

中航证券研究所  
 分析师: 邹润芳  
 证券执业证书号: S0640521040001  
 研究助理: 孙玉浩  
 证券执业证书号: S0640120030010  
 研究助理: 朱祖跃  
 证券执业证书号: S0640121070054  
 电话: 18017096787  
 邮箱: tangbw@avicsec.com

## 协鑫能科 (002015): 清洁能源盈利快速提高, 换电打开二次成长曲线

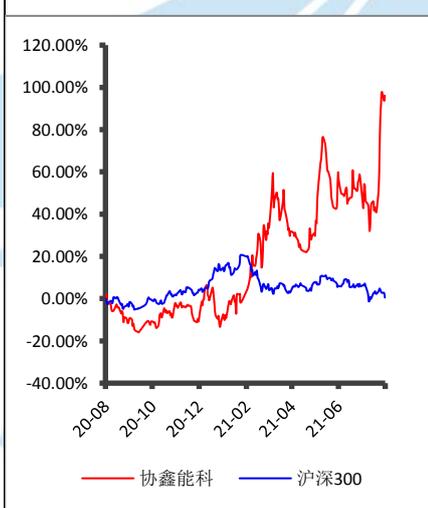
行业分类: 新能源发电 2021年8月18日

公司投资评级	买入
当前股价	11.89元

### 基础数据 (2021.8.18)

上证指数	3485.29
总股本 (百万)	1352.46
流通 A 股 (百万)	512.93
2020 年资产负债率	70.32%
2020 年 ROE (摊薄)	14.00%
PE (TTM)	18.55
PB (LF)	2.83

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

### ■ 中报业绩符合预期, 盈利水平持续提高

2021年8月18日, 公司发布《2021年半年度报告》, 2021H1, 公司实现营业收入 60.74 亿元, 同比增长 14.09%; 归母净利润 4.98 亿元, 同比增长 42.14%。报告期内公司毛利率 24.60%, 同比提升 2.21 个百分点; 净利率 11.48%, 同比提升 1.93 个百分点; 期间费用率为 12.35%, 同比提升 1.66 个百分点, 其中财务费用率为 7.18%, 同比提升 1.39 个百分点, 主要系新电厂投运导致费用化的融资利息增加; 公司所得税费用 1.42 亿元, 同比减少-33.37%, 占营业收入比例 2.33%, 比去年同期减少 1.66 个百分点, 主要系上年同期南京子公司因替发电收入及关停补偿产生大额所得税费用, 本期未发生, 同时本期风电企业处于所得税减免优惠期。

分季度看, 2021Q2 公司营收 32.93 亿元, 同比增长 17.30%; 归母净利润 3.43 亿元, 同比增长 31.73%; 毛利率 26.28%, 同比微降 0.64 个百分点, 环比增长 3.68 个百分点; 净利率 14.30%, 同比增长 1.27 个百分点, 环比增长 6.15 个百分点。

### ■ 清洁能源业务行稳致远, 装机量持续提升

公司立足长三角、珠三角、京津冀等经济发达、资源富集地区, 服务包括三星、富士康等 1500 余用户群, 经济发达地区企业对电和热旺盛的需求为公司业绩提供了良好保障。

公司高度重视环境保护, 持续主动前瞻性地进行能源结构调整, 截至 2021 年 6 月 30 日, 公司并网总装机容量为 4197.64MW, 比去年末增加了 517.60MW。其中: 燃机热电联产 2797.14MW, 比去年末增加了 150

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京东园四区2号中航产融大厦37层  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562666  
 传真: 010-59562666

MW; 风电 892MW, 比去年末增加了 367.60MW, 风电装机量占比也由去年末的 14.25% 提升至目前的 21.25%, 增长 7 个百分点。风电等清洁能源业务占比不断提高, 将持续优化公司盈利质量, 带动毛利率、净利率持续提升。

### ■ 换电业务布局加速推进, 有望打开公司二次成长曲线

2021 年 8 月 9 日公司发布公告称, 关于非公开发行股票的申请获得中国证监会受理。此前公司定增预案定增拟募集资金 50 亿元, 其中新能源汽车换电站建设总投资 33.80 亿元, 计划 2 年规划建设 485 座换电站, 迅速推进移动能源业务建设 (截至报告期末, 全国各个企业已建成换电站总量为 716 座)。目前公司完成与车企、政府多份合作协议的签署、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。换电站项目逐步落地, 将在三季度起逐步投运。

换电千亿市场正在形成, 抢先布局换电站具备先发优势。公司在定增预案中制定了详尽的项目计划, 包括乘用车和重卡换电站的投资额、项目建设周期、建站数量和项目回收期等数据, 充分展示了公司进军移动能源的战略决心, 也表明公司做了充分调研和规划。

### ■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 137.71 亿元、177.13 亿元、224.67 亿元, YOY 分别为 21.80%、28.63%、26.84%; 归母净利润分别为 11.69 亿元、18.05 亿元、25.54 亿元, YOY 分别为 45.75%、54.47%、41.50%, 继续重点推荐。

### ■ 风险提示

宏观经济下行, 市场需求下滑; 燃料或电力价格出现大幅波动; 换电业务推进不及预期等。

### ■ 盈利预测

单位/百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10898.26	11305.93	13770.62	17713.15	22467.37
增长率 (%)	33.50%	3.74%	21.80%	28.63%	26.84%
归属母公司股东净利润	553.60	801.76	1168.57	1805.11	2554.19
增长率 (%)	66.83%	44.83%	45.75%	54.47%	41.50%
每股收益 EPS (元)	0.409	0.593	0.864	1.335	1.889
PB	29.05	20.06	13.76	8.91	6.30

资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10898.26	11305.93	13770.62	17713.15	22467.37
减: 营业成本	8670.33	8520.22	10327.97	12753.47	15502.48
营业税金及附加	74.96	86.91	105.86	115.14	159.52
营业费用	26.99	45.74	50.52	60.17	83.21
管理费用	588.39	515.60	670.66	797.09	1043.28
研发费用	3.08	12.17	165.25	354.26	674.02
财务费用	610.38	625.52	499.81	619.96	741.42
资产减值损失	-96.96	-311.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	120.03	55.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	14.87	-0.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-100.04	-323.16	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1137.96</b>	<b>1326.88</b>	<b>1950.56</b>	<b>3013.06</b>	<b>4263.43</b>
加: 其他非经营损益	267.21	269.72	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1220.13</b>	<b>1499.85</b>	<b>1950.56</b>	<b>3013.06</b>	<b>4263.43</b>
减: 所得税	448.45	660.66	487.64	753.27	1065.86
<b>净利润</b>	<b>836.53</b>	<b>1033.47</b>	<b>1462.92</b>	<b>2259.80</b>	<b>3197.57</b>
减: 少数股东损益	282.82	231.71	294.35	454.69	643.38
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>553.60</b>	<b>801.76</b>	<b>1168.57</b>	<b>1805.11</b>	<b>2554.19</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2962.99	2942.03	2813.24	3859.02	9117.61
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	2482.68	3160.22	3610.33	5010.07	5811.71
其他应收款 (合计)	50.22	177.33	0.09	50.22	177.33
存货	196.84	214.71	244.31	322.51	366.49
其他流动资产	483.51	520.42	520.42	520.42	520.42
长期股权投资	1276.84	1624.21	1624.21	1624.21	1624.21
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	56.05	50.28	44.52	38.75
固定资产和在建工程	13170.64	16847.86	14838.88	15819.45	13286.12
无形资产和开发支出	1231.14	1624.62	1419.03	1213.45	1007.86
其他非流动资产	3370.96	2581.20	16413.67	17054.25	14138.47
<b>资产总计</b>	<b>24080.88</b>	<b>28202.60</b>	<b>25991.01</b>	<b>29283.63</b>	<b>32643.16</b>
短期借款	3524.26	2741.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2460.59	4203.56	3782.10	4713.00	4382.35
长期借款	5386.95	5684.13	5684.13	5684.13	5684.13
其他负债	8549.37	9943.45	5587.39	5587.39	5587.39
<b>负债合计</b>	<b>16396.92</b>	<b>19831.15</b>	<b>15053.62</b>	<b>15984.52</b>	<b>15653.87</b>
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46
资本公积	3677.20	3752.89	3752.89	3752.89	3752.89
留存收益	-198.05	622.49	1791.06	3596.17	6150.36
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4831.61</b>	<b>5727.84</b>	<b>6896.42</b>	<b>8701.52</b>	<b>11255.72</b>
少数股东权益	2852.35	2643.60	2937.95	3392.64	4036.02
<b>股东权益合计</b>	<b>7683.96</b>	<b>8371.45</b>	<b>9834.37</b>	<b>12094.17</b>	<b>15291.74</b>
负债和股东权益合计	24080.88	28202.60	24887.98	28078.69	30945.61
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	1631.03	2283.40	3133.93	4492.59	5440.01
投资性现金净流量	-1152.55	-3160.43	-186.28	-3194.47	0.00
筹资性现金净流量	-446.43	1039.02	-3076.44	-252.34	-181.42
<b>现金流量净额</b>	<b>35.12</b>	<b>160.15</b>	<b>-128.79</b>	<b>1045.78</b>	<b>5258.59</b>

数据来源: WIND, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。