

碳中和下新能源运营与综合能源服务双线拓展

投资要点

- **投资逻辑:** 公司是天然气发电领域龙头企业, 综合布局有风力发电、垃圾发电、生物质发电、燃煤热电联产等领域, 现已成为国内领先的新能源发电运营商。1) 碳达峰碳中和政策下风光运营占比将大幅提升, 天然气发电有望较快增长, 公司受益于整体行业高增长。2) 2020H1 并网装机容量为 3170.64MW, 其中燃机热电联产 2497.14MW, 风电 215MW, 清洁能源供应占比达 90%, 公司风电在建储备项目多, 2020 年抢装后预计投产超过 300 MW, 此外公司持续收购优质运营资产, 天然气及风电装机增长为公司带来主要增量。3) 公司围绕新能源发电领域持续开拓配售电、储能、电力需求侧管理、数据中心等领域, 储备 IDC 约 11000 个机柜的备案, 市场化售电业务超过 130.5 亿千瓦时, 拓展能源综合服务业务。4) 积极探索 REITs 或可助力盘活存量资产, 后续分红可期。
- **领先的民营绿色能源运营商, 2020 业绩逆势上扬。** 2020Q1-3 公司实现营业收入 81.6 亿元(+4.5%); 实现归母净利润 6.3 亿元(+46.9%); 期间费用率为 10.7% (-0.4pp); 毛利率为 24.3% (+4.1pp), 净利率为 11.2% (+2.2pp)。疫情对公司产能带来一定影响, 但由于煤炭、天然气价格的下降利好以及内部经营管理方面的提升, 公司业绩较同期逆市上扬。预计公司全年累计完成发电量 156.7 亿千瓦时, 预计归母净利润为 7.76-8.88 亿元, 同比增长 40.2-60.4%, 扣非后净利润为 6.3-7.2 亿元, 同比增长 107.1-137.5%。
- **热电联产项目构成公司盈利增长护城河, 风电在建储备丰厚增量可期。** 2020H1 公司已并网装机容量为 3170.64MW, 其中燃机热电联产 2497.14MW、燃煤热电联产 332MW, 热电联产装机容量占比 89.2%。热电联产项目及风力发电在运、在建、拟建及拟收购项目重组, 未来发展增量可期。
- **从能源生产向综合能源服务转型, 打造领先的移动能源服务商。** 公司拟与中金资本签署《战略合作协议》, 发起以“碳中和”为主题的产业基金, 总规模不超过 100 亿元, 首期规模约 40 亿元。基金将围绕移动能源生态进行股权投资, 主要投向充换电网络、网约车出行平台、智能车辆管理平台、电池资产管理、电池梯次利用等移动能源产业链上下游优质项目。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.74/0.91 元, 对应 PE 为 14x/11x/9x, 预计未来三年归母净利润增速超过 20%, 给予公司 2021 年 15 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 对应目标价 11.1 元。
- **风险提示:** 成本端波动风险, 资产负债率较高风险, 项目建设低于预期风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10898.26	12138.62	13973.89	15997.00
增长率	2209.86%	11.38%	15.12%	14.48%
归属母公司净利润(百万元)	553.60	829.03	1005.91	1232.61
增长率	10192.52%	49.75%	21.34%	22.54%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.61	0.74	0.91
净资产收益率 ROE	10.89%	12.85%	13.02%	13.16%
PE	20	14	11	9
PB	2.35	1.99	1.69	1.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.52
流通 A 股(亿股)	4.01
52 周内股价区间(元)	5.22-9.22
总市值(亿元)	124.70
总资产(亿元)	285.95
每股净资产(元)	4.10

相关研究

目 录

1 公司概况：构建“源-网-售-用-云”体系，领先的民营能源生态服务商	1
2 行业分析：碳中和下，新能源发电前景光明	4
2.1 热电联产：规模庞大，主布局大中城市和工业园区	5
2.2 风力发电：风力发电进入平价时代，新增装机维持较高增长	6
3 公司分析：绿色能源运营与综合能源服务双主线运营	8
3.1 热电联产：拥有布局先发优势，在江、浙、鄂工业园区布局多个项目	8
3.2 天然气热电联产装机容量快速增长，推动电力与蒸汽销售收入高增长	11
3.3 风力发电在建工程储备丰厚，增量收入可期	11
3.4 综合能源领域以重资产带动轻资产业务，积极布局 IDC	12
3.5 积极探索 REITs 或可助力盘活存量资产，改善融资压力	14
3.6 从能源生产向综合能源服务转型，聚焦绿色出行生态，打造领先的移动能源服务商	14
4 拟发起碳中和产业投资基金，布局移动能源产业链	15
5 盈利预测与估值	16
5.1 盈利预测	16
5.2 相对估值	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司业务分类.....	1
图 2: 截止 2020H1 公司股权结构	1
图 3: 公司 2019 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2019 年以来归母净利润及增速	2
图 5: 公司 2019 年以来期间费用	2
图 6: 公司 2019 年以来毛利率及净利率	2
图 7: 公司 2019 年以来应收账款情况	3
图 8: 截止 2020H1 公司并网装机情况	3
图 9: 公司 2020H1 各业务营收占比	3
图 10: 公司 2020H1 各业务毛利贡献率	3
图 11: 公司 2015 年以来结算电量及增速	4
图 12: 公司 2015 年以来结算汽量及增速	4
图 13: 2013 年来我国用电量及增速	5
图 14: 2020H1 我国用电量及增速	5
图 15: 我国 2012 年来风能累计装机容量	6
图 16: 我国 2012 年来风能发电量	6
图 17: 2016-2019 年我国弃风量及弃风率情况	6
图 18: 2016-2019 年我国并网风电设备平均利用小时数	6
图 19: 我国电力政策调整一览	8
图 20: 2013-2019 年公司天然气热电联产装机情况 (MW)	10
图 21: 2016-2019 年公司气电利用小时数 (小时)	10
图 22: 2016-2019 年公司天然气热电联产供汽量 (万吨)	11
图 23: 2016-2019 年公司天然气热电联产发电量 (亿千瓦时)	11
图 24: 我国 IDC 市场规模及增速	13
图 25: 我国 IDC 机架数量 (万架)	13

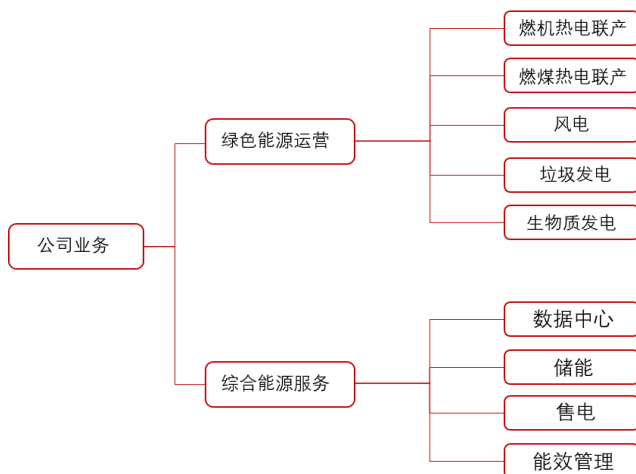
表 目 录

表 1: 2009-2020 我国陆上风电标杆电价 (元/千瓦时)	8
表 2: 协鑫能科下属热电联产项目布局	9
表 3: 碳中和相关政策	10
表 4: 公司部分风电运营项目统计	11
表 5: 公司移动能源业务情况	15
表 6: 分业务收入及毛利率	16
表 7: 可比公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：构建“源-网-售-用-云”体系，领先的民营能源生态服务商

公司于 2019 年 6 月完成重大资产重组，收购协鑫智慧能源股份有限公司 90% 股权，注入了优质清洁能源发电及热电联产资产，同时全部置出原有纺织业相关的固定资产。公司主营业务从废弃聚酯的综合处理、有色聚酯纤维及色纺纱线的研发、生产和销售，转型为清洁能源发电及热电联产项目的开发、投资和运营管理，以及相关领域的综合能源服务。主营业务为电力销售和蒸汽销售，截至 2020 年 6 月度公司已并网装机容量为 3170.64MW，其中燃机热电联产 2497.14MW，风电 215MW，生物质发电 60.5MW，垃圾发电 66MW，燃煤热电联产 332MW，其中清洁能源占比达 89.5%。公司致力于构建“源-网-售-用-云”体系，现已成为中国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。

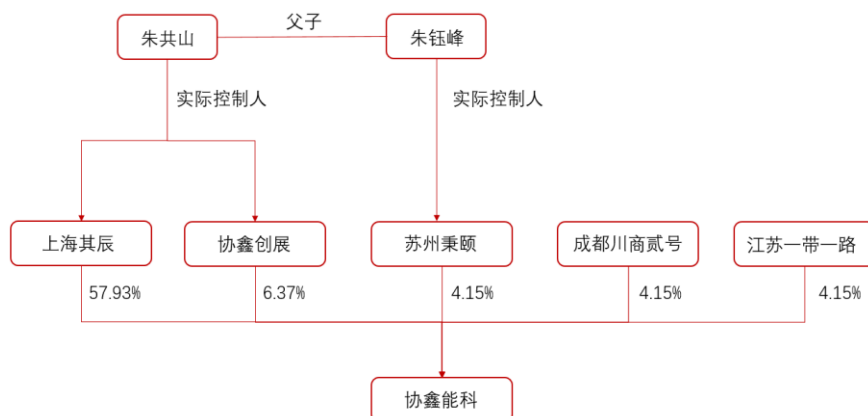
图 1：公司业务分类



数据来源：公司公告，西南证券整理

上海其辰为公司控股股东，持有公司 57.93% 的股权；协鑫创展持有 6.37%，苏州秉颐、成都川商贰号、江苏一带一路分别持有 4.15%。其中，上海其辰及协鑫创展实际控制人均为朱共山先生，秉颐清洁能源实际控制人为朱共山先生一致行动人朱钰峰先生。

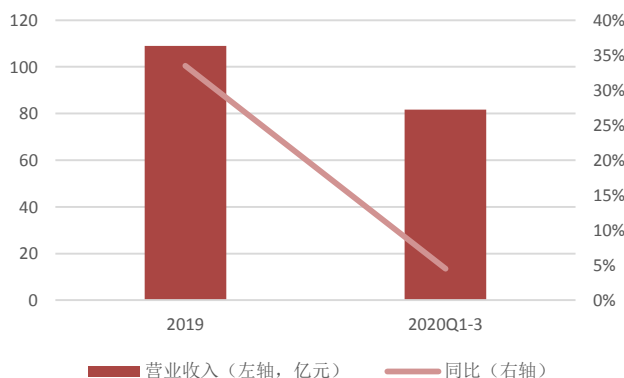
图 2：截止 2020H1 公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

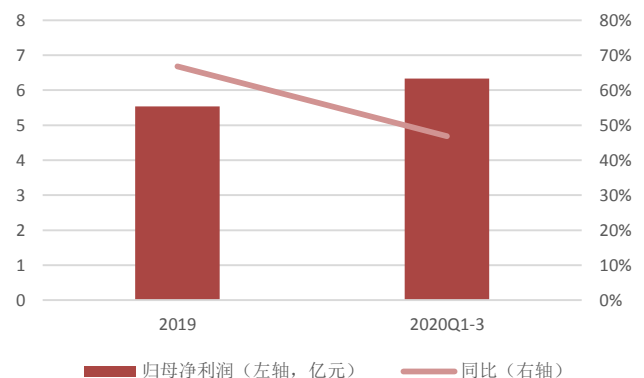
公司业绩状况：2020H1 实现营业收入 53.3 亿元，同比增长 5.3%；实现归母净利润 3.5 亿元，同比增长 31.8%。公司业绩较同期仍逆市上扬，取得较好的业绩增长。2020Q1-3，公司实现营业收入 81.6 亿元，同比增长 4.5%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 46.9%；期间费用率为 10.7%(-0.4pp)，销售、管理、财务费用率分别为 0.3%(+0.2pp)、4.8%(-0.61pp) 和 5.6% (+0.1pp)；毛利率为 24.3% (+4.1pp)，净利率为 11.2% (+2.2pp)。根据最新 2020 年度业绩预告，公司全年累计完成发电量 156.7 亿千瓦时，预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 7.8 亿元至 8.9 亿元，同比增长 40.2%至 60.4%。预计扣除非经常性损益后的净利润为 6.3 亿元至 7.2 亿元，同比增长 107.1%至 137.5%。

图 3：公司 2019 年以来营业收入及增速



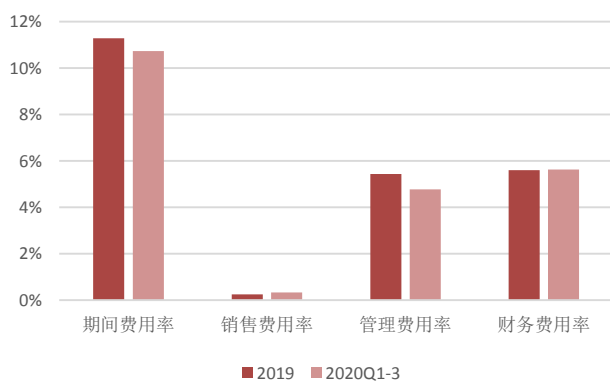
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2019 年以来归母净利润及增速



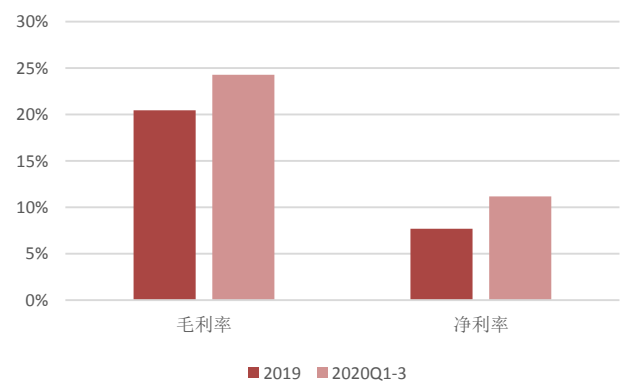
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2019 年以来期间费用



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2019 年以来毛利率及净利率

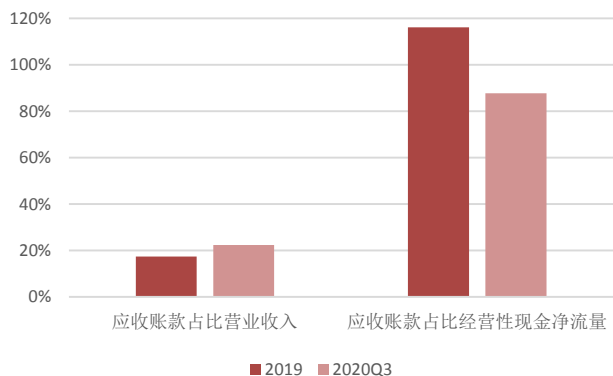


数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年公司应收账款规模达 18.9 亿元 (+61.20%)，占比营收 17.4%，占比经营性现金净流量 116.1%；2020Q3 公司应收账款 18.2 亿元 (+9.34%)，占比营收 22.2%，占比经营性现金净流量 87.7%，应收账款增加主要系公司销售规模扩大所致。

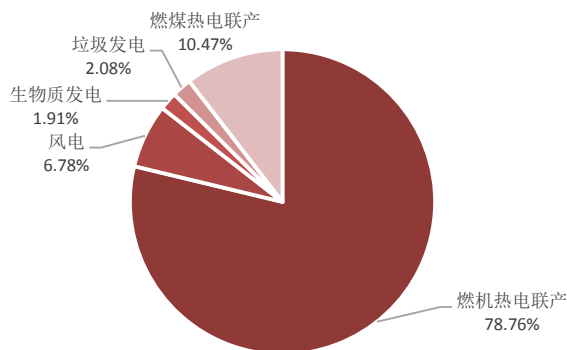
截止 2020H1 公司并网装机达 3170.64MW。其中燃机热电联产装机 2497.14MW，占比 78.76%；燃煤热电联产装机 332MW，占比 10.47%；风电、生物质发电、垃圾发电分别占比 6.78%、1.91%、2.08%。

图 7：公司 2019 年以来应收账款情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：截止 2020H1 公司并网装机情况

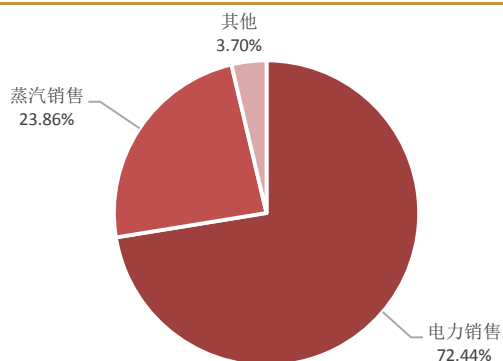


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务：公司主要产品包括电力销售和蒸汽销售，具体途径包括燃机热电联产、风力发电、垃圾发电、生物质发电、燃煤热电联产等。2019 年电力销售实现收入 73 亿元，占比营收 67%，实现毛利 14.3 亿元，贡献毛利 64%；蒸汽销售实现收入 29 亿元，占比营收 26.6%，实现毛利 4.8 亿元，贡献毛利 21.7%。2020H1 电力销售实现收入 38.6 亿元（+17%），占比营收 72.4%，实现毛利 8.2 亿元，贡献毛利 65.1%；蒸汽销售实现收入 12.7 亿元（-4%），占比营收 23.9%，实现毛利 2.4 亿元，贡献毛利 19.2%。电力营收增长主要系 1. 受益于燃料成本下降的有利盈利点公司加大了电力的生产与销售，2. 公司作为清洁能源供电商，在电力调动顺序上排在第一，只要生产能力有原则上都会被调度；蒸汽营收下降主要系 2-3 月疫情影响停工停产严重，2020 年 2 季度已恢复至此前同期水平。

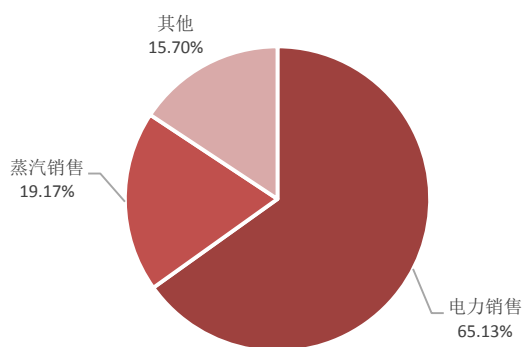
同时公司 2016-2018 年结算电量与结算汽量分别稳定在 100 亿千瓦时和 1200 万吨左右。2019 年重组完成后有较大提升，结算电量达到 140 亿千瓦时，同比增长 41.9%；结算汽量达到 1519 万吨，同比增长 22.9%。2020H1 公司结算电量同比增长 19.8%，结算汽量小幅回落 3.9%，2020 年度，公司全年累计完成发电量 156.7 亿千瓦时（+11.9%）。

图 9：公司 2020H1 各业务营收占比



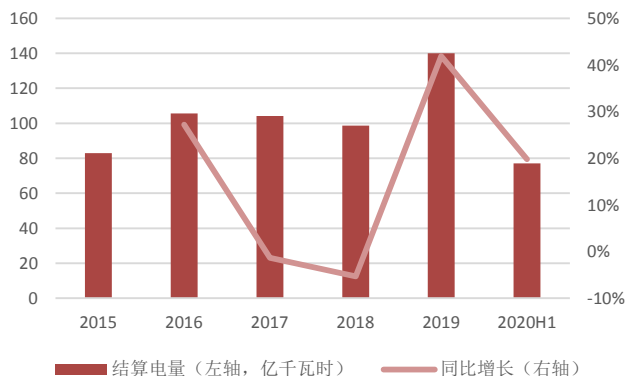
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2020H1 各业务毛利贡献率



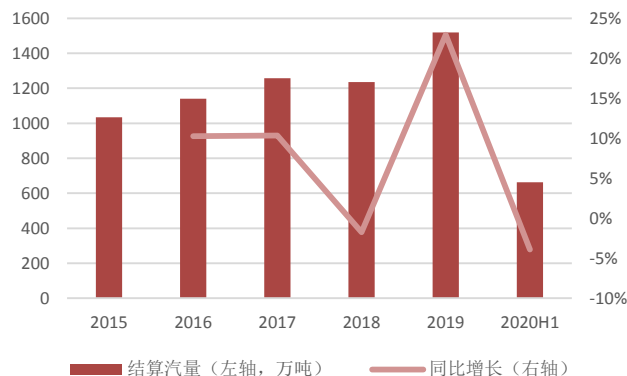
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11: 公司 2015 年以来结算电量及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 公司 2015 年以来结算汽量及增速



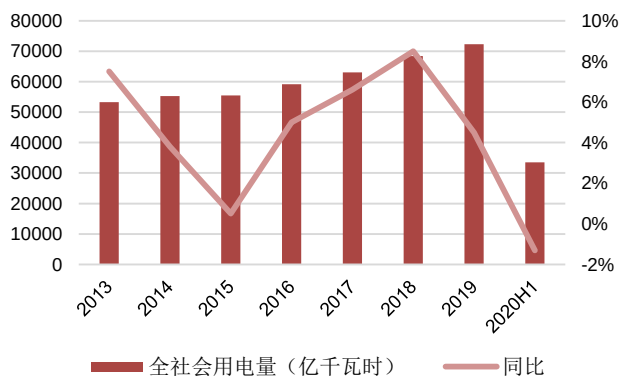
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 行业分析: 碳中和下, 新能源发电前景光明

电力行业发展及盈利水平与经济周期的相关性较为显著。当国民经济增速放缓时, 工业生产及居民生活电力需求减少, 用电负荷的减少使得电厂发电机组利用小时数下降, 直接影响到电厂的生产经营以及盈利能力。根据国家能源局数据, 2017 年、2018 年及 2019 年全社会用电量分别为 63,077 亿千瓦时、68,449 亿千瓦时和 72,255 亿千瓦时, 同比增长率分别为 6.6%、8.5%和 4.5%。2020 年上半年, 受疫情影响, 全社会用电量有所下降, 1-6 月, 全国全社会用电量 33547 亿千瓦时, 同比下降 1.3%, 但月度用电量同比增速呈现恢复趋势, 6 月份全国全社会用电量 6350 亿千瓦时, 同比增长 6.1%。预计下半年将维持较高增速, 全年用电量较 2019 年增长 2-3%。

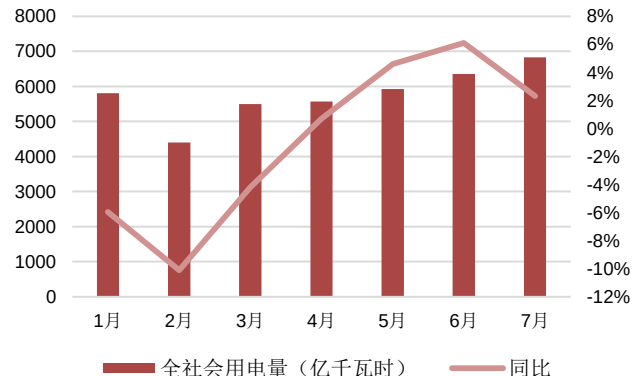
在电价方面, 2018 年以来国家密集出台政策降低企业用电价格, 2019 年《政府工作报告》要求深化电力市场化改革, 清理电价附加收费, 降低制造业用电成本, 一般工商业平均电价再降低 10%。2020 年 2 月, 国家发改委即发文 (发改价格〔2020〕258 号) 要求“对于除高耗能行业用户外的, 现执行一般工商业及其它电价、大工业电价的电力用户, 2020 年 2 月 1 日至 6 月 30 日, 电网企业统一按原到户电价水平的 95% 结算”, 2020 年《政府工作报告》明确降低工商业电价 5% 政策延长到今年年底。从我国目前的电价组成看, 降价空间主要来自发电企业的输配电价、上网电价及政府性基金。此外, 随着电力市场化改革加速, 电力市场化交易规模逐步提升, 电力的商品属性也越来越明显, 这将直接考验公司自身运营能力。

图 13: 2013 年来我国用电量及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2020H1 我国用电量及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

2.1 热电联产：规模庞大，主布局大中城市和工业园区

热电联产机组采用“以热定电”原则，根据热负荷的需要，确定最佳运行方案，并以满足所在区域热负荷的需要为主要目标。电力调度部门在制定电力调度曲线时，将充分考虑供热负荷曲线和节能因素，不以电量指标或机组利用小时限制热电联产机组对外供热。因此热电联产服务于公用事业，为大中城市和工业园区等提供电、热、冷等能源产品。热电联产可以做到热能分梯次利用，使能源消费更趋于合理。热电联产的生产工艺对能源的利用效率远高于传统火电，现代化热效率最高可以提高到 90% 以上，是国内外公认的节能减排有效措施。

据美国能源部数据统计截至 2018 年底，美国热电联产总装机 8,109.44 万千瓦，发电量占比达到 19.43%。从 2000 年到 2018 年，美国热电联产规模增长为 57.37%，装机容量从 5,153.25 万千瓦增加到 8,109.44 万千瓦，发电站数量达到 5,637 座。其中，以天然气为原料的热电联产装机容量达到 5,803.89 万千瓦，占热电联产总装机容量的 71.57%；天然气项目占热电联产总数的 68.38%。在欧洲方面，2018 年 6 月欧洲热电联产促进协会 (COGEN Europe) 发表了一份题为《热电联产在欧洲未来能源系统中的作用》的报告，介绍了欧洲热电联产至 2050 年的发展蓝图。热电联产目前为欧洲提供了 11% 的电力和 15% 的热能，为欧盟 21% 的二氧化碳减排目标和 14% 的能源效率目标作出了贡献；到 2030 年，热电联产将为欧洲提供 20% 的电力和 25% 的热能，至少有三分之一的热电联产将来自可再生能源，这将为欧盟 23% 的二氧化碳减排目标和 18% 的能源效率目标作出贡献；到 2050 年，欧盟预计将热电联产在整体发电量占比中提升一倍，并把热电联产行业作为能源发展中的重中之重。

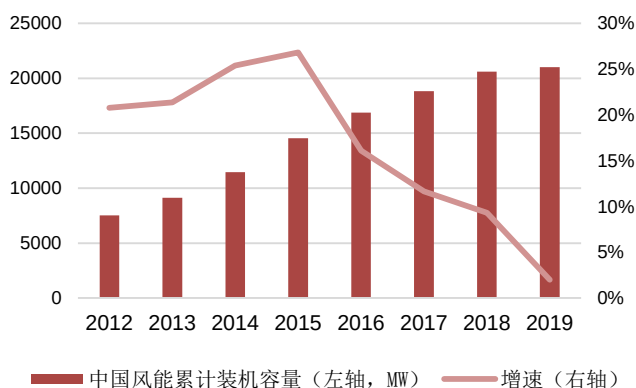
我国热电联产行业主要以煤炭为原料，热电联产技术在“十一五”、“十二五”时期均入选十大节能减排重点工程。随着城市和工业园区经济发展，热力需求不断增加，热电联产集中供热稳步发展，总装机容量不断增长，截至“十二五”期末规模以上热电联产机组容量在火电装机容量中的比例达 37.04% 左右，装机容量及增速均已处于世界领先水平。十三五期间，我国城市和工业园区供热已形成“以燃煤热电联产和大型锅炉房集中供热为主、分散燃煤锅炉和其它清洁（或可再生）能源供热为辅”的供热格局。预计 2020 年燃气发电规模达到 1.1 亿千瓦以上，占发电总装机比例超 5%。考虑到长期以来我国能源结构以煤炭为主，伴随发电产生大量二氧化硫和氮氧化物等污染物，使得环境污染问题日益加剧，尤其是自备电厂和小锅炉的大量建设更造成能源利用效率低下，资源严重浪费。发展热电联产具有很强的必要性，在城市建设和发展热电联产是解决我国环境污染、雾霾严重问题的重要措施之一。

前景与市场: 1. 热电联产主要和工业连在一起, 很多企业包括化工、医疗、印染需要蒸汽就得与热电联产配套。工业制造业发展的内需决定了热电联产市场的空间, 目前开发区的发展扩大使得供热的需求也在逐步扩大, 主要表现在热电联产项目预留的潜能被逐步利用; 2. 由于热力在传输中存在耗损, 长距离热力传输不经济, 供热业务呈现区域性分布的特点。因此热电联产项目根据地方政府城市规划, 按照“统一规划、分步实施、以热定电和适度规模”的原则建设, 因此一定地域范围内数量及规模均有限。区域性的明显加之行业整体较为分散, 行业内企业以在主要热源点附近开发热电联项目抢占先发优势、区域排他性优势为主要竞争方式。国家规定布局半径是 30 公里, 带有一定的自然垄断可以减少恶性竞争。

2.2 风力发电: 风力发电进入平价时代, 新增装机维持较高增长

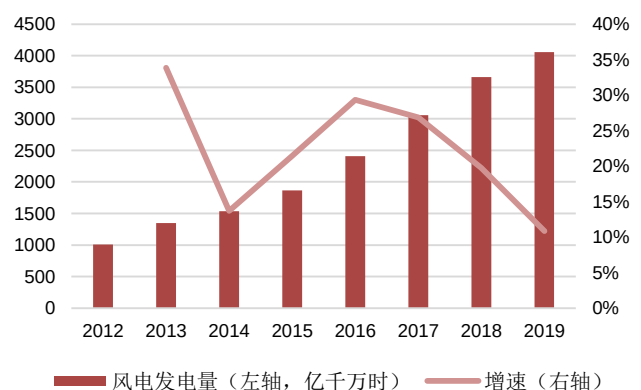
2019 年我国风电新增并网装机 25.79GW, 同比增加 25%; 累计并网容量 210.05GW, 同比增长 14%。2019 年风能发电量 4057 亿千瓦时, 同比增加 10.85%。同时 2019 年全国弃风电量 169 亿千瓦时, 同比减少 108 亿千瓦时, 平均弃风率 4%, 同比下降 3 个百分点, 弃风限电状况进一步得到缓解。2016-2019 年全国并网风电设备平均利用小时数整体呈现上升趋势, 主要得益于弃风弃光问题的改善。

图 15: 我国 2012 年来风能累计装机容量



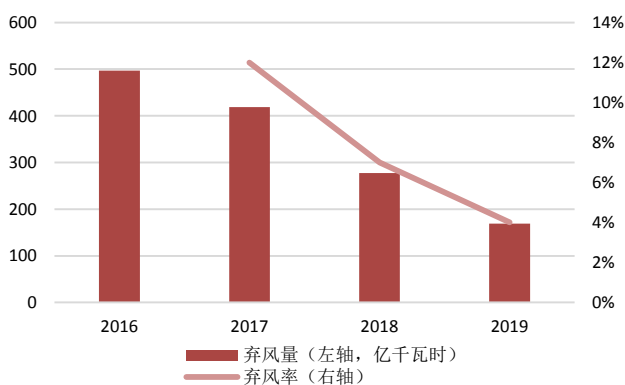
数据来源: 能源局, 西南证券整理

图 16: 我国 2012 年来风能发电量



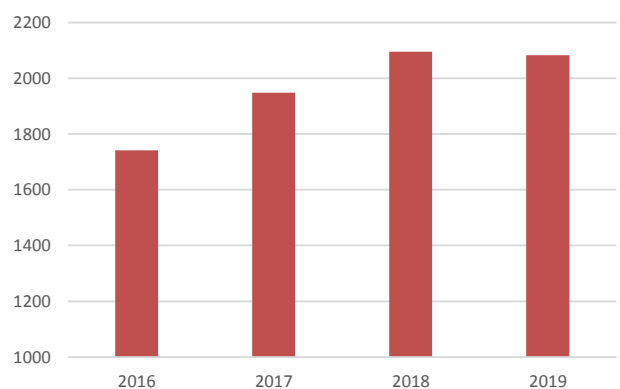
数据来源: 能源局, 西南证券整理

图 17: 2016-2019 年我国弃风量及弃风率情况



数据来源: 能源局, 西南证券整理

图 18: 2016-2019 年我国并网风电设备平均利用小时数



数据来源: 中电联, 西南证券整理

2019 年是我国风电行业至关重要的一年，为推动风电产业健康可持续发展，以及实现 2021 年陆上风电项目全面平价上网的目标，国家发改委、国家能源局和国家林业和草原局等部门密集发布了多项涉及风电项目用地（林）、上网电价、竞争性配置和消纳保障等方面的规定，规范和促进了风电项目发展。

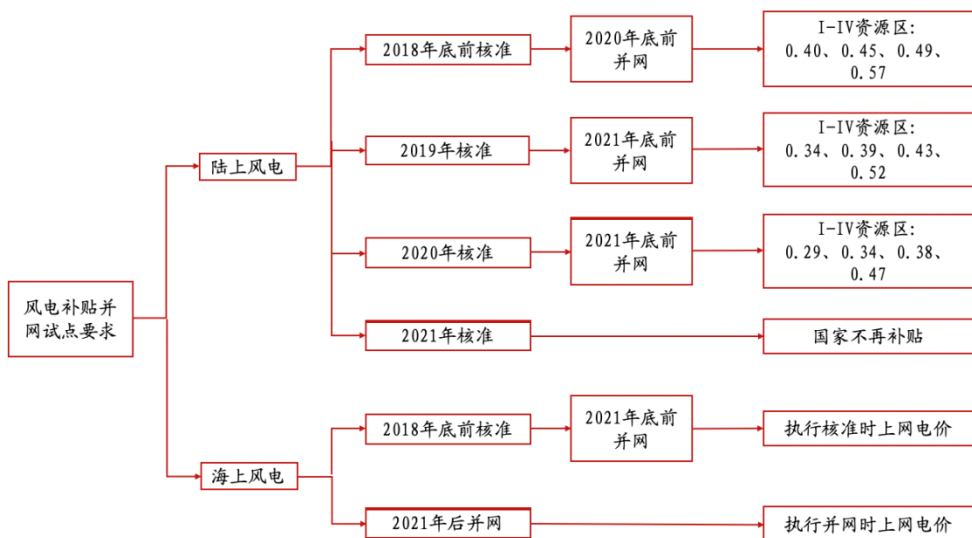
规范风电项目建设使用林地，明确风电项目禁止和限制建设的区域。2019 年 2 月 26 日国家林业和草原局下发了《国家林业和草原局关于规范风电场项目建设使用林地的通知》（林资发〔2019〕17 号），提出要依法规范风电场建设使用林地，在《建设项目使用林地审核审批管理办法》（国家林业局令第 42 号）的基础上提出了更严格的要求。风电项目投资主体在项目选址时，应尽量减少项目占用林地的范围，严格避让禁止建设风电项目的林地和区域，并尽量避让限制建设风电项目的林地和区域。

优先建设平价上网项目，加大需国家补贴项目的竞争配置力度。2019 年 5 月 28 日国家能源局下发了《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》（国能发新能〔2019〕49 号）并同步印发了《2019 年风电项目建设工作方案》。一是对 2019 年度已无需国家补贴竞争配置项目总量规模指标的地区，在确保具备消纳条件的前提下，可开展建设与消纳能力相匹配的平价上网风电项目；二是在各地区消纳能力配置方面，在不影响已并网和核准有效项目的电力消纳基础上，测算确认的消纳能力优先向新建平价上网项目配置；三是对已核准且在有效期的在建项目，如果消纳能力有限，优先落实自愿转为平价上网的项目的电力送出和消纳。

风电项目上网电价改为指导价，标杆上网电价已成为历史；上网电价进一步下调，明确陆上风电平价上网时间表。2019 年 5 月 21 日国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号）中，将陆上和海上风电项目电价由标杆上网电价调整为指导价，作为企业申报上网电价的上限，为风电项目竞争性配置开展提供依据。明确 2019 年 I-IV 类资源区符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准陆上风电指导价分别为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元（含税），与 2016 年下调后的风电上网标杆价相比，前三类风资源区的电价又下调了 0.06 元，第四类下调了 0.05 元。2020 的风电上网电价进一步下调，I-IV 类风区统一再降 0.05 元，分别为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元（含税）。同时自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。陆上风电上网电价将快速平稳地退坡并到 2021 年实现平价上网。

明确陆上风电项目的补贴期限，将带来风电项目抢装潮。2019 年 5 月 21 日国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号）中明确，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。在上述政策的背景下，企业势必要确保风电项目能在《电价通知》规定的期限前完成并网，以便能享受国家补贴或当年度的上网电价，预计风电行业近三年将迎来抢装潮。

图 19：我国电力政策调整一览



数据来源：国家能源局，西南证券整理

表 1：2009-2020 我国陆上风电标杆电价（元/千瓦时）

	2009-2014	2015	2016-2017	2018	2019	2020	2021
I 类	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29	平价上网
II 类	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39	0.34	
III 类	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38	
IV 类	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47	

数据来源：北极星电力新闻网，西南证券整理

3 公司分析：绿色能源运营与综合能源服务双主线运营

公司聚焦长三角、珠三角、京津冀等经济发达地区，为包括苏州工业园区、广州经济技术开发区等在内的数十个国家级、省级工业园区提供热电冷多联供服务，下属的运营电厂中 17 家位于江苏省的 12 个开发区和 4 个城镇；4 家位于浙江省的 3 个开发区和 1 个城镇；1 家位于广州经济技术开发区，1 家位于广东省中山市；服务热用户 1500 余家，其中包括三星、富士康等多家世界五百强企业，用户覆盖医药、化工、制造等行业。经济发达地区对电力和热力旺盛的需求为本公司实现经营业绩提供了良好保障。

3.1 热电联产：拥有布局先发优势，在江、浙、鄂工业园区布局多个项目

截止 2020H1 公司热电联产装机达 2829.14MW，占总装机的 90%。其中天然气热电联产装机 2497.14MW，占比 79%，燃煤热电联产装机 332MW，占比 10%。16 年以前，燃煤热电联产是公司主要的收入来源；15 年，上海其辰以广州蓝天燃机 92%股权向公司出资，无锡蓝天项目投运，公司天然气热电联产产能翻倍达到 1472MW；18 年南京协鑫和昆山分布式项目投运，天然气热电联产装机达 1959.14MW；19 年国电中山项目投运后达到

2497.14MW。收入也随之明显增长，公司 2019 年天然气发电收入达到 56.26 亿元，占比营收 52%。同时，2016-2019 年公司天然气机组发电利用小时数均在 4300 小时以上，其中 18-19 年新投运项目增多导致利用小时数有所降低，总体利用小时数远高于行业平均。

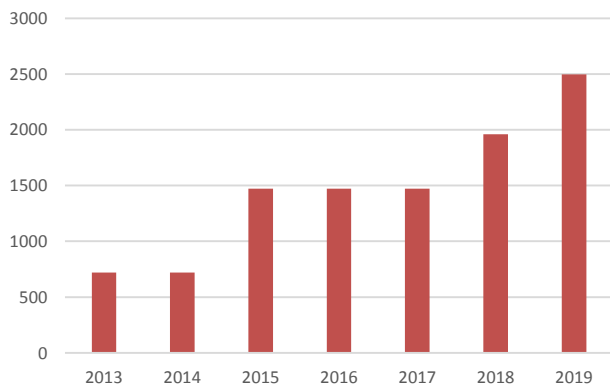
不同于五大发电集团侧重发电规模，公司注重差异化竞争路线专注燃机热电领域，目前来看这种标的具有稀缺性，市场上尚未有可比较大规模公司，公司燃气发电领域优势显著。由于热电联产项目的选址对于周边热用户的热负荷要求高，且根据国家规定，在一定的供热半径内（一般为 10 公里，浙江省为 15 公里）不重复规划建设热电联产项目。因此，热电联产项目的先发优势会为企业创造区域排他性优势。公司自 2000 年起从事热电联产业务，至今已积累了 20 年的投资与运营经验，下属热电联产项目主要分布于江苏、浙江、广东等经济发达省市的国家级和省级开发区。

表 2：协鑫能科下属热电联产项目布局

公司简称	所在省市	所在区位	区位性质
南京协鑫燃机	江苏省南京市	江宁经济技术开发区	国家级
昆山分布式	江苏省苏州市	昆山高新开发区	国家级
苏州蓝天燃机	江苏省苏州市	苏州工业园区	国家级
苏州北部燃机	江苏省苏州市	苏州工业园区	国家级
无锡蓝天燃机	江苏省无锡市	无锡高新技术开发区	国家级
扬州污泥发电	江苏省扬州市	扬州经济技术开发区	国家级
连云港污泥发电	江苏省连云港市	连云港经济技术开发区	国家级
海门热电	江苏省南通市	海门经济技术开发区	国家级
广州蓝天燃机	广东省广州市	广州经济技术开发区	国家级
嘉兴热电	浙江省嘉兴市	嘉兴市秀洲国家高新区	国家级
宝应生物质发电	江苏省扬州市	宝应安宜工业园区	省级
连云港生物质发电	江苏省连云港市	赣榆经济开发区	省级
如东热电	江苏省南通市	如东经济开发区	省级
丰县鑫源热电	江苏省徐州市	丰县经济技术开发区	省级
湖州热电	浙江省湖州市	湖州南浔区练市工业园区	省级
兰溪热电	浙江省金华市	兰溪经济开发区	省级
东台热电	江苏省盐城市	东台市	城镇
中山燃机	广东省中山市	中山市民众镇	城镇
濮院热电	浙江省嘉兴市	桐乡濮院镇	城镇

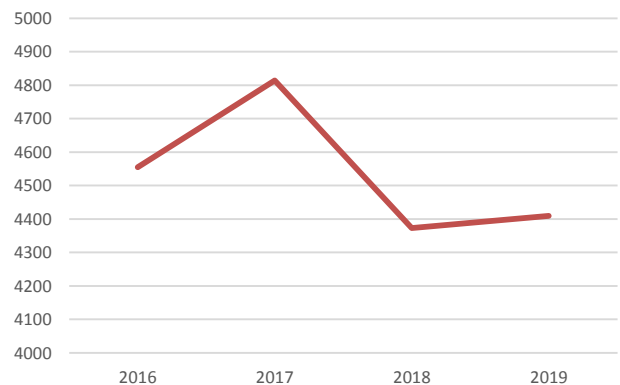
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20: 2013-2019 年公司天然气热电联产装机情况 (MW)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 2016-2019 年公司气电利用小时数 (小时)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3: 碳中和相关政策

日期	事件	主要内容
2020.09	第七十五届联合国大会一般性辩论	习近平总书记发言: 中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和
2020.12	气候雄心峰会	习近平总书记宣布: 到 2030 年, 中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上, 非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右, 森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上
2020.12	中央经济工作会议	习近平总书记指出要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案, 支持有条件的地方率先达峰。要加快调整优化产业结构、能源结构, 推动煤炭消费尽早达峰, 大力发展新能源, 加快建设全国用能权、碳排放权交易市场
2021.03	十三届全国人大四次会议	李克强总理提出制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。推动煤炭清洁高效利用, 大力发展新能源, 在确保安全的前提下积极有序发展核电。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场, 完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策, 设立碳减排支持工具

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

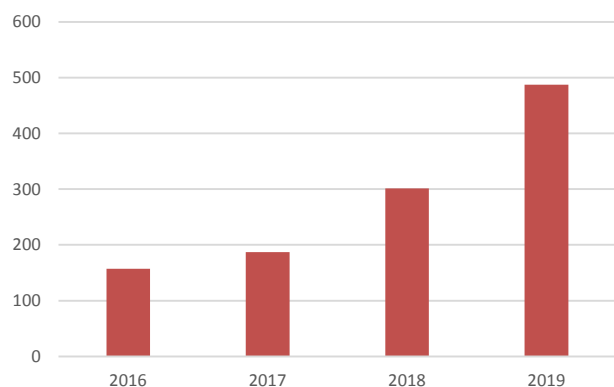
习近平总书记提出在 2030 年实现“碳达峰”、2060 年实现“碳中和”的目标, 将推动我国能源结构加速转型。目前我国能源结构仍以化石能源为主。在产生相同热量下, 天然气的碳排放量只有烟煤的 68%, 柴油的 76%, 天然气的碳强度 (单位热值二氧化碳排放量) 明显更低。综合考虑我国资源禀赋和“碳中和”目标, 短期内能源供应仍将以化石能源为主, 天然气作为相对低碳的能源将在碳达峰过程中逐渐替代煤炭和石油, 消费占比将显著提升; 中长期来看, 传统化石能源供应占比会逐渐下降。

21 年初公司高州分布式和中马分布式项目并网发电, 装机容量合计 300MW, 将进一步提升天然气热电联产领域的营收规模。后续新建浏阳项目等, 在建储备项目持续落地, 拉动天然气发电业务快速增长。

3.2 天然气热电联产装机容量快速增长,推动电力与蒸汽销售收入高增长

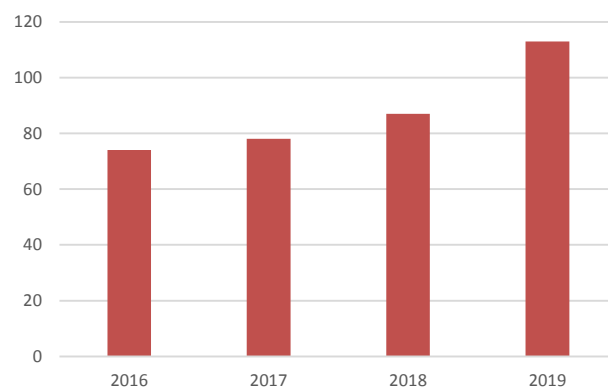
随着天然气热电联产装机规模的扩大,公司电力、蒸汽销售均显著提升。2018-2019 年公司天然气热电联产供汽量 CAGR 达 61.38%,发电量 CAGR 为 20.36%;2019 年天然气热电联产供汽量达 487 万吨,发电量达 113 亿千瓦时。

图 22: 2016-2019 年公司天然气热电联产供汽量 (万吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 2016-2019 年公司天然气热电联产发电量 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 风力发电在建工程储备丰厚,增量收入可期

截止 2020H1, 公司风电并网装机 215MW, 主要分布在内蒙古和陕西。2020 年 8 月辽宁聚鑫风电正式投运, 收购云顶山项目等, 目前公司并网风电 265MW 公司, 在营、在建、拟建储备丰富, 风电项目建成后风电在公司发电容量中的占比将显著提升, 在电力销售上可带来良好的增量效应。

表 4: 公司部分风电运营项目统计

序号	类别	项目名称	所在地区	装机容量 (MW)
1	运营项目	国泰风电	内蒙古	49.5
2		富强风电	内蒙古	49.5
3		榆林亿鸿新能源	陕西	100
4		辽宁聚鑫风电	辽宁	50
5		来安风电	安徽	50
6		兴化风电	江苏	50
7		偏关风电	山西	99.5
8		睢宁风电	江苏	100
9		新沂风电	江苏	50
10		江苏泗洪风电项目	江苏	75
11	收购项目	云顶山风电	山西	184.5

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

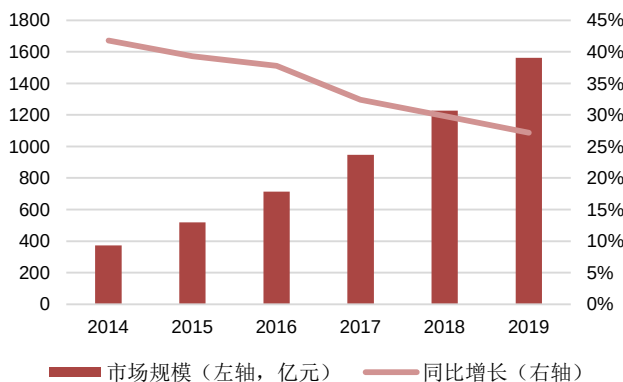
目前我国可再生能源发电公司的上网电量主要包括标杆上网电价和可再生能源电价的补贴。发电项目实现并网发电后，脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分由电网公司及时结算直接支付，但是可再生能源电价补贴部分则需要上报国家财政部，由国家财政部根据国家能源局发布的补贴企业目录，从可再生能源基金中拨付。可再生能源基金来源主要是工商业用户支付的每度电里包含的可再生能源附加费，目前新投产的新能源发电项目从投产到进入补贴企业名录间隔时间较长，财政部正在研究通过发债、融资、提价等模式解决可再生能源补贴拖欠问题的可能性，目前各方仍在协调。如果新政策落地推行，拥有电站资产的风电运营企业，经营情况将显著改善。

3.4 综合能源领域以重资产带动轻资产业务，积极布局 IDC

数据中心业务模式 (IDC)，发挥和现有能源园区项目的协同效应。IDC 的底层逻辑为流量的增长，流量的增长和对 IDC 的需求尚看不到明显天花板，未来发展空间大。2020 年为我国 5G 商用元年，随着 5G 网络普及，移动端数据流量将迎来爆发性增长。IDC 上游基础设施主要为建设数据中心的硬件供应商，下游终端客户主要以金融公司、互联网公司为主。IDC 服务商处于大数据产业链中游，商业模式看，其上游为包括 IT 设备、电源设备、运营商等的基础设施提供商，用以供给网络侧及硬件侧的设备等的必要环节，数据中心的建设主要服务于运营商及第三方委托机构，目前主要以自建及第三方租用为主，对外提供 IaaS 端 (Infrastructure as a Service, 基础设施即服务)/SaaS 端 (Software as a Service, 软件即服务) 等云服务;下游最终用户包括所有需要利用 IDC 机房进行数据储存和运行的互联网企业、金融机构、政府机关等，整体看，为数据服务的特殊性质决定了其行业“基础设施”定位。金融客户、政企客户：金融政企客户对价格敏感度低，对运维的便捷性、数据的安全性、运营的稳定性要求高。金融政企的总部主要位于一线城市，总部对 IDC 的需求较大，同时考虑到数据的安全性，客户的服务器一般都由客户自己进行维护，而优秀的运维工程师一般聚集在一线城市，考虑到运维的便捷性和数据的安全性，金融政企客户倾向于选择离自己距离近的一线 IDC 机房；互联网客户：对价格敏感度高，热数据对网速要求高、冷数据对成本控制要求高。互联网客户的冷数据可以存放在二三线偏远机房，核心诉求是降低成本，在二三线他们通常倾向于自建/代建的方式；互联网客户的热数据对网速要求高，必须存放在一线核心机房。

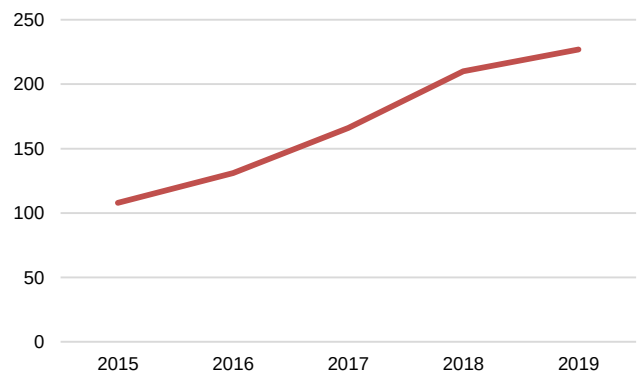
一线聚集了大量优质客户，需求和盈利的确定性最强。一线的客户包括互联网企业、金融企业、大政企等，互联网企业热数据必须放在一线 IDC，而金融和大政企客户出于对距离和安全的考量，也倾向于选择一线 IDC，同时随着云计算的发展，一线单体大规模 IDC 逐渐成为刚需，且由于一线政策偏紧，稀缺性价值较为显著，IDC 企业具备较强议价能力，且远期存在提价空间，我们认为在一线进行大规模 IDC 卡位的龙头，有望充分享受行业发展红利。二三线的主要需求来自于互联网企业基地型项目的代建，有望分享互联网企业高成长的红利。互联网企业倾向于找第三方 IDC 企业代建的模式，即互联网企业搞定能耗、土地、带宽、电力等资源，由 IDC 企业代投里面的机电设备，且通常设置 10 年左右的运营期，相对于一线布局的 IDC 企业而言，代建模式盈利能力和议价能力较弱，但有望伴随着互联网企业的快速发展而实现快速成长。

图 24：我国 IDC 市场规模及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：我国 IDC 机架数量（万架）



数据来源：Wind，西南证券整理

目前公司已在广州经济技术开发区、广东茂名高州市金山工业园以及江苏无锡取得 11000 个机柜的备案，并将继续积极布局北上两地。在超一线城市附近建立数据中心协鑫能科有独到优势：首先，在数据中心投资中能源约占固定资产投资的 35%。作为基础设施企业协鑫能科在长三角、珠三角和京津冀的产业园区长期投资运营热电厂，公司在土地、项目保有等方面具备快速切入市场的能力。IDC 是高能耗中心，而协鑫能科是能源供应企业，能耗管理是擅长的领域。双方可以优势互补、互利共赢，协鑫能科保证数据中心供能，IDC 直接提高现有项目的利用率。其次，从投资方面而言，充分利用现有热电厂的发电、供电设备，可以减少 IDC 能源站的重复投资，节约 15% 左右的投资费用。从运营方面测算，能源成本占到 IDC 运营总成本的 45%。对于其它企业高额的能耗成本，协鑫能科采用热电冷联供技术集中消化，能降低 5-15%。目前协鑫能科正联合 GE、西门子等公司，研究是否可以利用燃机电厂的稳定电源取代当前 IDC 广泛采用的应急电源——柴油发电机。这一技术环节一旦解决，数据中心的建设成本还可再降 15%，协鑫能科 IDC 业务发展优势将更大。

配电业务：积极参与国家增量配电业务改革试点项目

协鑫能科顺应新一轮电力体制改革的浪潮，借助园区热电联产的先发优势，也在率先进军其他综合能源服务领域，目前已在售电、需求侧、供热等领域服务 4000 余家工商业客户。

国家增量配电业务改革试点项目，配电网业务满足电力配送需要和规划要，的增量配电网投资、建设、运营及以混合所有制方式投资配电网扩容扩建。公司目前累计参与 5 个项目开发，其中金寨、徐州项目已投产。

售电业务，售电公司参与电力交易而形成业务称为售电业务。电力交易主要指符合准入条件的发电企业、售电企业、电力用户等市场主体，通过市场化方式，开展的以年、月、日等周期为单位的电力直接交易、跨省跨区交易、合同电量转让等交易。2019 年协鑫能科全国交易电量超过 150 亿千瓦时，2020 年上半年市场化交易电量约 68.8 亿千瓦时，在国内售电公司中位居前列，老用户续签率达到 80%，粘性不断增强；公司目前已经在 13 个省份取得售电业务资质，其中已开展售电业务的项目公司包括包头协鑫、江苏售电、云南售电、贵州售电、南方售电、河北售电、重庆能源、广西售电、濮阳能源服务、湖南售电、山东能源服务、江苏输配售电和苏州智电。

储能业务：打造多场景储能应用

多场景储能应用--“嫦娥”系列储能电站，公司储能业务主要是在电网电价处于谷值时，由电网向储能电站充电；在电网电价处于峰值时，由储能电站向电网输电。公司目前已管理 26MWh 用户侧储能项目；进军能效管理领域，公司拥有国家“需求侧管理服务机构”一级资质，用户侧管理容量超过 1200 万 kVA，能够为工业企业提供负荷预测及节能服务。

3.5 积极探索 REITs 或可助力盘活存量资产，改善融资压力

公司 2020H1 资产负债率为 70.5%，主要原因是根据国家政策需要补贴的项目需要今年建成完成并网，所以集中在 19 下半年和 20 年上半年建设，集中的工程量推高了公司的资产负债率。

股权合作的方式改善负债率：2020 年 1 月 3 日，公司将国电中山燃气发电有限公司 6.18% 的股权，向中山元峰企业管理合伙企业出售，交易价格 0.17 亿元；2020 年 6 月 15 日，公司将太仓协鑫垃圾焚烧发电有限公司 49% 的股权，向太仓市城投环建设投资有限公司出售，交易价格 1.28 亿元。19 年 9 月对其下属控股公司宁高燃机增资人民币 8,736 万元，引入两名新股东对宁高燃机共同投资，新股东华光股份现金出资 10,967 万元，新股东鑫高投资现金出资 297 万元，宁高燃机注册资本共增加 20,000 万元。系列措施有利于下属控股子公司优化资源配置，改善资产负债率，符合公司的长期发展战略和全体股东利益。

公募 REITs 试点：2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志我国公募 REITs 试点正式起航，新基建、能源、信息网络等 7 大领域为公募 REITs 试点关注行业。REITs 发行要求公司具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。对于国内能源类企业而言，REITs 可以给成熟项目很好的变现渠道，有助于盘活存量资产一次性获得可观的投资收益用于新项目的开发和建设，增加隐形杠杆并改善融资压力。具体而言，项目做了 REITs 之后财务报表要从母公司剥离：资产端资产、折旧摊销等均实现出表，有助于降低资金风险和财务成本，同时可以将商誉一并剥离，有助于提升整体 ROE 水平。

3.6 从能源生产向综合能源服务转型，聚焦绿色出行生态，打造领先的移动能源服务商

公司 2021 年 3 月 22 日最新公告表示，到 2050 年全球电力需求较常规发展模式额外增加 23 万亿 kWh，电力消费在终端消费的比重将显著提升，电能在交通领域的消费比重从目前的 1% 上升到 34%，电动汽车用电量占电力消费的比重从目前的 0.5% 上升到 11.5%，而中国这一比例将达到 12.9%。到 2040 年，全球电动汽车保有量将超过 5.5 亿，中国作为全球最大的电动车市场，保有量将超过 2.3 亿，年耗电量超过 7500 亿 kWh，充换电是移动新能源革命的最大商机。面临上述机遇，公司将在稳健发展清洁能源及热电联产业务的同时，继续从能源生产向综合能源服务转型，聚焦绿色出行生态，以大湾区、长三角、西南地区、中原地区四地作为重点布局 and 深耕区域，打造辐射全国的移动能源服务领军企业，助力新一代智慧移动能源生态建设。

本着优势互补、互利互惠的原则，经友好协商，公司拟与中金资本运营有限公司签署《战略合作协议》，双方合作将以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。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。合作基金名称拟定为：中金协鑫碳中和产业投资基金（有限合伙）。基金总规模不超过 100 亿元，其中协鑫能科或其关联方/指定实体出资约占基金总规模的 51%；中金资本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%。基金首期规模约 40 亿元。基金将围绕移动能源生态进行股权投资，主要投向充换电网络、网约车出行平台、智能车辆管理平台、电池资产管理、电池梯次利用等移动能源产业链上下游优质项目。

表 5：公司移动能源业务情况

业务	具体内容
换电站一体化解决方案	提供换电站及换电站核心部件的研发、设计等一体化解决方案，通过开展广泛的合作推动“换电站共享化”及换电站无人值守
换电站运营及能源服务	提供快速换电服务的同时提供换充储一体化电力交易、电池运营及健康管理等服务
电池梯次利用	不断精进残值评估技术、一致性梯次分选技术、电池再成组技术、BMS 和储能系统级均衡技术、梯次储能应用技术，推动电池梯次利用

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 拟发起碳中和产业投资基金，布局移动能源产业链

3 月 21 日公司发布公告，拟与中金资本签署《战略合作协议》，拟发起以“碳中和”为主题的产业基金，总规模不超过 100 亿元，首期规模约 40 亿元。基金将围绕移动能源生态进行股权投资，主要投向充换电网络、网约车出行平台、智能车辆管理平台、电池资产管理、电池梯次利用等移动能源产业链上下游优质项目。

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。双方发挥各自在行业领域的先导优势，在移动能源产业链上下游优质项目和充换电平台等项目进行全面合作和资源共享，助力公司打造高效、经济、绿色出行生态，成为领先的移动能源服务商。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司电力销售主要在天然气发电、风电装机增量中，预计 2020-2022 年公司天然气装机约 2800 MW、3100 MW 和 3300 MW，风电经历 2020 年抢装后预计 2020-2022 年公司装机约 500MW、650MW 和 800MW，利用小时数参考历史均值，毛利率维持在约 20%；

假设 2：公司蒸汽销售 2020 年略受影响，后期将配合主营业务良性增长，预计 2020-2022 年 5%、15%、15% 的增长率，毛利率维持在约 17%；

假设 3：公司其他业务未来三年营收维持 0%-5% 的增长率，毛利率维持在 45% 附近。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电力销售	收入	7302.0	8397.3	9740.9	11202.0
	增速	/	15.0%	16.0%	15.0%
	毛利率	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
蒸汽销售	收入	2901.0	3046.3	3503.2	4028.7
	增速	/	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
其他	收入	695.2	695.0	729.7	766.2
	增速	/	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	45.5%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	10898.2	12138.6	13973.9	15997.0
	增速	2208.9%	11.4%	15.1%	14.5%
	毛利率	20.4%	20.3%	20.2%	20.1%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取新能源发电中的四家公司，四家公司平均 PETTM 为 19 倍，20-22 年平均估值为 20 倍、18 倍、14 倍。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.61 元、0.74 元和 0.91 元，对应 PE 为 14X/11X 和 9X，低于其他新能源发电公司的平均水平，存在一定低估。考虑公司储备项目资产和持续增长力，给与公司 21 年 15XPE，首次覆盖，给与“买入”评级，目标价 11.1 元。

表 7：可比公司估值

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
				TTM	20E	21E	22E	
1	002015	协鑫能科	113	11	13	11	9	1.5
行业平均			-	19	20	18	14	1.4
2	601016.SH	节能风电	217	25	27	27	20	1.8
3	600483.SH	福能股份	168	13	11	9	7	1.0
4	000591	太阳能	228	20	22	17	13	1.6

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

燃料价格波动风险。天然气和煤炭是公司的主要燃料，燃料采购价格是公司主要营业成本和经营业绩的重要影响因素。如果未来燃料供应紧张，价格持续上涨，或者燃料价格出现大幅波动，而国家相关部门没有及时调整电力、蒸汽价格，或者所调整的价格不能弥补燃料价格上涨引起的成本增加，或者因燃料价格上涨而增加了存货对流动资金的占用，则公司的经营业绩面临下滑的风险。

财务风险，债务压力较大。公司所处行业为资本密集型行业，为支持业务的持续发展，需要不断获得长期资金支持，公司目前已与多家金融机构建立合作关系，同时各种直融工具发行顺畅，但若未来国家宏观金融政策收紧，或信用评级出现负面变化，将影响本公司融资的顺利进行，进而影响本公司的新项目建设。

项目建设低于预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10898.26	12138.62	13973.89	15997.00	净利润	836.42	1135.66	1323.57	1540.76
营业成本	8670.33	9671.27	11151.25	12783.80	折旧与摊销	666.96	620.03	644.99	670.71
营业税金及附加	74.96	83.49	96.12	110.03	财务费用	610.38	778.70	829.31	839.63
销售费用	26.99	36.42	34.93	39.99	资产减值损失	-96.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	588.39	582.65	649.79	751.86	经营营运资本变动	-419.94	-1446.69	-388.04	-27.96
财务费用	610.38	778.70	829.31	839.63	其他	34.15	-300.00	-300.00	-302.48
资产减值损失	-96.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1631.03	787.70	2109.83	2720.66
投资收益	120.03	300.00	300.00	300.00	资本支出	-13118.34	-800.00	-800.00	-800.00
公允价值变动损益	14.87	0.00	0.00	2.48	其他	11965.79	300.00	300.00	302.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1152.55	-500.00	-500.00	-497.52
营业利润	1137.85	1286.10	1512.50	1774.17	短期借款	3524.26	1784.84	-330.88	-887.85
其他非经营损益	82.17	82.17	82.17	82.17	长期借款	4889.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	1220.02	1368.26	1594.66	1856.33	股权融资	3389.34	0.00	0.00	0.00
所得税	383.59	232.60	271.09	315.58	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	836.42	1135.66	1323.57	1540.76	其他	-12249.87	-2061.57	-829.31	-839.63
少数股东损益	282.82	306.63	317.66	308.15	筹资活动现金流净额	-446.43	-276.73	-1160.19	-1727.48
归属母公司股东净利润	553.60	829.03	1005.91	1232.61	现金流量净额	35.12	10.97	449.64	495.66
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2962.99	2973.96	3423.60	3919.26	成长能力				
应收和预付款项	2467.54	2749.03	3165.47	3624.59	销售收入增长率	2209.86%	11.38%	15.12%	14.48%
存货	196.84	219.78	253.71	291.14	营业利润增长率	15493.42%	13.03%	17.60%	17.30%
其他流动资产	680.78	2093.98	2454.46	2446.69	净利润增长率	13998.70%	35.78%	16.55%	16.41%
长期股权投资	1276.84	1276.84	1276.84	1276.84	EBITDA 增长率	15333.84%	11.16%	11.25%	9.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	13170.39	13418.63	13641.91	13839.46	毛利率	20.44%	20.33%	20.20%	20.09%
无形资产和开发支出	1231.14	1162.98	1094.82	1026.66	三费率	11.25%	11.52%	10.83%	10.20%
其他非流动资产	2094.37	2094.26	2094.15	2094.04	净利率	7.67%	9.36%	9.47%	9.63%
资产总计	24080.88	25989.46	27404.97	28518.69	ROE	10.89%	12.85%	13.02%	13.16%
短期借款	3524.26	5309.10	4978.23	4090.38	ROA	3.47%	4.37%	4.83%	5.40%
应付和预收款项	950.14	1046.72	1211.71	1388.12	ROIC	16.08%	11.28%	11.67%	12.41%
长期借款	4889.84	4889.84	4889.84	4889.84	EBITDA/销售收入	22.16%	22.12%	21.37%	20.53%
其他负债	7032.67	5903.45	6161.28	6445.68	营运能力				
负债合计	16396.92	17149.11	17241.05	16814.02	总资产周转率	0.88	0.48	0.52	0.57
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46	固定资产周转率	2.05	1.14	1.30	1.47
资本公积	3677.20	3677.20	3677.20	3677.20	应收账款周转率	11.23	6.07	6.16	6.15
留存收益	-177.33	651.70	1657.61	2890.22	存货周转率	51.48	46.00	46.72	46.60
归属母公司股东权益	4831.61	5681.36	6687.28	7919.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.62%	—	—	—
少数股东权益	2852.35	3158.98	3476.64	3784.79	资本结构				
股东权益合计	7683.96	8840.34	10163.91	11704.67	资产负债率	68.09%	65.98%	62.91%	58.96%
负债和股东权益合计	24080.88	25989.46	27404.97	28518.69	带息债务/总负债	54.35%	62.37%	60.12%	56.37%
					流动比率	0.87	1.00	1.14	1.33
					速动比率	0.84	0.97	1.11	1.30
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	2415.19	2684.82	2986.79	3284.51	每股收益	0.41	0.61	0.74	0.91
PE	20.47	13.67	11.27	9.19	每股净资产	3.57	4.20	4.94	5.86
PB	2.35	1.99	1.69	1.43	每股经营现金	1.21	0.58	1.56	2.01
PS	1.04	0.93	0.81	0.71	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	6.83	6.32	5.42	4.50					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn