

协鑫集成 (002506)

业绩符合预期，N-TOPCon 产能释放巩固量增利稳

◆ 业绩符合预期，盈利能力向上修复

2023年公司营收159.7亿元、同比+91.1%，归母净利润1.6亿元、同比+142.2%，毛利率9.1%、同比+2.5pcts，净利率1.0%、同比+0.3pcts。2023Q4单季度营收65.6亿元、同比+82.8%，归母净利润0.15亿元、同比-90.5%，业绩低于预期主要原因是Q4资产减值损失计提1.9亿元；毛利率9.7%、同比+2.8pcts，净利率0.2%。

进入2024年后，公司盈利情况环比好转，Q1营收29.5亿元、同比+90.0%，归母净利润0.2亿元、环比+60.0%，毛利率为10.1%、环比+0.4pcts，净利率0.8pcts、环比+0.6pcts。受下游需求拉动，公司在手订单饱满，截至2024Q1底，公司合同负债达到11.0亿元、较2023年底（7.3亿元）增长明显。

◆ 全球光伏需求持续向上，N-TOPCon 市占率持续提升

光伏装机高增支撑行业高景气。根据CPIA数据，2023全球新增光伏装机390GW、同比+69.6%，其中中国市场贡献主要增量，2023年中国新增光伏装机达到216.3GW、同比+147.5%；进入2024年以来，受高基数影响中国光伏装机增速或有回落。在宏观利率环境宽松预期下海外光伏装机有望回暖，根据EIA预测，2024年美国光伏装机有望达到44.7GW、同比+63.0%。总量来看，根据CPIA预测，乐观预期下2024年全球光伏新增装机有望达到430.0GW、同比+10.3%。

中国光伏产业洗牌加速，P型向N型技术的升级迭代成为不可逆转潮流。根据InfoLink数据，截至2023年底，已经明确宣布关闭或停产的Perc产能约50GW。P型产能的停产将驱动TOPCon市占率迅速提升。根据华夏能源网数据，预计2024年TOPCon电池市占率有望从2023年的30%迅速上升至70%。

◆ 出货高增助力公司重回组件TOP10，积极布局储能打造第二增长曲线

根据公司公告，2023年公司光伏组件出货达到16.4GW、同比+147.4%。同时公司在全球组件出货排名上顺利回到前十宝座。

公司全面拥抱N型路线。截至2023年底，公司已形成合肥17.5GW+阜宁12GW(合计约30GW)TOPCon组件产能，同时芜湖10GW TOPCon 电池产能也于2023年底全面达产，进一步提升组件+电池一体化程度，强化光伏行业的优势地位。

储能方面，公司重新调整储能业务战略，确定了产品研发和市场开发齐头并举，国内、海外市场双线推进的经营策略。2023年全年储能储备业务达到1GWh，同时在昆山布局2.5GWh储能集装箱组装线，预计于2024年上半年达产，进一步把握储能发展机遇。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏装机持续高增，行业高景气无虞。公司产能稳步释放巩固规模优势，在手订单丰厚。坚定转型N-TOPCon路线规避减值风险，利润有望持续增厚。综上，我们认为公司有望呈现量增利稳趋势，调整公司2024~2026年归母净利润预测值至2.9/4.4/5.7亿元，对应PE值分别为49/32/25倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

经济不景气，需求不及预期；原材料价格波动；国内政策变化；公司产能投放不及预期。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8353.61	15967.61	24536.62	28011.62	31476.62
增长率(%)	77.68	91.15	53.66	14.16	12.37
归母净利润(百万元)	59.32	157.72	285.72	437.10	565.20
增长率(%)	102.99	165.89	81.16	52.98	29.31
毛利率(%)	6.55	9.09	9.42	9.46	9.33
每股收益(元)	0.01	0.03	0.05	0.07	0.10
市盈率PE	235.72	88.65	48.94	31.99	24.74
市净率PB	6.20	5.77	5.16	4.44	3.77
净资产收益率ROE(%)	2.63	6.51	10.54	13.89	15.23

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2024年05月07日

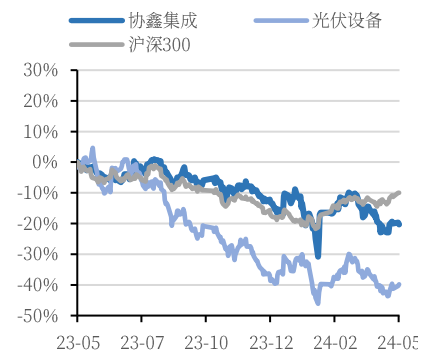
收盘价(元): 2.43

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	5,850.32
总市值(百万)	14,216.27
流通股本(百万股)	5,849.78
流通市值(百万)	14,214.96
12月最高/最低价(元)	3.14/2.08
资产负债率(%)	88.09
每股净资产(元)	0.42
市盈率(TTM)	91.74
市净率(PB)	5.81
净资产收益率(%)	1.00

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

协鑫集成2023Q3点评: 业绩符合预期, 10GW N-TOPCon 达产增厚一体化利润—20231109
协鑫集成2023H1点评: 业绩反转稳健, 加码N-TOPCon 电池组件一体化—20230828
协鑫集成: 否极泰来, 高β助盈利修复; 布局未来, 布局TOPCon+储能—20230330

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

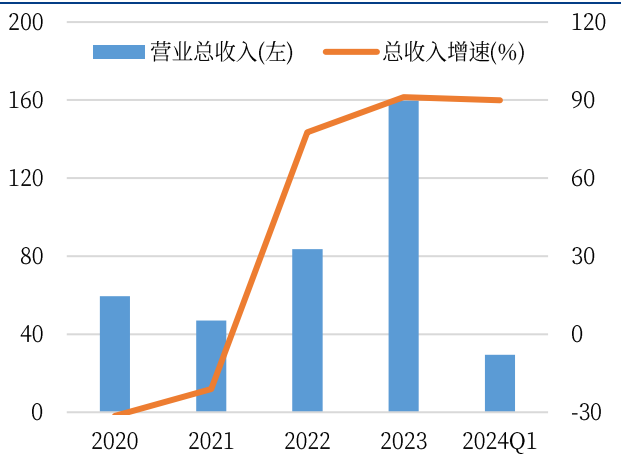
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

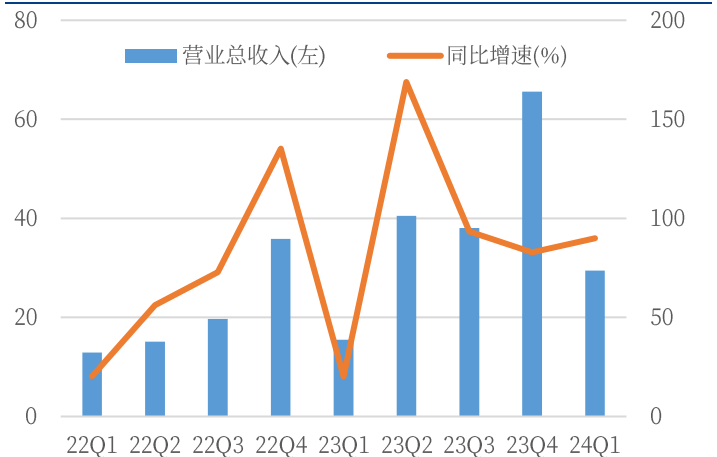
厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

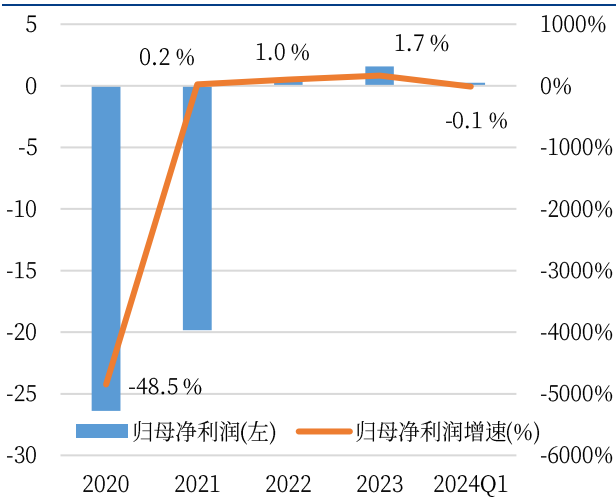
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 2023年以来公司营收稳步增长(亿元)


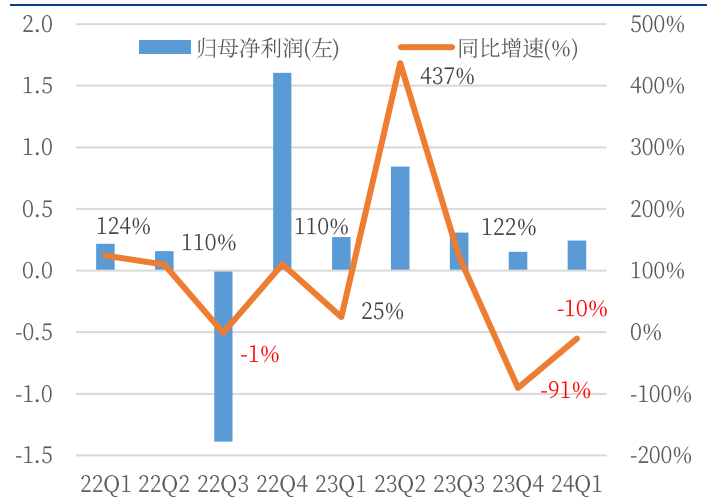
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 2024Q1公司营收保持高增速(亿元)


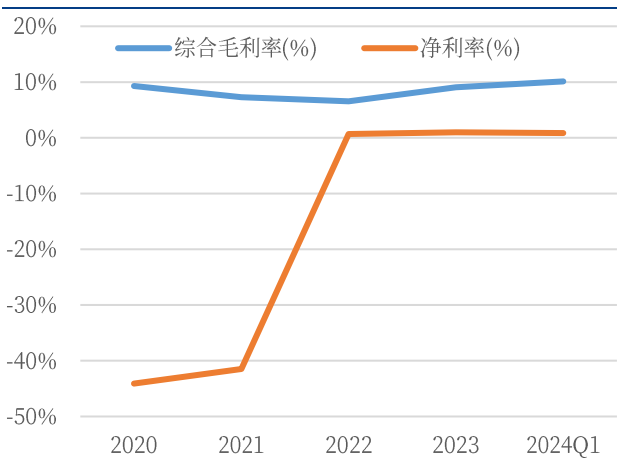
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 2022年以来公司归母净利润增速回暖(亿元)


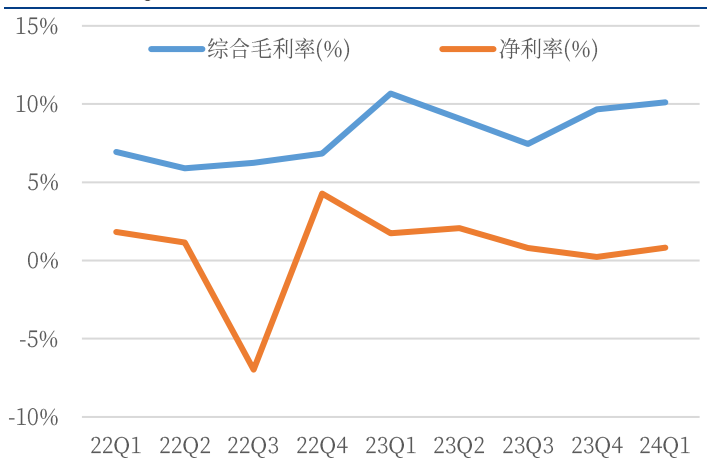
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 受降价影响公司2024Q1归母净利润承压明显(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 2023年以来公司盈利能力维持修复趋势


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 2024Q1公司盈利能力环比上升


资料来源：iFinD，中航证券研究所

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2553	6336	4492	5332	6365	营业收入	8354	15968	24537	28012	31477
应收票据及账款	1047	1959	3903	4456	5007	营业成本	7807	14517	22226	25361	28539
预付账款	336	342	905	1033	1161	税金及附加	31	43	89	101	114
其他应收款	584	535	823	939	1055	销售费用	121	394	932	1036	1102
存货	1302	1484	3580	4085	4598	管理费用	505	456	687	770	818
其他流动资产	196	171	654	746	838	研发费用	81	146	221	252	283
流动资产总计	6019	10827	14356	16591	19024	财务费用	205	168	89	29	11
长期股权投资	1531	1644	1655	1665	1676	资产减值损失	(54)	(243)	(98)	(112)	(126)
固定资产	1962	3779	3364	3013	2699	信用减值损失	128	(113)	(49)	(56)	(63)
在建工程	192	1950	2458	2800	2975	其他经营损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
无形资产	125	128	98	68	38	投资收益	276	143	66	66	66
长期待摊费用	63	67	33	0	0	公允价值变动损益	(9)	0	0	0	0
其他非流动资产	289	714	714	714	714	资产处置收益	37	6	11	11	11
非流动资产合计	4162	8282	8323	8260	8102	其他收益	116	69	69	69	69
资产总计	10181	19109	22679	24851	27126	营业利润	98	105	292	441	566
短期借款	1309	2230	0	0	0	营业外收入	8	9	19	19	19
应付票据及账款	3243	6386	9526	10731	11920	营业外支出	24	8	32	32	32
其他流动负债	2392	3171	5816	6635	7458	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6944	11786	15343	17366	19377	利润总额	82	105	280	428	554
长期借款	262	1351	1083	804	513	所得税	25	(51)	0	0	0
其他非流动负债	719	3550	3550	3550	3550	净利润	57	157	280	428	554
非流动负债合计	981	4900	4633	4353	4063	少数股东损益	(2)	(1)	(6)	(9)	(11)
负债合计	7926	16686	19976	21720	23440	归属母公司净利润	59	158	286	437	565
股本	5850	5850	5850	5850	5850	EBITDA	467	538	1338	1530	1734
资本公积	4397	4398	4398	4398	4398	NOPLAT	(97)	275	376	460	568
留存收益	(7992)	(7824)	(7538)	(7101)	(6536)	EPS (元)	0.01	0.03	0.05	0.07	0.10
归属母公司权益	2256	2424	2710	3147	3712						
少数股东权益	0	(1)	(7)	(15)	(27)						
股东权益合计	2256	2423	2703	3132	3686						
负债和股东权益	10181	19109	22679	24851	27126						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	57	157	156	314	448	成长能力					
折旧与摊销	180	265	970	1073	1169	营收增长率	77.7%	91.1%	53.7%	14.2%	12.4%
财务费用	205	168	89	29	11	营业利润增长率	105.2%	7.5%	177.8%	50.7%	28.5%
投资损失	-276	-143	-66	-66	-66	EBIT 增长率	116.4%	-4.4%	34.6%	24.0%	23.7%
营运资金变动	400	-379	414	629	611	EBITDA 增长率	132.9%	15.4%	148.6%	14.3%	13.4%
其他经营现金流	-119	233	123	123	123	归母净利润增长率	103.0%	165.9%	81.2%	53.0%	29.3%
经营性现金净流	446	301	1684	2101	2296	经营现金流增长率	12.4%	-32.5%	459.5%	24.7%	9.3%
资本支出	186	-1883	1000	1000	1000	盈利能力					
长期投资	-31	-87	0	0	0	毛利率	6.5%	9.1%	9.4%	9.5%	9.3%
其他投资现金流	-211	-2816	57	47	39	净利率	0.7%	1.0%	1.1%	1.5%	1.8%
投资性现金净流	-427	-1021	-943	-953	-961	营业利润率	1.2%	0.7%	1.2%	1.6%	1.8%
短期借款	-233	921	-2230	0	0	ROE	2.6%	6.5%	10.5%	13.9%	15.2%
长期借款	101	1088	-267	-280	-290	ROA	0.6%	0.8%	1.3%	1.8%	2.1%
普通股增加	0	0	0	0	0	ROIC	-3.9%	13.3%	32.8%	28.3%	44.2%
资本公积增加	-55	1	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	70	-656	-89	-29	-11	P/E	236	89	49	32	25
筹资性现金净流	-117	1354	-2585	-309	-302	P/S	2	1	1	0	0
现金流量净额	-97	612	-1844	840	1033	P/B	6	6	5	4	4
						股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						EV/EBIT	59	54	35	27	20
						EV/EBITDA	36	27	10	8	6
						EV/NOPLAT	-173	54	34	26	20

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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