



## 增持（维持）

所属行业：公用事业/电力  
当前价格(元)：5.25

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

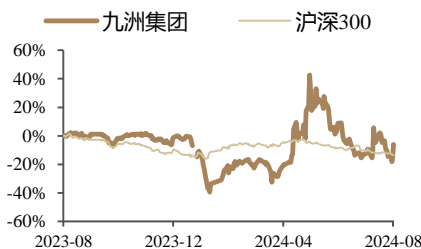
卢璇

资格编号：S0120524050004

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.25	-13.65	-34.09
相对涨幅(%)	12.11	-8.33	-24.90

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《九洲集团(300040.SZ)：业绩短期承压，电网设备+并网规模增量可期》，2024.5.26

# 九洲集团(300040.SZ)：24H1归母净利润同比高增39%，多业务表现亮眼

## 投资要点

- 事件：**公司发布2024半年度业绩公告，2024H1公司实现营业收入7.42亿元，同比+42.68%；实现归母净利润0.8亿元，同比+38.56%；扣非后归母净利润0.26亿元，同比减少41.82%。单Q2实现收入4.24亿元，同比+80.92%，归母净利润0.56亿元，同比+137.48%，环比+132.73%。
- 新能源工程&综合智慧能源&智能装备制造业务营收同比实现大幅增加。**分业务看，24H1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2.08/1.93/0.7/2.66亿元，同比分别+66.5%、-19%、+1009.9%、+116.72%。智能装备制造方面，公司持续巩固电网渠道优势，24H1电网配用电产品中标金额提升51%，加大上下游产业及非电网客户挖掘，丰富客户结构。新能源运营方面，公司持续拓展央企国企合作伙伴，寻求出售部分新能源电站股权，实现“EPC价值”“设备销售”和“风光资源溢价”等多重价值的兑现，截至24H1，公司自持和在运的新能源电站装机规模1044.6MW，上网电量5.2亿千瓦时；作为少数股东持有运营的新能源电站合计754.75MW，上网电量7.53亿千瓦时。“自持+运营”模式助力公司回笼现金，降低资产负债率，进一步开展新能源投资、智能运维、微电网系统EPC工程总包等新业态，服务于各电力相关产业合作伙伴，提升公司盈利能力。
- 综合毛利率有所下滑，收入提升致期间费用率显著下降。**公司2024H1综合毛利率为32.83%，同比下降6.6pct，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23.27%、68.9%、98.32%、-2.8%，同比+2.08/+5.97/+56.29/-4.96pct。预计主要系高毛利的新能源发电业务收入同比有所下滑，以及低毛利的综合能源业务收入有所提升所致。费用率方面，公司期间费用率为22.54%，同比下降11.4pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为3.4%、8.37%、9.61%、1.16%，同比持平、-2.43/-8.19/-0.78pct。销售费用同比增加42.7%，主要系增加了大客户销售团队，业务费等有所上升，财务费用同比下滑22.99%。
- 公司兼具设备制造和电站运营能力。**公司在电气制造工程行业拥有30余年的技术经验，并在风光及生物质资源优异的黑龙江、内蒙古地区布局了较多新能源资产，已成为具备“设备制造+EPC工程+运营”全产业链布局的综合能源供应商。2024年8月，国家能源局印发《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027年）》，其中提出了2024-2027年重点开展的专项行动，涉及电力系统稳定、配电网高质量发展、智慧化调度体系建设等多方面，公司有望凭借多年行业积累经验充分享受行业发展机遇。
- 投资建议与估值：**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%。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					
总股本(百万股):	587.77		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	460.74	营业收入(百万元)	1,332	1,213	1,370	1,509	1,662
52 周内股价区间(元):	3.39-7.97	(+/-)YOY(%)	-5.7%	-8.9%	12.9%	10.1%	10.2%
总市值(百万元):	3,085.79	净利润(百万元)	148	94	121	139	166
总资产(百万元):	7,487.26	(+/-)YOY(%)	-19.8%	-36.2%	28.6%	15.1%	19.0%
每股净资产(元):	5.06	全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.16	0.21	0.24	0.28
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	39.3%	29.8%	32.4%	33.6%	33.9%
		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	5.37
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	0.10
价值评估(倍)				
P/E	35.30	25.47	22.12	18.59
P/B	1.14	1.04	1.01	0.98
P/S	2.54	2.25	2.05	1.86
EV/EBITDA	13.81	7.32	6.57	5.99
股息率%	1.3%	1.8%	1.8%	1.9%
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%	60.2%
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.6
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	-207
融资活动现金流	47	273	-416	-265
现金净流量	-5	135	-29	-6

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 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	537
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	2,695	2,692	2,872
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	8,168
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	3,157
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	8,168

# 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。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

## 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。