

协鑫能科（002015.SZ）

扣非净利润增幅显著，新能源装机增速加快

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,951	10,144	10,372	11,588	12,917
增长率 yoy（%）	-3.3	-7.4	2.3	11.7	11.5
归母净利润（百万元）	684	909	1,064	1,277	1,459
增长率 yoy（%）	-32.5	32.9	17.0	20.1	14.2
ROE（%）	5.2	7.0	7.5	8.4	8.9
EPS 最新摊薄（元）	0.42	0.56	0.66	0.79	0.90
P/E（倍）	20.0	15.0	12.8	10.7	9.4
P/B（倍）	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 75.52 亿元（调整后，下同），同比下降 15.7%；实现归母净利润 6.06 亿元，同比下降 36.43%；实现扣非归母净利润 4.62 亿元，同比增长 60.10%；基本 EPS 为 0.3832 元，同比下降 35.02%；加权平均 ROE 为 5.14%，同比下降 2.97 个 pct。2024Q3，公司实现营业收入 28.49 亿元，同比下降 7.98%；实现归母净利润 1.95 亿元，同比增长 22.34%；扣非归母净利润 1.86 亿元，同比增长 183.74%。

燃料成本下降盈利改善，扣非归母净利润增长。2024 年 1-9 月，公司扣非归母净利润同比上升的主要原因：一是燃料成本同比下降，存量电厂业绩同比提升；持续推进分布式光伏电站、储能电站等项目的开发和投建，相关项目收入及利润同比大幅提升；调整融资结构和渠道、降低融资成本，财务费用同比下降 6.93%。2024 年 1-9 月公司归母净利润同比下降原因：上年同期公司优化资产结构等原因取得非经常性损益，前三季度非经常性损益同比下降 78.4%。

公司坚持发电主业，快速开展分布式光伏业务。公司在长三角、珠三角等负荷集中区域布局清洁能源热电联供多年，不断加大风光储等新能源项目的开发力度。截至 2024 年 9 月底，公司并网总装机容量为 597.636 万千瓦，其中：燃机热电联产 201.714 万千瓦，光伏发电 208.34 万千瓦，风电 81.79 万千瓦，垃圾发电 14.9 万千瓦，燃煤热电联产 20.9 万千瓦，储能 70 万千瓦，公司可再生能源装机占发电总装机的比例进一步提高为 57.81%。其中，前三季度公司通过收购和自营的方式增加光伏装机 141.5 万千瓦，“鑫阳光”户用光伏新增 101.53 万千瓦、工商业分布式光伏新增 19.96 万千瓦；控股浙江建德 240 万千瓦抽蓄电站正在稳步推进中。

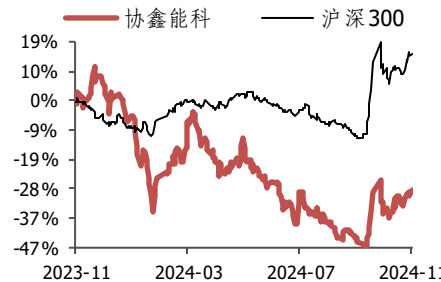
多面布局电力领域产业，打造多场景能源服务。公司通过开展“源网荷储”联动，打造“光储充”一体化，探索多种应用场景下的绿色能源服务，涉猎领域包括新型储能电站、虚拟电厂运营、综合能源服务（含算力）、终端补能智能化。（1）新型储能电站：截至 2024 年 9 月底，公司独立储能项目累计备案 9.14GW/17.89GWh，并网投运总规模达 0.7GW/1.4GWh。（2）虚拟电厂运营：截至 2024 年 9 月，公司虚拟电厂可调负荷规模约 300MW，占江苏省内实际可调负荷规模比例约 20%，公司需求响应规模约 500MW。（3）综

增持（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2024 年 11 月 11 日收盘价（元）	8.55
总市值（百万元）	13,879.43
流通市值（百万元）	13,879.43
总股本（百万股）	1,623.32
流通股本（百万股）	1,623.32
近 3 月日均成交额（百万元）	146.29

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003

邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号：S1070521050001

邮箱：fycx@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号：S1070523110002

邮箱：hgxc@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号：S1070524080003

邮箱：yangtianfang@cgws.com

相关研究

1、《清洁能源主业发展稳健，“光储充算”多线并行发展——公司动态点评（协鑫能科 002015.SZ）》
2024-06-13

合能源服务（含算力）：2024年1-9月，公司市场化交易电量202.68亿千瓦时；配电项目累计管理容量3204MVA，同比增长51.8%；辅助服务响应电联累计约1400万千瓦时；成功投运超千P的算力资源，满足公司能源+算力协同发展的需求。（4）终端补能智能化：公司的光储充一体化业务主要集中在长三角、大湾区等经济发达地区的重点城市，截至2024年9月底，公司累计开发直流快充10,938枪（折算60kW/枪），已投建（开工及投运）3201枪，上线投运1367枪；在运换电站52座，涵盖乘用车和商用车两大场景。

投资建议：公司传统能源业务稳健增长，可再生能源占比快速提升，仍为公司经营收入的主要构成；新业务发展仍处于规模放量前期，基于公司在新业务领域技术积累和大量项目储备，有望在未来几年成为公司发展第二曲线。我们预计公司2024-2026年实现营业收入分别为103.72、115.88、129.17亿元，同比增长2.3%、11.7%、11.5%；实现归母净利润分别为10.64、12.77、14.59亿元，同比增长17%、20.1%、14.2%。对应EPS为0.66、0.79、0.9元，PE为12.8、10.7、9.4倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；移动能源业务拓展不达预期风险；燃料价格持续走高导致毛利率下滑风险；清洁能源项目建设进度不及预期风险；政府审批风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9507	9560	9353	11265	11536
现金	3943	3205	3277	3661	4081
应收票据及应收账款	3743	4343	3925	5312	4985
其他应收款	558	571	584	706	732
预付账款	340	232	353	300	428
存货	401	412	419	489	516
其他流动资产	522	797	795	797	795
非流动资产	22857	24405	24185	25248	26320
长期股权投资	2528	2907	2959	3025	3086
固定资产	13472	13139	13093	14071	15045
无形资产	1835	2612	2796	3015	3203
其他非流动资产	5022	5748	5337	5137	4985
资产总计	32364	33965	33538	36513	37856
流动负债	8250	9679	8216	9877	9629
短期借款	2475	3164	3238	3483	3518
应付票据及应付账款	804	1073	846	1249	1068
其他流动负债	4972	5442	4132	5145	5043
非流动负债	11417	10537	10639	10805	11047
长期借款	6679	6183	6285	6451	6693
其他非流动负债	4738	4354	4354	4354	4354
负债合计	19668	20216	18855	20681	20676
少数股东权益	1850	1891	1918	1964	2012
股本	1623	1623	1623	1623	1623
资本公积	8010	9008	9008	9008	9008
留存收益	1212	1720	2479	3431	4502
归属母公司股东权益	10847	11858	12765	13868	15168
负债和股东权益	32364	33965	33538	36513	37856

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1244	2279	1613	2042	2347
净利润	660	962	1091	1324	1507
折旧摊销	953	893	953	1051	1186
财务费用	996	690	609	622	634
投资损失	-596	-906	-803	-837	-826
营运资金变动	-925	231	-349	-253	-299
其他经营现金流	156	409	112	135	144
投资活动现金流	-2621	-1351	52	-1299	-1453
资本支出	1519	3260	680	2048	2197
长期投资	-1079	248	-52	-66	-61
其他投资现金流	-23	1660	785	815	805
筹资活动现金流	2282	-1681	-1667	-604	-509
短期借款	284	690	74	245	36
长期借款	926	-496	102	166	242
普通股增加	271	0	0	0	0
资本公积增加	4080	998	0	0	0
其他筹资现金流	-3278	-2873	-1842	-1014	-787
现金净增加额	907	-753	-2	140	384

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10951	10144	10372	11588	12917
营业成本	9176	7938	8116	8862	9803
营业税金及附加	71	74	76	85	95
销售费用	100	124	127	141	158
管理费用	634	870	890	994	1108
研发费用	22	32	32	36	40
财务费用	996	690	609	622	634
资产和信用减值损失	-52	-114	-94	-113	-123
其他收益	229	97	141	126	131
公允价值变动收益	2	0	1	0	0
投资净收益	596	906	803	837	826
资产处置收益	3	-30	-19	-23	-21
营业利润	730	1276	1355	1676	1893
营业外收入	7	41	30	34	33
营业外支出	11	60	44	49	48
利润总额	726	1257	1341	1660	1878
所得税	66	295	251	337	371
净利润	660	962	1091	1324	1507
少数股东损益	-24	53	27	46	48
归属母公司净利润	684	909	1064	1277	1459
EBITDA	2628	2806	2865	3291	3651
EPS (元/股)	0.42	0.56	0.66	0.79	0.90

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-3.3	-7.4	2.3	11.7	11.5
营业利润 (%)	-52.5	74.7	6.2	23.7	12.9
归属母公司净利润 (%)	-32.5	32.9	17.0	20.1	14.2
获利能力					
毛利率 (%)	16.2	21.7	21.8	23.5	24.1
净利率 (%)	6.0	9.5	10.5	11.4	11.7
ROE (%)	5.2	7.0	7.5	8.4	8.9
ROIC (%)	6.2	5.7	6.1	6.6	6.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.8	59.5	56.2	56.6	54.6
净负债比率 (%)	76.6	76.4	66.1	62.3	57.5
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	11.7	9.1	9.1	9.1	9.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.56	0.66	0.79	0.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.77	1.40	0.99	1.26	1.45
每股净资产 (最新摊薄)	6.68	7.30	7.83	8.47	9.22
估值比率					
P/E	20.0	15.0	12.8	10.7	9.4
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.6	9.3	8.8	7.7	7.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686