

协鑫集成 (002506)

N型后发优势显现，储能业务增长可期

► 聚焦中下游制造+系统的优质光伏企业

公司聚焦低碳光储一体化智能解决方案，采用“多样化+差异化”的产品竞争策略。在光伏制造业中，公司独特性地同时具备1)丰富的光伏组件与系统集成市场开拓、行业竞争经验的先发优势；2)TOPCon电池+大尺寸组件占比较高的后发优势，有望在未来行业竞争中占据有利地位。

► 组件销量大幅提升支撑公司业绩高增

公司2023年深化战略转型，制定“一体多翼”发展格局，电池片组件等光伏材料业务与光储系统集成业务齐头并进，实现业绩大幅增长。2023年实现营业收入159.68亿元，同比增长91.15%，实现归母净利润1.58亿元，同比增长142.24%。TOPCon电池片及大尺寸组件产能有序释放，海内外销售渠道布局逐渐深入。2023年组件实现出货16.42GW，同比增长147.5%。对整体业绩增长提供较强支撑。

► 优质TOPCon电池片及组件产能如期释放

公司TOPCon电池片量产转换效率达到26.3%以上，210系列组件最高功率达710W，182系列组件最高功率达640W。截至2023年底，公司具备组件产能接近30GW，TOPCon电池片产能10GW，其中合肥15GW、阜宁12GW组件产能分别于2022Q4、2023Q4投产，合肥产线通过技改将产能于2023年底前提升至17.5GW；芜湖一期10GW电池片于2023Q3投产。

► 储能业务厚积薄发有望贡献新增长极

公司重新调整储能业务战略，产品研发和市场开发并举，国内、海外市场双线推进。海外市场方面，公司利用OEM+自研产品的模式，成功打开德国、澳大利亚、比利时、爱尔兰、菲律宾、缅甸、塞尔维亚等市场。2023年实现储能储备项目超过1GWh，有望于2024年实现大规模交付。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为232.8/286.1/342.0亿元，同比增速分别为45.8%/22.9%/19.5%，归母净利润分别为2.7/4.3/5.7亿元，同比增速分别为69.2%/60.8%/33.7%，EPS分别为0.05/0.07/0.10元/股，3年CAGR为53.8%。晶硅产业链价格大幅下跌，对公司营收及利润规模带来较大影响；同时考虑到公司产能持续高速扩张，系统集成业务重点发力，整体具备良好成长性，我们给予公司24年PE为53倍，对应目标价为2.42元/股，维持“增持”评级。

风险提示：光伏装机增速不及预期；原材料价格大幅波动；公司产能建设不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8354	15968	23281	28611	34199
增长率(%)	77.68%	91.15%	45.80%	22.89%	19.53%
EBITDA(百万元)	439	484	1104	1636	2151
归母净利润(百万元)	59	158	267	429	574
增长率(%)	102.99%	165.89%	69.24%	60.79%	33.68%
EPS(元/股)	0.01	0.03	0.05	0.07	0.10
市盈率(P/E)	221.9	83.5	49.3	30.7	22.9
市净率(P/B)	5.8	5.4	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	38.4	30.5	14.5	10.9	8.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月30日收盘价

行业： 电力设备/光伏设备
 投资评级： 增持(维持)
 当前价格： 2.25元
 目标价格： 2.42元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5,850.32/5,849.78
流通A股市值(百万元)	13,162.00
每股净资产(元)	0.42
资产负债率(%)	88.09
一年内最高/最低(元)	3.14/2.08

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
 执业证书编号：S0590521100002
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn

相关报告

1、《协鑫集成(002506)：业绩同比大幅增长，TOPCon新建产能顺利推进》2023.10.29
 2、《协鑫集成(002506)：聚焦光储轻装启航，N型后发优势助力》2023.07.13

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2553	6336	2328	2861	3420	营业收入	8354	15968	23281	28611	34199
应收账款+票据	1047	1959	3703	4551	5440	营业成本	7807	14517	21492	26302	31308
预付账款	336	342	858	1055	1261	营业税金及附加	31	43	84	103	123
存货	1302	1484	3462	4237	5043	营业费用	121	394	582	715	855
其他	780	706	3141	3860	4614	管理费用	586	602	826	987	1146
流动资产合计	6019	10827	13493	16564	19778	财务费用	205	168	134	166	233
长期股权投资	1531	1644	1770	1895	2021	资产减值损失	-54	-243	-116	-143	-171
固定资产	1962	3779	6225	8821	11066	公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
在建工程	192	1950	2450	2440	2440	投资净收益	276	143	181	181	181
无形资产	125	128	107	85	64	其他	281	-38	34	46	18
其他非流动资产	352	781	747	714	714	营业利润	98	105	262	421	562
非流动资产合计	4162	8282	11299	13955	16305	营业外净收益	-16	0	0	0	0
资产总计	10181	19109	24792	30519	36083	利润总额	82	105	262	421	562
短期借款	1309	2230	1606	3507	5050	所得税	25	-51	0	0	0
应付账款+票据	3243	6386	10013	12255	14587	净利润	57	157	262	421	562
其他	2392	3171	5569	6824	8132	少数股东损益	-2	-1	-5	-9	-11
流动负债合计	6944	11786	17188	22585	27769	归属于母公司净利润	59	158	267	429	574
长期带息负债	262	1351	1369	1279	1096	财务比率					
长期应付款	556	1720	1720	1720	1720		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	163	1829	1829	1829	1829	成长能力					
非流动负债合计	981	4900	4919	4829	4645	营业收入	77.68%	91.15%	45.80%	22.89%	19.53%
负债合计	7926	16686	22107	27414	32415	EBIT	116.42%	-4.44%	44.53%	48.29%	35.44%
少数股东权益	0	-1	-6	-15	-26	EBITDA	130.37%	10.45%	127.96%	48.20%	31.46%
股本	5850	5850	5850	5850	5850	归属于母公司净利润	102.99%	165.89%	69.24%	60.79%	33.68%
资本公积	4397	4398	4398	4398	4398	获利能力					
留存收益	-7992	-7824	-7557	-7128	-6554	毛利率	6.55%	9.09%	7.69%	8.07%	8.45%
股东权益合计	2256	2423	2685	3105	3668	净利率	0.68%	0.98%	1.12%	1.47%	1.64%
负债和股东权益总计	10181	19109	24792	30519	36083	ROE	2.63%	6.51%	9.92%	13.75%	15.53%
现金流量表						ROIC	7.67%	19.23%	34.32%	10.44%	10.27%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	57	157	262	421	562	资产负债率	77.84%	87.32%	89.17%	89.82%	89.84%
折旧摊销	152	210	708	1049	1356	流动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
财务费用	205	168	134	166	233	速动比率	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
存货减少(增加为“-”)	-369	-181	-1978	-775	-806	营运能力					
营运资金变动	400	-379	-647	958	986	应收账款周转率	8.0	8.5	7.5	7.5	7.5
其它	-27	272	1786	585	633	存货周转率	6.0	9.8	6.2	6.2	6.2
经营活动现金流	418	247	264	2404	2964	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	-186	1883	-3600	-3580	-3580	每股指标(元)					
长期投资	-31	-87	0	0	0	每股收益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
其他	-211	-2816	67	65	48	每股经营现金流	0.1	0.0	0.0	0.4	0.5
投资活动现金流	-427	-1021	-3533	-3515	-3532	每股净资产	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
债权融资	-132	2009	-605	1810	1360	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	221.9	83.5	49.3	30.7	22.9
其他	15	-655	-134	-166	-233	市净率	5.8	5.4	4.9	4.2	3.6
筹资活动现金流	-117	1354	-739	1644	1127	EV/EBITDA	38.4	30.5	14.5	10.9	8.9
现金净增加额	-125	558	-4008	533	559	EV/EBIT	58.8	53.9	40.5	30.4	24.1

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 30 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