

协鑫集成 (002506)

业绩符合预期，产能稳步释放巩固行业地位

◆ 业绩略有承压，营收同比显著增长

2024H1 公司营收 81.13 亿元、同比+44.7%，归母净利润 0.43 亿元、同比-61.2%，毛利率 8.5%、同比+1.0pcts，净利率 0.5%、同比-1.5pcts。2024Q2 单季度营收 51.66 亿元、同比+27.4%，归母净利润 0.19 亿元、同比-77.6%，毛利率 7.6%、同比-1.4pcts，净利率 0.4%、同比-1.7pcts。公司盈利能力承压主要原因系 2024 年以来光伏产业链竞争格局恶化&主链价格持续下行。

报告期内，公司运营能力持续改善。截至 2024H1 末，公司存货周转天数/应付账款周转天数分别为 44.9 天/73.6 天、较去年同期（49.4 天/61.0 天）改善明显。现金流方面，公司 Q2 经营性现金流净额达 8.98 亿元、环比均实现显著增长。

◆ 全球光伏需求持续向上，N 型组件已成招标主流

光伏市场持续承压，中美市场展现一定韧性。据国家能源局数据，2024M1-7 中国新增光伏装机达到 123.5GW、同比+27.1%；根据 EIA 数据，2024H1 美国新增光伏装机为 15.6GW、同比+38.6%。中美两国光伏新增装机增速较去年同期有所放缓、增量需求远低于产能增长幅度，光伏产能仍存在较大的过剩压力。

根据集邦咨询统计，2024 年 H1 国内组件集采招标容量约为 108GW，其中 N 型组件招标量已达 90.3GW，占比 84%、较 2023H2 增长 24%。N 型路线已占据市场的绝对主流地位。

◆ 产能稳步释放巩固出货排名，海外市场发力打造增长新动能

据公司公告，截至报告发布期，通过技改公司在芜湖基地实现了 14GW TOPCon 电池片产能；在组件环节拥有合肥 17.5GW+阜宁 12GW 合计约 30GW 产能。产能的释放支撑公司出货量排名稳居行业前列。根据全球光伏公众号，2024H1 公司光伏组件出货约 10~11GW，位居全球组件出货量第八位。从财务数据角度看，2024H1 公司光伏组件板块营收约 71.95 亿元、同比+40.1%，毛利率 7.5%、同比微减 1.2pcts。在报告期行业大幅承压的背景下，公司组件业务毛利率企稳，主要原因为公司自产电池及组件非硅成本行业领先、产能利用率居行业前列以及运营能力及现金管理能力的持续优化。

公司重点拓展推进海外新兴市场，连续取得印度 GW 级大单，海外市场增速喜人。2024H1 公司海外营收达到 18.11 亿元、同比+204.4%，营收占比达到 22.3%、同比+11.7pcts，毛利率 10.1%、同比+3.8pcts。海外市场从营收到盈利能力均实现对公司有力支撑。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏局部地区存在增长亮点。公司产能稳步释放市占率持续提升，积极开拓新兴市场。坚定转型 N-TOPCon 路线规避减值风险，盈利能力体现出较强的韧性。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 1.1/2.7/4.6 亿元，对应 PE 值分别为 97/40/23 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	21396.62	28071.62	34896.62
增长率（%）	77.68	91.15	34.00	31.20	24.31
归母净利润（百万元）	59.32	157.72	109.77	265.60	456.65
增长率（%）	102.99	165.89	(30.40)	141.95	71.93
毛利率（%）	6.55	9.09	9.16	9.27	9.49
每股收益（元）	0.01	0.03	0.02	0.05	0.08

投资评级

买入

维持评级

2024年09月06日

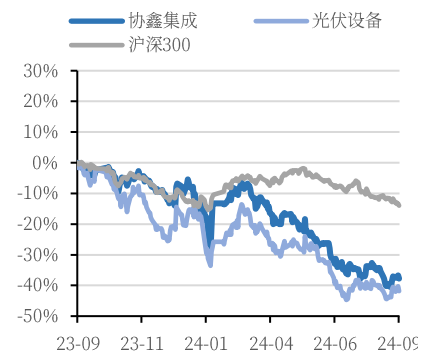
收盘价(元): 1.83

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	5,850.32
总市值(百万)	10,706.08
流通股本(百万股)	5,848.41
流通市值(百万)	10,702.59
12月最高/最低价(元)	3.01/1.73
资产负债率(%)	88.08
每股净资产(元)	0.42
市盈率(TTM)	119.61
市净率(PB)	4.37
净资产收益率(%)	1.77

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 2023 年报+2024 年一季报点评: 业绩符合预期, N-TOPCon 产能释放巩固量增利稳-0508 —2024-05-14

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

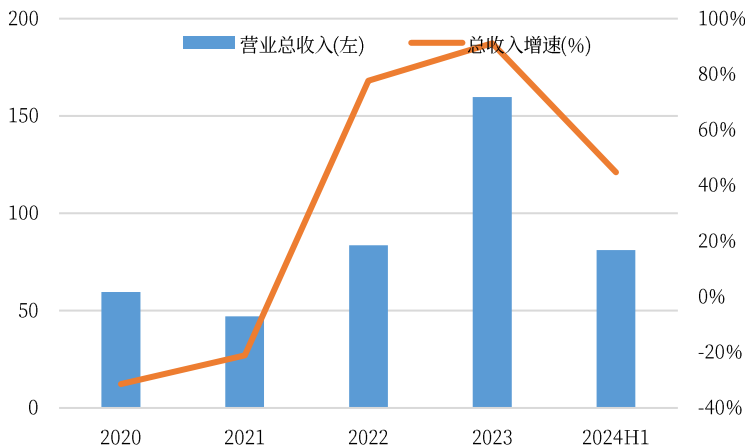
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

市盈率 PE	180.49	67.88	97.53	40.31	23.45
市净率 PB	4.75	4.42	4.22	3.82	3.29
净资产收益率 ROE (%)	2.63	6.51	4.33	9.49	14.02

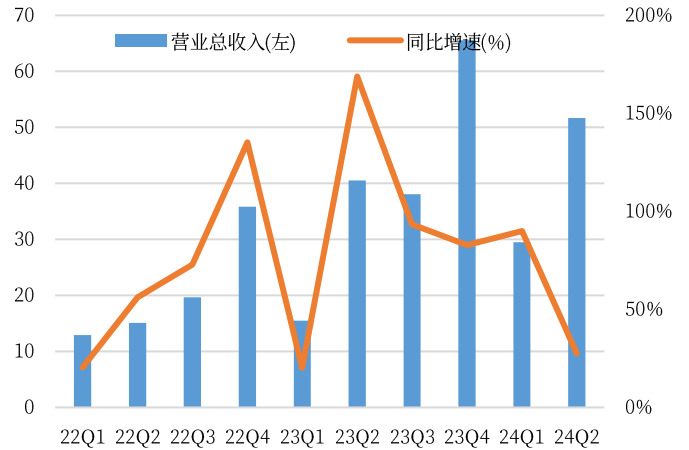
资料来源：iFinD，中航证券研究所

【中航新能源】协鑫集成（002506）2023Q3
点评：业绩符合预期，10GW N-TOPCon 达
产增厚一体化利润 —2023-11-09

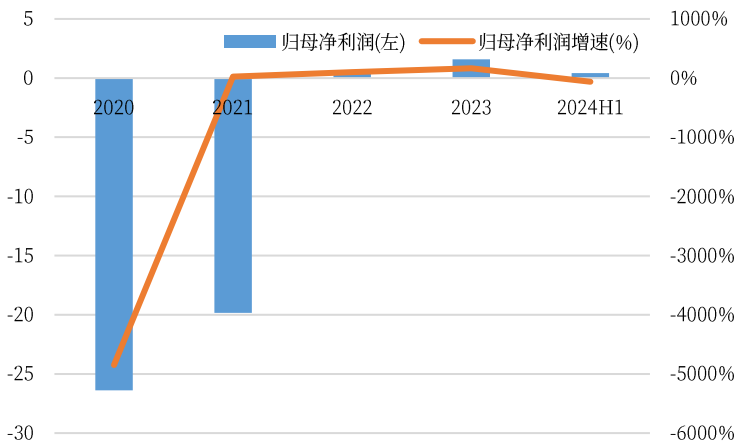
【中航新能源】协鑫集成（002506）2023H1
点评：业绩反转稳健，加码 N-TOPCon 电池
组件一体化 —2023-08-28

图1 2024H1 公司营收保持 40%+的增速(亿元)


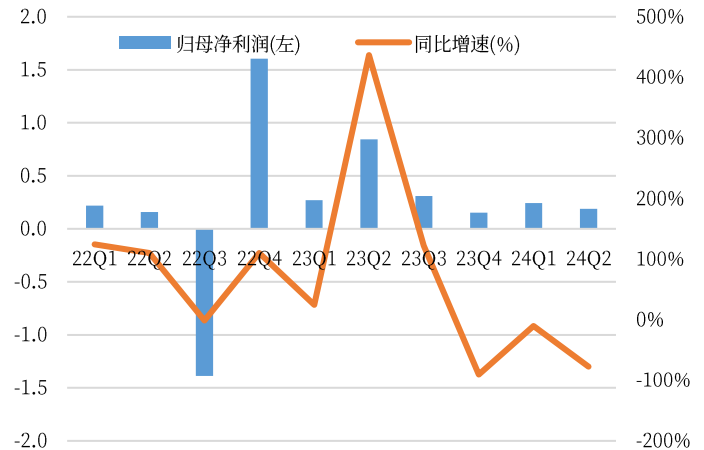
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图2 2024Q2 公司营收保持增长(亿元)


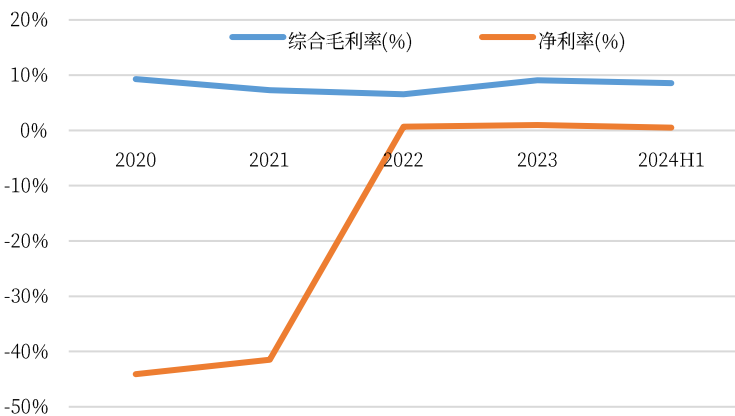
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图3 2022 年以来公司连续保持盈利(亿元)


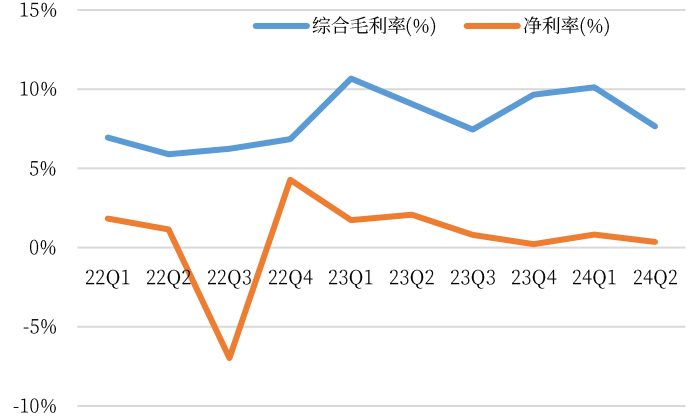
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图4 自 22Q4 开始公司连续 7 个季度保持盈利 (亿元)


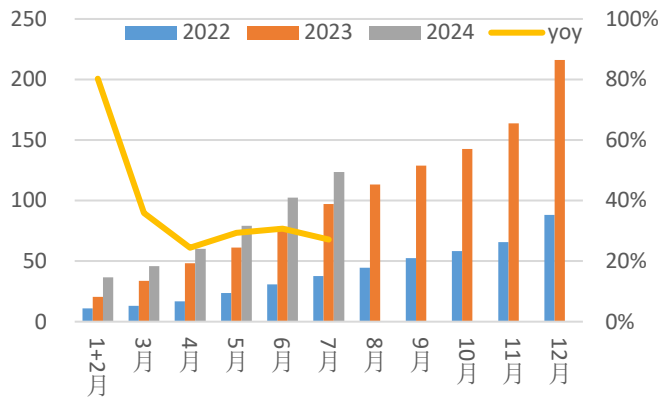
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 2024H1 公司盈利能力总体保持平稳


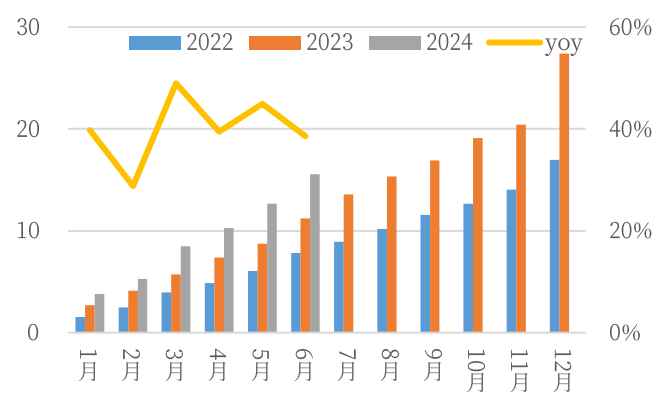
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图6 2024Q2 公司盈利能力略有承压


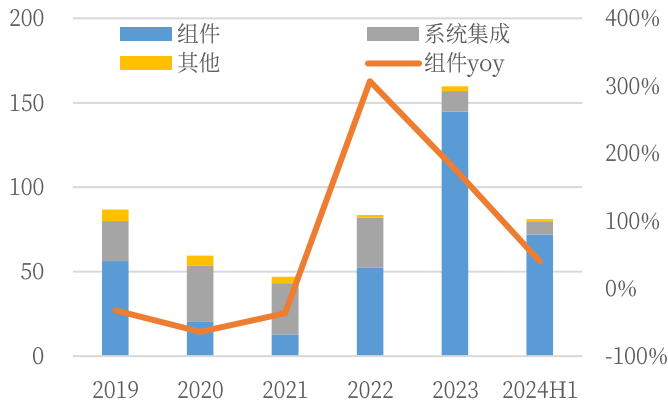
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图7 2024M1-7 中国光伏新增装机超 120GW (GW)


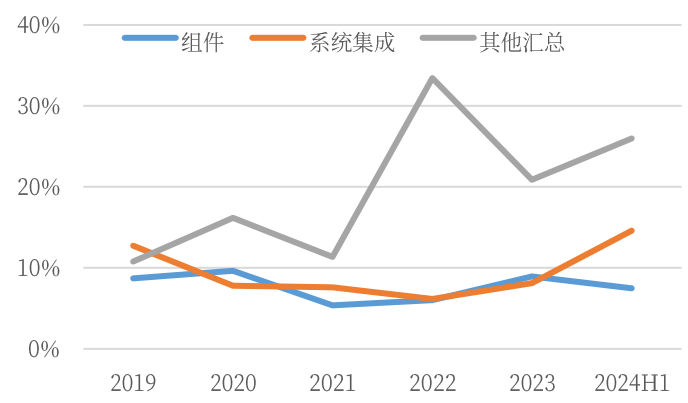
资料来源：国家能源局，中航证券研究所

图8 2024H1 美国新增光伏装机约 15GW (GW)


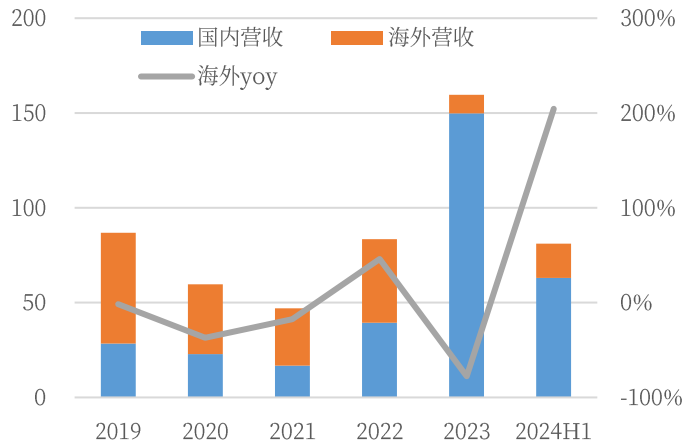
资料来源：EIA，中航证券研究所

图9 2024H1 公司组件业务保持高增速 (亿元)


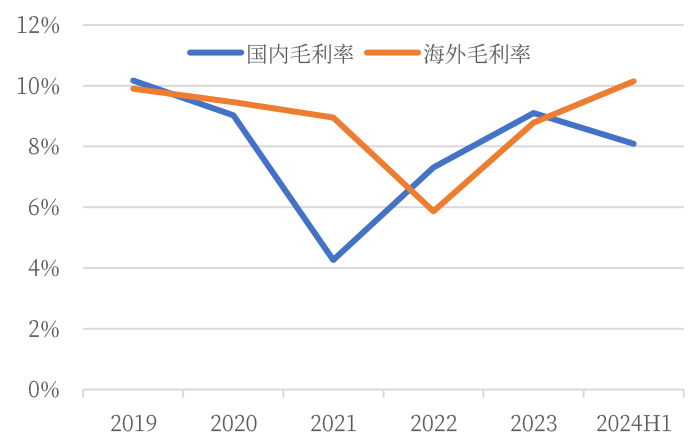
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图10 公司组件业务盈利承压，集成业务盈利有所回升


资料来源：公司公告，中航证券研究所

图11 2024H1 公司海外业务增速超 200% (亿元)


资料来源：公司公告，中航证券研究所

图12 2024H1 公司海外毛利率持续回暖


资料来源：公司公告，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	3647	5034	6636	营业收入	8354	15968	21397	28072	34897
应收票据及账款	1047	1959	3403	4465	5551	营业成本	7807	14517	19437	25470	31584
预付账款	336	342	789	1035	1287	税金及附加	31	43	77	101	126
其他应收款	584	535	717	941	1170	销售费用	121	394	706	926	1152
存货	1302	1484	3131	4103	5088	管理费用	505	456	599	772	942
其他流动资产	196	171	570	748	929	研发费用	81	146	385	477	558
流动资产总计	6019	10827	12258	16326	20660	财务费用	205	168	90	31	12
长期股权投资	1531	1644	1655	1665	1676	资产减值损失	(54)	(243)	(86)	(112)	(140)
固定资产	1962	3779	3364	3013	2699	信用减值损失	128	(113)	(43)	(56)	(70)
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	20581	24586	28762	营业利润	98	105	120	273	460
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	8331	10777	13191	营业外支出	24	8	32	32	32
其他流动负债	2392	3171	5086	6665	8269	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6944	11786	13417	17442	21461	利润总额	82	105	108	260	448
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	108	260	448
非流动负债合计	981	4900	4633	4353	4063	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(5)	(9)
负债合计	7926	16686	18050	21795	25524	归属母公司净利润	59	158	110	266	457
股本	5850	5850	5850	5850	5850	EBITDA	467	538	1167	1364	1628
资本公积	4397	4398	4398	4398	4398	NOPLAT	(97)	275	205	294	461
留存收益	(7992)	(7824)	(7714)	(7448)	(6992)	EPS(元)	0.01	0.03	0.02	0.05	0.08
归属母公司权益	2256	2424	2534	2800	3256						
少数股东权益	0	(1)	(3)	(8)	(18)						
股东权益合计	2256	2423	2531	2791	3239						
负债和股东权益	10181	19109	20581	24586	28762						
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	-26	135	335	成长能力					
折旧与摊销	180	265	970	1073	1169	营收增长率	77.7%	91.1%	34.0%	31.2%	24.3%
财务费用	205	168	90	31	12	营业利润增长率	105.2%	7.5%	14.0%	127.2%	68.6%
投资损失	-276	-143	-66	-66	-66	EBIT 增长率	116.4%	-4.4%	-27.8%	47.2%	57.8%
营运资金变动	400	-379	-259	1344	1286	EBITDA 增长率	132.9%	15.4%	116.8%	16.8%	19.4%
其他经营现金流	-119	233	123	123	123	归母净利润增长率	103.0%	165.9%	-30.4%	142.0%	71.9%
经营性现金净流	446	301	831	2639	2858	经营现金流增长率	12.4%	-32.5%	176.1%	217.5%	8.3%
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%	9.2%	9.3%	9.5%
其他投资现金流	-211	-2816	67	58	46	净利率	0.7%	1.0%	0.5%	0.9%	1.3%
投资性现金净流	-427	-1021	-933	-942	-954	营业利润率	1.2%	0.7%	0.6%	1.0%	1.3%
短期借款	-233	921	-2230	0	0	ROE	2.6%	6.5%	4.3%	9.5%	14.0%
长期借款	101	1088	-267	-280	-290	ROA	0.6%	0.8%	0.5%	1.1%	1.6%
普通股增加	0	0	0	0	0	ROIC	-3.9%	13.3%	17.9%	14.8%	36.9%
资本公积增加	-55	1	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	70	-656	-90	-31	-12	P/E	180	68	98	40	23
筹资性现金净流	-117	1354	-2587	-311	-302	P/S	1	1	1	0	0
现金流量净额	-97	612	-2689	1387	1602	P/B	5	4	4	4	3
						股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						EV/EBIT	59	54	51	31	17
						EV/EBITDA	36	27	9	7	5
						EV/NOPLAT	-173	54	50	31	17

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