



2017 年 08 月 28 日

买入(维持评级)

当前价: 4.29 元

电力设备与新能源行业研究组

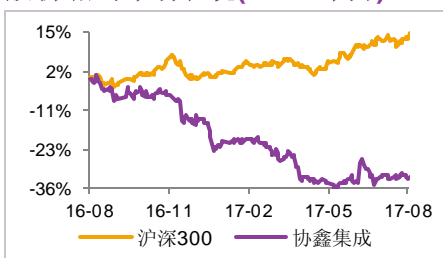
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51782230

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 | 1222.40 |
| (+/-) | -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

《【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

《【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》2017-07-20

协鑫集成(002506.SZ)

【联讯电新中报点评】协鑫集成(002506):光伏行业向好,新业务发展迅速,H1 扭亏为盈

投资要点

✧ 事件概述

8 月 26 日,协鑫集成发布 2017 上半年公司业绩报告,2017 上半年公司实现营收 63.8 亿元,同比减少 4.84%;归母净利润 2,401 万元,其中二季度实现归母净利 14,951.66 万元,实现扭亏为盈。

✧ “黑硅+PERC” 电池量产,差异化产品竞争力持续提升

公司在徐州沛县拥有高效电池产能 900MW,预计 2017 年底将达到 2,000MW 产能,为公司差异化产品路线提供战略支持。报告期内,公司开始稳定量产基于金刚线切割的多晶硅片的黑硅 PERC 电池,平均效率达到 20.4%。同时,公司全资子公司徐州鑫宇光伏科技有限公司作为目前该类产品技术最先进、产能最大企业,具备显著的行业优势。通过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、叠瓦等高效组件技术,将实现公司光伏产品性能的不断突破,产品成本的不断下降,差异化竞争力持续提升,进一步增厚公司毛利率,为国家光伏超级领跑者计划奠定强有力基础。

✧ 紧抓分布式发展机遇,提高分布式业务利润贡献度

受益于分布式光伏电站上网电价保持不变,分布式光伏市场需求旺盛。公司紧抓分布式光伏发展机遇,目前已在全国多个省市建立了代理商渠道,并通过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,推广“鑫阳光”光伏户用系统。公司为每一位代理商和客户提供优质的户用光伏解决方案,做中国领先的户用光伏系统;同时公司响应国家光伏扶贫产业政策,加大 EPC 业务的开展,积极参与地方政府扶贫项目建设。其中公司承担 EPC 总包任务的安徽金寨汇金 100MW 光伏扶贫项目、鑫瑞白塔畈 100MW 光伏电站在 6 月 30 日之前成功并网,保证了业主的投资收益。

✧ 提高海外市场比重,加快全球化步伐;注重研发投入,持续推动科技创新

2017 年上半年,公司实现海外销售收入 9.23 亿元,海外市场销售占比 14.46%,较去年同期增长 64.54%。600MW 越南电池产能的投产,为公司有效规避“双反”政策,介入欧美市场,提升市场占有率带来积极影响。报告期内,公司在专利申请和授权方面取得重大进展:新申请专利 84 项,其中发明专利 46 项,实用新型 35 项,外观设计 3 项;授权专利 79 项,其中发明专利 5 项,实用新型 70 项,外观设计 4 项,研究成果突出,研发能力显著,大大支撑了企业在技术创新和产品开发领域的进展。

✧ 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，维持公司“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



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% |
| 利润表 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 净利率 | -0.28% | 2.77% | 4.58% | 7.27% |
| 营业收入 | 12026.72 | 13602.22 | 15166.48 | 16819.63 | ROE | -0.65% | 7.91% | 12.72% | 18.75% |
| 营业成本 | 10425.88 | 11738.72 | 12846.01 | 13775.27 | ROIC | 4.87% | 5.31% | 6.79% | 10.29% |
| 营业税金及附加 | 25.58 | 27.20 | 30.33 | 33.64 | 偿债能力 | | | | |
| 营业费用 | 408.79 | 476.08 | 500.49 | 504.59 | 资产负债率 | 79.09% | 76.63% | 77.38% | 76.46% |
| 管理费用 | 541.71 | 612.10 | 652.16 | 672.79 | 带息债务/总负债 | 35.84% | 50.36% | 43.44% | 37.52% |
| 财务费用 | 525.33 | 269.42 | 294.47 | 289.47 | 流动比率 | 1.33 | 1.39 | 1.36 | 1.37 |
| 资产减值损失 | 82.22 | 25.00 | 15.00 | 15.00 | 速动比率 | 1.14 | 1.28 | 1.31 | 1.29 |
| 投资收益 | -39.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营运能力 | | | | |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.70 | 0.65 | 0.61 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应收账款周转率 | 1.26 | 1.58 | 1.31 | 1.18 |
| 营业利润 | -22.59 | 453.71 | 828.01 | 1528.87 | 存货周转率 | 5.80 | 10.31 | 22.35 | 10.92 |
| 其他非经营损益 | 59.40 | 49.00 | 99.00 | 101.00 | 每股指标(元) | | | | |
| 利润总额 | 36.81 | 502.71 | 927.01 | 1629.87 | 每股收益 | -0.005 | 0.071 | 0.131 | 0.237 |
| 所得税 | 70.16 | 125.68 | 231.75 | 407.47 | 每股经营现金流 | -0.862 | 0.192 | 0.166 | 0.206 |
| 净利润 | -33.34 | 377.03 | 695.26 | 1222.40 | 每股净资产 | 0.827 | 0.898 | 1.029 | 1.266 |
| 少数股东损益 | -6.43 | 18.85 | 34.76 | 24.45 | 估值比率 | | | | |
| 归属母公司股东净利润 | -26.91 | 358.18 | 660.50 | 1197.95 | P/E | - | 65.94 | 35.76 | 19.71 |
| EBITDA | 640.22 | 974.09 | 1440.33 | 2142.16 | P/B | 5.66 | 5.21 | 4.55 | 3.70 |
| EPS（元） | -0.005 | 0.071 | 0.131 | 0.237 | EV/EBITDA | 45.73 | 31.98 | 21.83 | 14.73 |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

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