

## 燃料成本波动压制业绩，持续投入移动能源运营

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报，2022 年实现收入 106.8 亿元，同比减少 5.7%，实现归母净利润 6.8 亿元，同比减少 32.9%。
- **燃料成本波动压制公司业绩，清洁能源业务持续扩张。** 2022 年公司营收 106.8 亿元 (-5.7%)，归母净利润 6.8 亿元 (-32.9%)。Q4 营收 27.9 亿元 (+0.7%)，环比 -2.8%；Q4 归母净利润 0.2 亿元 (-89.8%)。截至报告期末，公司并网总装机容量为 3.7GW，其中燃机热电联产/风电/生物质发电/垃圾发电/燃煤热电联产分别为 2.4/0.74/0.06/0.12/0.33GW。报告期内，公司完成结算汽量 147.6 万吨 (-8.7%)、结算电量 98.3 亿 KWh (-21.6%)、垃圾处置量 206 万吨 (-2.9%)。公司本期经营业绩较同期有所下降主要系 2022 年受俄乌战争拉锯、国际通胀加剧等外部环境影响，燃料成本上涨所致。
- **持续推进换电业务布局，创新打造“车、电池、站”三位一体。** 报告期内公司构建完成平台生态智能运营服务标准化体系 17 个，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，拥有 13 个功能模块、130 多个功能，菜单累计迭代 50 多次；完成对接站型 11 款、充电桩 5 款、车型 19 款；完成换电需求预测、排队数预测、电池健康度评估等 38 种算法模型，初步实现车辆和电池的智能调度管理；实现站端故障自动化处理、站点运维智能化管理。截至 2022 年底，运营及在建的综合能源站合计超过 100 座，其中重卡站 28 座，乘用车站 74 座。公司积极投入移动能源布局，有助于抢占市场获得先发优势。
- **综合能源服务优势明显，持续拓宽市场规模。** 报告期内，公司 2022 年市场化交易服务售电量 198.3 亿 KWh，同比增长 14.9%，成功拓展浙江和四川售电市场，两个市场新增交易电量超 10 亿 KWh。配电项目累计管理容量 2111MVA，新增内蒙区域配电管理容量 1020MW，金寨增量配电项目年电量突破 2 亿 KWh，运营评估名列全国前五。公司持续开展碳资产创新业务，碳金融规模超 2500 万元，累计绿电绿证交易量超 2 亿 KWh，投运了泰州碳中和产业园等示范项目。公司持续发展区域式绿能服务，预计未来公司盈利能力将不断增强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 13.5/18.4/24.7 亿元。考虑到公司清洁能源规划清晰，换电业务发展较快，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风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10682.85	13782.36	17822.22	22305.25
增长率	-5.58%	29.01%	29.31%	25.15%
归属母公司净利润(百万元)	679.83	1354.32	1836.88	2467.59
增长率	-32.30%	99.21%	35.63%	34.34%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.83	1.13	1.52
净资产收益率 ROE	5.38%	8.38%	10.13%	12.35%
PE	34.0	17.1	12.6	9.4
PB	1.90	1.36	1.25	1.12

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  
联系人: 刘洋  
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)	9.96-18.82
总市值(亿元)	231.00
总资产(亿元)	304.03
每股净资产(元)	6.23

### 相关研究

1. 协鑫能科(002015): 燃料价格上涨压制业绩, 换电业务布局加速推进 (2022-10-31)
2. 协鑫能科(002015): 换电生态初具规模, 业务协同行稳致远 (2022-08-14)
3. 协鑫能科(002015): 清洁能源基石稳固, 换电业务再启成长 (2022-06-20)

## 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 23-25 年公司装机容量分别达到 3953/4140/4280MW，上网电量分别为 127/136/149 亿千瓦时。参考公司 21/22 年电力销售业务的毛利率为 22.9%/15.2%，假设 23-25 年电力销售业务毛利率分别为 25%/22%/24%。

假设 2：考虑国际天然气供需失衡，公司存在天然气进口业务，假设 23-25 年公司售汽量分别达到 1530/1600/1690 万吨。由于当前天然气及煤炭价格仍维持高位，假设 23-25 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 23-25 年公司拥有的换电站数量将达到 923/1231/1755 座，其中乘用车换电数量为 628/762/1086 座，重卡车换电站数量为 295/470/669 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 2023-2025 年分业务收入及利润如下表：

表 1：2023-2025 年公司各业务板块收入与利润预测

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电力销售	收入	6641	5774	6326	6686	7441
	增速		-13.1%	9.6%	5.7%	11.3%
	成本	5024	4903	4744	5215	5655
	毛利率	24.3%	15.1%	25.0%	22.0%	24.0%
蒸汽销售	收入	3608	4031	4821	5766	7029
	增速		11.7%	19.6%	19.6%	21.9%
	成本	3326	3683	4098	4902	5975
	毛利率	7.8%	8.6%	15.0%	15.0%	15.0%
换电业务	收入	-	-	2370	5052	7454
	增速	-	-		113.1%	47.5%
	成本	-	-	1675	3560	5242
	毛利率	-	-	29.3%	29.5%	29.7%
	净利润	-	-	2370	5052	7454
其他	收入	328	221	265	318	381
	增速		-32.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	145	379	212	254	305
	毛利率	55.8%	-71.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	11314	10683	13782	17822	22305
	增速		-5.6%	29.0%	29.3%	25.2%
	成本	8730	9064	10730	13930	17177
	毛利率	22.8%	15.2%	22.2%	21.8%	23.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10682.85	13782.36	17822.22	22305.25	净利润	655.68	1418.94	1870.71	2536.68
营业成本	9064.38	10729.53	13930.29	17176.53	折旧与摊销	883.14	945.65	1096.36	1378.72
营业税金及附加	69.76	90.00	116.38	145.66	财务费用	855.38	740.90	773.46	917.04
销售费用	99.65	128.57	166.25	208.07	资产减值损失	-17.68	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	629.45	812.07	1050.10	1314.25	经营营运资本变动	-1854.24	-136.30	-784.74	-868.11
财务费用	855.38	740.90	773.46	917.04	其他	406.42	-394.24	-447.30	-443.45
资产减值损失	-17.68	-50.00	-50.00	-50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>928.70</b>	<b>2524.94</b>	<b>2458.50</b>	<b>3470.88</b>
投资收益	595.68	500.00	500.00	500.00	资本支出	-909.73	-2000.00	-8000.00	-10000.00
公允价值变动损益	1.72	1.72	1.72	1.72	其他	-1618.26	508.58	501.88	501.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2527.99</b>	<b>-1491.42</b>	<b>-7498.12</b>	<b>-9498.33</b>
<b>营业利润</b>	<b>721.58</b>	<b>1733.01</b>	<b>2237.45</b>	<b>2995.43</b>	短期借款	283.68	-268.91	751.65	2249.18
其他非经营损益	-3.68	-9.00	-9.58	-8.40	长期借款	912.49	100.00	200.00	1000.00
<b>利润总额</b>	<b>717.90</b>	<b>1724.01</b>	<b>2227.88</b>	<b>2987.03</b>	股权融资	3781.69	3494.14	0.00	0.00
所得税	62.22	305.07	357.16	450.34	支付股利	-324.66	-169.96	-338.58	-459.22
净利润	655.68	1418.94	1870.71	2536.68	其他	-2228.62	1841.83	2126.54	1982.96
少数股东损益	-24.15	64.62	33.83	69.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2424.57</b>	<b>4997.10</b>	<b>2739.62</b>	<b>4772.92</b>
归属母公司股东净利润	679.83	1354.32	1836.88	2467.59	<b>现金流量净额</b>	<b>827.62</b>	<b>6030.63</b>	<b>-2300.00</b>	<b>-1254.53</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3769.37	9800.00	7500.00	6245.47	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4070.47	4481.51	6025.36	7579.21	销售收入增长率	-5.58%	29.01%	29.31%	25.15%
存货	400.86	395.39	535.50	667.90	营业利润增长率	-52.74%	140.17%	29.11%	33.88%
其他流动资产	527.50	632.74	817.66	1025.87	净利润增长率	-48.43%	116.41%	31.84%	35.60%
长期股权投资	2527.58	2527.58	2527.58	2527.58	EBITDA 增长率	-25.16%	39.00%	20.11%	28.82%
投资性房地产	53.08	53.58	53.41	53.47	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13520.84	14640.43	21609.30	30295.82	毛利率	15.15%	22.15%	21.84%	22.99%
无形资产和开发支出	1847.62	1783.84	1720.06	1656.28	三费率	14.83%	12.20%	11.16%	10.94%
其他非流动资产	3219.39	3217.94	3216.49	3215.03	净利率	6.14%	10.30%	10.50%	11.37%
<b>资产总计</b>	<b>29936.72</b>	<b>37533.01</b>	<b>44005.36</b>	<b>53266.62</b>	ROE	5.38%	8.38%	10.13%	12.35%
短期借款	2474.57	2205.66	2957.31	5206.49	ROA	2.19%	3.78%	4.25%	4.76%
应付和预收款项	1141.25	1354.41	1811.99	2206.67	ROIC	10.25%	12.90%	13.89%	13.30%
长期借款	6665.95	6765.95	6965.95	7965.95	EBITDA/销售收入	23.03%	24.81%	23.05%	23.72%
其他负债	7470.80	10279.72	13810.70	17350.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>17752.57</b>	<b>20605.74</b>	<b>25545.95</b>	<b>32729.75</b>	总资产周转率	0.37	0.41	0.44	0.46
股本	1623.32	1623.32	1623.32	1623.32	固定资产周转率	0.88	1.10	1.20	1.13
资本公积	7441.23	10935.37	10935.37	10935.37	应收账款周转率	3.80	4.28	4.48	4.33
留存收益	1269.23	2453.59	3951.90	5960.27	存货周转率	26.76	26.93	29.90	28.53
归属母公司股东权益	10334.52	15013.02	16511.32	18519.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.63%	—	—	—
少数股东权益	1849.63	1914.25	1948.08	2017.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12184.15</b>	<b>16927.27</b>	<b>18459.41</b>	<b>20536.87</b>	资产负债率	59.30%	54.90%	58.05%	61.45%
负债和股东权益合计	29936.72	37533.01	44005.36	53266.62	带息债务/总负债	51.49%	43.54%	38.84%	40.25%
					流动比率	1.25	2.26	1.75	1.33
					速动比率	1.19	2.20	1.68	1.27
					股利支付率	47.76%	12.55%	18.43%	18.61%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2460.10	3419.55	4107.27	5291.18	每股收益	0.42	0.83	1.13	1.52
PE	33.98	17.06	12.58	9.36	每股净资产	7.51	10.43	11.37	12.65
PB	1.90	1.36	1.25	1.12	每股经营现金	0.57	1.56	1.51	2.14
PS	2.16	1.68	1.30	1.04	每股股利	0.20	0.10	0.21	0.28
EV/EBITDA	10.83	5.85	5.64	5.21					
股息率	1.41%	0.74%	1.47%	1.99%					

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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	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