

公司研究

计提资产减值致盈利承压，稳步推进新能源电站建设

——九洲集团（300040.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 14.81 亿元，同比+22.09%，实现归母净利润-5.45 亿元，同比-678.26%；2024Q4 实现营业收入 5.08 亿元，同比+24.14%，实现归母净利润-6.18 亿元，同比大幅亏损。

加速推进新能源电站建设，智能配用电业务稳中有增。

2024 年公司积极推进新能源项目开发建设，泰来九洲大型 100MW 风电项目顺利并网，安达九洲火山 250MW 光伏发电项目、安达九洲石山 250MW 光伏发电项目开工建设，带动公司新能源工程业务收入同比增长 136.41%至 1.15 亿元，毛利率同比增长 45.14 个 pct 至 62.62%。公司智能配电网业务 2024 年营业收入同比增长 20.26%至 4.86 亿元，毛利率同比减少 0.24 个 pct 至 19.87%。

重点布局新能源电站建设和运营，2025 年计划向各子公司增资 10 亿元。

公司持续推进新能源项目投资运营，2024 年底持有的风电/光伏电站规模达到 246/298.6MW，上网电量分别达到 6.09/4.48 亿千瓦时；作为少数股东持有 49% 股权的在运新能源电站共 654.75MW，2024 年上网电量 14.47 亿千瓦时。2025 年公司将重点布局新能源电站建设和运营，计划向各子公司合计增资 10 亿元用于推进在手的风光项目建设，建成后有望给公司发电业务带来新的业绩增量。

计提减值优化生物电站资产结构，持续获取分散式风电资源指标。

受生物质行业政策和原材料价格影响，2024 年公司基于审慎性原则对生物质业务计提 4.22 亿元资产减值损失，资产结构优化后叠加成本控制和非电收入提升等举措实施，生物质电站业务有望达到盈亏平衡或微利。另一方面，公司持续加大分散式风电资源指标获取力度，2024 年新增核准梅里斯 20MW、哈尔滨市松北区 25MW、齐齐哈尔富拉尔基 48MW 等多个分散式风电项目。

维持“增持”评级：生物质项目的盈利压力仍存，叠加电力市场化对公司新能源项目盈利带来的不确定性增加，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 0.92/1.41/1.67 亿元（下调 46%/下调 27%/新增），当前股价对应 25 年 PE 为 49 倍。公司不断推进可再生能源电站（尤其是分散式风电项目）建设投资，叠加积极布局生物质能源和储能项目有望增厚公司利润，公司业绩有望重回增长轨道，**维持“增持”评级。**

风险提示：新增新能源装机量不及预期；电网投资不及预期；生物质热电联产项目经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,213	1,481	1,643	1,822	1,964
营业收入增长率	-8.89%	22.09%	10.95%	10.87%	7.78%
归母净利润（百万元）	94	-545	92	141	167
归母净利润增长率	-36.19%	-678.26%	-	52.41%	18.64%
EPS（元）	0.16	-0.90	0.15	0.23	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.25%	-22.88%	3.79%	5.54%	6.31%
P/E	47	-	49	32	27
P/B	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28

增持（维持）

当前价：7.49 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

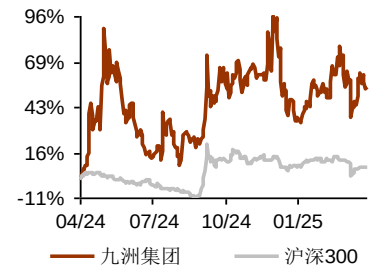
021-52523827

haopian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.03
总市值(亿元):	45.16
一年最低/最高(元):	4.28/8.88
近 3 月换手率:	556.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.82	32.22	63.54
绝对	15.41	31.87	67.89

资料来源：Wind

相关研报

出售电站优化资产结构，生物质热电联产项目陆续投运——九洲集团（300040.SZ）2024 年中报点评（2024-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,213	1,481	1,643	1,822	1,964
营业成本	851	1,076	1,175	1,285	1,383
折旧和摊销	214	233	338	367	393
税金及附加	16	18	16	18	20
销售费用	45	61	66	69	71
管理费用	110	123	140	155	167
研发费用	24	18	16	18	20
财务费用	153	144	165	187	213
投资收益	94	-4	83	94	111
营业利润	113	-496	109	163	192
利润总额	116	-497	109	163	192
所得税	15	41	11	16	19
净利润	101	-538	98	147	173
少数股东损益	7	7	6	6	6
归属母公司净利润	94	-545	92	141	167
EPS(元)	0.16	-0.90	0.15	0.23	0.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	633	126	698	752	637
净利润	94	-545	92	141	167
折旧摊销	214	233	338	367	393
净营运资金增加	-290	401	-140	-100	65
其他	616	36	408	345	13
投资活动产生现金流	-685	-335	-727	-416	-399
净资本支出	-544	-300	-810	-510	-510
长期投资变化	879	865	0	0	0
其他资产变化	-1,020	-899	83	94	111
融资活动现金流	47	170	81	181	229
股本变化	0	15	0	0	0
债务净变化	847	-151	283	408	500
无息负债变化	-1,060	370	84	185	-9
净现金流	-5	-38	53	517	467

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.8%	27.4%	28.5%	29.5%	29.6%
EBITDA 率	35.8%	60.4%	36.1%	36.9%	37.0%
EBIT 率	17.2%	44.1%	15.6%	16.7%	17.0%
税前净利润率	9.6%	-33.6%	6.6%	8.9%	9.8%
归母净利润率	7.8%	-36.8%	5.6%	7.7%	8.5%
ROA	1.4%	-7.5%	1.3%	1.8%	1.9%
ROE (摊薄)	3.3%	-22.9%	3.8%	5.5%	6.3%
经营性 ROIC	3.7%	15.9%	4.8%	5.7%	6.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	60%	66%	67%	68%	69%
流动比率	1.78	1.54	1.67	1.96	2.33
速动比率	1.62	1.36	1.49	1.80	2.16
归母权益/有息债务	0.95	0.82	0.76	0.70	0.65
有形资产/有息债务	2.28	2.31	2.24	2.18	2.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,427	7,136	7,565	8,266	8,871
货币资金	436	358	411	928	1,395
交易性金融资产	20	16	16	16	16
应收账款	1,021	1,289	1,198	1,239	1,241
应收票据	10	0	16	18	20
其他应收款 (合计)	101	70	73	80	86
存货	186	259	231	220	229
其他流动资产	250	187	187	187	187
流动资产合计	2,072	2,202	2,159	2,716	3,204
其他权益工具	4	4	4	4	4
长期股权投资	879	865	865	865	865
固定资产	3,457	3,242	3,448	3,506	3,560
在建工程	344	99	374	468	538
无形资产	184	181	181	182	183
商誉	62	36	36	36	36
其他非流动资产	38	69	69	69	69
非流动资产合计	5,356	4,934	5,406	5,550	5,667
总负债	4,470	4,690	5,057	5,650	6,141
短期借款	187	310	92	0	0
应付账款	476	407	470	642	622
应付票据	67	73	94	103	111
预收账款	2	3	0	0	0
其他流动负债	11	9	9	9	9
流动负债合计	1,166	1,426	1,293	1,386	1,377
长期借款	2,377	1,934	2,434	2,934	3,434
应付债券	266	204	204	204	204
其他非流动负债	59	52	52	52	52
非流动负债合计	3,304	3,264	3,764	4,264	4,764
股东权益	2,957	2,447	2,509	2,616	2,730
股本	588	603	603	603	603
公积金	1,166	1,250	1,259	1,273	1,290
未分配利润	1,062	476	523	610	702
归属母公司权益	2,899	2,381	2,438	2,539	2,647
少数股东权益	58	65	71	77	83

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.72%	4.12%	4.00%	3.80%	3.60%
管理费用率	9.04%	8.29%	8.50%	8.50%	8.50%
财务费用率	12.63%	9.72%	10.04%	10.27%	10.82%
研发费用率	1.97%	1.23%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	13%	-8%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.07	0.06	0.07	0.10	0.11
每股经营现金流	1.08	0.21	1.16	1.25	1.06
每股净资产	4.93	3.95	4.04	4.21	4.39
每股销售收入	2.06	2.46	2.73	3.02	3.26

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	47	-	49	32	27
PB	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.4	7.5	11.7	10.2	9.6
股息率	0.9%	0.8%	0.9%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP