

嘉泽新能 (601619)

证券研究报告

2023年04月09日

优质资产并表支撑核心利润增速，装机规模增长空间可观

事件：公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 18.41 亿元，同比增长 27.26%；实现归母净利润 5.35 亿元，同比降低 30.59%。

电站出售业务暂缓导致整体业绩下滑，优质资产并表支撑核心利润增速

公司 22 年电站出售计划受疫情干扰未能完成，导致整体业绩出现下滑。但从公司其他主营业务来看，22 年新能源发电板块实现营业收入 17.60 亿元，同比增长 24.07%，实现毛利润 11.09 亿元，同比增长 33.29%，公司核心经营利润仍保持较高增速。我们认为原因在于：公司 22 年 4 月完成对宁柏基金的收购，实现并网装机容量增长 72.2 万千瓦，公司资产规模及质量得到显著提升，22 年实现风电发电量 37.22 亿千瓦时，同比增长 30.98%，年平均等效利用小时数达到约 2589 小时。

储备项目资源丰富，装机规模增长空间可观

存量来看，截至 22 年底，公司新能源发电并网装机容量 192.6 万千瓦，其中，风电并网容量 185.3 万千瓦、光伏发电并网容量 6.7 万千瓦，增量来看，公司储备项目资源充足，截至 22 年底，风电已核准项目容量 158 万千瓦，储备开发项目容量 124.2 万千瓦，资源储备项目容量 471.8 万千瓦，未来三年内公司计划核准的风电和集中式光伏装机容量分别达到 200、250、300 万千瓦，计划并网容量分别为 60、80、100 万千瓦，装机规模增长空间可观。

产业基金模式保障项目规模增长，业务结构持续多元化发展

公司顺利实现与中车集团、金风科技的既定战略合作，在多地推进新能源产业园区建设，助力公司在黑龙江地区获取风电核准项目容量 140 万千瓦，产业基金模式初见成效，有望保障公司项目规模增长。同时，公司持续推进业务结构多元化发展：1) 分布式光伏方面，截至 22 年底，公司已并网容量超过 3.6 万千瓦，23 年计划并网容量 30-40 万千瓦，取得备案容量 50-60 万千瓦；2) 电站出售方面，23-25 年公司计划出售电站规模分比为 20-35%、30-40%、40-50 万千瓦；3) 资产管理方面，公司 22 年管理规模已达 2.57GW，23 年计划实现管理规模增长 50%以上，代理售电量增长 30%以上。

盈利预测与估值：考虑公司计划装机增长规模可观且资产出售业务有望恢复，我们上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.91、15.09、20.19 亿元（原预测为 23-24 年归母净利润 10.65、12.68 亿元），对应 PE 为 9.24、7.29、5.45 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，电力价格波动风险，相关支持政策变化风险，新能源装机规模扩张不及预期，风速情况不及预期，弃风限电、弃光限电风险，新能源产业基金运作效果不及预期，电站出售业务开展不及预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,422.61	1,840.97	2,669.16	3,342.16	4,253.87
增长率(%)	40.62	29.41	44.99	25.21	27.28
EBITDA(百万元)	1,579.73	1,323.34	2,194.45	2,815.24	3,544.11
归属母公司净利润(百万元)	751.80	535.44	1,191.27	1,509.00	2,018.64
增长率(%)	279.59	(28.78)	122.48	26.67	33.77
EPS(元/股)	0.31	0.22	0.49	0.62	0.83
市盈率(P/E)	14.64	20.55	9.24	7.29	5.45
市净率(P/B)	2.10	1.89	1.64	1.43	1.18
市销率(P/S)	7.73	5.98	4.12	3.29	2.59
EV/EBITDA	9.02	6.58	6.38	5.66	5.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,434.31
流通 A 股股本(百万股)	2,393.13
A 股总市值(百万元)	11,003.09
流通 A 股市值(百万元)	10,816.94
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	69.82
一年内最高/最低(元)	4.88/3.37

作者

郭丽丽 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110520030001
 guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《嘉泽新能-首次覆盖报告:嘉泽新能(601619)—业务板块多元化转型，装机增长弹性可观》 2023-03-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	634.44	832.84	213.53	267.37	340.31
应收票据及应收账款	1,496.30	2,509.29	4,184.69	3,509.52	6,396.14
预付账款	184.34	5.49	375.22	113.44	456.78
存货	0.00	0.00	0.44	0.35	0.04
其他	338.66	340.61	358.25	500.35	533.24
流动资产合计	2,653.74	3,688.23	5,132.13	4,391.04	7,726.51
长期股权投资	2,212.29	212.00	212.00	212.00	212.00
固定资产	4,902.16	7,035.52	6,648.59	10,993.71	13,920.23
在建工程	1,419.01	1,481.11	4,981.11	3,750.00	4,000.00
无形资产	82.36	1,605.03	1,496.03	1,387.03	1,278.03
其他	760.96	4,944.65	1,979.50	2,559.83	3,160.56
非流动资产合计	9,376.79	15,278.31	15,317.24	18,902.58	22,570.82
资产总计	12,030.53	18,966.54	20,449.37	23,293.61	30,297.33
短期借款	0.00	0.00	2,080.94	4,080.47	7,363.78
应付票据及应付账款	648.70	1,246.72	1,252.81	2,035.06	2,252.05
其他	825.91	2,866.70	1,522.81	1,912.18	2,232.12
流动负债合计	1,474.61	4,113.42	4,856.55	8,027.71	11,847.95
长期借款	2,272.42	2,536.97	1,711.08	2,032.98	2,723.10
应付债券	248.98	258.21	260.00	259.10	259.10
其他	2,763.07	6,311.08	7,000.00	5,358.05	6,223.04
非流动负债合计	5,284.46	9,106.25	8,971.08	7,650.13	9,205.24
负债合计	6,782.88	13,242.22	13,827.63	15,677.84	21,053.19
少数股东权益	12.76	(88.17)	(88.17)	(88.17)	(88.17)
股本	2,434.22	2,434.41	2,434.31	2,434.31	2,434.31
资本公积	1,391.68	1,521.30	1,521.30	1,521.30	1,521.30
留存收益	1,463.32	1,868.65	2,699.23	3,752.04	5,363.53
其他	(54.34)	(11.88)	55.05	(3.72)	13.15
股东权益合计	5,247.65	5,724.33	6,621.73	7,615.77	9,244.13
负债和股东权益总计	12,030.53	18,966.54	20,449.37	23,293.61	30,297.33

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	751.79	535.73	1,191.27	1,509.00	2,018.64
折旧摊销	397.02	388.99	495.93	744.99	932.49
财务费用	335.74	415.88	420.97	425.13	435.83
投资损失	(477.11)	15.90	(289.15)	(337.35)	(433.73)
营运资金变动	(398.57)	(1,082.69)	1,598.41	(484.80)	(2,764.59)
其它	(69.22)	882.96	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	539.64	1,156.78	3,417.43	1,856.97	188.64
资本支出	(1,437.13)	(1,444.61)	2,811.08	5,391.95	3,135.01
长期投资	1,541.99	(2,000.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(168.56)	2,299.99	(6,021.92)	(8,804.60)	(6,701.27)
投资活动现金流	(63.70)	(1,144.92)	(3,210.85)	(3,412.65)	(3,566.27)
债权融资	(2,842.76)	1,909.55	(532.03)	2,124.48	3,840.85
股权融资	705.30	172.28	(293.86)	(514.96)	(390.28)
其他	1,980.50	(1,867.64)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(156.97)	214.19	(825.89)	1,609.52	3,450.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	318.97	226.05	(619.31)	53.84	72.94

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,422.61	1,840.97	2,669.16	3,342.16	4,253.87
营业成本	575.49	700.88	993.45	1,275.13	1,649.14
营业税金及附加	7.46	8.50	12.41	16.17	20.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	133.18	177.93	253.92	317.95	406.83
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	334.72	412.81	420.97	425.13	435.83
资产/信用减值损失	(12.18)	(10.28)	(9.29)	(10.58)	(10.05)
公允价值变动收益	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	477.11	(15.90)	289.15	337.35	433.73
其他	(943.48)	28.48	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	850.28	538.53	1,268.26	1,634.54	2,165.74
营业外收入	1.75	41.95	42.00	28.57	37.51
营业外支出	0.82	5.99	5.50	4.10	5.20
利润总额	851.21	574.49	1,304.76	1,659.01	2,198.05
所得税	99.43	38.76	113.49	150.00	179.41
净利润	751.79	535.73	1,191.27	1,509.00	2,018.64
少数股东损益	(0.01)	0.29	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	751.80	535.44	1,191.27	1,509.00	2,018.64
每股收益(元)	0.31	0.22	0.49	0.62	0.83

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	40.62%	29.41%	44.99%	25.21%	27.28%
营业利润	283.49%	-36.66%	135.50%	28.88%	32.50%
归属于母公司净利润	279.59%	-28.78%	122.48%	26.67%	33.77%
获利能力					
毛利率	59.55%	61.93%	62.78%	61.85%	61.23%
净利率	52.85%	29.08%	44.63%	45.15%	47.45%
ROE	14.36%	9.21%	17.75%	19.59%	21.63%
ROIC	12.05%	12.80%	28.84%	19.28%	18.92%
偿债能力					
资产负债率	56.38%	69.82%	67.62%	67.31%	69.49%
净负债率	46.57%	79.79%	76.65%	99.42%	127.38%
流动比率	1.77	0.89	1.06	0.55	0.65
速动比率	1.77	0.89	1.06	0.55	0.65
营运能力					
应收账款周转率	0.90	0.92	0.80	0.87	0.86
存货周转率	12,591.05	#DIV/0!	12,151.15	8,416.57	21,480.04
总资产周转率	0.12	0.12	0.14	0.15	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.22	0.49	0.62	0.83
每股经营现金流	0.22	0.48	1.40	0.76	0.08
每股净资产	2.15	2.39	2.76	3.16	3.83
估值比率					
市盈率	14.64	20.55	9.24	7.29	5.45
市净率	2.10	1.89	1.64	1.43	1.18
EV/EBITDA	9.02	6.58	6.38	5.66	5.51
EV/EBIT	12.04	9.29	8.25	7.69	7.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com