

4月6日，光伏龙头隆基股份（601012.SH）宣布下一步将进行氢能产业化布局。

同一天，根据阿里拍卖消息，“汉能系”旗下的“浙江长兴汉能薄膜太阳能有限公司房地产、附属设施等整体资产”将于4月27日开拍，且公开信息显示为“破产清算”……

光伏，在A股市场，从来不乏故事。

本期21世纪资本研究院“A股治理说”系列关注标的“协鑫系”，接连动向也备受关注。

“由于本公司核数师需要更多时间完成年度业绩审核程序，无法于2021年3月31日或之前发布其2020年度业绩”，4月1日，保利协鑫能源(03800.HK)公告，将于当天暂停买卖，直至发布2020年度业绩为止。

保利协鑫能源预期2020年净亏损不少于58亿元，创下公司有史以来亏损最多的一年，2019年其录得净利润约1.1亿元。

在资本市场，保利协鑫能源往往被视为“协鑫系”旗下核心上市公司。

以光伏电站为主的“协鑫系”另一家港股公司协鑫新能源(00451.HK)，4月1日披露初步业绩公告，2020年亏损13.68亿元。

这似乎并不能将“协鑫系”拉出聚光灯之外。

### “热点”承压

21世纪资本研究院梳理发现，“协鑫系”（即围绕协鑫（集团）控股有限公司构成的一众上市公司）的资本版图中，保利协鑫能源生产硅料，协鑫集成负责组件生产，协鑫新能源则是负责光伏电站建设、运营及管理，三者布局光伏的三个重要环节，紧密相连。

“协鑫系”由“江苏盐城首富”朱共山一手打造，旗下拥有2家A股、2家港股以及1家新三板公司。

在光伏领域，保利协鑫能源(03800.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、协鑫集成(002506.SZ)完成了从上游的硅、硅材料、硅片制造到中游的光伏电池，组件、系统集成，再到下游的光伏电站等一站式布局。

“协鑫系”的非光伏资产则通过协鑫能科(002015.SZ)体现，其主营业务包括燃机热电联产、风力发电、垃圾发电、生物质发电、燃煤热电联产等。

在近年的加速扩张之后，被喻为“民营电王”的朱共山，如何应对周期大调整这道时代考题，可谓压力倍增。

“高质量发展的时代考题实为加减乘除的四则运算，求解的过程恰是倒逼企业脱胎换骨的绝佳良机”，朱共山在2020年新年献词中提到，2019年，协鑫一手做加法，一手做减法，调结构、降负债，成了“协鑫系”目前最真实的写照。

此外，“协鑫系”的非光伏资产协鑫智慧能源在2019年6月重组置入\*ST霞客(即协鑫能科)，其主营业务包括燃机热电联产、风力发电、垃圾发电、生物质发电、燃煤热电联产等，现已成为国内领先的非公有制清洁能源发电及热电联产运营商和服务商之一。

挂牌新三板的同鑫光电(835088.OC)为代表的LED半导体新材料产业，则是“协鑫系”发展的另一个方向。协鑫集团官网显示，其已构筑成电力、光伏、油气、金融及半导体在内的多个板块，至此，一个民营新能源集团矗立眼前。

2019年协鑫集团营业收入1014亿元，目前，协鑫集团位居中国企业500强第213位、中国民营企业500强第56位。

不过，“协鑫系”旗下多家公司目前业绩承压。

2020年预计净亏损不少于58亿元的保利协鑫能源，主要由于(1)2019年出售了31.5%的新疆协鑫新能源材料科技有限公司的权益，确认了出售收益约44亿元，2020年没有发生新疆出售收益以及(2)资产减值拨备引致。部分预期增加的净亏损，被以美元计价的债务因美元兑人民币贬值所产生的汇兑收益抵消。

另一家港股平台协鑫新能源，预计2020年亏损13.68亿元。

已在全球持有213座光伏电站的协鑫新能源，过去一年出售了多个光伏电站，“由于出售事项，公司持有的存量光伏电站的总装机容量由2019年12月31日的约5.7吉瓦减少至2020年12月31日的约5.0吉瓦”。

协鑫新能源称，“基于对现持有的光伏电站进行减值评估，预期于该年度将进一步录得不少于5亿元的非现金减值亏损，此外，已评估长期未偿还的若干应收款的可收回性，并预计就该等应收款确认不少于3亿元的一次性非现金减值亏损”。

同属于光伏板块的协鑫集成，业绩也不容乐观。

协鑫集成2020年预计大幅亏损达到-15.20亿元至-25.19亿元，同比下降4633.76%至2835.47%。

协鑫集成称，（2020年）一方面，公司组件生产成本攀升，组件终端销售价格涨幅不及原材料价格涨幅，组件毛利率大幅下降，主动进行策略性调整，优选高毛利订单，放弃低价订单，影响组件销量；另一方面，其能源工程EPC业务受疫情影响开工及并网量，也影响营收和净利润；此外，协鑫集成慎重评估M2、G1产能，对不具备技改升级条件的电池及组件产能按照会计政策进行资产减值，并对部分电站资产计提资产减值准备，这些因素共同导致其全年营收及利润下降。

相比之下，“协鑫系”非光伏板块的协鑫能科一枝独秀。

2020年，尽管计提了大额的资产减值准备，协鑫能科预计净利润将达到7.76亿元-8.88亿元，增幅超过40.15%。

## 负债沉重

业绩承压背后，更为市场关注的是“协鑫系”吃紧的资金链。

2018年5月31日，三部委联合发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》（发改能源〔2018〕823号），即“531新政”之后，光伏产业迎来了周期的大调整，开始由补贴推动向平价推动的转变，行业在震荡中前行。

面对“531”新政下的补贴退坡，此前用力扩张布局光伏电站的“协鑫系”，流动性承压。

“其实协鑫之前还是挺赚钱的，但是一直侧重的是多晶硅技术，现在行业90%都是单晶硅技术，协鑫之前的盘子太大，受到拖累”，一位光伏从业者告诉21世纪资本研究院，“光伏行业的核心技术方向非常关键，不然，多做一个环节，不仅不会给企业加分，甚至投入之后，反而成为制约企业壮大的瓶颈。”

保利协鑫能源称，截至2019年底，其流动负债超出流动资产约219.06亿元，此外，公司及其附属公司的借款总额(包括银行及其他借款、租赁负债、应付票据及债券以及关联公司的贷款)约为553.73亿元。未来12个月内，公司及其附属公司将总有总借款余额约286.74亿元到期。

协鑫新能源也背负了百亿负债：初步业绩公告显示，2020年底，协鑫新能源的总负债为364.99亿元，负债率约81.0%，资金压力已有所缓解。

2018年，协鑫新能源的总负债为514.78亿元，到了2019年，这一数据降至455.40亿元，负债率约81.7%，同比下降2个百分点。

而此前接受媒体采访时，协鑫新能源称，2021年期望将资产负债率降至70%左右。

协鑫新能源主席朱钰峰也在最新业绩公告中坦言，“过去的一年，我们曾经感到彷徨，迷茫，但我们未曾退缩。尽管遇到不少难关，协鑫新能源仍坚定地应对，在规模经营转型轻资产管理的变革路上，稳稳地向前迈出了一大步。截至2020年12月31日止年度，公司公布出售光伏电站总装机容量接近2吉瓦，可收回现金约68亿元，并有效缩减负债规模约95亿元，再加上2021年年初完成净额约港币8.95亿元之配售工作，公司的流动资金状况将得到显著提升。”

另一家A股平台协鑫集成，2020年一度因为股价闪崩，被市场质疑股东高质押爆仓。

就在3月26日，协鑫集成披露了控股股东一致行动人营口其印投资管理有限公司解押1501万股（占比1.61%）之后，再次质押1501万股的情况。

截至该公告披露日，协鑫集成控股股东协鑫集团有限公司累计质押股票约4.66亿股，质押率100%，其一致行动人营口其印、华鑫集团分别累计质押8.58亿股和5.20亿股，质押率分别高达92.05%和100%。

高质押背后，是上述股东对于资金的渴求。

截至2020年三季度报，协鑫集成总负债89.39亿元，资产负债率68.1%。

事实上，即使是盈利能力不错的协鑫能科，也是“腰包”吃紧。

2020年三季度末，协鑫能科账面货币资金37.79亿元，而负债总额200.4亿元，其中短期借款26.9亿元，一年内到期的非流动负债14.35亿元，流动负债总计87.56亿元。

此外，Wind数据显示，截至2019年底，保利协鑫能源总负债737.16亿元，协鑫新能源总负债444.47亿元，协鑫集成总负债116.00亿元，协鑫能科总负债163.97亿元。

以退为进？

面对“协鑫系”旗下各板块抬升的负债，朱共山选择的是做减法。

2019年，中国光伏行业迎来“非补贴”元年，“优化资产负债结构，降低负债率”成了保利协鑫能源的关键词，“调结构、降负债、保障现金流、精细化经营”等类似表述，也出现在协鑫新能源的2019年年报中。

“协鑫系”开始批量出售资产、与合作方共同成立投资基金等等。

2018年6月6日，保利协鑫能源曾公告，拟不超过127亿元将江苏中能硅业发展有限公司（简称“江苏中能”）51%股权出售给A+H上市公司上海电气（601727.SH/02727.HK）。

不过两个月之后，“鉴于交易的规模巨大及较为复杂，订约方难以在较短的时间内对潜在出售事项的相关条款及方案达成完全一致意见”，该交易戛然而止。

这并未影响“协鑫系”后续的一系列资产出售计划。

2019年，保利协鑫能源顺利完成出让新疆协鑫31.5%股权一事，一次性获得了44亿的出售收益和13.3亿的现金净流入。

此外，保利协鑫能源亦通过“与乐山政府共同筹资设立投资基金”、“与徐州市产业发展引导基金有限公司以及徐州经济技术开发区金龙湖城市投资有限公司共同筹资设立投资基金”等事项，引入优质资本，进一步优化资产结构。

协鑫新能源，开始了密集出售旗下光伏电站的动作。

21世纪资本研究院梳理发现，2018年12月-2019年5月，协鑫新能源先后向中国三峡新能源有限公司、中广核太阳能开发有限公司、上海榕耀新能源有限公司、中国电力国际发展有限公司旗下五凌电力有限公司分别出售光伏电站项目股权，上述四笔交易可收回现金合共约26.5亿元(经扣除交易成本)用作偿还债务，令协鑫新能源债务规模缩减合共约94.3亿元。

最新消息是，截至2020年12月底，协鑫新能源出售光伏电站总装机容量接近2吉瓦，可收回现金约68亿元，并缩减负债规模约95亿元。

为了轻装上阵，协鑫新能源还将资产出售给央企中国华能集团。

2020年1月21日，协鑫新能源公布与中国华能集团订立首批购股协议，以出售七座光伏电站，总装机容量为约294兆瓦。根据首批购股协议，公司旗下两家间接附属公司同意以约8.5亿元向华能工融一号(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)出售销售股份的60%及向华能工融二号(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)出售销售股份的40%。此次交易的现金所得款项净额(扣除估计税项及交易成本)(包括代价、总未清偿结余及应付股息)预计为约10.8亿元。

协鑫新能源称，与中国华能集团将进一步探索其他合作机会，包括但不限于协鑫新能源于中国现有的光伏电站及将予发展的新光伏电站的合作机会。

3月31日，“协鑫系”两家港股公司又联合抛出了一笔资产出售计划。

公告显示，保利协鑫能源、协鑫新能源的间接附属公司河南协鑫新能源及苏州协鑫新能源(作为卖方)拟向三峡资产管理有限公司(作为买方)出售分别于开封华鑫、三门峡协立、确山追日及商水协鑫的全部股权以及分别于南召鑫力及台前协鑫的50%股权，上述目标公司拥有位于中国的6座已营运光伏电站，总并网容量为约321兆瓦，该交易现金所得额项净额预计约9.28亿元，将有关款项将用于偿还协鑫新能源的债务。

## 方向猜想

一手做减法的同时，“协鑫系”也在一手做加法，其进击的方向包括：颗粒硅、半导体、电动汽车换电业务。

以多晶硅片、铸锭单晶、单晶硅片等产品组合为主的保利协鑫能源，坚持单、多晶“双引擎”驱动的发展战略。

保利协鑫能源称，一方面，位于新疆的多晶硅项目已于2019年内实现全部达产，共释放产能4.8万吨。该项目为协鑫自主研发的GCL法多晶硅超大规模清洁生产技术高品质制造，进一步降低多晶硅生产综合成本，届时该项目也将会成为保利协鑫稳定的利润来源；另一方面，公司的“铸锭单晶技术取得跨越式突破，铸锭技术制造单晶产品的技术路线正式进入规模化量产阶段”。

此外，保利协鑫能源正在加快颗粒硅的量产速度。

2020年9月8日，全球单体最大规模颗粒硅项目——保利协鑫能源旗下江苏中能规划产能10万吨、首期5.4万吨颗粒硅项目正式开工扩建。

到了今年2月1日，保利协鑫能源进一步披露称，子公司江苏中能的硅烷流化床法（FBR）颗粒硅新增产能将于2021年2月3日正式投入生产，年有效产能将由此前的6000吨提升至10000吨，正式迈入万吨级别规模。

保利协鑫能源称，独创的硅烷流化床法批量生产颗粒硅，相比传统工艺，不仅生产流程更短、后处理工序更少，而颗粒硅形似球状，流动性好，更好满足复投料尺寸要求。

不过，也有业内人士告诉21世纪资本研究院，“颗粒硅含氢量高，会产生俗称氢跳的情况，会对拉棒质量有影响；另外，颗粒硅粉尘量大，含碳量高，影响硅棒纯度”，同时其认为，“随着技术进步，还是看好颗粒硅的前景，比如用颗粒硅在拉棒环节更省电。”

2月28日，保利协鑫能源通过两则颗粒硅项目扩产公告，进一步显示其布局的决心。

根据公告，保利协鑫能源旗下子公司乐山苏民作为建设四川乐山颗粒硅项目（一期6万吨）的主体已成功引入战略投资者。

此外，江苏中能与A股上市公司上机数控（603185.SH）签订战略合作框架协议书，拟于内蒙古地区共同投资建设30万吨颗粒硅项目，项目总投资预计180亿元。双方拟成立合资公司，江苏中能拟持股65%，上机数控拟持股35%。

“协鑫系”另一平台协鑫集成，正加快推动“光伏+半导体”的战略转型。

协鑫集成提到，“2020年光伏行业发生重大变革，大尺寸组件成为市场主流需求且大尺寸组件产能切换非常迅速，新增产能迅速向G12(210)、M10(182)切换”，随着公司合肥60GW大尺寸组件基地的开工建设及乐山10GW高效大尺寸电池基地的投建，将逐步提升公司大尺寸高效组件电池产能。

此外，2021年1月底，协鑫集成25亿元定增正式落地，所得募资净额将全部用于大尺寸再生晶圆半导体项目、阜宁协鑫集成2.5GW叠瓦组件项目以及补充流动资金，推动公司第二产业的发展。

而非光伏板块的协鑫能科，重金押宝电动汽车换电业务。

就在3月中旬，对外宣布电动汽车换电业务发展规划之后，3月31日，协鑫能科进一步披露了与中金资本进行《战略合作协议》的进展，双方拟合作发起设立一支以“碳中和”为主题的产业基金，通过对移动能源产业链上下游优质项目和充换电平台

企业进行股权投资，并借助新能源汽车出行平台实现向充换电平台的导流，完成充换电数据平台的建设，构建全新的移动能源产业生态。

根据此前协议，该基金总规模不超过100 亿元，其中协鑫或其关联方/指定实体出资约占基金总规模的51%；中金或其关联方将负责募集或者通过其旗下产品/自有资金出资约占基金总规模的20%，首期规模约40亿元。

双方称，将在充换电站一体化解决方案、充换电站运营及能源服务、电池梯次利用等产业为核心业务方面展开合作。

更多内容请下载21财经APP