

公司深度
吉电股份 (000875)
公用事业 | 电力
成功转型新能源运营商，兼具成长性和想象力

2021年07月08日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 5.4-6.48 元
交易数据

当前价格 (元)	5.41
52 周价格区间 (元)	3.66-5.77
总市值 (百万)	15095.03
流通市值 (百万)	11611.56
总股本 (万股)	279020.82
流通股 (万股)	214631.40

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
吉电股份	3.28	12.84	34
电力	0.62	2.98	12.47

何晨

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

分析师

0731-84779574

袁玮志

yuanwz@cfzq.com

研究助理
相关报告

1 《吉电股份：吉电股份 (000875.SZ) 公司点评：2025 年新能源装机占比 90%，“十四五”规划彰显发展潜力》 2021-03-25

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	84.54	100.60	127.14	139.27	143.04
净利润 (亿元)	1.48	4.78	10.06	11.78	14.20
每股收益 (元)	0.05	0.17	0.36	0.42	0.51
每股净资产 (元)	2.66	2.80	3.44	3.83	4.34
P/E	103.37	31.92	15.18	12.95	10.75
P/B	2.06	1.95	1.59	1.43	1.26

资料来源：贝格数据，财信证券

➤ **成功转型新能源运营商，风光新能源的发展支撑成长性。**公司 2020 年新增风电和光伏装机 243 万 kw，抢装规模位居行业第一梯队；截至 2020 年末，公司装机容量 912.96 万千瓦，其中火电 330 万千瓦、风电 252.05 万千瓦、光伏 330.91 万千瓦，新能源占比 63.85%，成功转型为新能源运营商。公司立足东北，借力吉林省打造“陆上风光三峡”的契机，2021 年计划新增新能源装机 3GW；最新调整的“十四五”规划为 2025 年装机目标 20GW，其中新能源装机占比 85%，新能源装机年均复合增速达 24%，可以支撑公司未来的稳定发展，同时潜在的 CCER 也将随着交易市场的成熟为公司带来新的盈利增长点。

➤ **火电和热力业务稳固基本盘。**公司通过加大地方煤和进口煤的采购平抑蒙东煤价上涨的压力，并计划“十四五”期间火电装机容量从 3.3GW 进一步优化至 3GW；热力业务拓展市场化定价和毛利率较高的工业蒸汽客户，提高工业蒸汽销售占比，尽量弥补居民采暖的亏损。火电和热力业务在确保不拖累公司整体业绩的同时，争取为公司发展新能源提供稳定的现金流支持。

➤ **氢能、综合智慧能源的发展支撑想象力。**氢能方面，技术上主要依靠大股东国家电投的氢能公司，应用上深度绑定白城“北方氢谷”，同时借助吉林省汽车产业优势，全面介入区域氢能制储运用全产业链。“十四五”期间积极推动从电力生产商向综合能源服务商转变，2021 年加速布局综合智慧能源项目。

➤ **盈利预测。**预计公司 2021-2023 年营收为 127.14/139.27/143.04 亿元，归母净利为 10.06/11.78/14.20 亿元，以最新股本 27.9 亿股计算，对应 EPS 为 0.36/0.42/0.51 元。公司 2021 年 7 月 7 日收盘价为 5.43 元，对应 2021-2023 年 PE 为 14.94/12.90/10.60X。考虑到公司“十四五”期间的风光装机增速，同时公司基本面各项指标逐年向好，结合与可比公司的对比，给予公司 2021 年 15-18 倍 PE，对应目标价 5.4-6.48 元，维持对公司的“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 新能源装机不及预期；2) 土地成本提升；3) 煤价上涨带来成本压力，进口煤采购受限；4) 工业蒸汽用户拓展不及预期，供暖季延长导致热力业务承压；5) 弃风弃光率提高。

内容目录

1 国家电投控股，业绩逐年向好	4
1.1 装机结构优化，成功转型新能源运营商.....	4
1.2 受益新能源装机增长，基本面逐年改善.....	5
1.3 收现比偏低，应收账款表现好于同行.....	6
2 2025 年目标：装机容量 20GW，新能源占比 85%	7
2.1 全国布局，风光并举.....	7
2.2 2020 年新增风光装机 2.43GW，新能源装机占比已超 60%.....	8
2.3 2021 年计划新增风光装机 3GW，继续维持高增长.....	9
2.4 2025 年新能源累计装机目标 17GW，年均复合增速 24%.....	10
2.5 碳交易市场开启，潜在的 CCER 收益值得期待.....	11
3 火电和热力提质增效，确保不影响公司整体业绩	12
3.1 火电和供热业务毛利率偏低，长期来看将处于盈亏平衡.....	12
3.2 火电结构优化，拓宽燃煤采购渠道.....	13
3.3 拓展工业蒸汽业务，弥补居民采暖亏损.....	15
4 加速“二次转型”，发展综合智慧能源和氢能	16
4.1 立足东北，借力吉林“陆上风光三峡”.....	16
4.2 联合国家电投氢能公司，立足“北方氢谷”打造氢能产业链.....	17
4.3 积极转型综合能源服务商，加速布局综合智慧能源项目.....	17
5 估值与盈利预测	18
6 风险提示	19

图表目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：2016-2020 年公司风电、光伏和火电装机情况（GW）.....	4
图 3：2016-2020 年公司风电、光伏和火电发电量情况（亿 kwh）.....	4
图 4：2016-2020 年公司营业收入及增长率（亿元）.....	5
图 5：2016-2020 年公司归母净利润及增长率（亿元）.....	5
图 6：2016-2020 年公司毛利率和净利率（%）.....	5
图 7：A 股主要新能源运营商毛利率比较（%）.....	6
图 8：新能源运营商收现比（%）.....	6
图 9：新能源运营商应收账款占营收比例（%）.....	7
图 10：新能源运营商应收账款周转率.....	7
图 11：2016-2019 年公司六大地区装机容量（万千瓦）.....	8
图 12：2019 年公司六大地区装机容量占比.....	8
图 13：2016-2020 年公司新能源装机容量及同比（GW，%）.....	8
图 14：2016-2020 年公司装机结构（%）.....	8
图 15：2020 年 A 股和港股主要新能源上市公司新增装机情况，MW.....	9
图 16：2015-2020 年公司风电和光伏新增装机，GW.....	9
图 17：公司新能源装机占比逐年提升，GW，%.....	9
图 18：2015-2025 年公司风电和光伏新增装机情况（GW）.....	10
图 19：2015-2025 年公司累积装机情况（GW）.....	10
图 20：2015-2025 年公司发电量（亿 kwh）.....	11

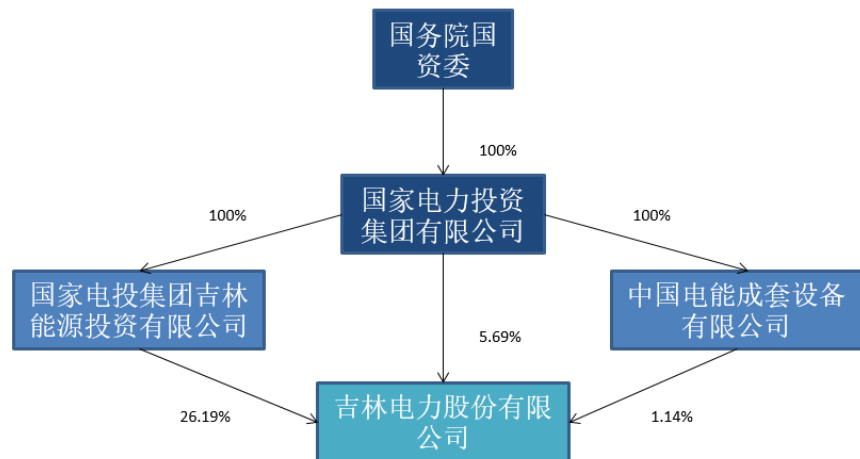
图 21: 2016-2020 年火电发电量及同比 (亿 kWh)	12
图 22: 2016-2020 年供热量及同比 (万吉焦)	12
图 23: 2015-2020 年吉电股份火电利用小时	12
图 24: 蒙东煤价指数和全国煤价指数	12
图 25: 2016-2020 公司火电业务表现, 亿元, %	13
图 26: 2016-2020 公司热力业务表现, 亿元, %	13
图 27: 火电装机及占比 (GW, %)	14
图 28: 电力业务燃料费用 (亿元, 亿 kwh, %, 元/kwh)	15
图 29: 热力业务毛利率和工业蒸汽量占比, %	15
图 30: 2016-2020 公司热力燃料费用及占比 (亿元, %)	16
图 31: 2016-2020 公司供热量及单位供热成本 (万吉焦, 元/吉焦)	16
图 32: 吉电股份氢能发展情况	17
表 1: 2021 年非公开发行募投项目 (亿元)	10
表 2: CCER 交易对公司归母净利润的影响	11
表 3: 2019 年公司燃煤采购前五供应商	13
表 4: 公司火电装机情况, 万 kw	14
表 5: 公司“十四五”发展战略纲要	18
表 6: 公司 2021 年至今披露的成立综合智慧能源公司情况	18
表 7: A 股新能源运营商业绩和估值比较	19

1 国家电投控股，业绩逐年向好

1.1 装机结构优化，成功转型新能源运营商

吉电股份是国家电力投资集团有限公司在东北区域唯一以电力、热力投资和生产运营为主业的上市公司，主要业务涉及火电、供热、新能源及综合智慧能源、生物质能、氢能、储能、电站服务等领域。2021年3月，公司完成非公开发行股票，发行完成后国家电投集团吉林能源投资有限公司的持股比例增至26.19%，公司实控人仍为国家电投。

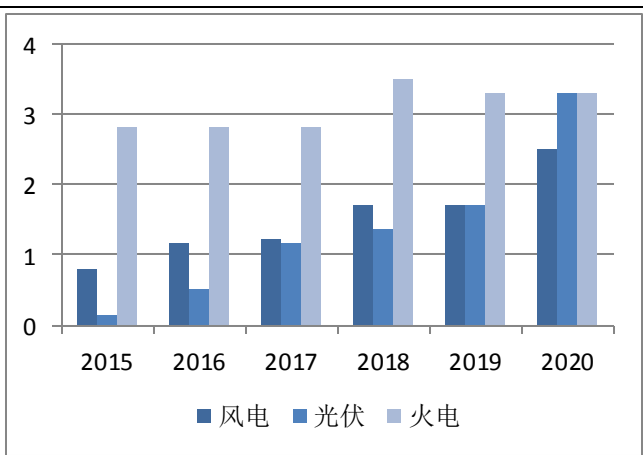
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，财信证券

