



## 海外与 EPC 业务显效，转型半导体开启新征程

2019.02.20

谨慎推荐（首次）

潘永乐(分析师)

电话：020-88832354

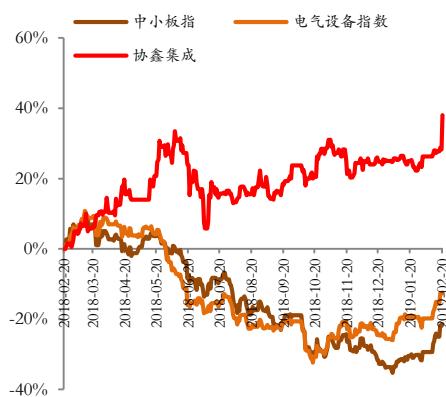
邮箱：pan.yongle@gzgzs.com.cn

执业编号：A1310518070002

现价：5.52 元

电力设备新能源行业

### 行业指数走势



#### 事件：

2019年2月19日公司发布2018年业绩快报，预计2018年公司实现营收111.24亿元，同比下降23%；实现归母净利润4158.99万元，同比增长74.36%。

#### 点评：

##### ● 海外战略实施顺利，占比持续上升

公司在2018年持续强化海外战略实施，目前已在日本、印度、北美、澳大利亚、新加坡、德国等多个国家及区域设立子公司，在泰国、南美、中东、南欧、非洲等国家及区域设立代表处，产品及解决方案覆盖全球逾40个国家和地区，并借助协鑫的全球品牌影响力，迅速跻身于区域内主力供应商之一。公司选择向海外市场转移，并非因为海外订单的毛利率会显著高于国内订单，而是因为海外客户的账期大幅优于国内。根据我们草根调研了解目前大部分海外客户账期在3个月-6个月左右，更短的账期使得公司的现金流大幅好转，这也更加坚定了公司提高海外业务占比的战略方向。2018年在公司及时的战略调整下，公司在国内光伏行业整体调整的行业形势中全年组件出货量实现了与2017年持平的优秀表现。2018年公司组件业务中海外业务占比已提升至50%以上；我们预计2019年公司海外业务占比还将继续上升，预计有望提升至70%左右。

##### ● EPC 业务快速发展，贡献公司目前主要利润来源

公司传统主业光伏组件业务处于产业链的低毛利率环节，目前全行业组件端平均毛利率仅维持在10%+。为提升公司利润水平，公司以光伏扶贫为突破口大力发展光伏EPC业务。2018年公司EPC业务收入占比显著上升，已成为公司目前主要利润来源。

##### ● 大力转型半导体业务，新增长周期开启

公司目前的组件产能是承袭至前期重组的超日，目前拥有组件产能6GW。在光伏业务之外，公司已明确了发展半导体第二主业的战略思路。2018年12月8日公司启动了非公开发行，计划募集资金50亿元用于投资包括再生晶圆、晶睿装备在内的3个半导体项目。随着未来定增投建产能的逐步投产，公司在半导体领域的布局初露端倪，新增长周期有望开启。

#### 盈利预测与估值：

考虑到公司光伏EPC业务的增速有限以及转型半导体的投资周期，我们预测公司2018、2019、2020年EPS分别为0.01、0.01、0.05元人民币，对应P/E为619.97、656.39、121.01倍，首次给予其“谨慎推荐”的投资评级。

#### 风险提示：

光伏组件业务超预期下滑；光伏组件出口占比提升速度不及预期；光伏EPC业务超预期下滑；半导体业务进展不及预期等。

| 主要财务指标    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 14447.08 | 11124.67 | 11885.73 | 14249.48 |
| 同比(%)     | 20.12%   | -23.00%  | 6.84%    | 19.89%   |
| 归属母公司净利润  | 23.85    | 41.76    | 47.35    | 256.85   |
| 同比(%)     | -        | 75.06%   | 13.40%   | 442.40%  |
| 每股收益(元)   | 0.01     | 0.01     | 0.01     | 0.05     |
| P/E       | 1085.31  | 619.97   | 656.39   | 121.01   |
| P/B       | 6.20     | 6.14     | 3.45     | 3.35     |
| EV/EBITDA | 62.63    | 51.48    | 39.95    | 33.63    |

### 股价表现

| 涨跌(%) | 1M    | 3M    | 6M    |
|-------|-------|-------|-------|
| 协鑫集成  | 10.40 | 13.81 | 19.22 |
| 电气设备  | 8.51  | 12.50 | 12.84 |
| 中小板指  | 12.98 | 6.54  | -4.29 |

### 基本资料

|          |        |
|----------|--------|
| 总市值 (亿元) | 259.84 |
| 总股本 (亿股) | 50.65  |
| 流通股比例    | 99.63% |
| 资产负债率    | 78.78% |



附录：公司财务预测表

| 资产负债表          |          |          |          | 利润表      |                 |          |          | 单位:百万元    |           |       |  |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|----------|----------|-----------|-----------|-------|--|
| 会计年度           | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | 会计年度            | 2017     | 2018E    | 2019E     | 2020E     |       |  |
| <b>流动资产</b>    | 16842.31 | 15457.43 | 12072.75 | 11712.89 | <b>营业收入</b>     | 14447.08 | 11124.67 | 11885.73  | 14249.48  |       |  |
| 现金             | 4550.38  | 4000.00  | 8000.00  | 8000.00  | 营业成本            | 12724.98 | 9618.29  | 10245.50  | 12060.98  |       |  |
| 应收账款           | 7597.16  | 6515.31  | 28.00    | 30.00    | 营业税金及附加         | 37.72    | 26.70    | 29.71     | 38.47     |       |  |
| 其它应收款          | 384.54   | 582.53   | 757.48   | 574.85   | 营业费用            | 471.59   | 400.49   | 416.00    | 512.98    |       |  |
| 预付账款           | 286.71   | 8.00     | 6.00     | 10.00    | 管理费用            | 514.79   | 456.11   | 499.20    | 626.98    |       |  |
| 存货             | 1012.64  | 1691.63  | 156.00   | 166.00   | 财务费用            | 542.63   | 509.36   | 510.47    | 332.34    |       |  |
| 其他             | 3010.88  | 2659.96  | 3125.27  | 2932.04  | 资产减值损失          | 241.35   | 180.40   | 215.00    | 260.00    |       |  |
| <b>非流动资产</b>   | 3475.50  | 3116.26  | 4346.19  | 6147.13  | 公允价值变动收益        | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 0.00      |       |  |
| 长期投资           | 53.69    | 98.00    | 105.00   | 113.00   | 投资净收益           | 44.31    | 80.39    | 37.29     | 43.91     |       |  |
| 固定资产           | 2148.03  | 2187.28  | 3325.86  | 5074.42  | <b>营业利润</b>     | -30.96   | 13.71    | 7.14      | 461.64    |       |  |
| 无形资产           | 188.23   | 234.66   | 261.11   | 282.99   | 营业外收入           | 147.50   | 104.01   | 115.88    | 117.19    |       |  |
| 其他             | 1085.55  | 596.32   | 654.22   | 676.72   | 营业外支出           | 30.05    | 68.00    | 60.00     | 250.00    |       |  |
| <b>资产总计</b>    | 20317.81 | 18573.69 | 16418.94 | 17860.02 | <b>利润总额</b>     | 86.50    | 49.72    | 63.02     | 328.84    |       |  |
| <b>流动负债</b>    | 14127.40 | 12099.29 | 4998.11  | 6194.20  | 所得税             | 49.42    | 5.57     | 12.60     | 65.77     |       |  |
| 短期借款           | 3081.29  | 10261.12 | 2915.74  | 4321.34  | <b>净利润</b>      | 37.07    | 44.15    | 50.41     | 263.07    |       |  |
| 应付账款           | 2975.35  | 50.00    | 60.00    | 60.00    | 少数股东损益          | 13.22    | 2.39     | 3.06      | 6.22      |       |  |
| 其他             | 8070.75  | 1788.17  | 2022.36  | 1812.86  | 归属母公司净利润        | 23.85    | 41.76    | 47.35     | 256.85    |       |  |
| <b>非流动负债</b>   | 1987.24  | 2227.39  | 2373.76  | 2355.68  | EBITDA          | 469.82   | 689.23   | 745.95    | 924.24    |       |  |
| 长期借款           | 686.17   | 914.89   | 1039.86  | 1039.86  | EPS (摊薄)        | 0.00     | 0.01     | 0.01      | 0.05      |       |  |
| 其他             | 1301.07  | 1312.49  | 1333.90  | 1315.82  |                 |          |          |           |           |       |  |
| <b>负债合计</b>    | 16114.64 | 14326.68 | 7371.87  | 8549.88  | <b>主要财务比率</b>   |          |          |           |           |       |  |
| 少数股东权益         | 29.51    | 31.91    | 34.97    | 41.19    | <b>会计年度</b>     |          | 2017     | 2018E     | 2019E     | 2020E |  |
| <b>股本</b>      | 5046.40  | 5046.40  | 6058.88  | 6058.88  | <b>成长能力</b>     |          |          |           |           |       |  |
| 资本公积           | 2637.81  | 2637.81  | 6374.97  | 6374.97  | 营业收入增长率         | 20.12%   | -23.00%  | 6.84%     | 19.89%    |       |  |
| 留存收益           | -3510.86 | -3469.10 | -3421.75 | -3164.90 | 营业利润增长率         | -37.07%  | 144.27%  | -47.93%   | 6367.97%  |       |  |
| 归属母公司股东权益      | 4173.35  | 4215.10  | 9012.10  | 9268.95  | 归属于母公司净利润增长率    | -        | 75.06%   | 13.40%    | 442.40%   |       |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 20317.81 | 18573.69 | 16418.94 | 17860.02 | <b>获利能力</b>     |          |          |           |           |       |  |
|                |          |          |          |          | 毛利率             | 11.92%   | 13.54%   | 13.80%    | 15.36%    |       |  |
| <b>现金流量表</b>   |          |          |          |          | 净利率             | 0.26%    | 0.40%    | 0.42%     | 1.85%     |       |  |
| 会计年度           | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    | ROE             | 0.57%    | 0.99%    | 0.71%     | 2.80%     |       |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 60.28    | -7095.20 | 7994.93  | 1044.32  | ROIC            | 1.20%    | 2.79%    | 2.92%     | 3.07%     |       |  |
| 净利润            | 37.07    | 41.76    | 47.35    | 256.85   | <b>偿债能力</b>     |          |          |           |           |       |  |
| 折旧摊销           | 171.65   | 130.15   | 172.46   | 263.06   | 资产负债率           | 79.31%   | 77.13%   | 44.90%    | 47.87%    |       |  |
| 财务费用           | 542.63   | 509.36   | 510.47   | 332.34   | 净负债比率           | 33.04%   | 86.62%   | 74.83%    | 79.67%    |       |  |
| 投资损失           | -44.31   | -80.39   | -37.29   | -43.91   | 流动比率            | 119.22%  | 127.75%  | 241.55%   | 189.09%   |       |  |
| 营运资金变动         | -970.06  | -7745.38 | 7124.74  | 274.18   | 速动比率            | 112.05%  | 113.77%  | 238.43%   | 186.41%   |       |  |
| 其它             | 323.29   | 49.31    | 177.19   | -38.20   | <b>营运能力</b>     |          |          |           |           |       |  |
| <b>投资活动现金流</b> | 77.87    | -26.68   | -1345.94 | -2005.31 | 总资产周转率          | 71.09%   | 57.21%   | 67.93%    | 83.14%    |       |  |
| 资本支出           | -506.67  | -43.24   | -1324.02 | -2005.70 | 应收账款周转率         | 205.64%  | 157.66%  | 363.29%   | 49136.15% |       |  |
| 长期投资           | -506.50  | -24.94   | -14.01   | -9.78    | 应付账款周转率         | 445.91%  | 635.85%  | 18628.17% | 20101.64% |       |  |
| 其他             | 1091.03  | 41.50    | -7.91    | 10.17    | <b>每股指标 (元)</b> |          |          |           |           |       |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -833.25  | 6571.50  | -2648.99 | 960.99   | 每股收益(最新摊薄)      | 0.47%    | 0.83%    | 0.94%     | 5.09%     |       |  |
| 短期借款           | -1284.75 | 7179.83  | -7345.37 | 1405.60  | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.19%    | -140.60% | 131.95%   | 17.24%    |       |  |
| 长期借款           | -620.33  | 228.72   | 124.96   | 0.00     | 每股净资产(最新摊薄)     | 82.70%   | 83.53%   | 148.74%   | 152.98%   |       |  |
| 普通股本增加         | 0.00     | 0.00     | 1012.48  | 0.00     | <b>估值比率</b>     |          |          |           |           |       |  |
| 资本公积金增加        | -22.31   | 0.00     | 3737.16  | 0.00     | P/E             | 1085.31  | 619.97   | 656.39    | 121.01    |       |  |
| 其他             | 1094.14  | -837.05  | -178.23  | -444.61  | P/B             | 6.20     | 6.14     | 3.45      | 3.35      |       |  |
| <b>现金净增加额</b>  | -695.10  | -550.38  | 4000.00  | 0.00     | EV/EBITDA       | 62.63    | 51.48    | 39.95     | 33.63     |       |  |

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



### 广证恒生电力设备新能源团队介绍：

潘永乐：厦门大学金融硕士，8年证券研究经验，主要覆盖工控、电力设备。  
徐超：浙江大学核技术硕士，2年证券研究经验，主要覆盖新能源发电。  
李子豪：北京理工大学航天工程硕士，1年证券研究经验，主要覆盖新能源汽车。

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。