

电气设备

2017年09月04日

# 协鑫集成 (002506)

——业绩增速符合申万宏源预期，二季度扭亏为盈

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据：2017年09月04日

收盘价(元)	4.29
一年内最高/最低(元)	6.42/3.98
市净率	5.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10826
上证指数/深证成指	3379.58 / 10962.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	0.83
资产负债率%	79.31
总股本/流通A股(百万)	5046/2524
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《协鑫集成(002506)点评：业绩增长低于预期，未来期待规模效应和技术进步》  
2016/10/28

《协鑫集成(002506)点评：打造智慧综合能源系统集成商》 2016/09/08

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

研究支持

张雷 A0230117040007  
zhanglei@swsresearch.com

联系人

宋欢  
(8621)23297818x7409  
songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 8月27日公司发布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入63.84亿元，同比降低4.84%；实现归属于上市公司股东的净利润2401.27万元，同比降低87.56%；基本每股收益0.005元，同比降低87.50%。

投资要点：

- **高效电池片加速投产，二季度实现扭亏为盈。**2017年上半年公司实现营收63.84亿元，同比降低4.84%；归属于上市公司股东的净利润2401.27万元，同比降低87.56%，一季度公司出现短期亏损现象，二季度公司高效电池片加速投产，公司徐州沛县已拥有高效电池产能900MW；海外业务及储能业务比重提升，盈利水平提升，二季度实现归母净利润14951.66万元，2017年上半年成功实现扭亏为盈。今年上半年公司经营活动现金流大幅度改善，较去年同期增加15.09亿元，并且存货较去年同期下降36.85%，表明公司进入良性发展轨道。
- **加快布局“黑硅+PERC”产能，推广“鑫阳光”光伏用户系统。**公司积极布局高效电池片及组件，降低电池片供应链风险，实现产业链上下游一体化。目前公司已拥有高效电池产能900MW，预计年底达到2000MW产能。公司基于金刚线切割的多晶硅高效黑硅PERC电池的生产平均效率能够达到20.4%。公司的黑硅PERC电池技术是国内最先进，并且产能最大，业内具有较高的优势。公司加大研发力度，金刚线切割搭配黑硅多晶电池技术、PERC高效电池技术、叠瓦组件技术等技术的应用，进一步提高产品性能，降低成本，提高公司整体毛利率。受益于行业分布式光伏电站的发展，公司积极推广“鑫阳光”光伏用户系统，为客户提供优质的光伏解决方案，做中国领先的用户光伏系统。
- **越南600MW电池产能投产，加速拓展海外市场。**截至2017年6月30日，公司在日本、印度、北美、澳大利亚、新加坡和德国设立子公司，积极拓展电池片及组件海外市场。报告期内，公司实现海外收入9.23亿元，同比增长64.54%，占总收入的14.46%。公司越南600MW电池产能顺利投产，有效规避“双反”政策，对公司未来海外市场占有率的提升产生积极影响。公司将凭借自主“协鑫”品牌优势，加快海外营销体系的建立。
- **维持盈利预测与评级不变：**我们维持盈利预测不变，预计公司17-19年归母净利润分别为1.22亿元、2.48亿元和4.73亿元，每股收益分别为0.02元/股、0.05元/股和0.09元/股，当前股价对应PE分别为215倍、86倍和48倍。维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

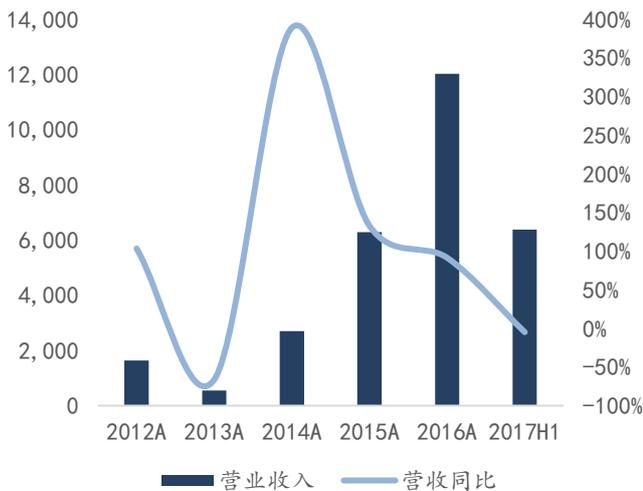
	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,027	6,384	12,448	12,478	13,472
同比增长率(%)	91.39	-4.84	3.50	0.20	8.00
净利润(百万元)	-27	24	122	248	473
同比增长率(%)	-	-87.56	0.98	103.70	90.60
每股收益(元/股)	-0.01	0.00	0.02	0.05	0.09
毛利率(%)	13.3	12.9	13.3	13.7	13.8
ROE(%)	-0.6	0.6	2.8	5.5	9.4
市盈率	-809		215	86	48

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 1. 二季度发力，顺利实现扭亏为盈

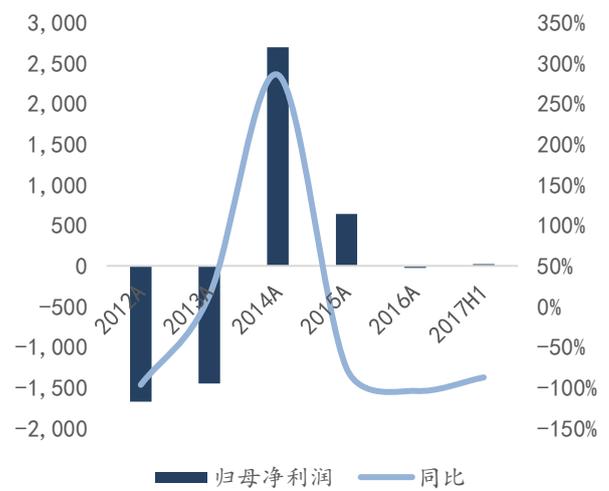
高效电池片逐步投产，二季度发力扭亏为盈。公司在一季度业绩短期亏损的情况下，二季度高效电池片逐步投产，加快分布式产品布局，海外业务、储能业务比重提升，降本增效显著，实现归母净利润 14951.66 万元，顺利实现转亏为盈。公司上半年实现营业收入 63.84 亿元，同比降低 4.84%；归属于上市公司股东的净利润 2401.27 万元，同比降低 87.56%。

图 1：公司历年营业收入及同比（单位：百万元）



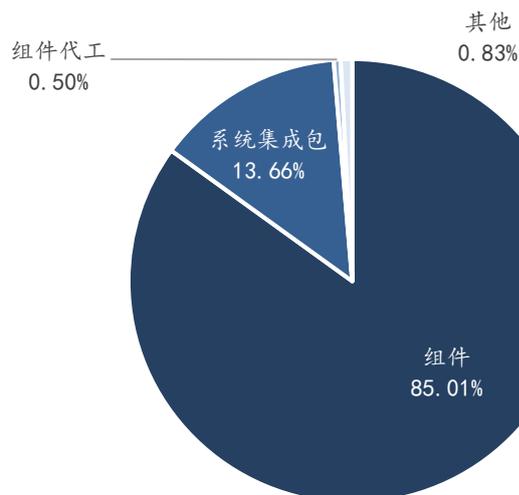
资料来源：Wind、半年报、申万宏源研究

图 2：公司历年归母净利润及同比（单位：百万元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：2017H1 公司各板块营收占比



资料来源：半年报、申万宏源研究

**表 1：公司 2017 上半年主营收入情况（单位：百万元）**

主营产品	营业收入（百万元）	营业收入同比	占总营收比重	毛利率	毛利率同比
组件	5426.45	15.62%	85.00%	12.87%	0.43%
系统集成包	871.93	-42.61%	13.66%	11.31%	-5.38%

资料来源：半年报、申万宏源研究

**第一期员工持股激励实施，保障未来业绩发展。**截至 2017 年 6 月 16 日收盘，公司完成第一期员工持股计划股票购买。协鑫集成 1 号通过二级市场累计购入公司股票 6607.44 万股，占公司总股本的 1.31%，成交均价为 4.17 元/股，锁定期为 12 个月。公司此次员工持股计划的实施，促进公司建立长期有效的激励约束机制，保障公司长期稳定发展。

**表 2：公司第一期员工持股计划名单及份额分配情况**

参与对象姓名	职务	持有计划的份额上限(万份)	占总份额比例上限 (%)
寇炳恩	董事	375	2.25
舒桦	董事	345	2.07
张祥	董事	300	1.80
金健	副总经理	233	1.40
生育新	董事、副总经理	200	1.20
杨军	副总经理	200	1.20
胡惠明	副总经理	200	1.20
王军	副总经理	200	1.20
邵静	监事	25	0.15
其他参与人	核心骨干	14589	87.53
合计		16667	100

资料来源：公司公告，申万宏源研究

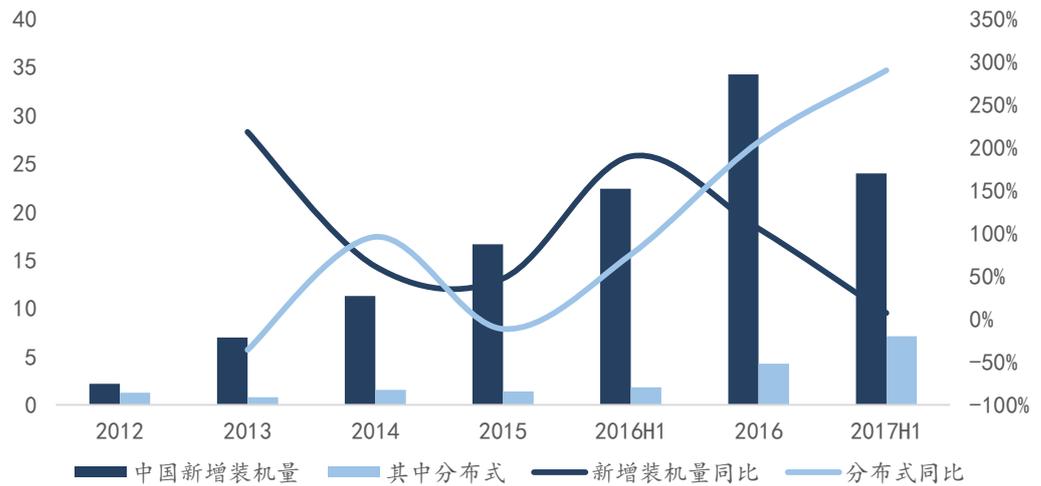
## 2. “黑硅+PERC”电池量产，布局分布式光伏解决方案

**布局高效电池片，产品差异化提高竞争力。**公司全资子公司徐州鑫宇目前拥有 900MW 金刚线切割多晶硅片的黑硅 PERC 电池产能，业内产能最大、技术最先进，电池生产的平均效率达到 20.4%，具有行业领先优势。并且预计今年年底产能达到 2000MW。公司运用金刚线切割及绒面解决方案、结合多晶 PERC，并辅以高效金属化、氢钝化及减反工艺，再叠加 MBB、叠瓦等高校组件技术，不断提升产品性能，降低产品成本，提高销售毛利率，提升盈利能力。

**推广“鑫阳光”光伏用户系统，加大 EPC 业务开展。**我国分布式电站建设发展迅猛，2017 年上半年我国分布式电站实现新增装机量 7.1GW，同比增长 290%。公司抓住分布式光

伏发展机遇，积极推广“鑫阳光”光伏用户系统，为客户及代理商提供优质的光伏解决方案，做中国领先的户用光伏系统；同时响应国家光伏扶贫政策，加大 EPC 业务的开展，目前总包安徽金寨汇金 100MW 光伏扶贫项目、鑫瑞白塔 100MW 光伏电站在 6 月 30 日之前成功并网，保证了分布式光伏业务的投资收益。

图 4：2012-2017H1 中国光伏新增装机量（单位：GW）



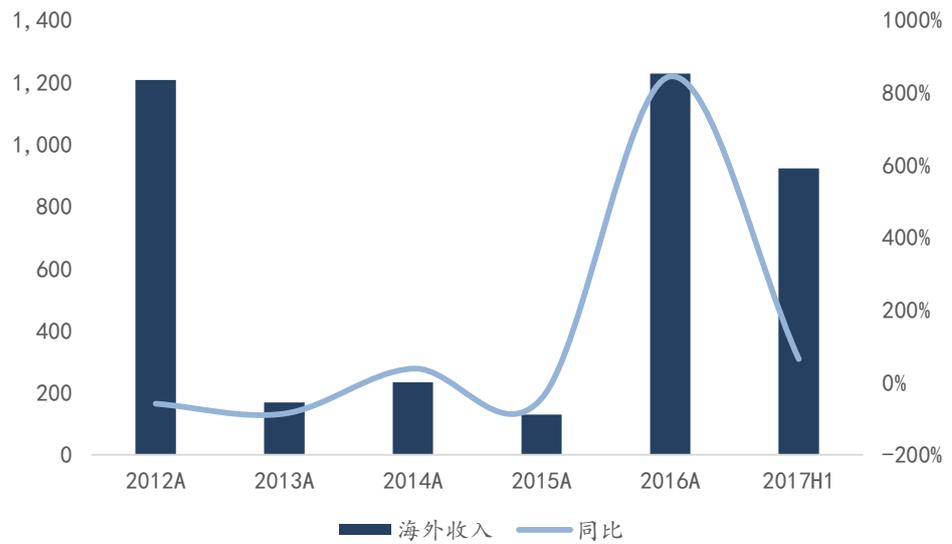
资料来源：国家能源局、申万宏源研究

**“无人车间”落地，产品质量进一步提高。**报告期内，公司第一个“无人车间”落地，该车间采用国内最先进的全自动生产设备和生产管理系统，通过精益生产、智能制造提高生产效率，提高产品质量。该车间目前具备生产常规的 60P、72P、96P 组件和双玻 72P、双玻双面、金刚系列等特种新产品组件的能力，为公司智能制造改革一大里程碑。

### 3. 海外布局提速，收益效果显著

**越南 600MW 电池产能投产，海外市场比重提高。**公司响应国家“一带一路”发展占率，积极拓展海外业务。公司越南工厂 600MW 电池产能顺利投产，有效的规避了“双反”政策。截至 2017 年上半年，公司已在日本、印度、北美、澳大利亚、新加坡、德国 6 个国家及区域设立子公司，在泰国、南美、中东、南欧、非洲等多个国家及区域设立代表处。报告期内，公司海外业务收入 9.23 亿元，同比增长 64.54%，占营业总收入的 14.46%。

图 5: 公司历年海外收入及同比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

表 3: 公司盈利预测表 (百万元, 元/股)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,699	6,284	12,027	12,448	12,478	13,472
二、营业总成本	2,777	5,875	12,010	12,352	12,195	12,901
其中: 营业成本	2,375	5,317	10,426	10,791	10,773	11,612
营业税金及附加	2	15	26	22	22	24
销售费用	23	154	409	423	424	458
管理费用	189	221	542	560	562	579
财务费用	367	153	525	476	332	150
资产减值损失	(179)	16	82	80	81	78
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	750	(2)	(40)	0	0	0
三、营业利润	672	407	(23)	96	283	571
加: 营业外收入	2,359	5	88	88	61	79
减: 营业外支出	562	2	29	29	20	26
四、利润总额	2,469	410	37	156	324	624
减: 所得税	(213)	(229)	70	39	81	156
五、净利润	2,682	639	(33)	117	243	468
少数股东损益	(12)	0	(6)	(5)	(5)	(5)
归属于母公司所有者的净利润	2,694	639	(27)	122	248	473
六、全面摊薄每股收益	1.07	0.25	(0.01)	0.02	0.05	0.09

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。