



增持（维持）

所属行业：电力设备/电网设备
当前价格(元)：6.64

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

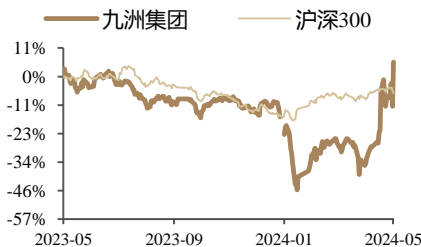
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%)	62.75	43.72	54.78
相对涨幅(%)	60.03	42.13	51.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《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》，2023.5.26

九洲集团(300040.SZ)：业绩短期承压，电网设备+并网规模增量可期

投资要点

- 事件：**公司发布2023年和2024年一季度业绩公告，2023年公司实现营业收入12.13亿元，同比下降8.89%；实现归母净利润0.94亿元，同比减少36.19%；扣非后归母净利润0.11亿元，同比减少78.45%。单Q4实现收入4.09亿元，同比增长0.25%，归母净利润0.21亿元，同比减少8.08%。24Q1实现收入3.18亿元，同比增长11.32%，实现归母净利润0.24亿元，同比减少29.64%。
- 电站股权转让+设备订单签约流程滞后致使收入有所下滑，紧抓新能源电站建设机遇发展设备业务，24Q1制造业订单复苏态势初显。**2023年公司收入和归母净利润均有所下滑，其中收入下滑的主要原因为：(1)公司出售了七台河万龙风力发电项目以及七台河佳兴风力发电项目51%股权；(2)智能装备制造板块2023年订单签约流程延后。净利润下降原因主要为商誉减值计提的资产减值损失增加及综合智慧能源业务发电毛利减少所致。2024年3月1日，国家发改委、国家能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，电网招标有望延续“十四五”以来的高景气趋势。公司在电气制造领域具备三十余年积累，2023年，公司组建大客户销售部，通过新能源业务跟央企建立良好合作，积极把握新能源电站建设过程中的设备机遇，拓展设备销售市场，并在扬州设立研发团队，进一步研发创新产品设备，着力于制造业的发展。24Q1，公司制造业订单同比增速较高，实现良好复苏。
- 分业务看，综合智慧能源业务收入增长明显。**2023年公司智能装备制造/新能源发电/新能源工程/综合智慧能源业务分别实现收入4.04/4.25/0.49/2.99亿元，同比-18.3%、-15.2%、-42.98%、+107.7%。公司除自主开发运营的电站之外，采取联合央企伙伴“合作开发”的战略，在新增电站资产不断投建过程中，持续优化在手新能源资产结构和质量，对成熟电站项目择机出让，实现公司存量资产规模控制和提升投资收益的同时，保持与央企伙伴的深度合作，获得新能源电站项目的资源共享共赢。截至2023年底，公司开发、建设、投资、运营的可再生发电站超过2000MW，2023年上网电量合计20.48亿千瓦时。2023年公司新增了九洲零碳产业园49.5MW风电项目、安达市九洲火山250MW光伏发电项目等多个风电光伏项目的核准，并储备了一批优质新能源项目。新能源电站业务进一步夯实。
- 综合智慧能源毛利率较低影响整体毛利率。**公司2023年综合毛利率为29.83%，同比下降9.5pct，其中智能装备制造/新能源发电/新能源工程/综合智慧能源业务毛利率分别为20.11%、63.61%、17.48%、-7.87%，同比-1.44%、-3.5%、-3.54%、+13.38%。综合智慧能源业务毛利率较低主要由于其包括的生物质热电联产项目，分布式风电与独立储能电站项目仍处于建设阶段，后续有望通过精细化运营管理、控制燃料成本、增加非电收入等方式实现减亏及扭亏。2023年，国家持续推进电力市场化改革，规范可再生能源发电项目，公司作为东北地区民营新能源龙头企业有望充分受益。
- 投资建议与估值：**根据公司2023年及2024Q1业绩情况，我们调整盈利预测，并新增2026年预测，预计公司2024-2026年分别实现销售收入为13.7亿元、15.1

亿元、16.6 亿元，增速分别为 12.9%、10.1%、10.2%。归母净利润分别为 1.2 亿元、1.4 亿元、1.7 亿元，增速分别为 28.6%、15.1%、19%。对应 PE 分别为 32X、28X、24X。维持“增持”投资评级。

- **风险提示：**政策推进不及预期风险，投资并购风险，市场竞争风险，项目建设不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
			2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	587.69	营业收入(百万元)	1,332	1,213	1,370	1,509	1,662
流通 A 股(百万股):	460.66	(+/-)YOY(%)	-5.7%	-8.9%	12.9%	10.1%	10.2%
52 周内股价区间(元):	3.43-6.64	净利润(百万元)	148	94	121	139	166
总市值(百万元):	3,902.28	(+/-)YOY(%)	-19.8%	-36.2%	28.6%	15.1%	19.0%
总资产(百万元):	7,356.88	全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.16	0.21	0.24	0.28
每股净资产(元):	4.96	毛利率(%)	39.3%	29.8%	32.4%	33.6%	33.9%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	5.2%	3.3%	4.1%	4.6%	5.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.21	0.24	0.28
每股净资产	4.93	5.05	5.19	5.36
每股经营现金流	1.08	0.61	1.54	1.34
每股股利	0.07	0.09	0.09	0.11
价值评估(倍)				
P/E	35.30	32.21	27.97	23.51
P/B	1.14	1.32	1.28	1.24
P/S	3.22	2.85	2.59	2.35
EV/EBITDA	13.81	8.29	7.46	6.83
股息率%	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.8%	32.4%	33.6%	33.9%
净利润率	7.8%	8.8%	9.2%	10.0%
净资产收益率	3.3%	4.1%	4.6%	5.3%
资产回报率	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%
投资回报率	2.7%	4.2%	4.5%	4.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.9%	12.9%	10.1%	10.2%
EBIT 增长率	-43.4%	65.8%	5.2%	8.1%
净利润增长率	-36.2%	28.6%	15.1%	19.0%
偿债能力指标				
资产负债率	60.2%	62.5%	61.2%	60.3%
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	307.0	365.6	325.5	332.7
存货周转天数	79.6	96.0	108.8	94.8
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	94	121	139	166
少数股东损益	7	8	12	12
非现金支出	264	529	583	635
非经营收益	60	82	110	115
营运资金变动	208	-384	60	-139
经营活动现金流	633	357	904	790
资产	-544	-558	-557	-560
投资	-132	-4	-5	-5
其他	-9	68	45	33
投资活动现金流	-685	-494	-517	-531
债权募资	919	476	-205	-57
股权募资	0	0	0	0
其他	-872	-203	-211	-216
融资活动现金流	47	273	-416	-273
现金净流量	-5	135	-29	-14

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,213	1,370	1,509	1,662
营业成本	851	925	1,001	1,098
毛利率%	29.8%	32.4%	33.6%	33.9%
营业税金及附加	16	14	15	17
营业税金率%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	45	48	53	59
营业费用率%	3.7%	3.5%	3.5%	3.6%
管理费用	110	110	128	142
管理费用率%	9.0%	8.1%	8.5%	8.5%
研发费用	24	37	38	40
研发费用率%	2.0%	2.7%	2.5%	2.4%
EBIT	190	314	331	357
财务费用	153	177	172	168
财务费用率%	12.6%	12.9%	11.4%	10.1%
资产减值损失	-21	0	0	0
投资收益	94	68	45	33
营业利润	113	147	170	202
营业外收支	3	-2	-0	0
利润总额	116	146	170	202
EBITDA	438	844	914	993
所得税	15	16	19	24
有效所得税率%	13.3%	11.1%	11.1%	11.8%
少数股东损益	7	8	12	12
归属母公司所有者净利润	94	121	139	166

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	436	571	543	529
应收账款及应收票据	1,031	1,395	1,363	1,536
存货	186	243	298	285
其它流动资产	419	485	487	514
流动资产合计	2,072	2,694	2,691	2,864
长期股权投资	879	887	895	903
固定资产	3,457	3,543	3,560	3,524
在建工程	344	365	380	395
无形资产	184	171	177	186
非流动资产合计	5,356	5,388	5,366	5,295
资产总计	7,427	8,082	8,057	8,159
短期借款	187	663	457	400
应付票据及应付账款	542	663	714	720
预收账款	2	2	2	3
其它流动负债	435	418	452	492
流动负债合计	1,166	1,746	1,625	1,615
长期借款	2,377	2,377	2,377	2,377
其它长期负债	928	928	928	928
非流动负债合计	3,304	3,304	3,304	3,304
负债总计	4,470	5,050	4,929	4,919
实收资本	588	588	588	588
普通股股东权益	2,899	2,965	3,049	3,149
少数股东权益	58	67	79	91
负债和所有者权益合计	7,427	8,082	8,057	8,159

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。

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；	类别	评级	说明
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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。