

清洁能源盈利修复, 持续打造“光储充”一体化

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报&2024年一季报, 实现收入101亿元, 同比下降7.4%, 实现归母净利润9.1亿元, 同比+32.9%; 24Q1实现收入24.1亿元, 同比下降11.1%, 实现归母净利润1.9亿元, 同比下降39.6%。
- **燃料成本下降, 清洁能源业务盈利能力修复。** 2023年公司实现毛利率21.75%, 同比提升6.6pp, 实现净利率9.49%, 同比提升3.35pp; 实现净利率11.24%, 同比+2.66pp; 其中, 电力销售业务实现收入59.55亿元, 同比下滑1.4%, 毛利率23.98%, 同比提升8.89pp, 蒸汽销售业务实现收入33.4亿元, 同比下滑17.2%, 毛利率12.82%, 同比提升4.17pp。24Q1公司实现毛利率22.81%, 同比提升6.03pp, 净利率8.63%, 同比下滑2.89pp。
- **优化资产结构, 提升可再生能源占比。** 截至报告期末, 公司并网运营总装机容量为3595MW, 报告期内, 公司转让多个化石能源发电项目股权, 总规模约800MW, 公司燃煤燃机装机比例从75.1%下降至56.6%; 此外, 公司推出“鑫阳光”户用光伏业务, 截至期末并网用户1609户, 已发货用户7203户, 工商业分布式光伏业务完成开发量905MW, 建设量428MW, 公司资产结构得到进一步优化, 综合实力显著提升。
- **持续延伸至能源应用端, 打造“光储充”一体化补能业务。** 充电方面, 报告期内公司与华为数字能源就液冷超充网络建设达成全方位合作, 公司协鑫光储超充一体化综合能源站样板点启动, 苏州阳澄电竞馆超充站于2023年底开工建设并于近期正式投运; 换电业务方面, 截至报告期末, 公司在运营换电场站共69个, 其中包括53个乘用车站及16个商用车站。根据中国汽车工业协会发布的数据, 2023年新能源汽车产销分别959万辆和950万辆, 同比分别增长35.8%和37.9%, 新能源汽车的快速增长将进一步带动充电桩和充电场站的需求。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年公司归母净利润分别为12.6亿元、16.2亿元、19.5亿元, 对应动态PE分别为12.1倍、9.4倍、7.8倍。考虑到公司背靠协鑫集团, 具备产业协同效应, 我们分别给予公司2024年综合能源业务和换电业务17、25倍PE, 对应目标价13.66元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 车站比不能达标、项目投产不及预期、原材料价格大幅波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10143.69	14282.65	17468.98	20980.18
增长率	-5.05%	40.80%	22.31%	20.10%
归属母公司净利润(百万元)	908.99	1260.16	1623.37	1947.14
增长率	33.71%	38.63%	28.82%	19.94%
每股收益EPS(元)	0.56	0.78	1.00	1.20
净资产收益率ROE	7.48%	7.42%	8.95%	9.86%
PE	16.7	12.1	9.4	7.8
PB	1.18	0.87	0.81	0.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋
执业证号: S1250523070005
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.23
流通A股(亿股)	16.23
52周内股价区间(元)	7.84-14.93
总市值(亿元)	151.94
总资产(亿元)	362.27
每股净资产(元)	7.17

相关研究

1. 协鑫能科(002015): 热电联产业绩同比提升, 切入液冷超充领域 (2023-11-02)
2. 协鑫能科(002015): 清洁能源盈利能力提升, 打造储能新型电力系统服务商 (2023-08-28)
3. 协鑫能科(002015): 燃料成本波动压制业绩, 持续投入移动能源运营 (2023-05-04)

盈利预测

关键假设：

假设 1：参考公司在建项目及投产规划，假设 24-26 年公司装机容量分别达到 4.1/4.6/5.1GW，上网电量分别为 121/142/165 亿千瓦时。参考公司 23 年电力销售业务的毛利率为 24%，假设 24-26 年电力销售业务毛利率稳定在 24%。

假设 2：考虑到天然气及煤炭供需格局逐渐改善，下游需求逐渐复苏，假设 24-26 年公司售汽量分别达到 13.5/14.2/14.9 百万吨，假设 24-26 年蒸汽销售业务毛利率分别为 15%/15%/15%。

假设 3：公司进军换电业务，考虑到全国市场份额和公司行业地位以及当前换电业务还处于探索期。假设 24-26 年公司拥有的换电站数量将达到 250/400/600 座，乘用车、重卡车换电站利用率分别为 20%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及利润如下表：

表 1：2024-2026 年公司各业务板块收入与利润预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电力销售	收入	5955	8563	10073	11685
	增速	3.1%	43.8%	17.6%	16.0%
	毛利率	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
蒸汽销售	收入	3340	3682	4060	4476
	增速	-17.2%	10.3%	10.3%	10.3%
	毛利率	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
换电业务	收入	-	808	1676	2578
	增速	-	-	107.5%	53.8%
	毛利率	-	29.5%	29.7%	29.7%
其他	收入	848	1230	1661	2242
	增速	284.7%	45.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	41.2%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	10144	14283	17469	20980
	增速	-5.0%	40.8%	22.3%	20.1%
	毛利率	21.7%	22.9%	23.5%	24.0%

数据来源：Wind, 西南证券

分部估值

考虑到公司是清洁能源运营领导者，进军充换电业务市场，前瞻布局能源算力赛道，我们选取综合能源运营企业和换电业务企业对公司进行分部估值。

综合能源运营业务：我们选取节能风电、龙源电力、建投能源作为公司综合能源板块可比公司，2024 年 3 家企业平均 PE 为 17.21 倍。预计 2024 年公司综合能源业务实现归母净利润 11.69 亿元，我们给予公司综合能源运营业务 17 倍 PE，对应市值 198.7 亿元。

换电业务：我们选取博众精工、特锐德作为换电业务的可比公司，2024 年 2 家企业平均 PE 为 25.29 倍。考虑到公司背靠协鑫集团，具备产业协同效应，预计 2024 年公司换电业务实现归母净利润 0.92 亿元，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应市值为 23.0 亿元。

综上，2024 年公司总市值为 221.7 亿元，对应目标价 13.66 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	LF
601016.SH	节能风电	3.03	0.23	0.24	0.26	0.29	12.86	12.40	11.45	10.63	1.19
001289.SZ	龙源电力	17.93	0.75	0.92	1.02	1.14	26.57	19.39	17.53	15.70	2.10
000600.SZ	建投能源	6.84	0.09	0.34	0.45	0.58	53.75	19.83	15.10	11.77	1.21
平均值							31.06	17.21	14.69	12.70	1.50
688097.SH	博众精工	22.50	0.87	1.19	1.52	1.72	38.44	18.85	14.84	13.09	2.41
300001.SZ	特锐德	20.12	0.47	0.63	0.87	1.14	43.21	31.73	23.00	17.57	3.18
平均值							40.83	25.29	18.92	15.33	2.79
002015.SZ	协鑫能科	9.36	0.56	0.78	1.00	1.20	22.11	12.06	9.36	7.80	1.31

数据来源：Wind, 西南证券整理 (截至 4 月 26 日收盘数据)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10143.69	14282.65	17468.98	20980.18	净利润	962.48	1292.17	1682.31	2010.71
营业成本	7937.67	11006.38	13363.95	15954.72	折旧与摊销	892.72	962.12	1127.32	1416.92
营业税金及附加	74.25	104.55	127.88	153.58	财务费用	690.15	743.05	771.37	908.03
销售费用	123.72	174.21	213.07	255.90	资产减值损失	-72.46	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	869.98	1224.96	1498.24	1799.38	经营营运资本变动	870.84	77.97	-496.52	-378.52
财务费用	690.15	743.05	771.37	908.03	其他	-1064.81	-490.84	-548.52	-544.56
资产减值损失	-72.46	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	2278.91	2534.47	2485.96	3362.57
投资收益	906.31	600.00	600.00	600.00	资本支出	1683.86	-2000.00	-8000.00	-10000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3035.16	629.28	600.16	599.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1351.31	-1370.72	-7399.84	-9400.05
营业利润	1276.15	1579.50	2044.48	2458.57	短期借款	689.82	266.81	600.29	1825.80
其他非经营损益	-18.85	2.73	0.22	-2.12	长期借款	-894.09	100.00	200.00	1000.00
利润总额	1257.30	1582.24	2044.69	2456.45	股权融资	604.36	3494.14	0.00	0.00
所得税	294.82	290.07	362.38	445.73	支付股利	0.00	-227.25	-315.04	-405.84
净利润	962.48	1292.17	1682.31	2010.71	其他	-2081.37	1835.18	2128.63	1991.97
少数股东损益	53.48	32.01	58.94	63.57	筹资活动现金流净额	-1681.27	5468.87	2613.88	4411.93
归属母公司股东净利润	908.99	1260.16	1623.37	1947.14	现金流量净额	-753.01	6632.63	-2300.00	-1625.55
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3167.37	9800.00	7500.00	5874.45	成长能力				
应收和预付款项	4565.82	5678.09	7160.71	8652.22	销售收入增长率	-5.05%	40.80%	22.31%	20.10%
存货	412.07	505.95	637.03	762.88	营业利润增长率	76.85%	23.77%	29.44%	20.25%
其他流动资产	827.83	785.69	989.55	1203.33	净利润增长率	46.79%	34.25%	30.19%	19.52%
长期股权投资	2906.89	2906.89	2906.89	2906.89	EBITDA 增长率	16.22%	14.89%	20.05%	21.31%
投资性房地产	51.60	52.09	51.93	51.98	获利能力				
固定资产和在建工程	14097.27	15224.59	22186.71	30859.23	毛利率	21.75%	22.94%	23.50%	23.95%
无形资产和开发支出	2626.30	2539.01	2451.73	2364.44	三费率	16.60%	15.00%	14.21%	14.12%
其他非流动资产	3237.95	3235.80	3233.64	3231.48	净利率	9.49%	9.05%	9.63%	9.58%
资产总计	31893.10	40728.12	47118.19	55906.90	ROE	7.48%	7.42%	8.95%	9.86%
短期借款	3164.39	3431.19	4031.48	5857.28	ROA	3.02%	3.17%	3.57%	3.60%
应付和预收款项	1513.00	1789.37	2221.76	2701.65	ROIC	9.10%	11.61%	12.52%	11.20%
长期借款	5771.85	5871.85	6071.85	7071.85	EBITDA/销售收入	28.19%	23.00%	22.57%	22.80%
其他负债	8578.19	12210.98	16001.09	19879.25	营运能力				
负债合计	19027.43	23303.39	28326.19	35510.04	总资产周转率	0.33	0.39	0.40	0.41
股本	1623.32	1623.32	1623.32	1623.32	固定资产周转率	0.85	1.14	1.16	1.04
资本公积	8045.59	11539.73	11539.73	11539.73	应收账款周转率	2.98	3.46	3.40	3.30
留存收益	1802.07	2834.98	4143.31	5684.61	存货周转率	19.51	23.97	23.37	22.78
归属母公司股东权益	10975.13	15502.18	16810.51	18351.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.40%	—	—	—
少数股东权益	1890.54	1922.54	1981.49	2045.06	资本结构				
股东权益合计	12865.67	17424.73	18792.00	20396.87	资产负债率	59.66%	57.22%	60.12%	63.52%
负债和股东权益合计	31893.10	40728.12	47118.19	55906.90	带息债务/总负债	46.97%	39.92%	35.67%	36.41%
					流动比率	0.96	1.60	1.32	1.07
					速动比率	0.92	1.55	1.27	1.02
					股利支付率	0.00%	18.03%	19.41%	20.84%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2859.02	3284.68	3943.17	4783.51	每股收益	0.56	0.78	1.00	1.20
PE	16.72	12.06	9.36	7.80	每股净资产	7.93	10.73	11.58	12.56
PB	1.18	0.87	0.81	0.74	每股经营现金	1.40	1.56	1.53	2.07
PS	1.50	1.06	0.87	0.72	每股股利	0.00	0.14	0.19	0.25
EV/EBITDA	6.69	3.79	3.92	4.14					
股息率	0.00%	1.50%	2.07%	2.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
