



2017 年 09 月 01 日

证券研究报告/点评报告

增持(首次)

光伏设备/电源设备/电气设备

基础数据:

| | |
|--------------|----------|
| 总股本 | 50.46 亿股 |
| 流通股本 | 25.23 亿股 |
| ROE (2017H1) | 7.38% |
| EPS (2017H1) | 0.005 元 |
| 9 月 1 日收盘价 | 4.31 元 |

股价表现:



相关报告:

事件点评: 光伏行业——光伏分年度建设规划公布, 大超预期利好行业发展_2017.8.4

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系人: 陈一格

chenyige@gwgsc.com

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

协鑫集成 (002506) 事件点评

——盈利能力有所修复, 期待后续业务新亮点

事件:

◆2017 年 8 月 26 日公司发布 2017 年半年报, 2017 年上半年公司实现营业收入 63.84 亿元, 同比下滑 4.84%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 成功扭亏为盈, 但仍同比下滑 87.56%。

投资要点:

◆成本费用控制得当, 实现扭亏为盈。2017Q2 公司着力控制三项费用占比, 销售费用、管理费用、财务费用占比环比 Q1 下降 1.82 个百分点、1.47 个百分点、3.51 个百分点。根据我们测算, 三项费用控制为公司单季度降本 2.65 亿元, 对公司二季度扭亏为盈起到了决定性作用。公司二季度还加强了对应收账款的催收工作, 使得公司经营性现金流自公司重组上市以来首次恢复净流入。公司经营风格更加务实的变化也值得我们关注。

◆“PERC+黑硅”电池量产, 面对单晶体系公司产品正逐渐恢复竞争力。公司在徐州沛县已拥有高效电池产能 900MW, 预计 2017 年底可达 2GW。目前公司基于金刚线切割的多晶“PERC+黑硅”电池已开始稳定出货, 平均转换效率可达 20.4%, 正在逐渐恢复面对单晶电池的竞争力。自 2017Q2 以来多晶电池片价格出现阶段性上涨, 下游组件虽然跟随小幅反弹但组件端向下游传导成本的能力较弱。根据 solarzoom 数据多晶组件与多晶电池片价差已经缩窄到 0.17 美元/W, 是自 2010 年来的历史最低水平。我们认为公司高效电池片产能逐渐扩大有助于公司进一步恢复盈利能力。

◆组件出货量维持高位, 产能利用率维持稳定但市占率有所下降。公司作为国内多晶组件龙头企业拥有组件产能 5GW, 2017H1 公司组件出货 2.2GW, 产能利用率维持稳定。根据我们的测算, 不考虑出口部分公司市占率有所下降, 从 2016 年底的 11.58%下降到目前的 9%左右。作为光伏龙头公司市占率的下降侧面反映了公司目前产能建设并未跟随光伏装机放



量而大幅扩张，整体经营策略更加稳健。我们认为这也有利于公司盈利能力提升。

◆农村分布式光伏市场与海外市场拓展并重，未来海外销售占比有望进一步提升。今年来光伏装机超预期主要与分布式放量以及占比大幅提高有直接关系，公司通过自建代理商渠道以及与汇通达合作推广定制化的“鑫阳光”光伏户用系统。同时公司上半年海外销售占比达 14.46%，较去年同期增长 64.54%。随着公司越南 600MW 电池片产能投产有助于公司规避双反政策拓展欧美市场，我们预计公司未来海外销售占比还将继续提升。

◆第一期员工持股计划购买完成，有助于股价稳定。截至 2017 年 6 月 16 日收盘公司第一期员工持股计划已完成股票购买，共计购入 6607.44 万股，成交均价 4.17 元，锁定期 12 个月。我们认为，在公司经营盈利能力逐渐恢复的趋势下，员工持股计划建仓完成有助于公司股价稳定性的增强。

投资建议：

受益于有效的成本控制，公司2017Q2成功扭亏为盈。未来随着公司电池片产能的进一步释放，盈利能力有望进一步修复。考虑到作为多晶组件龙头公司在光伏装机放量的情况下对于产能扩张的谨慎态度，我们认为市场对于公司经营策略调整应抱有更乐观的情绪，我们预计2017、2018年公司EPS分别为0.026、0.090元，首次给予其“增持”的投资评级。

风险提示：

高效电池片产能释放不及预期；上游多晶硅片价格大幅上涨；公司成本控制可持续性不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6283.84 | 12026.72 | 12768.00 | 15572.00 |
| 增长率(%) | - | 91.39% | 6.16% | 21.96% |
| 归母净利润（百万元） | 638.50 | -26.91 | 130.88 | 456.19 |
| 增长率(%) | - | -104.21% | 586.32% | 248.56% |
| EPS（元） | 0.127 | -0.005 | 0.026 | 0.090 |
| 毛利率 | 15.39% | 13.31% | 12.50% | 16.00% |
| 净资产收益率 | 17.84% | -0.65% | 3.04% | 9.59% |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

| 利润表 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 6283.84 | 12026.7 | 12768.0 | 15572.0 |
| 减：营业成本 | 5316.50 | 10425.8 | 11172.0 | 13080.4 |
| 营业税金及附加 | 15.14 | 25.58 | 27.16 | 33.12 |
| 营业费用 | 154.00 | 408.79 | 446.88 | 545.02 |
| 管理费用 | 220.62 | 541.71 | 510.72 | 622.88 |
| 财务费用 | 153.50 | 525.33 | 342.54 | 484.37 |
| 资产减值损失 | 15.53 | 82.22 | 82.22 | 82.22 |
| 加：投资收益 | -2.02 | -39.80 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 406.53 | -22.59 | 186.48 | 723.90 |
| 加：其他非经营损益 | 3.25 | 59.40 | 29.74 | 29.74 |
| 利润总额 | 409.79 | 36.81 | 216.21 | 753.64 |
| 减：所得税 | -229.11 | 70.16 | 54.05 | 188.41 |
| 净利润 | 638.90 | -33.34 | 162.16 | 565.23 |
| 减：少数股东损益 | 0.40 | -6.43 | 31.28 | 109.04 |
| 归母净利润 | 638.50 | -26.91 | 130.88 | 456.19 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 现金流量表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 经营性现金净流量 | -1044.7 | -4350.0 | 2309.42 | 2948.93 |
| 投资性现金净流量 | 108.66 | -163.07 | 22.30 | 22.30 |
| 筹资性现金净流量 | 2470.47 | 4793.59 | 311.41 | 3545.63 |
| 现金流量净额 | 1534.14 | 288.56 | 2643.14 | 6516.86 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 资产负债表 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 3421.82 | 3731.80 | 6374.94 | 12891.7 |
| 应收和预付款项 | 6942.36 | 11316.3 | 9300.00 | 9500.00 |
| 存货 | 2265.66 | 1796.59 | 2556.37 | 2540.19 |
| 其他流动资产 | 171.54 | 633.38 | 633.38 | 633.38 |
| 长期股权投资 | 35.08 | 16.90 | 16.90 | 16.90 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 1007.23 | 1766.59 | 1489.66 | 1212.72 |
| 无形资产和开发支出 | 588.13 | 663.84 | 643.78 | 623.71 |
| 其他非流动资产 | 10.65 | 84.40 | 70.00 | 55.60 |
| 资产总计 | 14442.4 | 20009.8 | 21085.0 | 27474.3 |
| 短期借款 | 2705.88 | 4366.05 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 6132.91 | 6894.85 | 7173.93 | 8997.98 |
| 长期借款 | 540.00 | 1306.50 | 6306.50 | 10306.5 |
| 其他负债 | 1480.84 | 3258.35 | 3258.35 | 3258.35 |
| 负债合计 | 10859.6 | 15825.7 | 16738.7 | 22562.8 |
| 股本 | 5046.40 | 5046.40 | 5046.40 | 5046.40 |
| 资本公积 | 2039.93 | 2660.11 | 2660.11 | 2660.11 |
| 留存收益 | -3507.8 | -3534.4 | -3403.5 | -2947.3 |
| 归属母公司股东权益 | 3578.53 | 4172.08 | 4302.96 | 4759.15 |
| 少数股东权益 | 4.32 | 12.00 | 43.28 | 152.32 |
| 股东权益合计 | 3582.84 | 4184.08 | 4346.24 | 4911.47 |
| 负债和股东权益合计 | 14442.4 | 20009.8 | 21085.0 | 27474.3 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



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：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。