

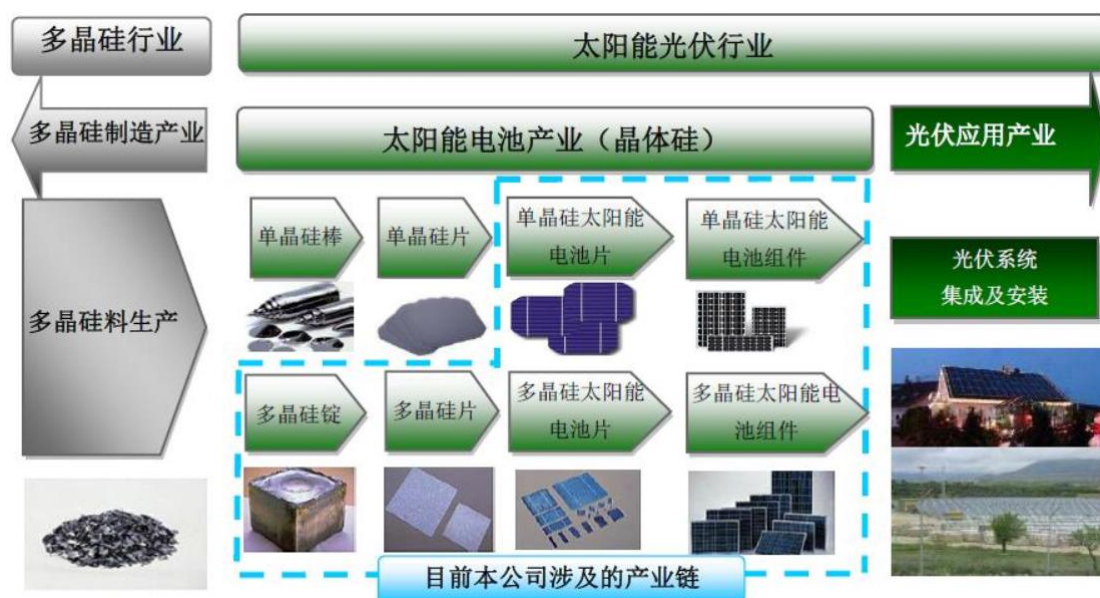
协鑫集成 (002506) 研究报告

报告时间 : 2017.08.30	勿为兄	首次覆盖	评级 : 买入
			期限 : 中长线

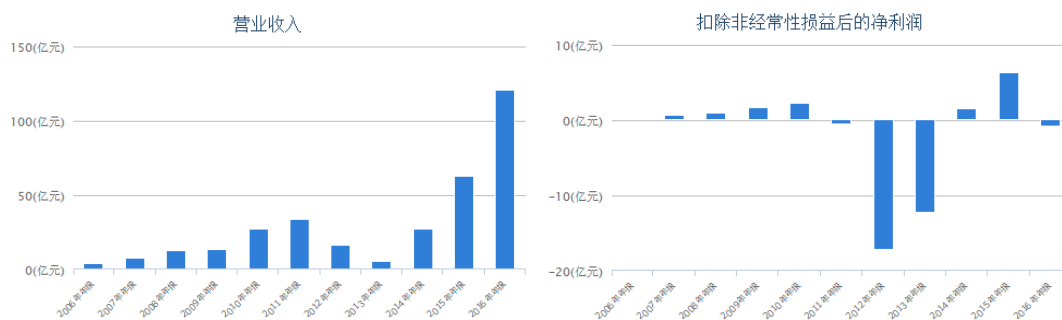
公司简介

协鑫集成前身为上海超日太阳成立于 2003 年,是国内最早从事晶体硅太阳能电池生产的企业之一,主营业务为研发、生产和销售晶体硅太阳能电池,主要产品为单晶硅太阳能电池组件和多晶硅太阳能电池组件,拥有从多晶硅锭至晶体硅太阳能电池组件的相对完善的晶体硅太阳能电池产业链。超日太阳 2011-2013 年连续亏损进入破产重组,江苏协鑫牵头,九方入主超日。重组后,公司通过收购江苏东昇、张家港其辰和徐州其辰,扩大了公司组件生产产能。

目前公司涉及的业务链



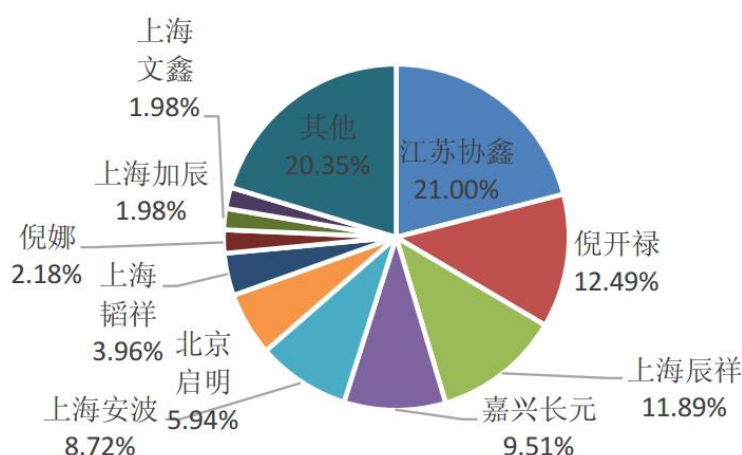
财务及经营分析



从营收来看，虽整体呈现增长格局，但上市期间营收起伏较大，这主要是受光伏行业直接影响。2011 年超日太阳亏损 0.55 亿元。2011 年，欧债危机的进一步加剧，光伏行业的发展进入了寒冬，产能严重过剩，行业进入了整合期。加上外汇汇率的下跌、经营成本的上升、融资难等问题的困扰，光伏行业持续低迷，2012 年公司业绩并未得到改善，继续大幅亏损。2013 年，随着光伏市场的好转和国内政策的大力支持，光伏行业触底反转趋势明显。但超日太阳由于 2012 年底出现了严重的流动性困难且并未得到缓解，加上银行贷款逾期、主要银行账户及资产被冻结等情况并未好转，2011-2013 年连续三年业绩亏损，直接导致公司股票自 2014 年 5 月 28 日起暂停上市。

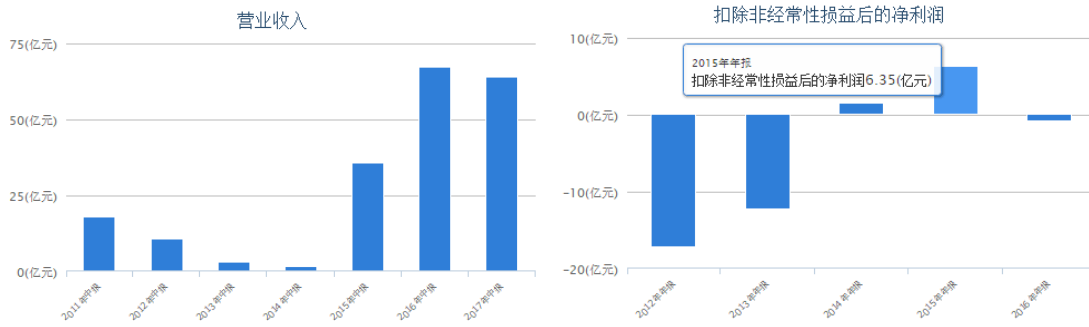
超日太阳重整案投资人由江苏协鑫、嘉兴长元、上海安波、北京启明、上海韬祥、上海辰祥、上海久阳、上海文鑫和上海加辰等 9 方组成。江苏协鑫担任牵头人，在完成投资后成为超日太阳的控股股东，负责超日太阳的生产经营；嘉兴长元、上海安波和上海加辰等 8 方为财务投资者，主要为超日太阳债务清偿、恢复生产经营提供资金支持。江苏协鑫在重整后通过恢复生产经营、注入优质资产，并承诺 2015 年、2016 年实现的经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 6 亿元、8 亿元。如果实际实现的净利润低于上述承诺净利润的，由江苏协鑫以现金方式就未达到利润预测的部分对超日太阳进行补偿。2015 年 3 月 9 日起，公司更名为“协鑫集成科技股份有限公司”，证券简称变更为“协鑫集成”，并于 2015 年 8 月 12 日恢复上市交易。

重组后协鑫集成股权结构



受益于完成重组后优质资产注入，公司 2014、2015 年业绩明显好转，15 年扣除债务重组利得公司扣非净利润达 6.35 亿元，可表明公司在重组后主营业务盈利能力得到了全面恢复并步入了快速发展的轨道。2016 年公司营业收入达

120.27 亿元，同比增速高达 91.39%，但是 2016 年公司实现净利润-0.33 亿元，重组后首次出现了亏损。



对于公司 2016 年业绩出现微弱亏损，主要由以下两个原因造成：

第一，2015 年 12 月，国家光伏电价调整方案出台，2016 年以前获批光伏项目如果能在 2016 年 6 月 30 日以前投产，则仍能享受当前电价。受此政策影响，光伏行业在 2016 年上半年掀起了“抢装潮”，同时也给光伏行业整个 2016 年度带来了巨大的波动及反差。下半年市场形势急转直下，市场需求持续下滑、上游原材料硅片及电池片价格快速上涨，组件价格持续下跌。组件是公司主要经营产品，组件价格下跌，直接导致公司 2016 年整体毛利率下降。

第二，公司为加快光伏业务发展转型升级，把 EPC 服务作为公司未来长期发展战略，EPC 服务重点针对扶贫项目、农光/渔光互补、定制化大中型项目、综合能源示范项目、产业园区多能互补及海外合作项目提供 EPC 服务。公司基于谨慎性原则考虑，2016 年将未并网电站 EPC 项目各环节原已确认收入的系统包销售、设计以及工程管理服务收入全部冲回，待电站并网后再行确认。

2017 年上半年，公司实现组件出货量 2.2GW，在组件产品行业平均售价较去年同期下降 32%的情况下，公司仍实现营业收入 63.84 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 2.4 亿元。针对公司一季度业绩出现短期亏损的情形，第二季度实现归属于母公司的净利润 14,951.66 万元，顺利实现扭亏为盈。

2017 年上半年，公司经营性现金流得到大幅度改善，经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 15.09 亿元，增加至 1.09 亿元；货币资产相比去年同期增长 41.68%，存货相比去年同期下降 36.85%，多项财务指标向好，显示公司步入良性健康发展轨道。

公司 2016 年度实现的经审计的归属于母公司所有者的净利润为-2,691.16 万元，与重组时控股股东协鑫集团承诺的业绩数差异为 82,691.16 万元，控股股东以现金的方式对公司进行补偿。截至 2017 年 7 月 17 日，公司已全部收到上述业绩补偿款。兑现利润补偿，体现了大股东对公司未来发展寄予厚望的表现。2017 年上半年光伏新增装机规模达 24.4GW，超过去年同期的 22GW，同时随着 2016 年“630”抢装风波影响消散，光伏组件盈利水平有望提升。另一方面，以金寨 200mw 光伏电站为代表的 EPC 项目并网，2016 年 EPC 项目各环节原

已确认的收入将计入到公司今年业绩中。这样 2017 年公司业绩大概率扭亏并实现超预期增长。

2017 年上半年营业收入构成分析

	本报告期		上年同期		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	6,383,803,553.89	100%	6,708,607,631.25	100%	-4.84%
分行业					
太阳能行业	6,383,803,553.89	100.00%	6,708,607,631.25	100.00%	-4.84%
分产品					
组件	5,426,446,009.54	85.00%	4,693,480,701.54	69.96%	15.62%
系统集成包	871,925,288.98	13.66%	1,519,368,543.34	22.65%	-42.61%
组件代工	32,174,119.78	0.50%	451,120,882.66	6.72%	-92.87%
其他	53,258,135.59	0.83%	44,637,503.71	0.67%	19.31%
分地区					
国内	5,460,892,285.31	85.54%	6,147,717,439.08	91.64%	-11.17%
海外	922,911,268.58	14.46%	560,890,192.17	8.36%	64.54%

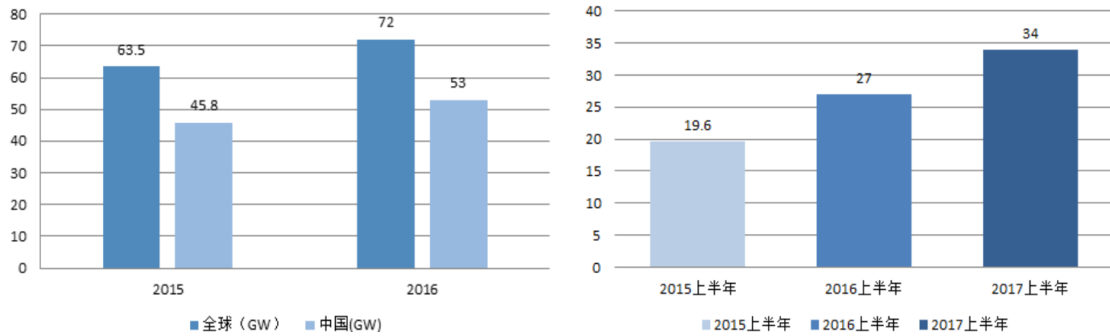
系统集成包营业收入同比增降低 42.61%，营业成本同比降低 38.90%。主要原因为：部分项目收入确认条件尚未满足。海外营业收入同比增长 64.54%，营业成本同比增长 58.02%。主要原因为：报告期内，公司积极开拓海外市场所致。

行业状况——成本下降迅速，国内企业竞争力凸显

组件环节是电池片环节的下游，其生产较电池片相比技术含量稍低，为劳动密集型行业。我国的劳动力成本相对低廉，因此组件环节是我国最有竞争力的环节，也是受贸易壁垒最为严重的环节。根据中国光伏业协会的数据显示，2016 年全球组件产量 72GW，我国组件产量超过 53GW，同比增长 15.7%，占比 73.6%。2017 年上半年，我国组件产量在 34GW 以上，同比增长 25.9%，行业产能利用率在 85%以上，组件加工成本在 12 美分/瓦以下，行业毛利率在 10%以上。

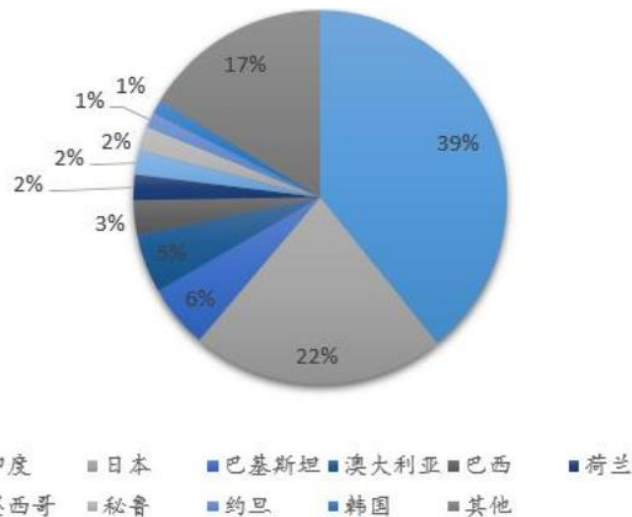
我国组件产量全球占比情况

我国组件产量对比图



从出口情况来看，2016年，我国组件出口至200多个国家和地区，组件出口额为105亿美元，同比下降18%，占光伏产品总出口额的74.9%，总出口量约21.3GW，同比下降11.5%，约占我国组件总产量的40%。2017年1-5月份，我国组件出口量12.3GW，同比增加40.7%，出口额42.5亿美元，同比减少10.1%。出口地主要为印度和日本。

我国组件出口国家占比



从组件的价格来看，在去年630急剧下跌后保持相对稳定的态势。国际的单多晶价格差异在2017年第二季度开始逐步缩小，而国内的二线厂商的单晶组件价格已经低于一线厂商的多晶组件价格。这种现象一方面是由于单多晶的竞争加剧，一方面是由于下游需求旺盛导致一线厂商的多晶组件供不应求所致。

竞争格局

我国是组件产量大国，从全球格局来看，占绝对优势。2016年全球前十大组件厂商中，中国企业占据九个位置。全年总产能达到44.2GW，总产量达到34.6GW。

2016年全球十大组件厂商产量排名 (GW)

排名	企业	国家	产能	产量
1	晶科能源	中国	6.5	5.7
2	天合光能	中国	6	5.5
3	晶澳太阳能	中国	5.5	4.7
4	阿特斯	中国	5.8	4.5
5	韩华新能源	中国	5	4.3
6	协鑫集成	中国	5	3.7
7	First solar	美国	3.2	3.1
8	英利集团	中国	4.2	2.8
9	乐叶光伏	中国	4	1.8
10	苏州腾辉	中国	2.2	1.6
合计			47.4	37.7

从国内情况来看，我国组件行业的产业集中度较高，前十家企业 2016 年产能达到 36.75GW，占比 82.7%，前五家占比达到 55.8%。

2016 年中国十大组件厂商产能排名 (GW)

排名	企业	产能	排名	企业	产能	排名	企业	产能
1	晶澳太阳能	5.5	6	阿特斯	4.2	11	常州亿晶	2
2	晶科能源	5	7	乐叶光伏	4	12	苏州腾辉	1.66
3	常州天合	5	8	韩华	2.25	13	浙江昱辉	1.5
4	协鑫集成	5	9	东方日升	2.2	14	海润光伏	1.5
5	英利集团	4.3	10	尚德电力	2	15	金坛正信	1

中国重点组件制造相关上市企业简介

企业名称	股票代码	简介
英利	NYSE:YGE	1998年进入太阳能光伏发电行业，1999年承接国家第一个年产3兆瓦多晶硅太阳能电池及应用系统示范项目，2007年6月在纽约证券交易所上市。
天合光能	NYSE:TSL	是全球最大的光伏组件供应商和领先的系统集成商。公司于1997年创立，2006年在美国纽交所上市。
晶科能源	NYSE:JKS	成立于2006年，是全球为数不多的拥有垂直一体化产业链的光伏制造商，业务涵盖了优质的硅锭，硅片，电池片生产以及高效单多晶光伏组件制造。
晶澳太阳能	NYSE:JASO	主要从事高性能、高质量太阳能产品的设计、研发、生产和销售以及太阳能光伏系统项目开发与建设的完整光伏产业链的集团公司。
韩华新能源	NYSE:HSO	是一家全球性能源公司，提供从晶体硅、硅锭、硅片、太阳能电池及太阳能组件到项目开发与融资——全面的纵向一体化解决方案。也与第三方经销商、OEM制造商和系统集成商进行合作，提供大型公共事业、商业及住宅/小型商业用途的太阳能装置。
海润光伏	600401.SH	具备从硅棒（硅锭）→硅片→太阳能电池片→太阳能组件生产的较完整的光伏产业链。
昱辉阳光	NYSE:SOL	是瑞能集团（ReneSola Ltd）全资子公司，主要经营业务涵盖原生多晶硅、单晶硅棒、多晶硅锭、硅片制造与销售、电池片、组件制造与销售、光伏系统解决方案等领域。2008年1月，ReneSola成功登陆美国纽约证券交易所。
协鑫集成	002506.SZ	公司是一家主要生产各种型号、规格的单晶硅、多晶硅太阳能组件和太阳能灯具的新能源企业，生产的硅太阳能组件95%以上出口，畅销欧美。
东方日升	300118.SZ	公司主要从事光伏并网发电系统、光伏独立供电系统、太阳能电池片、组件等的研发、生产和销售。
隆基股份	601012.SH	成立于2000年，始终专注于单晶硅棒、硅片的研发、生产和销售，坚持“专业化、规模化、品牌化”的发展路线，经过十多年的发展，目前已成为全球最大的单晶硅生产制造商。

行业前景

光伏市场下游需求旺盛。国内市场方面，根据国家能源局于2017年7月19日发布《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》，2017-2020年光伏新增建设规模达到86.5GW。并且不包括北京、天津、上海、福建、重庆、西藏、海南等市场消纳好的地区，不包括张家口市，不包括不限建设规模的分布式光伏发电项目、村级扶贫电站以及跨省跨区输电通道配套建设的光伏电站。保守预计“十三五”期间，每年的装机需求在35-40GW左右。

国外市场方面，据海关总署统计，2017年上半年光伏产品每月出口额均超过10亿美元，月均出口额为11.27亿美元；光伏产品出口额同比下降，出口量却同比增加，其中硅片同比增加21.6%，电池片同比增加36.4%，组件同比增加40.7%。随着海外工厂的设立，硅片的主要出口市场由中国台湾转移到马来西亚、泰国、越南等东南亚市场；组件出口市场由欧洲、美国、日本等成熟市场转向新兴市场的趋势明显，包括印度、巴西、巴基斯坦、墨西哥等；多晶硅每月进口量均超过1万吨，月均进口量为1.12万吨。

电价下调是政府引导行业健康发展的手段。

市场上普遍认为，光伏电价的下调会使企业的利润减少，从而失去建设电站的动力，电站项目会因此停滞不前。但更加本质的情况是，电价的下调是政府引导行业健康发展的手段，并不会影响光伏企业的积极性。适当下调光伏电站的标杆上网电价，有利于减轻新能源补贴资金增长压力。根据目前光伏的发展速度测算，2017年光伏电站标杆上网电价下调后，每年将减少新增光伏电站补贴需求约45亿元，有效缓解了补贴资金缺口。我国光伏行业技术进步较快，光伏组件制造和光电转换效率均已达到世界先进水平。调整后的标杆上网电价，在现有技术水平下能够保障光伏发电项目获得合理收益，继续保持新能源项目投资吸引力，促进光伏全产业链健康发展。同时，保持分布式光伏发电价格不降或少降，有利于合理引导光伏产业优化布局，鼓励东部地区就近发展新能源。

特高压及储能配套发展，弃光率逐步好转

一直以来制约光伏行业发展的一大因素就是**弃光现象**。弃光现象产生的原因有三个方面。一是**电源方面**，目前光伏装机主要集中在“三北”地区(东北、西北、华北)，占全国的比重为68%，且以大规模集中开发为主。“三北”地区电源结构以煤电为主，燃煤发电机组比重高达56%，采暖期供热机组“以热定电”运行，导致系统调峰能力严重不足，不能适应大规模光伏发电消纳要求。二是**电网方面**，“三北”地区大部分跨省跨区输电通道立足外送煤电，输电通道以及联网通道的调峰互济能力并未充分发挥，对光伏发电跨省跨区消纳的实际作用十分有限。三是**负荷方面**，电力需求侧管理成效不明显，峰谷差进一步加大影响了光伏发电的消纳。总的来说，在地消纳量不足、电网外输能力不够，是造成弃光限电问题严重的主因。此外，高比例限电的出现也使弃光问题进一步加剧。

目前，为了解决弃光问题，国家电网公司在运在建20项特高压线路长达3万公里。近期，有多特高压线路密集投运。6月4日，甘肃酒泉至湖南特高压工程投运；6月23日，晋北至南京特高压工程完成试运行，具备投运条件；预计8月份，陕西榆林市榆横至山东潍坊特高压线路也将投产；昌吉-古泉±1100千伏特高压直流输电工程已经完成工程塔基建设，开始架线，预计2018年投运。弃光限电的主要原因之一就是**特高压输电通道不足**，随着越来越多的特高压线路投运，这一问题将会逐步得到解决。

总结

公司是国内光伏组件龙头之一，规模优势突出。公司处于光伏这一增长空间巨大的行业中，受行业变迁直接影响，经营业绩起伏较大。从14年开始，光伏行业触底反弹，公司业绩呈现显著增长。16年公司在收入端统计保守，叠加行

业剧烈波动亏损，17 年中报显示，公司扭亏为盈，各项指标显示公司经营进一步向好。

光伏行业的投资价值在于，一般的共识认为，光伏产能过剩严重，下游弃光现象是常态，光伏行业整体没有太大的价值。而事实是，分布式光伏发展迅速，前景广阔，行业内技术更迭快速。国内的光伏产业链具有全球竞争优势，国内领先的光伏龙头受益于行业大发展，在不断扭转人们的固有认知。

估值情况

光伏行业逐步进入成熟期，市场格局逐渐呈现规模和龙头效应。低效产能过剩严重，高效化产品成为目前行业热点，近些年光伏组件的转化效率持续提高。政策方面，2015 年领跑者项目对组件效率提出了更高的要求，引导行业注重技术升级，鼓励技术领先企业实现做大做强。

公司是国内光伏组件龙头之一，出货量稳步提升，高居全球前十。目前公司股价自股灾之后，持续在低位盘整。市场对于光伏个股整体并没有太多关注，公司中报发布，扭亏为盈也并未造成太多的股价变化。股价的表现并未反应公司基本面的积极变化。而依据上半年的行业情况来看，光伏行业上半年发展良好，随着行业及公司业绩的进一步改善，相信股价会有相应反应。预计公司 2017 开始业绩逐步改善，而股价包含的悲观预期并未改善，因此，给予公司买入评级。