

## 公司研究

# 出让电站优化资产结构，综合智慧能源业务有望增厚利润

## ——九洲集团（300040.SZ）2022 年年报点评

### 要点

**事件：**公司发布 2022 年年报，22 年实现营业收入 13.32 亿元，同比下降 5.68%（追溯后，下同），实现归母净利润 1.48 亿元，同比下降 19.75%；22Q4 实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降 68.37%；拟每股派发现金红利 0.06 元（含税）。

**加大新能源产业布局，推进可再生能源电站建设投资。**（1）智能装备制造业务（包括电气设备和其他产品）是公司的传统主业，2022 年实现营收 4.95 亿元，同比下降 2.26%，毛利率上升 5.33 个 pct 至 21.55%。（2）2022 年公司可再生能源发电业务收入同比增长 15.18%至 5.01 亿元，毛利率为 67.11%；公司推进可再生能源电站建设投资，22 年获得 300MW 风电项目核准（独立申报 1 个 100MW 项目+与央企合作 2 个 100MW 项目）；截至 2022 年末，公司持有的风电、光伏可再生能源电站总装机容量分别为 241.25MW、298.6MW。（3）公司新能源工程建设业务同比下降 71.51%至 0.86 亿元，主要系公司发展重心转向自主开发建设及运营新能源电站，毛利率同比下降 7.33 个 pct 至 21.02%。

**在建可再生能源电站奠定规模增长，出让电站优化资产结构。**截至 2022 年底，公司运营新能源电站规模 999.35MW，其中自持 639.85MW，包括光伏 298.6MW、风电 341.25MW（其中 100MW 在建），作为少数股东（49%股权）持有 359.5MW，包括光伏 110MW、风电 249.5MW（其中 200MW 在建）。同时，公司逐渐开始转型轻资产运营，2022 年将泰来宏浩风力发电有限公司等 5 家电站 51%股权进行转让，合计 159.5MW。2023 年公司将进一步加大可再生能源电站的投资建设，提高公司盈利能力，同时择机出售部分电站股权，优化资产结构。

**积极推进生物质热电联产和储能项目，综合智慧能源业务有望增厚利润。**截至 2022 年底公司持有生物质热电联产项目规模 160MW（其中 80MW 已并网、80MW 在建），并作为少数股东（49%股权）持有规模 80MW。此外，公司充分利用各自资源优势，积极推进东北区域独立储能项目合作开发，加快公司储能产业布局，22 年获得了泰来独立储能电站 200MW/400MWh 智慧能源项目备案。

**维持“增持”评级：**公司近年来新能源工程业务有所承压，后续平价项目投运后盈利能力将有所降低，我们下调 23/24 年盈利预测，引入 25 年盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 2.46/3.12/3.84 亿元（下调 27%/下调 24%/新增），对应 EPS 为 0.42/0.53/0.65 元，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 14/11/9 倍。公司不断推进可再生能源电站建设投资，叠加积极布局生物质能源和储能项目有望增厚公司利润，公司业绩有望稳健增长，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,410	1,332	1,846	2,097	2,365
营业收入增长率	10.17%	-5.56%	38.64%	13.58%	12.80%
净利润（百万元）	182	148	246	312	384
净利润增长率	159.94%	-18.99%	66.67%	26.92%	22.99%
EPS（元）	0.31	0.25	0.42	0.53	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.70%	5.20%	8.07%	9.40%	10.50%
P/E	18	23	14	11	9
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-24

### 增持（维持）

当前价：5.66 元

#### 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

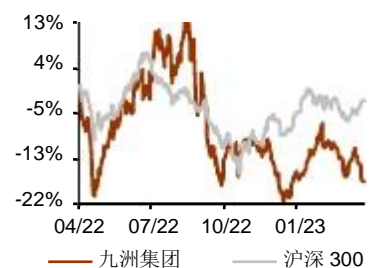
021-52523828

[huangshuaibin@ebsecn.com](mailto:huangshuaibin@ebsecn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)	5.88
总市值(亿元)	33.26
一年最低/最高(元)	5.58/8.32
近 3 月换手率	64.89%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.60	-4.95	-7.81
绝对	-11.70	-10.16	-2.71

资料来源：Wind

#### 相关研报

运营新能源电站规模显著增加，综合智慧能源业务发展值得期待——九洲集团（300040.SZ）2021 年年报点评（2022-04-25）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,410	1,332	1,846	2,097	2,365
营业成本	934	808	1,137	1,281	1,440
折旧和摊销	156	185	239	269	300
税金及附加	14	15	18	21	24
销售费用	36	42	48	55	61
管理费用	96	111	138	157	177
研发费用	45	39	50	57	64
财务费用	191	187	240	268	288
投资收益	60	33	65	92	117
营业利润	217	183	285	358	438
利润总额	211	181	285	358	438
所得税	24	16	28	36	44
净利润	187	165	256	322	394
少数股东损益	5	17	10	10	10
归属母公司净利润	182	148	246	312	384
EPS(元)	0.31	0.25	0.42	0.53	0.65

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	253	634	516	599	621
净利润	182	148	246	312	384
折旧摊销	156	185	239	269	300
净营运资金增加	1,450	-781	280	230	311
其他	-1,535	1,083	-249	-212	-374
投资活动产生现金流	-917	12	-1,333	-718	-693
净资本支出	-853	-474	-810	-810	-810
长期投资变化	54	402	0	0	0
其他资产变化	-118	85	-523	92	117
融资活动现金流	236	-536	813	181	139
股本变化	207	0	0	0	0
债务净变化	-26	867	1,088	488	475
无息负债变化	722	-1,703	-535	91	35
净现金流	-428	111	-4	63	67

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	33.8%	39.3%	38.4%	38.9%	39.1%
EBITDA 率	33.1%	40.0%	39.1%	39.4%	39.5%
EBIT 率	21.6%	25.2%	26.1%	26.6%	26.8%
税前净利润率	15.0%	13.6%	15.4%	17.1%	18.5%
归母净利润率	12.9%	11.1%	13.3%	14.9%	16.2%
ROA	2.2%	2.2%	3.1%	3.5%	3.9%
ROE (摊薄)	6.7%	5.2%	8.1%	9.4%	10.5%
经营性 ROIC	6.5%	6.9%	7.4%	7.6%	7.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	65%	62%	63%	63%	63%
流动比率	2.29	1.77	1.08	0.99	0.96
速动比率	2.18	1.53	0.94	0.87	0.84
归母权益/有息债务	2.01	1.28	0.92	0.88	0.86
有形资产/有息债务	5.94	3.20	2.38	2.30	2.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	8,517	7,572	8,346	9,209	10,065
货币资金	309	465	462	524	591
交易性金融资产	33	54	54	54	54
应收账款	1,807	1,177	1,300	1,476	1,665
应收票据	39	19	26	29	33
其他应收款 (合计)	196	170	228	258	291
存货	148	333	332	375	423
其他流动资产	421	206	206	206	206
流动资产合计	3,059	2,492	2,695	3,017	3,363
其他权益工具	4	4	4	4	4
长期股权投资	54	402	402	402	402
固定资产	2,946	2,967	3,393	3,831	4,270
在建工程	624	501	676	807	905
无形资产	204	185	186	186	187
商誉	80	80	80	80	80
其他非流动资产	60	14	14	14	14
非流动资产合计	5,457	5,080	5,651	6,192	6,702
总负债	5,519	4,683	5,236	5,815	6,326
短期借款	209	181	1,219	1,657	2,082
应付账款	542	544	568	640	648
应付票据	113	110	114	128	144
预收账款	2	1	0	0	0
其他流动负债	4	3	3	3	3
流动负债合计	1,335	1,411	2,505	3,034	3,494
长期借款	565	1,385	1,435	1,485	1,535
应付债券	236	251	251	251	251
其他非流动负债	78	66	66	66	66
非流动负债合计	4,185	3,272	2,731	2,781	2,831
股东权益	2,997	2,889	3,110	3,394	3,740
股本	588	588	588	588	588
公积金	1,131	1,147	1,171	1,203	1,241
未分配利润	921	1,023	1,209	1,451	1,749
归属母公司权益	2,719	2,837	3,048	3,322	3,658
少数股东权益	278	52	62	72	82

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.56%	3.17%	2.60%	2.60%	2.60%
管理费用率	6.81%	8.35%	7.50%	7.50%	7.50%
财务费用率	13.55%	14.04%	12.98%	12.80%	12.17%
研发费用率	3.18%	2.90%	2.70%	2.70%	2.70%
所得税率	11%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.05	0.06	0.07	0.08	0.10
每股经营现金流	0.43	1.08	0.88	1.02	1.06
每股净资产	4.63	4.83	5.19	5.65	6.22
每股销售收入	2.40	2.27	3.14	3.57	4.02

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	18	23	14	11	9
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.1	9.6	8.6	8.2	7.8
股息率	0.9%	1.1%	1.2%	1.5%	1.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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与、不与，也将不会与本报告中的具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 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  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE