

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
 分析师: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640522030001
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

协鑫能科 (002015): 业绩符合预期, 静待换电花开

行业分类: 新能源发电 2022年4月14日

公司投资评级	买入
当前股价	15.68元

基础数据

上证指数	3186.82
总股本(百万)	1623.32
流通A股(百万)	512.93
2021年资产负债率	70.85%
2021年ROE(摊薄)	16.15%
PE(TTM)	26.14
PB(LF)	2.62

公司近一年与沪深300走势对比图



■ 原料价格高企下百亿级收入保持稳定, 利润实现增长, 现金流健康

2022年4月14日晚间, 公司发布了《2021年年度报告》, 尽管21年受疫情、通胀等因素影响, 煤炭、天然气价格屡创历史新高, 但公司作为热电生产企业, 业绩并没有大幅波动。2021年全年公司实现营业收入113.14亿元, 同比-0.71% (由于报告期内公司发生了同一控制下企业合并, 公司对相应年份财务数据进行了调整, 本报告均采用调整后财务数据); 归母净利润10.04亿元, 同比+21.80%; 扣非归母净利润5.70亿元, 同比-19.02% (非经常性收益主要包括4.2亿的非流动资产处置损益); 毛利率22.85%, 同比-2.15pct, 体现了原材料价格上涨带来的不利影响; 净利率11.24%, 同比+1.95pct; 期间费用率14.05%, 同比+3.19pct, 其中管理费用率同比+1.02pct, 主要因报告期公司新增移动能源业务导致人工成本等费用支出增加; 财务费用率同比+1.98pct, 主要是随着新电厂陆续投运, 费用化的融资利息增加; 经营活动现金流量净额为20.99亿元, 充足现金流有望为公司开展新业务持续造血。

单看2021Q4, 公司实现营收27.73亿元, 同比-13.11%; 归母净利润1.99亿元, 同比+7.62%; 毛利率20.41%, 同比-5.96%; 净利率7.96%, 同比+3.55%。

■ 移动能源业务领域重点发力, 换电业务加快布局

2021年以来, 公司重点聚焦绿色出行生态, 打造领先的移动数字能源科技运营商。聚焦出租车、网约车、重卡、轻卡换电场景, 携手吉

关联报告:

- 《20220303-中航证券-协鑫能科(002015.SZ): 定增落地, 换电扬帆》
- 《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

利、福田、三一、东风、货拉拉、宁德时代、地上铁等头部企业重点布局换电业务。2021 年内公司完成乘用车换电站建设 5 座，完成商用车换电站建设 1 座。截至目前建成的乘用车换电站 9 座，商用车换电站 4 座。

公司将在移动能源业务领域重点发力，快速形成市场影响力及产品竞争力，2022 年公司移动能源业务发展目标服务 2.5 万辆以上，在 2025 年服务 50 万台各类换电车辆。

■ 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。

■ 电池银行加速推进，储能与移动能源业务协同发展

2022 年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，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。

此外，公司还将加强锂矿及盐湖锂资源开发，布局锂盐深加工产业，协同移动能源业务发展。同时建立退役电池梯次分选和梯次利用储能系统构架平台，聚焦用户侧储能及发电侧储能、零碳产业园等场景，积极探索氢能应用场景。

■ 投资建议

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 13.00 亿元、19.11 亿元、36.65 亿元，YOY 分别为 29%、47%、92%，对应目前 PE 为 20X /13X /7X，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/百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,394.90	11,314.32	13191.37	16266.28	23394.16
增长率 (%)	4.55%	-0.71%	16.59%	23.31%	43.82%
归属母公司股东净利润	824.44	1,004.18	1300.18	1911.21	3664.91
增长率 (%)	48.90%	21.80%	29.48%	47.00%	91.76%
每股收益 EPS (元)	0.610	0.743	0.801	1.177	2.258
PE	30.93	25.39	19.58	13.32	6.95

资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11394.90	11314.32	13191.37	16266.28	23394.16
减: 营业成本	8520.22	8729.50	9547.68	11352.25	15074.31
营业税金及附加	86.91	84.00	97.94	120.77	173.69
营业费用	45.74	63.74	53.45	65.91	94.79
管理费用	515.60	629.99	659.57	731.98	935.77
研发费用	12.17	15.49	263.83	487.99	935.77
财务费用	625.52	879.88	791.48	894.65	1169.71
资产减值损失	-311.00	-49.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	55.09	465.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.15	3.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-323.16	-64.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	1554.71	1380.22	1777.42	2612.73	5010.13
加: 其他非经营损益	269.72	209.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	1824.43	1589.79	1777.42	2612.73	5010.13
减: 所得税	660.66	264.51	408.81	600.93	1152.33
净利润	1163.77	1325.28	1368.61	2011.80	3857.80
减: 少数股东损益	231.71	267.38	68.43	100.59	192.89
归属母公司股东净利润	824.44	1004.18	1300.18	1911.21	3664.91
资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2942.03	3045.75	1393.82	2991.96	4972.74
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	3160.22	3179.23	4348.17	4863.70	8176.06
其他应收款 (合计)	177.33	264.44	50.22	177.33	264.44
存货	214.71	275.64	254.79	375.89	461.57
其他流动资产	520.42	487.73	487.73	487.73	487.73
长期股权投资	1624.21	1525.71	1525.71	1525.71	1525.71
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	56.05	54.57	54.57	54.57	54.57
固定资产和在建工程	16847.86	12876.53	12810.84	12745.16	12679.48
无形资产和开发支出	1624.62	1815.76	1814.21	1812.66	1811.11
其他非流动资产	2581.20	5499.59	14347.05	14031.54	13791.53
资产总计	28202.60	27501.66	23150.00	25317.49	30629.07
短期借款	2741.00	2190.89	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	4203.56	4018.40	4432.89	4511.35	5517.96
长期借款	5684.13	5753.45	5753.45	5753.45	5753.45
其他负债	9943.45	9712.51	2340.80	2340.80	2340.80
负债合计	19831.15	19484.36	12527.14	12605.60	13612.21
股本	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46	1352.46
资本公积	3752.89	3930.41	3930.41	3930.41	3930.41
留存收益	622.49	933.44	2146.07	3928.58	7346.69
归属母公司股东权益	5727.84	6216.31	7428.94	9211.45	12629.56
少数股东权益	2643.60	1800.99	1869.42	1970.01	2162.90
股东权益合计	8371.45	8017.30	9298.36	11181.46	14792.45
负债和股东权益合计	28202.60	27501.66	21825.49	23787.05	28404.66
现金流量表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	2283.40	2098.80	966.14	2008.91	2469.37
投资性现金净流量	-3160.43	17.15	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1039.02	-1869.31	-2618.07	-410.76	-488.60
现金流量净额	160.15	244.21	-1651.93	1598.15	1980.77

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。

孙玉浩，SAC 执业证书号：S0640522030001，先进制造组分析师。

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。