

公司点评

吉电股份 (000875)

公用事业 | 电力

2025年新能源装机占比90%，“十四五”规划

彰显发展潜力

2021年03月24日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 5.46-6.24元

交易数据

当前价格(元)	5.19
52周价格区间(元)	3.34-5.77
总市值(百万)	11139.37
流通市值(百万)	11139.34
总股本(万股)	214631.40
流通股(万股)	214630.87

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
吉电股份	23.28	20.7	35.16
电力	13.92	13.42	26.95

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

0731-84779574

袁玮志

研究助理

yuanwz@cfzq.com

相关报告

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	7301.11	8454.15	9916.72	11951.63	12734.46
净利润(百万元)	114.61	147.65	474.00	841.28	894.05
每股收益(元)	0.05	0.07	0.22	0.39	0.42
每股净资产(元)	3.44	3.45	3.84	4.19	4.58
P/E	97.19	75.44	23.50	13.24	12.46
P/B	1.51	1.50	1.35	1.24	1.13

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

➢ 公司计划2025年装机规模超过2000万千瓦以上, 清洁能源比重超过90%。2016和2020年, 公司新能源装机规模分别为1.68和5.83GW, 年均增速29.51%, 但2020年抢装新增2.43GW, 贡献了绝大部分的增速。按照规划目标, 公司新能源装机将从2020年的5.83GW继续增加至2025年的18GW, 年均增速25.29%。

➢ 公司将在2023年前实现碳达峰, 2050年前实现碳中和。公司2020年期末新能源装机容量582.96万千瓦, 新能源装机规模在国家电投集团内部位居第二位, 仅次于黄河公司; 公司2020年期末新能源装机占比高达64%, 高于国家电投集团的2019年清洁能源装机占比50.5%。2020年的抢装充分显示了公司强大的项目开发能力和执行能力, 公司将与控股股东国家电投的战略目标一致, 进一步提升新能源的装机占比, 争取2023年前实现碳达峰, 2050年前实现碳中和。

➢ 借力定增和碳中和债, 有效降低融资成本。公司最新完成的非公开发行共募集资金总额22.4亿元, 募投项目共涉及到两个平价光伏项目和四个风电项目, 共计装机容量87.8万kw。2021年2月, 国家电投完成首批“碳中和”债券发行登记, 发行规模6亿元, 期限2年, 发行成本3.4%, 募集资金全部用于吉电股份的光伏和风电项目, 且已经批准待募集资金到位后置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金, 可有效降低公司融资成本。

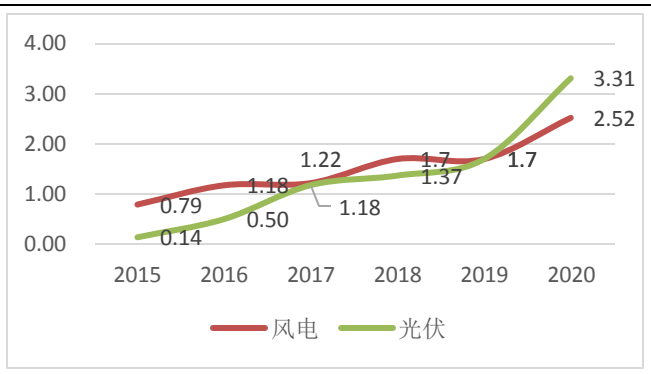
➢ 盈利预测。预计公司2020年到2022年实现营业收入分别为99.17、119.52和127.34亿元, 实现归母净利润4.74、8.41和8.94亿元, EPS为0.22、0.39和0.42元, PE为23.50、13.24和12.46倍。考虑到“3060”碳中和目标下新能源行业的高景气度发展, 以及公司制定的2025年装机20GW、新能源装机占比90%的发展目标, 参考目前A股新能源发电板块的平均估值水平, 给予公司2021年底14-16倍PE估值, 股价合理区间为5.46-6.24元, 首次覆盖给予公司“推荐”评级。

➢ 风险提示: 煤价波动风险, 风电和光伏装机不及预期。

## 1 “十四五”目标：2023年碳达峰，2025年新能源装机占比90%

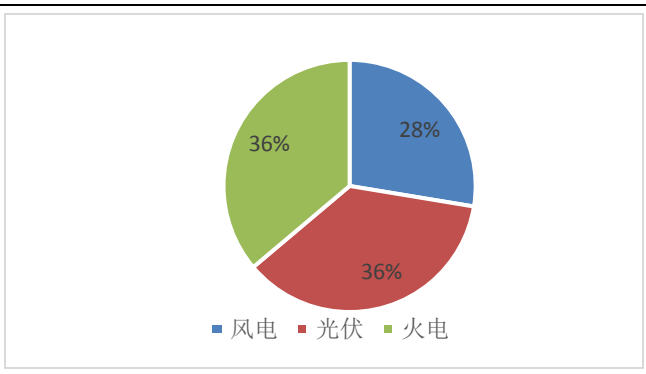
公司2020年风电和光伏新增装机2.43GW，提速明显。2020年，公司风电和光伏共计新增装机2.43GW，其中风电新增装机0.82GW，光伏新增装机1.61GW。公司2020年期末总装机容量912.96万千瓦，其中新能源期末装机容量582.96万千瓦，同比增加71%，占期末总装机容量的64%。与2019年公司风电新增装机0.79GW、光伏新增装机0.33GW、风电和光伏共计新增装机1.12GW相比，2020年的风电和光伏新增装机规模约为2019年的7.5倍。从过去五年的发展情况来看，公司在2015-2019年的风电累积新增装机1.06GW，光伏累积新增装机1.56GW，风电和光伏共计累积新增装机2.62GW，公司2020年的风电和光伏新增装机规模约为过去五年累积新增装机规模的93%。

图 1：2015-2020 年公司风电和光伏装机情况 (GW)



资料来源：公司公告，财信证券

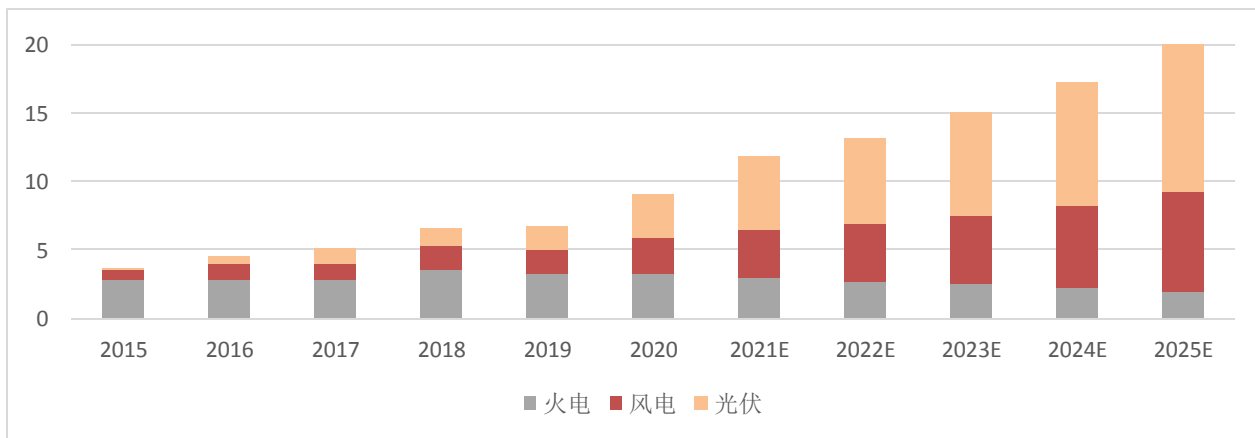
图 2：2020 年公司装机结构



资料来源：公司公告，财信证券

2021年3月23日，公司召开“十四五”战略发布会，宣布2025年装机规模超过2000万千瓦以上，清洁能源比重超过90%。2016年，公司新能源装机规模为1.68GW，其中风电1.18GW，光伏0.50GW；2020年公司新能源装机规模为5.83GW，其中风电2.52GW，光伏3.31GW，公司在2016-2020年的新能源装机年均增速29.51%，但2020年的抢装贡献了绝大部分的增速。按照规划目标，公司新能源装机将从2020年的5.83GW增加至2025年的18GW，5年的年均增速25.29%。我们认为，在现有的高基数基础上，公司的风电和光伏在“十四五”期间维持年均25.29%的高速增长，将有效支撑公司的业绩增长。

