

研究所

证券分析师： 王宁 S0350522010001

wangn02@ghzq.com.cn

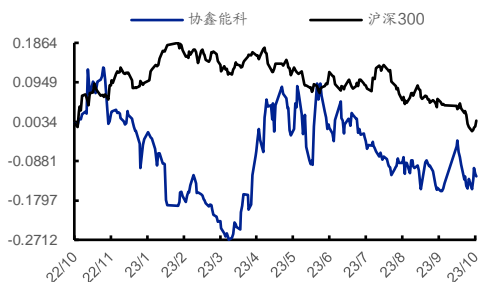
证券分析师： 张婉姝 S0350522010003

zhangws@ghzq.com.cn

## 热电联产业绩恢复增长，信用减值损失压制利润

### ——协鑫能科（002015）2023年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/10/27

表现	1M	3M	12M
协鑫能科	3.4%	-6.9%	-16.9%
沪深300	-3.7%	-8.7%	-1.9%

市场数据

2023/10/27

当前价格(元)	11.82
52周价格区间(元)	9.62-15.91
总市值(百万)	19,187.70
流通市值(百万)	19,187.70
总股本(万股)	162,332.46
流通股本(万股)	162,332.46
日均成交额(百万)	270.77
近一月换手(%)	2.02

相关报告

《协鑫能科（002015）2022年年报及2023年一季度报点评：2023Q1业绩大幅增长，移动能源业务积极推进（增持）\*电力\*王宁，张婉姝》——2023-05-05

《协鑫能科（002015）三季度报点评：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

事件：

**2023年10月26日，协鑫能科发布2023年三季度报：**2023年前三季度，公司实现营业收入85.93亿元，同比增长8.82%；实现归母净利润为9.26亿元，同比增长40.42%。2023年第三季度，公司实现营业收入29.66亿元，同比增长3.47%；实现归母净利润1.25亿元，同比下降54.10%。

投资要点：

- **燃料成本回落，热电联产业绩同比提升。**2023年，燃料成本高位回落，公司燃机和燃煤热电联产电厂业绩同比显著提升。截至2023年9月30日，公司并网运营总装机容量为2921.90MW，其中：燃机热电联产1777.14MW，风电743.90MW，垃圾发电116MW，燃煤热电联产257MW。
- **信用减值损失影响三季度利润。**2023年前三季度，公司共计提信用减值损失2265.38万元，其中2023年第三季度计提2538.8万元，影响当期净利润。
- **毛利率略有上升，销售、管理费用率有所提高。**2023年前三季度，公司毛利率为17.51%，同比提升0.08pct。由于公司数字能源业务市场开拓力度加大，销售费用同比增长44.66%至0.95亿元，销售费用率同比提升0.27pct至1.11%。同时，随着业务开拓，公司职工薪酬、中介机构费等有所增加，导致管理费用同比增长41.92%至3.68亿元，管理费用率同比提升1.41pct至6.07%。
- **盈利预测和投资评级** 考虑到能源成本回落带动公司热电联产业务高速增长，前三季度业绩明显增长，我们略调高公司2023/2024/2025年归母净利润预测至12.71/15.90/19.54亿元，对应PE分别为15/12/10倍，维持“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；能源成本后续抬升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；用电、用汽需求不及预期风险；资产处置损失风险；商誉减值风险。

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

预测指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10683	12228	14308	16682
增长率(%)	-6	14	17	17
归母净利润(百万元)	680	1271	1590	1954
增长率(%)	-33	87	25	23
摊薄每股收益(元)	0.44	0.78	0.98	1.20
ROE(%)	7	11	12	13
P/E	30.02	15.09	12.07	9.82
P/B	2.06	1.65	1.45	1.27
P/S	1.99	1.57	1.34	1.15
EV/EBITDA	14.71	11.02	9.08	6.89

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 10 月 27 日）

附表：协鑫能科盈利预测表

证券代码:	002015		股价:	11.82	投资评级:	增持	日期:	2023/10/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	7%	11%	12%	13%	EPS	0.44	0.78	0.98	1.20
毛利率	15%	20%	21%	23%	BVPS	6.37	7.15	8.13	9.33
期间费率	15%	13%	13%	14%	<b>估值</b>				
销售净利率	6%	10%	11%	12%	P/E	30.02	15.09	12.07	9.82
<b>成长能力</b>					P/B	2.06	1.65	1.45	1.27
收入增长率	-6%	14%	17%	17%	P/S	1.99	1.57	1.34	1.15
利润增长率	-33%	87%	25%	23%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.36	0.37	0.38	0.39	营业收入	10683	12228	14308	16682
应收账款周转率	3.51	4.11	3.92	3.89	营业成本	9064	9782	11311	12900
存货周转率	26.65	33.95	32.93	33.29	营业税金及附加	70	83	96	113
<b>偿债能力</b>					销售费用	100	114	133	156
资产负债率	59%	59%	60%	60%	管理费用	629	795	944	1118
流动比	1.25	1.42	1.77	2.14	财务费用	855	697	811	1006
速动比	1.14	1.32	1.67	2.04	其他费用/(-收入)	22	24	29	34
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	722	1499	1805	2246
现金及现金等价物	3769	6841	10292	15063	营业外净收支	-4	0	0	0
应收款项	3204	3065	3778	4444	利润总额	718	1499	1805	2246
存货净额	401	360	434	501	所得税费用	62	167	187	238
其他流动资产	1393	1623	1732	1942	净利润	656	1331	1619	2008
<b>流动资产合计</b>	<b>8768</b>	<b>11888</b>	<b>16237</b>	<b>21949</b>	少数股东损益	-24	60	29	54
固定资产	12117	12384	12181	11921	归属于母公司净利润	680	1271	1590	1954
在建工程	1404	654	101	-127	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	5120	5388	5460	5267	经营活动现金流	929	3363	2300	2972
长期股权投资	2528	3054	3634	4267	净利润	680	1271	1590	1954
<b>资产总计</b>	<b>29937</b>	<b>33368</b>	<b>37613</b>	<b>43277</b>	少数股东损益	-24	60	29	54
短期借款	2475	2800	3200	3700	折旧摊销	1036	908	906	953
应付款项	794	812	987	1108	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	946	-471	-386
其他流动负债	3753	4760	5011	5447	投资活动现金流	-2528	-643	-194	-233
<b>流动负债合计</b>	<b>7022</b>	<b>8372</b>	<b>9198</b>	<b>10254</b>	资本支出	-1294	-598	-111	-147
长期借款及应付债券	6666	7416	8216	9216	长期投资	-805	-534	-584	-637
其他长期负债	4065	4065	5065	6665	其他	-430	489	501	550
<b>长期负债合计</b>	<b>10731</b>	<b>11481</b>	<b>13281</b>	<b>15881</b>	筹资活动现金流	2425	352	1346	2031
<b>负债合计</b>	<b>17753</b>	<b>19853</b>	<b>22478</b>	<b>26135</b>	债务融资	1363	1075	2200	3100
股本	1623	1623	1623	1623	权益融资	4108	0	0	0
股东权益	12184	13515	15134	17142	其它	-3046	-724	-854	-1069
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29937</b>	<b>33368</b>	<b>37613</b>	<b>43277</b>	现金净增加额	828	3071	3452	4770

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，环保&专精特新分析师；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，专注于科学仪器、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。