

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月28日
市场数据

目前股价	5.98
总市值（亿元）	80.88
流通市值（亿元）	23.96
总股本（万股）	135,246
流通股本（万股）	40,070
12个月最高/最低	7.39/4.38

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

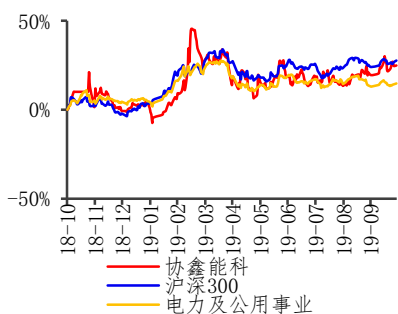
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<精准定位能源领域蓝海市场，九万里风鹏正举>> 2019-9-25

三季度报维持高增长，定增加码风电项目

——协鑫能科（002015）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	10275	11508	12083
(+/-%)	23.0%	12.0%	5.0%
净利润	505	593	625
(+/-%)	9281.4%	17.4%	5.5%
摊薄 EPS	0.37	0.44	0.46
PE	16.0	13.6	12.9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司披露三季度报，前三季度公司实现营收 78.1 亿元，同比增长 33.5%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 51.0%。对此点评如下：
- **公司完成重大资产重组资产交割，盈利能力大幅提升，前三季度公司实现营收 78.1 亿元，同比增长 33.5%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 51.0%。**第三季度公司实现营收 27.5 亿元，同比增长 25.4%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 219.9%。公司实现业绩快速增长的原因主要有两点：1) 公司本期实现同一控制下合并协鑫智慧能源，并对上期财务报表进行追溯重述（追溯起始日为 2018 年 2 月），因此上年同期重述的营业收入仅包含协鑫智慧能源 2-9 月的收入额，若剔除此因素，本报告期较 2018 前三季度已营业收入同比增加 19.9%，同时公司原纺织资产已全部置出，公司主营业务已变更为专注于清洁能源项目的开发、投资和运营管理以及相关领域的综合能源服务，盈利能力得到显著提高。2) 2018 年下半年起，协鑫智慧能源投建的相关天然气和垃圾电厂陆续转运营，且今年上半年收购一家风力发电企业，导致电和蒸汽收入均较同期增长。
- **公司前三季度其它收益和投资收益大幅提升、营业外收入减少。**公司本期其它收益达 4,949.4 万元，同比上升 191.4%。增长原因为除增值税即征即退外，本期公司下属子公司收到多笔政府补助，主要包括：昆山分布式收到天然气补贴和供热补贴、沛县热电收到运营资金补贴、无锡蓝天收到节能减排补贴款、广州蓝天燃机收到发展奖励资金等，导致其他收益同比增加较多。公司前三季度实现投资收益 2,532.9 万元，同比上涨 238.5%。投资收益的增加主要是因为公司本期因业务发展布局调整，出售菏泽燃机项目部分股权以及重大资产重组置出霞客彩纤，产生处置长期股权投资收益。公司前三季度营业外收入达 1.2 亿元，同比减少 46.3%。公司上年同期营业外收入金额较大，主要系南京热电关停，确认 2.24 亿非流动资产处置利得；本期营业外收入主要为昆山热电关停处置非流动资产利得 1.07 亿。
- **今年 10 月，公司对下属 7 家子（孙）公司增资，累计金额达 9.1 亿元，**

意图为后续发展奠定基础。今年 10 月以来，公司用自有资金（现金）分别对下属控股子公司的子公司增资，被增资公司分别为泗洪风电、新沂合沟、睢宁官山、阜宁郭墅、镶黄旗风电、凤台风、浙江售电，对于增资金额 10,500 万元、15,700 万元、15,700 万元、6,500 万元、16,400 万元、8,200 万元、18,100 万元，合计 91,100 万元。增资前 6 家公司主要目的是投入资金用于建设下属控股子公司风电项目，提升整体经营实力及融资能力，为后续发展奠定基础。增资浙江售电的主要目的为满足浙江售电年售电量不被限制的条件（浙江省售电企业资产总额达到 2 亿元人民币以上， unlimited 年售电量；资产总额 2,000 万元人民币，年售电量上限为 6 亿千瓦时。），进而为后续做大售电市场奠定基础。

表 1: 被增资公司主要信息（单位：万元）

被增资公司	增资前注册	增资注册资	增资后注册	主要业务
	资本	本	资本	
泗洪风电	500	10,500	11,000	
新沂合沟	300	15,700	16,000	
睢宁官山	300	15,700	16,000	风力发电工程建设
阜宁郭墅	500	6,500	7,000	及运营
镶黄旗风电	200	16,400	16,600	
凤台风电	200	8,200	8,400	
浙江售电	2,000	18,100	20,100	电力供应
合计	4,000	91,100	95,100	-

资料来源：公司公告，长城证券研究所

- **发布非公开发行预案，拟募资 30 亿元用于风电项目。**本次非公开发行股票的定价基准日为发行期首日。发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。本次非公开发行的股票数量不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 2.70 亿股。本次非公开发行 A 股股票的募集资金总额不超过 30 亿元（含本数）。募集资金扣除相关发行费用后将用于投资以下项目：安徽凤台港河风电项目（50MW）、江苏泗洪风电项目（75MW）、江苏阜宁风电项目（一期 30MW+二期 15MW）、内蒙镶黄旗风电项目（125MW）、补充流动资金。
- **精准定位能源领域蓝海市场，三季度维持高增长，维持推荐评级。**预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.37、0.44、0.46 元，对应市盈率 16、14、13 倍。公司清洁能源装机容量近 90%，符合国家清洁能源战略，且燃机不需要基金补贴。公司深耕发达省份工业园区客户，燃机利用小时高于可比公司，售汽价格能转嫁成本的上升。国际天然气价格下降，国内天然气供需逐步向宽松移动，燃机盈利性有望上升。公司综合能源服务业务在电改推进大背景下，大有可为。
- **风险提示：**天然气、煤炭采购成本或高于预期；下游用电用汽需求或下降；上网电价或低于预期；增发进度或低于预期等

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	409.90	471.81	10274.57	11507.52	12082.90
营业成本	375.82	438.47	8322.40	9090.94	9545.49
营业费用	1.91	2.12	20.55	23.02	24.17
管理费用	18.89	21.95	667.85	713.47	749.14
研发费用	0.00	0.00	15.41	17.26	18.12
财务费用	0.16	-1.15	559.42	660.56	690.10
其他收益	0.08	0.45	150.00	180.00	185.00
投资净收益	0.03	1.52	110.00	70.00	80.00
营业利润	9.88	7.30	876.19	1170.80	1235.34
营业外收支	-0.22	-0.93	125.00	5.00	5.00
利润总额	9.65	6.36	1001.19	1175.80	1240.34
所得税	1.00	0.43	280.33	329.22	347.29
少数股东损益	1.17	0.55	216.26	253.97	267.91
净利润	7.48	5.38	504.60	592.60	625.13

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	232.72	5836.77	5481.11	5932.24	6128.05
货币资金	64.54	2358.06	2054.91	2301.50	2416.58
应收票据及应收账款合计	47.67	1334.36	2090.49	1745.35	2282.29
其他应收款	0.09	861.61	508.33	1026.01	585.05
存货	116.46	325.52	90.60	91.22	99.69
非流动资产	103.27	14508.61	17209.52	18378.13	19523.22
固定资产	65.74	8500.65	10317.98	11022.91	11644.32
资产总计	335.99	20345.38	22690.64	24310.37	25651.27
流动负债	22.61	7568.11	7863.74	8895.41	9651.74
短期借款	0.00	2861.10	4981.58	6053.66	6510.85
应付账款	11.32	424.42	0.00	0.00	0.00
非流动负债	0.00	5990.44	6367.46	6108.94	5800.47
长期借款	0.00	5063.60	5440.62	5182.10	4873.63
负债合计	22.61	13558.55	14231.20	15004.35	15452.21
股东权益	313.38	6786.83	7507.68	8354.26	9247.30
股本	400.70	400.70	1352.46	1352.46	1352.46
留存收益	-1111.56	-709.27	11.59	858.16	1751.21
少数股东权益	16.07	3121.31	3337.57	3591.54	3859.45
负债和股东权益	335.99	20345.38	22690.64	24310.37	25651.27

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	20.51	-55.30	1760.09	1906.66	2531.61
其中营运资本减少	20.55	-960.08	-42.90	-283.38	181.22
投资活动现金流	17.73	-195.07	-3223.64	-1851.51	-1912.33
资本支出	12.64	2.14	2575.16	1008.61	975.08
筹资活动现金流	0.00	232.42	1160.40	191.44	-504.21
现金净增加额	38.02	-17.68	-303.15	246.59	115.08

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	7.9%	15.1%	23.0%	12.0%	5.0%
营业成本增长	0.4%	16.7%	1798.1%	9.2%	5.0%
营业利润增长	124.3%	-26.1%	11907.5%	33.6%	5.5%
利润总额增长	-123.4%	-34.1%	15631.3%	17.4%	5.5%
净利润增长	-118.1%	-28.1%	9281.4%	17.4%	5.5%
获利能力					
毛利率(%)	8.3%	7.1%	19.0%	21.0%	21.0%
销售净利率(%)	2.1%	1.3%	7.0%	7.4%	7.4%
ROE(%)	2.8%	0.1%	9.6%	10.1%	9.7%
ROIC(%)	3.5%	3.8%	8.6%	9.4%	9.5%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用/营业收入	4.6%	4.7%	6.5%	6.2%	6.2%
研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用/营业收入	0.0%	0.0%	-0.2%	5.4%	5.7%
投资收益/营业利润	0.3%	20.8%	12.6%	6.0%	6.5%
所得税/利润总额	10.4%	6.8%	28.0%	28.0%	28.0%
应收账款周转率	8.14	0.68	6.00	6.00	6.00
存货周转率	3.38	1.98	40.00	100.00	100.00
流动资产周转率	1.84	0.16	1.82	2.02	2.00
总资产周转率	1.27	0.05	0.48	0.49	0.48
偿债能力					
资产负债率(%)	6.7%	66.6%	62.7%	61.7%	60.2%
流动比率	10.29	0.77	0.70	0.67	0.63
速动比率	4.97	0.60	0.59	0.57	0.55
每股指标(元)					
EPS	0.01	0.00	0.37	0.44	0.46
每股净资产	0.22	2.71	3.08	3.52	3.98
每股经营现金流	0.03	-0.72	1.30	1.41	1.87
每股经营现金/EPS	5.21	-181.89	3.49	3.22	4.05
估值比率					
P/E	1079.48	1501.14	16.00	13.62	12.92
PEG	-9.05	-24.18	-0.04	0.04	0.03
P/B	27.16	2.20	1.94	1.70	1.50
EV/EBITDA	423.34	44.14	10.09	8.87	8.39
EV/SALES	19.58	42.42	2.07	1.93	1.86
EV/IC	24.76	26.99	1.35	1.32	1.26
ROIC/WACC	0.70	0.76	1.73	1.87	1.87
REP	38.73	1.77	0.76	0.67	0.65

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>