图 3：公司装机情况 (GW)

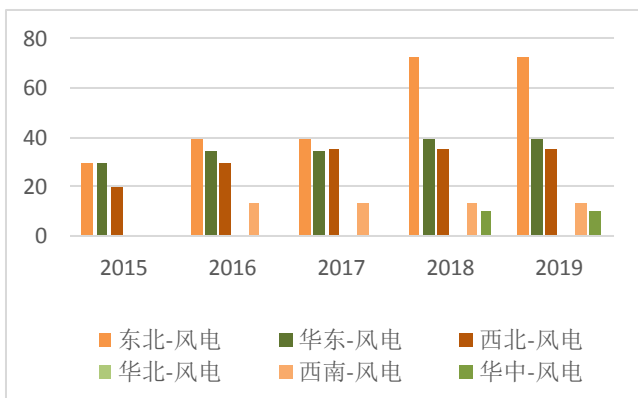


资料来源：公司公告，财信证券

公司 2023 年前实现碳达峰，与控股股东国家电投的战略目标维持一致。去年底，国家电力投资集团有限公司党组书记、董事长钱智民在 2020 中国品牌论坛上发表题为《绿色智慧能源大品牌时代来了》演讲时宣布：到 2023 年，国家电投将实现在国内的“碳达峰”。公司作为国家电投旗下上市公司，自 2012 年开始发展新能源以来，风电和光伏装机相对均衡，且从东北区域逐渐走向全国布局。经过“十三五”的发展，公司 2020 年期末新能源装机容量 582.96 万千瓦，新能源装机规模在国家电投集团内部位居第二位，仅次于黄河公司；公司 2020 年期末新能源装机占比高达 64%，高于国家电投集团的 2019 年清洁能源装机占比 50.5%。我们认为，2020 年的抢装充分显示了公司强大的项目开发能力和执行能力，按照公司“十四五”的发展规划和目标，公司将在 2023 年前实现碳达峰，2050 年前实现碳中和。

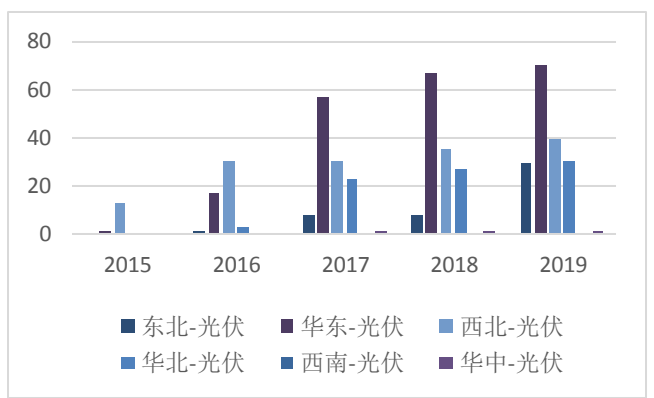
借力定增和碳中和债，有效降低融资成本。公司风电以东北区域为主，光伏以华东区域为主，公司最新完成的非公开发行共募集资金总额 22.4 亿元，募投项目共涉及到两个平价光伏项目和四个风电项目，共计装机容量 87.8 万 kw。2021 年 2 月，国家电投完成了首批“碳中和”债券发行登记，发行规模 6 亿元，期限 2 年，发行成本 3.4%，募集资金全部用于吉电股份的光伏和风电项目，且已经批准待募集资金到位后置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金，有效降低了公司融资成本。

图 4：公司各区域内风电装机规模（万 kw）



资料来源：公司公告，财信证券

图 5：公司各区域内光伏装机规模（万 kw）



资料来源：公司公告，财信证券

表 1：2021 年非公开发行募投项目（亿元）

项目名称	项目投资总金额	自筹资金投入金额	拟投入募集资金(拟置换金额)
安徽宿松九成风电项目（100MW）	8.16	3.77	3.10
延安宝塔蟠龙风电项目（100MW）	7.98	2.91	2.91
青海乌兰风电项目（50MW）	3.98	1.47	0.84
江西兴国风电场项目（278MW）	23.78	4.61	0.70
广西崇左响水平价光伏项目（150MW）	6.00	5.56	3.55
山东寿光恒远平价光伏项目（200MW）	9.63	6.07	4.58
合计	59.53	24.39	15.69

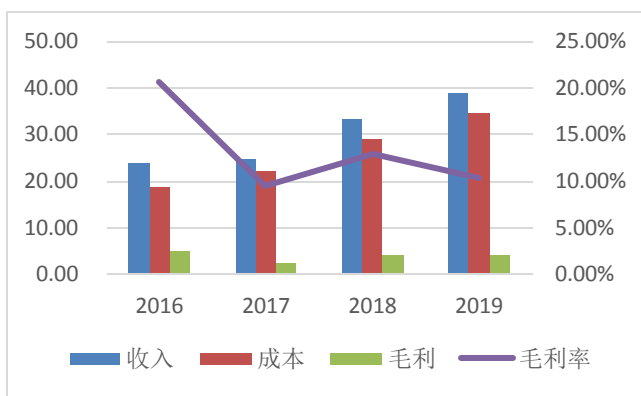
资料来源：公司公告，财信证券

火电结构优化、提质增效。2020 年末，公司火电装机规模 3.3GW，均为热电联产机

组，但长期来看，公司火电业务的毛利率水平较低，主要是由于东北区域的煤炭供需长期处于紧平衡状态，导致公司的煤炭采购价格居高不下；而用电需求则维持供大于需的状态，导致发电利用小时数较低。按照规划，“十四五”期间公司将继续优化火电的经营效率，通过与集团公司进行资产置换等方式，争取在 2025 年实现火电装机规模降至 2GW。

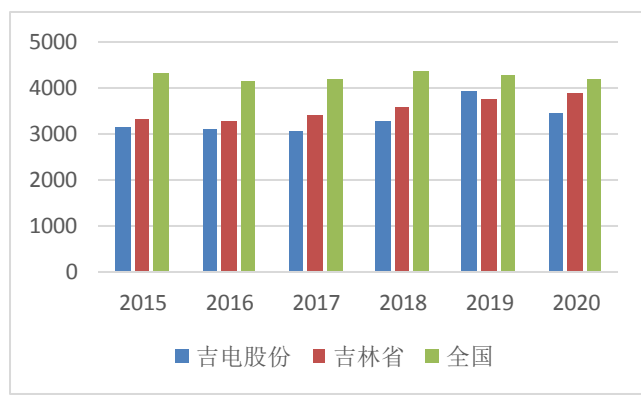
热力业务拖累公司业绩，但在火电结构继续优化的同时，也将随着工业蒸汽业务占比的提升得到一定程度缓解。公司热力业务毛利率水平长期为负，严重拖累了公司业绩，主要原因是公司作为东北区域重要的供热企业，供热业务肩负着保障民生的社会责任，且居民采暖供热价格较低、不能及时调整。工业蒸汽业务方面，由于采用市场化定价，毛利率高于居民采暖供热业务毛利率。2018 年公司供热业务毛利率较 2017 年大幅改善，主要是因为公司的工业蒸汽业务比重显著提升所致，其中公司工业蒸汽业务收入占整体热力业务收入比重从 2017 年的 38% 提升至 2018 年的 52%。

图 6：火电板块 2016-2019 年经营情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，财信证券

图 7：2015-2020 年吉电股份火电利用小时



资料来源：公司公告，财信证券

## 2 盈利预测

预计公司 2020 年到 2022 年实现营业收入分别为 99.17、119.52 和 127.34 亿元，实现归母净利润 4.74、8.41 和 8.94 亿元，EPS 为 0.22、0.39 和 0.42 元，PE 为 23.50、13.24 和 12.46 倍。考虑到“3060”碳中和目标下新能源行业的高景气度发展，以及公司制定的 2025 年装机 20GW、新能源装机占比 90% 的发展目标，参考目前 A 股新能源发电板块的平均估值水平，给予公司 2021 年底 14-16 倍 PE 估值，股价合理区间为 5.46-6.24 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

## 3 风险提示

煤价波动风险，风电和光伏装机不及预期。

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>7301.11</b>	<b>8454.15</b>	<b>9916.72</b>	<b>11951.63</b>	<b>12734.46</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,914.64	6,546.78	7,635.87	8,963.72	9,550.84	营业收入增长率	43.1%	15.8%	17.3%	20.5%	6.6%
营业税费	76.36	79.77	108.28	122.76	130.00	营业利润增长率	-192.6%	31.9%	157.1%	82.2%	11.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-133.8%	28.8%	221.0%	77.5%	6.3%
管理费用	93.00	102.90	131.31	151.99	161.86	EBITDA 增长率	72.3%	-40.6%	18.7%	31.6%	5.5%
财务费用	1,149.79	1,307.22	1,190.12	1,119.67	1,084.78	EBIT 增长率	214.5%	29.1%	19.2%	32.7%	5.6%
资产减值损失	45.76	-73.70	-3.65	-10.53	-29.29	NOPLAT 增长率	117.0%	18.5%	20.6%	32.7%	5.6%
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	16.8%	20.9%	-21.6%	27.4%	-17.5%
投资和汇兑收益	205.19	-21.96	72.46	85.23	45.24	净资产增长率	22.1%	3.2%	10.2%	10.6%	10.9%
<b>营业利润</b>	<b>273.42</b>	<b>360.67</b>	<b>927.24</b>	<b>1,689.24</b>	<b>1,881.52</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	49.20	148.61	75.94	91.25	105.27	毛利率	19.0%	22.6%	23.0%	25.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	<b>322.62</b>	<b>509.27</b>	<b>1,003.17</b>	<b>1,780.49</b>	<b>1,986.78</b>	营业利润率	3.7%	4.3%	9.4%	14.1%	14.8%
减:所得税	70.82	107.35	250.79	445.12	496.70	净利润率	1.6%	1.7%	4.8%	7.0%	7.0%
<b>净利润</b>	<b>114.61</b>	<b>147.65</b>	<b>474.00</b>	<b>841.28</b>	<b>894.05</b>	EBITDA/营业收入	42.6%	21.8%	22.1%	24.1%	23.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	18.9%	21.0%	21.4%	23.5%	23.3%
货币资金	1,032.53	847.46	793.34	956.13	1,018.76	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,330	1,259	1,071	888	832
应收帐款	3,352.03	5,050.05	2,860.91	7,225.25	3,961.96	<b>流动营业资本周转天数</b>	-68	57	-9	2	22
应收票据	8.71	255.16	102.94	121.21	179.01	流动资产周转天数	229	266	216	214	220
预付帐款	67.89	104.69	22.48	152.83	46.38	应收帐款周转天数	133	179	144	152	158
存货	91.45	98.62	162.47	124.43	178.75	存货周转天数	5	4	5	4	4
其他流动资产	884.58	693.59	895.56	824.57	804.57	总资产周转天数	1,847	1,746	1,496	1,276	1,213
可供出售金融资产	451.42	-	353.07	268.17	207.08	投资资本周转天数	1,304	1,340	1,115	925	887
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	65.74	21.75	21.75	21.75	21.75	ROE	1.6%	2.0%	5.8%	9.4%	9.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	1.0%	1.9%	3.0%	3.6%
固定资产	29,591.12	29,522.53	29,486.79	29,451.05	29,415.31	ROIC	4.6%	4.6%	4.6%	7.8%	6.5%
在建工程	2,480.90	3,634.48	3,634.48	3,634.48	3,634.48	<b>费用率</b>					
无形资产	401.63	519.05	482.05	445.05	408.05	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,325.01	1,494.03	1,367.42	1,343.47	1,336.48	管理费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>资产总额</b>	<b>39,753.01</b>	<b>42,241.41</b>	<b>40,183.25</b>	<b>44,568.40</b>	<b>41,212.58</b>	财务费用率	15.7%	15.5%	12.0%	9.4%	8.5%
短期债务	7,197.30	8,157.41	8,763.75	10,031.85	11,235.64	三费/营业收入	17.0%	16.7%	13.3%	10.6%	9.8%
应付帐款	2,615.03	2,330.57	5,885.92	2,830.02	6,096.27	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	293.20	107.88	90.99	资产负债率	74.0%	74.7%	70.7%	70.8%	65.0%
其他流动负债	4,151.10	2,188.88	3,285.80	3,388.20	2,936.20	负债权益比	284.3%	295.9%	241.6%	242.7%	185.8%
长期借款	11,799.72	16,325.44	7,112.05	12,107.75	3,517.61	流动比率	0.39	0.56	0.27	0.57	0.30
其他非流动负债	3,645.67	2,568.07	3,079.96	3,097.90	2,915.31	速动比率	0.38	0.55	0.26	0.57	0.30
<b>负债总额</b>	<b>29,408.81</b>	<b>31,570.38</b>	<b>28,420.69</b>	<b>31,563.60</b>	<b>26,792.03</b>	利息保障倍数	1.20	1.36	1.78	2.51	2.73
<b>少数股东权益</b>	<b>2,960.33</b>	<b>3,258.95</b>	<b>3,523.41</b>	<b>4,009.26</b>	<b>4,592.05</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,146.31	2,146.31	2,146.31	2,146.31	2,146.31	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	5,237.55	5,265.77	6,092.84	6,849.22	7,682.18	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>10,344.20</b>	<b>10,671.03</b>	<b>11,762.56</b>	<b>13,004.79</b>	<b>14,420.55</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	251.79	401.93	474.00	841.28	894.05	EPS(元)	0.05	0.07	0.22	0.39	0.42
加:折旧和摊销	1,754.83	99.99	72.74	72.74	72.74	BVPS(元)	3.44	3.45	3.84	4.19	4.58
资产减值准备	45.76	73.70	-	-	-	PE(X)	97.19	75.44	23.50	13.24	12.46
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.51	1.50	1.35	1.24	1.13
财务费用	1,124.39	1,293.87	1,190.12	1,119.67	1,084.78	P/FCF	-8.63	-17.53	-25.02	-32.10	-21.13
投资收益	-205.19	21.96	-72.46	-85.23	-45.24	P/S	1.53	1.32	1.12	0.93	0.87
少数股东损益	137.19	254.28	278.38	494.09	596.03	EV/EBITDA	10.38	20.69	13.65	12.68	9.77
营运资金的变动	876.52	-3,896.94	7,497.11	-7,445.60	5,944.08	CAGR(%)	74.4%	54.8%	-236.7%	74.4%	54.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,365.20</b>	<b>2,630.59</b>	<b>9,439.89</b>	<b>-5,003.04</b>	<b>8,546.43</b>	PEG	1.31	1.38	-0.10	0.18	0.23
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4,208.41</b>	<b>-3,947.66</b>	<b>-280.61</b>	<b>170.14</b>	<b>106.33</b>	ROIC/WACC	0.67	0.68	0.68	1.15	0.95
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2,302.60</b>	<b>1,154.26</b>	<b>-9,213.40</b>	<b>4,995.70</b>	<b>-8,590.14</b>	REP	1.69	1.63	1.63	0.93	1.10

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438