

非金融公司|公司点评|协鑫集成（002506）

组件业务放量，产能结构逐渐优化



| 报告要点

公司电池片及组件产能陆续释放，对营收规模增长形成有力支撑，同时受行业竞争加剧影响，晶硅产品价格大幅下行，组件盈利阶段性承压。公司通过产能配比优化，注重技术创新和渠道建设，整体维持稳健运营。公司拟发布定增募集资金总额不超过 48.42 亿元，用于芜湖二期 10GW 电池片项目和补充流动资金，进一步完善公司在 N 型电池领域的产能布局，并与其合肥组件基地形成协同，有助于增强公司的规模及技术优势，降低产业链一体化生产的综合成本，提升公司竞争力。维持“增持”评级。

| 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

协鑫集成(002506)

组件业务放量，产能结构逐渐优化

行业： 电力设备/光伏设备
 投资评级： 增持（维持）
 当前价格： 1.86 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 5,850.32/5,848.41
 流通A股市值(百万元) 10,878.04
 每股净资产(元) 0.42
 资产负债率(%) 88.08
 一年内最高/最低(元) 3.01/1.73

股价相对走势



相关报告

- 《协鑫集成(002506): N型后发优势显现, 储能业务增长可期》2024.06.01
- 《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



扫码查看更多

组件业务渐成规模，盈利阶段性承压

公司电池片及组件产能陆续释放，对营收规模增长形成有力支撑，同时受行业竞争加剧影响，晶硅产品价格大幅下行，组件盈利阶段性承压。公司2024H1实现营业收入81.1亿元，同比增长44.7%，销售毛利率8.5%，同比下降1.0pct，其中组件业务实现营收72.0亿元，同比增长40.1%，实现毛利率7.5%，同比下降1.2pct。

产能配比结构优化，业务维持稳健运营

公司通过产能配比优化，注重技术创新和渠道建设，整体维持稳健运营。目前公司具备14GW电池、30GW组件产能：电池片方面，公司通过技改将芜湖TOPCon电池产能提升至12GW(原10GW)，并新建2GW 210R电池片产能；组件方面，合肥17.5GW、阜宁12GW产线均以182/210大尺寸组件为主，兼容TOPCon、BC电池片技术。

电池片定增项目持续推进，现金流显著改善

公司拟发布定增募集资金总额不超过48.42亿元，用于芜湖二期10GW电池片项目和补充流动资金，进一步完善公司在N型电池领域的产能布局，并与其合肥组件基地形成协同，有助于增强公司的规模及技术优势，降低产业链一体化生产的综合成本，提升公司竞争力。公司经营性现金流环比改善，2024H1公司经营活动现金净流量9.31亿元，同比增长24.56%，其中Q2为8.98亿元。

系统集成稳步推进，盈利水平基本稳定

公司系统集成业务覆盖多种应用场景，并与组件、储能、运维等业务形成协同。2024H1公司系统集成包业务实现营业收入7.4亿元，同比增长133.7%，实现毛利率14.6%，同比下降0.8pct，业绩规模大幅增长，盈利能力基本稳定。2024H1公司完成多个百MW级项目，完成广西钦州300MW项目全容量并网，新疆准东310MW项目各节点提前完成，拓展广西桂林120MW“农光互补”乡村振兴重点扶持项目等。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为181.5/254.9/324.7亿元，同比分别13.7%/40.4%/27.4%；归母净利润分别为0.9/3.9/5.7亿元，同比增速分别为-45.7%/356.4%/46.4%。EPS分别为0.01/0.07/0.10元。行业竞争加剧，组件价格下跌，导致盈利承压，新建电池片项目有望增厚公司利润，维持“增持”评级。

风险提示：新产能落地不及预期；产业链价格大幅波动；光伏装机需求不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8354	15968	18152	25487	32466
增长率(%)	77.68%	91.15%	13.68%	40.41%	27.38%
EBITDA(百万元)	439	484	861	1607	2374
归母净利润(百万元)	59	158	86	391	572
增长率(%)	102.99%	165.89%	-45.72%	356.41%	46.36%
EPS(元/股)	0.01	0.03	0.01	0.07	0.10
市盈率(P/E)	180.5	67.9	125.0	27.4	18.7
市净率(P/B)	4.7	4.4	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	38.4	30.5	15.0	10.2	7.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年09月05日收盘价

风险提示

新产能落地不及预期。受光伏行业供需关系影响，行业竞争有所加剧，老旧产能正在陆续出清，期间公司谨慎规划产能投放速度，建设速度或将有所放缓。

产业链价格大幅波动。当前晶硅产业链价格处于历史低位，继续下行空间有限，但不排除由于竞争加剧、产能释放等原因导致的价格继续下跌，以及产能出清速度高于预期导致的产业链价格回弹。

光伏装机需求不及预期。由于当前光伏装机基数较大，各地电网消纳出现不同程度的问题，需求增速或有所放缓，影响行业竞争激烈程度以及公司实际出货规模。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
货币资金	2553	6336	1815	2549	3247	营业收入	8354	15968	18152	25487	32466
应收账款+票据	1047	1959	2887	4054	5164	营业成本	7807	14517	16891	23451	29520
预付账款	336	342	669	940	1197	营业税金及附加	31	43	66	92	117
存货	1302	1484	2721	3778	4755	营业费用	121	394	463	637	812
其他	780	706	2449	3438	4380	管理费用	586	602	663	854	1088
流动资产合计	6019	10827	10542	14759	18743	财务费用	205	168	120	176	296
长期股权投资	1531	1644	1770	1895	2021	资产减值损失	-54	-243	-91	-127	-276
固定资产	1962	3779	5501	8091	11254	公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
在建工程	192	1950	1650	3150	2650	投资净收益	276	143	181	181	181
无形资产	125	128	232	477	747	其他	281	-38	44	52	21
其他非流动资产	352	781	897	914	964	营业利润	98	105	84	383	560
非流动资产合计	4162	8282	10050	14528	17636	营业外净收益	-16	0	0	0	0
资产总计	10181	19109	20592	29286	36379	利润总额	82	105	84	383	560
短期借款	1309	2230	1055	4472	6693	所得税	25	-51	0	0	0
应付账款+票据	3243	6386	7870	10926	13754	净利润	57	157	84	383	560
其他	2392	3171	4366	6081	7686	少数股东损益	-2	-1	-2	-8	-11
流动负债合计	6944	11786	13291	21479	28133	归属于母公司净利润	59	158	86	391	572
长期带息负债	262	1351	1244	1368	1246						
长期应付款	556	1720	1720	1720	1720						
其他	163	1829	1829	1829	1829						
非流动负债合计	981	4900	4794	4917	4795						
负债合计	7926	16686	18085	26396	32928						
少数股东权益	0	-1	-3	-11	-22						
股本	5850	5850	5850	5850	5850						
资本公积	4397	4398	4398	4398	4398						
留存收益	-7992	-7824	-7738	-7347	-6776						
股东权益合计	2256	2423	2507	2890	3451						
负债和股东权益总计	10181	19109	20592	29286	36379						

现金流量表					
单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	57	157	84	383	560
折旧摊销	152	210	657	1048	1517
财务费用	205	168	120	176	296
存货减少(增加为“-”)	-369	-181	-1237	-1057	-978
营运资金变动	400	-379	-1555	1288	1147
其它	-27	272	1045	864	804
经营活动现金流	418	247	-887	2702	3347
资本支出	-186	1883	-2300	-5400	-4500
长期投资	-31	-87	0	0	0
其他	-211	-2816	67	67	48
投资活动现金流	-427	-1021	-2233	-5333	-4452
债权融资	-132	2009	-1281	3540	2099
股权融资	0	0	0	0	0
其他	15	-655	-120	-176	-296
筹资活动现金流	-117	1354	-1401	3364	1803
现金净增加额	-125	558	-4521	734	698

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	77.68%	91.15%	13.68%	40.41%	27.38%
EBIT	116.42%	-4.44%	-25.51%	173.95%	53.26%
EBITDA	130.37%	10.45%	77.82%	86.58%	47.71%
归属于母公司净利润	102.99%	165.89%	-45.72%	356.41%	46.36%
获利能力					
毛利率	6.55%	9.09%	6.94%	7.99%	9.08%
净利率	0.68%	0.98%	0.46%	1.50%	1.73%
ROE	2.63%	6.51%	3.41%	13.47%	16.47%
ROIC	7.67%	19.23%	17.49%	11.76%	10.03%
偿债能力					
资产负债率	77.84%	87.32%	87.82%	90.13%	90.51%
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
营运能力					
应收账款周转率	8.0	8.5	7.5	7.5	7.5
存货周转率	6.0	9.8	6.2	6.2	6.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
每股经营现金流	0.1	0.0	-0.2	0.5	0.6
每股净资产	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
估值比率					
市盈率	180.5	67.9	125.0	27.4	18.7
市净率	4.7	4.4	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	38.4	30.5	15.0	10.2	7.8
EV/EBIT	58.8	53.9	63.2	29.4	21.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 09 月 05 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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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