

2023年08月26日

协鑫能科 (002015.SZ)

23H1 业绩高增，提升“电力+算力”核心竞争力

投资要点

◆ **事件：**公司公告 2023 年半年报，上半年营业收入约 56.27 亿元，同比增加 11.87%；归属于上市公司股东的净利润约 8.01 亿元，同比增加 106.88%；基本每股收益 0.4948 元，同比增加 90.09%。

◆ **业绩高增，盈利能力持续改善。**报告期内，公司主营业务为数字能源业务和清洁能源业务，打造从清洁能源生产、补能服务到储能的“固定+移动”储能新型电力系统服务商。公司半年度业绩亮眼，主要原因包括包括：（1）风电业务收入及利润实现同比大幅提升。（2）发电机组能耗下降以及上网电价上升，热电联产机组盈利能力提升。（3）调整融资结构和渠道、降低融资成本等方面取得显著效果，财务费用同比有所下降。（4）持续优化资产结构，取得有关股权处置收益和债权清偿收益。其中，2023Q2 毛利率 18.85%，同比+2.14pcts，环比+2.07pcts，叠加今年成本趋势，预计公司主业毛利率有望持续改善。

◆ **打造“光储充换售”一体化优势，清洁能源业务稳步发展。**截至 2023 年上半年，公司持续携手吉利、福田、三一、东风、货拉拉、宁德时代等等头部企业，拓展钢厂、煤矿、电厂等电动汽车充换电重点应用场景，公司自 2023 年通过理顺体系、运营提升等抓手增加营收。报告期内，公司新增了投运及建设站点、增加了入网车辆数、提升了运营里程数及充入电量，多个项目已实现现金流为正。截至目前，运营及在建的乘用车综合能源站 81 座，运营及在建的商用车综合能源站 49 座。截至报告期末，公司并网运营总装机容量 2903.04MW，其中燃机热电联产 1777.14MW，风电 743.9MW，垃圾发电 116MW，燃煤热电联产 266MW。报告期内，完成结算汽量 677.68 万吨，同比减少 4.66%；完成结算电量 48.97 亿千瓦时，同比增加 0.12%；完成垃圾处置量 110.65 万吨，同比增加 8.65%。在燃料成本高位回落、经济复苏等情况下，公司通过技术改造、优化运行方式等举措，充分释放盈利产能。此外，公司控股持有浙江建德协鑫抽水蓄能项目，装机规模 2400MW，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，将成为目前华东区域第一大抽水蓄能电站。

◆ **持续布局 AI 算力，打造“电力+算力”核心竞争力。**公司 4 月公告出资 3 亿元增资星临科技，增资完成后将持有其 10% 的股权，将利用自身从发电到配售电、移动储能、能效管理的“源网荷储”一体化模式产业优势及目前业务布局，为 AI 算力业务提供绿色低碳的能源解决方案，共同为客户提供“电+储+算”一体服务，打造 AI 时代的大规模零碳算力；此外，公司与九州云于 6 月 8 日签署《战略合作框架协议》，同日与谷梵科技签署了《投资框架协议》，九州云是一家边缘计算、私有云科技服务行业公司，同时也通过其子公司谷梵科技提供算力中心的建设和运营服务，公司布局 AI 算力赛道，市场竞争力与盈利能力有望进一步提升。

◆ **投资建议：**公司打造从清洁能源生产、补能服务到储能的“固定+移动”储能新型电力系统服务商，以“光储充换售一体化”赋能多种场景解决方案，加持算力产业支持，有望成为领先的移动数字能源科技运营商。我们预测公司 2023-25 年归母净

公司快报

电力及公用事业 | 其他发电III

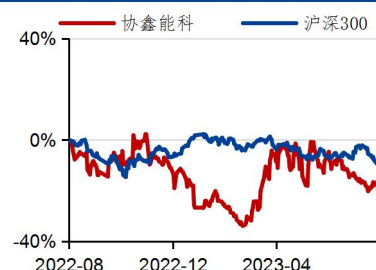
投资评级 买入-A(首次)

股价(2023-08-25) 12.24 元

交易数据

总市值（百万元）	19,869.49
流通市值（百万元）	19,869.49
总股本（百万股）	1,623.32
流通股本（百万股）	1,623.32
12 个月价格区间	15.21/10.09

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.14	-7.17	-7.64
绝对收益	-5.12	-10.84	-17.53

分析师 张文臣

 SAC 执业证书编号：S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsc.cn

分析师 周涛

 SAC 执业证书编号：S0910523050001
 zhoutao@huajinsc.cn

报告联系人 申文雯

shenwenwen@huajinsc.cn

相关报告



利润分别为 13.38、17.60 和 21.70 亿元，对应 EPS 为 0.82、1.08 和 1.34 元，PE 为 15、11、9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**1、政策性风险。2、新能源装机低于预期。3、财务风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,314	10,683	12,703	15,291	18,168
YoY(%)	0.1	-5.6	18.9	20.4	18.8
净利润(百万元)	1,004	680	1,338	1,760	2,170
YoY(%)	25.2	-32.3	96.8	31.6	23.2
毛利率(%)	22.8	15.2	21.0	24.0	25.0
EPS(摊薄/元)	0.62	0.42	0.82	1.08	1.34
ROE(%)	15.9	5.4	10.2	12.0	13.1
P/E(倍)	19.8	29.2	14.9	11.3	9.2
P/B(倍)	3.2	1.9	1.7	1.5	1.3
净利率(%)	8.9	6.4	10.5	11.5	11.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 127.0/152.9/181.7 亿元，毛利率 21%/24%/25%。在燃料成本高位回落、经济复苏等情况下，公司持续技改优化，充分释放盈利产能，预计 2023-25 年电力业务实现收入 64.67/74.37/85.52 亿元，毛利率 21%/22.5%/23.5%；预计公司蒸汽生产稳步提升，蒸汽价格逐步回归，原材料成本下行下毛利率逐步改善，预计 2023-25 年蒸汽销售业务实现收入 42.33/46.56/51.21 亿元，毛利率 11.5%/16.5%/17.5%；随着新能源汽车销量和保有量的快速增长，推动换电行业加速发展，公司升级原有移动充换电业务，依托在绿电、储能、算力、补能与能量管理等领域的优势，创新打造以光储充换售一体化赋能多元化场景的灵活解决方案服务商，换电业务有望实现高增，随着规模效应盈利能力逐步提升，预计 2023-25 年换电业务实现收入 4.50/9.45/12.29 亿元，预计 2023-25 毛利率 21%/23%/25%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
电力	收入（亿元）	57.74	64.67	74.37	85.52
	YoY（%）	-13.22%	12.00%	15.00%	15.00%
	毛利率（%）	15.09	21	22.5	23.5
蒸汽销售	收入（亿元）	40.31	42.33	46.56	51.21
	YoY（%）	11.70%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	8.65	11.5	16.5	17.5
换电业务	收入（亿元）	0.6	4.50	9.45	12.29
	YoY（%）	/	650.00%	110.00%	30.00%
	毛利率（%）	20	21	23	25
其他	收入（亿元）	8.17	15.52	22.51	32.64
	YoY（%）	-17.60%	90.00%	45.00%	45.00%
	毛利率（%）	47.3	47	47	47
合计	收入（亿元）	106.8	127.0	152.9	181.7
	YoY（%）	-5.58%	18.91%	20.37%	18.82%
	毛利率（%）	15	21	24	25

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的瀚川智能（智能制造、换电设备等）、特锐德（电动汽车充电网、箱式设备等）、福能股份（风电、供热等）作为可比公司。可比公司 2023-24 年平均 PE 估值为 28、18 倍，公司以“光储充换售一体化”赋能多种场景解决方案，加持算力产业支持，看好公司成为领先的移动数字能源科技运营商。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS（元）			PE（倍）		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
688022.SH	瀚川智能	30.30	53.13	0.42	1.32	2.00	72.3	23.0	15.2
300001.SZ	特锐德	18.39	194.18	0.26	0.35	0.55	71.3	53.1	33.5
600483.SH	福能股份	8.08	205.31	1.02	1.14	1.26	7.9	7.1	6.4
平均							50.5	27.7	18.4
002015.SZ	协鑫能科	12.24	198.69	0.42	0.82	1.08	29.2	14.9	11.3

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind 一致预期, 截至 2023 年 8 月 25 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7255	8768	9580	7848	9579	营业收入	11314	10683	12703	15291	18168
现金	3046	3769	3678	765	1557	营业成本	8730	9064	10035	11621	13626
应收票据及应收账款	2553	3204	3642	4599	5193	营业税金及附加	84	70	89	109	129
预付账款	227	339	572	604	745	营业费用	64	100	140	183	218
存货	276	401	472	539	646	管理费用	630	629	762	933	1126
其他流动资产	1154	1054	1216	1342	1438	研发费用	15	22	32	35	43
非流动资产	20246	21169	21911	23324	24587	财务费用	880	855	820	914	964
长期投资	1526	2528	2693	3306	3691	资产减值损失	-72	-50	-157	-199	-166
固定资产	12220	12117	12879	13845	14843	公允价值变动收益	3	2	2	2	2
无形资产	1800	1832	1876	1877	1895	投资净收益	465	596	570	552	518
其他非流动资产	4700	4692	4464	4296	4159	营业利润	1527	722	1483	1974	2490
资产总计	27502	29937	31491	31173	34166	营业外收入	21	7	82	72	46
流动负债	7626	7022	8711	7981	10244	营业外支出	30	11	22	25	39
短期借款	2191	2475	2475	2538	2475	利润总额	1518	718	1543	2021	2497
应付票据及应付账款	866	794	1044	1085	1411	所得税	246	62	192	242	305
其他流动负债	4569	3753	5193	4358	6358	税后利润	1272	656	1351	1778	2192
非流动负债	11859	10731	9553	8405	7219	少数股东损益	267	-24	14	18	22
长期借款	5753	6666	5489	4341	3154	归属母公司净利润	1004	680	1338	1760	2170
其他非流动负债	6105	4065	4065	4065	4065	EBITDA	2819	2078	2814	3363	3894
负债合计	19484	17753	18264	16387	17463	主要财务比率					
少数股东权益	1801	1850	1863	1881	1903	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1352	1623	1623	1623	1623	成长能力					
资本公积	3930	7441	7441	7441	7441	营业收入(%)	0.1	-5.6	18.9	20.4	18.8
留存收益	932	1269	2291	3527	5021	营业利润(%)	15.1	-52.7	105.5	33.1	26.2
归属母公司股东权益	6216	10335	11364	12905	14801	归属于母公司净利润(%)	25.2	-32.3	96.8	31.6	23.2
负债和股东权益	27502	29937	31491	31173	34166	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	22.8	15.2	21.0	24.0	25.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	8.9	6.4	10.5	11.5	11.9
经营活动现金流	2099	929	3316	1015	4972	ROE(%)	15.9	5.4	10.2	12.0	13.1
净利润	1272	656	1351	1778	2192	ROIC(%)	7.6	4.4	7.1	8.5	9.8
折旧摊销	880	883	831	933	1033	偿债能力					
财务费用	880	855	820	914	964	资产负债率(%)	70.8	59.3	58.0	52.6	51.1
投资损失	-465	-596	-570	-552	-518	流动比率	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
营运资金变动	-582	-1011	931	-2032	1328	速动比率	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7
其他经营现金流	114	141	-49	-27	-27	营运能力					
投资活动现金流	17	-2528	-956	-1767	-1752	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
筹资活动现金流	-1869	2425	-2451	-2225	-2364	应收账款周转率	5.1	3.7	3.7	3.7	3.7
						应付账款周转率	14.9	10.9	10.9	10.9	10.9
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.42	0.82	1.08	1.34	P/E	19.8	29.2	14.9	11.3	9.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	0.57	2.04	0.63	3.06	P/B	3.2	1.9	1.7	1.5	1.3
每股净资产(最新摊薄)	3.83	6.37	7.00	7.95	9.12	EV/EBITDA	11.9	15.6	11.1	9.8	8.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn