



## 携手国资名门，加速新能源进军步伐

### ——九洲电气（300040）公司简介

#### 报告摘要：

**深化新能源领域的产业布局。**公司光伏、风电电站设计、施工和总包业务呈快速增长态势，EPC/BT 业务今年有望实现营收 10 亿左右、利润 1 亿左右。公司已通过投资、并购风电光伏电站，积极将业务延伸至新能源电站运营领域，并积极布局储能、充电桩和智能电网等领域。

**并购昊诚电气，设备制造再升级。**公司通过收购昊诚电气，补充传统电气设备业务短板，加速拓展国家电网、南方电网市场，助力公司实现扭亏为盈。结合昊诚电气的 2016 年和 2017 年的净利润分别不低于 4,500 万元和 5,100 万元的承诺，将大幅提升上市公司的盈利能力。

**联手中电投，开启新能源资源整合序幕。**公司控股股东与国资新能源巨头国家电力投资集团旗下的中电投融和基金、中电投融和租赁于两年内共同组建 20 亿元的新能源产业基金，有助于加速整合具有优良回报率的新能源资产，有望完成三年内持有新能源电站装机规模 1GW 以上，发电收益达到 2 亿以上的战略规划。

**股权激励覆盖面广，解锁条件提升动力。**公司推出了限制性股票激励计划，业绩考核指标为扣除非经常性损益的净利润：2015 年 3000 万元、2016 年 1 亿、2017 年 2 亿元，有效地绑定股东、公司及员工利益，有望完成利润目标。

**公司盈利预测及投资评级：**公司 2016-2018 年预计营收达 17.2 亿元、24.3 亿元和 29.3 亿元，归母净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元和 2.6 亿元，每股收益分别为 0.33 元、0.53 元和 0.76 元，6 个月目标价 14 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	189.51	758.77	1,717.97	2,427.19	2,929.80
增长率(%)	-9.41%	300.38%	126.42%	41.28%	20.71%
净利润(百万元)	(55.72)	20.10	114.56	183.33	264.01
增长率(%)	-714.02	-136.08%	469.81%	60.03%	44.01%
净资产收益率(%)	-4.71%	1.23%	4.78%	7.31%	9.91%
每股收益(元)	(0.20)	0.07	0.33	0.53	0.76
PE	(63.00)	180.00	38.07	23.79	16.52
PB	2.96	2.66	1.82	1.74	1.64

2016 年 09 月 30 日

推荐/首次

九洲电气

公司简介

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

#### 王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

#### 林劼

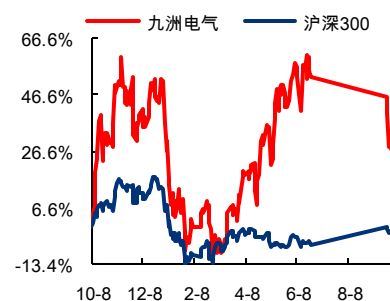
010-66554034

linjie\_@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	11.47-8.17
总市值(亿元)	39.7
流通市值(亿元)	31.86
总股本/流通 A 股(万股)	34608/27780
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	5.88

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 传统电气巨头拥抱新能源 .....	4
1.1 深化新能源产业布局 .....	4
1.2 为有源头活水来——牵手中电投，加速新能源步伐 .....	5
1.3 股权激励覆盖面广，解锁条件有望提升动力 .....	6
2. 盈利预测及估值 .....	6
3. 风险提示 .....	7

## 表格目录

表 1: 公司签订的大额新能源 EPC、BT 项目 .....	4
表 2: 公司盈利预测表 .....	8

## 插图目录

图 1: 格尔木并网光伏电站—500MW .....	6
图 2: 江苏大丰滩涂风电项目—200MW .....	6

## 1. 传统电气巨头拥抱新能源

哈尔滨九洲电气公司是中国电力电气成套行业的领军企业, 主要提供成套电气设备和配用电能效管理解决方案, 产品涵盖高中低压成套开关电器、变压器、控制元器件、智能仪表、智能化终端、新能源发电装备、电能储能等产品和新技术。受行业环境影响公司积极谋求转型, 2015 年以来持续整合各项业务, 通过出售高压变频业务及加码环网柜业务, 调整聚焦业务重心。另外公司在新能源多领域布局, 通过 EPC (或 BT) 总承包、外延收购、自建等方式进入风电、光伏电站等可再生发电站的建设 and 运营, 在产业布局上实现由电气设备制造向“制造+运营”的联动发展, 有助于拉动产品的销售, 提高公司经营及抗风险能力, 同时在储能、充电桩等领域已有储备, 新能源业务多点开花实现深度布局。

### 1.1 深化新能源产业布局

**持续加码新能源, 经营改善将迎来拐点。**公司已进入配电设备、新能源并行发展的双主营格局, 未来会逐渐增加新能源的业务比重。2016 年上半年公司实现营业收入 3.34 亿元, 同比增长 370.2%, 其中昊诚电气占比为 48.84%, 新能源 EPC 营收占比上升至 23.23%, 归属于公司普通股股东的净利润为 2346 万元, 同比实现扭亏。

**打铁还要自身硬, 设备制造再升级**—公司 2015 年主业亏损约为 0.4 亿元, 但随着产能利用率的逐步提升和应收账款的回收已在 2016 年上半年实现转亏为盈, 预计传统制造业务将依靠昊诚电气的并表带来业绩提升, 公司传统板块有望实现 40% 的增长。

- ◆ **加速产品完善及客户开拓。**公司 4.5 亿元收购昊诚电气 99.93% 股权, 该公司具有固体绝缘开关的生产能力, 与公司传统业务电气控制及自动化、直流电源系统互补, 产品协同结构优化, 助力传统业务快速发展。昊诚的主要客户为中国电网和南方电网, 未来有利于带动公司业务的异地拓展。
- ◆ **业绩承诺达标无忧。**昊诚电气承诺 2016 年和 2017 年的净利润分别不低于 4,500 万元和 5,100 万元, 考核期三年共实现的净利润之和不低于人民币 13350 万元。预计随着气体绝缘环网柜的逐步替代进口, 及国网老旧设备的更新换代的需求逐步释放, 公司产品需求有望快速提升, 昊诚电气的产品净利润约 9.5% 左右, 预计昊诚电气大概率完成 16 年业绩承诺。

表 1: 公司签订的大额新能源 EPC、BT 项目

时间	合同
2016 年	签署《泰来风电项目一期 (49.5MW) BT 总承包合同》, 4.1 亿元
2016 年	签署《兴旺 20MW 光伏电站项目 BT 总承包合同》, 165,00.00 万元
2016 年	签署《阳谷 12MW 光伏农业示范项目 BT 总承包合同》, 9,992.00 万元
2016 年	签署《昂昂溪区胜利村 5MW 分布式光伏发电渔光互补农项目 BT 总承包合同》, 4,000.00 万元
2016 年	签署《昂昂溪区胜利村 3MW 分布式光伏发电渔光互补农项目 BT 总承包合同》, 2,400.00 万元
2016 年	签署《大庆大岗风电场工程 BT 总承包合同》, 42,782.76 万元
2016 年	签署《大庆平桥风电场工程 BT 总承包合同》, 39,800.51 万元

2016 年	与贵州关岭国风新能源有限公司签风电总包合同, 41,700.00 万
2015 年	签订《蒙古 Dalanjargalan100MW 风电场项目合作框架协议书》, 预计 2 亿美元
2015 年	与七台河万龙风力发电有限公司签署风电总包合同, 38,422.92 万元
2015 年	与七台河佳兴风力发电有限公司签署风电总包合同, 41,034.77 万元
2015 年	中标黑龙江齐齐哈尔、大庆市 2015 年光伏电站项目投资主体 (第三标段), 约 1 亿元

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**新能源业务快速实现规模化。**公司 2015 年转型以来, 光伏、风电电站设计、施工和总包业务呈快速增长态势, 预计今年将实现新能源 EPC/BT 包括风电达 200MW、光伏约 50MW 左右, 年内能实现营收 10 亿左右, 电力系统 EPC 业务作为成长最快的利润增长点, 今年有望为公司带来 1 个亿左右的利润。

在新能源 EPC/BT 业务高速发展的基础上, 公司积极将业务延伸至下游新能源电站运营领域。公司 2.58 亿元全资收购万龙风电和佳兴风电, 风场总装机容量合计 95.25kW 已并网发电, 且与国家电网签订电价 0.59 元/kWh、为期 20 年的购电协议, 每年预计利润可达 3000-3500 万元, 公司目前还在积极申请黑龙江及河北的总装机容量达 200MW 的“光伏扶贫”项目, 未来将向华东、华南地区扩展。

**积极布局储能、充电桩等领域, 未来政策推广力度提速将助力释放业绩。**

- ◆ **充电桩技术储备充分, 静待市场需求爆发。**《电动汽车充电基础设施发展指南 (2015-2020 年)》明确提出 5 年之内建成哈尔滨到沈阳跨越东北三省的城际充电线路, 黑龙江到 2020 年电动汽车规模将达 223 万辆, 新建充换电站 4300 座、充电桩 220 万个。我们预计公司所在的东北地区的电动汽车市场有望激发提速, 部分省市出台相关优惠政策, 预计公司有望把握发展契机, 已投标一汽新能源汽车、黑龙江省公交公司等充电网络建设项目, 并将以此为基础逐步进入新能源汽车运维领域, 有望辐射至周边地区, 成为储能和快速充电行业的领军企业。
- ◆ **铅碳推出示范项目, 迈出试水第一步。**公司在铅酸电池领域基础雄厚, 在铅炭电池方面逐渐成熟, 目前储能成本已降至 4.5-5 角/kWh, 电池循环可达 3000 次以上, 市场竞争力较强, 公司已在哈尔滨产业园及近日收购的风电场规划了两个 2MW 的储能示范项目, 将迈出其储能产品推广的第一步。

## 1.2 为有源头活水来——牵手中电投, 加速新能源步伐

2016 年 9 月公司控股股东与中电投融和基金、中电投融和租赁拟共同组建总规模为 20 亿元人民币产业投资基金, 中电投融和基金担任 GP, 出资额公司占 1/3, 其余 2/3 资金由另外两方或其指定的第三方出资。

- ◆ **中电投系出名门, 助力产业布局。**中电投是国资新能源资源巨头, 截至 2015 年底, 公司拥有太阳能装机已达 484.99 万千瓦, 规模世界第一, 已建成酒泉、共和、格尔木等大型新能源基地, 并形成完整的光伏产业链; 风电装机已达 747.5 万千瓦, 分布青海、新疆、甘肃、江苏等 25 个省区。借助中电投在新能源领域丰富的投资、运营经验及资源, 公司将进一步全面深化新能源产业。



图 1: 格尔木并网光伏电站—500MW



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 2: 江苏大丰滩涂风电项目—200MW



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

- ◆ **60 亿资金支撑, 契合公司战略部署。**基金将在未来两年内集结 60 亿元的资本金用于新能源产业的建设与并购, 据测算可完成 800MW-1GW 的新能源项目。上市公司享有项目投资及收购的价格优势及优先收购权。借力产业资本支持, 公司将加速整合具有优良回报率的新能源资产, 有助于完成三年内持有新能源电站装机规模 1GW 以上, 发电收益达到 2 亿以上的战略规划, 实现公司转型及业绩改善。凭借并购的风电场及光伏扶贫项目, 公司已完成今年开耕 300MW 的目标, 在全面转型第一年迈出坚实一步。
- ◆ **聚焦新能源运营, 助力整条产业链。**产业基金强大的资源整合能力将快速壮大公司在新能源投资和运营领域的业务, 带来长期稳定的利润。基金还将助力公司其他业务的发展: 合作协议规定, 公司将优先获得基金所投新能源项目的总包 EPC 订单; 公司可实现 20% 设备的自给自足, 并通过设备交换可获得部分不可自产的设备, 使公司在最大程度上把握产业链主动权, 有望扩大利润空间。

### 1.3 股权激励覆盖面广, 解锁条件有望提升动力

公司向 82 名激励对象完成限制性股票授予, 激励股数为 767.60 万股, 授予价格为 6.62 元。其中, 5 位副总裁共授予 126 万股, 占激励计划的 14.79%; 高级管理人员、中层管理人员、核心技术骨干股共授予 641.6 万股, 占比 83.59%。业绩考核指标为扣除非经常性损益的净利润: 2015 年 3000 万元、2016 年 1 亿、2017 年 2 亿元。股权激励的推出将进一步建立、健全公司长效激励机制, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起, 使各方共同关注公司长远发展, 有望完成利润目标。

## 2. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 17.2 亿元、24.3 亿元和 29.3 亿元, 归母净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元和 2.6 亿元, 每股收益分别为 0.33 元、0.53 元和

0.76 元, 对应 PE 分别为 38 倍、23 倍和 16 倍, 给予公司目标价 14 元, 给予公司“推荐”评级。

### 3. 风险提示

- 1、 新能源政策有所变化
- 2、 宏观经济风险

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	827	1413	3927	6147	7413	<b>营业收入</b>	190	759	1718	2427	2930
货币资金	293	207	2402	4916	5728	<b>营业成本</b>	165	607	1397	1978	2394
应收账款	293	606	941	1330	1851	营业税金及附加	1	6	12	15	20
其他应收款	16	156	354	500	603	营业费用	53	58	94	109	88
预付款项	11	9	47	28	41	管理费用	54	56	94	121	132
存货	118	262	1047	1250	1448	财务费用	-11	-7	-4	-7	-9
其他流动资产	90	107	-945	-2008	-2437	资产减值损失	12.03	31.07	12.00	18.37	20.48
<b>非流动资产合计</b>	569	926	1275	1196	1116	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.58	2.41	2.00	2.00	2.00
固定资产	346.40	480.99	443.52	383.73	323.93	<b>营业利润</b>	-81	12	114	195	287
无形资产	144	201	181	161	141	营业外收入	16.14	18.45	19.22	17.94	18.54
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.59	7.20	3.00	3.60	4.60
<b>资产总计</b>	1396	2339	5203	7343	8529	<b>利润总额</b>	-66	23	131	209	301
<b>流动负债合计</b>	128	555	1046	1498	1839	所得税	-10	3	16	26	37
短期借款	0	42	0	0	0	<b>净利润</b>	-56	20	115	183	264
应付账款	100	306	802	1100	1299	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	13	16	55	95	136	归属母公司净利润	-56	20	115	183	264
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	76	238	190	267	358
<b>非流动负债合计</b>	85	144	1760	3338	4024	<b>BPS (元)</b>	-0.20	0.07	0.33	0.53	0.76
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	213	699	2806	4836	5863	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-9.41%	300.38%	126.42%	41.28%	20.71%
实收资本 (或股	278	346	346	346	346	营业利润增长	911.66%	-114.39%	880.13%	70.18%	47.46%
资本公积	382	801	582	582	582	归属于母公司净利润	469.96%	60.03%	469.96%	60.03%	44.01%
未分配利润	494	484	530	603	709	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1184	1640	2397	2507	2665	毛利率 (%)	13.14%	20.07%	18.71%	18.52%	18.29%
<b>负债和所有者权</b>	1396	2339	5203	7343	8529	净利率 (%)	-29.40%	2.65%	6.67%	7.55%	9.01%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	-3.99%	0.86%	2.20%	2.50%	3.10%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	-4.71%	1.23%	4.78%	7.31%	9.91%
<b>经营活动现金流</b>	93	-128	412	1019	240	<b>偿债能力</b>					
净利润	-56	20	115	183	264	资产负债率 (%)	15%	30%	54%	66%	69%
折旧摊销	167.82	233.30	0.00	79.87	79.87	流动比率	6.47	2.54	3.76	4.10	4.03
财务费用	-11	-7	-4	-7	-9	速动比率	5.55	2.07	2.75	3.27	3.24
应收账款减少	0	0	-335	-389	-521	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	39	40	42	总资产周转率	0.13	0.41	0.46	0.39	0.37
<b>投资活动现金流</b>	-83	126	-8	-16	-18	应收账款周转率	1	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.00	3.74	3.10	2.55	2.44
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	4	2	2	2	2	每股收益 (最新摊薄)	-0.20	0.07	0.33	0.53	0.76
<b>筹资活动现金流</b>	-14	41	1457	1512	590	每股净现金流 (最新	-0.01	0.11	5.38	7.27	2.35
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.26	4.74	6.93	7.24	7.70
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	68	0	0	0	P/E	-63.00	180.00	38.07	23.79	16.52
资本公积增加	0	419	-219	0	0	P/B	2.96	2.66	1.82	1.74	1.64
<b>现金净增加额</b>	-4	39	1861	2515	812	EV/EBITDA	42.33	17.66	10.29	-2.08	-3.82

资料来源: 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 史鑫

材料学硕士, 具备三年以上新能源汽车产业研发经验, 两年证券从业经历, 目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

### 王革

中科院电气工程硕士, 4 年光伏电池研发和产业化经验, 1 年公司管理经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

### 林劼

清华大学材料学硕士, 电力设备与新能源行业研究员, 2016 年加入东兴证券, 目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。