

2017 年 03 月 27 日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

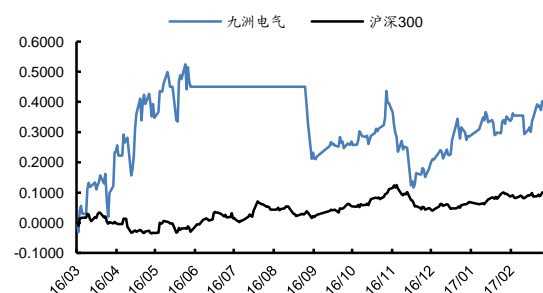
证券分析师：
0755-83473923
联系人：
0755-23936019

谭倩 S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
傅鸿浩 S0350115080013
fuhh@ghzq.com.cn

继续推进收购彰显信心，BT 总承包大单带动业绩增长

——九洲电气（300040）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
九洲电气	3.8	19.0	38.6
沪深 300	1.3	5.2	9.1

市场数据 2017/03/27

当前价格（元）	13.28
52 周价格区间（元）	9.00 - 14.67
总市值（百万）	4600.02
流通市值（百万）	2991.36
总股本（万股）	34638.72
流通股（万股）	22525.30
日均成交额（百万）	90.77
近一月换手（%）	58.44

相关报告

《九洲电气（300040）事件点评：新能源 EPC 新模式理顺带动公司规模进入快速成长期》——

2017-02-27

《九洲电气（300040）事件点评：新能源贡献业绩高增长，逐步切入储能领域》——

2017-01-18

《九洲电气（300040）2016 三季报点评：BT 业务、并购昊诚电气带动利润持续增长，全面进军新能源领域》——2016-10-31

《九洲电气（300040）点评报告：持续拓展新

事件：

- 1、2017 年 3 月 22 日，公司发布公告，公司与项目方股东协商决定继续推进购买万龙风电 100%股权和佳兴风电 100%股权事项。
- 2、公司与安达市亿晶新能源发电有限公司签署了关于《青肯泡乡 20MW 光伏地面电站 A 项目 BT 总承包合同》及《青肯泡乡 20MW 光伏地面电站 B 项目 BT 总承包合同》，两个 BT 项目容量共计 40MW，合同总价 30,000 万，约占 2016 年度营业收入的 21.04%。

投资要点：

■ 继续推进购买风电项目资产，新能源 EPC 新模式重新上路。

2017 年 3 月 9 日，公司发行股份购买万龙风电 100%股权和佳兴风电 100%股权的事项未获得并购重组委审核通过。2017 年 3 月 22 日，公司发布公告，公司与项目股东协商决定继续推进购买该资产事项。标的公司旗下的风电场容量合计 95.25MW，预计会每年带来超过 2000 万元的利润。

根据之前的定增方案及前期运作，我们可以看出，公司新能源 EPC 的运作模式是与实力雄厚的企业合作成立产业基金，依托其资金、资源等实力投资新能源项目，公司承担 EPC 工程。新能源项目建成以后，公司再通过发行股份购买资产的方式收购产业基金合作方在项目中的资本金，公司继续运营该新能源项目获得收益。通过这种方式，公司获得了 EPC 和运营的双重收益，而基金合作方获得了上市公司的股权，长期投资于上市公司，获益于上市公司的成长和股权的增值。

以这种模式进行的项目可复制性高，目前公司已经与国电投旗下企业合作，顺利利用这种模式实现约 100MW 的新能源 EPC 项目并网，同时，双方已签订后续合作的战略合作协议。

公司决定继续推进收购万龙风电和佳兴风电股权体现了公司以此种 EPC 模式做大业绩的决心。下一步是董事会审议，如果得以顺利推进，我们认为公司规模和业绩扩张将进入快速发展通道。

能源发电、储能、充电桩领域》——2016-09-28
《九洲电气（300040）2015 年年报点评：年报符合预期，持续看好公司在新能源领域的拓展（买入）*电力设备新能源*谭倩》——2016-04-22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

■ 签订 BT 总承包大单，保障装机量持续稳定增长。

2017 年 3 月 22 日，公司与安达市亿晶新能源发电有限公司签署了关于《青肯泡乡 20MW 光伏地面电站 A 项目 BT 总承包合同》及《青肯泡乡 20MW 光伏地面电站 B 项目 BT 总承包合同》，两 BT 项目共计 40MW，合同总价 30,000 万，约占 2016 年度营业收入的 21.04%。粗略统计，公司目前在手 BT、EPC 项目超过 300MW，公司有望在 2016 年 EPC 新增装机量约 100-130MW 的基础上，将 2017 年的新增装机量提升至 250MW 以上。2017 年以后，预计公司每年新增项目装机量约为 300MW 以上，三年之内建成装机量将会达到 1GW，与产业基金合作建设并逐步注入公司的资产，将成为公司运营利润的稳定来源。

■ 传统电力设备商转型新能源 EPC 和服务商，昊诚电气并表，公司重新焕发生机。

2010 年上市以来，公司收入、利润在 2014 年探底，并在 2014 年首次亏损。收入下降是因为公司在 2012 年将高压变频器业务出售给美国罗克韦尔自动化，2014 年的首次亏损主要是搬入新的生产基地，开拓新市场带来的附加费用造成的。2015 年公司收购昊诚电气 99.93% 的股权，昊诚电气承诺 2015 年、2016 年和 2017 年的净利润分别不低于人民币 3,750 万元、人民币 4,500 万元和人民币 5,100 万元。受益于昊诚电气的并入，以及新能源 EPC 项目的推进和收入确认，公司预计 2016 年净利润为 1.35-1.41 亿元，同比大幅增长 571.68%-601.53%。超出市场预期，以及公司股权的解锁条件的目标（2015-2017 年公司扣非净利润不低于 3000 万、1 亿、2 亿元）。

■ 引进哈工大铅炭电池技术，储能业务有望成为公司业绩新的增长点。

2016 年 12 月 2 日，公司与哈尔滨工业大学签署《成立联合实验室的战略合作协议》，该实验室主要研发领域为铅炭超级电池在储能和动力领域的应用。2017 年 1 月，公司与哈工大王殿龙教授合资设立储能合资公司哈尔滨九洲储能技术有限责任公司，该储能公司将专注于从事高性能铅炭蓄电池、铅酸蓄电池及其正负极材料研发制造和销售。九洲电气接连成立的联合实验室和储能公司将提高公司铅炭储能电池的生产制造及研发能力，进一步落实公司电气设备制造、新能源发电、储能、智能微网的战略发展规划和产业布局。

2016 年 12 月公司与泰来县签订了《电储能项目战略合作框架协议》，计划建设 30MW 的储能项目。未来预计公司在储能领域还将继续发力，将储能业务打造成公司另一个新增长点。

■ 盈利预测和投资评级：维持买入评级。我们看好公司在业务模式理顺之后规模和利润的迅速成长，在不考虑本次定增对股本及业绩影响的前提下，我们预计 2016、2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.38

元、0.67 元、1.04 元，对应目前 PE 分别为 35 倍、20 倍、13 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**传统业务开拓低于预期； EPC 工程开拓低于预期；储能推进低于预期；公司收购推进的不确定性。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	759	1660	2758	3928
增长率(%)	300%	119%	66%	42%
净利润（百万元）	20	131	231	360
增长率(%)	-136%	551%	76%	56%
摊薄每股收益（元）	0.06	0.38	0.67	1.04
ROE(%)	1.23%	7.47%	11.85%	15.98%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 九洲电气盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300040.SZ				股价:	13.28	投资评级:	买入	日期:	2017/03/27
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	1%	7%	12%	16%	EPS	0.06	0.38	0.67	1.04	
毛利率	20%	25%	25%	26%	BVPS	4.74	5.06	5.63	6.51	
期间费率	15%	17%	16%	16%	估值					
销售净利率	3%	8%	8%	9%	P/E	226.26	34.75	19.71	12.62	
成长能力					P/B	2.77	2.60	2.33	2.02	
收入增长率	300%	119%	66%	42%	P/S	5.99	2.74	1.65	1.16	
利润增长率	-136%	551%	76%	56%						
营运能力					利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.32	0.51	0.68	0.79	营业收入	759	1660	2758	3928	
应收账款周转率	0.92	1.48	2.48	2.48	营业成本	607	1242	2061	2899	
存货周转率	2.31	3.38	3.38	3.38	营业税金及附加	6	12	20	29	
偿债能力					销售费用	58	126	209	298	
资产负债率	30%	46%	52%	55%	管理费用	56	123	205	291	
流动比	2.54	2.19	1.85	1.74	财务费用	(7)	16	12	12	
速动比	2.07	1.83	1.48	1.36	其他费用/（-收入）	(29)	0	0	0	
					营业利润	12	141	251	399	
资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	11	8	12	12	
现金及现金等价物	207	525	913	933	利润总额	23	149	263	411	
应收款项	826	1124	1112	1584	所得税费用	3	18	32	51	
存货净额	262	371	615	866	净利润	20	131	231	360	
其他流动资产	118	258	429	610	少数股东损益	0	0	0	0	
流动资产合计	1413	2278	3069	3994	归属于母公司净利润	20	131	231	360	
固定资产	481	508	537	558						
在建工程	22	26	28	31	现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	201	201	193	185	经营活动现金流	(128)	137	516	163	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	20	131	231	360	
资产总计	2339	3235	4050	4990	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	42	42	42	42	折旧摊销	43	68	71	73	
应付款项	437	903	1498	2108	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	16	34	57	81	营运资金变动	(192)	(1032)	(1021)	(1538)	
其他流动负债	61	61	61	61	投资活动现金流	126	(31)	(31)	(24)	
流动负债合计	555	1040	1658	2292	资本支出	(153)	(31)	(31)	(24)	
长期借款及应付债券	0	300	300	300	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	144	144	144	144	其他	278	0	0	0	
长期负债合计	144	444	444	444	筹资活动现金流	321	280	(34)	(54)	
负债合计	699	1484	2102	2736	债务融资	42	300	0	0	
股本	346	346	346	346	权益融资	51	0	0	0	
股东权益	1640	1752	1948	2255	其它	228	(20)	(34)	(54)	
负债和股东权益总计	2339	3235	4050	4990	现金净增加额	318	386	451	85	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。