2022 年 08 月 11 日
证券研究报告|公司研究|公司点评

协鑫能科（002015）

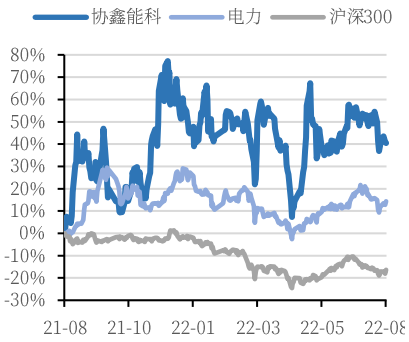
业绩仍承压，期待下半年换电业务加速落地

投资评级 买入
维持评级
2022 年 08 月 11 日
收盘价(元): 15.80

公司基本数据

总股本(百万股)	1,623.32
总市值(百万)	25,648.53
流通股本(百万股)	1,352.46
流通市值(百万)	21,368.89
12 月最高/最低价(元)	21.07/10.40
资产负债率(%)	60.78
每股净资产(元)	6.23
市盈率(TTM)	25.93
市净率(PB)	2.54
净资产收益率(%)	1.69

股价走势图



◆ **燃料价格高企、盈利能力下滑，上半年业绩仍承压**

2022 年 8 月 11 日晚公司发布了 2022 年半年度报告，根据报告，2022H1 公司营收 50.29 亿元，同比-17.19%；归母净利润 3.87 亿元，同比-22.30%；毛利率 17.67%，同比-6.9pct；净利率 7.72%，同比-3.76pct；ROE 3.88%，同比-4.45pct。整体业绩出现一定程度的收缩，盈利质量有所下滑。因上半年受俄乌战争、疫情反复等因素影响，天然气、煤炭等燃料价格持续高位，电价未与燃料价格变动保持联动到位，故而造成业绩下滑及盈利水平降低。

单看 2022Q2，公司营收 24.24 亿元，同比-24.79%；归母净利润 2.17 亿元，同比-30.71%；毛利率 16.71%，同比-9.57pct，环比-1.86pct；净利率 8.46%，同比-5.84pct，环比+1.43pct。单季度同比盈利下滑原因如前所述，环比盈利能力则基本保持稳定，显示公司应对燃料价格上涨采取的措施和费用管控能力到位，静待宏观环境改善。

◆ **动态优化调整发电、供汽业务，清洁能源装机进一步提高**

截至 2022 年 6 月 30 日，公司并网总装机容量为 3807.24MW，其中：燃机热电联产 2437.14MW，燃煤热电联产 332MW，风电 862.1MW，生物质发电 60MW，垃圾发电 116MW。其中风电装机量相较 2021 年末增加约 30MW，其余保持稳定。目前公司清洁能源装机比例已经达到 91.28%，进一步提高。

2022 年上半年，公司完成结算汽量 710.82 万吨，结算电量 48.91 亿千瓦时，分别同比-13.04%、-35.28%。在燃料成本持续高位、国际通胀、国内疫情反复情况下，公司主动优化运行方式，适当控制产能，最大程度保障单位产能盈利能力。

此外，公司控股持有浙江建德协鑫抽水蓄能有限公司，装机规模 2400MW，建德抽水蓄能电站项目被列入国家《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》重点实施项目，同时也被列入浙江省能源发展“十四五”规划，预期年内项目能够被核准，项目前期工作正在开展中。

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书：S0640521040001

唐保威 研究助理
SAC 执业证书：S0640121040023
联系电话：18017096787
邮箱：tangbw@avicsec.com

卢正羽 分析师
SAC 执业证书：S0640521060001

股市有风险 入市需谨慎

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

◆ **换电业务稳步推进，期待下半年换电站落地加速**

2022 年我国电动汽车充换电基础设施建设全面提速，全国 30 余省市出台电动汽车充换电激励政策，支持行业快速发展。截至目前公司已建成乘用车换电站 18 座，商用车换电站 12 座，商用车充电场站 1 座。乘用车和商用车换电站数量分别比 2022 年一季度末增长 64%、160%，表明公司换电站建设呈现加速状态。

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，利用规模化低成本绿电供应、优越的区域布局以及售电、需求侧管理为换电站提供电力；移动能源运营退役电池，经过安全性优化集成后，梯次利用作为清洁能源项目配套储能调峰调频基础设施。同时，布局锂矿以及锂盐深加工产业，保障移动能源电池上游材料稳定供应，提高自身对产业链的掌控能力，助力移动能源业务行稳致远。按照公司最新披露，移动能源业务 2022 年目标是建成 300 座换电站，服务 3 万辆车。根据上半年换电站建成数量，期待下半年公司换电站落地加速。“十四五”目标是建成 6000 座以上换电站，服务 50 万至 60 万辆以上新能源车。按照现在行业发展速度预估，“十四五”可能超过预定目标数。

◆ **投资建议**

预计公司 2023、2024 年的归母净利润分别为 14.55 亿元、27.39 亿元，对应目前 PE 分别为 18X /9X，持续推荐。

◆ **风险提示**

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动；电动车行业政策变动风险等。

◆ **盈利预测**

单位/百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11305.93	11314.32	12128.96	14894.36	22219.40
增长率（%）	3.74%	0.07%	7.20%	22.80%	49.18%
归属母公司股东净利润	801.76	1004.18	874.13	1454.77	2739.10
增长率（%）	44.83%	25.25%	-12.95%	66.42%	88.28%
每股收益 EPS(元)	0.494	0.619	0.538	0.896	1.687
PE	31.99	25.54	29.34	17.63	9.36

资料来源：wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11394.90	11314.32	12128.96	14894.36	22219.40
减：营业成本	8520.22	8729.50	9460.59	11021.82	15553.58
营业税金及附加	86.91	84.00	90.05	110.58	164.97
营业费用	45.74	63.74	49.15	60.35	90.03
管理费用	515.60	629.99	363.87	446.83	666.58
研发费用	12.17	15.49	242.58	446.83	888.78
财务费用	625.52	879.88	727.74	819.19	1110.97
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	1194.99	1988.75	3744.49
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	1194.99	1988.75	3744.49
减：所得税	660.66	264.51	274.85	457.41	861.23
净利润	1163.77	1325.28	920.14	1531.34	2883.26
减：少数股东损益	231.71	267.38	46.01	76.57	144.16
归属母公司股东净利润	824.44	1004.18	874.13	1454.77	2739.10
资产负债表	**2020A**	**2021A**	2022E	2023E	2024E
货币资金	2942.03	3045.75	3365.61	6270.25	9483.79
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	3855.56	4683.87	7907.13
其他应收款（合计）	177.33	264.44	50.22	177.33	264.44
存货	214.71	275.64	249.95	362.37	501.71
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	48.80	43.04	37.27
固定资产和在建工程	16847.86	12876.53	11049.63	9222.74	7395.85
无形资产和开发支出	1624.62	1815.76	1584.71	1353.67	1122.63
其他非流动资产	2581.20	5499.59	12355.42	10052.12	7761.97
资产总计	28202.60	27501.66	21302.44	22860.21	26638.04
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	4329.62	4454.02	5533.05
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	12423.87	12548.27	13627.30
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	1748.71	3105.51	5660.15
归属母公司股东权益	5727.84	6216.31	7031.58	8388.38	10943.02
少数股东权益	2643.60	1800.99	1846.99	1923.56	2067.72
股东权益合计	8371.45	8017.30	8878.57	10311.94	13010.75
负债和股东权益合计	28202.60	27501.66	21302.44	22860.21	26638.04
现金流量表	**2020A**	**2021A**	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	2283.40	2098.80	2887.06	3225.60	3552.16
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	-2567.20	-320.96	-338.62
现金流量净额	160.15	244.21	319.86	2904.64	3213.54

资料来源：wind、中航证券研究所

公司的投资评级如下：

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。

行业的投资评级如下：

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。

研究团队介绍汇总：

中航证券先进制造团队：研究所所长邹润芳领衔，曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名，2015 至 2017 新财富最佳分析师机械行业第一名，团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀，擅长自上而下的产业链研究和资源整合，着眼中国制造的转型升级，致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向，全面服务一二级市场，拓展产融结合的深度与广度，为市场创造价值。

销售团队：

李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
曾佳辉，13764019163，zengjh@avicsec.com，S0640119020011

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，再次申明，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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

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。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637