

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): 稳健开局, 短期宏观环境影响不改公司长期价值

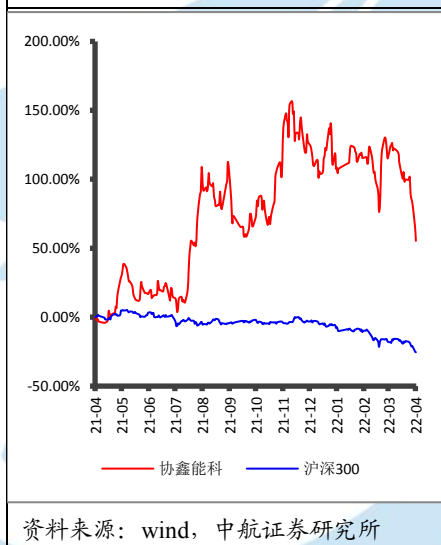
行业分类: 新能源发电 2022年4月26日

公司投资评级	买入
当前股价	12.20元

基础数据

上证指数	2886.43
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)	19.72
PB(LF)	1.99

公司近一年与沪深300走势对比图



收入、利润降幅或见底, 总资产创新高, 资产结构进一步优化

2022年4月26日晚间, 公司发布了《2022年一季度报告》, 2021Q1公司实现营业收入26.06亿元, 同比-8.60%(经调整, 下同); 归母净利润1.70亿元, 同比-8.09%; 扣非归母净利润0.99亿元, 同比-44.74%; 毛利率18.57%, 同比-5.38pct; 净利率7.03%, 同比-2.11pct; 期间费用率13.15%, 同比-0.86pct, 其中管理费用率同比-1.42pct, 主要因报告期公司相关费用控制力度增强, 管理费用同比下降。

本期公司业绩同比有所降低, 主要原因可能是燃料价格上涨、通胀等宏观因素的不利影响导致公司毛利率、净利率下滑, 造成扣非利润有较大降幅。由于盈利能力降低公司主动调整经营战略, 缩减质量较差的业务, 合理控制发电量, 表现为2021H1和2021FY公司结算电量分别同比减少2.14%和20.71%, 同时自2021H1以来公司合同负债一直维持在较低水平(2021Q1为11亿元, 2021H1为2.5亿元, 2022Q1为1亿元), 故造成公司营收同比略有收缩。

从单季度数据看, 从2021Q3公司业绩开始下降以来, 2021Q3、2021Q4和2022Q1连续3个季度公司营收同比分别-14.31%、-13.11%、-8.6%; 扣非归母净利润同比分别-56.05%、-82.11%、-44.74%。可以看出2022Q1是公司业绩降幅最低的一个季度, 或表明公司经营劣势已经见底。同时本期公司资产总额突破300亿元, 创新高, 比去年末增加超10%; 资产负债率为60.78%, 比去年末降低10.07pct, 资产结构进一步优化。

关联报告:

20220414-中航证券-协鑫能科(002015.SZ): 业绩符合预期, 静待换电花开
 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: 宁德时代品牌发布, 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

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

■ 换电布局稳步推进，在建及建成换电站达到 41 座

2022 年以来，公司积极扩容移动能源朋友圈，与吉利、东风、福田、贵阳产控、徐工集团、长久物流、DeepWay、瀚川智能等产业链各环节头部企业达成战略合作，截至目前公司建成的乘用车换电站 11 座，商用车换电站 5 座，建成和在建的乘用车、商用车换电站达 41 座，均接入运维一体化平台。

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。

■ 收购建德抽水蓄能电站，增强公司综合实力

公司同日发布收购公告，公司的子公司协鑫智慧能源将在 2022 年底前实缴“建德协鑫抽水蓄能有限公司”51%股权比例的注册资金 1.02 亿元，此后建德抽蓄将成为公司的孙公司，本次收购属于同一控制下产业并购。建德抽蓄项目规划建设 6×400MW 可逆式水轮发电机组，总装机量 2400MW，水库所在乌龙山及富春江景区位置优越，地形地质好，自然落差大，是国内开发条件较为理想的抽水蓄能电站之一。此举将增强公司综合实力。

■ 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 15X /10X /5X，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	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	24.70	19.72	15.23	10.36	5.40

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。