

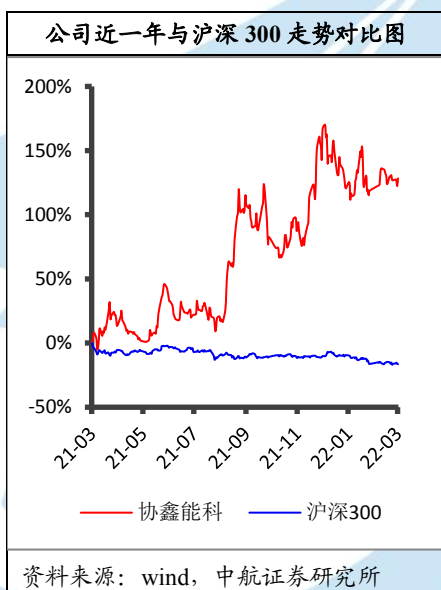
中航证券研究所
 分析师：邹润芳
 证券执业证书号：S0640521040001
 研究助理：唐保威
 证券执业证书号：S0640121040023
 研究助理：孙玉浩
 证券执业证书号：S0640120030010
 研究助理：朱祖跃
 证券执业证书号：S0640121070054

协鑫能科 (002015)：定增落地，换电扬帆

行业分类：新能源发电 2022年3月3日

公司投资评级	买入
当前股价	17.03 元

基础数据	
上证指数	3481.11
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)	23.65
PB (LF)	3.84



■ 定增落地，发行价格 13.90 元募资 37.65 亿

2022 年 3 月 3 日，公司发布了《协鑫能源科技股份有限公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书》，本次发行的发行数量最终为 270,863,302 股，发行价格为 13.90 元/股，募集资金总额为人民币 3,764,999,897.80 元。发行费用 44,295,181.96 元，募资净额 3,720,704,715.84 元。

本次发行最终获配发行对象共计 14 名（包含 8 名 A 类专业投资者和 6 名普通投资者），发行对象认购的本次发行的股票自上市之日起 6 个月内不得转让。

■ 本次发行有利于公司改善资产结构、加快换电业务布局

本次非公开发行完成后，公司总资产和净资产将有所增加，资产负债率相应下降，截至 2021 年三季度，公司资产负债率超过 70%，此次定增后，公司资产负债率有望降至 62%。公司资产质量得到提升，偿债能力得到改善，融资能力得以提高，资产结构更趋合理。

本次非公开发行所募集资金扣除发行费用后拟投资于新能源汽车换电站建设项目、信息系统平台及研发中心建设项目及补充流动资金项目。募集资金的使用符合国家相关产业政策以及公司未来发展战略。未来，公司将从能源生产向能源服务转型，重点打造便捷、经济、绿色出行生态，愿景成为领先的移动能源服务商。

根据此前的定增方案，公司拟投入 33.80 亿元建设 300 个乘用车换电站和 185 个重卡车换电站。同时公司计划在“十四五”期间投建设

关联报告：

《20220118-中航证券-中航证券换电行业点评：宁德换电品牌发布，如何考虑换电模式下，电池的增量市场？哪个环节空间最大？》

《20211124-中航证券-中航证券电动汽车换电行业深度：换电模式确定性增强，关注领先布局企业》

《20211026-中航证券-协鑫能科 (002015.SZ)：清洁能源业务短期承压，移动能源业务长期看好》

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

6000 座换电站，服务 50 万台车辆。目前公司已和奇瑞、东风、吉利、福田、三一等多家车企在产品开发、市场推广等多方面建立长期合作。

■ 换电模式下，换电站运营或是市场空间最大的一环

换电模式下，车企、电池供应商、换电站设备供应商、换电站运营商等多个环节都将迎来增量市场，此前我们预测，2022-2025 年新增换电站设备投资额或将分别为 35.51 亿元、75.19 亿元、120.23 亿元、165.64 亿元，合计约 397 亿元，比电池增量市场略大。而 2022-2025 年每年的换电站运营空间分别有望达到 83.15 亿元、243.71 亿元、614.56 亿元、1357.55 亿元，仍然是换电领域市场空间最大的环节。

■ 携手贵阳产控，电池银行加速推进

2022 年 2 月，公司与贵阳产业发展控股集团有限公司签署战略合作框架协议，双方将聚焦换电赛道，围绕电池及能源资产管理、换电网络建设及运营等七个方面展开业务合作。贵阳产控是集国有资本投资、运营及产业引领于一体的大型综合性国有集团，2021 贵阳产控集团营收达到 316 亿元、利润总额达 25.4 亿元、资产规模超 3200 亿元，资金实力雄厚。

双方此次重点聚焦合作的电池银行，将真正实现电池共享和资产服务化，加快车电分离模式的推广应用。公司与贵阳产控的合作将实现双方优势互补和资源共享的目的，有望帮助公司缓解在换电站布局过程中电池资金来源问题，使公司换电站的轻资产运营模式成为可能，有利于进一步提升公司的市场竞争力和持续盈利能力，符合公司长期发展战略和全体股东的利益。

■ 投资建议

预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 10.03 亿元、13.96 亿元、20.27 亿元，YOY 分别为 25%、39%、45%，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	12189.26	13002.69	15949.90
增长率 (%)	33.50%	3.74%	7.81%	6.67%	22.67%
归属母公司股东净利润	553.60	801.76	1002.75	1396.48	2027.34
增长率 (%)	66.83%	44.83%	25.07%	39.27%	45.18%
每股收益 EPS (元)	0.409	0.593	0.741	0.860	1.249
PE	29.05	20.06	22.97	19.80	13.64

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	12189.26	13002.69	15949.90
减: 营业成本	8670.33	8520.22	8997.55	9411.12	11131.45
营业税金及附加	74.96	86.91	85.32	78.02	79.75
营业费用	26.99	45.74	44.72	44.17	59.07
管理费用	588.39	515.60	670.41	585.12	638.00
研发费用	3.08	12.17	2.44	260.05	478.50
财务费用	610.38	625.52	914.19	715.15	717.75
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
营业利润	1137.96	1326.88	1474.63	1909.06	2845.39
加: 其他非经营损益	267.21	269.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	1220.13	1499.85	1474.63	1909.06	2845.39
减: 所得税	448.45	660.66	294.93	439.08	711.35
净利润	836.53	1033.47	1179.70	1469.98	2134.04
减: 少数股东损益	282.82	231.71	176.96	73.50	106.70
归属母公司股东净利润	553.60	801.76	1002.75	1396.48	2027.34
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2962.99	2942.03	2997.07	7455.11	11643.37
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	2808.76	3527.41	4176.13
其他应收款 (合计)	50.22	177.33	0.09	50.22	177.33
存货	196.84	214.71	185.18	233.09	261.64
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	16472.76	17143.61	14243.25
资产总计	24080.88	28202.60	25314.10	31307.59	33428.42
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	3549.15	4301.72	3922.56
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
负债合计	16396.92	19831.15	14820.67	15573.24	15194.08
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1623.32	1623.32
资本公积	3677.20	3752.89	3752.89	7202.73	7202.73
留存收益	-198.05	622.49	1625.24	3021.72	5049.06
归属母公司股东权益	4831.61	5727.84	6730.59	11847.78	13875.12
少数股东权益	2852.35	2643.60	2820.56	2894.06	3000.76
股东权益合计	7683.96	8371.45	9551.15	14741.83	16875.88
负债和股东权益合计	24080.88	28202.60	24371.82	30315.07	32069.95
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	3315.70	4141.62	4300.81
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	-3074.37	3510.89	-112.55
现金流量净额	35.12	160.15	55.05	4458.04	4188.26

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。