统集成为载体、金融服务支持为纽带，智能运维服务为支撑的一体化“设计+产品+服务”提供商，致力于成为一站式智慧综合能源系统集成商。公司目前业务主要覆盖高效电池、差异化组件、系统集成、储能等相关产品的研发、生产及销售。

图表6： 协鑫集成主要经营业务

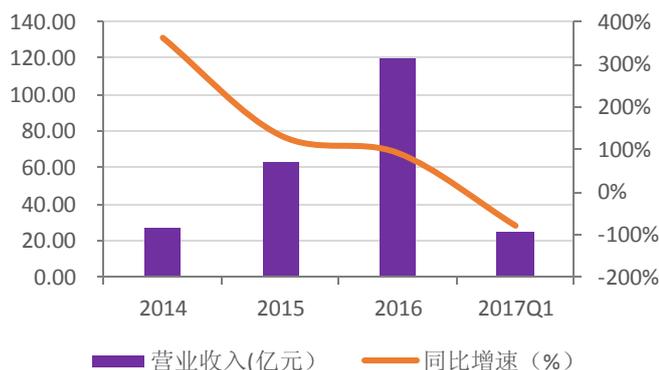


资料来源：公司公告、联讯证券

（一）重组后业绩改善明显，但 2016 出现微弱亏损

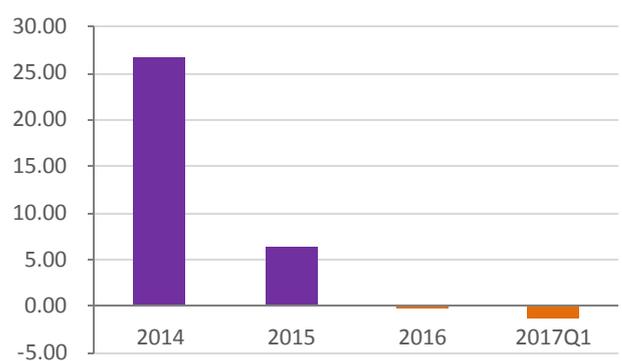
受益于完成重组后优质资产注入，公司 2014、2015 年业绩明显好转，14 年扣除债务重组利得公司净利润近 3.5 亿元，可表明公司在重组后主营业务盈利能力得到了全面恢复并步入了快速发展的轨道。2016 年公司营业收入达 120.27 亿元，同比增速高达 91.39%，但是 2016 年公司实现净利润-0.33 亿元，重组后首次出现了亏损。

图表7： 重组后协鑫集成绩绩快速提升



资料来源：公司公告、联讯证券

图表8： 2016 年公司业绩出现了亏损



资料来源：公司公告、联讯证券

对于公司 2016 年业绩出现微弱亏损，主要由以下两个原因造成：

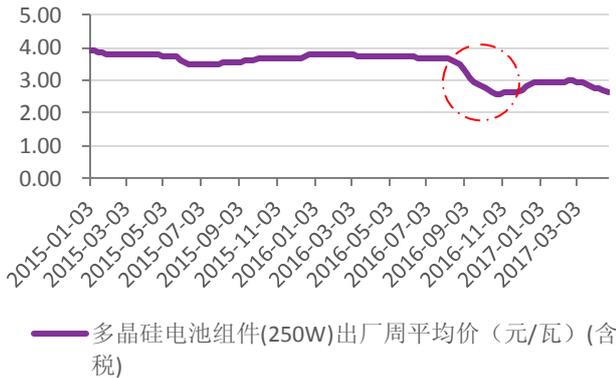
第一，2015 年 12 月，国家光伏电价调整方案出台，2016 年以前获批光伏项目如果能在 2016 年 6 月 30 日以前投产，则仍能享受当前电价。受此政策影响，光伏行业在 2016 年上半年掀起了“抢装潮”，同时也给光伏行业整个 2016 年度带来了巨大的波动及反差，下半年市场形势急转直下，市场需求持续下滑、上游原材料硅片及电池片价格快速上涨，组件价格持续下跌。组件是公司主要经营产品，组件价格下跌，直接导致公司 2016 年整



体毛利率下降。

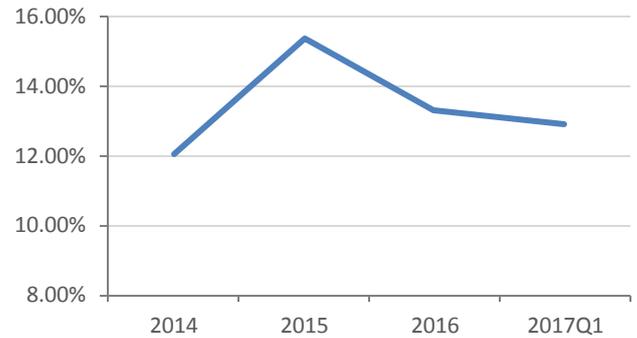
第二,公司为加快光伏业务发展转型升级,把 EPC 服务作为公司未来长期发展战略,EPC 服务重点针对扶贫项目、农光/渔光互补、定制化大中型项目、综合能源示范项目、产业园区多能互补及海外合作项目提供 EPC 服务。公司基于谨慎性原则考虑,2016 年将未并网电站 EPC 项目各环节原已确认收入的系统包销售、设计以及工程管理服务收入全部冲回,待电站并网后再行确认。

图表9: 2016 年第三季度多晶硅组件价格下跌



资料来源: Wind、联讯证券

图表10: 2016 年开始公司产品毛利率下跌



资料来源: 公司公告、联讯证券

(二) 兑现利润承诺补偿, 看好公司 2017 上半年实现业绩扭亏

1、兑现利润承诺补偿, 看好公司未来发展

2014 年, 协鑫集团有限公司在重整上海超日(实现借壳上市)时做出承诺:“重整后通过恢复生产经营、注入优质资产等方式, 使公司 2015、2016 年实现的经审计归属于母公司所有者净利润分别不低于 6 亿元、8 亿元。若低于承诺的, 由控股股东以现金方式就未达到的净利润部分进行补偿。”

公司 2016 年度实现的经审计的归属于母公司所有者的净利润为-2,691.16 万元, 与重组时控股股东协鑫集团承诺的业绩数差异为 82,691.16 万元, 控股股东需要就上述差额以现金的方式对公司进行补偿。7 月 17 日晚间, 协鑫集成发布《关于收到 2016 年度业绩承诺补偿款的公告》称, 截止 7 月 17 日, 公司已全部收到上述业绩补偿款。

不难发现此次大股东如期兑现利润补偿, 给处于业绩低谷的公司一剂强心针, 同时也体现了是大股东对协鑫集成未来发展寄予厚望的表现。

2、双重利好, 2017 年上半年扭亏有望

2017 年上半年光伏的新增装机规模达 24.4GW。同时, 随着 2016 年“630”抢装风波影响消散, 光伏行业有了一定改善, 公司光伏组件有望实现盈利水平回升, 将助力公司 2017 年上半年业绩扭亏。



此外，还有就是公司的 EPC 项目。2017 年 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。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。是公司制定的未来长期发展战略，2016 年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。我们认为“630”抢装风波影响消散叠加 EPC 电站并网，相关收入计入到公司今年业绩中，2017 年上半年公司业绩有望扭亏。

（三）外延兼并，打造光伏主业

光伏业务是公司的传统主业，是业绩的主要来源，2014 年超日重组后仅剩 150MW 的组件产能，在公司生产能力不足的情况下，采用“自产+代工”的模式从事太阳能电池组件的生产和销售，仍实现了 500 余 MW 的组件销量。

近两年公司通过兼并收购巩固了光伏组件主营业务，扩大了公司组件生产产能。通过收购江苏东昇、张家港其辰和徐州其辰，2015 年底公司合计组件产能达到 3.7GW，2016 年产能超过 4GW。受益产能的提升，2015 年公司销售组件 1704MW，实现组件收入 37 亿元，同比增长 76.5%，2016 年公司组件出货量 4.0GW 以上，组件收入达 91.6 亿元，同增速达到了 146.67%，跻身全球一线厂商的行列。

根据公司制定的目标来看：2017 年底公司的光伏组件产能有望超过 5GW，出货量有望超过 5GW，保守测算 2017 年公司太阳能组件带来的收入将超过百亿元。

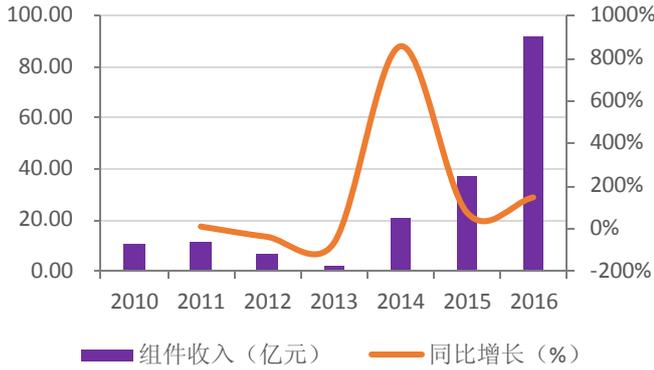
图表11： 外延收购，扩大组件产能

| 时间 | 收购标的 | 标的具体情况 |
|------|-------|--|
| 2015 | 江苏东昇 | 江苏东昇主要从事电池组件的受托加工业务，加工完成后再以成本加成（辅料采购成本+协议加工费用）的定价方式出售给委托加工方，公司此前主要客户为江苏协鑫，协鑫集成收购完成后公司销售模式将逐步由代工销售完全转变为自销，江苏东昇目前具有普通组件产能 1GW。 |
| 2015 | 张家港其辰 | 张家港其辰现拥有年产 2GW 高效组件产能，由于 2GW 高效组件生产线于 2015 年底才全部完成建设调试，2016 年开始释放产能。 |
| 2015 | 徐州其辰 | 徐州其辰为张家港其辰全资子公司，在建 1GW 高效组件生产线，总投资额 6.6 亿元，主要产品为 MWT 组件和 HD 组件，预计 2016 年底前建成达产。有望 2017 年，完全释放产能。 |

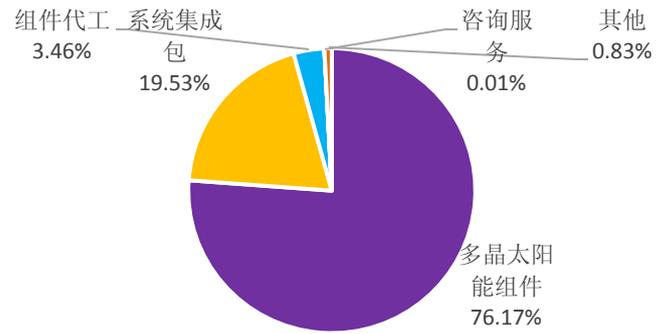
资料来源：公司公告、联讯证券

图表12： 公司光伏组件收入快速增长

图表13： 2016 年光伏组件收入占比高达 76%。



资料来源：公司公告、联讯证券



资料来源：公司公告、联讯证券

三、光伏市场空间巨大，龙头地位优势明显

(一) 全球光伏市场稳步增长，中国等新兴市场值得关注

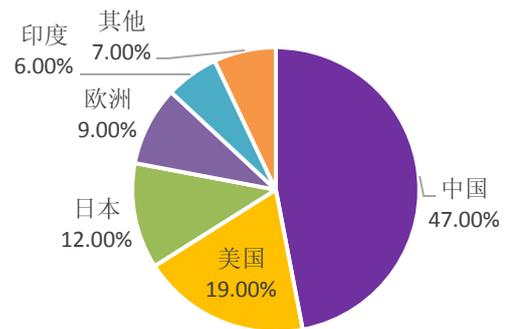
中国光伏行业协会统计数据显示，2011-2016 年全球光伏新增装机容量稳步增长；2011-2013 年我国光伏行业的发展经历了短暂寒冬期，2013 年明显回暖，光伏装机容量快速提升。2016 年全球光伏新增装机容量约为 73GW，其中中国 34.54GW，占到全球装机容量的半壁江山。美国和日本排在第二和第三位，分别有 14.1GW 和 8.6GW 的增量，占比为 19%和 12%。可以看出欧洲和日本等传统市场的市场占比逐渐在向中国、美国、印度等新兴市场转移。根据中国光伏协会预测，2017-2020 年全球新增光伏机容量为 79GW、87GW、97GW 和 105GW，空间巨大。

图表14： 历年全球光伏装机增量



资料来源：中国光伏行业协会、联讯证券

图表15： 2016 年各地区新增光伏装机容量



资料来源：中国光伏行业协会、联讯证券

(二) “十三五”光伏装机超预期，未来国内组件需求依旧可观

2016 年 12 月，国家能源局发布的《太阳能发展“十三五”规划》明确，到 2020 年，全国光伏累计装机的目标为 105GW。但据北极星太阳能光伏网统计，全国已公布的 27 省市的“十三五”光伏装机规划规划总量为 144.65GW，已超出能源局 105GW 规划总量，39.65GW 的指标缺口。



图表16: “十三五”期间, 各省市光伏装机目标

| 省市 | 目前累计装机容量 (GW) | 十三五装机目标 (GW) | 剩余指标 (GW) |
|-----|---------------|--------------|-----------|
| 北京 | 0.24 | 1.16 | 0.92 |
| 天津 | 0.60 | 0.80 | 0.20 |
| 河北 | 4.92 | 15.00 | 10.80 |
| 山西 | 3.09 | 12.00 | 8.91 |
| 内蒙古 | 6.56 | 12.00 | 5.44 |
| 辽宁 | 0.56 | | |
| 吉林 | 0.62 | 2.40 | 1.78 |
| 黑龙江 | 0.18 | 3.00 | 2.82 |
| 上海 | 0.40 | 0.80 | 0.40 |
| 江苏 | 6.11 | 8.00 | 1.89 |
| 浙江 | 4.43 | 8.00 | 3.57 |
| 安徽 | 4.53 | 8.00 | 3.47 |
| 江西 | 2.76 | 4.76 | 2.00 |
| 福建 | 0.43 | 0.90 | 0.47 |
| 山东 | 5.01 | 10.00 | 4.99 |
| 河南 | 3.85 | 3.50 | |
| 湖北 | 2.04 | 3.50 | 1.46 |
| 湖南 | 0.44 | 2.00 | 1.56 |
| 广东 | 1.75 | 6.00 | 4.25 |
| 广西 | 0.19 | 1.09 | 0.90 |
| 海南 | 0.34 | 1.54 | 1.00 |
| 重庆 | 0.006 | | |
| 四川 | 0.96 | 2.5 | 1.54 |
| 贵州 | 0.46 | 2.00 | 1.54 |
| 云南 | 2.10 | | |
| 西藏 | 0.39 | 1.00 | 0.61 |
| 陕西 | 3.88 | 7.00 | 3.12 |
| 甘肃 | 6.97 | 9.90 | 2.93 |
| 青海 | 6.90 | 10.00 | 3.10 |
| 宁夏 | 5.27 | 8.00 | 2.73 |
| 新疆 | 8.64 | 8.64 | |
| 总计 | 84.63 | 144.65 | 71.33 |

资料来源: 北极星太阳能光伏网、联讯证券

中电联数据显示, 2017 年前四个月光伏新增装机 8.9GW, 同比大增 51%。根据中国光伏行业协会发布报告预计, 2017 年上半年光伏的新增装机规模将有望超过去年同期的 22GW, 乐观估计 2017 有望实现 30GW 的新增装机容量。这样测算, 2017 年底我国光伏装机容量就超过 105GW, 提前完成《太阳能发展“十三五”规划》指标。

我们认为未来三年内我国光伏行业不可能因完成“十三五”指标停滞不前, 光伏新增装机容量会有望下降, 但保守认为 2018-2020 我国每年新增光伏装机容量为 25GW, 20GW 和 20GW, 市场空间依然可观。于此同时, 2017-2020 年国内新增光伏组件的需求为



30GW, 25GW, 20GW 和 20GW。

(三) 光伏市场趋势明显，强者协鑫恒强

随着光伏行业进入成熟期，低效产能过剩严重，高效化产品成为目前行业热点，近些年光伏组件的转化效率持续提高。政策方面，2015 年领跑者项目对组件效率提出了更高的要求，引导行业注重技术升级，鼓励技术领先企业实现做大做强，最近政府还在酝酿“超级领跑者”项目，进一步支持具有创新性的技术和产品。

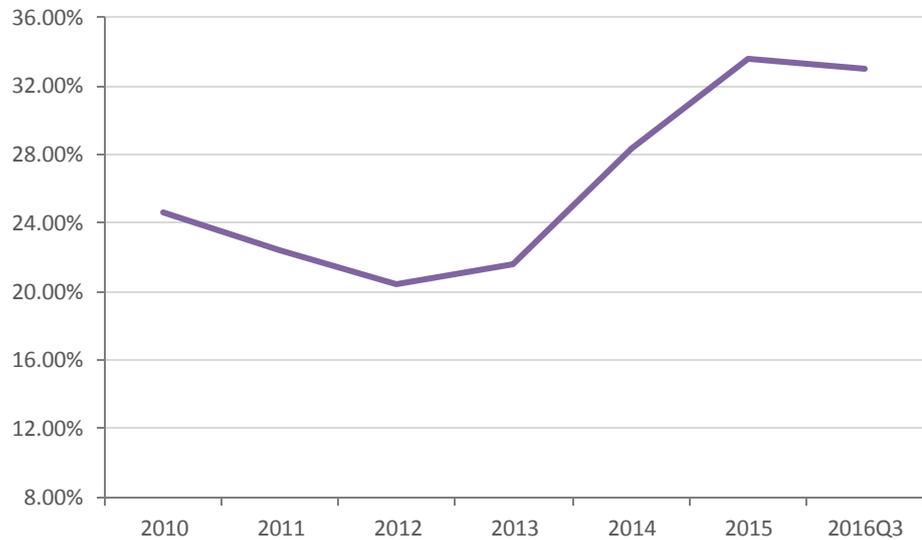
图表17： 常规晶硅电池转化效率逐年提高

| 时间 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 多晶硅效率 | 16.3%-16.6% | 16.6%-16.8% | 16.8%-17.3% | 17.3%-18.4% | 17.6%-18.3% | 18%-18.4% | 18.45-19.2% |
| 单晶硅效率 | 17.8%-18% | 18%-18.5% | 18.5%-19% | 19%-19.3% | 19.1%-19.5% | 19.35-19.8% | 19.8%-20.8% |

资料来源：中国光伏行业协会、联讯证券

技术水平低下、创新能力不足、融资能力差的公司将会被迫退出市场，光伏组件行业明显的一个趋势就是行业集中度逐渐提高，HIS Technology 数据显示 2016 前三季度年光伏组件前五供应商市场占有率为 33.0%，较 2012 年的 22.0% 已经有很大的提高。归根到底，还是一线产商凭借着较大的规模、成本控制、技术优势，以及全球化的渠道布局、品牌效应和较好的融资能力，快速实现做大做强。

图表18： 前五组件供应商市场占有率持续提高



资料来源：HIS Technology、联讯证券

协鑫集成作为中国光伏行业龙头企业之一，完全具备强者很强的基本条件：

首先，用了两年不到的时间，迅速打造了拥有 5GW 的自有产能规模，具备与国际光伏巨头相抗衡的条件，出货量全球领先。研究和咨询公司 GlobalData 发布的最新报告显示，在刚刚过去的 2016 年，协鑫集成以 4.6~5GW 的光伏组件出货量排名全球第六。我们认为大规模集中的生产经营模式使公司生产成本不断降低，生产效率不断提高，品牌价值不断凸显，未来将会给公司带来了良好的规模经济效益。



图表19: 2016年光伏出货量协鑫集成高居第六

| 排名 | 企业 | 光伏组件出货量 |
|----|-------------|----------------|
| 1 | 晶科能源 | 6.6-6.7GW |
| 2 | 天合光能 | 6.3-6.55GW |
| 3 | 阿特斯 | 5.073-5.173GW |
| 4 | 晶澳太阳能 | 4.9-5GW |
| 5 | 韩华新能源 | 4.8-5GW |
| 6 | 协鑫集成 | 4.6-5GW |
| 7 | 第一太阳能 | 2.8-2.9GW |
| 8 | 英利 | 2.1-2.2GW |

资料来源: GlobalData、联讯证券

其次,公司产品技术优势,公司采用“差异化”竞争策略,持续进行技术创新、产品及品牌创新,从客户需求及偏好出发,打造个性化、差异化产品。协鑫集成旗下目前拥有一个国家“863项目”中试线——《MW级薄膜硅/晶体硅异质结太阳能电池产业化关键技术》。该项目与中国科学院电工研究所、上海交通大学太阳能研究所及万阳能源科技(苏州)有限公司联合申请,启动于2011年7月,是“十二五”开局之年,国家确定的第一批10个863项目之一。到2012年3月,“863项目”的MW级薄膜硅/晶体硅异质结太阳能电池产业化关键技术课题项目完成中试阶段,并于2012年8月进入安装调试阶段,实现电池片转换效率超过20%。此后,实验室进一步开始研发HIT高效电池生产线的设备和工艺。通过布局高效电池,打造如“金刚双片”、“金刚高密度”以及“白色双玻”等高效组件产品。

图表20: 协鑫多晶双玻璃组件



资料来源: 公司官网、联讯证券

图表21: 协鑫高效单晶组件



资料来源: 公司官网、联讯证券

随着行业对光伏电站效率要求的不断提高,高效光伏电池的需求将快速增长。公司2016年6月15日公告,拟非公开发行股票募集资金,投资建设光伏电池片产能,募投的两个电池项目分别为“1600MW 高效差异化光伏电池项目”和“250MW 超高效异质结光伏电池项目”,总投资额约为25亿元,两个项目建设周期分别为20个月和24个月。



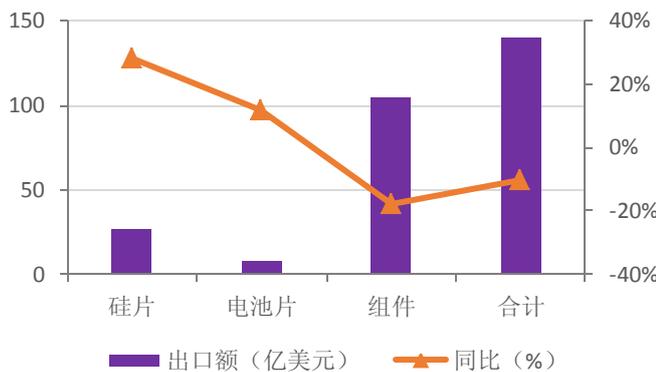
预计 2017 年底,公司高效电池产能达到 1.5-2GW,将进一步提升公司产品的竞争力,此次投建高效电池产能将有助于解决未来高效电池片供不应求对公司带来的冲击,防止高效电池片供应短缺对公司经营造成的负面影响,同时提高公司光伏组件和电站系统集成包产品的利润率。我们认为,受益公司在光伏行业的龙头地位,加上未来巨大的光伏市场空间,公司前景一片光明。

四、布局海外市场,助力公司业务扩张

(一) 2016 年我国光伏组件出口有所回落,占比仍最高

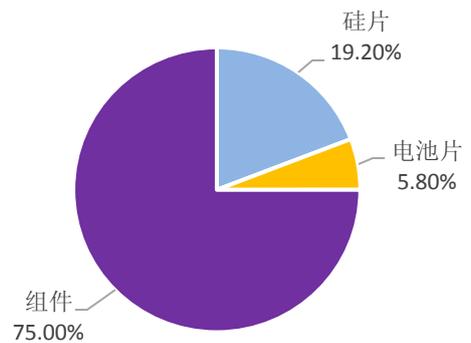
2016 年我国光伏产品出口额为 140 亿美元,较 2015 年下降了 10.4%。细分来看,随着海外工厂的设立,组件需求降低,2016 年光伏组件出口量 21.3GW,出口额 105 亿美元,较去年同期下降了 -18.0%。但在光伏产品的出口份额占比依然最高,达到 75%。未来很长一段时间内,光伏组件的出口将直接影响着整个光伏产品的出口情况。

图表22: 2016 年光伏组件出口有所回落



资料来源:海关总署、CPIA、联讯证券

图表23: 2016 年光伏组件出口占比依然最高



资料来源:海关总署、CPIA、联讯证券

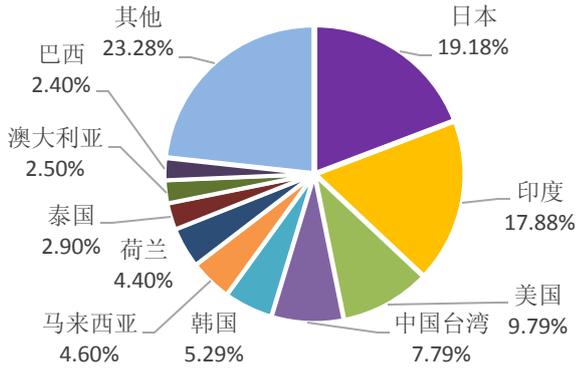
(二) 受印度等新兴市场带动,海外光伏组件需求值得期待

分地区来看,2016 年我国光伏产品出口份额排名前三的国家依次是日本,印度和美国,三者合计占到总出口的 46.85%。相比与 2015 年,日本和美国的出口占比已有所下降,日本可能与光伏市场需求放缓有关,而美国可能受到大选冲击影响。不过值得注意的是,印度、马来西亚和巴西等新兴光伏市场的出口需求,较同期显著提升。

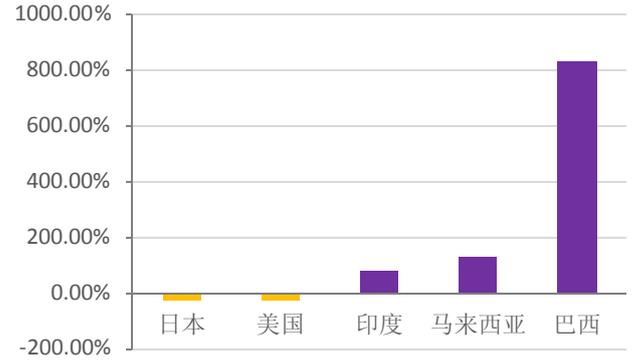
对于光伏组件来说,排名前三的出口地区依然是日本,印度和美国,占比超过 50%。美国和日本出现下滑,印度出口占比从 15 年的 9%提升到了 21%。以印度为代表的新兴光伏组件市场,值得期待。

图表24: 2016 年光伏产品出口国家/地区占比 (%)

图表25: 2016 年部分国家光伏产品出口同比变化 (%)

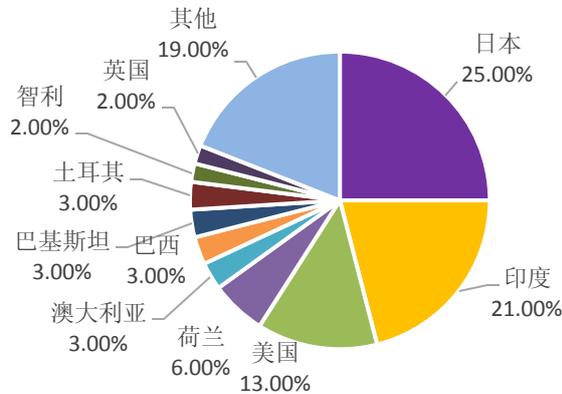


资料来源：海关总署、CPIA、联讯证券



资料来源：海关总署、CPIA、联讯证券

图表26： 2016 年光伏组件出口国家/地区占比 (%)



资料来源：海关总署、CPIA、联讯证券

随着光伏度电成本的降低，越来越多的市场开始接纳光伏发电作为未来电力构成的主要组成部分。未来日本，美国，欧洲等将保持一定增速。除此之外，特别是新兴市场都制定了可再生能源及光伏发展目标，如巴西到 2024 年的光伏装机目标为 7GW，而泰国则计划到 2036 年太阳能应用达到 6GW。2016 年印度的新增装机容量仅有 4GW。不过印度规划到 2022 年太阳能装机规模突破 100GW，截至 2016 年底，印度光伏累计装机容量已超过 9GW；这预示着未来几年印度平均每年将至少有 15GW 的增量，未来印度有望成为全球主要的光伏市场。

下面我们对未来海外光伏组件市场进行估算将作一些假设：

- 1、根据中国光伏协会预测，乐观估计 2017-2020 年，全球新增光伏机容量为 79GW、87GW、97GW 和 105GW；
- 2、同期中国新增光伏装机容量为上文预测的 30GW，25GW，20GW 和 20GW；
- 3、2016 年海外新增光伏装机容量 38.46GW，海外出口光伏组件占海外新增光伏组件需求比例：21.3GW/38.46GW=0.55。随着海外工厂的设立，海外组件需求降低，假定 2017-2020 年出口海外光伏组件占海外新增光伏组件需求比例为 0.5、0.45、0.425 和 0.4。

图表27： 2020 年组件出口市场空间高达 168 亿美元



| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 全球当年新增光伏装机容量 | 73GW | 79GW | 87GW | 97GW | 105GW |
| 我国当年新增光伏装机容量 | 34.54GW | 30GW | 25GW | 20GW | 20GW |
| 海外当年新增光伏装机容量 | 38.46GW | 49GW | 65GW | 77GW | 85GW |
| 海外需求占比 | 0.55 | 0.50 | 0.45 | 0.425 | 0.35 |
| 当年出口光伏组件量 | 21.3GW | 24.5GW | 29.25GW | 32.73GW | 34GW |
| 出口额(组件价格认为不变) | 105 亿美元 | 121 亿美元 | 144亿美元 | 161亿美元 | 168亿美元 |

资料来源: 联讯证券

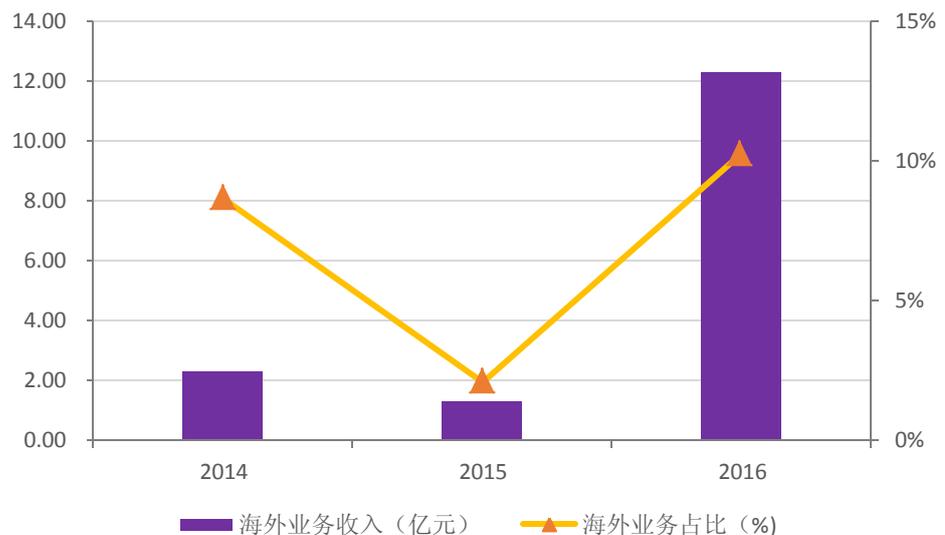
我们认为 2017-2020 年我国光伏组件出口额, 将会有所回升, 到 2020 年海外出口需求量可达 34GW, 市场空间高达 168 亿美元, 海外市场仍是国内组件生产商争夺的关键点。

(三) 公司海外业务提升, 今后将成业绩增长点

面对国内市场趋于饱和、账期较长的行业不利因素, 公司积极开拓海外市场。通过与越南电池进行产能合作, 推进海外制造, 有效规避“双反”贸易壁垒的影响, 通过收购澳大利亚 OSW 公司控股权, 快速在澳洲建立组件、系统集成及储能产品的分销渠道, 切入高价、高端应用市场。

截止 2016 年底, 公司已在日本、印度、北美、澳大利亚等 5 个国家及区域设立子公司, 在泰国、中东、南非、北非等 7 个国家及区域设立代表处。凭借协鑫的品牌优势, 协同协鑫在光伏上下游产业链的优势, 加快全球化步伐。2016 年, 公司海外业务收入达到 12.28 亿元, 占公司营业收入的 10.21%, 较 2014 年、2015 年的 2.33 亿元和 1.30 亿元的海外收入有不小的提升。预计, 随着公司的全球化布局战略, 加上海外巨大的市场空间, 海外业务有望成公司未来业绩一大增长点。

图表28: 2016 年公司海外收入占比超过 10%



资料来源: 公司公告、联讯证券



五、差异化优势明显，围绕分布式光伏、储能行业、动力电池多点布局

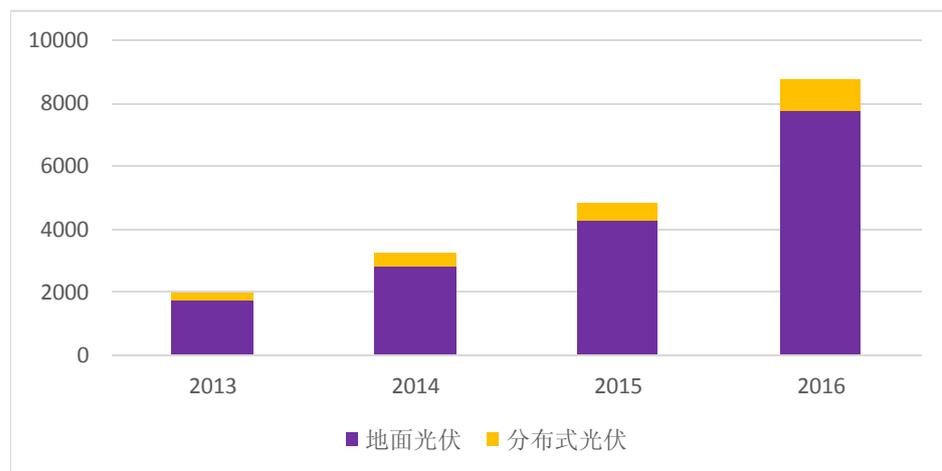
随着光伏行业的快速发展，市场竞争、特别是同质化竞争日趋激烈。公司采用“差异化”竞争策略，持续进行技术创新、产品及品牌创新，从客户需求及偏好出发，打造个性化、差异化产品。聚焦分布式业务，根据不同区域、不同类型、不同规模光伏发电系统的要求，推出“鑫阳光”及“鑫阳光+”产品组合；**发挥渠道协同优势进军储能行业，推出“E-KwBe”储能产品系列；结合新能源汽车行业的发展，适时切入动力电池行业。**

（一）分布式光伏

1、世界能源结构革命，分布式光伏系统迅速发展

分布式能源系统具备规模可控、安装灵活、建设周期短等特点，拥有传统能源所不具备的优势。在政策大力支持下，国内分布式光伏累计装机容量从 2011 年的 0.5GW 增长到 2016 年的 10.32GW，年复合增长率高达 270%。**2016 年国内分布式光伏装机容量中，居民户用分布式占比 4.8%，工商业分布式占比 95.2%。**国家计划十三五期间分布式光伏规划达到 60GW，按照 2016 年数据，我国分布式光伏将继续保持高速增长。

图表29： 中国地面光伏与分布式装机容量（单位：万 Kw）



资料来源：国家能源局，联讯证券

2、公司依托技术积累，推出多系列分布式光伏产品

公司适应分布式业务特点，依托户用分布式业务平台，实现系统集成业务快速发展。推出标准化产品，以“鑫阳光”为平台，推出“鑫阳光+”系统集成产品系列，包括光储、风光储、风光储充等，凭借产品实力荣获“2016 年度光能杯分布式光伏电站服务商”称号。

（1）多系列产品组合满足用户需求，E-KwBe 储能产品加速转型

公司针对分布式业务发展特点，为满足不同区域、不同类型、不同规模光伏发电系统的要求，公司推出“鑫阳光”及“鑫阳光+”产品组合，产品系列 2kw/3kw/5kw/8kw/10kw 满足不同类型户用屋顶需求；立足于适配家庭分布式光伏使用，解决分布式光伏对电网



的影响问题，公司发布“E-KwBe”储能产品系列，通过“光伏+储能”的新供电模式，加速电力供应模式的转型。

（2）建立产业基地，B2C 和 O2O 业务拓展户用产品销售渠道

公司将上海奉贤区产业基地改造成开展分布式能源产品研发、集成及配送基地，同时基于分布式发展的分散性、直接面对终端客户特征（B2C）特点，在全国建立鑫阳光系列产品代理商渠道，并于 2016 年 12 月与汇通达网络股份有限公司（具有中国特色的农村 O2O 电商平台）开展战略合作，通过其覆盖全国的县、乡（镇）、村的会员店及网络平台，推广光伏户用系统的销售，为每一位代理商和客户提供优质的户用光伏解决方案。

图表30： 户用分布式光伏系统



资料来源：公司官网，联讯证券

图表31： 分布式光伏电站



资料来源：公司官网，联讯证券

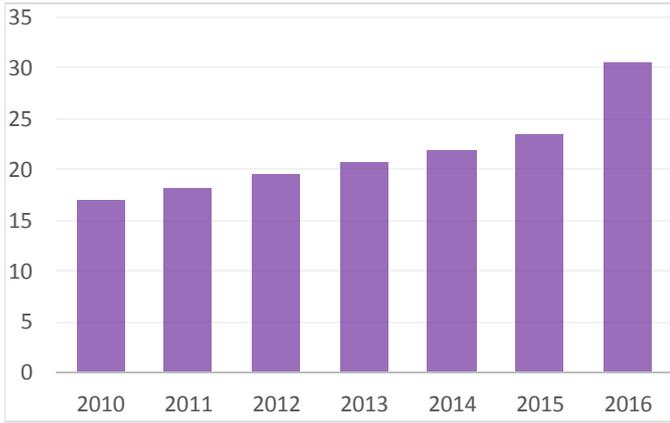
（二）储能行业

1、储能项目规模迅速增长，可再生能源并网规模占电化学储能过半增量

储能项目规模迅速增长，可再生能源并网规模占电化学储能过半增量。《储能产业研究白皮书 2017》数据显示，截至 2016 年底中国投运储能项目累计装机规模 24.3GW，同比增长 4.7%，其中电化学储能项目的累计装机规模达 243.0MW，同比增长 72%。2016 年中国新增投运电化学储能项目的装机规模为 101.4MW，同比增长 299%。从应用分布来看，可再生能源并网是 2016 年中国新增投运电化学储能项目应用规模最大的领域，占比 55%。

图表32： 2010-2016 中国储能装机容量（单位:GWh）

图表33： 规模化储能系统



资料来源：前瞻产业研究院，联讯证券



资料来源：联讯证券

2016 年能源发展规划密集出台的同时，储能也在以越来越高的频率出现在国家政策中。2017 年 3 月，国家能源局综合司发布《关于促进储能技术与产业发展的指导意见（征求意见稿）》，明确我国储能发展的路径及应用场景。预计到 2020 年底，电化学储能技术的累计装机规模将达到 2GW，可再生能源储能占比进一步提升。

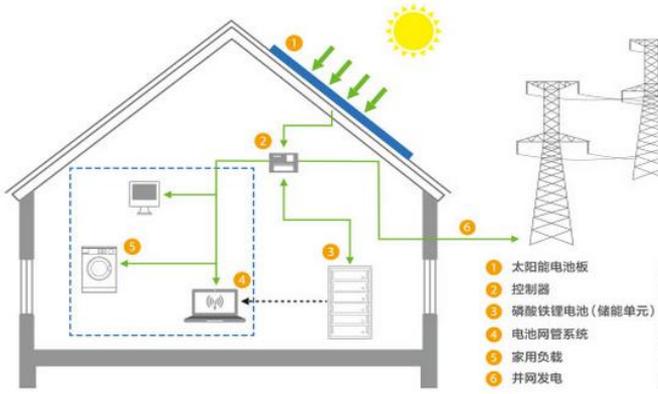
2、募投大规模储能项目，储能系统获评年度最佳方案供应商

布局储能电池领域，产品拥有自主产权。公司紧跟储能市场发展契机，2016 年非公开募集资金用于开发 500MWh 储能电池项目，预期回报率 20.3%。全资子公司协鑫储能主要负责储能系统的研发制造，开发了具有高能量密度、长循环寿命次数、优异可靠性的户用储能产品和工商业储能产品，并形成了具有自主产权的 PACK 封装技术和 BMS 技术。

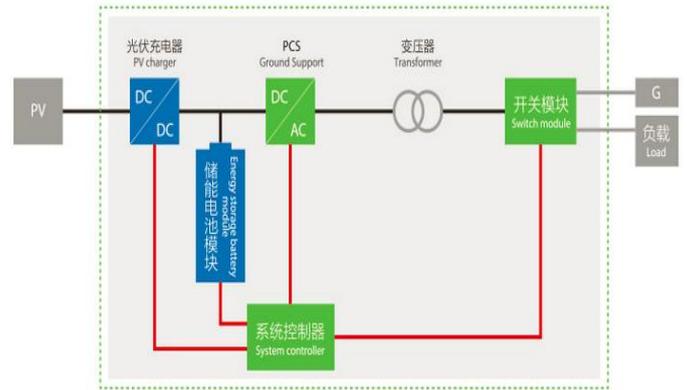
储能系统行业最佳，云监控平台助力共同发展。公司储能产品通过 UN38.3 产品认证测试和 ISO9001 质量体系认证，在第三届中国储能创新与技术峰会同期举行的中国储能产业杰出企业颁奖典礼中，协鑫集成储能科技荣膺年度中国“最佳商用储能系统解决方案供应商”。基于协鑫集成已有的云监控平台，整合国际一流 BMS 技术，实现电池全寿命周期控制，通过数据优化算法，分步、梯级利用锂离子电池，降低储能成本，促进新能源产业发展。

