

燃料价格上涨影响盈利能力，换电站布局稳步推进

核心观点：

● 事件：

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 78.97 亿元，同比下降 7.55%；实现归母净利润 6.60 亿元（扣非 1.39 亿元），同比下降 18.05%（扣非下降 74.54%）。

第三季度实现营收 28.67 亿元（同比增长 16.19%）；实现归母净利润 2.72 亿元（扣非 2184 万元），同比下降 11.14%（扣非下降 79.38%）。

● 燃料价格上涨影响盈利能力，换电站布局稳步推进

绿色能源业务方面，第三季度天然气、煤炭等燃料价格维持高位，燃机企业电价随燃料价格变动虽有一定联动，但未能消化全部成本。公司积极采取措施，加大长协燃料兑现，稳定采购价格，持续拓展热用户，积极争取供热价格、电价政策，消化成本压力；同时对外拓展污泥掺烧、固废处置、热水供应等多元业务，并加大资产质量优化力度，形成了新的利润增长点。

移动能源业务方面，截至三季度末公司共建成换电站 44 座（乘用车换电站 32 座，商用车换电站 12 座），其中第三季度建成换电站 14 座，虽然受到疫情影响等因素导致建设进度不及预期，但换电站布局仍然稳步推进。公司在换电产品方面持续突破，截至目前公司完成交付 4 款换电港产品、6 款自研重卡换电车型、1 款自研轻卡换电车型以及自研乘用车换电港开发。

● 盈利能力环比提升，充足资金支持业务发展

第三季度公司毛利率 17.01%（同比-4.27pct，季度环比+0.3pct），净利率 10.10%（同比-4.23pct，季度环比+1.64pct），盈利能力环比有所提升，我们预计是由于公司积极采取措施稳定燃料采购价格，以及第三季度转让部分项目取得投资收益 2.45 亿元；第三季度经营性现金流量净额 2.74 亿元（同比+7.5%）；截至三季度末，公司共有流动资产 94.95 亿元（其中货币资金 48.42 亿元，应收账款 31.47 亿元），为清洁能源与移动能源发展提供充足的资金支持。

● 清洁能源装机占比超过 90%，2400MW 抽水蓄能项目稳步推进

三季度末公司并网总装机容量 3739.04MW，其中燃机热电联产 2437.14MW，风电 793.9MW，生物质发电 60MW，垃圾发电 116MW，燃煤热电联产 332MW。除燃煤 332MW 外，以天然气、风能为主的清洁能源装机容量占比超 90%。公司国际化进程加快，在印尼等国际成功开发清洁能源项目。此外，公司控股的建德抽水蓄能电站项目（2400MW）已获得浙江省发展和改革委员会核准，目前项目已开工，正按建设节点稳步推进。

协鑫能科(002015.SZ)

推荐(维持)

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

分析师

严明

☎：010-80927667

✉：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-10-28

A 股收盘价(元)	13.63
股票代码	002015
A 股一年内最高价(元)	20.84
A 股一年内最低价(元)	11.56
沪深 300	3541.33
市盈率 (TTM)	24.8
总股本 (万股)	162,332
实际流通 A 股 (万股)	162,332
流通 A 股市值(亿元)	221

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

● **换电站建设处于初期阶段，长期增长空间大**

截至目前建成乘用车换电站 32 座，商用车换电站 12 座，商用车充电场站 1 座，换电站建设处于初期阶段。目前在建换电站根据项目进度按计划稳步推进，根据公司规划，到 2025 年目标完成 5000 座-6000 座换电站建设，服务超过 50 万辆车，目前距离目标仍有较大缺口，后续换电站建设有望加速。

● **电力成本低，客群目标清晰，有利于提升换电站盈利能力**

公司及控股股东协鑫集团的清洁能源总装机规模已超过 20GW，具备较大的供应能力及裕量，较少依赖从电网采购电力，可以有效降低用电成本；公司还与吉利、一汽、东风等头部车企、轻橙时代等造车新势力达成了合作，重点发力行驶里程较长的网约车、出租车和重卡，有效保障换电站利用率。依托低成本的电力供应以及清晰的目标客群，有利于提升换电站的盈利能力。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.03 亿元、14.20 亿元、18.48 亿元，对应 PE 分别为 24.5 倍、15.6 倍、12.0 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

换电站建设不及预期；换电站利用率不及预期；上网电价下调；燃料成本上升等。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11314.32	11586.82	13700.23	15939.36
收入增长率%	-0.71	2.41	18.24	16.34
净利润（百万元）	1004.18	902.67	1420.40	1848.36
利润增速%	21.80	-10.11	57.36	30.13
毛利率%	22.85	20.01	24.14	26.04
摊薄 EPS(元)	0.74	0.56	0.87	1.14
PE	22.17	24.51	15.58	11.97
PB	4.30	3.11	2.59	2.13
PS	0.08	0.05	0.06	0.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	7255.21	6749.24	7538.45	8905.14	营业收入	11314.32	11586.82	13700.23	15939.36
现金	3045.75	2404.09	2550.80	3207.32	营业成本	8729.50	9267.76	10392.55	11788.94
应收账款	2552.90	2279.32	2893.16	3250.77	营业税金及附加	84.00	86.90	102.75	119.55
其它应收款	399.57	402.18	479.68	555.67	营业费用	18.18	17.38	20.55	23.91
预付账款	226.76	679.28	515.84	724.61	管理费用	629.99	579.34	650.76	717.27
存货	275.64	262.74	311.39	343.72	财务费用	879.88	447.71	625.09	817.05
其他	754.60	721.63	787.59	823.04	资产减值损失	-49.05	-54.73	-54.73	-45.61
非流动资产	20246.44	25266.46	31663.13	38412.86	公允价值变动收益	3.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	1525.71	1650.14	1663.10	1731.80	投资净收益	465.46	115.87	137.00	159.39
固定资产	12220.24	14054.64	16644.03	19938.43	营业利润	1526.67	1424.98	2199.05	2828.71
无形资产	1784.76	2205.97	2540.33	2876.99	营业外收入	21.15	100.00	150.00	200.00
其他	4715.74	7355.71	10815.67	13865.64	营业外支出	30.11	30.00	35.00	40.00
资产总计	27501.66	32015.70	39201.58	47318.01	利润总额	1517.71	1494.98	2314.05	2988.71
流动负债	7625.63	5996.65	6383.94	7159.84	所得税	246.16	351.96	515.44	648.19
短期借款	2190.89	0.00	0.00	0.00	净利润	1271.56	1143.02	1798.60	2340.52
应付账款	829.64	585.32	822.03	838.51	少数股东损益	267.38	240.35	378.20	492.16
其他	4605.09	5411.33	5561.91	6321.33	归属母公司净利润	1004.18	902.67	1420.40	1848.36
非流动负债	11858.73	16858.73	21858.73	26858.73	EBITDA	2915.27	2948.50	4111.42	5145.14
长期借款	5753.45	10753.45	15753.45	20753.45	EPS (元)	0.74	0.56	0.87	1.14
其他	6105.28	6105.28	6105.28	6105.28					
负债合计	19484.36	22855.38	28242.66	34018.57	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1800.99	2041.34	2419.54	2911.70	营业收入	-0.71%	2.41%	18.24%	16.34%
归属母公司股东权益	6216.31	7118.98	8539.38	10387.74	营业利润	12.91%	-6.66%	54.32%	28.63%
负债和股东权益	27501.66	32015.70	39201.58	47318.01	归属母公司净利润	21.80%	-10.11%	57.36%	30.13%
					毛利率	22.85%	20.01%	24.14%	26.04%
					净利率	8.88%	7.79%	10.37%	11.60%
					ROE	16.15%	12.68%	16.63%	17.79%
					ROIC	7.61%	5.00%	6.19%	6.58%
					资产负债率	70.85%	71.39%	72.04%	71.89%
					净负债比率	243.03%	249.50%	257.71%	255.79%
					流动比率	0.95	1.13	1.18	1.24
					速动比率	0.89	0.97	1.05	1.09
					总资产周转率	0.41	0.36	0.35	0.34
					应收帐款周转率	4.43	5.08	4.74	4.90
					应付帐款周转率	13.64	19.80	16.67	19.01
					每股收益	0.74	0.56	0.87	1.14
					每股经营现金	1.29	1.98	2.18	2.96
					每股净资产	3.83	4.39	5.26	6.40
					P/E	22.17	24.51	15.58	11.97
					P/B	4.30	3.11	2.59	2.13
					EV/EBITDA	12.53	12.00	9.79	8.66
					PS	1.63	1.59	1.35	1.16

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn