

2023年03月29日

证券研究报告|公司研究|公司点评

协鑫集成 (002506)

否极泰来，高β助盈利修复；布局未来，布局 TOPCon+储能

◆ 核心投资逻辑：组件老将“重启”的业绩高弹性+布局“希望”的 N 型电池与储能

◆ 2022 全年营收高增，扭亏为盈迎来转折点

公司发布年度业绩预告，2022 年公司营收 76.5~86.5 亿元、同比+62.7%~84.0%，归母净利润 0.37~0.55 亿元、同比+101.9%~102.8%，公司 2022H1 呈盈利态势，自 2022 前三季度小幅亏损后，全年实现扭亏为盈。其中 Q4 单季度营收 28.8~38.8 亿元、同比+89.1%~154.6%，归母净利润 1.38~1.56 亿元、同比+108.6%~109.8%。受益于光伏行业全年需求旺盛，公司迎来底部反转趋势。

◆ 光伏行业景气度高企，主流市场预期不减

全球光伏市场预期不减，需求保持旺盛。据 CPIA 统计预测，2022 年全球/国内光伏装机量分别为 230/87.4GW、同比+68.8%/+59.3%。2023 年全球中性/乐观情况下新增光伏装机量为 280/330GW、同比+21.7%/+43.5%。分市场看，中国/欧洲/美国继续保持全球 80% 以上需求的领先地位、成为主要增量来源，乐观预期下 2023 年新增光伏装机预计分别为 120/68/39.3GW、同比+37.3%/+61.4%/+118.3%。尤其是北美制造业投资有望进入高速增长、预计二季度开始逐季面临电力紧张局面，进一步增加光伏装机需求。

◆ 新建电池与组件产能稳步落地，老树新花改造升级提效，定增持续发力 TOPCon+储能

公司顺应大尺寸组件行业变革，全力推动组件产能结构调整。目前公司组件产能主要分布在合肥/阜宁两地，均为 182/210 兼容产能。原有小尺寸组件、电池片产能通过减值或技改方式调整。随着合肥与阜宁基地新增产能的稳步释放，预计 2023 年公司组件产能有望达到 35GW。新增有效产能提升有利于较好把握光伏市场增量空间，实现组件环节盈利修复。

公司近日发布定增预案，拟募集不超过 60 亿用于芜湖二期 10GW TOPCon 电池以及徐州 10GWh 智慧储能系统建设，建设期均为 12 个月。随着芜湖一期 10GW TOPCon 电池于今年下半年正式投产，本次募投产能释放后公司共计可达成 TOPCon 电池产能 20GW，能够有效填补组件扩产产能敞口。同时自供电池能够新增约 4 分/W 的盈利，持续增厚利润。储能方面，公司募投产能主要聚焦于表后工商业及户用领域。随着峰谷价差持续拉大以及电力供需持续偏紧，表后储能或将成为刚需，同时锂价由去年底 60 万/吨高位持续下行至 28 万/吨，对应系统下降约 2 毛/Wh，储能经济性持续改善，量价共振持续驱动储能高增。公司积极布局储能，与光伏主业形成协同效应，有望打造未来第二增长曲线。

◆ 引入渠道战略合作伙伴，发力拓展海外分布式市场

2022 年公司出售控股子公司 OSW15% 股权予高瓴管理下的投资主体 VNTR，交易对价为 2700 万欧元。交易完成后公司持股由 51% 下降至 32.14%，仍为第一大股东。OSW 为海外分布式光储系统经销商及电力管理平台运营商，在澳洲分布式光储分销市场居前列。截至 2022H1，公司国内/海外营收占比及毛利率分别为 31.9%/68.1% 和 5.8%/6.6%。本次股权转让后，在战略合作伙伴的帮助下将 OSW 商业模式拓展至欧洲及其他海外地区，持续推进全球化布局，改善盈利。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏发电需求持续提升维持行业高景气度。公司管理整合后轻装上阵，全新产能稳步释放，有望把握行业增长趋势。同时积极布局 N-TOPCon 和储能产品，持续增厚利润并打造新增长曲线，底部反转趋势已然开启。我们预测公司 2022~2024 年归母净利润分别为 0.44/3.19/6.80 亿元，按照当前股价对应 PE 分别为 405/56/26，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

全球经济形式不景气，光伏市场扩张不及预期；国内光伏政策发生改变；公司产能投放节奏不及预期；汇率与原材料价格波动影响公司业绩。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5956.77	4701.46	7900.00	17845.00	49360.01
增长率 (%)	(31.40)	(21.07)	68.03	125.89	176.60
归母净利润 (百万元)	(2638.47)	(1982.88)	44.33	318.96	679.57
增长率 (%)	(4849.18)	24.85	102.24	619.54	113.06
毛利率 (%)	9.29	7.29	7.77	9.32	6.62
每股收益 (元)	(0.45)	(0.34)	0.01	0.05	0.12
市盈率 PE	(6.81)	(9.06)	405.17	56.31	26.43
市净率 PB	4.23	7.94	7.79	6.84	5.44
净资产收益率 ROE (%)	(62.09)	(87.69)	1.92	12.15	20.57

资料来源：iFind，中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2023年03月29日

收盘价(元):

3.07

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)

5,850.32

总市值(百万)

17,960.47

流通股本(百万股)

5,849.50

流通市值(百万)

17,957.98

12月最高/最低价(元)

4.73/2.33

资产负债率(%)

77.26

每股净资产(元)

0.37

市盈率(TTM)

-10.57

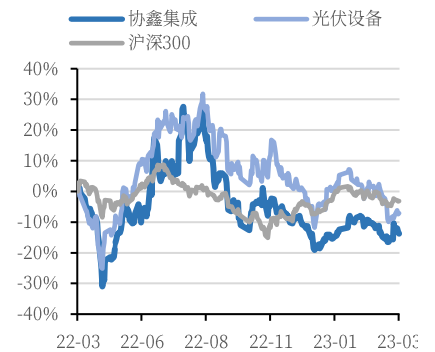
市净率(PB)

8.36

净资产收益率(%)

-4.71

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

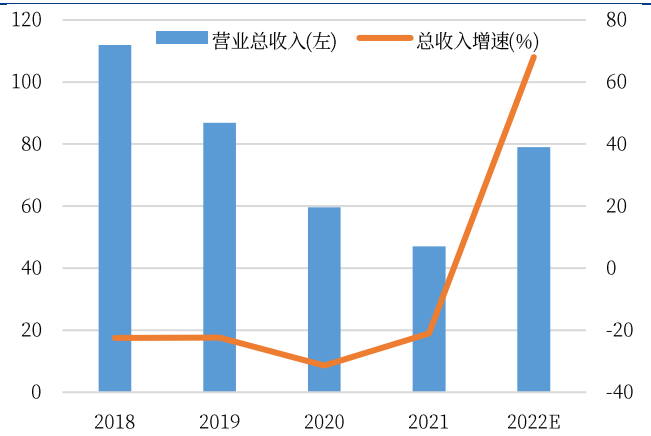
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

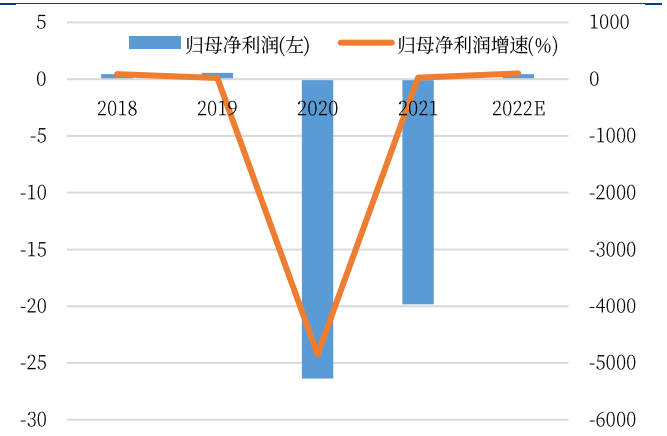
公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

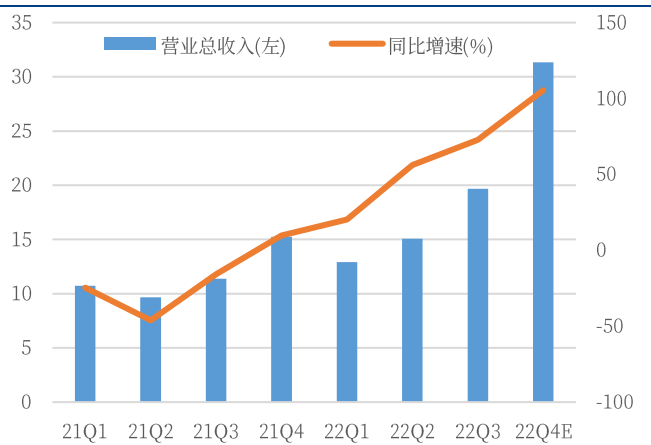
一、公司财务

图1 公司营收持续高增长（亿元）


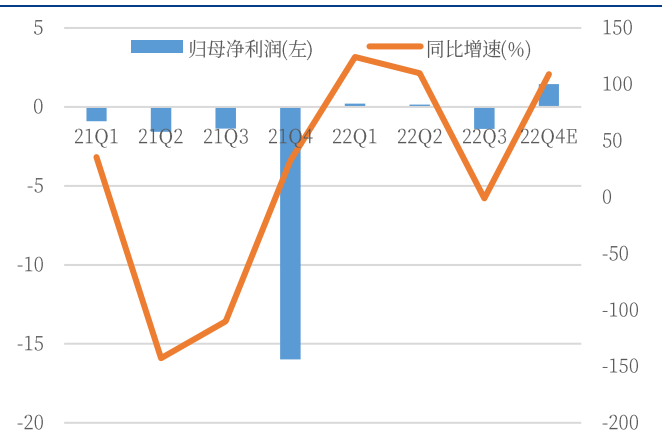
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 20年开始公司归母净利快速增长（亿元）


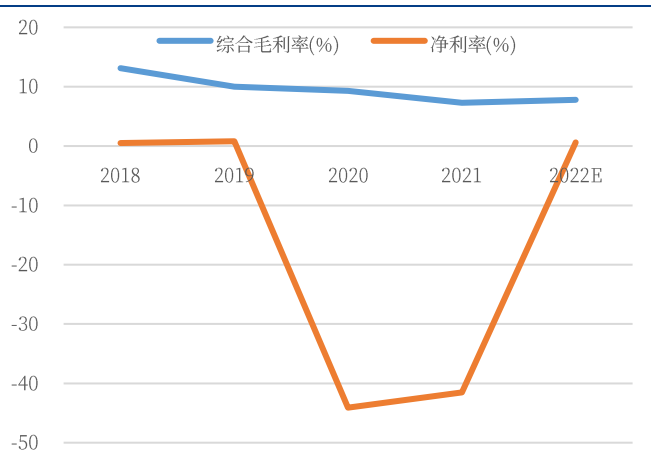
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 21Q3开始公司营收逐季增长（亿元）


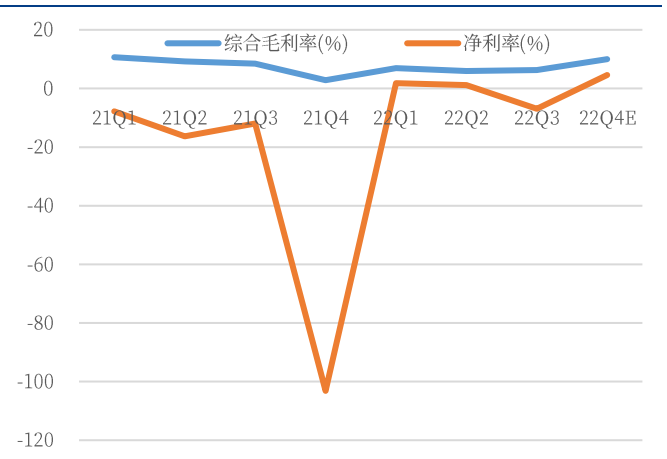
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 22Q3公司归母净利大幅增长（亿元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图5 公司成本控制能力提高，净利率企稳回升


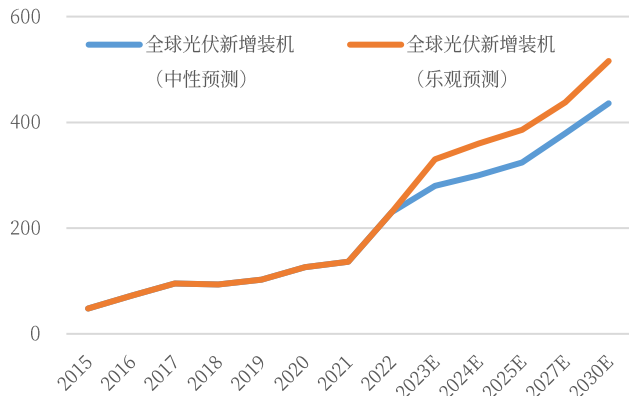
资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 近6个季度公司毛利率和净利率较为稳定


资料来源：iFind，中航证券研究所

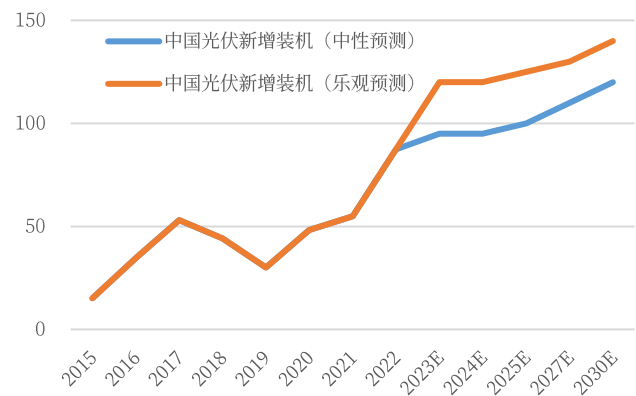
二、行业趋势

图7 全球光伏新增装机预测 (GW)



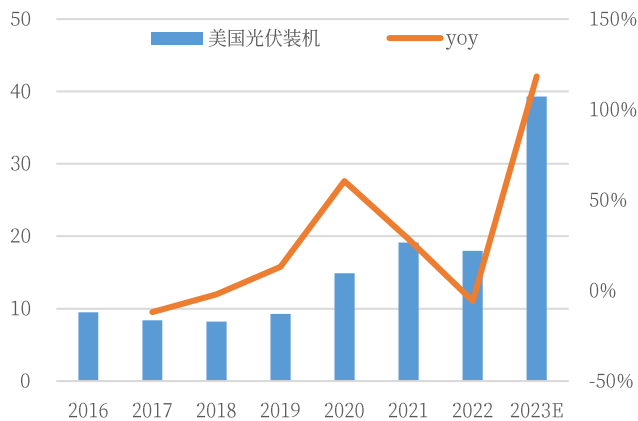
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图8 中国光伏新增装机预测 (GW)



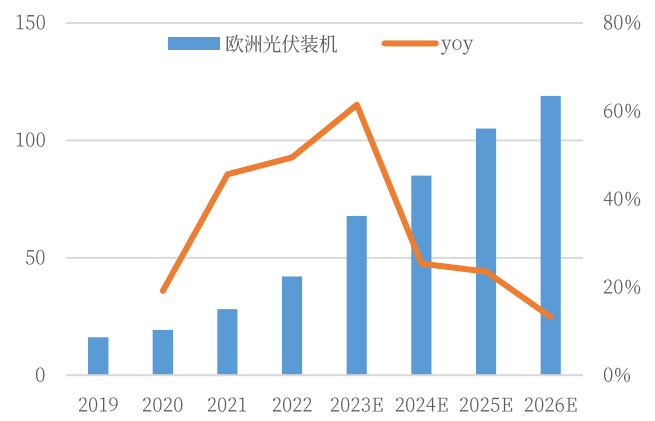
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图9 2023年美国光伏新增装机有望触底反弹 (GW)



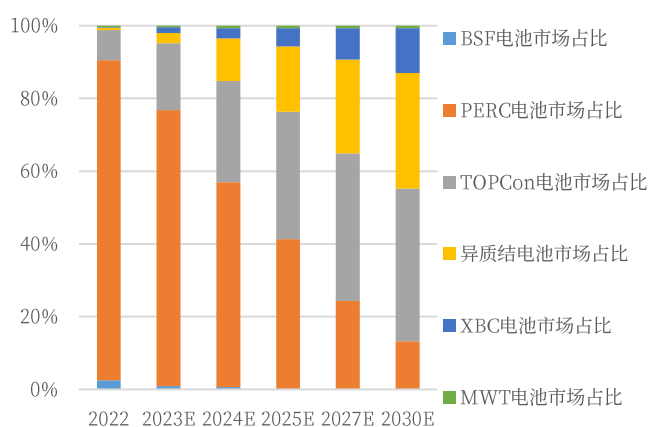
资料来源: EIA, 中航证券研究所

图10 欧洲2023年光伏装机增速有望超60% (GW)



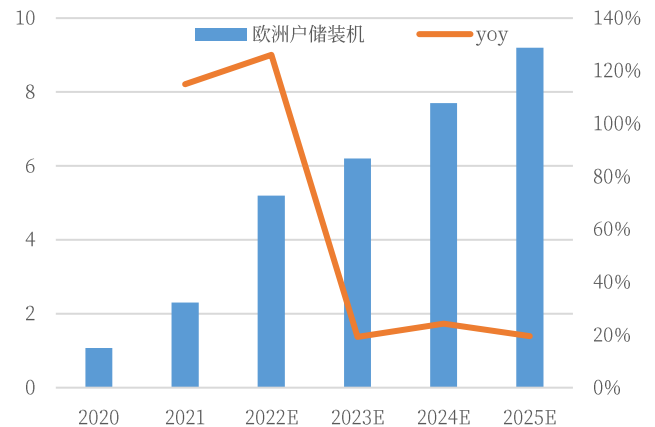
资料来源: SPE, 中航证券研究所

图11 TOPCon 电池市场占比持续上升 (GW)



资料来源: CPIA, 中航证券研究所

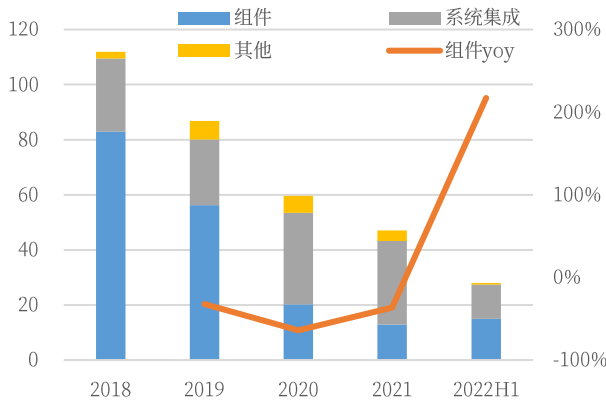
图12 欧洲户储仍存较大发展空间 (GWh)



资料来源: SPE, 中航证券研究所

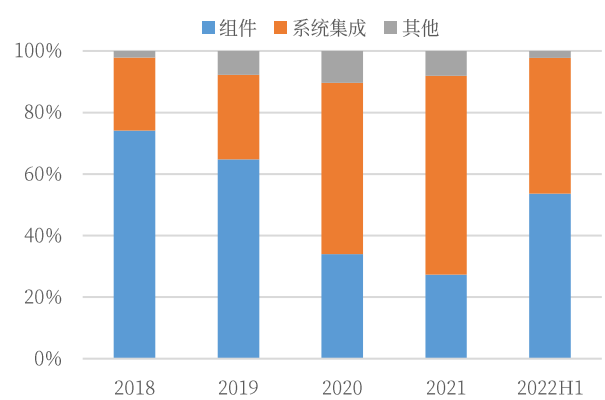
三、公司业务

图13 公司光伏组件业务触底反弹（亿元）



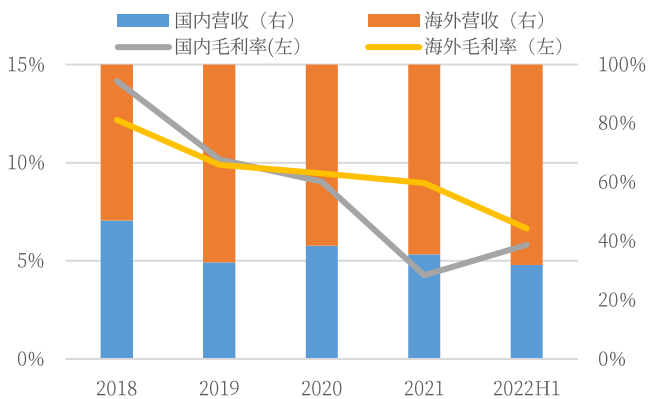
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图14 产能释放助力光伏组件业务占比重回 50%



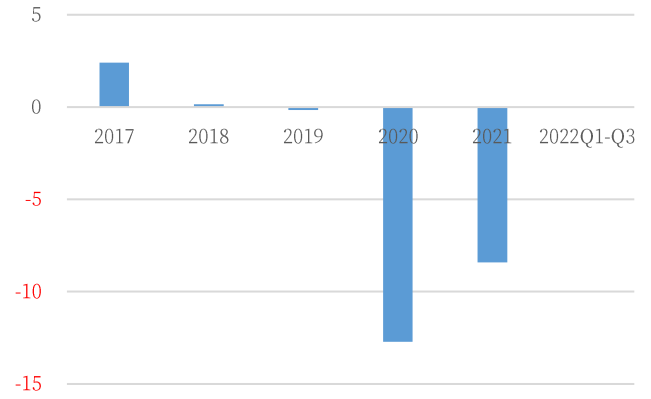
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图15 公司海外板块占比持续增长



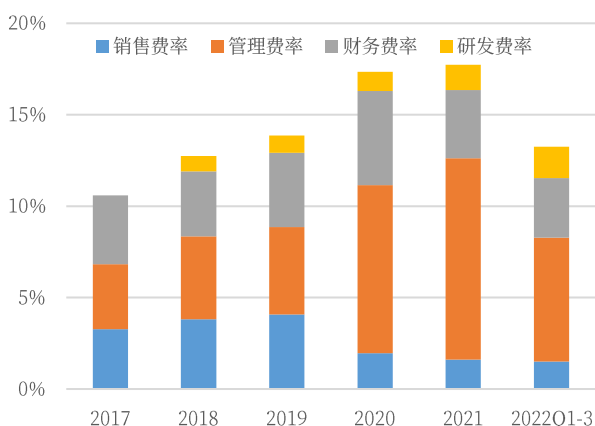
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图16 公司资产减值计提充分（亿元）



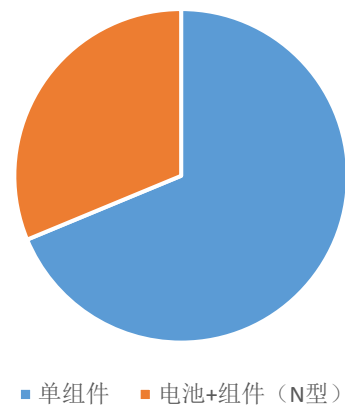
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图17 2022年起公司加强成本控制有效降低各项费用



资料来源：公司公告，中航证券研究所

图18 2023年底公司 N 型组件电池自供率超 30%



资料来源：公司公告，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分 (亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
光伏组件业务	收入	20.21	12.83	44.60	102.85	363.60
	yoy	-64.1%	-36.5%	247.6%	130.6%	253.5%
	毛利率	8.7%	9.6%	4.5%	10.3%	6.5%
	毛利润	1.76	1.24	2.01	10.60	23.70
系统集成业务	收入	33.19	30.38	30.60	55.80	81.20
	yoy	39.5%	-8.5%	0.7%	82.4%	45.5%
	毛利率	7.8%	7.6%	8.5%	7.5%	7.5%
	毛利润	2.59	2.30	2.60	4.19	6.09
其他业务	收入	6.16	3.80	3.80	19.80	48.80
	yoy	-9.1%	-38.3%	-0.1%	421.1%	146.5%
	毛利率	16.2%	11.4%	40.0%	9.3%	5.9%
	毛利润	1.00	0.43	1.52	1.84	2.87
合计	收入	59.57	47.01	79.00	178.45	493.60
	yoy	-31.4%	-21.1%	68.0%	125.9%	176.6%
	毛利率	9.0%	8.5%	7.8%	9.3%	6.6%
	毛利润	5.35	3.97	6.14	16.63	32.66

资料来源：公司年报，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。