图表34： 公司户用储能系统示意图

图表35： 公司工业储能系统流程图



资料来源：公司官网，联讯证券



资料来源：公司官网，联讯证券

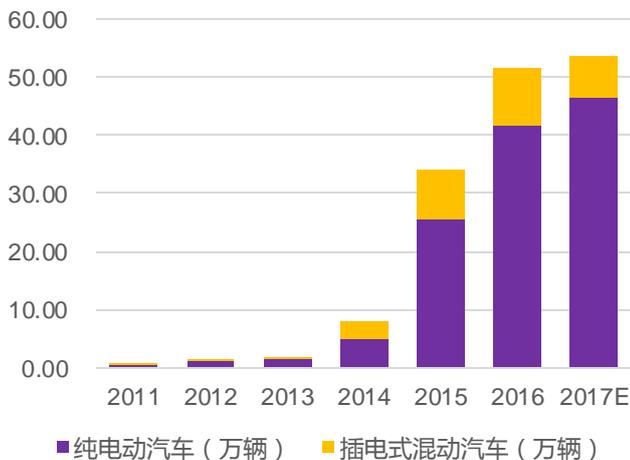
(三) 动力电池行业

1、新能源汽车大规模扩张，带动动力电池飞速发展

新能源汽车爆发增长，动力电池市场大幅提升。2011年以来，新能源汽车产量经历了大规模的扩张，全国新能源汽车总产量从2011年的5700辆快速增长至2016年的51.70万辆。2016年中国国内锂动力电池企业出货量合计达到30.5Gwh，同比2015年的17.0Gwh大幅度增长79.4%。

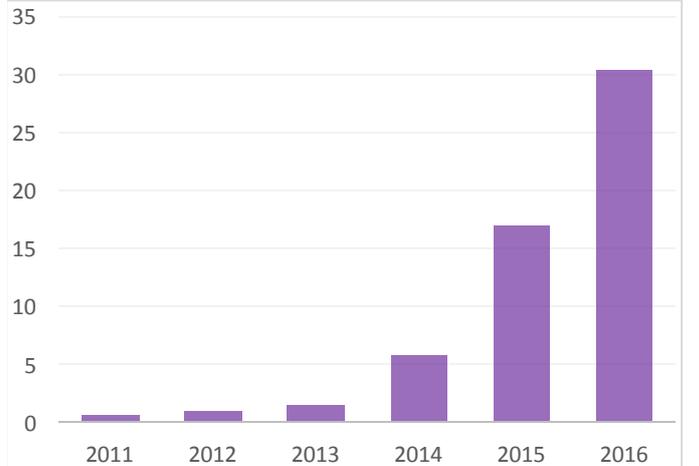
行业发展进度与国家政策目标差距较大，后续将加速追赶。《节能与新能源汽车产业发展规划》指出，截止2020年中国新能源车累计产销量将达到500万辆。按照2016年全年销售量52万辆，后续预计年复合增长率将达30%以上。《节能与新能源汽车路线图》指出2020年新能源汽车年销量占汽车总销量的比重将达到7%-10%，而2016年新能源车占比仅1.8%。由此可以看出，新能源汽车将保持快速增长，而动力电池作为新能源汽车的核心元件，将随之迎来飞速发展。

图表36： 2011-2017年新能源汽车产量及预测



资料来源：国家统计局，联讯证券

图表37： 2011-2016年中国锂动力电池出货量(单位:GWh)



资料来源：EVTank，联讯证券



2、计划进军动力电池领域，彰显行业优势

公司计划进军动力电池领域，充分发挥协鑫在能源行业的主导优势，整合国际知名的动力电池品牌、采用国际领先的动力电池技术、联合世界一流的制造型企业，实现强强联合，生产动力电池电芯及电池系统（PACK），开展动力电池租赁、充换电运营、梯级利用储能、产业链金融等业务，构建动力电池全生命周期的价值链，推动新型商业模式，降低运营商、消费者使用成本，实现电动汽车产业可持续发展。

六、盈利预测与估值

主要盈利假设：

1、光伏组件业务：2017 年国内有望实现新增光伏装机 30GW，未来新增光伏装机容量有望降低，趋于平稳，考虑到海外市场布局逐步打开。我们预计 2017-2019 年，光伏组件业务仍将保持两位数字的增长速度，分别为 13.00%、11.00%和 10.00%。同时随着公司产品技术提升，带来成本降低，毛利率有望稳步提升。

2、系统集成包业务：系统集成 EPC 服务是公司长期的发展战略，未来将持续做大。未来公司该业务增长速率不会低于光伏组件业务增长速率，2017-2019 年的同比增长速率分别为 13.20%、13.50%和 13.50%，随着业务深入推进，盈利能力得到逐步释放。

3、组件代工业务：随着公司自身的产能逐步提升，2017 年可以达到 5GW。公司未来组件代工的量，并不会太大的增长。我们认为 2017-2019 年的同比增速认为不超过 5.00%。

4、其他主营业务：目前公司大力推进储能、动力电池等新业务的布局，短期内更多以布局为主，业绩有释放，但释放量还是有限。2017-2019 年同比增速为 55.00%、32.00%和 36.00%，此外我们认为储能、动力电池等新业务的盈利水平高于光伏组件业务，随着业务规模扩大，毛利率将大幅提升。

图表 38：分业务预测

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 光伏组件 | | | | |
| 收入（百万元） | 9,160.487 | 10,351.35 | 11,490.00 | 12,639.00 |
| 同比增长率 | 146.67% | 13.00% | 11.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 12.35% | 12.50% | 13.50% | 16.00% |
| 系统集成包 | | | | |
| 收入（百万元） | 2,349.48 | 2,659.61 | 3,018.66 | 3,426.18 |
| 同比增长率 | 5.36% | 13.20% | 13.50% | 13.50% |
| 毛利率 | 17.09% | 18.00% | 21.50% | 25.00% |
| 组件代工 | | | | |
| 收入（百万元） | 415.71 | 436.49 | 453.95 | 476.65 |
| 同比增长率 | 3,678.50% | 5.00% | 4.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 13.97% | 15.50% | 16.00% | 18.00% |
| 其它主营业务 | | | | |



| | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 收入（百万元） | 99.96 | 154.93 | 204.51 | 278.13 |
| 同比增长率 | -60.82% | 55.00% | 32.00% | 36.00% |
| 毛利率 | 10.12% | 15.00% | 23.00% | 29.00% |
| 营业收入（百万元） | 12,026.72 | 13,602.39 | 15,167.12 | 16,819.96 |
| 同比增长率 | 91.39% | 13.10% | 11.50% | 10.90% |
| 综合毛利率 | 13.23% | 13.70% | 15.30% | 18.10% |

资料来源：公司公告、联讯证券

我们预计公司 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，给予公司买入评级。

七、风险提示

1、光伏行业发展不及预期；2、海外业务拓展不及预期；3 储能、动力电池等新业务进展缓慢



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 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