



嘉泽新能 (601619.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

项目开发向外拓展，资产结构有望优化

业绩简评

2025 年 3 月 25 日公司披露 2024 年年报，全年实现营收 24.2 亿元，同比增长 0.8%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比下降 21.5%。其中，Q4 实现营收 6.1 亿元，同比增长 5.6%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比下降 48.4%。

经营分析

规模增长平抑新能源入市影响，发电业务保持稳定：受各省新能源入市试点政策影响，公司弃电率及上网电价均有所波动，2024 年公司弃风/弃光率分别为 4.2%/4.7%，同比+1.2pct/+3.0pct；风/光上网电价分别为 0.45/0.36 元/度，同比-0.02/-0.09 元/度。但受益于装机规模的提升（24 年底并网容量同比+12%）以及对项目的精细化管理，24 年“新能源电站开发-建设-运营-出售”业务实现收入 22.8 亿元，同比-0.14%，实现毛利率 62.71%，同比-0.16pct，整体保持相对稳定。

项目开发向外拓展，资产结构有望逐步优化：公司宁夏地区销售占比超 90%，依托产业投资与项目开发一体化推进的模式，公司加速向外布局电站项目。现有开发项目主要位于黑龙江、广西等地区，两省燃煤标杆电价分别为 0.37 元/度和 0.42 元/度，较宁夏 0.26 元/度有较大幅度提升，且黑龙江、广西对于新能源参与市场化交易的政策较为友好，风资源情况较好，预计投产后有望为公司带来较高的盈利增量，优化公司资产结构。

电站运维积累深厚，全面入市背景下优势有望凸显：2 月 9 日，国家发改委及能源局发布“136 号文”，新能源迈入全面入市阶段，对运营商市场化交易提出更高要求。公司市场化交易经验丰富，早在 2021 年 8 月子公司宁夏嘉骏便获得售电（代理）资质，在全国范围内为多个新能源项目提供专业化交易托管服务，我们认为新能源全面入市背景下公司积累的交易经验有望贡献超额收益。

年度分红政策落地，预计每十股派息 1 元：公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利约 1 元（含税），预计共计派发现金股利 2.43 亿元（含税），占当期归属于母公司股东的净利润的 38.63%。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报及我们对行业最新判断，调整 2025-2027 年归母净利润预测至 6.6、7.7、9.3 亿元，对应 PE 为 15、13、10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

上网电价政策变动；弃风弃电加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

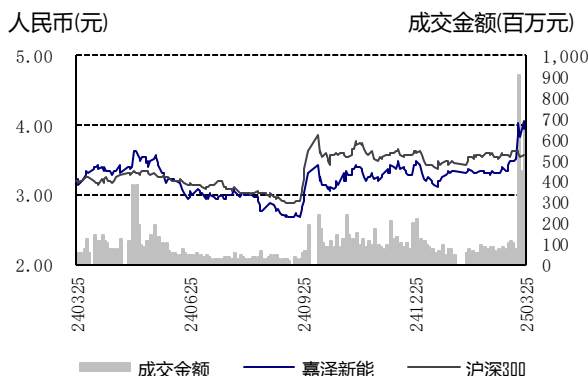
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.94 元

相关报告：

1. 《嘉泽新能公司点评：业绩符合预期，风电场建设加速》，2024.8.17
2. 《嘉泽新能公司点评：拟建项目大幅增长，布局储能制造》，2024.4.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,403	2,422	2,883	3,304	3,634
营业收入增长率	30.53%	0.79%	19.04%	14.60%	10.00%
归母净利润(百万元)	803	630	656	766	929
归母净利润增长率	49.98%	-21.53%	4.09%	16.79%	21.25%
摊薄每股收益(元)	0.330	0.259	0.269	0.315	0.382
每股经营性现金流净额	0.61	0.73	0.68	1.08	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	9.14%	9.09%	9.98%	11.29%
P/E	10.70	12.83	14.62	12.52	10.33
P/B	1.32	1.17	1.33	1.25	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,841	2,403	2,422	2,883	3,304	3,634
增长率		30.5%	0.8%	19.0%	14.6%	10.0%
主营业务成本	-701	-908	-935	-1,116	-1,313	-1,397
%销售收入	38.1%	37.8%	38.6%	38.7%	39.7%	38.4%
毛利	1,140	1,495	1,487	1,767	1,991	2,238
%销售收入	61.9%	62.2%	61.4%	61.3%	60.3%	61.6%
营业税金及附加	-9	-16	-21	-26	-29	-32
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-178	-181	-200	-239	-274	-302
%销售收入	9.7%	7.5%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	954	1,298	1,266	1,502	1,688	1,904
%销售收入	51.8%	54.0%	52.3%	52.1%	51.1%	52.4%
财务费用	-413	-515	-508	-688	-701	-693
%销售收入	22.4%	21.4%	21.0%	23.9%	21.2%	19.1%
资产减值损失	-10	-24	-45	-36	-72	-91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-16	67	-6	0	0	0
%税前利润	n.a	7.7%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	539	873	781	798	934	1,140
营业利润率	29.3%	36.3%	32.2%	27.7%	28.3%	31.4%
营业外收支	36	-5	-15	0	0	0
税前利润	574	868	766	798	934	1,140
利润率	31.2%	36.1%	31.6%	27.7%	28.3%	31.4%
所得税	-39	-62	-135	-142	-168	-211
所得税率	6.7%	7.2%	17.6%	17.8%	18.0%	18.5%
净利润	536	806	631	656	766	929
少数股东损益	0	2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	535	803	630	656	766	929
净利率	29.1%	33.4%	26.0%	22.8%	23.2%	25.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	536	806	631	656	766	929
少数股东损益	0	2	1	0	0	0
非现金支出	554	771	815	924	1,071	1,202
非经营收益	427	482	504	513	515	512
营运资金变动	-360	-576	-165	-431	269	-221
经营活动现金净流	1,157	1,483	1,786	1,661	2,621	2,422
资本开支	-937	-927	-1,282	-1,339	-2,100	-2,100
投资	-212	155	0	-53	0	0
其他	5	-7	-66	29	0	0
投资活动现金净流	-1,145	-779	-1,348	-1,363	-2,100	-2,100
股权募资	150	1	2	-71	0	0
债权募资	-824	913	947	1,266	1,253	969
其他	888	-1,979	-1,506	-765	-822	-884
筹资活动现金净流	214	-1,065	-557	429	431	85
现金净流量	227	-362	-119	728	952	407

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	833	506	422	453	899	938
应收款项	2,664	3,229	3,500	3,840	3,790	4,090
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	191	176	158	226	223	212
流动资产	3,688	3,910	4,080	4,519	4,912	5,239
%总资产	19.4%	19.7%	18.4%	19.5%	19.9%	20.1%
长期投资	251	252	245	269	269	269
固定资产	8,517	11,505	13,402	13,783	15,044	16,185
%总资产	44.9%	57.9%	60.3%	59.4%	60.9%	62.2%
无形资产	1,606	1,640	1,573	1,524	1,477	1,433
非流动资产	15,278	15,947	18,144	18,701	19,802	20,790
%总资产	80.6%	80.3%	81.6%	80.5%	80.1%	79.9%
资产总计	18,967	19,857	22,225	23,220	24,714	26,030
短期借款	2,605	1,498	974	2,576	3,828	4,797
应付款项	1,387	997	1,524	1,464	1,721	1,833
其他流动负债	143	94	105	178	209	256
流动负债	4,136	2,589	2,603	4,218	5,759	6,886
长期贷款	2,537	3,317	4,144	5,144	5,144	5,144
其他长期负债	6,569	7,505	8,665	6,728	6,222	5,854
负债	13,242	13,410	15,412	16,090	17,125	17,883
普通股股东权益	5,812	6,532	6,896	7,213	7,672	8,230
其中：股本	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434
未分配利润	1,642	2,278	2,615	3,008	3,468	4,025
少数股东权益	-88	-85	-83	-83	-83	-83
负债股东权益合计	18,967	19,857	22,225	23,220	24,714	26,030

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.220	0.330	0.259	0.269	0.315	0.382
每股净资产	2.388	2.683	2.833	2.963	3.152	3.381
每股经营现金净流	0.475	0.609	0.734	0.682	1.077	0.995
每股股利	0.055	0.100	0.080	0.108	0.126	0.153
回报率						
净资产收益率	9.21%	12.29%	9.14%	9.09%	9.98%	11.29%
总资产收益率	2.82%	4.04%	2.84%	2.82%	3.10%	3.57%
投入资本收益率	7.77%	10.16%	8.34%	7.95%	8.03%	8.27%
增长率						
主营业务收入增长率	29.41%	30.53%	0.79%	19.04%	14.60%	10.00%
EBIT 增长率	34.99%	36.10%	-2.49%	18.69%	12.35%	12.80%
净利润增长率	-28.78%	49.98%	-21.53%	4.09%	16.79%	21.25%
总资产增长率	57.65%	4.69%	11.92%	4.48%	6.43%	5.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	397.1	430.3	495.2	460.0	400.0	400.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	-	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	493.5	441.5	462.3	400.0	400.0	400.0
固定资产周转天数	1,394.9	1,524.2	1,655.6	1,552.9	1,483.4	1,453.1
偿债能力						
净负债/股东权益	79.79%	70.97%	72.95%	105.78%	110.01%	113.90%
EBIT 利息保障倍数	2.3	2.5	2.5	2.2	2.4	2.7
资产负债率	69.82%	67.53%	69.34%	69.30%	69.29%	68.70%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究