

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: 唐保威  
 证券执业证书号: S0640121040023  
 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

## 协鑫能科 (002015): 清洁能源业务短期承压, 移动能源业务长期看好

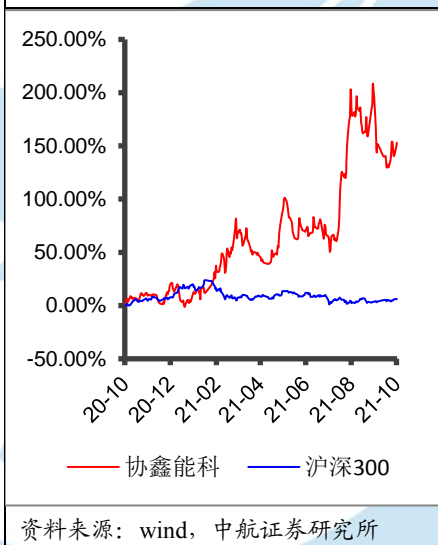
行业分类: 新能源发电 2021年10月26日

公司投资评级	买入
当前股价	13.69元

### 基础数据

上证指数	3597.64
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)	19.56
PB(LF)	3.10

公司近一年与沪深300走势对比图



### ■ 三季度业绩稳定增长, 归母净利润超去年全年

2021年10月26日, 公司发布2021年三季度报, 今年前三季度公司实现营业收入85.41亿元, 同比增长4.12%; 归母净利润8.05亿元, 同比增长25.91%, 已超去年全年的8.02亿元; 毛利率23.64%, 同比微降0.65pct; 净利率12.30%, 同比提高1.15个pct; 报告期内公司经营产生的现金流量净额为14.74亿元, 同比下降29.45%, 主要系本期燃料价格大幅上涨, 购买原料的支出增幅大于产品销售收入的增幅所致。

单看Q3季度, 公司营收24.67亿元, 同比下降14.31%; 归母净利润3.06亿元, 同比增长6.19%; 毛利率21.28%, 同比降低6.56pct; 净利率14.33%, 同比提升0.16pct。

### ■ 燃料价格大幅上涨, Q3单季度短期承压

今年来燃料价格不断上涨, 尤其进入下半年以来, 燃料价格上涨提速。根据wind, 自今年6月30日至9月30日, 中国LNG出厂价格全国指数从3827元/吨上涨至5938元/吨, 涨幅超过55%; 动力煤期货结算价从972.4元/吨上涨至1436.8元/吨, 涨幅接近48%。

截至2021年中, 公司燃机装机量占比超过66%、燃煤装机量占比接近8%, 故燃料价格上涨令公司Q3业绩承压, 毛利率也有较大幅度降低, 进而拖累公司扣非净利率, 使得公司前三季度扣非净利润同比略微降低0.04个百分点。公司三季度因处置持有待售资产, 弥补了毛利率降低造成的利润减少。

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

### ■ 新能源业务顺利推进，有望打开公司二次成长曲线

换电千亿市场正在形成，抢先布局换电站具备先发优势。截至三季报披露日，公司非公开发行 A 股股票事项正在积极推进中。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。目前公司自主研发的首座重卡换电站投入测试，全流程调试圆满成功，实现了换电业务产品研发的重要突破。同时与三一电动重卡、吉利新能源商用车、福田商用车、合众汽车等签订了战略合作协议，对公司项目落地提供强有力的资源保障。目前已在江苏、四川、广东、河北等区域进行换电站市场推广，并已有 10 座城市的换电站项目已处于建设阶段，预计年底达到运营状态。

与此同时，公司于上月发布公告称，将向移动能源上游原材料锂矿及电池材料行业进行业务延伸。此举有助于公司拓宽移动能源边界，有效进行产业链资源整合，有望降低移动能源原材料成本，增强公司移动能源生态核心竞争力。

### ■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 10.53 亿元、14.15 亿元、19.94 亿元，YOY 分别为 31%、34%、41%，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	13431.45	17276.87	21913.98
增长率 (%)	33.50%	3.74%	18.80%	28.63%	26.84%
归属母公司股东净利润	553.60	801.76	1053.46	1414.63	1994.39
增长率 (%)	66.83%	44.83%	31.39%	34.28%	40.98%
每股收益 EPS (元)	0.409	0.593	0.779	1.046	1.475
PE	29.05	20.06	17.58	13.09	9.28

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	13431.45	17276.87	21913.98
减: 营业成本	8670.33	8520.22	10132.68	12784.88	15778.07
营业税金及附加	74.96	86.91	103.25	112.30	155.59
营业费用	26.99	45.74	49.27	58.69	81.16
管理费用	588.39	515.60	654.14	777.46	1017.59
研发费用	3.08	12.17	2.69	345.54	657.42
财务费用	610.38	625.52	940.20	1036.61	1095.70
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>1549.21</b>	<b>2161.39</b>	<b>3128.46</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>1549.21</b>	<b>2161.39</b>	<b>3128.46</b>
减: 所得税	448.45	660.66	309.84	497.12	782.12
<b>净利润</b>	<b>836.53</b>	<b>1033.47</b>	<b>1239.37</b>	<b>1664.27</b>	<b>2346.35</b>
减: 少数股东损益	282.82	231.71	185.91	249.64	351.95
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>553.60</b>	<b>801.76</b>	<b>1053.46</b>	<b>1414.63</b>	<b>1994.39</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2962.99	2942.03	2547.00	2849.48	7335.12
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	3453.42	5012.25	5652.56
其他应收款 (合计)	50.22	177.33	0.09	50.22	177.33
存货	196.84	214.71	235.63	332.59	368.66
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	14838.84	15819.39	13286.04
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	16422.32	17044.12	14136.22
<b>资产总计</b>	<b>24080.88</b>	<b>28202.60</b>	<b>25559.14</b>	<b>28286.28</b>	<b>30703.61</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	3739.34	4723.37	4349.76
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>15010.86</b>	<b>15994.89</b>	<b>15621.28</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	1675.95	3090.58	5084.98
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4831.61</b>	<b>5727.84</b>	<b>6781.31</b>	<b>8195.94</b>	<b>10190.33</b>
少数股东权益	2852.35	2643.60	2829.51	3079.15	3431.10
<b>股东权益合计</b>	<b>7683.96</b>	<b>8371.45</b>	<b>9610.81</b>	<b>11275.08</b>	<b>13621.43</b>
负债和股东权益合计	24080.88	28202.60	24621.67	27269.97	29242.71
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	2870.68	3763.65	4698.48
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	-3079.43	-266.70	-212.83
<b>现金流量净额</b>	<b>35.12</b>	<b>160.15</b>	<b>-395.03</b>	<b>302.48</b>	<b>4485.65</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。