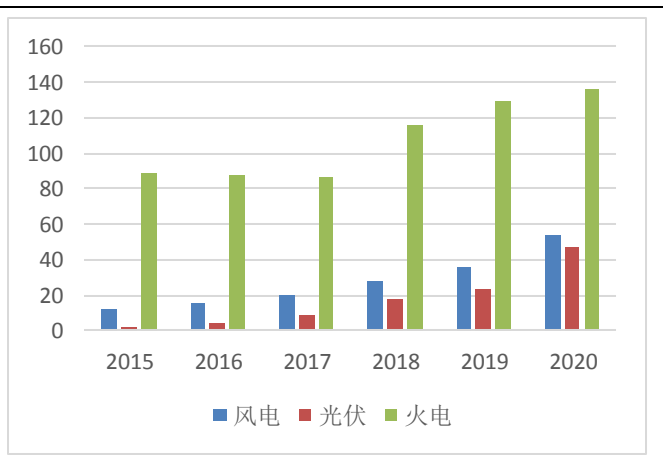
装机结构结构优化，成功转型新能源运营商。截至2020年末，公司装机容量912.96万千瓦，其中火电330万千瓦、风电252.05万千瓦、光伏330.91万千瓦，新能源占比63.85%，从装机结构来看公司已经成功转型为新能源运营商。2020年公司新增装机242.81万千瓦，全部为新能源装机。2020年完成发电量209.93亿千瓦时，同比增长10%，其中新能源发电量73.52亿千瓦时，同比增长20.05%；供热量3,264.12万吉焦，同比增长12.39%。

图 2：2016-2020 年公司风电、光伏和火电装机情况 (GW)



资料来源：公司公告，财信证券

图 3：2016-2020 年公司风电、光伏和火电发电量情况 (亿 kwh)

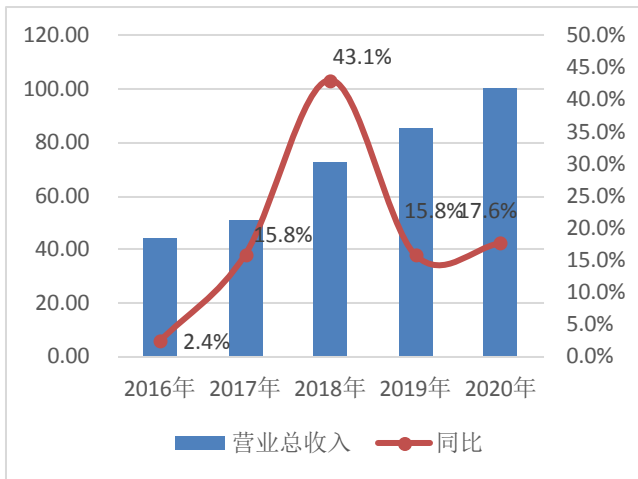


资料来源：公司公告，财信证券

1.2 受益新能源装机增长，基本面逐年改善

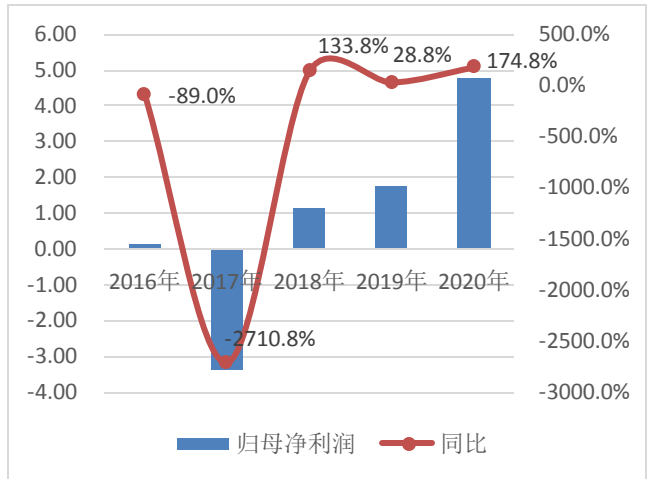
随着火电装机结构的优化和新能源装机的快速增长，公司基本面逐渐改善。公司近几年的营收保持稳定增长，但归母净利润波动较大，2017年归母净利润亏损3.4亿元，主要是这一时期公司仍以火电装机为主，而火电和热力业务受到蒙东地区燃煤价格持续上涨的影响所致。2020年，在置出通化和白城热电后，公司燃料费用占比下降，叠加风电和光伏的大规模抢装，带动公司归母净利润达到了历史新高的4.78亿元。

图 4：2016-2020 年公司营业收入及增长率（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

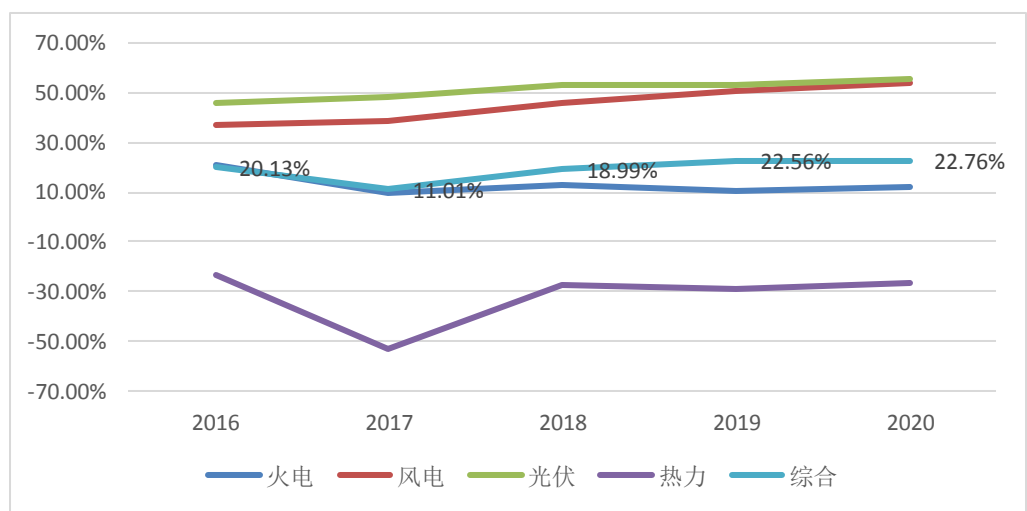
图 5：2016-2020 年公司归母净利润及增长率（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

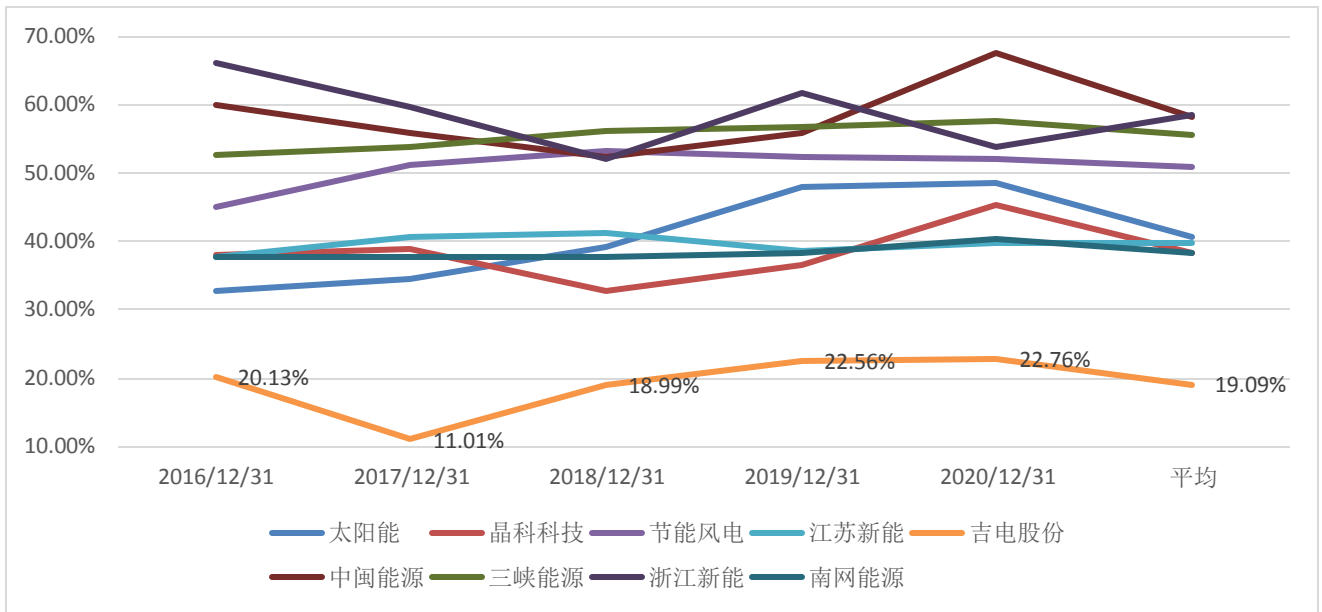
公司风电和光伏业务毛利率逐年向好，从2016年的36.99%和46.08%提升至2020年的53.59%和55.16%；火电业务近四年的毛利率基本上维持在10%左右，热力业务毛利率长期为负，尤其在2017年为-53%。公司虽然已经转型为新能源运营商，但受火电和热力业务的拖累，与其他新能源运营商相比，公司综合毛利率明显偏低。

图 6：2016-2020 年公司毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

图 7：A 股主要新能源运营商毛利率比较（%）

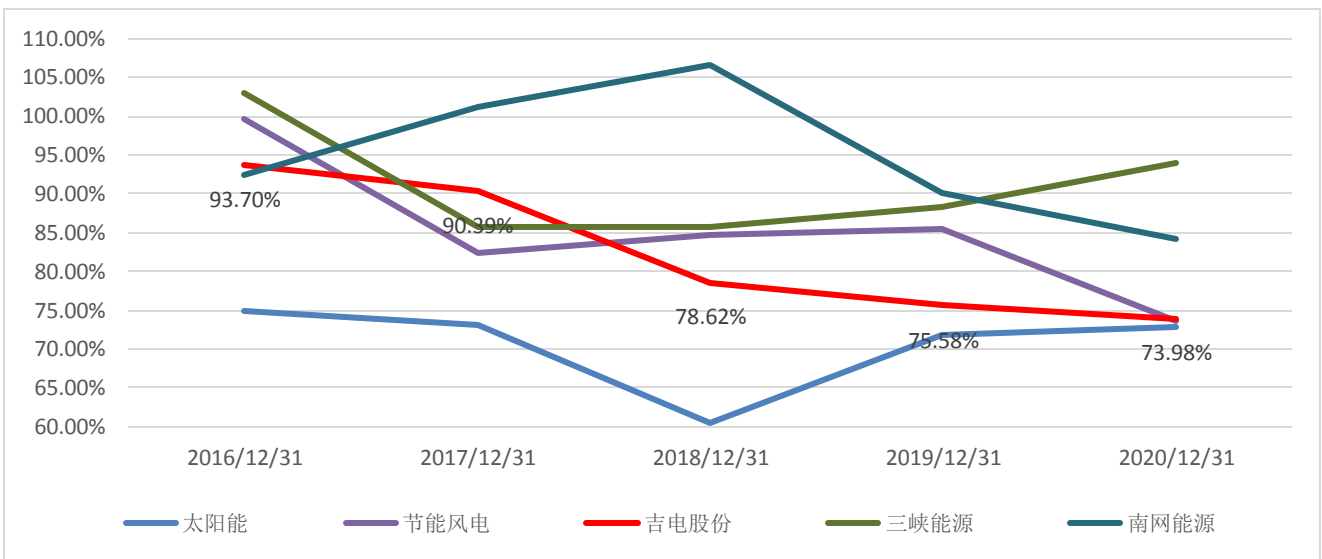


资料来源：公司公告，wind，财信证券

1.3 收现比偏低，应收账款表现好于同行

公司收现比逐年下降。补贴欠款是长期困扰新能源运营商健康发展的行业性问题，并严重影响企业的现金流，随着新能源装机规模的扩大，公司的收现比逐年降低，从 2016 年的 93.7% 降至 2020 年的 74%。

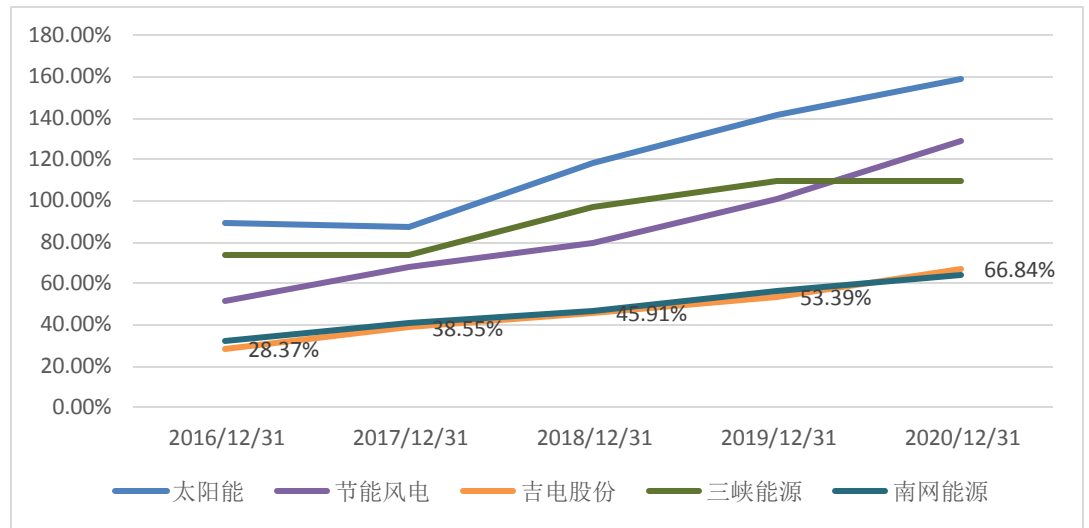
图 8：新能源运营商收现比（%）



资料来源：公司公告，wind，财信证券

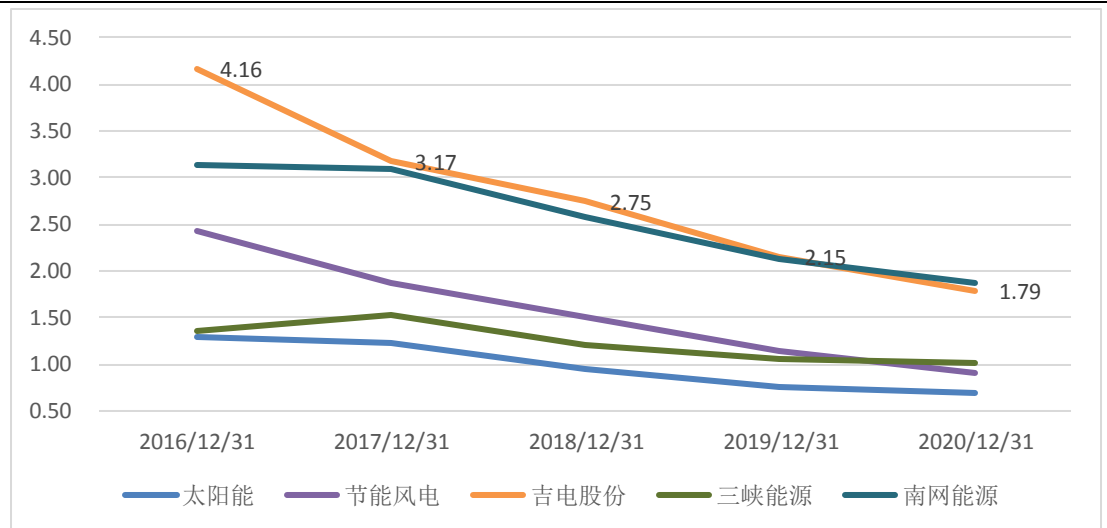
对比同类新能源运营商，公司的应收账款占营收比例较低，应收账款周转率较高。受装机规模的逐年提升，公司应收账款不断增加，在营收的占比从 2016 年的 28.37% 提升至 2020 年的 66.84%，应收账款周转率从 4.16 降至 1.79，与同类新能源运营商相比，公司在应收账款方面的表现相对较好。

图 9：新能源运营商应收账款占营收比例（%）



资料来源：公司公告，wind，财信证券

图 10：新能源运营商应收账款周转率



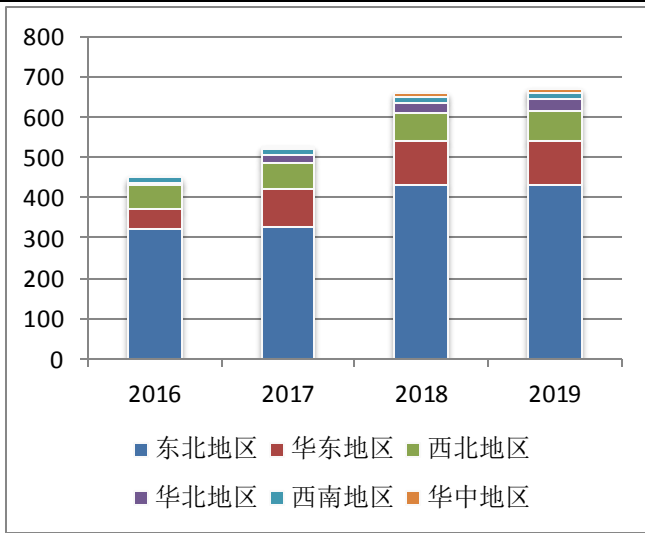
资料来源：公司公告，wind，财信证券

2 2025 年目标：装机容量 20GW，新能源占比 85%

2.1 全国布局，风光并举

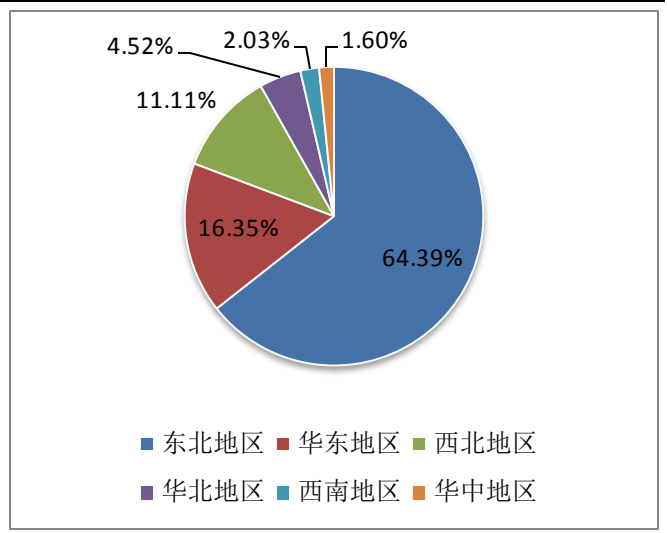
公司在立足吉林省的同时，实施“走出去”发展战略，积极开拓省外市场。凭借新能源业务持续扩张，公司先后布局吉林、甘肃、青海、安徽、江西、北京、云南、河北、河南、上海等 20 个省市，已建立五个新能源平台公司和三个新能源生产运营中心，在区域内形成了较强的生产运营和项目开发能力。

图 11: 2016-2019 年公司六大地区装机容量 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 财信证券

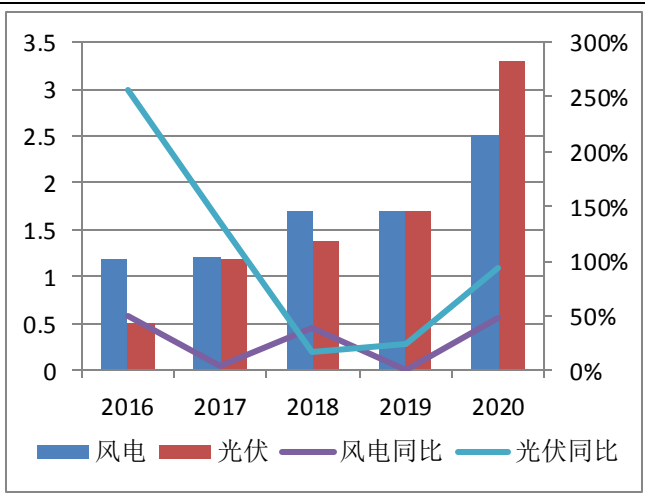
图 12: 2019 年公司六大地区装机容量占比



资料来源: 公司公告, 财信证券

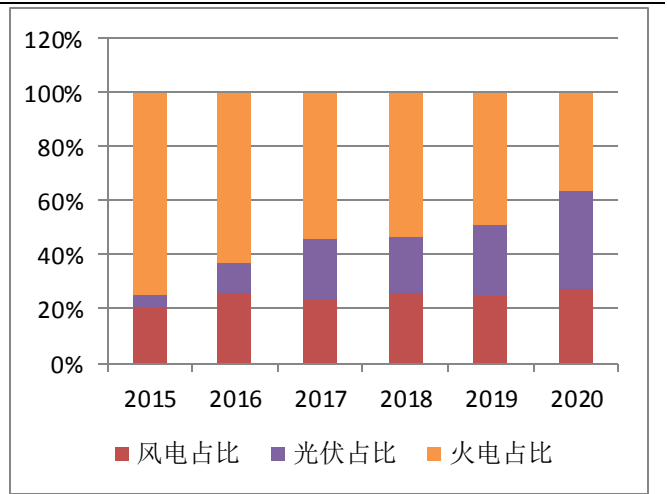
双管齐下, 风光协调发展。公司自 2012 年开始发展新能源以来, 坚持风光并举的思路, 同步开发风电和光伏项目, 虽然在不同年份中的开发侧重点有所不同, 但整体上保持了风电和光伏的同步开发进度。截止 2020 年, 公司风电和光伏装机分别为 2.52 和 3.31GW, 装机占比分别为 27.63% 和 36.18%。

图 13: 2016-2020 公司新能源装机容量及同比 (GW, %)



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 14: 2016-2020 公司装机结构 (%)

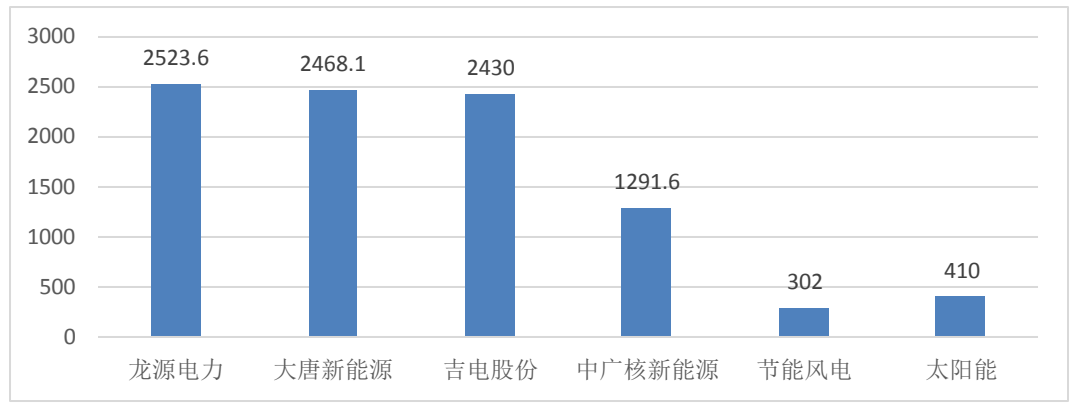


资料来源: 公司公告, 财信证券

2.2 2020 年新增风光装机 2.43GW, 新能源装机占比已超 60%

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。与 2019 年公司风电新增装机 0GW、光伏新增装机 0.33GW、风电和光伏共计新增装机 0.33GW 相比, 2020 年的风电和光伏新增装机规模约为 2019 年的 7.5 倍。对比市场上的其他新能源运营商来看, 公司 2020 年装机规模与龙源电力和大唐新能源处于市场上的第一梯队, 远超其他公司, 彰显了公司丰富的项目储备资源和强大的电站运营能力。

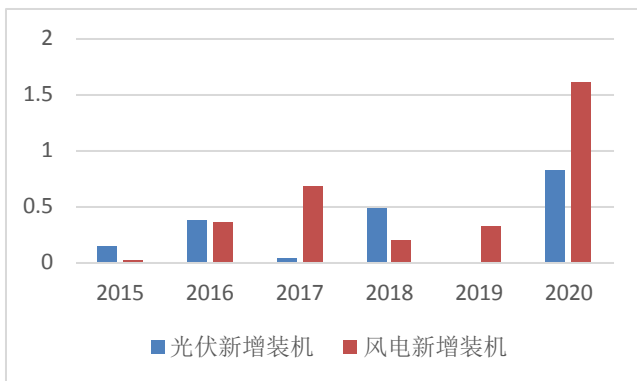
图 15：2020 年 A 股和港股主要新能源上市公司新增装机情况，MW



资料来源：公司公告，wind，财信证券

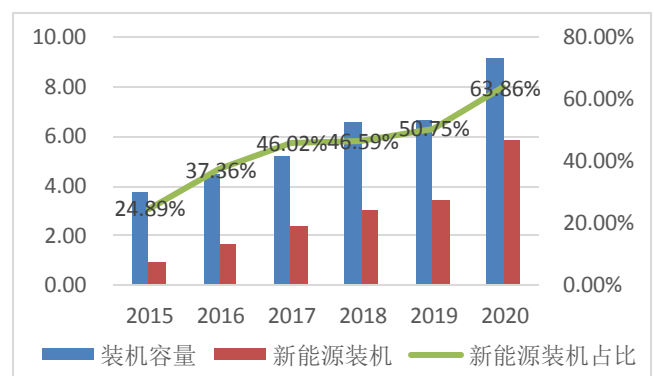
公司新能源装机占比超 60%。2016 年，公司风光累计装机占比仅为 37.36%，2019 年达到 50.75%，2020 年公司总装机容量 9.12GW，其中风电 2.52GW，光伏 3.3GW，风光累计装机占比进一步提升至 63.85%，公司成功转型成为新能源发电为主的上市公司。

图 16：2015-2020 年公司风电和光伏新增装机，GW



资料来源：公司公告，财信证券

图 17：公司新能源装机占比逐年提升，GW，%



资料来源：公司公告，财信证券

2.3 2021 年计划新增风光装机 3GW，继续维持高增长

2021 年，公司计划风光新增装机目标 3GW。截至 2021 年 6 月末，公司新能源装机总容量达 620.9 万千瓦，较上年同期新增装机 198.68 万千瓦，增长超 40%，新能源装机占总装机比重达 65.30%。与 2020 年年末新能源装机规模 583 万千瓦相比，2021 年上半年新增新能源装机仅 40 万 kw，公司大部分的装机投产集中在下半年，与去年一样存在装机的翘尾效应。虽然上半年光伏产业链上游硅料轮番涨价带动硅片、电池片和组件的涨价，但公司今年的装机进度和目标并未受到影响，一方面是今年的在建项目，采购价格在此番涨价前已经提前锁定，另一方面国家电投的集中招标采购确保了以采购量来换取价格的稳定。

募投项目一季度顺利投产。公司在 2020 年 6 月公告了非公开发行股票计划，并于 2020 年 10 月获得证监会核准，募集资金不超过 30 亿元，最终成功募集资金总额 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，分别位于安徽、陕西、青海、江西、广西和山东，已于 2021 年一季度全部投产。

表 1：2021 年非公开发行募投项目（亿元）

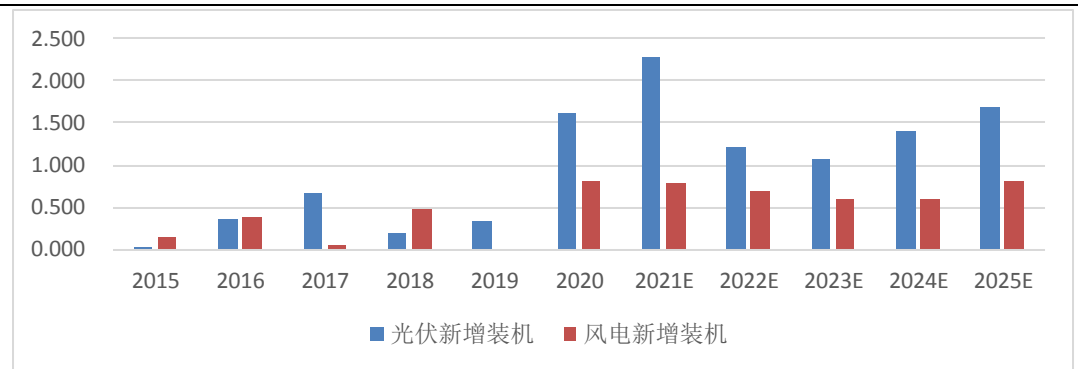
项目名称	项目投资总金额	自筹资金投入金额	拟投入募集资金(拟置换金额)
安徽宿松九成风电项目（100MW）	8.16	3.77	3.10
延安宝塔蟠龙风电项目（100MW）	7.98	2.91	2.91
青海乌兰风电项目（50MW）	3.98	1.47	0.84
江西兴国风电场项目（278MW）	23.78	4.61	0.70
广西崇左响水平价光伏项目（150MW）	6.00	5.56	3.55
山东寿光恒远平价光伏项目（200MW）	9.63	6.07	4.58
合计	59.53	24.39	15.69

资料来源：公司公告，财信证券

2.4 2025 年新能源累计装机目标 17GW，年均复合增速 24%

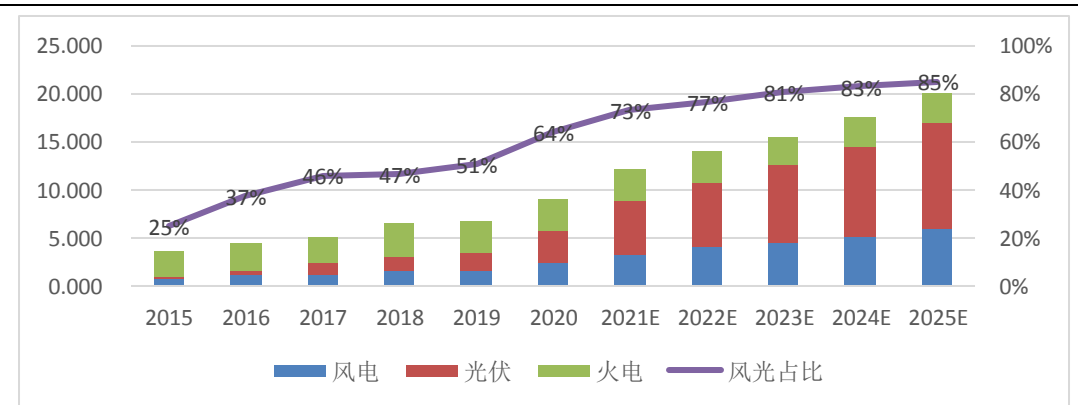
2025 年新能源累计装机规模 17GW，“十四五”年均复合增速 24%。公司最新修订的 2025 年累计装机目标维持 20GW 不变，但新能源装机占比从 90% 下调至 85%，我们判断一方面可能与近期光伏产业链上游涨价的影响有关，另一方面与国家电投的总体规划有关。“十四五”期间公司新能源装机的年均复合增速为 24%，虽然与“十三五”期间的 28% 相比有所放缓，但考虑到公司新能源装机规模的逐步扩大，我们认为这一增速仍然能够支撑公司“十四五”期间的快速发展。

图 18：2015-2025 年公司风电和光伏新增装机情况（GW）



资料来源：公司公告，财信证券

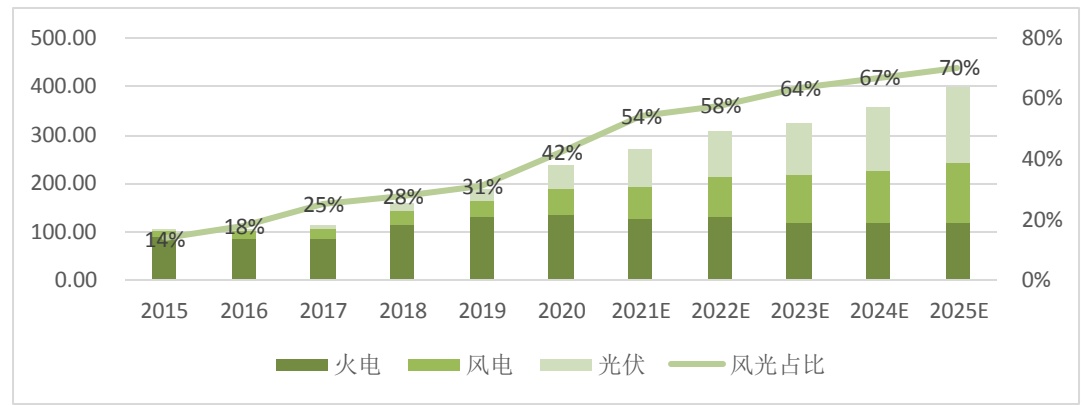
图 19：2015-2025 年公司累积装机情况（GW）



资料来源：公司公告，财信证券

预计 2025 年新能源发电量达 280 亿 kwh。受大规模抢装的刺激，公司 2020 年的风电和光伏发电量分别实现 53.95 和 46.81 亿 kwh，较 2019 年的 35.39 和 23.61 亿 kwh 分别大增 52.44% 和 98.28%，2020 年公司新能源发电量占比已经增至 42.48%，较 2019 年大幅提升 10 个百分点。预计公司在 2025 年新能源累计装机规模达到 17GW 时，新能源发电量有望达到 280 亿 kwh，占公司全部发电量的 70%。

图 20：2015-2025 年公司发电量（亿 kwh）



资料来源：公司公告，财信证券

2.5 碳交易市场开启，潜在的 CCER 收益值得期待

公司已经设立负责国内、国际碳交易管理的团队，目前火电板块的碳排放配额有一定的余量，但碳排放余量情况正由吉林省环保厅开展核查；此外，公司新能源板块的核证碳减排正由国家电投统一安排第三方机构推进，我们以公司 2021-2025 年的风光预测发电量为基础，测算了 CCER 对公司归母净利润的影响。在配额均价 20 元/吨、参与交易的二氧化碳当量比例 10% 的条件下，2021 年 CCER 收益占归母净利润的比例接近 3%；在配额均价 30 元/吨、参与交易的二氧化碳当量比例 20% 的条件下，2025 年 CCER 收益占归母净利润的比例接近 11%。当然，由于前期的碳排放权配额以免费分配为主，且仅限于碳排放权配额的交易，因此 CCER 暂时不会为公司带来明显的收益；且 6 月份启动的全国性碳交易市场仅涵盖电力行业，如钢铁、有色和运输等其他碳排放量较大的企业被陆续纳入碳交易市场，需求端的增加叠加免费配额的逐年递减，以及 CCER 有望作为新的交易品种纳入交易市场，预计潜在的 CCER 收益将逐步成为公司新的盈利增长点。

表 2：CCER 交易对公司归母净利润的影响

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
风光发电量（亿千瓦时）	149	181	209	242	283
度电对应二氧化碳（千克）	0.997	0.997	0.997	0.997	0.997
折算二氧化碳当量（万吨）	1486.45	1806.04	2082.70	2408.82	2817.21
参与交易的二氧化碳当量比例（%）	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%	20.00%
配额均价（元/吨）	20.00	25.00	25.00	30.00	30.00
CCER 收益（亿元）	0.30	0.68	0.78	1.45	1.69
归母净利润（亿元）	10.14	11.74	14.29	14.33	15.45
CCER 收益占归母净利润比例（%）	2.93%	5.77%	5.46%	10.08%	10.94%

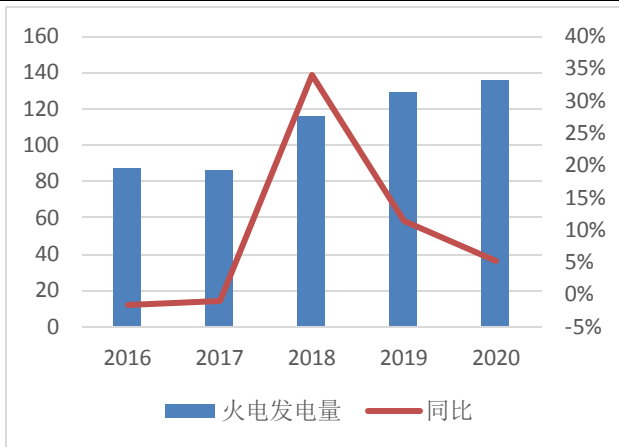
资料来源：公司公告，wind，财信证券

3 火电和热力提质增效，确保不影响公司整体业绩

3.1 火电和供热业务毛利率偏低，长期来看将处于盈亏平衡

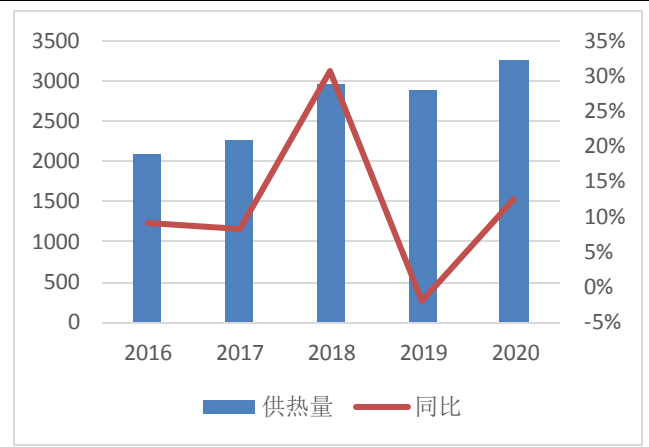
依托公司的热电联产机组，公司开展火力发电业务和供热业务。从过去几年的表现情况来看，公司火电发电量在经过了2016-2017年的逐步降低后在2018年开始稳步增长，2020年实现火电发电量136.41亿kwh，同比增长5.26%；供热量与火电发电量的变化趋势基本保持一致，2020年实现供热量3264.12万吉焦，同比增长12.61%。

图 21：2016-2020 年火电发电量及同比（亿 kWh）



资料来源：公司公告，财信证券

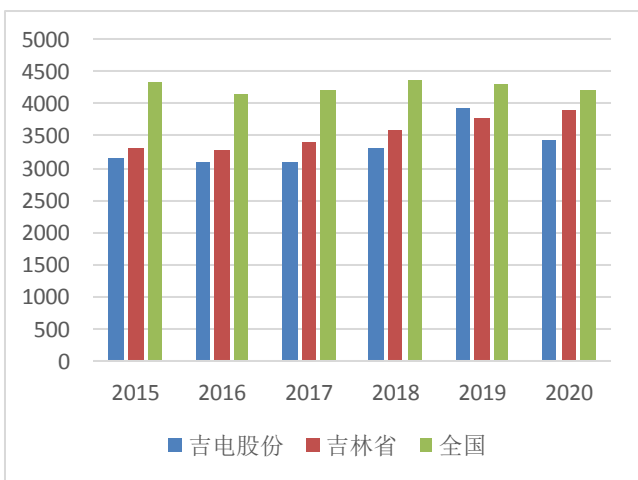
图 22：2016-2020 年供热量及同比（万吉焦）



资料来源：公司公告，财信证券

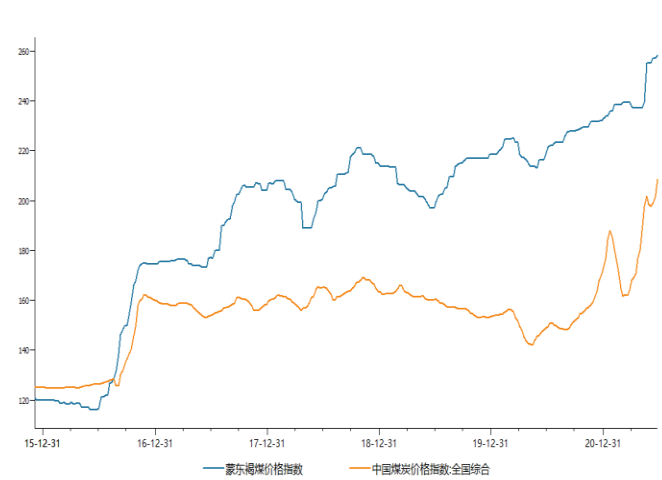
火电利用小时偏低，蒙东煤价持续攀升带来成本压力。吉林省经济增速趋缓导致火电利用小时长期低于全国平均水平，而吉电股份火电利用小时又低于全省平均水平，机组利用小时偏低导致火电营收增长缓慢。煤价方面，公司以采购蒙东煤为主，2019年燃煤煤供应商前五名的采购额15亿元，约占公司全部燃料采购成本的48%。2020年在全国煤价下降的情况下，蒙东煤价仍然持续上涨，给公司燃煤成本造成了较大压力。

图 23：2015-2020 年吉电股份火电利用小时



资料来源：公司公告，wind，财信证券

图 24：蒙东煤价指数和全国煤价指数



资料来源：公司公告，wind，财信证券

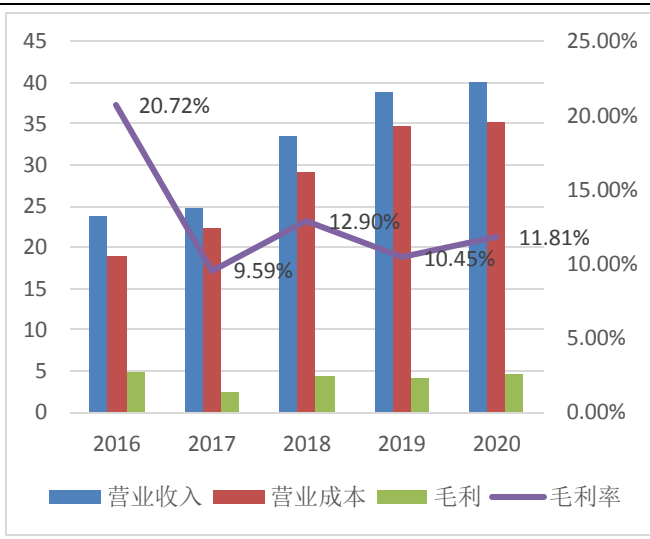
表 3：2019 年公司燃煤采购前五供应商

序号	供应商名称	采购额 (亿元)	占年度采购总额比例
1	内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司	8.17	25.26%
2	内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司	2.97	9.18%
3	阜新白音华煤炭销售有限公司	1.81	5.61%
4	神华销售集团东北能源贸易有限公司	1.69	5.21%
5	内蒙古烨熠煤炭销售有限公司	0.68	2.09%
合计	--	15.32	47.35%

资料来源：公司公告，财信证券

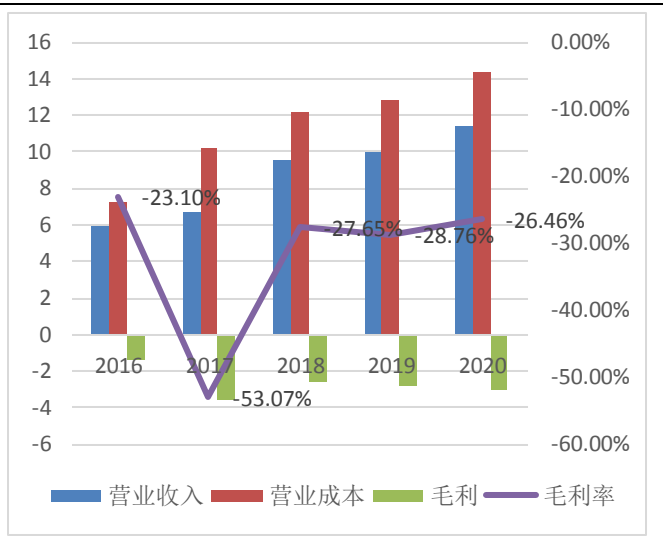
受利用小时偏低和煤价高企的影响，公司火电业务的毛利率从 2016 年的 20.72% 下滑至 2020 年的 11.81%，最近三年的均值接近 12%，而热力业务的毛利率则长期为负，最近三年的均值为 -27.62%，严重拖累了公司的整体业绩。

图 25：2016-2020 公司火电业务表现，亿元，%



资料来源：公司公告，财信证券

图 26：2016-2020 公司热力业务表现，亿元，%



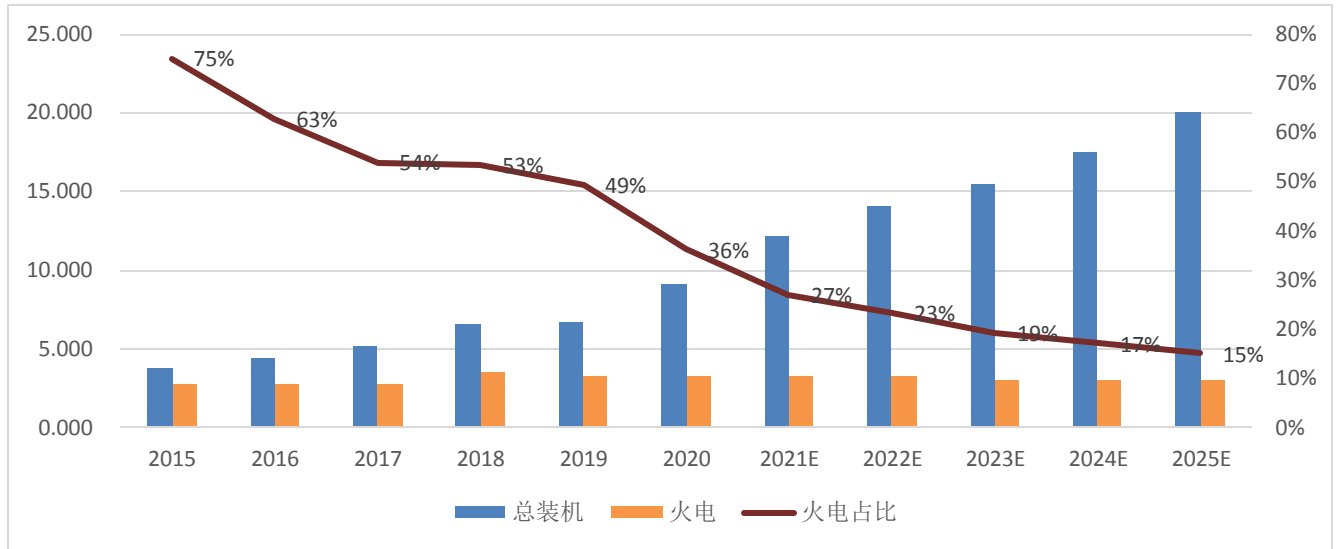
资料来源：公司公告，财信证券

上半年火电和热力业务盈利较好。公司 2021 年上半年火电和热力业务盈利情况较好，预计占上半年公司归母净利润的 30%-40%，但主要是季节因素造成，吉林省的采暖供热季集中在 10 月份到来年的 4 月份，期间采暖供热量和发电量均维持高位，火电和热力板块的盈利状况向好，而三季度为火电机组的集中检修，供热和发电量减少，检修成本开支较大。长期起来看，火电和热力业务基本处于盈亏平衡的状态。公司 2020 年火电和热力业务的营收约 51 亿，净利润约 0.2 亿元，净利率仅为 0.4%；从公司过去十年的业绩表现来看，2011-2016 年公司新能源装机较少，火电和热力业务在营收中占比较大，2011、2013 和 2016 年公司的净利率为 0.79%、0.50% 和 0.61%，且 2011-2016 年公司的平均净利率为 -0.69%。我们判断，公司未来的火电和热力业务基本上也将处于盈亏平衡的状态，在煤价走低、采暖供热季较长、工业蒸汽用户占比增加等情况下可能会略有盈利，在煤价走高、采暖供热季较短、工业蒸汽用户占比下降等情况下可能会略有亏损。但随着公司新能源业务的快速发展，预计火电和热力业务对公司整体业绩的影响也将进一步降低。

3.2 火电结构优化，拓宽燃煤采购渠道

装机结构未来进一步优化的空间有限。2019年，公司剥离了通化和白城的部分亏损火电资产，装机规模降至3.3GW，2020年火电装机规模维持不变，占比从2015年的75.11%下降至36.14%。按照公司2025年火电装机占比15%、装机规模3GW的目标，未来火电装机结构的优化空间有限，在后续的预测中，我们假设公司在2023年置出30万kw装机后，火电装机规模稳定在3GW。

图 27：火电装机及占比（GW，%）



资料来源：公司公告，财信证券

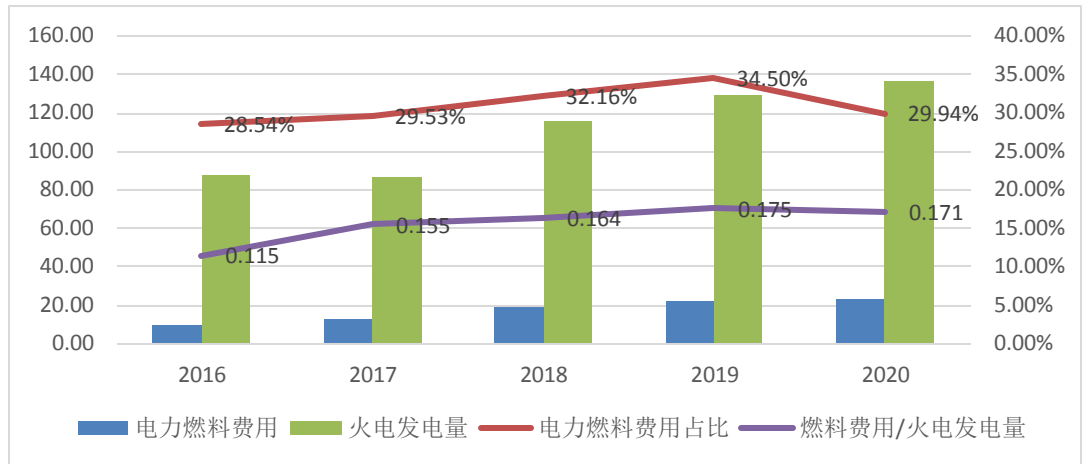
表 4：公司火电装机情况，万 kw

	装机容量
吉林电力股份有限公司二道江发电公司	20
吉林电力股份有限公司白城发电公司	132
吉林电力股份有限公司松花江第一热电分公司	35
吉林电力股份有限公司四平第一热电公司	35
吉林松花江热电有限公司	38
吉林电力股份有限公司长春热电分公司	70
合计	330

资料来源：公司公告，财信证券

拓宽燃煤采购渠道，平抑燃煤价格上涨。公司火电燃料费用占营业成本的比例在2016到2019年逐年攀升，2019年达到34.50%。2020年，公司通过扩大地方煤和进口煤的采购有效的平抑了蒙东煤价上涨带来的成本压力，燃料成本在吉林省火电企业保持了区域最优；同时，在置出了通化、白山热电后，公司2020年的燃料成本占比也相应下降，2020年回落至29.94%。公司度电燃料费用从2016年的0.115元/kwh增至2019年的0.175元/kwh，后又回落至2020年的0.171元/kwh，多渠道采购燃煤一定程度上平抑了蒙东煤价上涨带来的成本压力。

图 28：电力业务燃料费用（亿元，亿 kwh，%，元/kwh）

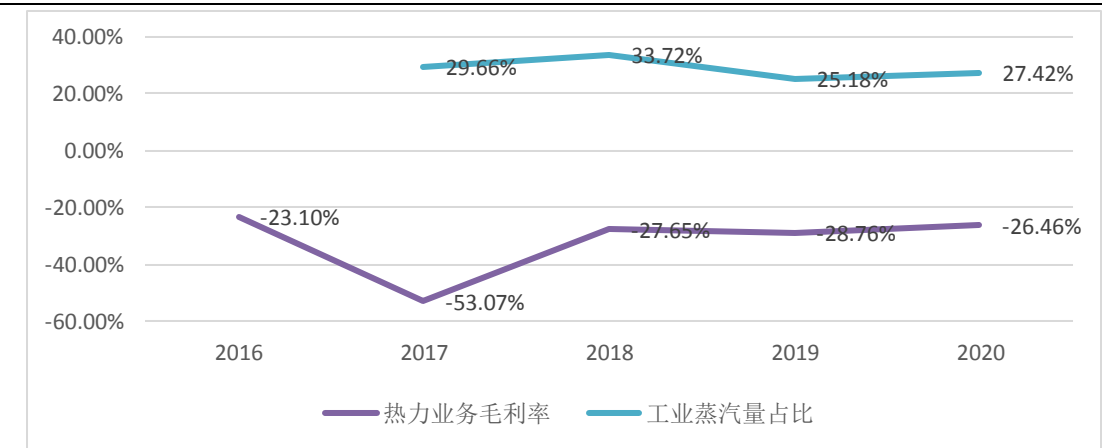


资料来源：公司公告，财信证券

3.3 拓展工业蒸汽业务，弥补居民采暖亏损

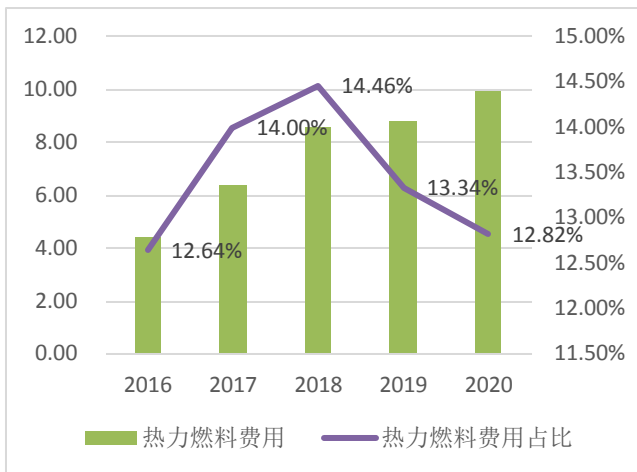
公司的热力销售业务分为民用供热和工业供热销售，热力业务毛利率水平长期为负的主要原因是公司作为东北区域重要的供热企业，肩负着保障民生的社会责任，而居民采暖供热价格较低、不能及时调整。工业蒸汽业务方面，由于采用市场化定价，毛利率高于居民采暖供热业务毛利率，2018 年公司供热业务毛利率较 2017 年大幅改善的主要原因就是因为公司的工业蒸汽业务比重显著提升所致，其中公司工业蒸汽业务收入占整体热力业务收入比重从 2017 年的 38% 提升至 2018 年的 52%。2020 年末，公司全年供热量 3,264.12 万吉焦，其中工业蒸汽量 895 万吉焦，占比 27.42%，居省内四大发电企业首位。

图 29：热力业务毛利率和工业蒸汽量占比，%



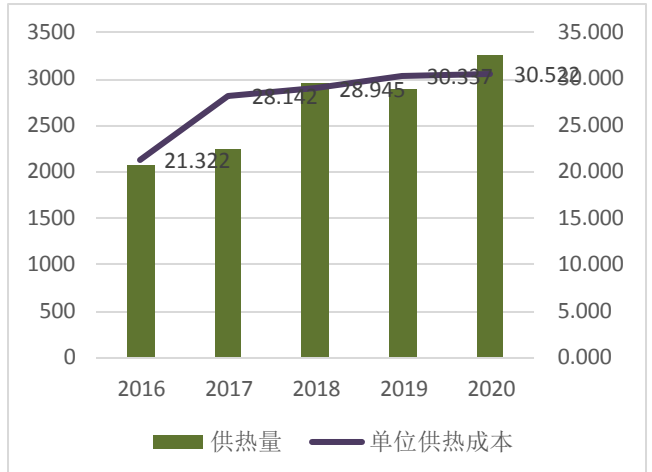
资料来源：公司公告，财信证券

图 30: 2016-2020 公司热力燃料费用及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 31: 2016-2020 公司供热量及单位供热成本 (万吉焦, 元/吉焦)



资料来源: 公司公告, 财信证券

2021 年 6 月份, 公司获得长春汽车经济技术开发区授予的“奥迪 PPE 项目及周边区域供热特许经营权”, 供热范围包括奥迪 PPE 项目 3.5 平方公里及周边近 20 平方公里, 预计 2000 万平方米规划供热面积。该公司拟利用区域规划调峰锅炉房地址建设大型生物质区域能源站项目, 近期将主要为奥迪 PPE 项目、地通白车身、富奥轻量化等重大配套项目供热并供应工业蒸汽。我们预计这一项目投产后, 可有效增加公司工业蒸汽业务的占比, 改善公司热力业务的盈利情况。

4 加速“二次转型”, 发展综合智慧能源和氢能

4.1 立足东北, 借力吉林“陆上风光三峡”

2021 年 1 月 25 日, 吉林省政府工作报告中强调, 吉林省将启动吉林“陆上三峡”工程, 开发建设白城、松原两个新能源产业示范园区。白城市是东北地区风能资源最具开发潜力的地区, 平均发电小时数 7000 小时以上, 等效发电小时数 3000 多小时。全市未来可开发风电面积 5060 平方公里, 按现行技术标准, 可开发装机容量 1600 万千瓦。截至 2020 年末, 全市风电装机 394 万千瓦, 占全省 68%。光伏方面。年均日照小时数 2919.4 小时, 光热条件优于全省其他地区。根据资源分布和各区域可利用土地面积估算, 白城市未来可开发光电面积 2613 平方公里, 按现行技术标准, 可开发装机容量 1379 万千瓦。截至 2020 年末, 全市光伏装机 186 万千瓦, 占全省 55%。

公司作为吉林省内能源企业, 在白城发展风光新能源既有本地优势, 也有先发优势:

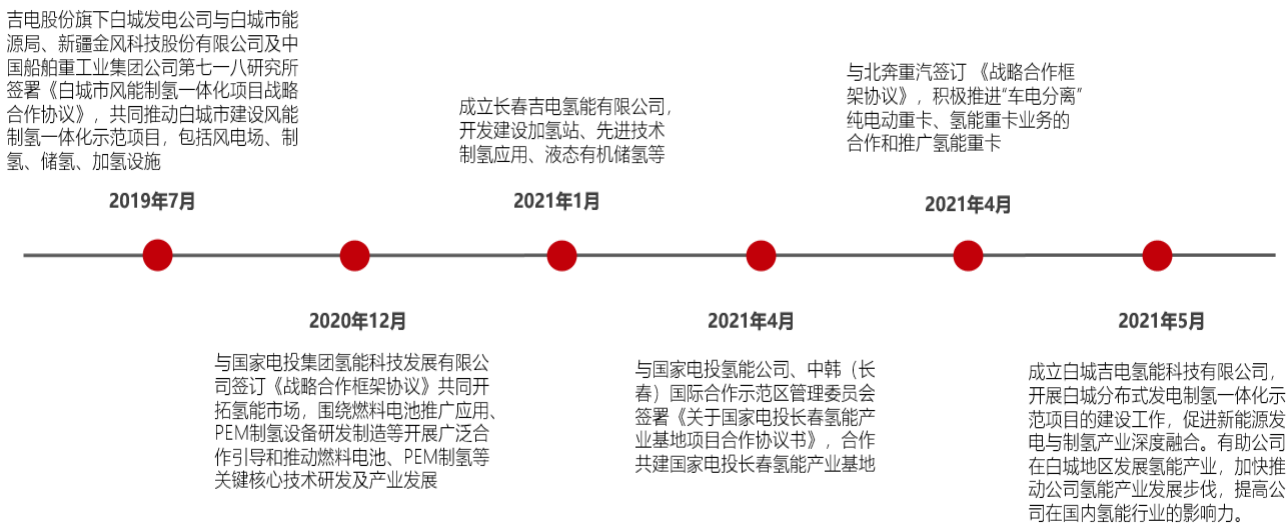
- 1) 吉电股份在白城拥有 132 万 kw 火电装机, 便于配合后续的风光大规模装机, 实现风光火的组合发电;
- 2) 公司拟与白城能投、白城建设、和远景能源合资成立白城绿电园区配售电有限公司, 负责白城绿电产业示范园区配套电源、增量配电网项目开发、投资、建设及运营工作, 同时解决风光新能源的消纳;
- 3) 与白城地方政府合作, 深度开展新能源制氢合作。2019 年 7 月, 吉电股份与白城市能源局正式签订白城市风能制氢一体化项目。2021 年 5 月, 吉电股份成立白城吉电氢能科技有限公司, 开展白城分布式发电制氢

一体化示范项目的建设，促进新能源发电与制氢产业深度融合。

4.2 联合国家电投氢能公司，立足“北方氢谷”打造氢能产业链

吉电股份在氢能方面的布局较早，技术上主要依靠国家电投的氢能公司，应用上深度绑定白城“北方氢谷”，同时借助吉林省汽车产业优势，全面介入区域氢能制储运用全产业链，包括风光制氢、加氢站和重卡用氢等。2019年，公司旗下的白城发电公司与白城市能源局签订白城市风能制氢一体化项目；2020年12月，公司与国家电投集团氢能科技发展有限公司签订《战略合作框架协议》，共同开拓氢能市场；2021年1月，公司成立长春吉电氢能有限公司，开始布局加氢站的投资建设及运营、氢气制取、氢气采购及销售等；2021年4月，公司与国家电投氢能公司和中韩（长春）合作示范区管委会签订合作协议，共同推动国家电投长春氢能产业基地，基地规划打造为PEM制氢关键装备研发创新、示范应用、高端装备制造一体化的产业集聚区。项目规划投资约100亿元，建设年产40GW的PEM制氢高端装备研发与制造一体化基地，项目总体分三期建设，其中一、二期项目合计投资约50亿元（含研发投入）。2021年5月，公司成立白城吉电氢能科技有限公司，开展白城分布式发电制氢工作。

图 32：吉电股份氢能发展情况



资料来源：公司公告，财信证券

4.3 积极转型综合能源服务商，加速布局综合智慧能源项目

公司发展战略明确，积极推动从电力生产商向综合能源服务商转变。“十四五”期间，公司将在积极发展新能源的同时，同步推进向综合能源领域的发展，坚持“清洁低碳、改革创新、效益优先、一流发展”的总发展思路，以先进能源技术创新为驱动，以清洁低碳能源供应为基础，以能源生态系统集成为方向，打造先进能源技术开发商、清洁低碳能源供应商、能源生态系统集成商，围绕持续大力发展新能源、高质量发展综合智慧能源、创新发展氢能产业集群、全面开拓储能充换电业务四个发展方向，建设创新型、智慧型、具有可持续发展能力和较强盈利能力的国内一流清洁能源上市公司。

表 5：公司“十四五”发展战略纲要

发展理念	具体要求
发展目标	建成为世界一流清洁能源企业
三商战略定位	先进能源技术开发商、清洁低碳能源供应商、能源生态系统集成商
四条发展主线	持续大力发展新能源、高质量发展综合智慧能源、创新发展氢能产业集群、协同开拓充换电为主的绿色交通
三大发展平台	优质清洁能源发展平台、综合智慧能源创新平台、能源前沿技术开发应用平台

资料来源：公司公告，财信证券

2021 年加速布局综合智慧能源。2020 年 2 月，公司开始积极拓展综合智慧能源业务，并在多地成立综合智慧能源公司，综合智慧能源产业从无到有发展迅速。进入 2021 年，公司在综合智慧能源的布局明显加快，截止目前已经披露了 12 家综合智慧能源公司成立的公告，其涵盖的业务领域范围包括但不限于供热领域的节能减排，收集做工工质的余热、废热再利用、增量配电网、储能项目开发、汽车充电桩的建设和运营、电热冷汽水氢储等综合智慧能源项目。

表 6：公司 2021 年至今披露的成立综合智慧能源公司情况

序号	公告日期	公司名称	主要业务内容
1	2021/5/20	白城吉电氢能科技有限公司	加氢站、制氢站基础设施建设
2	2021/5/20	四川吉电能源有限公司	成都东部新区综合智慧能源项目
3	2021/5/20	白城绿电园区配售电有限公司	配电网投资建设
4	2021/3/22	吉电能谷智慧能源有限公司	投资、建设发电侧、电网侧、用户侧的储能系统项目
5	2021/3/9	吉电昊姆智慧能原有限公司	开发供热领域的节能减排，包括余热、废热再利用等
6	2021/2/9	内蒙古吉电智慧能原有限公司	负责内蒙古及其周边的新能源项目开发
7	2021/2/9	长春汽开区吉电智慧能源有限公司	开发建设长春汽开区的综合智慧能源项目
8	2021/2/9	敦化市吉电能原有限公司	负责在敦化市开发建设渔光互补“光伏+”项目
9	2021/2/9	吉电大兴智慧能源有限公司	负责北京市大兴区亦庄及周边区域能源开发
10	2021/1/13	吉电莲花山希尔智慧能原有限公司	向莲花山区域客户提供专属的综合智慧能源一体化解决方案
11	2021/1/13	长春吉电氢能有限公司	加氢站投资建设及运营、氢气制取、氢气采购及销售
12	2021/1/13	山东吉电新能源有限公司	统筹山东区域内的新能源、充电桩和氢能运用

资料来源：公司公告，财信证券

5 估值与盈利预测

“3030”碳中和目标下，传统能源企业纷纷开始发力风电和光伏等新能源，比如福能股份等，其他风电和光伏制造业企业也开始涉足下游电站运营，但从市场估值的角度来看，并不具有可比性。因此我们从营收和装机规模的角度考虑，选取了 A 股市场上以风电和光伏发电为主业的新能源运营商作为可比对象，其中南网能源、三峡能源和浙江新能为今年新上市企业，估值暂不具有参考性。截止 2021 年 7 月 7 日，太阳能、节能风电、晶科科技和中润能源等 4 家主要可比公司 2021、2022 和 2023 年的平均 PE 估值分别为 17.64、13.05 和 8.82 倍。

表 7：A 股新能源运营商业绩和估值比较

		2020A,	2021E,	2022E,	2023E,	2021PE	2022PE	2023PE	市值(亿	股价	2021 年涨
		EPS	EPS	EPS	EPS				元)	(元)	跌幅
000591.SZ	太阳能	0.34	0.39	0.50	0.00	15.66	12.38	0.00	186	6.17	-15.13%
601778.SH	晶科科技	0.19	0.24	0.34	0.33	22.30	16.07	16.29	150	5.41	-25.48%
601016.SH	节能风电	0.14	0.16	0.25	0.31	22.64	15.12	12.15	186	3.72	9.50%
600163.SH	中闽能源	0.29	0.48	0.56	0.70	9.97	8.64	6.85	81	4.81	16.18%
000875.SZ	吉电股份	0.22	0.27	0.34	0.43	19.73	15.95	12.39	150	5.36	25.53%
600905.SH	三峡能源	0.18	0.17	0.24	0.29	37.82	26.81	21.98	1,823	6.38	67.02%
600032.SH	浙江新能	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	235	11.32	124.2%
003035.SZ	南网能源	0.13	0.15	0.20	0.20	64.73	50.10	48.51	371	9.80	385.6%
	平均值					17.64	13.05	8.82			

资料来源：wind，财信证券

公司未来几年将迎来高速发展期，行业确定性和公司成长性兼具。我们预计公司 2021-2023 年营收为 127.14/139.27/143.04 亿元，归母净利润为 10.06/11.78/14.20 亿元，以最新股本 27.9 亿股计算，对应 EPS 为 0.36/0.42/0.51 元。公司 2021 年 7 月 7 日收盘价为 5.43 元，对应 2021-2023 年 PE 为 14.94/12.90/10.60X。考虑到：1) “3060” 碳中和目标下，新能源发电已经成为具有高成长性的行业，行业的整体估值在过去一年内相应得到合理提升；2) 公司明确了“十四五”发展战略，新能源累计装机规模计划从 2020 年的 5.83GW 增至 2025 年的 17GW，未来五年新能源装机年均复合增速高达 24%，成长性值得期待；3) 2020 年大规模抢装位居行业第一梯队，充分彰显了公司丰富的项目储备和强大的运营能力；4) 国家电投集团的新能源发展在电力央企集团中处于领先地位，公司背靠国家电投集团，将随集团一起在 2023 年提前实现碳达峰，并且在氢能和综合能源等方面也将受益，公司的长期发展具有想象力；5) 火电和热力板块通过拓宽燃煤采购渠道和拓展工业蒸汽用户，确保不影响公司整体业绩。我们认为公司未来的业绩增长处于行业内领先水平，同时公司基本面各项指标逐年向好，结合与可比公司的对比，给予公司 2021 年 15-18 倍 PE，对应目标价 5.4-6.48 元，继续维持对公司的“推荐”评级。

6 风险提示

1) 风电和光伏产业链涨价，导致新能源装机增长不及预期；2) 市场竞争加剧，土地成本提升；3) 煤价上涨带来成本压力，进口煤采购受限；4) 工业蒸汽用户拓展不及预期，供暖季延长导致热力业务承压；5) 弃风弃光率提高。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	84.54	100.60	127.14	139.27	143.04	成长性					
减:营业成本	65.47	77.70	83.62	90.50	90.17	营业收入增长率	15.8%	19.0%	26.4%	9.5%	2.7%
营业税费	0.80	1.22	1.36	1.50	1.60	营业利润增长率	31.9%	145.3%	190.4%	14.9%	12.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	28.8%	223.8%	110.3%	17.2%	20.5%
管理费用	1.03	0.92	1.44	1.52	1.50	EBITDA 增长率	-40.6%	133.9%	42.6%	7.9%	6.2%
财务费用	13.07	13.27	16.00	17.00	17.50	EBIT 增长率	29.1%	21.4%	93.3%	11.6%	8.8%
资产减值损失	-0.74	-0.27	-0.18	-0.40	-0.28	NOPLAT 增长率	18.5%	37.0%	83.8%	12.3%	9.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.9%	29.0%	-9.4%	9.8%	-16.5%
投资和汇兑收益	-0.22	0.54	0.79	0.37	0.57	净资产增长率	3.2%	5.9%	25.3%	16.5%	16.6%
营业利润	3.61	8.85	25.69	29.53	33.12	利润率					
加:营业外净收支	1.49	0.95	0.98	1.14	1.02	毛利率	22.6%	22.8%	34.2%	35.0%	37.0%
利润总额	5.09	9.80	26.67	30.66	34.14	营业利润率	4.3%	8.8%	20.2%	21.2%	23.2%
减:所得税	1.07	1.81	5.46	6.13	6.71	净利润率	1.7%	4.8%	7.9%	8.5%	9.9%
净利润	1.48	4.78	10.06	11.78	14.20	EBITDA/营业收入	21.8%	42.9%	48.4%	47.7%	49.3%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	21.0%	21.4%	32.8%	33.4%	35.4%
货币资金	8.47	5.01	10.17	11.14	11.44	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,259	1,154	962	828	757
应收帐款	50.50	68.18	55.30	90.70	61.84	流动营业资本周转天数	57	133	72	99	110
应收票据	2.55	4.64	2.27	4.15	3.15	流动资产周转天数	266	288	236	253	257
预付帐款	1.05	1.92	0.31	2.44	0.43	应收帐款周转天数	179	212	175	189	192
存货	0.99	2.90	0.22	3.29	0.50	存货周转天数	4	7	4	5	5
其他流动资产	6.94	7.82	7.87	7.54	7.74	总资产周转天数	1,746	1,759	1,536	1,385	1,309
可供出售金融资产	-	-	1.50	0.50	0.67	投资资本周转天数	1,340	1,411	1,199	1,092	1,021
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.22	7.32	7.32	7.32	7.32	ROE	2.0%	6.1%	10.5%	11.0%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.0%	1.4%	4.0%	4.5%	5.6%
固定资产	295.23	349.46	330.00	310.53	291.07	ROIC	4.6%	5.2%	7.5%	9.2%	9.2%
在建工程	36.34	86.37	86.37	86.37	86.37	费用率					
无形资产	5.19	6.79	6.40	6.02	5.64	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	14.94	20.51	16.54	17.05	17.31	管理费用率	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%
资产总额	422.41	560.90	524.27	547.06	493.48	财务费用率	15.5%	13.2%	12.6%	12.2%	12.2%
短期债务	81.57	95.49	116.14	132.89	147.48	三费/营业收入	16.7%	14.1%	13.7%	13.3%	13.3%
应付帐款	23.31	36.69	39.81	32.54	40.88	偿债能力					
应付票据	-	-	0.94	0.17	0.28	资产负债率	74.7%	79.9%	73.0%	69.9%	61.1%
其他流动负债	21.89	40.50	39.13	31.13	40.36	负债权益比	295.9%	396.5%	270.3%	231.8%	156.8%
长期借款	163.25	226.25	149.63	148.20	31.20	流动比率	0.56	0.52	0.39	0.61	0.37
其他非流动负债	25.68	49.00	37.05	37.24	41.10	速动比率	0.55	0.51	0.39	0.59	0.37
负债总额	315.70	447.93	382.70	382.18	301.29	利息保障倍数	1.36	1.62	2.61	2.74	2.89
少数股东权益	32.59	34.88	45.47	58.01	70.95	分红指标					
股本	21.46	21.46	27.90	27.90	27.90	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	52.66	56.62	68.18	78.96	93.33	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	106.71	112.97	141.56	164.88	192.19	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	4.02	7.99	10.06	11.78	14.20	EPS(元)	0.05	0.17	0.36	0.42	0.51
加:折旧和摊销	1.00	21.89	19.85	19.85	19.85	BVPS(元)	2.66	2.80	3.44	3.83	4.34
资产减值准备	0.74	-0.05	-	-	-	PE(X)	103.37	31.92	15.18	12.95	10.75
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.06	1.95	1.59	1.43	1.26
财务费用	12.94	13.03	16.00	17.00	17.50	P/FCF	-24.01	170.86	-9.64	-13.80	-12.33
投资收益	0.22	-0.54	-0.79	-0.37	-0.57	P/S	1.81	1.52	1.20	1.10	1.07
少数股东损益	2.54	3.21	11.15	12.75	13.23	EV/EBITDA	20.36	10.93	7.46	7.35	5.68
营运资金的变动	-38.97	10.71	26.23	-59.98	52.69	CAGR(%)	82.8%	50.9%	103.4%	82.8%	50.9%
经营活动产生现金流量	26.31	33.37	82.49	1.03	116.91	PEG	1.25	0.63	0.15	0.16	0.21
投资活动产生现金流量	-39.48	-121.63	-0.71	1.37	0.40	ROIC/WACC	1.27	1.44	2.05	2.54	2.53
融资活动产生现金流量	11.54	84.55	-76.61	-1.43	-117.00	REP	0.86	0.74	0.56	0.43	0.43

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