

协鑫集成(002506):收购协鑫新能源部分股权,产业协同效应增强 审慎推荐(首次)

电气设备

当前股价: 3.90 元

报告日期: 2017 年 11 月 26 日

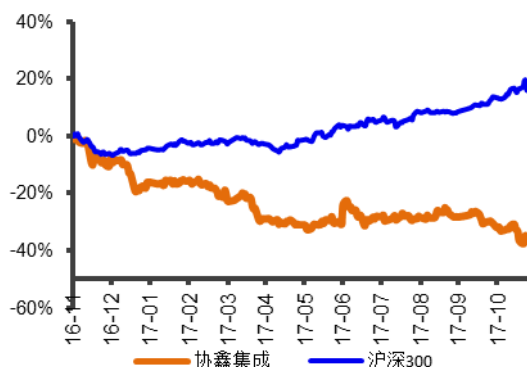
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12026.72	13000.00	16000.0	18000.0
(+/-)	91.39%	8.09%	23.08%	12.50%
归属母公司净利润	-26.91	352.77	658.95	845.47
(+/-)	-104.21%	1410.85%	86.79%	28.30%
EPS (元)	-0.005	0.070	0.131	0.168
市盈率	-731.32	55.79	29.87	23.28
毛利率	13.31%	13.00%	15.00%	16.00%
ROE	-0.65%	7.80%	12.71%	14.02%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	50.46/25.24
流通市值 (亿元)	98.42
每股净资产 (元)	0.83
资产负债率 (%)	79.36

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2017 年 11 月 24 日公司发布公告, 公司拟出资约 10.50 亿港元(折合人民币约 8.86 亿元)收购 Haitong International New Energy VIII Limited (以下简称“HTNE”)持有的协鑫新能源控股有限公司(股票简称:协鑫新能源, 股票代码:00451.HK) 1,844,978,301 股股票, 及 Sum Tai Holdings Limited (以下简称“STHL”)持有的协鑫新能源 65,000,000 股股票, 合计占其全部已发行股份的 10.01%。本次交易完成后, 公司将成为协鑫新能源的第二大股东。

投资要点:

● **成本费用控制得当, 应收账款继续下降, 公司正在走过低谷期。** 三季报显示公司三费控制继续取得较好效果, 其中销售费用占比环比上升 0.12pct.; 管理费用占比环比继续下降 0.16pct.; 财务费用占比环比下降 0.43pct.。公司清应收措施取得明显成效, 三季报应收账款占总资产百分比下降至 30.00%, 达到自 2015 年以来的最低水平。自二季度以来, 公司通过调结构、优负债、去库存、降成本、补短板、清应收等措施, 成功扭亏为盈, 整体经营正在渡过低谷期。

● **拟出资 10.50 亿港币 (约 8.86 亿元人民币) 收购协鑫新能源 10.01% 股权, 成为其第二大股东, 协同效应进一步增强。** 协鑫新能源目前在香港上市, 代码 00451.HK, 其是协鑫集团旗下新能源发电运营平台, 截至 2017Q2 拥有 128 个光伏电站, 总装机容量达到 5079MW, 位居全国第一、全球第二。2017 年上半年协鑫新能源实现营收 18.12 亿元、同比增长约 95%; 实现净利润 5.49 亿元。公司本次收购协鑫新能源部分股权, 提高了与协鑫新能源的协同效应, 同时结合公司快速发展的 EPC 业务, 有利于为公司带来持续稳定的收入来源。

● **“黑硅+PERC” 高效电池片已量产, 本次收购进一步加快公司产业链布局。** 公司正在从原先借壳上市时单纯的光伏组件制造商开始向全产业链延伸, 向上游公司已经在徐州沛县拥有高效电池产能 900MW, 预计年底有望达到 2000MW 产能。基于金刚线切割多晶硅的“黑硅 PERC” 电池片其平均效率已经可以达到 20.4%, 正在逐步恢复面对单晶的竞争力。向下游公司继向光伏 EPC 市场延伸之外, 本次再次收购协鑫新能源 10.01% 股权, 使



得一个“高效电池片+差异化组件+EPC+电站股权”的产业链结构正在形成，也正在与整个协鑫集团“多晶硅-长晶-硅片”（保利协鑫）、“电池片-组件-EPC-电站股权”（协鑫集成）、“电站”（协鑫新能源）这一全产业链布局形成更多的协同共振效应。

● **第一期员工持股计划已购买完成，有助于稳定市场预期。**截至 2017 年 6 月 16 日公司第一期员工持股计划已经完成股票购买，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，在公司经营正在渡过低谷期、产业链延伸加快的背景下，公司员工持股计划的介入有利于稳定市场预期。

● **盈利预测：**受益于有效的成本控制和 EPC 业务的开展，公司 2017Q2/Q3 均成功扭亏为盈，未来随着电池片业绩贡献增加和 EPC 规模扩大，公司盈利能力有望进一步恢复。我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.070、0.131、0.168 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**高效电池片销售情况不及预期；上游多晶硅片价格大幅上涨进一步压缩组件毛利率；公司成本控制可持续性不及预期；EPC 业务开展不及预期等。



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6283.84	12026.7	13000.0	16000.0	18000.0
减：营业成本	5316.50	10425.8	11310.0	13600.0	15120.0
营业税金及附加	15.14	25.58	27.65	34.03	38.29
营业费用	154.00	408.79	441.87	543.84	611.82
管理费用	220.62	541.71	483.60	600.00	702.00
财务费用	153.50	525.33	136.53	115.96	113.60
资产减值损失	15.53	82.22	48.88	48.88	48.88
加：投资收益	-2.02	-39.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	406.53	-22.59	551.47	1057.29	1365.42
加：其他非经营损益	3.25	59.40	31.33	31.33	31.33
利润总额	409.79	36.81	582.79	1088.61	1396.74
减：所得税	-229.11	70.16	145.70	272.15	349.19
净利润	638.90	-33.34	437.09	816.46	1047.56
减：少数股东损益	0.40	-6.43	84.32	157.51	202.09
归母净利润	638.50	-26.91	352.77	658.95	845.47

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-1044.7	-4350.0	3326.54	-4297.6	4873.52
投资性现金净流量	108.66	-163.07	23.49	23.49	23.49
筹资性现金净流量	2470.47	4793.59	-4486.0	1838.38	-2024.6
现金流量净额	1534.14	288.56	-1136.0	-2435.8	2872.34

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3421.82	3731.80	2595.80	160.00	3032.34
应收和预付款项	6942.36	11316.3	8422.99	15847.5	11443.2
存货	2265.66	1796.59	2610.14	2688.85	3202.38
其他流动资产	171.54	633.38	633.38	633.38	633.38
长期股权投资	35.08	16.90	16.90	16.90	16.90
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1007.23	1766.59	1523.01	1279.42	1035.84
无形资产和开发支出	588.13	663.84	643.78	623.71	603.64
其他非流动资产	10.65	84.40	70.00	55.60	55.60
资产总计	14442.4	20009.8	16516.0	21305.3	20023.3
短期借款	2705.88	4366.05	0.00	1933.98	0.00
应付和预收款项	6132.91	6894.85	7329.98	9368.92	8973.34
长期借款	540.00	1306.50	1306.50	1306.50	1306.50
其他负债	1480.84	3258.35	3258.35	3258.35	3258.35
负债合计	10859.6	15825.7	11894.8	15867.7	13538.1
股本	5046.40	5046.40	5046.40	5046.40	5046.40
资本公积	2039.93	2660.11	2660.11	2660.11	2660.11
留存收益	-3507.8	-3534.4	-3181.6	-2522.7	-1677.2
归属母公司股东权益	3578.53	4172.08	4524.85	5183.80	6029.27
少数股东权益	4.32	12.00	96.32	253.83	455.92
股东权益合计	3582.84	4184.08	4621.17	5437.63	6485.19
负债和股东权益合计	14442.4	20009.8	16516.0	21305.3	20023.3

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>