

清洁能源综合服务商，有望开启新成长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年上半年实现营收 60.7 亿元, 同比增长 14.1%; 实现归母净利润亿元 5.0 亿元, 同比增长 42.1%; 实现扣非归母净利润 4.4 亿元, 同比增长 49%。其中 Q2 实现营收 32.9 亿元, 同比增长 17.2%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 30.3%, 风力发电项目陆续并网运营带来收入和利润同增长, 风电业务的高毛利率带动利润增速大于收入增速, 业绩增长符合预期。
- **装机规模持续提升, 业绩增长良好。**截至 2021 上半年, 公司并网总装机容量为 4197.64MW, 其中: 燃机热电联产 2797.14MW, 风电 892MW, 生物质发电 60.5MW, 垃圾发电 116MW, 燃煤热电联产 332MW, 清洁能源装机容量合计占比超 92%。2021 年上半年新投产装机容量 517.6MW, 较 2020 年末增长 14.1%, 其中: 燃机热电联产 150MW (+5.7%), 风电 367.6MW (+41.2%)。装机规模持续提升, 带动为公司业绩良性增长, 未来公司将持续拓展清洁能源装机规模, 大力开发毛利相对较高风力发电项目, 适度开发燃机热电联产及垃圾发电项目, 通过优化资产结构提高公司整体盈利能力。
- **综合能源服务持续发力, 带来业务增量。**公司 2021 年上半年市场化交易服务电量 73.22 亿千瓦时, 配电项目累计投产容量 1091MVA, 同比增长 47%; 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 1330 万 kVA, 参加江苏省需求侧响应, 响应负荷超 700MW, 同比增长 40%; 2021 年 5 月, 安徽金寨现代产业园增量配电网项目正式投运, 主变容量 113MVA; 已投运储能、分布式能源、微网等能源服务项目超 20 家。
- **多方布局移动能源业务, 三季度有望投运。**在内部团队建设方面, 完成移动能源事业部组建, 取得总投资额超过 30 亿元项目备案; 在产品与平台研发方面, 完成商用车换电站、乘用车换电站、充电港等产品研发的技术方案冻结, 启动 APP 及运营平台开发工作; 在业务合作方面, 完成与车企、政府多份合作协议的签署。公司换电业务多方推进, 预计将在三季度起逐步投运, 随着公司换电站的落地投运, 有望开启新成长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.80/0.91/1.11 元, 对 PE 为 15x/13x/11x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 燃料价格大幅波动、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	13280.41	15344.10	17734.92
增长率	3.74%	17.46%	15.54%	15.58%
归属母公司净利润(百万元)	801.76	1086.42	1235.97	1494.91
增长率	44.83%	35.50%	13.76%	20.95%
每股收益EPS(元)	0.59	0.80	0.91	1.11
净资产收益率 ROE	12.35%	14.58%	14.59%	15.37%
PE	20	15	13	11
PB	2.81	2.44	2.13	1.84

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)	5.13
52 周内股价区间(元)	5.27-12.21
总市值(亿元)	160.81
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): 新增装机持续并网, 带动业绩增长 (2021-07-15)
2. 协鑫能科(002015): 募资建设换电站, 换电业务有望落地 (2021-06-16)
3. 协鑫能科(002015): 装机规模快速增长, 首次实现分红 (2021-04-09)
4. 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11305.93	13280.41	15344.10	17734.92	净利润	1033.47	1392.85	1584.58	1916.55
营业成本	8520.22	9991.19	11647.45	13431.63	折旧与摊销	756.81	760.29	792.17	823.43
营业税金及附加	86.91	102.09	117.96	136.33	财务费用	625.52	732.45	758.32	748.27
销售费用	45.74	53.12	61.38	70.94	资产减值损失	-311.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	515.60	610.90	690.48	798.07	经营营运资本变动	1140.77	-1503.92	330.61	-255.15
财务费用	625.52	732.45	758.32	748.27	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	1326.67	3410.67	3178.14
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	1845.65	2123.52	2604.64	短期借款	-783.26	2077.05	-1130.14	-790.09
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	2018.62	2296.49	2777.61	股权融资	75.69	0.00	0.00	0.00
所得税	466.37	625.77	711.91	861.06	支付股利	0.00	-200.44	-271.61	-308.99
净利润	1033.47	1392.85	1584.58	1916.55	其他	1116.14	-2146.61	-758.32	-748.27
少数股东损益	231.71	306.43	348.61	421.64	筹资活动现金流净额	1039.02	-270.00	-2160.06	-1847.36
归属母公司股东净利润	801.76	1086.42	1235.97	1494.91	现金流量净额	160.15	311.67	505.60	585.75
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2942.03	3253.70	3759.30	4345.06	成长能力				
应收和预付款项	3150.73	3698.92	4286.24	4950.39	销售收入增长率	3.74%	17.46%	15.54%	15.58%
存货	214.71	252.09	294.19	339.53	营业利润增长率	16.61%	39.10%	15.05%	22.66%
其他流动资产	785.40	1496.34	1221.17	1510.35	净利润增长率	23.56%	34.77%	13.76%	20.95%
长期股权投资	1624.21	1624.21	1624.21	1624.21	EBITDA 增长率	12.17%	23.22%	10.05%	13.67%
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%	24.77%	24.09%	24.26%
无形资产和开发支出	1624.62	1534.77	1444.91	1355.06	三费率	10.50%	10.52%	9.84%	9.12%
其他非流动资产	1052.20	1052.13	1052.07	1052.01	净利率	9.14%	10.49%	10.33%	10.81%
资产总计	28202.60	29850.50	30718.18	32279.17	ROE	12.35%	14.58%	14.59%	15.37%
短期借款	2741.00	4818.05	3687.91	2897.82	ROA	3.66%	4.67%	5.16%	5.94%
应付和预收款项	687.69	858.81	989.09	1135.20	ROIC	9.11%	10.91%	11.42%	12.92%
长期借款	5520.29	5520.29	5520.29	5520.29	EBITDA/销售收入	23.96%	25.14%	23.94%	23.55%
其他负债	10882.17	9102.18	9656.75	10254.16	营运能力				
负债合计	19831.15	20299.33	19854.04	19807.47	总资产周转率	0.43	0.46	0.51	0.56
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46	固定资产周转率	0.96	1.01	1.15	1.31
资本公积	3752.89	3752.89	3752.89	3752.89	应收账款周转率	6.03	6.58	6.53	6.53
留存收益	609.80	1495.79	2460.15	3646.07	存货周转率	41.03	42.47	42.36	42.15
归属母公司股东权益	5727.84	6601.14	7565.50	8751.42	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	2950.03	3298.64	3720.28	资本结构				
股东权益合计	8371.45	9551.17	10864.14	12471.70	资产负债率	70.32%	68.00%	64.63%	61.36%
负债和股东权益合计	28202.60	29850.50	30718.18	32279.17	带息债务/总负债	42.48%	51.74%	47.20%	43.33%
					流动比率	0.83	0.96	1.11	1.31
					速动比率	0.80	0.94	1.08	1.27
					股利支付率	0.00%	18.45%	21.98%	20.67%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	2709.21	3338.39	3674.00	4176.35	每股收益	0.59	0.80	0.91	1.11
PE	20.06	14.80	13.01	10.76	每股净资产	4.24	4.88	5.59	6.47
PB	2.81	2.44	2.13	1.84	每股经营现金	1.69	0.98	2.52	2.35
PS	1.42	1.21	1.05	0.91	每股股利	0.00	0.15	0.20	0.23
EV/EBITDA	8.03	6.62	5.57	4.57					
股息率	0.00%	1.25%	1.69%	1.92%					

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
	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	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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn