

募资建设换电站, 换电业务有望落地

投资要点

- **事件:** 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 拟募集资金不超过 50 亿元, 其中拟使用 33 亿元用于 488 个新能源汽车换电站建设项目, 拟使用 2 亿元用于信息系统平台及研发中心建设项目, 15 亿元拟用于补充流动资金。本次非公开发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 30%, 按此计算, 股票数量不超过 4.05 亿股(含本数)。
- **换电业务持续推进, 拓宽业务空间。** 新能源汽车换电站建设项目计划在江苏、浙江、广东、广西、新疆等地区进行, 拟通过租赁场地的方式新建约 313 个乘用车换电站和 175 个重卡车换电站, 合计 488 个换电站, 同时引进相关辅助配套设施。单个乘用车换电站的设计产能为 100 辆/天, 提供换电运营里程为 1155 万公里/年; 单个重卡车换电站的设计产能为 40 辆/天, 提供换电运营里程为 374.4 万公里/年。根据项目可行性研究报告, 单个乘用车换电站的全投资内部收益率(税后)为 10.74%, 投资回收期(税后)为 5.14 年; 单个重卡车换电站的全投资内部收益率(税后)为 13.90%, 投资回收期(税后)为 4.92 年, 总体经济效益良好。长期来看, 随着换电业务落地, 业务空间拓宽, 该项业务将为公司带来新的收入增长。
- **信息研发同建设, 积极提升竞争力。** 信息系统平台及研发中心建设项目计划使用 2 亿元, 规划使用面积 1100 平方米, 通过引进国内外先进研发实验设备, 改善公司研发办公环境, 招聘国内外优秀行业技术人才, 增强公司整体信息化水平及换电站技术研发能力, 从而提升公司在行业中的竞争地位。
- **改善公司财务结构, 分红规划彰显信心。** 截至到 2021Q1, 公司的资产负债率为 69.93%, 处于偏高水平, 本次定增预案募集资金用于补充公司流动资金, 将改善公司资本结构, 降低财务风险。同时公司也发布了 2021-2023 年股东分红回报规划, 在满足现金分红的条件下, 每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%, 且任何三个连续年度内, 公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%, 该分红规划彰显了公司长期发展的信心及对股东投资的良性回馈。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.73/0.85/1.02 元, 对 PE 为 13x/11x/9x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 成本端价格或大幅波动、换电业务拓展不及预期、资产负债率过高偿债压力大风险等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11305.93	12951.26	14840.87	17219.47
增长率	3.74%	14.55%	14.59%	16.03%
归属母公司净利润(百万元)	801.76	986.68	1156.31	1382.41
增长率	44.83%	23.06%	17.19%	19.55%
每股收益 EPS(元)	0.59	0.73	0.85	1.02
净资产收益率 ROE	12.35%	13.42%	13.91%	14.60%
PE	16	13	11	9
PB	2.21	1.95	1.71	1.49

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)	5.22-11.07
总市值(亿元)	126.86
总资产(亿元)	283.78
每股净资产(元)	4.35

