



海外占比大幅提升，光伏与半导体双轮驱动

2019.4.22

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

事件:

公司发布 2018 年年度报告及 2019 年一季报。2018 年全年公司实现营收 111.91 亿元 (YoY-22.54%)、归母净利润 0.45 亿元 (YoY+89.16%); 2019Q1 公司实现营收 20.38 亿元 (YoY+0.83%)、归母净利润 0.32 亿元 (YoY+121.60%)。

点评:

● **财务费用控制叠加资产减值下降推动公司业绩逐步好转。**2018 年全年公司在营收受到国内光伏政策调整影响同比下滑的情况下，整体归母净利依旧出现了较快增长。公司通过战略经营思维进行财务管理把控，在成本管理能力、存货周转能力、应收账款周转方面均得到进一步提升，公司全年财务费用 3.97 亿元 (YoY-26.79%)。同时公司资产减值损失录得 0.15 亿元，较 2017 年减少 2.26 亿元。2019Q1 财务费用和资产减值继续好转，2019Q1 财务费用录得 0.93 亿元，同比减少 0.33 亿元；资产减值录得 0.04 亿元，同比减少 0.42 亿元。

● **All in 海外，国际化战略显效。**2018 年全球海外市场装机同比增长 6%。受到国内政策调整影响，公司全力发展海外市场，2018 年公司实现海外市场出货量 2.3GW，营业收入超 59.24 亿元，同比增长 55.48%。海外销售占比由 2017 年的 26.37%迅速提升至 2018 年的 52.9%，全球市占率超过 4%。2019 年公司将在西欧、日本、韩国等低风险、高流通市场积极探索“EP”、“EPC+Bridge Financial”等业务模式，继续完善海外销售团队建设，力争全年海外销售占比超过 80%。

● **以领跑者和扶贫项目为主，EPC 贡献提升。**2018 年公司 EPC 项目累计中标 486MW (其中包括青海德令哈 300MW 领跑者以及 11 个扶贫项目累计 125MW)，开工 302MW，并网 312MW，超额完成全年目标，是公司目前利润的重要来源。2018 年全年 EPC 业务实现营收 26.54 亿元 (YoY-4.74%)；实现毛利 5.07 亿元 (YoY+65.51%)；毛利率 19.11%，同比上升 8.11pct。

● **半导体深入布局，二次构建公司核心竞争力。**目前公司在半导体方面的直接布局主要有徐州睿芯电子产业基金 (有限合伙) 以及定增募集 50 亿元投资再生晶圆、半导体单晶炉等领域。通过优化公司硅产业链产品结构，一方面可以降低光伏行业波动带来的风险；另一方面能够有效提升公司的盈利能力，二次构建公司核心竞争力。我们认为公司多年在硅产业丰富的资源和渠道除了有助于实现半导体业务与公司业务的有效联动之外，也有利于公司通过资本运作引进具备半导体领域资源的专业外部投资者。

盈利预测与估值:

考虑到公式现金流的改善将持续降低公司财务费用以及半导体业务业绩释放，我们更新公司 2019-2021 年 EPS 预测值分别至 0.04、0.08、0.08 元人民币，对应市盈率 209.76、101.83、100.56 倍，维持其“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 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11191.14	10251.60	10544.08	10360.33
同比(%)	-22.54%	-8.40%	2.85%	-1.74%
归属母公司净利润	45.12	203.83	419.89	425.17
同比(%)	89.16%	351.75%	106.00%	1.26%
每股收益(元)	0.01	0.04	0.08	0.08
P/E	818.34	209.76	101.83	100.56

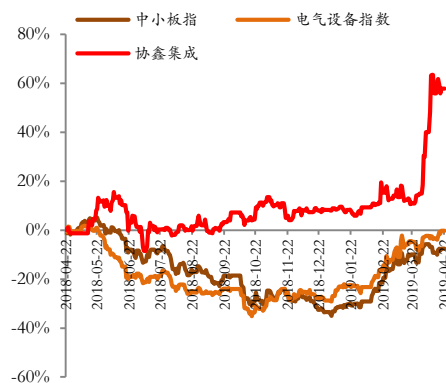
谨慎推荐 (维持)

现价:

7.29 元

电力设备新能源行业

行业指数走势



股价表现:

涨跌(%)	1M	3M	6M
协鑫集成	42.38	45.51	51.24
电气设备	4.83	28.36	50.25
中小板指	2.56	31.64	30.37

基本资料

总市值 (亿元)	369.24
总股本 (亿股)	50.65
流通股比例	99.63%
资产负债率	77.01%

相关报告

协鑫集成 (002506.SZ): 海外与 EPC 业务显效，转型半导体开启新征程
-2019.02.21



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

协鑫集成（002506.SZ）点评报告

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12125	12809	11037	11158	营业收入	11191	10252	10544	10360
现金	4396	5884	4399	4348	营业成本	9723	8878	8867	8646
应收账款	3443	2870	2952	2901	营业税金及附加	26	24	26	25
其它应收款	971	887	748	869	营业费用	427	410	422	414
预付账款	335	369	330	345	管理费用	507	461	474	466
存货	1240	1350	1201	1263	财务费用	397	220	210	253
其他	1739	1448	1407	1432	资产减值损失	15	10	11	10
非流动资产	6699	11180	13907	14611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1512	528	698	912	投资净收益	58	58	58	58
固定资产	3698	7416	10421	11578	营业利润	81	306	591	603
无形资产	168	170	159	147	营业外收入	5	6	7	7
其他	1321	3066	2629	1973	营业外支出	28	29	29	29
资产总计	18824	23988	24944	25769	利润总额	59	283	569	581
流动负债	13361	13646	14567	15367	所得税	2	10	20	20
短期借款	4059	3836	4514	5645	净利润	56	273	549	561
应付账款	0	1902	1626	1176	少数股东损益	11	69	130	135
其他	9302	7908	8427	8546	归属母公司净利润	45	204	420	425
非流动负债	1175	980	467	-69	EBITDA	479	821	1301	1498
长期借款	296	-209	-657	-1133	EPS（摊薄）	0.01	0.04	0.08	0.08
其他	879	1189	1123	1064					
负债合计	14536	14627	15033	15298	主要财务比率				
少数股东权益	39	108	238	373	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	5065	5865	5865	5865	成长能力				
资本公积	2700	6650	6650	6650	营业收入增长率	-22.5%	-8.4%	2.9%	-1.7%
留存收益	-3466	-3262	-2842	-2417	营业利润增长率	362.5%	276.3%	93.4%	1.9%
归属母公司股东权益	4258	9253	9673	10099	归属于母公司净利润增长率	89.2%	351.8%	106.0%	1.3%
负债和股东权益	18824	23988	24944	25769	获利能力				
					毛利率	13.1%	13.4%	15.9%	16.5%
现金流量表					净利率	0.5%	2.7%	5.2%	5.4%
					ROE	1.1%	3.0%	4.4%	4.2%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	2.3%	3.1%	4.7%	4.8%
经营活动现金流	3369	2263	1735	848	偿债能力				
净利润	56	204	420	425	资产负债率	77.2%	61.0%	60.3%	59.4%
折旧摊销	229	319	522	664	净负债比率	38.11%	35.35%	35.16%	38.56%
财务费用	397	220	210	253	流动比率	0.91	0.94	0.76	0.73
投资损失	-58	-58	-58	-58	速动比率	0.81	0.84	0.68	0.64
营运资金变动	2703	778	650	-424	营运能力				
其它	41	800	-10	-12	总资产周转率	0.57	0.48	0.43	0.41
投资活动现金流	-1598	-4983	-3123	-1257	应收账款周转率	2.03	3.25	3.62	3.54
资本支出	-348	-6003	-3003	-1102	应付账款周转率	6.54	9.33	5.03	6.17
长期投资	1403	977	-172	-211	每股指标（元）				
其他	-2652	43	52	56	每股收益（最新摊薄）	0.01	0.04	0.08	0.08
筹资活动现金流	-1882	4207	-97	358	每股经营现金流（最新摊薄）	0.67	0.39	0.30	0.14
短期借款	978	-224	678	1131	每股净资产（最新摊薄）	0.84	1.58	1.65	1.72
长期借款	-390	-505	-448	-476	估值比率				
普通股增加	19	800	0	0	P/E	818.34	209.76	101.83	100.56
资本公积金增加	63	3950	0	0	P/B	8.67	4.62	4.42	4.23
其他	-2551	186	-328	-297	EV/EBITDA	62.28	52.53	34.43	30.40
现金净增加额	-111	1488	-1485	-50					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

*备注：盈利预测中考虑了公司本次非公开增发后可能带来的股本增加因素以及公司本次非公开增发项目可能带来的业绩贡献。



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，也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。