

2023年11月06日

证券研究报告|公司研究|公司点评

协鑫集成 (002506)

业绩符合预期，10GW N-TOPCon 达产增厚一体化利润

◆ 业绩保持高增，盈利同比修复

前三季度公司实现营收 94.12 亿元、同比+97.4%，归母净利润 1.42 亿元、同比+240.8%，毛利率 8.7%、同比+2.4pcts，净利率 1.5%、同比+3.5pcts。其中 Q3 营收 38.06 亿元、同比+93.4%，归母净利润 0.31 亿元、同比+122.3%，毛利率 7.5%、同比+1.2pcts，净利率 0.8%、同比+7.8pcts。公司现金流情况好转，Q3 末经营性现金流净额 9.15 亿元，相比去年同期 (-0.61 亿元) 大幅改善。公司周转率提升，存货周转天数下降至 49.6 天 (去年同期 86.2 天)。产业链议价能力亦有提升，公司三季度末应收账款周转天数下降至 18.0 天 (去年同期 36.1 天)。

◆ 海外光伏市场企稳，中国市场持续超预期

三季度以来，硅料持续下行。根据 PV Infolink，截至 2023 年 11 月 3 日，多晶硅致密料价格为 7.4 万/吨，YTD 降幅达到 61.1%，P 型/N 型 182 双面双玻组件价格分别为 1.12 元/W 和 1.18 元/W，YTD 降幅分别为 39.5% 和 40.4%。以价换量下，下游尤其是成本敏感型地面电站装机需求有望得到全面提振。受高库存扰动，欧美光伏装机增长略不及预期。根据 EIA，2023M1-8 美国累计光伏装机 15.33GW、同比+50.3%；根据 Rystad Energy，2023 年欧洲光伏装机预计约 58GW、同比+38.1%。对比之下，中国市场今年以来持续超预期发展，根据国家能源局，2023 年前三季度中国太阳能装机 128.9GW、同比+145.1%，呈逐月翻倍增长态势。

◆ 更改募投项目聚焦主业，引入战投助力项目稳步推进

为进一步合理配置资源，聚焦主业发展，公司于 8 月宣布将向特定对象发行股票募资金额上限由 57.99 亿调整为 48.57 亿元，募投项目由芜湖协鑫 20GW (二期 10GW) 高效电池片项目、晟颀新能源发展 (徐州) 有限公司年产 10GWh 智慧储能系统项目调整为芜湖协鑫 20GW (二期 10GW) 高效电池片项目。本次项目调整有利于公司更好的聚焦光伏主业。同时为进一步支持控股子公司合肥协鑫发展并拓宽其融资渠道，公司于 9 月底发布公告，拟分别与山东绿色发展股权投资基金合伙企业 (有限合伙)、厦门晨舜投资合伙企业 (有限合伙) 签署《关于合肥协鑫集成新能源科技有限公司之可转债协议》，山东绿色发展、厦门晨舜将作为出资方分别向合肥协鑫提供 1.3 亿元、3 亿元的可转债资金支持，用于合肥协鑫大尺寸组件及高效电池片产线建设相关的资本性支出或流动资金补充。

◆ 10GW TOPCon 电池片产能满产，加码电池+组件一体化增厚利润

根据公司公众号消息，公司芜湖一期 10GW TOPCon 电池产能已全线达产，并实现了对合肥及阜宁基地的供货，芜湖基地电池量产效率已突破 25.6%，位于行业第一梯队。此次电池达产，进一步强化了公司电池+组件一体化配套能力，同时公司坚定 N-TOPCon 路线，在一体化程度提升增厚利润的同时，享受到 N 型溢价红利。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏需求超预期维持行业高景气。公司深耕光伏领域多年，近年来公司小尺寸老旧产能逐渐淘汰并充分计提，无存量负担。同时加码全新 N-TOPCon 大尺寸电池+组件一体化产能，有望享受到一体化+N 型双重红利，进一步增厚利润。我们预测公司 2023~2025 年归母净利润分别为 2.1 亿元、4.1 亿元和 5.8 亿元，对应当前 PE 值分别为 77 倍、39 倍和 28 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

主要经济体不景气；各国光伏/储能政策改变；公司产能投放节奏不及预期；贸易壁垒；原材料价格波动。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4701.46	8353.61	14623.02	34268.04	45508.05
增长率 (%)	(21.07)	77.68	75.05	134.34	32.80
归母净利润 (百万元)	(1982.88)	59.32	207.03	406.49	576.08
增长率 (%)	24.85	102.99	249.01	96.34	41.72
毛利率 (%)	7.29	6.55	8.82	8.32	7.88
每股收益 (元)	(0.34)	0.01	0.04	0.07	0.10
市盈率 PE	(8.08)	270.24	77.43	39.44	27.83
市净率 PB	7.09	7.11	6.51	5.59	4.65
净资产收益率 ROE (%)	(87.69)	2.63	8.41	14.17	16.72

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023年11月03日

收盘价(元):

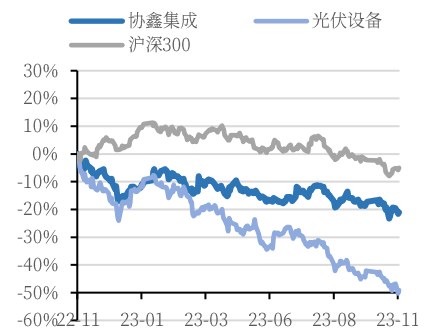
2.74

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	5,850.32
总市值(百万)	16,029.87
流通股本(百万股)	5,849.66
流通市值(百万)	16,028.07
12月最高/最低价(元)	3.50/2.66
资产负债率(%)	83.06
每股净资产(元)	0.41
市盈率(TTM)	52.90
市净率(PB)	6.69
净资产收益率(%)	5.95

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】协鑫集成 (002506) 2023H1 点评: 业绩反转稳健, 加码 N-TOPCon 电池组件一体化 —2023-08-28

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1975	2553	3899	10830	15223	营业收入	4701	8354	14623	34268	45508
应收票据及账款	1077	1047	3305	7745	10286	营业成本	4359	7807	13334	31416	41921
预付账款	230	336	598	1402	1862	税金及附加	21	31	54	127	169
其他应收款	1041	584	2059	4826	6409	销售费用	76	121	263	583	728
存货	934	1302	2398	5650	7539	管理费用	517	505	446	1028	1320
其他流动资产	216	196	592	1387	1842	研发费用	65	81	190	411	501
流动资产总计	5473	6019	12852	31840	43161	财务费用	175	205	-5	-98	-186
长期股权投资	1324	1531	1452	1374	1295	资产减值损失	-842	-54	-58	-120	-137
固定资产	1629	1962	1907	2029	2288	信用减值损失	-349	128	-73	-171	-228
在建工程	253	192	693	928	896	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	158	125	104	84	63	投资收益	-220	276	52	-36	-36
长期待摊费用	71	63	32	0	0	公允价值变动损益	11	-9	0	0	0
其他非流动资产	392	289	289	289	289	资产处置收益	-11	37	-11	-11	-11
非流动资产合计	3827	4162	4477	4703	4830	其他收益	23	116	51	51	51
资产总计	9300	10181	17328	36543	47991	营业利润	-1900	98	301	514	696
短期借款	1542	1309	0	0	0	营业外收入	41	8	19	19	19
应付票据及账款	2364	3243	7576	17849	23818	营业外支出	62	24	98	98	98
其他流动负债	2641	2392	6347	14933	19899	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6547	6944	13923	32782	43717	利润总额	-1921	82	222	435	617
长期借款	161	262	228	185	134	所得税	30	25	19	37	52
其他非流动负债	240	719	719	719	719	净利润	-1951	57	203	399	565
非流动负债合计	401	981	947	903	852	少数股东损益	32	-2	-4	-8	-11
负债合计	6948	7926	14870	33686	44569	归属母公司净利润	-1983	59	207	406	576
股本	5850	5850	5850	5850	5850	EBITDA	-1444	439	623	833	1025
资本公积	4452	4397	4397	4397	4397	NOPLAT	-1753	192	288	399	485
留存收益	-8041	-7992	-7785	-7378	-6802	EPS(元)	-0.34	0.01	0.04	0.07	0.10
归属母公司权益	2261	2256	2463	2869	3445						
少数股东权益	91	0	-4	-12	-23						
股东权益合计	2352	2256	2459	2857	3422						
负债和股东权益	9300	10181	17328	36543	47991						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-1951	57	191	467	633	成长能力					
折旧与摊销	302	152	407	495	594	营收增长率	-21.1%	77.7%	75.1%	134.3%	32.8%
财务费用	175	205	-5	-98	-186	营业利润增长率	19.0%	105.2%	206.9%	71.1%	35.3%
投资损失	220	-276	-52	36	36	EBIT 增长率	22.0%	116.4%	-24.4%	55.7%	27.8%
营运资金变动	352	400	2801	6802	4007	EBITDA 增长率	20.7%	130.4%	42.2%	33.6%	23.1%
其他经营现金流	1275	-119	24	-64	-64	归母净利润增长率	24.8%	103.0%	249.0%	96.3%	41.7%
经营性现金净流	373	418	3367	7638	5021	经营现金流增长率	-58.0%	12.1%	705.8%	126.9%	-34.3%
资本支出	2313	186	800	800	800	盈利能力					
长期投资	-17	-31	0	0	0	毛利率	7.3%	6.5%	8.8%	8.3%	7.9%
其他投资现金流	1838	-211	118	38	38	净利率	-41.5%	0.7%	1.4%	1.2%	1.2%
投资性现金净流	-491	-427	-682	-762	-762	营业利润率	-40.4%	1.2%	2.1%	1.5%	1.5%
短期借款	-630	-233	-1309	0	0	ROE	-87.7%	2.6%	8.4%	14.2%	16.7%
长期借款	148	101	-35	-43	-51	ROA	-21.3%	0.6%	1.2%	1.1%	1.2%
普通股增加	-5	0	0	0	0	ROIC	-48.1%	7.7%	13.9%	190.8%	-11.0%
资本公积增加	-25	-55	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	-895	70	5	98	186	P/E	-8	270	77	39	28
筹资性现金净流	-1407	-117	-1339	55	135	P/S	3	2	1	0	0
现金流量净额	-1543	-125	1346	6931	4393	P/B	7	7	7	6	5
						股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBIT	-13	59	64	26	13
						EV/EBITDA	-16	38	22	11	5
						EV/NOPLAT	-13	88	48	22	11

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637