

研究所
证券分析师: 王宁 S0350522010001
wangn02@ghzq.com.cn
证券分析师: 张婉姝 S0350522010003
zhangws@ghzq.com.cn

燃料价格高企压制业绩，换电业务加速推进

——协鑫能科（002015）三季度点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2022/11/03		
表现	1M	3M	12M	
协鑫能科	4.5%	-10.7%	-2.4%	
沪深300	-4.1%	-10.3%	-24.3%	

市场数据		2022/11/03
当前价格(元)		13.75
52周价格区间(元)		11.69-21.07
总市值(百万)		22,320.71
流通市值(百万)		22,320.71
总股本(万股)		162,332.46
流通股本(万股)		162,332.46
日均成交额(百万)		126.02
近一月换手(%)		0.67

《协鑫能科（002015.SZ）深度报告：清洁能源行稳致远，换电业务加速推进（买入）*电力*张婉姝，王宁》——2022-08-28

《——协鑫能科（002015）中报点评：燃料成本高企短期压制业绩，换电站建设加速（买入）*电力*王宁，张婉姝》——2022-08-12

《——协鑫能科（002015）年报点评：风电运营规模大幅提升，换电业务未来可期（买入）*环保工程及服务*王宁，张婉姝》——2022-04-17

事件:

公司发布2022年三季报: 2022前三季度, 公司实现营业收入78.97亿元, 同比下降7.55%; 实现归母净利润6.6亿元, 同比下降18.05%。2022Q3, 公司实现营业收入28.67亿元, 同比增长16.19%; 实现归母净利润2.72亿元, 同比下降11.14%。

投资要点:

- 燃料成本持续高企压制业绩。**截至2022年9月30日, 公司并网总装机容量为3739.04MW, 其中: 燃机热电联产2437.14MW, 风电793.90MW, 生物质发电60MW, 垃圾发电116MW, 燃煤热电联产332MW。2022年以来, 天然气、煤炭等燃料价格持续处于高位, 公司通过优化运行方式, 适当控制产能, 最大程度保障单位产能盈利能力, 导致2022年前三季度, 公司结算汽量、结算电量分别同比减少11.53%和25.60%。
- 重点布局换电站业务。**公司聚焦出租车、网约车、重卡、轻卡换电场景, 携手吉利、宁德时代、地上铁等头部企业, 重点布局发展换电业务。2021年, 公司完成5座乘用车换电站建设, 1座商用车换电站建设。2022年, 换电站建设加速推进, 目前已建成乘用车换电站32座, 商用车换电站12座, 商用车充电场站1座。
- 毛利率同比下降, 销售费用、研发费用大幅增长。**2022年前三季度, 由于燃料成本高企, 公司毛利率同比下降6.21pct至17.43%; 同时, 公司加大移动能源业务市场开拓力度及研发投入, 销售费用为0.66亿元, 同比增长127.07%; 研发费用为0.12亿元, 同比增长334.79%; 两项费用合计增加0.46亿元, 导致净利润同比下降。
- 盈利预测和投资评级** 考虑到公司三季报业绩下滑, 我们下调公司盈利预期, 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为9.17/12.96/18.24亿元, 对应PE为24/17/12倍。我们认为, 公司在手项目储备充足, 短期能源价格走高压制公司利润, 中长期或有所好转; 同时移动能源业务有望加速落地, 打开新成长空间, 故维持“买入”评级。
- 风险提示** 在手清洁能源项目落地进度不及预期; 换电站建设进度不及预期; 天然气价格持续走高导致毛利率下滑风险; 应收账款计提减

值风险; 弃风限电风险; 疫情反复导致用电、用汽需求不及预期风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11314	11480	14037	18064
增长率(%)	-1	1	22	29
归母净利润(百万元)	1004	917	1296	1824
增长率(%)	22	-9	41	41
摊薄每股收益(元)	0.74	0.56	0.80	1.12
ROE(%)	16	8	11	13
P/E	22.17	24.34	17.22	12.24
P/B	3.58	2.06	1.84	1.60
P/S	1.97	1.94	1.59	1.24
EV/EBITDA	11.00	11.52	9.50	7.71

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：协鑫能科盈利预测表

证券代码:	002015		股价:	13.75	投资评级:	买入 (维持)		日期:	2022/11/03
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	16%	8%	11%	13%	EPS	0.74	0.56	0.80	1.12
毛利率	23%	20%	22%	24%	BVPS	4.60	6.69	7.48	8.61
期间费率	14%	14%	13%	13%	估值				
销售净利率	9%	8%	9%	10%	P/E	22.17	24.34	17.22	12.24
成长能力					P/B	3.58	2.06	1.84	1.60
收入增长率	-1%	1%	22%	29%	P/S	1.97	1.94	1.59	1.24
利润增长率	22%	-9%	41%	41%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.41	0.35	0.38	0.40	营业收入	11314	11480	14037	18064
应收账款周转率	4.43	4.85	4.70	4.75	营业成本	8730	9133	10956	13699
存货周转率	41.05	44.98	44.66	45.60	营业税金及附加	84	85	104	134
偿债能力					销售费用	64	90	84	101
资产负债率	71%	60%	61%	62%	管理费用	630	754	842	1102
流动比	0.95	1.50	1.29	1.10	财务费用	880	753	871	1123
速动比	0.89	1.38	1.18	1.00	其他费用/(-收入)	15	17	28	18
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	1527	1431	1995	2812
现金及现金等价物	3046	6500	6000	6000	营业外净收支	-9	0	0	0
应收款项	2553	2369	2987	3805	利润总额	1518	1431	1995	2812
存货净额	276	255	314	396	所得税费用	246	232	324	456
其他流动资产	1381	1630	1889	2200	净利润	1272	1199	1672	2356
流动资产合计	7255	10754	11190	12401	少数股东损益	267	282	375	532
固定资产	12220	12776	14620	17839	归属于母公司净利润	1004	917	1296	1824
在建工程	656	976	1994	3346	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	5844	6206	7612	9011	经营活动现金流	2099	2170	3128	4308
长期股权投资	1526	1626	1876	2226	净利润	1004	917	1296	1824
资产总计	27502	32337	37292	44822	少数股东权益	267	282	375	532
短期借款	2191	1885	2442	3816	折旧摊销	1020	1093	1302	1602
应付款项	866	644	816	1058	公允价值变动	-3	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-592	-173	-10	-10
其他流动负债	4569	4663	5417	6375	投资活动现金流	17	-1703	-5083	-7129
流动负债合计	7626	7192	8675	11249	资本支出	-1561	-2289	-5517	-7487
长期借款及应付债券	5753	6103	6903	7903	长期投资	815	-118	-268	-365
其他长期负债	6105	6105	7105	8705	其他	764	704	702	723
长期负债合计	11859	12209	14009	16609	筹资活动现金流	-1869	2988	1455	2821
负债合计	19484	19400	22683	27858	债务融资	70	44	2357	3974
股本	1352	1623	1623	1623	权益融资	92	3721	0	0
股东权益	8017	12937	14609	16965	其它	-2031	-777	-902	-1153
负债和股东权益总计	27502	32337	37292	44822	现金净增加额	244	3454	-500	0

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保&专精特新小组介绍】

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国 KEDGE 商学院硕士，中国人民大学学士，6 年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于固废、水务、第三方检测及专精特新板块研究。

【分析师承诺】

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。