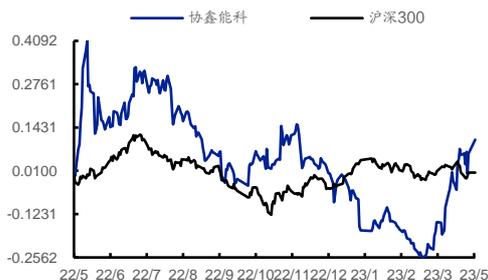


研究所
 证券分析师：王宁 S0350522010001
 wangn02@ghzq.com.cn
 证券分析师：张婉姝 S0350522010003
 zhangws@ghzq.com.cn

2023Q1 业绩大幅增长，移动能源业务积极推进 ——协鑫能科（002015）2022 年年报及 2023 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
协鑫能科	35.7%	30.5%	14.9%
沪深 300	-1.8%	-2.7%	0.3%

市场数据

市场数据	2023/05/04
当前价格(元)	14.81
52 周价格区间(元)	9.62-19.40
总市值(百万)	24,041.44
流通市值(百万)	24,041.44
总股本(万股)	162,332.46
流通股本(万股)	162,332.46
日均成交额(百万)	1,055.45
近一月换手(%)	3.59

相关报告

《——协鑫能科（002015）三季报点评：燃料价格高企压制业绩，换电业务加速推进（买入）*电力*王宁，张婉姝》——2022-11-04

《协鑫能科（002015.SZ）深度报告：清洁能源行业稳致远，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：

协鑫能科发布 2022 年年报&2023 年一季报：公司 2022 年实现营业收入 106.83 亿元，同比下降 5.70%；实现归母净利润为 6.80 亿元，同比下降 32.92%。2023 年一季度公司实现营业收入 28.55 亿元，同比增长 9.57%；实现归母净利润 3.25 亿元，同比增长 91.07%。

投资要点：

- 燃料成本高企压制热电联产业务利润。**2022 年，受天然气、煤炭等燃料价格持续处于高位影响，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，电力行业承受巨大成本压力，盈利能力出现下滑。公司积极采取措施，持续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，2022 年售电收入 57.74 亿元，同比下降 13.22%。同时，公司积极拓展热用户，积极争取供热价格，2022 年实现热力销售收入 40.31 亿元，同比增长 11.70%。公司致力于大力开发分散式风电项目，适度开发热电联产项目，努力提升清洁能源装机占比；截至 2023 年 3 月 31 日，公司并网总装机容量为 3659.04MW，其中：燃机热电联产 2437.14MW，风电 743.90MW，生物质发电 60MW，垃圾发电 116MW，燃煤热电联产 302MW。
- 移动能源业务积极推进。**公司整合汽车生产、电池制造、出行平台、物流企业等行业以及政府资源，聚焦出租车、网约车、重卡、轻卡换电场景，携手吉利、福田、三一、东风、货拉拉、宁德时代、地上铁等整车生产、出行平台、电池制造、物流行业等头部企业，拓展钢厂、煤矿、电厂等重点应用场景，重点布局北方、西北、蒙疆、华东、华南、西南六大区域。截至 2023 年 3 月 31 日，运营及在建的乘用车综合能源站 72 座，运营及在建的商用车综合能源站 43 座。
- 聚焦上游锂资源材料，拟打造关键材料与技术闭环。**公司与 Zim-Thai Tantalum(Private)Limited 公司签署了共同投资开发在津巴布韦马尼卡兰省的 EPO1780 锂矿资源的合同，扩大锁定锂资源标的范围，长协采购、股权收购等方式齐头并举，取得国内外锂资源的稳定供给。同时，公司已取得四川眉山年产 3 万吨电池级碳酸锂锂盐生产加工的相关批文手续，计划 10 个月内建成投产。

- **毛利率受燃料成本高企影响同比下降，销售费用、研发费用明显提升。** 2022 年，由于燃料价格仍然高企，公司毛利率同比下滑 7.7pct 至 15.15%。此外，由于大力开拓移动能源市场业务，公司销售费用同比增长 56.34% 至 1 亿元，销售费用率为 0.93%，同比提升 0.37pct。公司研发费用同比增长 41.13% 至 0.22 亿元，研发费用率同比提升 0.06pct 至 0.20%。
- **盈利预测和投资评级** 考虑燃料成本仍然较高，移动能源业务对资金占用较大，我们下调公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 11.18/14.70/19.63 亿元，对应 PE 分别为 22/16/12 倍，下调至“增持”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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10683	12328	14608	17382
增长率（%）	-6	15	18	19
归母净利润（百万元）	680	1118	1470	1963
增长率（%）	-33	64	32	33
摊薄每股收益（元）	0.44	0.69	0.91	1.21
ROE（%）	7	10	11	13
P/E	30.02	21.51	16.35	12.25
P/B	2.06	2.10	1.86	1.62
P/S	1.99	1.95	1.65	1.38
EV/EBITDA	14.71	15.09	12.00	9.20

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（所使用股价数据更新至 2023 年 5 月 4 日）

附表：协鑫能科盈利预测表

证券代码:	002015		股价:	14.81	投资评级:	增持	日期:	2023/05/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	10%	11%	13%	EPS	0.44	0.69	0.91	1.21
毛利率	15%	18%	19%	21%	BVPS	6.37	7.05	7.96	9.17
期间费率	15%	13%	13%	13%	估值				
销售净利率	6%	9%	10%	11%	P/E	30.02	21.51	16.35	12.25
成长能力					P/B	2.06	2.10	1.86	1.62
收入增长率	-6%	15%	18%	19%	P/S	1.99	1.95	1.65	1.38
利润增长率	-33%	64%	32%	33%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.36	0.37	0.43	0.45	营业收入	10683	12328	14608	17382
应收账款周转率	3.51	3.77	3.68	3.71	营业成本	9064	10133	11836	13755
存货周转率	26.65	30.41	29.80	30.86	营业税金及附加	70	84	98	117
偿债能力					销售费用	100	115	136	162
资产负债率	59%	60%	57%	57%	管理费用	629	801	964	1165
流动比	1.25	1.30	1.91	2.56	财务费用	855	708	756	848
速动比	1.14	1.22	1.77	2.40	其他费用/(-收入)	22	25	29	35
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	722	1318	1669	2256
现金及现金等价物	3769	6500	6000	9453	营业外净收支	-4	0	0	0
应收款项	3204	3391	4140	4878	利润总额	718	1318	1669	2256
存货净额	401	405	490	563	所得税费用	62	147	172	239
其他流动资产	1393	1507	1694	1908	净利润	656	1171	1497	2017
流动资产合计	8768	11804	12323	16802	少数股东损益	-24	53	27	54
固定资产	12117	12285	12460	12554	归属于母公司净利润	680	1118	1470	1963
在建工程	1404	1276	1219	1171	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	5120	4995	4274	3752	经营活动现金流	929	2696	2066	2929
长期股权投资	2528	3163	3920	4637	净利润	680	1118	1470	1963
资产总计	29937	33522	34196	38916	少数股东权益	-24	53	27	54
短期借款	2475	3724	652	0	折旧摊销	1036	915	1015	1027
应付款项	794	927	1068	1247	公允价值变动	-2	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1032	510	-570	-271
其他流动负债	3753	4436	4744	5320	投资活动现金流	-2528	-831	-507	-538
流动负债合计	7022	9087	6464	6566	资本支出	-1294	-690	-262	-396
长期借款及应付债券	6666	7016	7816	8816	长期投资	-805	-634	-756	-715
其他长期负债	4065	4065	5065	6665	其他	-430	493	511	574
长期负债合计	10731	11081	12881	15481	筹资活动现金流	2425	866	-2059	1061
负债合计	17753	20167	19344	22047	债务融资	1363	1599	-1272	1948
股本	1623	1623	1623	1623	权益融资	4108	0	0	0
股东权益	12184	13355	14852	16869	其它	-3046	-734	-787	-887
负债和股东权益总计	29937	33522	34196	38916	现金净增加额	828	2731	-500	3453

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，7 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。