相关研究

1. 协鑫能科(002015): 装机规模快速增长, 首次实现分红 (2021-04-09)
2. 协鑫能科(002015): 碳中和下新能源运营与综合能源服务双线拓展 (2021-03-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11305.93	12951.26	14840.87	17219.47	净利润	1033.47	1264.97	1482.45	1772.32
营业成本	8520.22	9873.33	11327.79	13157.33	折旧与摊销	756.81	760.29	792.17	823.43
营业税金及附加	86.91	99.56	114.09	132.37	财务费用	625.52	725.48	751.28	745.39
销售费用	45.74	51.81	59.36	68.88	资产减值损失	-311.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	515.60	595.76	667.84	774.88	经营营运资本变动	1140.77	-1440.87	313.01	-237.81
财务费用	625.52	725.48	751.28	745.39	其他	-962.17	-55.00	-55.00	-54.97
资产减值损失	-311.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2283.40	1254.87	3283.91	3048.35
投资收益	55.09	55.00	55.00	55.00	资本支出	-4980.24	-800.00	-800.00	-800.00
公允价值变动损益	-0.15	0.00	0.00	-0.03	其他	1819.80	55.00	55.00	54.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3160.43	-745.00	-745.00	-745.03
营业利润	1326.88	1660.33	1975.51	2395.61	短期借款	-783.26	2061.23	-1078.00	-686.11
其他非经营损益	172.97	172.97	172.97	172.97	长期借款	630.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	1499.85	1833.30	2148.48	2568.58	股权融资	75.69	0.00	0.00	0.00
所得税	466.37	568.32	666.03	796.26	支付股利	0.00	-200.44	-246.67	-289.08
净利润	1033.47	1264.97	1482.45	1772.32	其他	1116.14	-2139.63	-751.28	-745.39
少数股东损益	231.71	278.29	326.14	389.91	筹资活动现金流净额	1039.02	-278.84	-2075.96	-1720.57
归属母公司股东净利润	801.76	986.68	1156.31	1382.41	现金流量净额	160.15	231.03	462.95	582.76
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2942.03	3173.06	3636.01	4218.77	成长能力				
应收和预付款项	3150.73	3622.93	4153.21	4820.55	销售收入增长率	3.74%	14.55%	14.59%	16.03%
存货	214.71	249.10	286.06	332.56	营业利润增长率	16.61%	25.13%	18.98%	21.27%
其他流动资产	785.40	1459.26	1181.12	1466.45	净利润增长率	23.56%	22.40%	17.19%	19.55%
长期股权投资	1624.21	1624.21	1624.21	1624.21	EBITDA 增长率	12.17%	16.13%	11.85%	12.66%
投资性房地产	56.05	56.05	56.05	56.05	获利能力				
固定资产和在建工程	16752.66	16882.29	16980.04	17046.52	毛利率	24.64%	23.77%	23.67%	23.59%
无形资产和开发支出	1624.62	1534.77	1444.91	1355.06	三费率	10.50%	10.60%	9.96%	9.23%
其他非流动资产	1052.20	1052.13	1052.07	1052.01	净利率	9.14%	9.77%	9.99%	10.29%
资产总计	28202.60	29653.80	30413.69	31972.17	ROE	12.35%	13.42%	13.91%	14.60%
短期借款	2741.00	4802.24	3724.24	3038.13	ROA	3.66%	4.27%	4.87%	5.54%
应付和预收款项	687.69	845.26	960.37	1109.13	ROIC	9.11%	10.14%	10.90%	12.22%
长期借款	5520.29	5520.29	5520.29	5520.29	EBITDA/销售收入	23.96%	24.29%	23.71%	23.02%
其他负债	10882.17	9062.72	9549.72	10162.31	营运能力				
负债合计	19831.15	20230.50	19754.61	19829.86	总资产周转率	0.43	0.45	0.49	0.55
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46	固定资产周转率	0.96	0.98	1.11	1.27
资本公积	3752.89	3752.89	3752.89	3752.89	应收账款周转率	6.03	6.50	6.51	6.54
留存收益	609.80	1396.04	2305.68	3399.01	存货周转率	41.03	42.24	42.05	42.29
归属母公司股东权益	5727.84	6501.40	7411.04	8504.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.17%	—	—	—
少数股东权益	2643.60	2921.90	3248.04	3637.95	资本结构				
股东权益合计	8371.45	9423.29	10659.07	12142.31	资产负债率	70.32%	68.22%	64.95%	62.02%
负债和股东权益合计	28202.60	29653.80	30413.69	31972.17	带息债务/总负债	42.48%	51.83%	47.63%	43.99%
					流动比率	0.83	0.95	1.09	1.27
					速动比率	0.80	0.92	1.06	1.23
					股利支付率	0.00%	20.31%	21.33%	20.91%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2709.21	3146.09	3518.96	3964.43	每股收益	0.59	0.73	0.85	1.02
PE	15.82	12.86	10.97	9.18	每股净资产	4.24	4.81	5.48	6.29
PB	2.21	1.95	1.71	1.49	每股经营现金	1.69	0.93	2.43	2.25
PS	1.12	0.98	0.85	0.74	每股股利	0.00	0.15	0.18	0.21
EV/EBITDA	6.77	5.97	4.90	4.03					
股息率	0.00%	1.58%	1.94%	2.28%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn