



增持（首次）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：6.54

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

彭广春

资格编号：S0120522070001

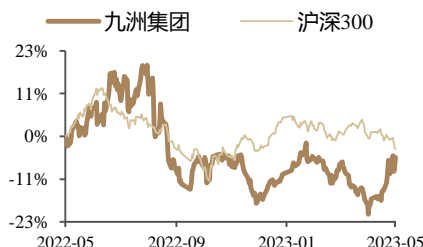
邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.55	2.03	0.31
相对涨幅(%)	18.87	6.41	5.49

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

九洲集团（300040.SZ）：“风光储+智能设备”协同发展，致力于成长为综合型智慧能源供应商

投资要点

- **公司具备新能源电站从设备到运营全产业链业务布局能力。**公司前身哈尔滨九洲高技术公司于1993年成立，成立之初以生产铅酸蓄电池为主，并不断拓宽电气设备产品线，2015年开始，公司开展向能源互联网方向的战略转型，2018年开始全面布局新能源，建设生物质发电、供热、供汽融合互补的综合能源系统，截至目前，公司形成了智能装备制造、可再生能源、综合智慧能源三大业务格局。三大业务相互协同，实现新能源电站从设备到施工到运营全产业链布局。
- **黑龙江和内蒙古是我国优质风光资源区域，公司大力推进新能源电站布局，风电光伏利用小时数优于同业公司。**公司作为东北地区民营新能源投资建设运营龙头企业，近年来在黑龙江、内蒙古地区布局了大量新能源资产。2022年，全国风电/光伏平均利用小时均值分别为2221/1260小时，黑龙江和内蒙古的风电平均利用小时数分别为2559/2532小时，光伏为1622/1548小时，均显著优于全国平均水平，具备优质风光资源。公司依托于自身电气设备制造和运营经验，下属新能源电站风电光伏平均利用小时数优于业内可比公司，2022年，公司风电、光伏平均利用小时数分别为2785.81/1697.23小时，较可比公司均值的2296.25小时、1353.67小时高出21.32%、25.38%。
- **“自持+合作+收购股权”，维持现金流同时扩大新能源电站权益容量，并降低资产负债率。**公司与国资合作，共同开发和建设新能源电站，并在新增电站投建过程中择机向合作方出售部分清洁能源电站股权，整合公司电站资源，优化资产结构。2020-2022年，公司资产负债率由66.83%降低至61.84%。截至2022年底，公司自主开发持有运营的可再生能源电站数量为16个，总规模达640MW，2022年实现上网电量11.54亿千瓦时。间接投资持股的可再生能源电站项目数量为7个，总规模达360MW，2022年实现上网电量3.11亿千瓦时。
- **“十四五”期间两网预计投资近3万亿，有望带动电力设备市场增量扩容。**根据国家电网和南方电网各自的“十四五”规划，“十四五”期间，两网预计投资近3万亿。其中南方电网6700亿投资额中约50%将集中于配网端，用于智能配电网建设，并加快电网数字化智能化和储能建设。公司在智能电气设备领域具备近三十年积淀，产品涉及智能开关成套设备、电力电子成套装置、变电产品、储能设备等，为国网山西、黑龙江、四川等多个项目提供设备，具备丰富项目经验，随着特高压和新基建需求提升，远距离、大范围、大容量、高电压的格局有望进一步拉动高压电气成套设备的需求。
- **大力发展共享储能，打造综合能源供应体系。**“新能源+储能”是新型电力系统建设过程中解决新能源消纳问题的重要途径，随着新型电力系统的快速建设，新型储能行业有望加速发展。2022年9月，公司公告，与国电投旗下上海融和元储能签署了《战略合作框架协议》。融和元储能成立于2019年6月，是国家电投集团下属的储能产品科技公司，成立以来累计装机功率超600MW，累计装机容量达1.2GWH。公司有望借助融和元储项目及产业背景，充分发挥自身在储能领域多年的设备制造优势。2022年9月，公司还获得了泰来独立储能电站200MW/400MWH智慧能源项目备案，有望加快公司储能产业链布局，打造综合智慧能源平台，提升公司利润水平。

- 投资建议与估值：**考虑到公司主业为新能源电站的建设和运营，我们选取节能风电（中国节能旗下风电开发运营平台）、太阳能（中国节能旗下为光伏电站运营企业）和三峡能源（三峡集团旗下风光发电运营企业）作为可比公司，2022年平均PE为21.3倍。公司是区域新能源运营商龙头，具备从设备到施工再到运营全产业链布局能力，随着新型电力系统的逐步建设，新能源装机量持续提高，公司有望受益于电力系统改革。我们预计公司2023-2025年分别实现销售收入为15.44/16.93/18.36亿元，同比增加15.9%、9.7%、8.4%。实现归母净利润为2.49/2.92/3.51亿元，同比增长68.7%、17.1%、20.2%。按2023年5月25日收盘价计算，对应PE分别为15.4X/13.2X/11.0X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：**流动性风险、市场竞争加剧风险、投资并购整合及商誉风险、对外担保风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
			2021	2022	2023E	2024E	2025E
总股本(百万股):	587.69	营业收入(百万元)	1,412	1,332	1,544	1,693	1,836
流通A股(百万股):	461.68	(+/-)YOY(%)	10.3%	-5.7%	15.9%	9.7%	8.4%
52周内股价区间(元):	5.49-8.25	净利润(百万元)	184	148	249	292	351
总市值(百万元):	3,843.48	(+/-)YOY(%)	162.4%	-19.8%	68.7%	17.1%	20.2%
总资产(百万元):	7,664.23	全面摊薄EPS(元)	0.33	0.25	0.42	0.50	0.60
每股净资产(元):	4.89	毛利率(%)	33.8%	39.3%	42.4%	43.6%	44.7%
资料来源：公司公告		净资产收益率(%)	6.8%	5.2%	8.1%	8.6%	9.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司是全产业链布局的综合能源商	6
1.1. 深耕行业三十载，实现全产业链布局	6
1.2. 业务结构不断优化，净利润稳步提升	7
2. 区域新能源运营龙头，充分受益于新能源发展	10
2.1. 双碳背景下风光发电持续景气	10
2.2. 公司东北地区民营新能源运营龙头，装机规模不断增加	12
3. 电网投资持续增加，带动电力设备市场扩容	16
3.1. 我国全社会用电量需求稳步提升，电网投资额进一步增长	16
3.2. 电网投资增加带来电力智能设备需求增加，公司产品体系健全	17
4. 大力发展共享储能，打造综合智慧能源平台	18
4.1. 新能源+储能是解决新能源消纳问题的重要途径	18
4.2. 公司积极推进独立储能项目开发，打造综合智慧能源平台	20
5. 盈利预测与估值	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 可比公司估值	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023Q1)	6
图 3: 2018-2022 公司营业收入 (百万元) 及增速 (右轴)	7
图 4: 2018-2022 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (右轴)	7
图 5: 公司分季度营业收入 (百万元) 及增速	7
图 6: 公司分季度归母净利润 (百万元) 及增速	7
图 7: 2018-2022 公司分产品营业收入占比	8
图 8: 2018-2022 年公司分业务毛利率	8
图 9: 2018-2022 年公司分业务毛利结构	8
图 10: 2018-2022 年公司费用率情况	9
图 11: 2018-2022 年公司资产负债率	9
图 12: 2018-2022 公司应收账款及占营收比重 (右轴)	9

图 13: 2018-2022 年公司应收账款周转率	9
图 14: 2018-2022 年公司应收账款账龄情况	9
图 15: 2015-2030E 我国非化石能源占总能源消费比重	10
图 16: 2022 年我国各类型电力装机占比情况	10
图 17: 2012-2022 年我国风电装机 (万千瓦) 及增速	10
图 18: 2012-2022 年我国太阳能发电装机 (万千瓦) 及增速	11
图 19: 2021 年各省 (区、市) 70 米高度层年平均风速 (m/s) 与平均风功率密度 (W/m ²)	11
图 20: 2022 年全国及各省市风电平均利用小时数 (小时)	12
图 21: 2022.1-11 全国及各省市太阳能发电平均利用小时数 (小时)	12
图 22: 2017-2022 年公司新能源工程收入及增速	13
图 23: 2017-2022 年公司新能源工程业务毛利率	13
图 24: 2018-2022 年公司发电收入 (百万元) 及增速	13
图 25: 2018-2022 年公司发电业务毛利率	13
图 26: 2022 年公司 & 可比公司风电平均利用小时数	14
图 27: 2022 年公司 & 可比公司光伏平均利用小时数	14
图 28: 2012-2022 年我国全社会用电量及增速	16
图 29: 2012-2022 年我国电网基本建设投资完成额及增速	17
图 30: 公司电气设备业务收入及增速	17
图 31: 公司电气设备业务毛利率	17
图 32: 公司高低压产品	18
图 33: 2018-2022 年我国储能累计装机量	19
图 34: 2022 年我国新型储能装机占比	19
图 35: 公司综合智慧能源业务体系	21
表 1: 公司自主开发持有运营的可再生能源电站项目 (截至 2022 年)	13
表 2: 公司间接投资持股的可再生能源电站项目 (截至 2022 年)	14
表 3: 2022-2023.4 公司部分股权转让事宜	15
表 4: 公司持有的可再生能源项目列入合规项目清单	15
表 5: 近期储能行业主要文件	18
表 6: 湖南&山东独立储能电站收益点	20
表 7: 公司持有和正在筹建的综合智慧能源项目 (截至 2022 年底)	21

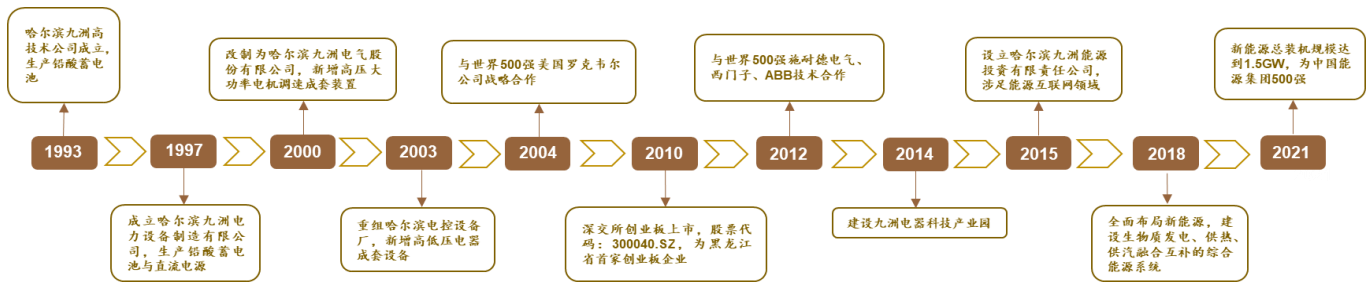
表 8: 公司盈利预测	22
表 9: 九洲集团可比公司估值.....	23

1. 公司是全产业链布局的综合能源商

1.1. 深耕行业三十载，实现全产业链布局

公司前身哈尔滨九洲高技术公司于 1993 年成立，成立之初以生产铅酸蓄电池为主，并不断拓宽电气设备产品线，逐渐在变频器及高频开关直流电源行业占据领先地位。2000 年，公司改制为哈尔滨九洲电气股份有限公司。2010 年，公司于深交所创业板上市，为黑龙江省首家创业板企业。此后，公司进一步与世界技术接轨，与施耐德、西门子、ABB 等国际智能电气制造商建立了稳定合作关系。2015 年开始，公司开展向能源互联网方向的战略转型，同时依托资本市场，加快外延式发展，以提高公司整体竞争实力。2018 年开始全面布局新能源，建设生物质发电、供热、供汽融合互补的综合能源系统，打造“制造+服务+金融”的全产业链。经过多年发展，公司形成了智能装备制造、可再生能源、综合智慧能源三大业务格局。在电力装备与技术、再生能源建设与运营，联产联供综合智慧能源与公共事业服务方面取得了良好发展。

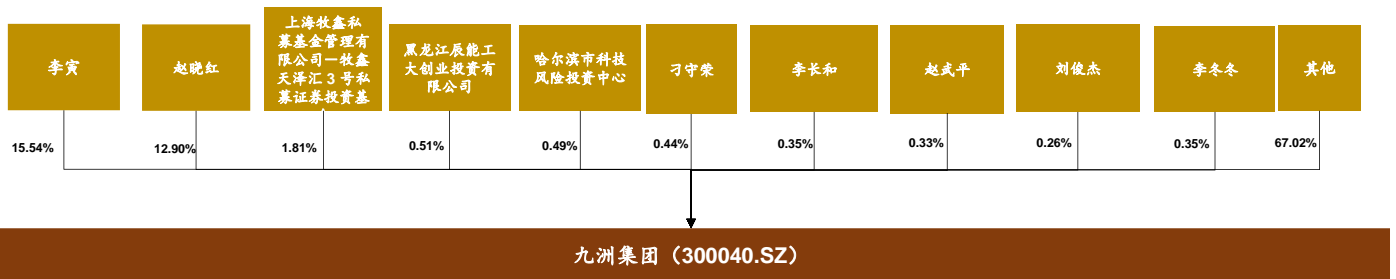
图 1：公司发展历程



资料来源：2010-2022 年公司年报，公司官网，德邦研究所

股权结构清晰，实际控制人从业经验丰富。根据公司 2023 年一季度报告，截至 2023Q1，公司第一大股东李寅直接持有公司 15.54% 股份，公司第二大股东赵晓红直接持有 12.90% 股份。公司实际控制人为李寅先生，现任哈尔滨九洲集团股份有限公司董事长，硕士毕业于哈尔滨工业大学应用化学系高分子材料专业，并获北京大学光华管理学院 EMBA 硕士学位，深耕电力设备制造市场多年，具有丰富的行业和管理经验。

图 2：公司股权结构图（截至 2023Q1）

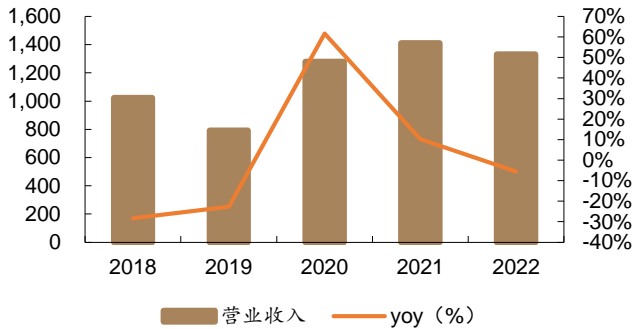


资料来源：公司 2023 年一季度，德邦研究所

1.2. 业务结构不断优化, 净利润稳步提升

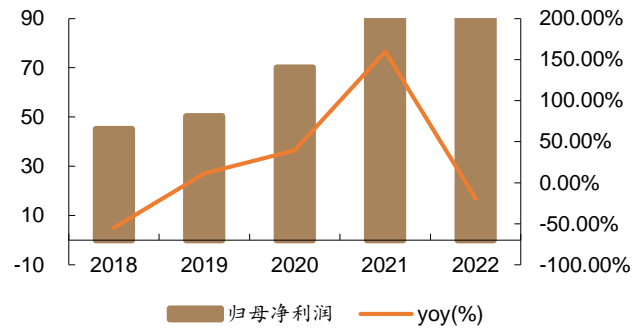
公司营收整体稳定, 归母净利润稳步上涨, 业绩季节性明显。2018-2022年, 公司营收从 10.24 亿元增长至 13.32 亿元, 复合增长率为 6.79%, 归母净利润从 0.45 亿元增长至 1.48 亿元, 复合增长率为 34.39%。2022 年, 公司营收略有下跌, yoy-5.68%(回溯调整后), 主要系受新能源工程收入同比下跌-71.5%的影响。分季度看, 公司营业收入和归母净利润具有一定季节性, 主要系公司主营业务所处的电力行业的季节性以及地域性影响, 黑龙江省作为冬季供暖需求大省, 公司作为黑龙江省民营生物质热电联供龙头企业, 主营业务发展趋势有望持续向好。

图 3: 2018-2022 公司营业收入 (百万元) 及增速 (右轴)



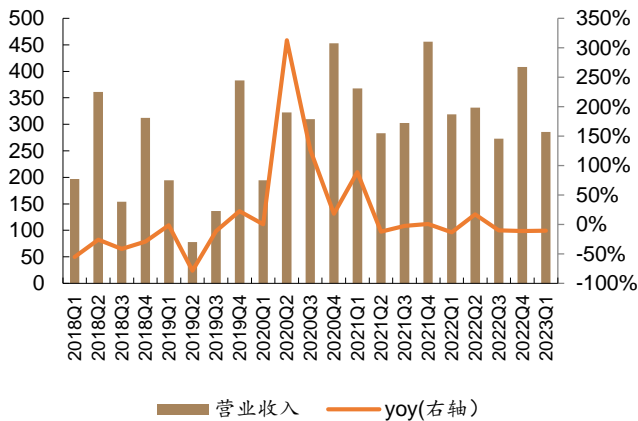
资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 2018-2022 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (右轴)



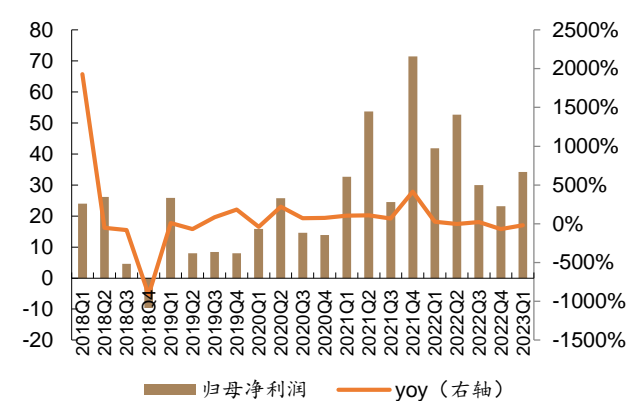
资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司分季度营业收入 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

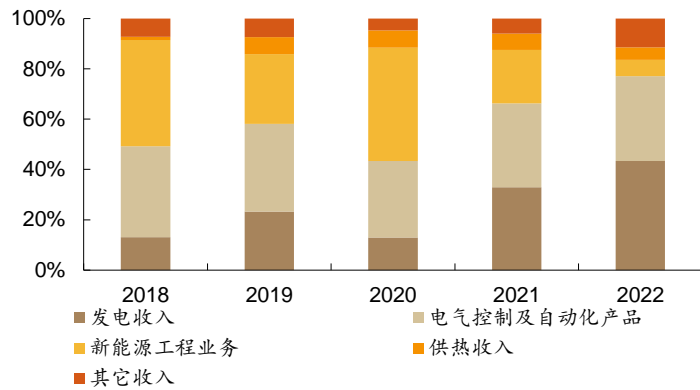
图 6: 公司分季度归母净利润 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

发电收入占总收入比重逐年上升, 业务结构不断优化。分业务看, 公司近年来营业收入结构变化较大, 2020 年以来, 发电收入占比快速提升, 已成为公司主要收入来源, 2020-2022 年, 发电收入由 1.66 亿提升至 5.78 亿, 占比由 12.98% 提升至 43.39%。新能源工程业务 2020 年以来受到外部环境有所下滑, 占比由 2020 年的 45.09% 下降至 2022 年的 6.43%, 此外, 公司为了提高资金效率和资产收益率, 近年来也持续减少为其他客户 BT 建设电站的业务, EPC 业务收入显著下降。

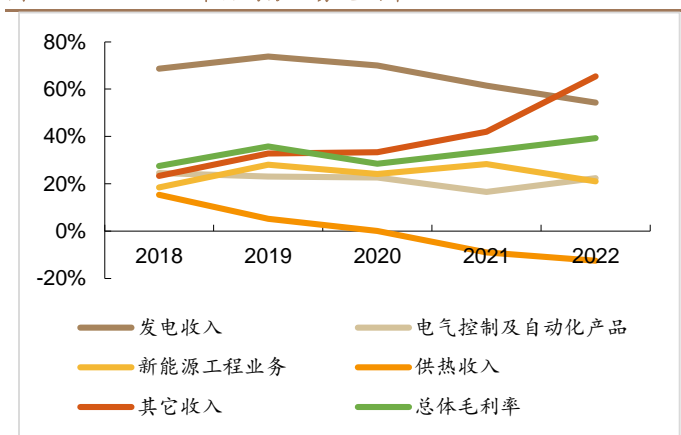
图 7：2018-2022 公司分产品营业收入占比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

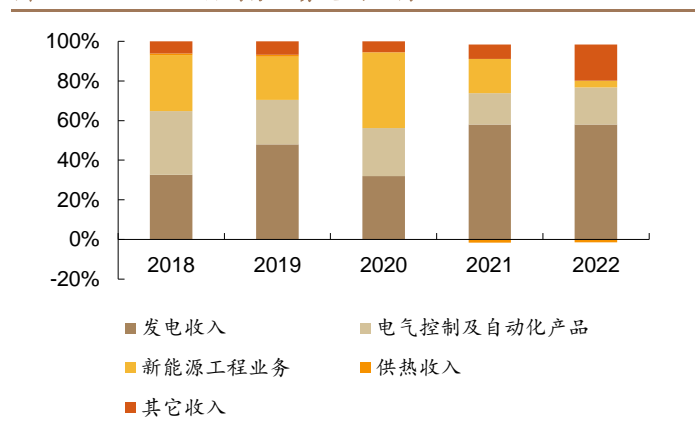
综合毛利率稳中有升，发电收入近五年毛利占比较高。2018-2022，公司总体毛利率水平从 27.58% 上升至 39.34%，主要系高毛利发电收入占比不断提升。发电业务近年来毛利率整体维持在 60% 以上高水平，2022 年有所下滑，为 54.32%。电气设备及自动化产品毛利率 2022 年同比提升 5.91pct，恢复至 2021 之前约 22% 的水平。

图 8：2018-2022 年公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

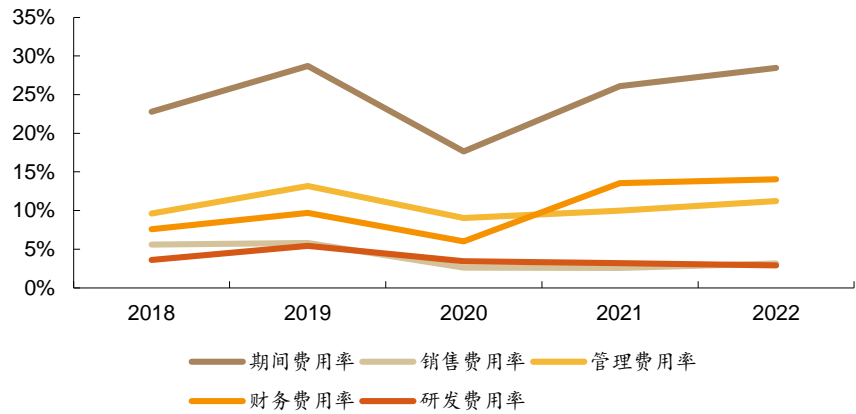
图 9：2018-2022 公司分业务毛利结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

财务费用率增加明显致使公司期间费用率提升。2020-2022 年，公司期间费用率由 17.66% 提升至 28.45%，主要由于新能源业务扩张导致长期借款以及融资租赁增长，带来财务费用率增长。2020-2022 年，财务费用率由 6.01% 增长至 14.04%，管理费用和销售费用总体较稳定。公司计划充分利用可转债、定向增发、REITS 等再融资措施，为公司引入长期优质资金支持，并加强与金融机构合作，拓宽融资渠道，优化融资结构，用低成本融资置换可再生能源电站的高成本融资，降低财务费用。

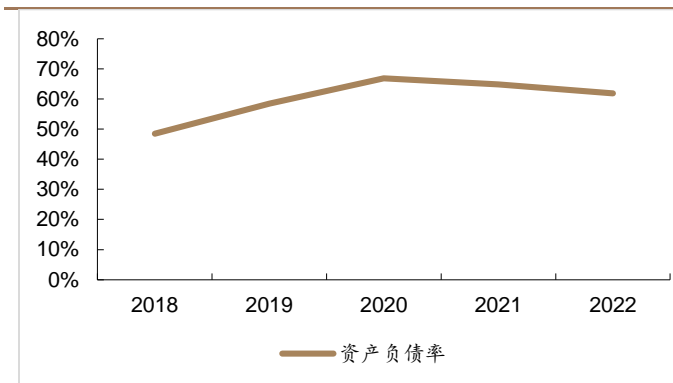
图 10: 2018-2022 年公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所
注: 期间费用率不包含研发费用率

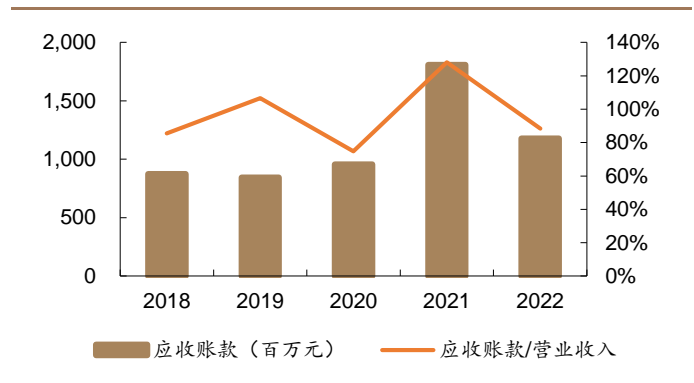
资产负债率有所下降, 应收账款仍存在有压力。2018-2020 年, 公司资产负债率由 48.48% 大幅提升至 66.83%, 主要由于新能源业务大幅扩张带来融资规模的增长, 近两年随着公司优化资产结构, 资产负债率有所下降, 2022 年为 61.84%。应收账款方面, 2022 年, 公司应收账款 11.77 亿, 其中应收国网黑龙江电力有限公司款项 4.05 亿, 占应收账款账面余额的 34.4%。2020 年以来新能源项目补贴回款周期较长, 导致包括公司应收账款周转率有所下降, 2022 年 10 月, 公司发布公告, 公司持有的十个可再生能源项目进入补贴名单, 公司回款情况有望改善。

图 11: 2018-2022 年公司资产负债率



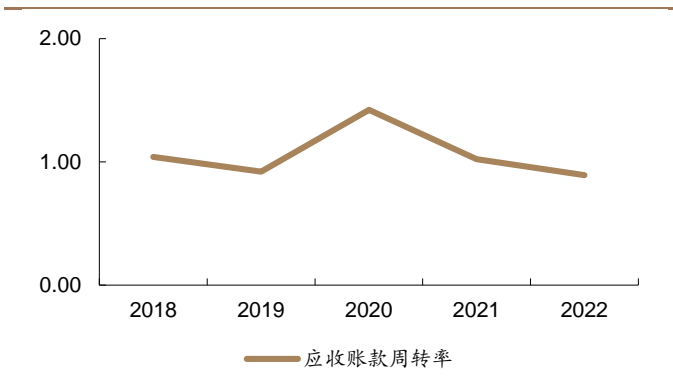
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 12: 2018-2022 年公司应收账款及占营收比重 (右轴)



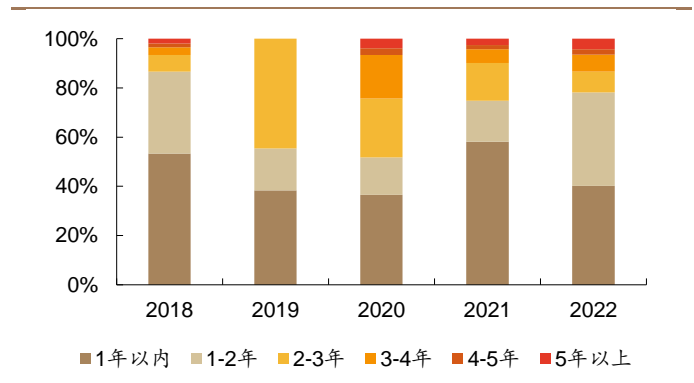
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 13: 2018-2022 年公司应收账款周转率



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 14: 2018-2022 年公司应收账款账龄情况



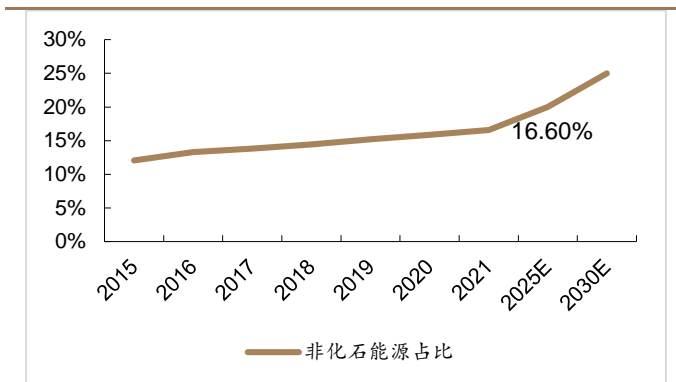
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 区域新能源运营龙头，充分受益于新能源发展

2.1. 双碳背景下风光发电持续景气

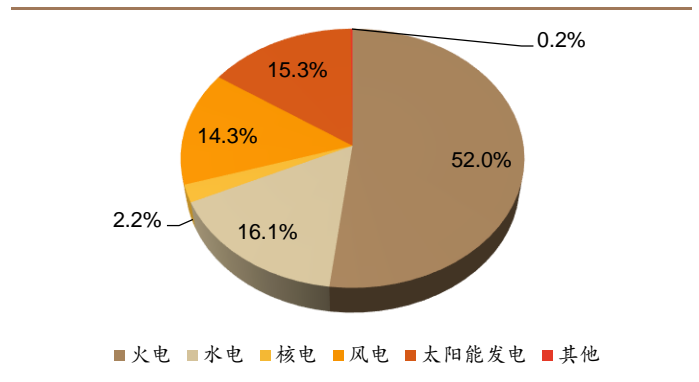
3060 背景下，我国非化石能源消费比重将持续提高。2021 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，方案指出，到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20%左右，到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25%左右。根据国家统计局数据，“十三五”期间，我国非化石能源占终端能源消费比重提高 3.77pct，2021 年比重为 16.6%，要达到“十四五”末 20%的目标依旧任重道远。装机量方面，2022 年，我国非化石能源发电装机占总装机容量的 49.6%，中国电力企业联合会预计，到 2025 年，我国非化石能源发电装机占比达 52%。

图 15：2015-2030E 我国非化石能源占终端能源消费比重



资料来源：国家统计局，国家能源局，《中国能源发展报告 2020》，《中国矿产资源报告 2022》等，德邦研究所

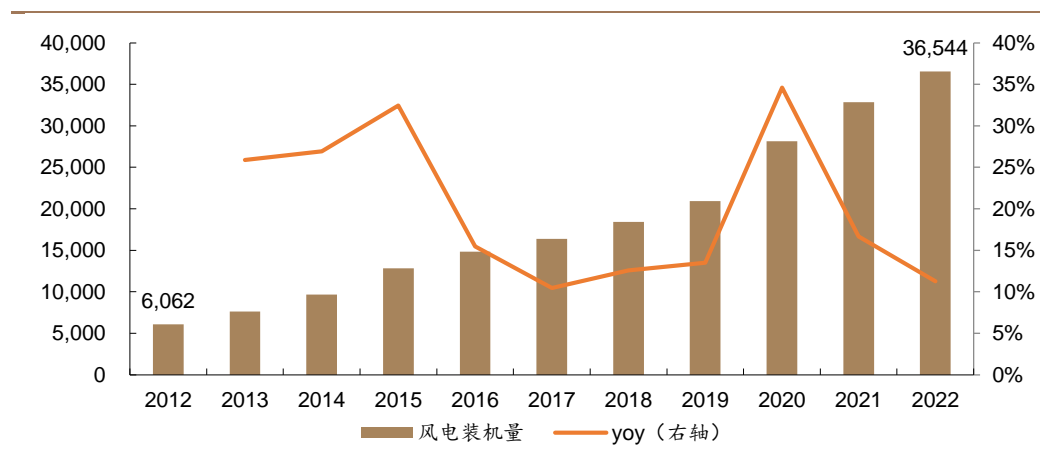
图 16：2022 年我国各类型电力装机占比情况



资料来源：中国电力智库，北极星太阳能光伏网，德邦研究所

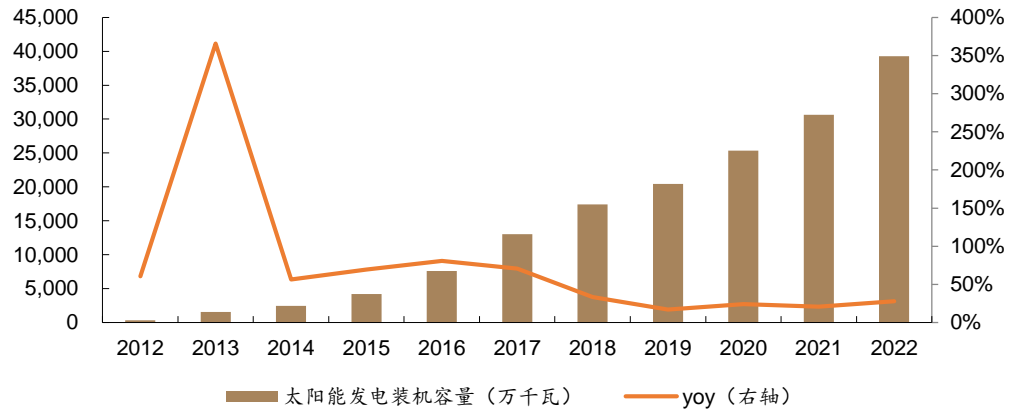
我国风光装机量迅速提升。2012-2022 年，我国风电装机量由 6062 万千瓦增长至 3.65 亿千瓦，年复合增速达 19.68%。光伏装机量由 341.06 万千瓦增长至 3.92 亿千瓦，年复合增速达 60.74%。根据 2023 年 4 月国家能源局发布的《2023 年能源工作指导意见》，中明确，2023 年风电、光伏装机将增加 1.6 亿千瓦左右。

图 17：2012-2022 年我国风电装机（万千瓦）及增速



资料来源：wind，德邦研究所

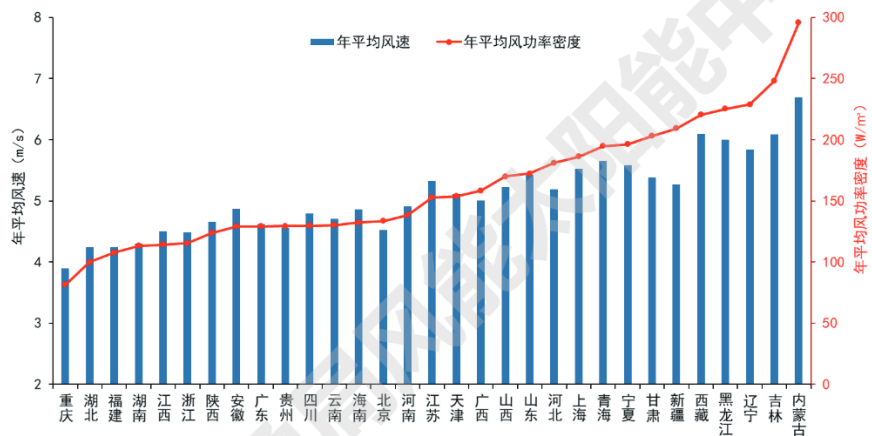
图 18: 2012-2022 年我国太阳能发电装机 (万千瓦) 及增速



资料来源: wind, 德邦研究所

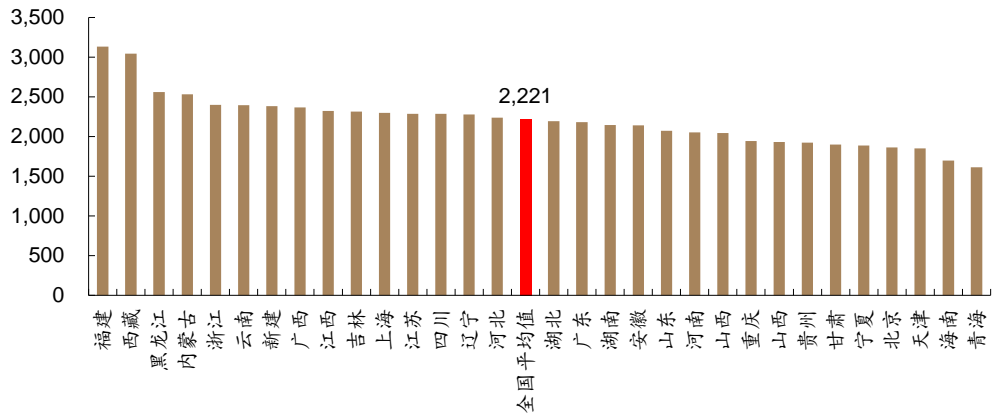
东北和内蒙古是我国优质风资源集中地区。根据《2022 年中国风能太阳能资源年景公报》，2022 年，我国东北地区东部、内蒙古中东部、新疆北部和东部等地高空 70 米风力发电机常用安装高度的风能资源较好，有利于风力发电。从平均风功率密度看，2021 年，全国 70 米高度年平均风功率密度为 $196.7\text{W}/\text{m}^2$ ，平均风功率密度大值区主要在内蒙古中东部、黑龙江东部、吉林西部等地，年平均风功率密度一般超过 $300\text{W}/\text{m}^2$ 。从各省市平均风速看，2021 年，全国 70 米高度年平均风速在 $3.9\text{m}/\text{s}$ - $6.7\text{m}/\text{s}$ 之间，其中黑龙江、吉林、西藏、内蒙古 4 地年平均风速超过 $6.0\text{m}/\text{s}$ 。从全国风电平均利用小时数看，2022 年，全国平均值为 2221 小时，黑龙江和内蒙古分别为 2559/2532 小时，远高于全国平均值。

图 19: 2021 年各省 (区、市) 70 米高度层年平均风速 (m/s) 与平均风功率密度 (W/m^2)



资料来源: 《2021 年中国风能太阳能资源年景公报》，德邦研究所

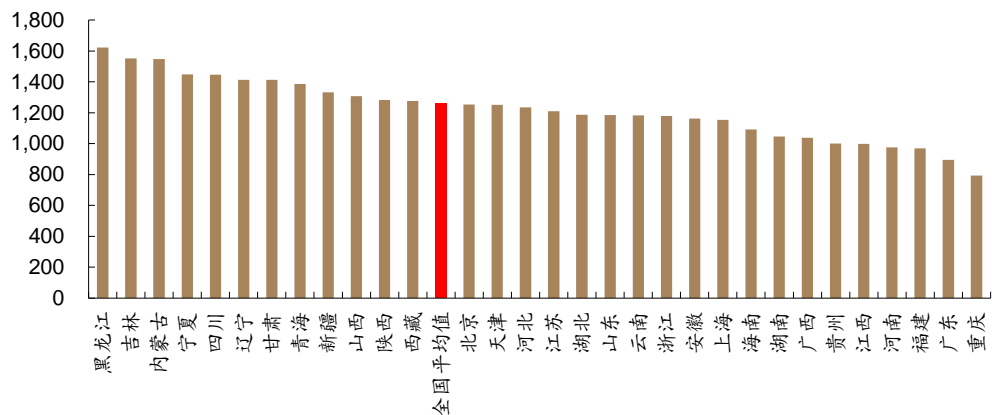
图 20: 2022 年全国及各省市风电平均利用小时数 (小时)



资料来源: wind, 德邦研究所

根据接受太阳能辐射量的程度来看,我国优质光资源集中于新疆、西藏、内蒙古等地区。太阳总辐射年辐照量有四个等级:最丰富($\geq 1750 \text{ kWh/m}^2$)、很丰富($1400-1750 \text{ kWh/m}^2$)、丰富($1050-1400 \text{ kWh/m}^2$)、一般($< 1050 \text{ kWh/m}^2$),我国太阳能资源地区性差异较大,西部地区优于东部。2021年,新疆、西藏、西北中部和西部、内蒙古中部和西部、华北西北部部分地区年水平面总辐照量超过 1400 kWh/m^2 ,属于太阳辐射照量丰富地区,其中内蒙古西部局部地区甚至大于 1750 kWh/m^2 。2022年1-11月,全国平均光伏发电平均利用小时数为1260小时,黑龙江和内蒙古分别为1622/1548小时,居于各省市前三。

图 21: 2022.1-11 全国及各省市太阳能发电平均利用小时数 (小时)



资料来源: wind, 德邦研究所

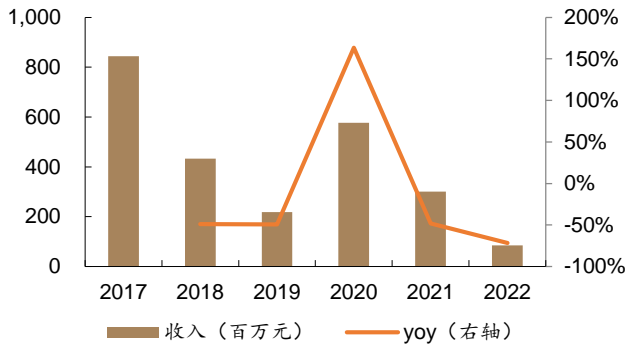
2.2. 公司东北地区民营新能源运营龙头, 装机规模不断增加

公司作为东北地区民营新能源投资建设运营龙头企业,在黑龙江、内蒙古地区布局了大量新能源资产,在建设成本和运营成本上具有规模效应。可再生能源业务目前为公司主要收入来源之一,公司可再生能源业务有两种业务模式:

- (1) 新能源工程建设: 公司为可再生能源电站项目客户提供电力设备产品和工程建设总承包服务,2022年,EPC总包收入8556.92万元,毛利率21.02%,yoy-7.34pct;
- (2) 新能源资产投资及运营: 公司通过自主开发、投资和运营可再生能源

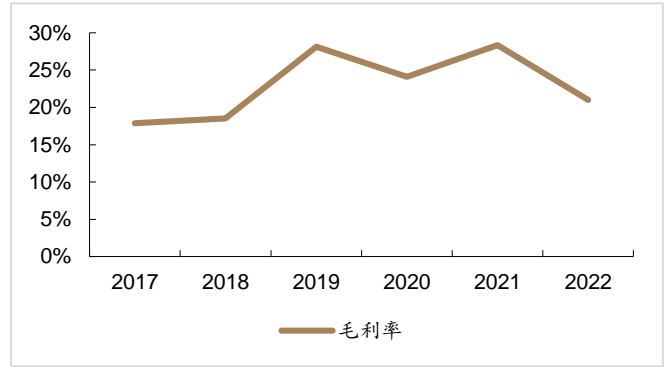
电站项目，建成后持有电站并进行运营管理，通过收取项目发电电费获取稳定收益。2018-2022年，公司发电收入由1.34亿元提升至5.78亿元，年复合增长率为44.1%。截至2022年，公司自主开发持有运营的可再生能源电站数量为16个，总规模达640MW，2022年实现上网电量11.54亿千瓦时。此外，公司还通过与国企合作，共同持有电站。截至2022年，公司间接投资持股的可再生能源电站项目数量为7个，总规模达360MW，2022年实现上网电量3.11亿千瓦时。

图 22：2017-2022 年公司新能源工程收入及增速



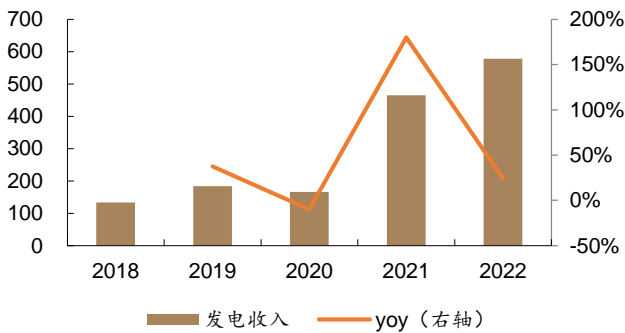
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 23：2017-2022 年公司新能源工程业务毛利率



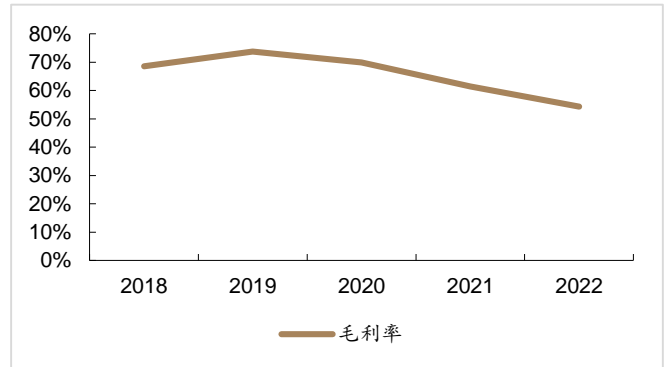
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24：2018-2022 年公司发电收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 25：2018-2022 年公司发电业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 1：公司自主开发持有运营的可再生能源电站项目（截至 2022 年）

名称	地点	项目类型	规模(MW)	2022 年上网电量 (万千瓦时)
大庆时代汇能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆	风电	48	16,476.74
大庆世纪锐能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆	风电	48	16,499.50
七台河佳兴风力发电有限公司	七台河	风电	46	13,025.68
七台河万龙风力发电有限公司	七台河	风电	49.25	11,857.72
贵州关岭国风新能源有限公司	贵州关岭	风电	48	6,784.88
齐齐哈尔达族风力发电有限公司	齐齐哈尔	风电	2	1,052.14
莫力达瓦达斡尔族自治县九洲纳热光伏扶贫有限责任公司	内蒙古莫旗	光伏	48.6	7,791.97
莫力达瓦达斡尔族自治县九洲太阳能发电有限责任公司	内蒙古莫旗	光伏	10	1,712.14
泰来立志光伏发电有限公司	黑龙江泰来	光伏	10	1,647.26
泰来九洲新风光伏发电有限责任公司	黑龙江泰来	光伏	100	17,028.08

泰来九洲新清光伏发电有限责任公司	黑龙江泰来	光伏	100	17,259.01
通化中康电力开发有限公司	吉林通化	光伏	10	1,391
齐齐哈尔市昂瑞太阳能发电有限公司	黑龙江昂昂溪	光伏	3	490.27
齐齐哈尔市群利太阳能发电有限公司	黑龙江昂昂溪	光伏	5	816.04
阳谷光耀新能源有限责任公司	山东阳谷	光伏	12	1,564.47
泰来县九洲风力发电有限责任公司	黑龙江泰来	风电	100	在建
合计			639.85	115,396.90

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

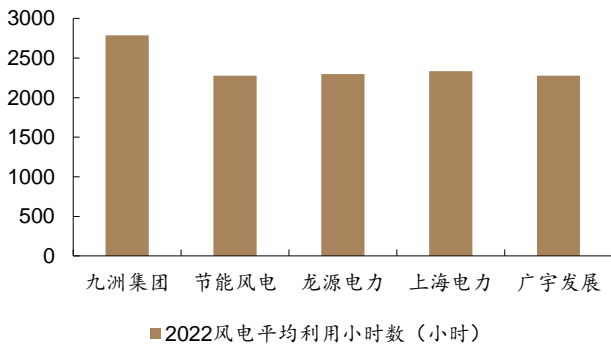
表 2：公司间接投资持股的可再生能源电站项目（截至 2022 年）

名称	地点	规模(MW)	2022 年上网电量 (万千瓦时)
安达市晟晖新能源科技有限公司	黑龙江安达	40	6,524.98
安达市亿晶新能源发电有限公司	黑龙江安达	40	5,623.91
讷河齐能光伏电力开发有限公司	黑龙江讷河	20	3,119.69
泰来宏浩风力发电有限公司	黑龙江泰来	49.5	14,214.29
泰来环球光伏电力有限公司	黑龙江泰来	10	1,572.82
华电哈尔滨呼兰新能源有限公司	黑龙江呼兰	100	在建
华电哈尔滨巴彦新能源有限公司	黑龙江巴彦	100	在建
合计		359.5	31,055.69

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

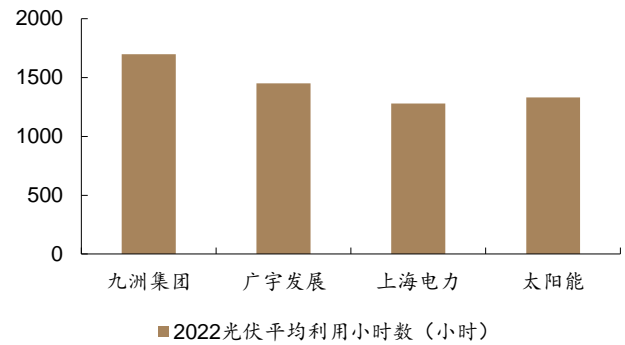
公司新能源电站运营优势显著，风电、光伏利用小时数优于同业可比公司。公司注重加强电站运营的科学管理，确保项目顺利投产且送电后不存在重大质量缺陷，并做好关键指标分析，及时发现运营问题并妥善解决，此外，公司还积极开展技术数据应用、设备技术改造、低效机组治理等管理措施，有效提升风光电场资产利用小时数。2022 年，公司风电、光伏平均利用小时数分别为 2785.81/1697.23 小时，较可比公司均值的 2296.25 小时、1353.67 小时高出 21.32%、25.38%。

图 26：2022 年公司及其可比公司风电平均利用小时数



资料来源：各公司公告，德邦研究所

图 27：2022 年公司及其可比公司光伏平均利用小时数



资料来源：各公司公告，德邦研究所

公司通过产业基金择机出售存量电站部分股权，保持良好现金流，不断优化新能源电站资产结构。近年来，公司加速开展转让和收购电站股权事宜，并扩展参股型轻资产运营业务，实现公司资产负债率的下降和新能源电站资产的结构优化。2022 年，公司先后完成了多个转让和受让电站事宜。

表 3：2022-2023.4 公司部分股权转让事宜

出让事宜				
出让方	时间	受让方	交易主要内容	交易对价
融和一号	2022.3	华电福新能源发展有限公司 全资子公司七台河 丰润风力发电有限公司	公司将持有的泰来宏浩风力发电有限公司、 泰来环球光伏电力有限公司、 安达市亿晶新能源发电有限公司、 安达市晟晖新能源科技有限公司、 讷河齐能光伏电力开发有限公司 51%股权转让给丰润风电	2.88 亿
受让事宜				
受让方	时间	出让方	交易主要内容	交易对价
九洲能源	2022.3	融和一号、融和三号	公司子公司受让融和一号、融和三号所持有的 泰来宏浩风力发电有限公司、 泰来环球光伏电力有限公司、 安达市亿晶新能源发电有限公司、 安达市晟晖新能源科技有限公司、 讷河齐能光伏电力开发有限公司 49%股权	2.77 亿元
九洲能源	2022.3	融和一号、融和三号	融和一号、融和三号将合计持有的 齐齐哈尔市昂瑞太阳能发电有限公司、 齐齐哈尔市群利太阳能发电有限公司 100%股权转让给九洲能源	3560 万元
九洲能源	2022.3	融和一号、融和三号	九洲能源受让融和一号、融和三号 合计持有的 2 家公司 100%股权	7650 万元
九洲能源	2022.3	融和一号、融和三号	融和一号向阳光耀新能源增资 3400 万元后， 与融和三号拟将合计持有的阳光耀新能源 有限责任公司 100%股权转让给九洲能源	30 万元
九洲能源、京能国际 能源发展（北京）有 限公司	2023.4	中航信托股份有限公司	九洲能源拟现金收购转让方所持有的 亚洲新能源（宝应）风力发电有限公司 49%股权。	8.82 万元

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：九洲能源系公司全资子公司哈尔滨九洲能源投资有限责任公司；融和一号为融和电投一号(嘉兴)创业投资合伙企业(有限合伙)；融和三号为融和电投三号(嘉兴)创业投资合伙企业(有限合伙)。

持有电站纳入可再生能源发电补贴清单，有望改善公司现金流。2022 年 3 月，国家发改委、能源局以及财政部三部委联合下发《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》，决定在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作，进一步摸清可再生能源发电补贴底数。10 月，国家电网和南方电网发布《关于公示第一批可再生能源发电补贴核查确认的合规项目清单的公告》，公司持有的十个可再生能源项目进入补贴名单，截止 2022 年 9 月 30 日，应收可再生能源补贴金额合计为 5.97 亿元。

表 4：公司持有的可再生能源项目列入合规项目清单

项目名称	项目类型	项目业主
七台河佳兴风电场	风电	七台河佳兴风力发电有限公司
七台河万龙风电场	风电	七台河万龙风力发电有限公司
大庆大岗风电项目	风电	大庆时代汇能风力发电投资有限公司
大庆平桥风电项目	风电	大庆世纪锐能风力发电投资有限公司
贵州国风安顺关岭普利风电项目 48MW 风力发电	风电	贵州关岭国风新能源有限公司
梅里斯小八旗村分散式风电场项目	风电	齐齐哈尔达族风力发电有限公司
莫力达瓦达斡尔族自治旗 48.6MWp 光伏扶贫电站项目 2	光伏	莫力达瓦达斡尔族自治旗九洲纳热光伏扶贫 有限责任公司

莫力达瓦达斡尔族自治州 10MWp 光伏电站项目	光伏	莫力达瓦达斡尔族自治州九州太阳能发电有限责任公司
通化中康电力开发有限公司光伏发电项目	光伏	通化中康电力开发有限公司
九州泰来立志 10MWp 光伏电站项目	光伏	泰来立志光伏发电有限公司

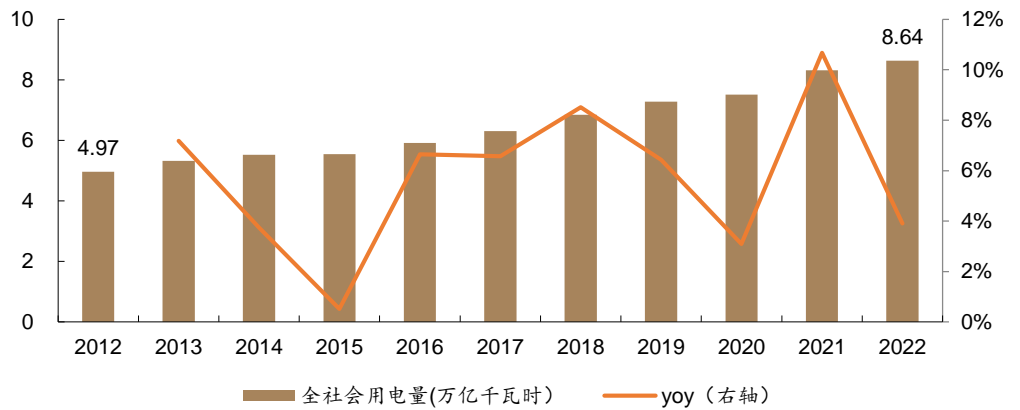
资料来源：九州集团:关于持有的可再生能源项目进入《第一批可再生能源发电补贴核查确认的合规项目清单》的公告，德邦研究所

3. 电网投资持续增加，带动电力设备市场扩容

3.1. 我国全社会用电量需求稳步提升，电网投资额进一步增长

十年来我国全社会用电量稳步提升。2012-2022 年，我国全社会用电量由 2012 年的 4.97 万亿千瓦时增加至 2022 年的 8.64 万亿千瓦时，年复合增长率为 5.69%。分产业看，2022 年，第一、二、三产业用电量分别占比为 1.57%、78.08%、20.35%。随着宏观经济复苏，用电量有望进一步提升。

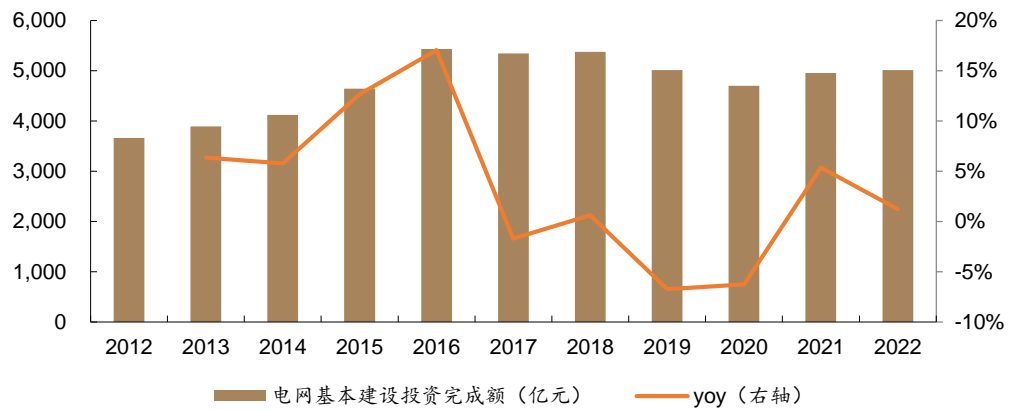
图 28：2012-2022 年我国全社会用电量及增速



资料来源：wind，德邦研究所

电网基本建设投资完成额恢复增长态势，两网“十四五”期间预计投资近 3 万亿。我国电网基本建设投资完成额在 2012-2018 年间保持较快增长，由 2012 年的 3661 亿元增长至 2018 年的 5373 亿元，年复合增长率达 6.6%。2018 年后投资额有所下滑，2021 年起恢复增长态势。根据国家电网和南方电网各自的“十四五”规划，“十四五”期间，两网预计投资近 3 万亿。其中南方电网 6700 亿投资额中约 50%将集中于配网端，用于智能配电网建设，并加快电网数字化智能化和储能建设。

图 29：2012-2022 年我国电网基本建设投资完成额及增速

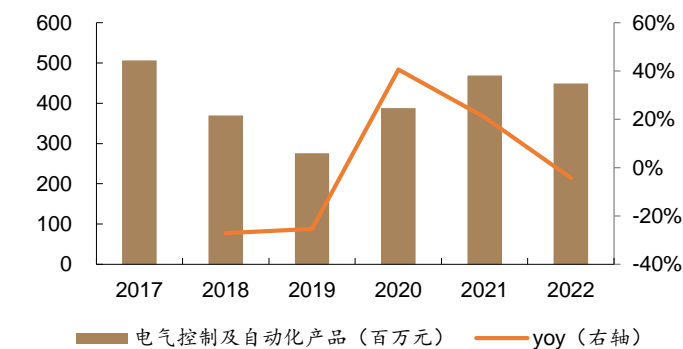


资料来源：wind，德邦研究所

3.2. 电网投资增加带来电力智能设备需求增加，公司产品体系健全

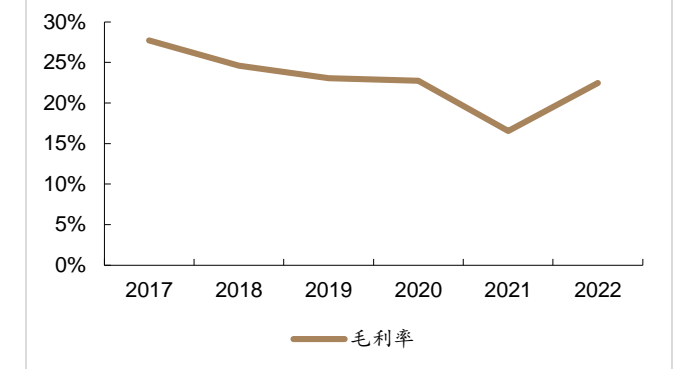
公司生产的智能电气设备主要涉及输配电领域，位于电力设备制造业的中游，上接发电企业，下承终端消费。输配电及控制设备包括电力电子元器件制造，配电开关控制设备制造，变压器、整流器和电感器制造等，与电网投资额、全社会用电量以及特高压、轨道交通等行业建设关系密切。2017-2022，公司电气设备业务收入呈先降后升趋势，毛利率自 2021 年以来改善明显，2022 年毛利率为 22.47%，同比提升 5.91pct。我们认为，2023 年作为“十四五”时期前后承接的关键一年，2021/2022 年末顺利完成的项目和投资有望逐步落地，带动电力设备领域增长。公司电气设备相关业务有望得到修复。

图 30：公司电气设备业务收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 31：公司电气设备业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司电气设备产品齐全，特高压建设有望带动高压设备需求提升。公司电气设备包括智能开关成套设备、电力电子成套装置、变电产品、储能设备等品类，并与施耐德、西门子、ABB、罗克韦尔自动化形成了国际化战略合作，为其合格授权制造商。高低压产品方面，公司低配电柜电压涵盖 0.22—1.14kV 电压等级；高压产品于 6~35kV 高压配电系统，为国网山西、黑龙江、四川等多个项目提供设备，具备丰富项目经验，随着特高压和新基建需求提升，远距离、大范围、高容量、高电压的格局有望进一步拉动高压电气成套设备的需求。储能方面，公司具备近 30 年的行业技术积淀，主要储能产品为电力系统专用阀控式密封维护铅酸蓄电池和铅碳蓄电池，产品广泛应用于电话通讯、不间断电源 (UPS)、安全报警、电力电子设备紧急启动及医疗设备等领域。

图 32: 公司高低压产品



资料来源: 公司 2022 年年报, 德邦研究所

4. 大力发展共享储能, 打造综合智慧能源平台

4.1. 新能源+储能是解决新能源消纳问题的重要途径

2021 年 7 月, 国家发改委、国家能源局先后出台了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》等文件, 确定了储能独立市场主体地位, 明确了源、网、荷三侧多元化发展储能的思路, 指出了健全新型储能价格机制、鼓励探索建设共享储能的的市场机制改革方向, 并指明租赁储能容量可视作可再生能源储能配额。各省、市、自治区也陆续发布储能发展规划及配套政策。“新能源+储能”是新型电力系统建设过程中解决新能源消纳问题的重要途径, 随着新型电力系统的快速建设, 新型储能行业有望加速发展。

表 5: 近期储能行业主要文件

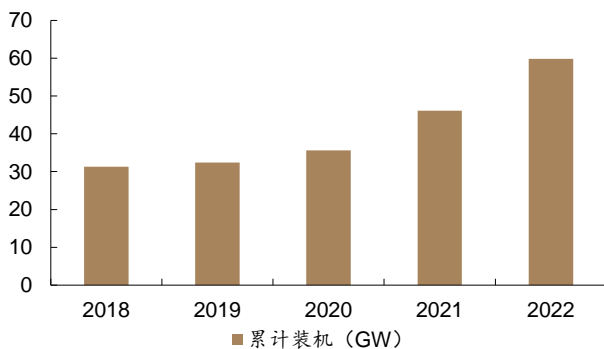
发文单位	文件名称	日期	主要内容
国家能源局	《新型储能项目管理规范(暂行) (征求意见稿)》	2021.6	促进新型储能积极稳妥健康有序发展, 支持以新能源为主体的新型电力系统建设, 加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。
国家发改委 国家能源局	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》 (发改能源〔2021〕1051号)	2021.7	鼓励探索建设共享储能。健全“新能源+储能”项目激励机制, 对于共享模式落实新型储能的新能源发电项目、动态评估其系统价值和技术水平, 可在竞争性配置、项目核准(备案)、并网时序、系统调度运行安排、保障利用小时数、电力辅助服务补偿考核等方面给予适当倾斜。
国家发改委 国家能源局	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》 (发改运行〔2021〕1138号)	2021.7	在电网企业承担可再生能源保障性并网责任的基础上, 鼓励发电企业通过自建或购买调峰储能能力的方式, 增加可再生能源发电装机并网规模。
国家发改委 国家能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》 (发改能源〔2022〕209号)	2022.1	加大“新能源+储能”支持力度。在新能源装机占比高、系统调峰运行压力大的地区, 积极引导新能源电站以市场化方式配置新型储能。对于配套建设新型储能或以共享模式落实新型储能的新能源发电项目, 结合储能技术水平和系统效益, 可在竞争性配置、项目核准、并网时序、保障利用小时数、电力服务补偿考核等方面优先考虑。
国家发改委办公厅 国家能源局综合司	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》 (发改办运行〔2022〕475号)	2022.5	新型储能可作为独立储能参与电力市场。具备独立计量、控制等技术条件, 接入调度自动化系统可被电网监控和调度, 符合相关标准规范和电力市场运营机构等有关方面要求, 具有法人资格的新型储能项目, 可转为独立储能, 作为独立主体参与电力市场。加快推动独立储能参与电力市场配合电网调峰。加快推动独立储能参与中长期市场和现货市场。

山东省发改委 山东省能源局 国家能源局	《关于开展储能示范应用的实施意见》	2021.4	新增集中式风电、光伏发电项目。支持各类市场主体投资建设运营共享储能设施。鼓励风电、光伏发电项目有限租赁共享储能设施，租赁容量视同其配建储能容量。
山东省人民政府	《山东省能源发展“十四五”规划》 (鲁政字〔2021〕143号)	2021.8	支持建设运营共享储能设施，鼓励风电、光伏项目优先租赁共享储能设施。建立健全储能配套政策，完善储能市场化交易机制和价格形成机制，支持储能设施参与辅助服务市场和电力现货市场。
江苏省发改委	《江苏省“十四五”新型储能发展实施方案》 (苏发改能源发〔2022〕831号)	2022.8	鼓励新能源电站以自建、租用或购买等形式配置储能，发挥储能“一站多用”的共享作用。积极支持各类主体开展共享储能、云储能等创新商业模式的应用示范。新能源发电企业与储能企业签订租赁协议，由新能源发电企业按年度支付储能租赁费用，储能企业按照容量提供调峰服务，鼓励签订长期协议或合同。
安徽省能源局	《安徽省新型储能发展规划(2025)》 (皖(2022-能源新能〔2022〕60号)	2022.8	探索共享模式。积极支持各类主体开展共享储能等创新商业模式的应用示范，营造开放共享的储能生态体系。鼓励有配置储能需求的新能源发电企业就近、长期租赁共享独立储能电站。
天津市人民政府	《天津市碳达峰实施方案》 (津政发〔2022〕18号)	2022.8	推动新型储能应用，积极发展“可再生能源+储能”、源网荷储一体化和多能互补，支持新能源合理配置储能，鼓励建设集中式共享储能。
河北省发改委	《全省电网侧独立储能布局指导方案》 《全省电源侧共享储能布局指导方案 (暂行)》	2022.5	按照集约化、共享化原则，通过统筹设计、科学布局，规划到“十四五”末，在全省23个重点县区，新建共享储能电站27个，建设规模约500万千瓦。
山西省能源局	《2023年全省电力市场交易工作方案》 (晋能源规〔2022〕2号)	2022.12	根据实际运行情况，持续优化独立储能、虚拟电厂等新兴市场主体参与现货市场机制。研究出台新型储能共享容量租赁交易机制。

资料来源：国家发改委，国家能源局，各省、市、自治区发改委、能源局等，德邦研究所

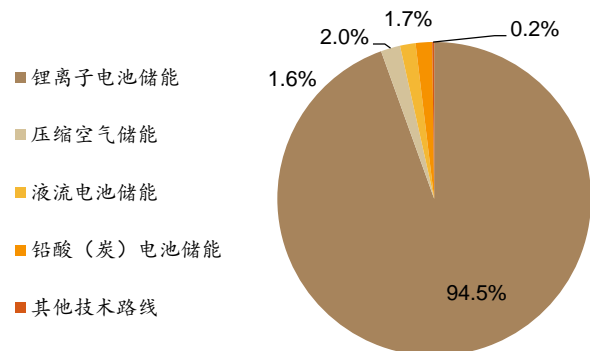
根据 CNESA 的数据，我国近年来储能装机规模迅速提升，2022 年新增/累计装机规模分别为 16.5/59.8 GW，同比增长 57.1%/29.7%。截至 2022 年底，全国已投运新型储能项目装机规模达 870 万千瓦，平均储能时长约 2.1 小时，比 2021 年底增长 110% 以上。全国新型储能装机中，锂离子电池储能占比 94.5%、压缩空气储能 2.0%、液流电池储能 1.6%、铅酸（炭）电池储能 1.7%、其他技术路线 0.2%。

图 33：2018-2022 年我国储能累计装机量



资料来源：CNESA，德邦研究所

图 34：2022 年我国新型储能装机占比



资料来源：国家能源局，北极星储能网，德邦研究所

共享储能主要通过容量租赁和调峰调频获取收益。当前共享储能主要有四种盈利模式：(1) 为新能源电站提供储能能力租赁服务，获取租赁收益，是目前大部分独立共享储能电站最主要的收益来源；(2) 通过与新能源电站进行双边竞价或协商交易，通过发现储能电站“蓄水池”作用进行“低充高放”，降低新能源电站弃电率，实现双方利益共享和分摊；(3) 通过单边调用，参与电力辅助服务，储能电站获取调峰、调频辅助服务费等；(4) 通过参与电力现货电能量市场，实现峰谷价差盈利。通过电力现货市场套利获取收益需要具备足够的峰谷价差，2021 年国家发改委出台了《关于进一步完善分时电价机制的通知》，其中要求合理拉大峰谷电价价差，有望促进独立储能盈利提升。

表 6：湖南&山东独立储能电站收益点

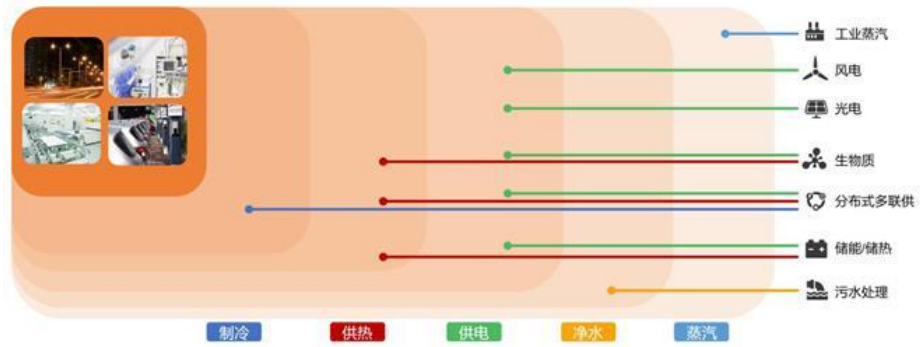
省份	赢利点	主要内容
湖南	调峰补偿	根据深度调峰的相关规定，调峰补充单价由市场竞价决定，报价上限为 500 元/MWh
	储能租赁费用	储能租赁可视同可再生能源储能配额； 通过容量租赁，可获得 450-600 元/kw 左右的租赁费用
	电费收益	电费收益分为两部分：容量电费收益&电量电费收益； 容量电费收益，按年获得，标准为 600 元/kw-年； 电量电费收益，按照储能电站的放电量计算，标准为 0.45 元/kwh
山东	调峰补偿	参与调峰市场，补偿标准为 200 元/MWh； 预计年调峰小时数 1000 小时
	调峰服务奖励电量	储能参与电网调峰时，累计每充电一小时给予 16 小时的调峰奖励 优先发电量计划了参与发电权交易，预计售价 0.1 元/kwh
	储能租赁费用	储能租赁可视同可再生能源储能配额； 预计租金水平 350 元/kw 左右

资料来源：北极星储能网，德邦研究所

4.2. 公司积极推进独立储能项目开发，打造综合智慧能源平台

公司形成了以生物质热电联产、分散式风电供热和储能业务为核心的综合智慧能源业务体系。截至 2022 年，公司控制、参股多个综合能源运营项目，并网规模为 160MW，2022 年合计上网发电量 4.41 亿千瓦时。此外，公司积极与国资合作，大力开展储能业务。2022 年 9 月，公司公告，与国电投旗下上海融和元储能源签署了《战略合作框架协议》。融和元储成立于 2019 年 6 月，是国家电投集团下属的储能产品科技公司，成立以来累计装机功率超 600MW，累计装机容量达 1.2GWH，具备自主研发的储能电站控制系统，在多场景储能领域具备丰富项目经验。公司有望借助融和元储项目及产业背景，充分发挥自身在储能领域多年的设备制造优势。2022 年 9 月，公司还获得了泰来独立储能电站 200MW/400MWh 智慧能源项目备案，有望加快公司储能产业链布局，打造综合智慧能源平台，提升公司利润水平。

图 35：公司综合智慧能源业务体系



资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

公司在生物质热电联产全产业链进行了完善布局。公司利用在黑龙江地区多年的资源积累，已形成了生物质热电联产全产业链的成熟布局：通过向农民或经纪人有偿收购的农作物秸秆、林业废弃物等生物质为原料，利用自身新能源电站运营及电力设备供应基础，开展生物质热电联产项目；热力用于工业用户生产及向居民供暖，电力实现上网销售，形成资源利用循环。上游原料收购方面，公司成立了专门的燃料收储专业团队，选取合格供应商，与公司发展长久稳定合作，目前公司上游原材料已形成了稳定渠道，能够保障热电联产项目稳定运行。2023H1，公司有望进一步实现富裕县生物质热电联产项目 2 个机组共计 80MW 并网。

表 7：公司持有和正在筹建的综合智慧能源项目（截至 2022 年底）

名称	地点	规模(MW)	状态	2022 年上网电量 (万千瓦时)
泰来生物质（秸秆） 热电联产项目	黑龙江省齐齐哈尔 泰来县	2*40	已并网	16,244
富裕县生物质（秸秆） 热电联产项目	黑龙江省齐齐哈尔 富裕县	2*40	在建	-
泰来九洲大兴 110MW/400MWH 独立储能电站一期	黑龙江省齐齐哈尔 泰来县	110MW/ 220MWh	在建	-
泰来九洲大兴 200MW/400MWH 独立储能电站二期	黑龙江省齐齐哈尔 泰来县	90MW/ 180MWh	前期开发	-
梅里斯区农林生物质 热电联产项目	黑龙江省齐齐哈尔 梅里斯区	2*40	已并网	27,828

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们对公司分业务做出如下关键假设：

- (1) 发电收入：随着公司在建和规划电站逐渐投建，公司发电业务收入有望稳步提升。我们假定 2023-2025 年增速分别为 25%/15%/12%，毛利率稳中微升，为 60%/61%/62%；
- (2) 电气控制及自动化产品：随着“十四五”电网投资额逐渐落地，公司是国网和南网长期供应商，电气智能装备业务订单有望实现稳步增长，我们假定 2023-2025 年增速分别为 10%/5%/5%，毛利率稳定，为 20%；

- (3) 新能源工程业务：2022 年外部环境对公司 EPC 业务造成一定影响，随着宏观经济回稳，我们假设 2023-2025 年 EPC 业务保持稳健，增速为 5%，毛利率稳定，为 20%；
- (4) 供热收入：我们假设 2023-2025 年增速为 5%，毛利率稳定，为 5%；
- (5) 其他：此业务占比较低，我们假设 2023-2025 年增速分别为 10%/5%/5%，毛利率稳定，为 60%。

表 8：公司盈利预测

业务类别	项目	2022	2023E	2024E	2025E
发电收入	销售收入 (百万)	577.78	722.23	830.56	930.23
	yoy	24.29%	25.00%	15.00%	12.00%
	毛利润	313.86	433.34	506.64	576.74
	毛利率	54.32%	60.00%	61.00%	62.00%
电气控制及自动化产品	销售收入 (百万)	449.22	494.14	518.84	544.79
	yoy	-4.30%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利润 (百万)	100.94	98.83	103.77	108.96
	毛利率	22.47%	20.00%	20.00%	20.00%
新能源工程业务	销售收入 (百万)	85.57	89.85	94.34	99.06
	yoy	-71.51%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利润 (百万)	17.98	17.97	18.87	19.81
	毛利率	21.02%	20.00%	20.00%	20.00%
供热收入	销售收入 (百万)	66.95	70.30	73.82	77.51
	yoy	-26.27%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利润 (百万)	-8.33	3.52	3.69	3.88
	毛利率	-12.45%	5.00%	5.00%	5.00%
其它收入	销售收入 (百万)	152.03	167.24	175.60	184.38
	yoy	79.71%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利润 (百万)	99.43	100.34	105.36	110.63
	毛利率	65.40%	60.00%	60.00%	60.00%
总计	销售收入 (百万)	1331.56	1543.75	1693.16	1835.96
	yoy	-5.56%	15.94%	9.68%	8.43%
	毛利润 (百万)	523.87	653.99	738.33	820.01
	毛利率	39.34%	42.36%	43.61%	44.66%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

5.2. 可比公司估值

考虑到公司主业为新能源电站的建设和运营，我们选取节能风电（中国节能旗下风电开发运营平台）、太阳能（中国节能旗下为光伏电站运营企业）和三峡能源（三峡集团旗下风光发电运营企业）作为可比公司，2022 年平均 PE 为 21.3 倍。公司是区域新能源运营商龙头，具备从设备到施工再到运营全产业布局能力，随着新型电力系统的逐步建设，新能源装机量持续提高，公司有望受益于电力系统改革。我们预计公司 2023-2025 年分别实现销售收入为 15.44/16.93/18.36 亿元，同比增加 15.9%、9.7%、8.4%。实现归母净利润为 2.49/2.92/3.51 亿元，同比增长 68.7%、17.1%、20.2%。按 2023 年 5 月 25 日收盘价计算，对应 PE 分别为 15.4X/13.2X/11.0X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 9：九洲集团可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
601016.SH	节能风电	3.86	0.32	0.29	0.33	18.47	13.31	11.70
000591.SZ	太阳能	7.04	0.41	0.54	0.70	24.75	13.04	10.06
600905.SH	三峡能源	5.42	0.25	0.32	0.40	20.69	16.94	13.55
可比公司平均估值						21.31	14.43	11.77
300040.SZ	九洲集团	6.54	0.25	0.42	0.50	17.46	15.43	13.18

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 5 月 25 日收盘价，数据除九洲集团、三峡能源外，其他采用 wind 一致预期）

6. 风险提示

（1）流动性风险

可再生能源和环境综合能源利用行业属于资金密集型行业，在项目开发和建设过程中需要大量的资金投入。近年来公司不断扩大可再生能源电站运营规模，导致公司资产负债率有所上升。同时，可再生能源电价附加补助资金持续增加，国家发放可再生能源补贴的时间存在滞后，一定程度上影响公司现金流的稳定。

（2）市场竞争加剧风险

随着我国电力工业进一步发展，电力设备制造业加速增长，有可能会产生产能过剩、成本上升、行业竞争加剧导致利润率下降的风险。

（3）投资并购整合及商誉风险

公司近年来通过投资、并购、参股等多种方式推进自身战略部署，在投资并购的过程中，可能会存在公司与标的公司管理团队整合不及预期，以及标的公司业绩未能兑现承诺等情形，导致并购完成后投资并购效果不达预期，甚至拖累公司业绩的风险。

（4）对外担保风险

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 19.4 亿元（不包括对子公司担保）。提供担保的对象为公司可再生能源电站 BT 建设的项目业主方，担保方式为连带责任担保。虽然可再生能源电站一旦建成并网发电，就能形成稳定的电费收入和现金流，成为还本付息的来源，保证人实际承担连带保证责任的可能性较小。但若未来被担保企业经营困难，出现不能按时偿付到期债务的情况，公司存在一定的代偿风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.42	0.50	0.60
每股净资产	4.83	5.25	5.75	6.34
每股经营现金流	1.08	0.72	1.23	1.61
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	35.30	15.43	13.18	10.96
P/B	1.21	1.25	1.14	1.03
P/S	2.89	2.49	2.27	2.09
EV/EBITDA	10.00	7.55	6.51	5.56
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.3%	42.4%	43.6%	44.7%
净利润率	11.1%	16.1%	17.2%	19.1%
净资产收益率	5.2%	8.1%	8.6%	9.4%
资产回报率	1.9%	3.0%	3.4%	3.9%
投资回报率	5.4%	6.2%	7.0%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.7%	15.9%	9.7%	8.4%
EBIT 增长率	-3.0%	27.1%	16.8%	12.2%
净利润增长率	-19.8%	68.7%	17.1%	20.2%
偿债能力指标				
资产负债率	61.8%	62.0%	59.3%	57.2%
流动比率	1.8	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.3	1.5	1.7
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	322.5	354.2	366.6	347.8
存货周转天数	150.6	108.0	105.4	121.3
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	148	249	292	351
少数股东损益	17	20	21	32
非现金支出	238	427	481	533
非经营收益	122	85	72	74
营运资金变动	109	-358	-143	-45
经营活动现金流	634	423	723	944
资产	-474	-586	-565	-565
投资	141	-8	-8	-8
其他	346	31	49	45
投资活动现金流	12	-563	-524	-528
债权募资	998	319	-50	-50
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,533	-116	-122	-120
融资活动现金流	-536	203	-172	-170
现金净流量	111	63	28	247

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,332	1,544	1,693	1,836
营业成本	808	890	955	1,016
毛利率%	39.3%	42.4%	43.6%	44.7%
营业税金及附加	15	15	17	18
营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	42	54	59	62
营业费用率%	3.2%	3.5%	3.5%	3.4%
管理费用	111	139	161	164
管理费用率%	8.3%	9.0%	9.5%	8.9%
研发费用	39	54	59	64
研发费用率%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	335	426	497	558
财务费用	187	152	177	172
财务费用率%	14.0%	9.8%	10.4%	9.4%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	33	31	49	45
营业利润	183	294	342	418
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	181	294	342	418
EBITDA	576	852	978	1,091
所得税	16	25	29	35
有效所得税率%	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%
少数股东损益	17	20	21	32
归属母公司所有者净利润	148	249	292	351

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	465	528	556	803
应收账款及应收票据	1,195	1,527	1,732	1,781
存货	333	263	276	338
其它流动资产	499	749	636	699
流动资产合计	2,492	3,067	3,200	3,621
长期股权投资	402	410	418	426
固定资产	2,967	3,101	3,167	3,180
在建工程	501	522	537	552
无形资产	185	189	192	197
非流动资产合计	5,080	5,247	5,339	5,379
资产总计	7,572	8,314	8,539	9,000
短期借款	181	500	450	400
应付票据及应付账款	654	798	762	848
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	575	586	583	626
流动负债合计	1,411	1,884	1,796	1,874
长期借款	1,385	1,385	1,385	1,385
其它长期负债	1,887	1,887	1,887	1,887
非流动负债合计	3,272	3,272	3,272	3,272
负债总计	4,683	5,156	5,068	5,146
实收资本	588	588	588	588
普通股股东权益	2,837	3,086	3,378	3,729
少数股东权益	52	72	93	125
负债和所有者权益合计	7,572	8,314	8,539	9,000

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况

下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。