



装备制造高增长，综合能源迎拐点

—— 九洲集团 2024 年中报点评

2024 年 08 月 29 日

- 事件：**公司发布 2024 年中报，上半年实现营收 7.42 亿元，同比+42.68%，实现归母净利 0.80 亿元(扣非 0.26 亿元)，同比+38.56%(扣非同比-41.82%)。实现经现净额 0.42 亿元，同比-53.91%，ROE(加权)为 2.73%，同比增加 0.71 个百分点。
- 期间费用率大幅下降助盈利能力保持稳定。**报告期，公司销售毛利率、净利率分别为 **32.83%**、11.32%，同比-6.60pct、-0.52pct，期间费用率 22.54%，同比-11.40pct。报告期公司装备制造、新能源发电毛利率稳中有升，综合能源业务收入大幅增长且毛利率由正转负，或是公司整体毛利率下降幅度较大的主要原因。2024H1 公司资产负债率 59.48%，同比-2.31pct，处于相对合理水平。报告期，公司经现净额大幅减少，主要是因为购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
- 装备制造：收入高增，具备持续增长动力。**报告期公司装备制造业务收入 2.08 亿，同比大幅增长 66.47%；电网配用电产品中标金额提升 51%。公司是中国电力电子智能装备领域国家级重点高新技术企业，产品涵盖高中低压成套开关电气、变电设备、电力电子装置、控制元器件、智能仪表、智能化终端、新能源发电装备、储能充电等。随着我国新能源装机大幅增长、电改持续深化，电力系统对相关产品需求旺盛，将为公司装备制造业务提供长足增长动力。
- 新能源：量价双降致收入下降，滚动开发、增长可期：**报告期公司新能源发电业务收入 1.93 亿，同比下降 19%。风电、光伏电价分别下降 0.18、0.06 元/KWh 至 0.41、0.43 元/KWh；同时风光上网电量合计 5.18 亿 KWh，同比下降 14.66%；电量电价共同作用导致公司新能源发电收入下降。公司目前持有和在建的新能源电站共计 1044.60MW，其中安达石山 250MW 在建；参股项目装机 754.75MW，其中中华电哈尔滨巴彦二期 100MW 在建。公司新能源发电业务采取滚动开发模式，资金压力相对较小，未来装机有望稳健增长。
- 综合能源：短期生物质项目拖累业绩，迎快速增长期。**报告期公司综合能源业务收入 2.66 亿，同比大幅增长 116.72%，但生物质项目投产时间短原料成本高昂，目前该业务毛利率仅为-2.80%，拖累了公司整体业绩。但公司后续投产的综合能源项目以分散式风电项目为主，预计将具备较强的盈利能力，且生物质项目随着管理水平的提升、工艺的优化，未来盈利能力也有提升空间。目前公司持有和筹建的综合能源项目合计 509.50MW，其中分别为 80MW 的两个生物质项目已并网，装机规模 49.50MW 的零碳产业园分散式风电项目在建，核准阶段装机规模 175MW、前期开发阶段装机规模 125MW。公司后续项目均为盈利能力较强的风电项目，随着筹建项目的陆续投产，综合能源业务将迎来快速增长期，成为公司重要的业绩增长点。
- 盈利预测及投资建议：**预计公司 2024~2026 年归母净利分别为 1.41 亿元、1.81 亿元、2.16 亿元，对应 PE 分别为 19.54 倍、15.25 倍、12.76 倍。公司装备制造业务迎来高增长，综合能源项目业绩放量在即，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**公司项目推进、市场拓展不及预期的风险。

九洲集团 (300040.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

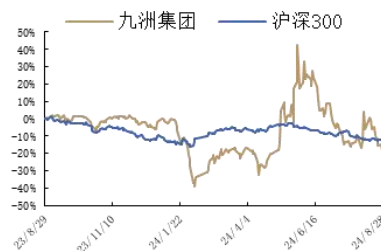
市场数据

2024-08-28

股票代码	300040
A 股收盘价(元)	4.69
上证指数	2,837.43
总股本(万股)	58,777
实际流通 A 股(万股)	46,074
流通 A 股市值(亿元)	22

相对沪深 300 表现图

2024-08-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保公用】公司深度报告_九洲集团：民营绿区域龙头，携一体化显著优势发力风光储

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1213.21	1527.81	1723.24	1910.52
收入增长率%	-8.89	25.93	12.79	10.87
归母净利润(百万元)	94.21	141.09	180.72	216.07
利润增速%	-36.19	49.75	28.08	19.56
毛利率%	29.83	29.54	30.38	31.07
摊薄 EPS(元)	0.16	0.24	0.31	0.37
PE	35.00	19.54	15.25	12.76
PB	1.14	0.92	0.88	0.84
PS	0.03	0.03	0.04	0.04

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2071.92	2565.52	2774.53	3126.23
现金	436.42	400.54	457.23	535.26
应收账款	1020.51	1317.55	1467.81	1637.47
其它应收款	100.72	160.83	162.23	190.49
预付账款	17.54	28.43	28.20	32.87
存货	185.75	339.57	320.09	383.37
其他	310.99	318.60	338.97	346.78
非流动资产	5355.57	5646.26	5899.72	6046.49
长期投资	879.01	979.01	1079.01	1179.01
固定资产	3456.94	3600.39	3723.84	3736.78
无形资产	183.81	211.05	221.07	234.89
其他	835.81	855.81	875.81	895.81
资产总计	7427.49	8211.78	8674.25	9172.72
流动负债	1166.09	1641.78	1812.38	2043.47
短期借款	186.72	386.72	486.72	586.72
应付账款	475.53	663.01	704.49	792.17
其他	503.85	592.05	621.17	664.58
非流动负债	3304.24	3504.24	3654.24	3754.24
长期借款	2376.65	2576.65	2726.65	2826.65
其他	927.59	927.59	927.59	927.59
负债合计	4470.34	5146.02	5466.62	5797.71
少数股东权益	58.41	68.25	83.63	99.75
归属母公司股东权益	2898.74	2997.51	3124.01	3275.25
负债和股东权益	7427.49	8211.78	8674.25	9172.72

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	633.26	195.82	428.23	429.17
净利润	100.74	150.93	196.09	232.20
折旧摊销	247.92	303.34	313.76	325.61
财务费用	154.09	93.17	102.17	108.42
投资损失	-93.93	-99.31	-103.39	-95.53
营运资金变动	208.20	-253.80	-81.72	-142.58
其它	16.24	1.48	1.31	1.05
投资活动现金流	-684.80	-496.21	-465.14	-377.90
资本支出	-543.71	-505.51	-478.53	-383.43
长期投资	-131.82	-100.00	-100.00	-100.00
其他	-9.27	109.31	113.39	105.53
筹资活动现金流	46.89	264.50	93.61	26.76
短期借款	6.19	200.00	100.00	100.00
长期借款	991.91	200.00	150.00	100.00
其他	-951.22	-135.50	-156.39	-173.24
现金净增加额	-4.65	-35.89	56.70	78.02

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1213.21	1527.81	1723.24	1910.52
营业成本	851.33	1076.53	1199.70	1316.89
营业税金及附加	16.31	20.53	23.16	25.68
营业费用	19.60	24.44	26.71	28.66
管理费用	109.66	137.50	148.20	156.66
财务费用	153.23	189.15	198.42	204.25
资产减值损失	-20.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	93.66	99.31	103.39	95.53
营业利润	113.06	171.83	222.42	265.02
营业外收入	4.49	2.50	2.60	2.70
营业外支出	1.43	4.50	4.50	4.40
利润总额	116.13	169.83	220.52	263.32
所得税	15.39	18.90	24.43	31.12
净利润	100.74	150.93	196.09	232.20
少数股东损益	6.53	9.84	15.38	16.13
归属母公司净利润	94.21	141.09	180.72	216.07
EBITDA	437.53	541.58	604.77	670.03
EPS (元)	0.16	0.24	0.31	0.37

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-8.89%	25.93%	12.79%	10.87%
营业利润	-38.24%	51.98%	29.44%	19.15%
归属母公司净利润	-36.19%	49.75%	28.08%	19.56%
毛利率	29.83%	29.54%	30.38%	31.07%
净利率	7.77%	9.23%	10.49%	11.31%
ROE	3.25%	4.71%	5.78%	6.60%
ROIC	2.68%	3.18%	3.67%	4.10%
资产负债率	60.19%	62.67%	63.02%	63.21%
净负债比率	93.05%	103.97%	105.40%	103.79%
流动比率	1.78	1.56	1.53	1.53
速动比率	1.58	1.31	1.31	1.30
总资产周转率	0.16	0.19	0.20	0.21
应收账款周转率	1.19	1.16	1.17	1.17
应付账款周转率	2.55	2.30	2.45	2.41
每股收益	0.16	0.24	0.31	0.37
每股经营现金	1.08	0.33	0.73	0.73
每股净资产	4.93	5.10	5.32	5.57
P/E	35.00	19.54	15.25	12.76
P/B	1.14	0.92	0.88	0.84
EV/EBITDA	13.81	10.97	10.15	9.34
P/S	2.27	1.80	1.60	1.44

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn