

## 协鑫能科 (002015)

### 一季度业绩开门红，布局 AI 算力成长可期

#### 报告摘要

#### ◆ 2022 年受外部环境影响业绩阶段承压，修炼内功应对成本压力。

公司发布 22 年业绩快报，2022 年公司实现营业收入 106.83 亿元，同比下降 5.7%，归母净利润 6.37 亿元，同比下降 37.19%，主要系 22 年受俄乌冲突拉锯、国际通胀加剧等外部环境影响，天然气、煤炭等燃料价格持续高位带来发电企业电价高企，电力行业成本承压、盈利能力下滑。公司对内进行发电机组节能改造与运营优化，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，同时对外拓展污泥掺烧、固废处置、热水供应等多元业务，一定程度上平滑了燃料价格上涨的负面影响。

#### ◆ 热电机组盈利提升、资产结构优化，23Q1 归母净利润同比高增长。

公司发布 23 年一季度业绩预告，2023Q1 归母净利润 2.6-3.3 亿元，同比大幅增长 52.69%-93.97%，主要原因包括：①公司加强风电等可再生能源的可发与运营，公司风电收入及利润同比大幅提升；②公司发电机组能耗下降及电价上升，热电机组盈利能力提升；③在调整融资结构和渠道、降低融资成本等方面取得显著效果；④报告期内取得有关债权与股权的处置收益。2023Q1 扣非净利润 0.9-1.2 亿元，同比增速中枢约 6.5%，与归母净利润差距较大的原因是公司电站“开发-建设-转让”模式是一种常态化业务，为稳定经营成果提供了有益的保障，但该部分收益仍计入非经常性损益中。

#### ◆ 增资星临科技布局 AI 算力，“电+储+算”一体服务成长可期。

近期公司公告拟出资 3 亿元增资星临科技，增资完成后将持有其 10% 的股权，公司布局 AI 算力赛道，市场竞争力与盈利能力有望进一步提升。未来公司将利用自身从发电到配售电、移动储能、能效管理的“源网荷储”一体化模式产业优势及目前业务布局，为 AI 算力业务提供绿色低碳的能源解决方案；星临科技将向客户提供单相浸没式电池包冷却解决方案及与 AI 算力服务有关的优势资源和优质产品，共同为客户提供“电+储+算”一体服务，打造 AI 时代的大规模零碳算力。

#### ◆ 投资建议

预计公司 2023、2024 年归母净利润分别为 13.31 亿元、18.67 亿元，对应目前 PE 分别为 17.6X /12.5X，持续推荐。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 04 月 20 日

收盘价(元):

14.42

#### 公司基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 1,623.32   |
| 总市值(百万)       | 23,408.34  |
| 流通股本(百万股)     | 1,623.32   |
| 流通市值(百万)      | 23,408.34  |
| 12 月最高/最低价(元) | 19.40/9.62 |
| 资产负债率(%)      | 58.95      |
| 每股净资产(元)      | 6.31       |
| 市盈率(TTM)      | 27.25      |
| 市净率(PB)       | 2.29       |
| 净资产收益率(%)     | 6.44       |

#### 股价走势图



#### 作者

邹润芳 分析师

SAC 执业证书: S0640521040001

闫智 研究助理

SAC 执业证书: S0640122070030

邮箱: yanz@avicsec.com

卢正羽 分析师

SAC 执业证书: S0640521060001

#### 相关研究报告

协鑫能科 (002015): 三季度收入增速由负转正, 电港及碳酸锂项目建设积极推进 —2022-10-30

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 风险提示

宏观经济下行；原材料价格波动；电动车政策变动风险；客户拓展不及预期等。

协鑫能科 (002015)：业绩仍承压，期待下半年换电业务加速落地 —2022-08-13

| 财务数据与估值        | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 11305.93 | 11314.32 | 10683.15 | 14289.31 | 17742.48 |
| 增长率 (%)        | 3.74     | 0.07     | -5.58    | 33.76    | 24.17    |
| 归母净利润 (百万元)    | 801.76   | 1004.18  | 636.63   | 1331.28  | 1867.04  |
| 增长率 (%)        | 44.83    | 25.25    | -36.60   | 109.11   | 40.24    |
| 毛利率 (%)        | 24.64    | 22.85    | 17.04    | 20.27    | 21.96    |
| 每股收益 (元)       | 0.49     | 0.62     | 0.39     | 0.82     | 1.15     |
| 市盈率 PE         | 29.20    | 23.31    | 36.77    | 17.58    | 12.54    |
| 市净率 PB         | 4.09     | 3.77     | 2.24     | 2.06     | 1.84     |
| 净资产收益率 ROE (%) | 14.00    | 16.15    | 6.10     | 11.70    | 14.69    |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

| 资产负债表            |              |              |              |              |              | 利润表         |       |       |       |       |       |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度             | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 会计年度        | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金             | 2942         | 3046         | 6122         | 7782         | 8086         | 营业收入        | 11306 | 11314 | 10683 | 14289 | 17742 |
| 应收票据及账款          | 2047         | 2820         | 3512         | 2349         | 2917         | 营业成本        | 8520  | 8730  | 8863  | 11392 | 13846 |
| 预付账款             | 1030         | 227          | 293          | 391          | 486          | 税金及附加       | 87    | 84    | 79    | 106   | 132   |
| 其他应收款            | 274          | 400          | 439          | 587          | 729          | 销售费用        | 46    | 64    | 85    | 86    | 89    |
| 存货               | 215          | 276          | 291          | 375          | 455          | 管理费用        | 516   | 630   | 534   | 714   | 887   |
| 其他流动资产           | 585          | 488          | 504          | 665          | 820          | 研发费用        | 12    | 15    | 21    | 29    | 89    |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>7093</b>  | <b>7255</b>  | <b>11162</b> | <b>12150</b> | <b>13493</b> | 财务费用        | 626   | 880   | 498   | 417   | 337   |
| 长期股权投资           | 1624         | 1526         | 1686         | 2056         | 2526         | 资产减值损失      | -311  | -49   | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 13077        | 15638        | 15675        | 16314        | 17525        | 信用减值损失      | -14   | -23   | -10   | -20   | -30   |
| 在建工程             | 3771         | 656          | 1880         | 2438         | 2328         | 其他经营损益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产             | 1610         | 1785         | 1489         | 1194         | 898          | 投资收益        | 55    | 465   | 206   | 320   | 320   |
| 长期待摊费用           | 1            | 0            | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动损益    | -0    | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 其他非流动资产          | 1027         | 642          | 699          | 659          | 629          | 资产处置收益      | 8     | 91    | 60    | 60    | 60    |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>21110</b> | <b>20246</b> | <b>21430</b> | <b>22660</b> | <b>23906</b> | 其他收益        | 89    | 127   | 100   | 100   | 100   |
| <b>资产总计</b>      | <b>28203</b> | <b>27502</b> | <b>32591</b> | <b>34810</b> | <b>37399</b> | 营业利润        | 1327  | 1527  | 960   | 2007  | 2814  |
| 短期借款             | 2741         | 2191         | 2391         | 2591         | 2791         | 营业外收入       | 177   | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及账款          | 304          | 866          | 280          | 360          | 437          | 营业外支出       | 4     | 30    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债           | 5509         | 4569         | 4511         | 5865         | 7145         | 其他非经营损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8554</b>  | <b>7626</b>  | <b>7181</b>  | <b>8816</b>  | <b>10373</b> | 利润总额        | 1500  | 1518  | 960   | 2007  | 2814  |
| 长期借款             | 5684         | 9375         | 7732         | 6014         | 4220         | 所得税         | 466   | 246   | 154   | 321   | 450   |
| 其他非流动负债          | 5593         | 2483         | 5273         | 6273         | 7273         | 净利润         | 1033  | 1272  | 806   | 1686  | 2364  |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>11277</b> | <b>11859</b> | <b>13005</b> | <b>12287</b> | <b>11493</b> | 少数股东损益      | 232   | 267   | 170   | 354   | 497   |
| <b>负债合计</b>      | <b>19831</b> | <b>19484</b> | <b>20186</b> | <b>21103</b> | <b>21866</b> | 归属母公司净利润    | 802   | 1004  | 637   | 1331  | 1867  |
| 股本               | 1352         | 1352         | 1623         | 1623         | 1623         | EBITDA      | 2882  | 3278  | 2502  | 3533  | 4356  |
| 资本公积             | 3753         | 3930         | 7425         | 7425         | 7425         | NOPLAT      | 1340  | 1937  | 1173  | 1984  | 2596  |
| 留存收益             | 622          | 933          | 1387         | 2334         | 3663         | EPS (元)     | 0.5   | 0.6   | 0.4   | 0.8   | 1.2   |
| 归属母公司权益          | 5728         | 6216         | 10434        | 11382        | 12711        |             |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益           | 2644         | 1801         | 1970         | 2325         | 2822         |             |       |       |       |       |       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>8371</b>  | <b>8017</b>  | <b>12405</b> | <b>13707</b> | <b>15533</b> |             |       |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>28203</b> | <b>27502</b> | <b>32591</b> | <b>34810</b> | <b>37399</b> |             |       |       |       |       |       |
|                  |              |              |              |              |              |             |       |       |       |       |       |
| 现金流量表            |              |              |              |              |              | 主要财务比率      |       |       |       |       |       |
| 会计年度             | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 会计年度        | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| 税后经营利润           | 1033         | 1272         | 497          | 1281         | 1959         | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |       |
| 折旧与摊销            | 757          | 880          | 1044         | 1109         | 1204         | 营收增长率       | 4%    | 0%    | -6%   | 34%   | 24%   |
| 财务费用             | 626          | 880          | 498          | 417          | 337          | 营业利润增长率     | 17%   | 15%   | -37%  | 109%  | 40%   |
| 投资损失             | -55          | -465         | -206         | -320         | -320         | EBIT 增长率    | 16%   | 13%   | -39%  | 66%   | 30%   |
| 营运资金变动           | -243         | -582         | -1474        | 2106         | 318          | EBITDA 增长率  | 15%   | 14%   | -24%  | 41%   | 23%   |
| 其他经营现金流          | 166          | -25          | 239          | 450          | 440          | 归母净利润增长率    | 45%   | 25%   | -37%  | 109%  | 40%   |
| <b>经营性现金净流量</b>  | <b>2283</b>  | <b>1960</b>  | <b>598</b>   | <b>5043</b>  | <b>3939</b>  | 经营现金流增长率    | 40%   | -14%  | -69%  | 743%  | -22%  |
| 资本支出             | 1770         | 4783         | -790         | 1000         | 1000         | <b>盈利能力</b> |       |       |       |       |       |
| 长期投资             | -323         | 229          | -200         | -300         | -400         | 毛利率         | 25%   | 23%   | 17%   | 20%   | 22%   |
| 其他投资现金流          | -1068        | 4572         | -2541        | -765         | -765         | 净利率         | 9%    | 11%   | 8%    | 12%   | 13%   |
| <b>投资性现金净流量</b>  | <b>-3160</b> | <b>17</b>    | <b>-1951</b> | <b>-2065</b> | <b>-2165</b> | 营业利润率       | 12%   | 13%   | 9%    | 14%   | 16%   |
| 短期借款             | -783         | -550         | 200          | 200          | 200          | ROE         | 14%   | 16%   | 6%    | 12%   | 15%   |
| 长期借款             | 297          | 3691         | -1644        | -1717        | -1794        | ROA         | 3%    | 4%    | 2%    | 4%    | 5%    |
| 普通股增加            | 0            | 0            | 271          | 0            | 0            | ROIC        | 10%   | 14%   | 7%    | 12%   | 18%   |
| 资本公积增加           | 76           | 178          | 3494         | 0            | 0            | <b>估值倍数</b> |       |       |       |       |       |
| 其他筹资现金流          | 1449         | -5188        | 2108         | 199          | 125          | P/E         | 29.2  | 23.3  | 36.8  | 17.6  | 12.5  |
| <b>筹资性现金净流量</b>  | <b>1039</b>  | <b>-1869</b> | <b>4429</b>  | <b>-1318</b> | <b>-1470</b> | P/S         | 2.1   | 2.1   | 2.2   | 1.6   | 1.3   |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>160</b>   | <b>105</b>   | <b>3077</b>  | <b>1660</b>  | <b>305</b>   | P/B         | 4.1   | 3.8   | 2.2   | 2.1   | 1.8   |
|                  |              |              |              |              |              | 股息率         | 0.9%  | 1.4%  | 0.8%  | 1.6%  | 2.3%  |
|                  |              |              |              |              |              | EV/EBIT     | 7.8   | 13.6  | 20.1  | 10.9  | 8.0   |
|                  |              |              |              |              |              | EV/EBITDA   | 5.7   | 9.9   | 11.7  | 7.5   | 5.8   |
|                  |              |              |              |              |              | EV/NOPLAT   | 12.3  | 16.8  | 25.0  | 13.4  | 9.7   |

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637