

协鑫能科 (002015)

主业盈利能力提升，“光储充算”一体化持续发力

报告摘要

◆ 事件：公司发布2024年中报，2024年上半年公司实现营收47.03亿元，同比下降16.41%；归母净利润4.11亿元，同比下降48.72%；扣非归母净利润2.76亿元，同比增长23.82%。Q2单季度来看，公司实现收入22.89亿元，同比下降17.41%；归母净利润2.78亿元，同比下降53.10%；扣非归母净利润2.07亿元，同比增长74.36%。

◆ 资产处置影响归母净利润波动较大，燃料价格下降驱动主业毛利率提升

2024年上半年，公司实现营收47.03亿元，同比下降16.41%，主要系去年同期公司优化资产结构、于二季度处置部分燃煤和燃机电厂，致今年电力、热力收入下降；归母净利润下降主要系去年同期公司因优化资产结构等原因取得有关股权处置权益和债权清偿权益，报告期内相关权益大幅减少；扣非归母净利润2.76亿元，同比增长23.82%，主要系存量电厂和分布式光伏电站业绩提升，以及成本端融资结构调整带来财务费用降低。盈利能力方面，受益于煤炭等燃料价格下降，2024H1电力销售/热力销售毛利率分别为28.92%/13.74%，分别同比+5.65pcts/2.58pcts。

◆ 可再生能源占比扩大，分布式/户用光伏业务持续发力

2024年上半年，公司持续通过优化资产结构，提升可再生能源占比，不断加大风光储等新能源项目的开发力度，提高可再生能源发电装机容量。截至2024年6月30日，公司并网总装机容量为4950.3MW，其中燃机热电联产1777.1MW，光伏发电1647.3MW，风电817.9MW，垃圾发电149MW，燃煤热电联产209MW，储能350MW；其中，户用光伏上半年新增发货27939户，共898.8MW，新增并网22301户，共计684.8MW；工商业分布式光伏新增建设301.7MW，新增并网111.9MW。公司可再生能源装机占发电总装机的比例进一步提升至56.83%，环比一季度末+5.08pcts。此外，公司控股持有的建德抽水蓄能电站项目装机规模2400MW，正按照建设节点稳步推进中。

◆ 聚焦核心城市，“光储充”一体化应用场景不断完善

公司的光储充一体化业务主要集中在长三角、大湾区等地区，充电方面，截至2024年7月底，公司累计开发直流快充10419枪，已投建2753枪，上线投运1168枪；换电方面，至2024年7月底，公司在运营换电站共计57座。储能方面，公司独立储能项目累计备案超过8GW/17GWh，纳入省级电力规划的项目超过2GW/4GWh；公司在苏州、无锡、南京等城市负荷中心投运12座独立储能电站，并网投运总规模达0.7GW/1.4GWh。此外，公司还储备了一批优质的工商业储能项目，截至2024年7月底，公司工商业储能项目累计备案超过12MW/33MWh，在建项目5MW/10.59MWh，并网投运5.25MW/17.5MWh。

◆ 电力+算力协同强化，稳步推进综合能源多元应用

投资评级

买入

维持评级

2024年09月18日

收盘价(元):

6.46

公司基本数据

总股本(百万股)	1,623.32
总市值(百万)	10,486.68
流通股本(百万股)	1,623.32
流通市值(百万)	10,486.68
12月最高/最低价(元)	13.71/6.40
资产负债率(%)	65.09
每股净资产(元)	7.17
市盈率(TTM)	19.93
市净率(PB)	0.90
净资产收益率(%)	3.53

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书: S0640521040001	
闫智	分析师
SAC执业证书: S0640524070001	
邮箱: yanz031@avic.com	
卢正羽	分析师
SAC执业证书: S0640521060001	

相关研究报告

主业基本盘稳固，光储充算一体化应用场景不断完善 —2024-05-27

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

公司在配售电、虚拟电厂、微电网等领域持续发力，以“源、网、荷、储”一体化助力新型电力系统建设，逐步转型为绿色能源服务商。截至 2024 年 7 月底，公司虚拟电厂可调负荷规模约 300MW，占江苏省内实际可调负荷规模比例约 20%，公司需求响应规模约 500MW。市场化电力交易方面，2024 年 1-6 月，公司服务电量 131.53 亿 kWh，配电项目累计管理容量 3204MVA，同比增长超 50%；绿电交易 2.33 亿 kWh，国内国际绿证对应电量合计 1.77 亿 kWh，辅助服务响应电量累计约 1400 万 kWh。截至报告期末，公司成功投运了超千 P 算力资源，同时还储备了一定量的库存算力和在途算力，以满足公司能源+算力协同发展需求。

业绩短期承压，关注公司“电储充算”一体化布局 —2023-11-06
 上半年业绩高增，“电力+储能+算力”布局加速推进 —2023-09-04

◆ 投资建议

预计公司 2024-26 年实现营收 106.96 亿元/118.76 亿元/135.40 亿元，归母净利润 9.84 亿元/12.27 亿元/14.51 亿元，当前股价对应市盈率为 10.7X/8.6X/7.2X，维持“买入”评级。

◆ 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；算力业务推进不及预期等

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10682.85	10143.69	10695.98	11875.87	13539.73
增长率（%）	-5.58	-5.05	5.44	11.03	14.01
归母净利润（百万元）	679.83	908.99	983.63	1226.85	1450.66
增长率（%）	-32.30	33.71	8.21	24.73	18.24
毛利率（%）	15.15	21.75	25.04	25.63	25.82
每股收益（元）	0.42	0.56	0.61	0.76	0.89
市盈率 PE	15.43	11.54	10.66	8.55	7.23
市净率 PB	1.01	0.96	0.89	0.83	0.76
净资产收益率 ROE（%）	6.58	8.28	8.38	9.67	10.51

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3769	3167	3209	3563	4062	营业收入	10683	10144	10696	11876	13540
应收票据及账款	3228	3899	3616	4015	4578	营业成本	9064	7938	8018	8832	10044
预付账款	339	232	266	295	337	税金及附加	70	74	76	84	96
其他应收款	536	542	586	651	742	销售费用	100	124	134	143	149
存货	401	412	439	484	550	管理费用	629	870	931	950	1083
其他流动资产	494	721	572	635	724	研发费用	22	32	34	36	41
流动资产总计	8768	8973	8689	9643	10993	财务费用	855	690	483	487	482
长期股权投资	2528	2907	3173	3540	4007	资产减值损失	-18	-72	-47	-52	-59
固定资产	13809	13386	11528	10431	10054	信用减值损失	-32	-41	-33	-36	-41
在建工程	1404	2526	4105	5017	5096	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	1790	2534	2560	3024	3362	投资收益	596	906	267	267	267
长期待摊费用	29	43	47	25	25	公允价值变动损益	2	0	0	0	0
其他非流动资产	1608	1524	2092	2112	2137	资产处置收益	3	-30	22	22	22
非流动资产合计	21169	22920	23504	24150	24681	其他收益	228	97	50	50	50
资产总计	29937	31893	32193	33793	35674	营业利润	722	1276	1280	1594	1883
短期借款	2475	3164	3410	3410	3231	营业外收入	7	41	23	23	23
应付票据及账款	794	1070	1044	1150	1308	营业外支出	11	60	34	34	34
其他流动负债	3753	5066	4268	4689	5330	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	7022	9300	8722	9249	9870	利润总额	718	1257	1269	1583	1872
长期借款	8342	7308	7308	7308	7308	所得税	62	295	205	255	302
其他非流动负债	2388	2420	2455	2477	2495	净利润	656	962	1065	1328	1571
非流动负债合计	10731	9727	9763	9785	9803	少数股东损益	-24	53	81	101	120
负债合计	17753	19027	18485	19034	19672	归属母公司净利润	680	909	984	1227	1451
股本	1623	1623	1623	1623	1623	EBITDA	2609	2961	5672	6631	7735
资本公积	7441	8046	8046	8046	8046	NOPLAT	1077	872	1460	1728	1965
留存收益	1270	1306	2067	3017	4139	EPS (元)	0.42	0.56	0.61	0.76	0.89
归属母公司权益	10335	10975	11736	12686	13808	主要财务比率					
少数股东权益	1850	1891	1972	2073	2193	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益合计	12184	12866	13708	14759	16001	成长能力					
负债和股东权益合计	29937	31893	32193	33793	35674	营收增长率	-5.6%	-5.0%	5.4%	11.0%	14.0%
现金流量表						营业利润增长率	-52.7%	76.9%	0.3%	24.5%	18.1%
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT增长率	-34.4%	23.8%	-10.0%	18.2%	13.7%
税后经营利润	656	962	790	1053	1296	EBITDA增长率	-23.6%	13.5%	91.6%	16.9%	16.6%
折旧与摊销	1036	1013	3920	4561	5381	归母净利润增长率	-32.3%	33.7%	8.2%	24.7%	18.2%
财务费用	855	690	483	487	482	经营现金流增长率	-55.8%	145.4%	108.3%	28.0%	17.7%
投资损失	-596	-906	-267	-267	-267	盈利能力					
营运资金变动	-1011	231	-498	-74	-51	毛利率	15.2%	21.7%	25.0%	25.6%	25.8%
其他经营现金流	-12	289	318	316	311	净利率	6.1%	9.5%	10.0%	11.2%	11.6%
经营性现金净流量	929	2279	4747	6077	7152	营业利润率	6.8%	12.6%	12.0%	13.4%	13.9%
资本支出	1520	3228	4214	4828	5432	ROE	6.6%	8.3%	8.4%	9.7%	10.5%
长期投资	-1079	245	-200	-300	-400	ROA	2.3%	2.9%	3.1%	3.6%	4.1%
其他投资现金流	72	1632	169	169	169	ROIC	5.5%	3.9%	6.3%	7.1%	7.7%
投资性现金净流量	-2528	-1351	-4245	-4959	-5663	估值倍数					
短期借款	284	690	245	1	-179	P/E	15.4	11.5	10.7	8.5	7.2
长期借款	-1033	-1034	0	0	0	P/S	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
普通股增加	271	0	0	0	0	P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
资本公积增加	3511	604	0	0	0	股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-607	-1941	-705	-765	-810	EV/EBIT	21.2	16.6	13.2	11.2	9.9
筹资性现金净流量	2425	-1681	-460	-764	-989	EV/EBITDA	12.8	10.9	4.1	3.5	3.0
现金流量净额	828	-753	41	354	499	EV/NOPLAT	31.0	37.1	15.9	13.5	11.8

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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