

吉电股份 (000875.SZ)

煤价拖累业绩，新能源快速增长贡献主要利润

买入

核心观点

2021 年营收大幅增长，净利润下降，风电、光伏板块成为公司主要赢利点。2021 年度，实现营收 131.78 亿元（+30.99%），归母净利润 4.50 亿元（-5.79%），扣非归母净利润 3.61 亿元（+11.45%）。2021 年，公司各板块业务营收均大幅增长，其中火电、风电、光伏、热力、运维及其他营收分别为 42.7、25.8、7.3、13.2、22.8 亿元，分别增长 7%、39%、34%、16%、122%，风电、太阳能板块已成为公司营收和盈利的主要支撑。盈利下滑主要是煤价高涨，火电板块大幅亏损

毛利率和净利率均有下降，拖累 ROE。2021 年度公司毛利率 21.30%（-1.47pct），净利率 5.95%（-1.98pct）。其中，其中火电、风电、光伏、热力、运维及其他毛利率分别为 11%（-1.0%）、53%（-0.7%）、47%（-8.5%）、-38%（-11.7%）、9%（+9.3%）煤价大幅上涨导致火电和热能板块盈利能力下降是主要原因；光伏板块毛利率下滑主要是由于机组利用小时下滑，2021 年光伏机组利用小时 1223 小时，同比降低 191 小时。2021 年 ROE 为 4.65%，同比下滑 1.66pct，主要由于净利率下滑。

公司持续加大新能源开发力度，力求实现“二次转型”。公司明确“十四五”发展战略，大力发展新能源，到 2025 年初步建成氢能产业全产业链。装机规模超过 2,000 万千瓦以上，清洁能源比重超过 90%，生物质能、电能替代实现良好应用。截止 20 年底，公司总装机容量为 10.45GW，其中新能源装机 7.15GW，火电装机 3.3GW，新能源装机比例为 68.41%。公司自 2021 年下半年以来，公司已在多个省市投资建设光伏项目，成立 2 家经营新能源、储能、智慧能源为主的子公司，加速二次转型步伐。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价大幅上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

由于公司新业务收入增长较快，上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 157、176、194 亿元（2022、2023 年原值 147、169 亿元），同比增长 19%、12%、11%；归母净利润分别为 15.4、19.6、22.4 亿元（2022、2023 年原值 12.2、15.4 亿元），同比增长 195%、50%、14%；EPS 为 0.55、0.70、0.80 元，当前股价对应 PE 为 15.5、12.1、10.6x。公司火电及热力业务盈利较少，主要利润为新能源贡献，给予公司 2022 年 18-20 倍 PE，对应 9.90-11.00 元/股合理价值，较目前股价有 16%~29%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,060	13,178	15,679	17,560	19,437
(+/-%)	19.0%	31.0%	19.0%	12.0%	10.7%
净利润(百万元)	478	450	1535.03	1959.35	2242.59
(+/-%)	223.8%	-5.8%	240.8%	27.6%	14.5%
每股收益(元)	0.22	0.21	0.55	0.70	0.80
EBIT Margin	21.4%	19.8%	25.3%	27.9%	30.1%
净资产收益率 (ROE)	6.1%	4.3%	12.8%	14.0%	13.8%
市盈率 (PE)	38.3	40.7	15.5	12.1	10.6
EV/EBITDA	14.5	13.1	12.3	11.4	10.7
市净率 (PB)	2.34	1.75	1.98	1.71	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

公用事业 · 电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.90 - 11.00 元
收盘价	8.53 元
总市值/流通市值	23799/20864 百万元
52 周最高价/最低价	10.46/4.38 元
近 3 个月日均成交额	843.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《吉电股份-000875-2021 年三季报点评：持续加大新能源开发力度，开启新能源二次转型步伐》——2021-11-18

《吉电股份-000875-公司深度报告：新能源转型顺利推进，经营拐点即将到来》——2014-07-22

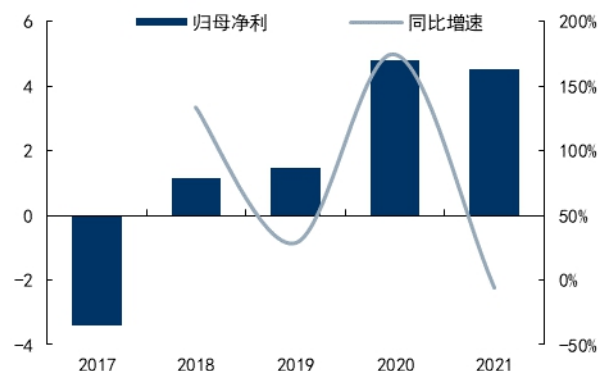
2021 年营收大幅增长，净利润有所下降，风电、光伏板块成为公司主要赢利点。2021 年度，实现营收 131.78 亿元（+30.99%），归母净利润 4.50 亿元（-5.79%），扣非归母净利润 3.61 亿元（+11.45%）。2021 年，公司各板块业务营收均大幅增长，其中火电、风电、光伏、热力、运维及其他营收分别为 42.7、25.8、7.3、13.2、22.8 亿元，分别增长 7%、39%、34%、16%、122%，风电、太阳能板块已成为公司营收和盈利的主要支撑。盈利下滑主要是煤价高涨，火电板块大幅亏损。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



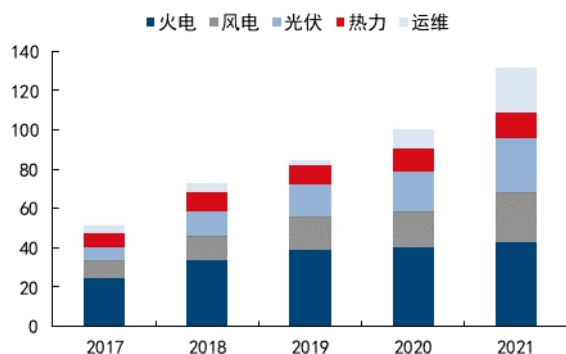
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



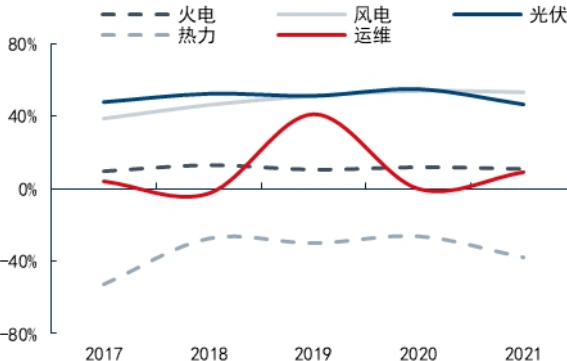
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021 年公司各板块营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021 年公司各板块毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率均有下降。2021 年度公司毛利率 21.30%（-1.47pct），净利率 5.95%（-1.98pct）。其中，其中火电、风电、光伏、热力、运维及其他毛利率分别为 11%（-1.0%）、53%（-0.7%）、47%（-8.5%）、-38%（-11.7%）、9%（+9.3%）。煤价大幅上涨导致火电和热能板块盈利能力下降是主要原因；光伏板块毛利率下滑主要是由于机组利用小时下滑，2021 年光伏机组利用小时 1223 小时，同比降低 191 小时。

投资性现金流大幅下降，净利率下降拖累 ROE。2021 年度公司经营活动现金流量净额为 34.37 亿元，同比增加 3.02%；投资活动产生的现金流净额为-72.16 亿元，较 20 年下降 40.67%，主要系基建投资较上年下降影响；融资活动产生的现金流量净额 41.97 亿元，较上年下降 50.36%，主要由于项目投入较去年下降。2021

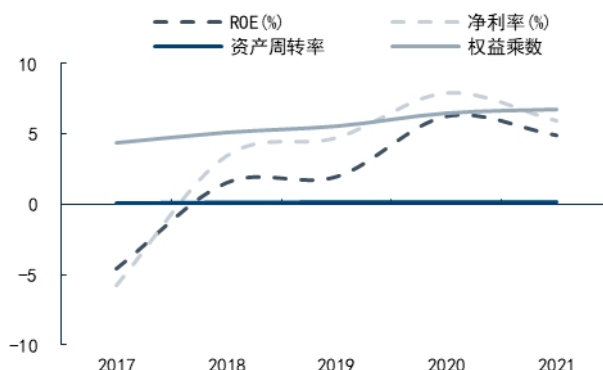
年 ROE 为 4.65%，同比下滑 1.66pct，主要由于净利率下滑。

图5：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司持续加大新能源开发力度。公司明确“十四五”发展战略，大力发展新能源，到 2025 年初步建成氢能产业全产业链。装机规模超过 2,000 万千瓦以上，清洁能源比重超过 90%，生物质能、电能替代实现良好应用。截止 2021 年底，公司总装机容量为 10.45GW，其中新能源装机 7.15GW，火电装机 3.3GW，新能源装机比例为 68.41%。公司在全国 30 个省市拓展新能源发电业务，已形成新能源全国发展格局。公司加大力度投资新能源，据公司公告，公司自 2021 年下半年以来，公司已在多个省市投资建设光伏项目，确保新能源稳步发展完成清洁能源比重超过 90% 的目标。

表1：20 年下半年以来公司建设项目

项目	公告时间	类型	投资额（亿元）	装机（万千瓦）	年均发电量（万千瓦时）	年均利用小时	内部收益率估算
东乡吉电中万 10 万千瓦农业光伏项目	2021.8.20	光伏	4.47	10	12,996.85	1191	10.05%
广西田东 10 万千瓦平价光伏发电项目	2021.8.20	光伏	5.76	10	14646.3	1010	9.41%
山东寿光兴鸿一期 20 万千瓦平价光伏项目	2021.8.20	光伏	10.48	20	30031.1	1347	10.09%
黑龙江齐齐哈尔讷河 12.47 万千瓦光伏项目	2021.8.20	光伏	5.96	12.47	20,108.1	1606	10.49%
安徽、河北等 6 省户用光伏项目	2021.11.9	光伏	32.87	88.3			
山东户用分布式光伏项目	2021.10.26	光伏	11.34	30		1282	11.19%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司力求实现“二次转型”，增加公司利润增长点。公司到 2020 年已由传统的火电企业转型为以新能源为主的上市公司。公司主动适应环境变化和市场竞争，创新发展综合智慧能源，布局氢能产业链，开拓储能充换电业务，以绿色、清洁、低碳为核心理念，推进公司“二次转型”。公司抢抓优质抽水蓄能电站资源，做强电站服务、配售电等业务，业务向能源产业多领域拓展，清洁发展路径清晰，四条发展主线齐头并进。今年以来，公司成立 2 家经营新能源、储能、智慧能源为主的子公司，加速二次转型步伐。

表2：22 年以来公司拟成立子公司

子公司名称	公告时间	成立目的	注册资金	主要经营业务范围
海南吉能新能源有限公司	2022.1.28	公司拟在海南省开展光伏、光储充项目，成立海南吉能新能源有限公司有助于推进项目的开发、建设、运营及管理等相关工作。通过在海口市成立全资子公司，有助于加快推动公司新能源、综合智慧能源项目，提高公司在海口市及	5,000 万元	新能源、储能项目开发；售电业务；海外新能源项目投资、建设、生产、运营管理；综合能源管理；电站检修、运维服务；综合智慧能源服务；配电网、供热（冷）管网、供气管网、供水管网的投资、建设、检修和运营管理；碳排放指标销售；工程管理及设备实验服务。

周边区域能源行业的影响力。

吉电智晟储能有限公司

2022.3.3
1

发展公司储能电站业务，助力公司储能业务健康可持续发展。

10,000 万元，公司按持股比例 60%以现金方式出资

储能技术服务；电池制造；电池销售；电力行业高效节能技术研发；新兴能源技术研发；发电技术服务；输配电及控制设备制造；集中式快速充电站；电力电子元器件制造；电气信号设备装置制造；电力设施器材制造；配电开关控制设备制造；配电开关控制设备研发；太阳能发电技术服务；资源再生利用技术研发；电力电子元器件销售；充电桩销售；智能输配电及控制设备销售；电力设施器材销售；工程和技术研究和试验发展；电机制造；通用设备修理等。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：由于公司新业务收入增长较快，上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 157、176、194 亿元（2022、2023 年原值 147、169 亿元），同比增长 19%、12%、11%；归母净利润分别为 15.4、19.6、22.4 亿元（2022、2023 年原值 12.2、15.4 亿元），同比增长 195%、50%、14%；EPS 为 0.55、0.70、0.80 元，当前股价对应 PE 为 15.5、12.1、10.6x。火电转型新能源企业华能国际、中国电力对应 2022 年 PE 估值分别为 12.8X、13.2X，新能源龙头三峡能源 2022 年 PE 估值为 22.8X。公司火电及热力业务盈利较少，主要利润为新能源贡献，给予公司 2022 年 18-20 倍 PE，对应 9.90-11.00 元/股合理价值，较目前股价有 16%~29%的溢价空间，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
000875.SZ	吉电股份	8.53	238	0.21	0.55	0.70	0.80	40.7	15.5	12.1	10.6	4%	0.49	买入
600905	三峡能源	6.14	1,757	0.23	0.27	0.34	0.00	27.0	22.8	18.3	-	9%	1.02	买入
2380.HK	中国电力	4.18	453	-0.09	0.32	0.41	0.57	-48.8	13.2	10.1	7.4	-1%	0.03	买入
600011	华能国际	7.03	1,104	-0.79	0.55	0.82	1.06	-8.9	12.8	8.5	6.7	4%	0.40	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：港股采用港币

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	501	932	2065	800	844	营业收入	10060	13178	15679	17560	19437
应收款项	7282	8692	11201	13026	14950	营业成本	7770	10372	11454	12370	13265
存货净额	290	411	467	493	513	营业税金及附加	122	108	129	144	159
其他流动资产	974	1908	2271	2543	2815	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	9047	11943	16004	16861	19122	管理费用	156	203	232	240	267
固定资产	43972	50106	55448	66862	77411	财务费用	1327	1685	1557	1829	2296
无形资产及其他	679	822	913	1006	1101	投资收益	54	22	98	22	22
投资性房地产	1661	3246	3246	3246	3246	资产减值及公允价值变动	(27)	(37)	(43)	(51)	(59)
长期股权投资	732	634	824	1091	1211	其他收入	174	110	87	199	198
资产总计	56090	66752	76434	89066	102091	营业利润	885	906	2451	3147	3612
短期借款及交易性金融负债	12963	13750	13750	15647	18886	营业外净收支	95	70	70	70	70
应付款项	2994	3130	3553	3750	3903	利润总额	980	975	2521	3217	3682
其他流动负债	1311	4543	5162	5442	5672	所得税费用	181	190	328	418	479
流动负债合计	17268	21423	22466	24839	28461	少数股东损益	321	335	658	840	961
长期借款及应付债券	22625	26310	32392	39007	44857	归属于母公司净利润	478	450	1535	1959	2243
其他长期负债	4900	4739	5103	5948	6297						
长期负债合计	27525	31049	37495	44955	51154	现金流量表（百万元）					
负债合计	44793	52472	59961	69794	79615	净利润	478	450	1535	1959	2243
少数股东权益	3488	3824	4482	5321	6283	资产减值准备	(46)	10	5	8	8
股东权益	7809	10456	11991	13951	16193	折旧摊销	2189	2793	2848	3303	3841
负债和股东权益总计	56090	66752	76434	89066	102091	公允价值变动损失	(46)	10	5	8	8
						财务费用	1327	1685	1557	1829	2296
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1047)	902	(1884)	(1646)	(1834)
每股收益	0.22	0.21	0.55	0.70	0.80	其它	1809	(727)	2112	2638	3226
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3337	3437	4622	6270	7492
每股净资产	3.64	4.87	4.30	5.00	5.80	资本开支	(10572)	(7077)	(8286)	(14817)	(14493)
ROIC	4.09%	4.12%	6%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6%	4%	13%	14%	14%	投资活动现金流	(12163)	(7217)	(8476)	(15085)	(14613)
毛利率	23%	21%	27%	30%	32%	权益性融资	39	2518	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	25%	28%	30%	负债净变化	6299	3686	6082	6615	5850
EBITDA Margin	43%	41%	43%	47%	50%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	19%	31%	19%	12%	11%	其它融资现金流	1058	(183)	0	1897	3239
净利润增长率	224%	-6%	241%	28%	14%	融资活动现金流	8455	4197	4987	7550	7165
资产负债率	86%	84%	84%	84%	84%	现金净变动	(347)	431	1133	(1265)	44
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	847	501	932	2065	800
P/E	38.3	40.7	15.5	12.1	10.6	货币资金的期末余额	501	932	2065	800	844
P/B	2.3	1.8	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	0	(1285)	(3872)	(8893)	(7400)
EV/EBITDA	14.5	13.1	12.3	11.4	10.7	权益自由现金流	0	2218	855	(1973)	(309)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032