

## 协鑫集成 (002506)

### 盈利稳步提升，定增获批光伏老兵而今迈步从头越

#### ◆ 业绩稳健增长，Q3 单季度盈利能力亮眼

2024 前三季度公司营收 119.9 亿元、同比+27.4%，归母净利润 0.8 亿元、同比-42.5%，毛利率 9.5%、同比+0.8pcts，净利率 0.7%、同比-0.8pcts。2024Q3 单季度营收 38.8 亿元、同比+1.9%，归母净利润 0.4 亿元、同比+24.7%，毛利率 11.4%、同比+3.9pcts，净利率 1.0%、同比+0.2pcts。2024 年以来光伏产业链竞争格局恶化&主链价格持续下行情况下，公司盈利能力逆势增长，我们认为主要系成本控制能力提升叠加部分订单交付存在差价。

报告期内，公司运营能力持续改善。截至 2024 三季度末，公司存货周转天数/应付账款周转天数分别为 44.9 天/77.6 天、较去年同期（49.6 天/65.5 天）改善明显，产业链议价能力有所增强。

#### ◆ 全球光伏需求增长稳健，供给侧结构有望优化

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，2024 前三季度中国新增光伏装机达到 160.9GW、同比+24.8%；根据 EIA 数据，2024M1-8 美国新增光伏装机为 19.1GW、同比+24.3%。中美两国光伏新增装机增速较去年同期有所放缓，但总体仍然展现了需求的韧性。

产能方面或迎利好预期。近期工信部发布《光伏制造行业规范条件（2024 年本）》征求意见稿、光伏协会发布《关于召开防止行业内卷式恶性竞争座谈会的通知》，意在提高行业准入门槛、引导建设先进产能，避免低水平重复扩张。光伏产业产能过剩现象或缓解。

#### ◆ 前三季度出货量稳居前十，再融资获批把握光伏卡位战先机

公司出货量排名稳居行业前列。根据索比光伏网公众号，截至 2024 年前三季度，公司光伏组件出货约 14.5+GW，位居中国光伏企业组件出货量第八位。

根据公司公告，公司收到证监会批复定向增发获批。公司拟募集不超过 48.4 亿元用于芜湖协鑫 20GW（二期）高效电池片项目和补充流动资金。我们认为，本次再融资获批，公司在手现金丰盈且资产结构得到优化，同时进一步保障优质新产能的投放，在本轮“鏖战”的光伏市场占据先机。

#### ◆ 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，预测公司 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 161/67/39 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；股价面临较大波动风险。

投资评级

买入

维持评级

2024 年 11 月 04 日

收盘价(元):

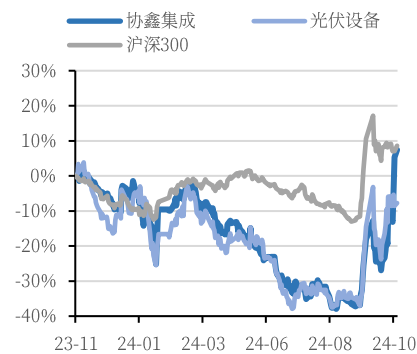
3.03

目标价(元):

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	5,850.32
总市值(百万)	17,726.46
流通股本(百万股)	5,848.41
流通市值(百万)	17,720.69
12 月最高/最低价(元)	3.27/1.73
资产负债率(%)	87.57
每股净资产(元)	0.42
市盈率(TTM)	182.47
市净率(PB)	7.18
净资产收益率(%)	3.32

#### 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)中报点评: 业绩符合预期, 产能稳步释放巩固行业地位-0907 —2024-09-11

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
市盈率 PE	298.84	112.39	161.48	66.74	38.82
市净率 PB	7.86	7.31	7.00	6.33	5.44
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 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

【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

**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
<b>流动资产总计</b>	<b>6019</b>	<b>10827</b>	<b>12258</b>	<b>16326</b>	<b>20660</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>4162</b>	<b>8282</b>	<b>8323</b>	<b>8260</b>	<b>8102</b>	其他收益	116	69	69	69	69
<b>资产总计</b>	<b>10181</b>	<b>19109</b>	<b>20581</b>	<b>24586</b>	<b>28762</b>	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
<b>流动负债合计</b>	<b>6944</b>	<b>11786</b>	<b>13417</b>	<b>17442</b>	<b>21461</b>	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>981</b>	<b>4900</b>	<b>4633</b>	<b>4353</b>	<b>4063</b>	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(5)	(9)
<b>负债合计</b>	<b>7926</b>	<b>16686</b>	<b>18050</b>	<b>21795</b>	<b>25524</b>	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)						
<b>股东权益合计</b>	<b>2256</b>	<b>2423</b>	<b>2531</b>	<b>2791</b>	<b>3239</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>10181</b>	<b>19109</b>	<b>20581</b>	<b>24586</b>	<b>28762</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
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	<b>成长能力</b>					
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%
<b>经营性现金净流</b>	<b>446</b>	<b>301</b>	<b>831</b>	<b>2639</b>	<b>2858</b>	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	<b>盈利能力</b>					
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%
<b>投资性现金净流</b>	<b>-427</b>	<b>-1021</b>	<b>-933</b>	<b>-942</b>	<b>-954</b>	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	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	70	-656	-90	-31	-12	P/E	299	112	161	67	39
<b>筹资性现金净流</b>	<b>-117</b>	<b>1354</b>	<b>-2587</b>	<b>-311</b>	<b>-302</b>	P/S	2	1	1	1	1
<b>现金流量净额</b>	<b>-97</b>	<b>612</b>	<b>-2689</b>	<b>1387</b>	<b>1602</b>	P/B	8	7	7	6	5
						股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						EV/EBIT	59	54	87	56	33
						EV/EBITDA	36	27	15	12	9
						EV/NOPLAT	-173	54	84	55	32

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。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数幅度-10%~+5%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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjih@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。

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