

方正证券研究所证券研究报告

协鑫能科(002015)

公司研究

公用事业行业

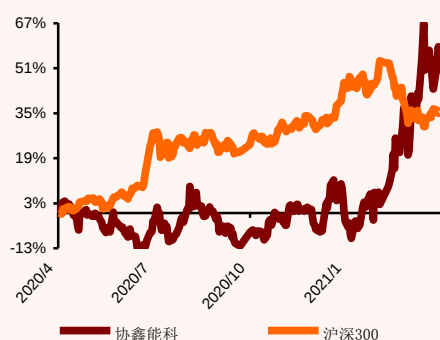
公司财报点评

2021.04.09/推荐(维持)

分析师：王宁
登记编号：S1220520060002

分析师：张婉姝
登记编号：S1220520080003

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

事件描述：

2020 年，公司实现营业收入 113.06 亿元，同比增长 3.74%；实现归母净利润 8.02 亿元，同比增长 44.8%。

事件点评：

并网装机容量增长 519MW，能源销售收入、毛利双提升。2020 年，公司新投产装机容量合计 519.4MW，其中燃机热电联产 150MW，风电 319.4MW，垃圾发电 50MW。截止 2020 年底，公司并网总装机容量为 3680.04MW。报告期内，公司核准项目装机容量及在建项目装机容量均超过 500MW。随着并网装机容量的增长，公司电力销售营收同比增长 0.94%至 78.72 亿元；蒸汽销售营收同比增长 7.8%至 29.29 亿元。

综合能源业务稳步拓展。2020 年，公司市场化交易电量为 159.8 亿千瓦时，同比增长 6.5%；配电项目累计投产容量同比增长 58%至 978MW；用户侧管理容量超过 1300 万 kVA，同比增长 8.3%。

ROE 提升，现金流改善。随着公司电力和蒸汽销售毛利率提升，2020 年公司毛利率为 24.64%，同比上升 4.20pct；净利率为 9.14%，同比上升 1.47pct。公司 ROE 同比提升 2.11pct 至 15.10%。公司经营活动现金净流量为 22.83 亿元，同比增长 39.98%，主要源于公司投运项目增加，带动现金流改善。

聚焦绿色出行，拓展电动汽车换电业务。公司拟打造网约车、出租车、重卡、私家车四大应用场景，重点布局长三角、大湾区、京津冀、成渝与北方重点城市五大区域，致力于打造便捷、经济、绿色出行生态；已与中金资本签署战略合作协议。

投资评级与估值：预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 10.51/13.78/17.95 亿元，对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：碳中和推进进度不及预期；燃气和风电项目建设进度不及预期；燃料价格上涨导致业绩下滑风险；弃风限电风险。

盈利预测：

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11306	14157	18136	22701
(+/-) (%)	3.74	25.22	28.10	25.17
归母净利润	802	1051	1378	1795
(+/-) (%)	44.83	31.10	31.06	30.33
EPS (元)	0.59	0.78	1.02	1.33
ROE (%)	14.00	15.51	16.89	18.04
P/E	15.08	11.50	8.78	6.73
P/B	2.11	1.78	1.48	1.21

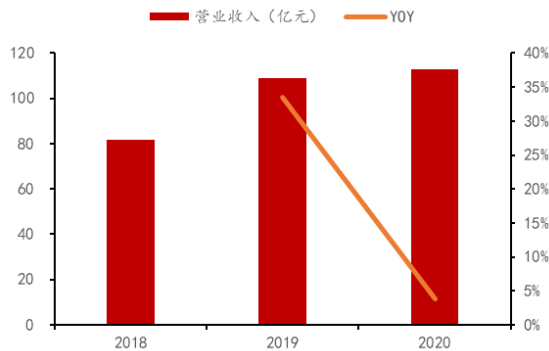
数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

1 营收同比增长 3.74%，净利润同比增长 44.8%

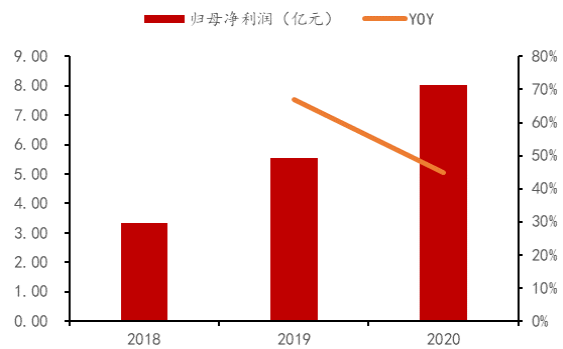
2020 年，公司实现营业收入 113.06 亿元，同比增长 3.74%；实现归母净利润 8.02 亿元，同比增长 44.8%。一方面，公司部分在建天然气和风力发电项目陆续并网，装机规模及发电量、供汽量同比上升，提高盈利能力；另一方面煤炭和天然气价格同比下降及内部管理优化共同降低公司生产成本，导致净利润增速高于营收增速。

图表1： 2018-2020 营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表2： 2018-2020 归母净利（亿元）及同比增速



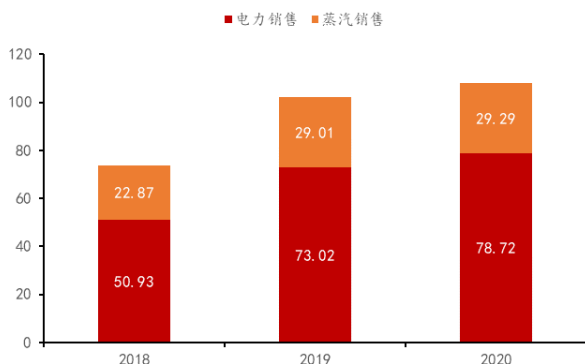
资料来源：Wind、方正证券研究所

2 固废处理运营收入接近翻倍，环境修复营收保持平稳

2.1 并网装机容量增长 519MW，能源销售收入、毛利双提升

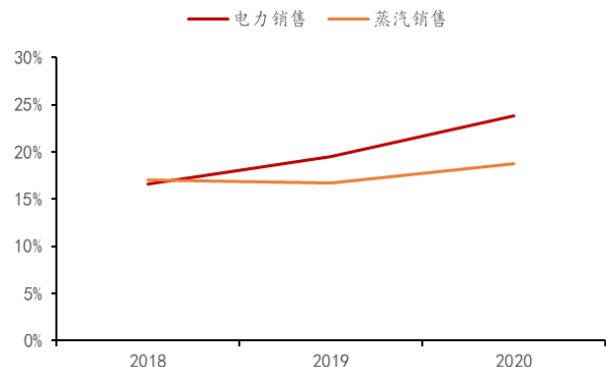
2020 年，公司新投产装机容量合计 519.4MW，其中燃机热电联产 150MW，风电 319.4MW，垃圾发电 50MW。截止 2020 年底，公司并网总装机容量为 3680.04MW；其中，燃机热电联产为 2647.14MW，风电为 524.4MW，生物质发电为 60.5MW，垃圾发电为 116MW，燃煤热电联产为 332MW。报告期内，公司核准项目装机容量及在建项目装机容量均超过 500MW。随着并网装机容量的增长，公司电力销售营收同比增长 0.94%至 78.72 亿元；蒸汽销售营收同比增长 7.8%至 29.29 亿元。

图表3： 2018-2020 年能源版块营收（单位：亿元）



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表4： 2018-2020 年能源版块毛利率



资料来源：Wind、方正证券研究所

由于煤炭、天然气等原材料均价下降及公司运营管理效率的提升，公司电力销售和蒸汽销售的毛利率分别同比提升 4.26pct/2.09pct 至 23.82%/18.77%。

2.2 综合能源业务稳步拓展

公司 2020 年市场化交易电量为 159.8 亿千瓦时，同比增长 6.5%；配电项目累计投产容量同比增长 58%至 978MW。

公司拥有国家“需求侧管理服务机构”一级资质，2020 年用户侧管理容量超过 1300 万 kVA，同比增长 8.3%；参加江苏省需求侧响应，响应负荷超 500MW，同比增长 36.6%。

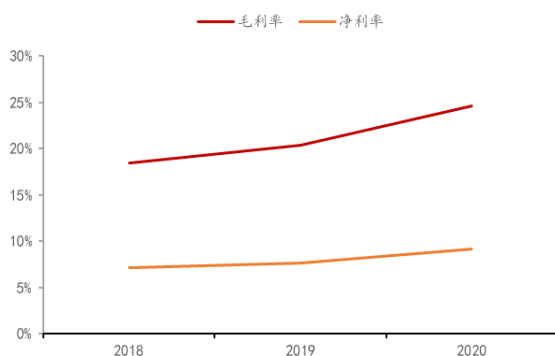
公司成功与苏州奥体中心签订合同，开展能源运维服务业务；11 月 29 日，新疆变电站二期项目顺利送电投产；6 月 30 日，徐州增量配网项目送电成功；5 月 20 日，安徽金寨增量配电网变电站项目取得核准，核准容量 150 兆伏安。

3 财务分析：ROE 提升，现金流改善

3.1 毛利率、ROE 均提升

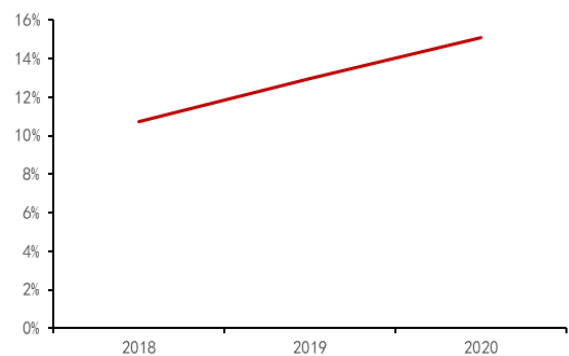
随着公司电力和蒸汽销售毛利率提升，2020 年公司毛利率为 24.64%，同比上升 4.20pct；净利率为 9.14%，同比上升 1.47pct。公司 ROE 同比提升 2.11pct 至 15.10%。

图表5： 2018-2020 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表6： 2018-2020 年公司 ROE

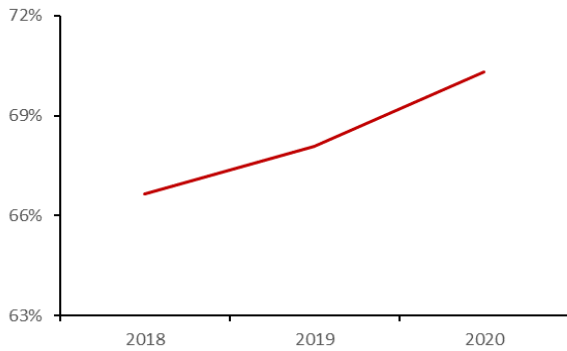


资料来源：Wind，方正证券研究所

3.2 资产负债率提升，经营性净现金流改善

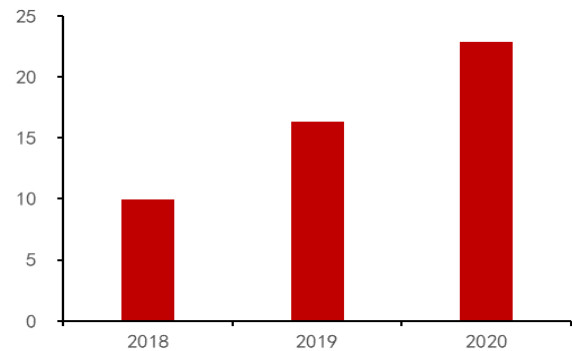
2020 年，公司资产负债率为 70.32%，较去年同期提升 2.23pct；主要系公司年内合同负债同比增长 8.71 亿元、其他应付款同比增长 11.35 亿元、长期应付款增长 18.31 亿元。公司经营活动现金净流量为 22.83 亿元，同比增长 39.98%，主要源于公司投运项目增加，带动现金流改善。

图表7： 2018-2020 年资产负债率情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8： 2018-2020 年经营性净现金流（亿元）

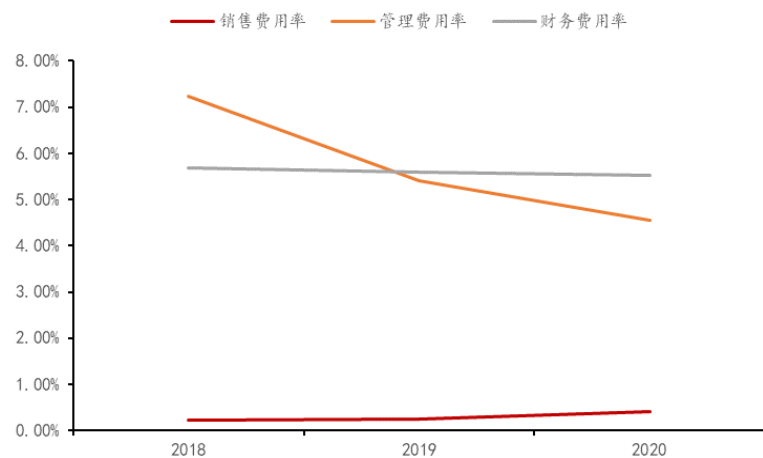


资料来源：Wind，方正证券研究所

3.3 管理费用率下降，财务费用率较为平稳

2020 年，公司管理费用为 5.16 亿元，同比下降 12.24%，导致管理费用率同比下降 0.84pct 至 4.56%，主要源于内部管理优化，公司经营效率提升。公司财务费用同比上升 2.62% 至 6.26 亿元，财务费用率同比下降 0.07pct 至 5.53%，较为平稳。

图表9： 2018-2020 年三大费用率情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

4 聚焦绿色出行，拓展电动汽车换电业务

公司制定了电动汽车换电业务发展规划，重点聚焦绿色出行，打造领先的移动能源服务商。公司拟整合汽车生产、电池制造、出行平台等行业以及政府资源，打造网约车、出租车、重卡、私家车四大应用场景，重点布局长三角、大湾区、京津冀、成渝与北方重点城市五大区域，致力于打造便捷、经济、绿色出行生态。

2021 年 3 月 31 日，公司在北京召开移动能源战略转型发布会，并与中金资本正式签署了《战略合作协议》，拟合作发起设立一支以“碳中和”为主题的产业基金，通过对移动能源产业链上下游优质项目和充换电平台企业进行股权投资，并借助新能源汽车出行平台实现向充

换电平台的导流，完成充换电数据平台的建设，构建全新的移动能源产业生态。基金总规模不超过 100 亿元，其中公司实体出资约占基金总规模的 51%；中金资本或其关联方将负责募集或者通过其旗下产品/自有资金出资约占基金总规模的 20%。基金首期规模约 40 亿元。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7093	5794	7065	8613	营业总收入	11306	14157	18136	22701
货币资金	2942	1500	1500	2000	营业成本	8520	10858	13796	16996
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	87	105	135	168
应收账款	1856	1985	2697	3312	销售费用	46	50	64	80
其它应收款	274	247	336	412	管理费用	516	646	827	1035
预付账款	1030	1041	1438	1725	研发费用	12	16	20	25
存货	215	245	318	389	财务费用	626	397	527	642
其他	776	776	776	776	资产减值损失	-311	0	0	0
非流动资产	21110	27358	32213	37058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1815	1891	1968	2045	投资收益	55	77	77	77
固定资产	16848	22448	26763	31056	营业利润	1327	2289	2961	3951
无形资产	1625	2196	2660	3135	营业外收入	177	177	177	177
其他	822	822	822	822	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	28203	33152	39278	45672	利润总额	1500	2462	3134	4124
流动负债	8554	11806	15773	19325	所得税	466	766	975	1282
短期借款	2741	5492	8207	10653	净利润	1033	1697	2160	2842
应付账款	267	314	421	510	少数股东损益	232	646	782	1047
其他	5546	6001	7146	8162	归属母公司净利润	802	1051	1378	1795
非流动负债	11277	11277	11277	11277	EBITDA	2882	3790	4858	6348
长期借款	5520	5520	5520	5520	EPS (元)	0.59	0.78	1.02	1.33
其他	5757	5757	5757	5757					
负债合计	19831	23083	27051	30602	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2644	3289	4071	5118	成长能力				
股本	1352	1352	1352	1352	营业总收入	3.74%	25.22%	28.10%	25.17%
资本公积	3753	3753	3753	3753	营业利润	16.61%	72.54%	29.35%	33.44%
留存收益	610	1661	3039	4834	归属母公司净利润	44.83%	31.10%	31.06%	30.33%
归属母公司股东权益	5728	6779	8157	9952	获利能力				
负债和股东权益	28203	33152	39278	45672	毛利率	24.64%	23.31%	23.93%	25.13%
					净利率	7.09%	7.42%	7.60%	7.91%
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	14.00%	15.51%	16.89%	18.04%
经营活动现金流	2269	3531	3992	5251	ROIC	10.89%	8.88%	9.44%	10.53%
净利润	1033	1697	2160	2842	偿债能力				
折旧摊销	757	1306	1563	1952	资产负债率	70.32%	69.63%	68.87%	67.00%
财务费用	639	419	538	650	净负债比率	171.56%	185.54%	187.48%	178.24%
投资损失	-55	-77	-77	-77	流动比率	0.83	0.49	0.45	0.45
营运资金变动	-243	358	-19	57	速动比率	0.80	0.47	0.43	0.43
其他	137	-173	-173	-173	营运能力				
投资活动现金流	-3160	-7305	-6169	-6547	总资产周转率	0.43	0.46	0.50	0.53
资本支出	-3415	-7305	-6169	-6547	应收账款周转率	6.03	7.37	7.75	7.56
长期投资	-310	0	0	0	应付账款周转率	39.25	48.73	49.35	48.77
其他	565	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1039	2332	2177	1796	每股收益	0.59	0.78	1.02	1.33
短期借款	0	2751	2715	2446	每股经营现金	1.68	2.61	2.95	3.88
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.24	5.01	6.03	7.36
普通股增加	76	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	173	173	173	P/E	15.08	11.50	8.78	6.73
其他	963	-592	-711	-823	P/B	2.11	1.78	1.48	1.21
现金净增加额	147	-1442	0	500	EV/EBITDA	6.58	6.11	5.33	4.38

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
深圳	福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
广州	黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	