

# 协鑫能科 (002015)

## 上半年业绩高增,“电力+储能+算力”布局加速推进

### 报告摘要

◆ 事件：公司发布 2023 年半年度报告，23H1 实现营收 56.27 亿元，同比增长 11.87%，归母净利润 8.01 亿元，同比增长 106.88%；Q2 单季度实现营收 27.72 亿元，同比增长 14.34%，归母净利润 4.76 亿元，同比增长 119.28%。

### ◆ 盈利能力显著提升，上半年业绩表现亮眼

公司上半年营收稳健增长、盈利能力大幅改善，23H1 毛利率 17.8%，同比+0.13pcts，净利率 14.27%，同比+6.55pcts；Q2 单季度毛利率 18.85%，同/环比分别+2.11pcts/+2.07pcts，净利率 17.09%，同/环比分别+8.63pcts/+5.57pcts。公司上半年业绩表现亮眼，主要原因包括：①风电营收与利润规模同比大幅提升；②公司发电机组能耗下降及上网电价上升，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；④报告期内取得有关债权与股权的处置收益。

### ◆ 热电联产基本盘稳固，经济复苏背景下盈利产能充分释放

截至 2023 年 6 月 30 日，公司并网总装机容量为 2903.04MW，其中燃机热电联产 1777.14MW，风电 743.90MW，垃圾发电 116MW，燃煤热电联产 266MW。报告期内，公司完成结算汽量 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，最大程度争取效益最大化。

### ◆ 换电业务客户与场景不断开拓，光储充换售一体化布局逐渐完善

公司升级原有移动充换电业务，以“光储充换售”一体化赋能“固定+移动”新型电力系统服务商业业务，初步建成涵盖充换电运营、电池银行、能源交易、业财一体化、数字营销、资产管理的能源生态一体化数字平台。充换电方面，公司覆盖客户与应用场景进一步扩大，截至 23 年 6 月底，公司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；上半年运营里程及充入电量均有提升，规模效应下多个项目已实现现金流为

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 01 日

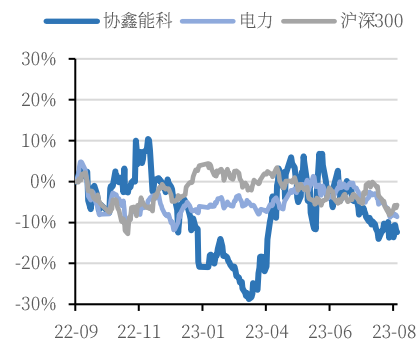
收盘价(元):

12.08

### 公司基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 1,623.32   |
| 总市值(百万)       | 19,609.76  |
| 流通股本(百万股)     | 1,623.32   |
| 流通市值(百万)      | 19,609.76  |
| 12 月最高/最低价(元) | 15.91/9.62 |
| 资产负债率(%)      | 55.20      |
| 每股净资产(元)      | 6.60       |
| 市盈率(TTM)      | 17.93      |
| 市净率(PB)       | 1.83       |
| 净资产收益率(%)     | 7.47       |

### 股价走势图



### 作者

|                          |      |
|--------------------------|------|
| 邹润芳                      | 分析师  |
| SAC 执业证书: S0640521040001 |      |
| 闫智                       | 研究助理 |
| SAC 执业证书: S0640122070030 |      |
| 邮箱: yanz031@avic.com     |      |
| 卢正羽                      | 分析师  |
| SAC 执业证书: S0640521060001 |      |

### 相关研究报告

业绩实现开门红, AI 算力打造新成长曲线 —  
2023-05-06

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

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

正。移动储能领域，实现多站协同、多能互补、智能消峰匹配、充换智能匹配；8月28日公司公告下属控股子公司年产20GWh储能系统项目投产，主要产品为储能系列产品和动力电池系列PACK/电池簇产品，适用于电源侧、电网侧和大基地、工商业分布等多元化场景，为“电力+储能+算力”三位一体战略转型升级奠定基础。

#### ◆ 协鑫智算平台正式开放，全球算力中心布局稳步推进

公司AI算力领域稳步推进，5月与苏州市相城区人民政府签署战略合作框架协议，合作建设启动国内首个能源算力中心，提升“电力+算力”核心竞争力，8月27日，协鑫智算正式开放算力出租平台，计算能力高达每秒一百万亿次。客户方面，与华为数字能源开展全面合作、与九州云签署战略合作框架协议、与谷梵科技签署投资框架协议，现有项目有望带来示范效应，未来公司有望持续开拓更多客户。未来协鑫智算将持续加速发展，并计划于2024年前在全球设立15个能源智算中心，固定投资规模超百亿，打造具有国际竞争力的数字产业集群。

#### ◆ 投资建议

预计公司2023-2025年归母净利润分别为14.19亿元、18.25亿元、22.38亿元，对应目前PE分别为13.8X/10.8X/8.8X，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

宏观经济下行；原材料价格波动；电动车政策变动风险；客户拓展不及预期；算力业务推进不及预期等

| 财务数据与估值       | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 11314.32 | 10682.85 | 12576.33 | 14314.61 | 15819.11 |
| 增长率（%）        | 0.07     | -5.58    | 17.72    | 13.82    | 10.51    |
| 归母净利润（百万元）    | 1004.18  | 679.83   | 1419.26  | 1824.99  | 2237.78  |
| 增长率（%）        | 25.25    | -32.30   | 108.77   | 28.59    | 22.62    |
| 毛利率（%）        | 22.85    | 15.15    | 19.77    | 21.86    | 23.12    |
| 每股收益（元）       | 0.62     | 0.42     | 0.87     | 1.12     | 1.38     |
| 市盈率 PE        | 19.53    | 28.85    | 13.82    | 10.75    | 8.76     |
| 市净率 PB        | 3.15     | 1.90     | 1.76     | 1.62     | 1.47     |
| 净资产收益率 ROE（%） | 16.15    | 6.58     | 12.77    | 15.06    | 16.77    |

资料来源：iFind，中航证券研究所

一季度业绩开门红，布局AI算力成长可期 —  
2023-04-21  
协鑫能科（002015）：三季度收入增速由负转正，电港及碳酸锂项目建设积极推进 —2022-10-30

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

单击此处输入文字。

| 资产负债表     |       |       |       |       |       | 利润表      |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度      | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度     | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金      | 3046  | 3769  | 3325  | 2596  | 1826  | 营业收入     | 11314 | 10683 | 12576 | 14315 | 15819 |
| 应收票据及账款   | 2820  | 3228  | 3290  | 3352  | 3271  | 营业成本     | 8730  | 9064  | 10090 | 11186 | 12162 |
| 预付账款      | 227   | 339   | 345   | 392   | 433   | 税金及附加    | 84    | 70    | 82    | 93    | 103   |
| 其他应收款     | 400   | 536   | 517   | 588   | 650   | 销售费用     | 64    | 100   | 101   | 115   | 127   |
| 存货        | 276   | 401   | 442   | 521   | 600   | 管理费用     | 630   | 629   | 679   | 787   | 870   |
| 其他流动资产    | 488   | 494   | 580   | 654   | 727   | 研发费用     | 15    | 22    | 25    | 29    | 32    |
| 流动资产总计    | 7255  | 8768  | 8499  | 8103  | 7507  | 财务费用     | 880   | 855   | 470   | 410   | 346   |
| 长期股权投资    | 1526  | 2528  | 2728  | 3098  | 3568  | 资产减值损失   | -49   | -18   | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 15638 | 13809 | 14048 | 14883 | 16284 | 信用减值损失   | -23   | -32   | -10   | -20   | -30   |
| 在建工程      | 656   | 1404  | 2504  | 2936  | 2702  | 其他经营损益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产      | 1785  | 1790  | 1498  | 1204  | 909   | 投资收益     | 465   | 596   | 300   | 270   | 270   |
| 长期待摊费用    | 0     | 29    | 15    | 0     | 0     | 公允价值变动损益 | 3     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 其他非流动资产   | 642   | 1608  | 1625  | 1611  | 1597  | 资产处置收益   | 91    | 3     | 60    | 0     | 0     |
| 非流动资产合计   | 20246 | 21169 | 22416 | 23731 | 25059 | 其他收益     | 127   | 228   | 148   | 148   | 148   |
| 资产总计      | 27502 | 29937 | 30915 | 31835 | 32566 | 营业利润     | 1527  | 722   | 1630  | 2095  | 2569  |
| 短期借款      | 2191  | 2475  | 2675  | 2875  | 3075  | 营业外收入    | 21    | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及账款   | 866   | 794   | 345   | 383   | 416   | 营业外支出    | 30    | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债    | 4569  | 3753  | 5320  | 5967  | 6496  | 其他非经营损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计    | 7626  | 7022  | 8340  | 9225  | 9987  | 利润总额     | 1518  | 718   | 1630  | 2095  | 2569  |
| 长期借款      | 9375  | 8342  | 6919  | 5418  | 3839  | 所得税      | 246   | 62    | 261   | 335   | 411   |
| 其他非流动负债   | 2483  | 2388  | 2742  | 3342  | 3742  | 净利润      | 1272  | 656   | 1369  | 1760  | 2158  |
| 非流动负债合计   | 11859 | 10731 | 9662  | 8760  | 7581  | 少数股东损益   | 267   | -24   | -50   | -65   | -79   |
| 负债合计      | 19484 | 17753 | 18002 | 17985 | 17568 | 归属母公司净利润 | 1004  | 680   | 1419  | 1825  | 2238  |
| 股本        | 1352  | 1623  | 1623  | 1623  | 1623  | EBITDA   | 3278  | 2456  | 3082  | 3560  | 4057  |
| 资本公积      | 3930  | 7441  | 7441  | 7441  | 7441  | NOPLAT   | 1937  | 1436  | 1711  | 2102  | 2447  |
| 留存收益      | 933   | 1270  | 2049  | 3050  | 4278  | EPS (元)  | 0.62  | 0.42  | 0.87  | 1.12  | 1.38  |
| 归属母公司权益   | 6216  | 10335 | 11113 | 12115 | 13343 |          |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益    | 1801  | 1850  | 1799  | 1734  | 1655  |          |       |       |       |       |       |
| 股东权益合计    | 8017  | 12184 | 12913 | 13849 | 14998 |          |       |       |       |       |       |
| 负债和股东权益合计 | 27502 | 29937 | 30915 | 31835 | 32566 |          |       |       |       |       |       |

| 现金流量表    |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度     | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 税后经营利润   | 1272  | 656   | 940   | 1407  | 1805  |
| 折旧与摊销    | 880   | 883   | 983   | 1055  | 1142  |
| 财务费用     | 880   | 855   | 470   | 410   | 346   |
| 投资损失     | -465  | -596  | -300  | -270  | -270  |
| 营运资金变动   | -582  | -1011 | 944   | 351   | 389   |
| 其他经营现金流  | -25   | -12   | 418   | 418   | 418   |
| 经营性现金净流量 | 1960  | 776   | 3454  | 3370  | 3830  |
| 资本支出     | 4783  | 1520  | 1646  | 1400  | 1600  |
| 长期投资     | 229   | -1079 | -200  | -300  | -400  |
| 其他投资现金流  | 4572  | 72    | -74   | -465  | -265  |
| 投资性现金净流量 | 17    | -2528 | -1920 | -2165 | -2265 |
| 短期借款     | -550  | 284   | 200   | 200   | 200   |
| 长期借款     | 3691  | -1033 | -1423 | -1501 | -1579 |
| 普通股增加    | 0     | 271   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加   | 178   | 3511  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流  | -5188 | -607  | -756  | -633  | -956  |
| 筹资性现金净流量 | -1869 | 2425  | -1979 | -1934 | -2335 |
| 现金流量净额   | 105   | 675   | -444  | -729  | -770  |

| 主要财务比率    |        |        |        |       |       |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度      | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 成长能力      |        |        |        |       |       |
| 营收增长率     | 0.1%   | -5.6%  | 17.7%  | 13.8% | 10.5% |
| 营业利润增长率   | 15.1%  | -52.7% | 125.8% | 28.6% | 22.6% |
| EBITDA增长率 | 12.8%  | -34.4% | 33.4%  | 19.3% | 16.4% |
| EBITDA增长率 | 13.7%  | -25.1% | 25.5%  | 15.5% | 14.0% |
| 归母净利润增长率  | 25.2%  | -32.3% | 108.8% | 28.6% | 22.6% |
| 经营现金流增长率  | -14.2% | -60.4% | 345.4% | -2.4% | 13.6% |
| 盈利能力      |        |        |        |       |       |
| 毛利率       | 22.8%  | 15.2%  | 19.8%  | 21.9% | 23.1% |
| 净利率       | 11.2%  | 6.1%   | 10.9%  | 12.3% | 13.6% |
| 营业利润率     | 13.5%  | 6.8%   | 13.0%  | 14.6% | 16.2% |
| ROE       | 16.2%  | 6.6%   | 12.8%  | 15.1% | 16.8% |
| ROA       | 3.7%   | 2.3%   | 4.6%   | 5.7%  | 6.9%  |
| ROIC      | 14.0%  | 8.7%   | 8.9%   | 11.0% | 12.5% |
| 估值倍数      |        |        |        |       |       |
| P/E       | 19.53  | 28.85  | 13.82  | 10.75 | 8.76  |
| P/S       | 1.73   | 1.84   | 1.56   | 1.37  | 1.24  |
| P/B       | 3.15   | 1.90   | 1.76   | 1.62  | 1.47  |
| 股息率       | 1.7%   | 1.6%   | 3.3%   | 4.2%  | 5.1%  |
| EV/EBIT   | 7.77   | 19.19  | 13.18  | 10.79 | 9.04  |
| EV/EBITDA | 9.93   | 12.29  | 8.98   | 7.59  | 6.49  |
| EV/NOPLAT | 16.80  | 21.02  | 16.17  | 12.86 | 10.76 |

资料来源: iFind, 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 年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, liyuqi@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效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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