

民营绿电区域龙头，携一体化显著优势发力风光储

九洲集团(300040.SZ)

推荐 (首次)

核心观点:

- **“新能源+智能装备”双引擎驱动，上下游一体化优势显著。**公司成立于1997年，并于2015年收购沈阳昊诚电气切入新能源领域，现已形成“风光新能源+智能装备”双引擎格局，业务覆盖“智能配电设备制造—电力工程EPC建设—新能源投资运营”全产业链。根据规划，国家电网和南方电网“十四五”投资将明显增加，以推动新型电力系统建设，公司作为电网多年供应商将充分受益；公司装备制造和电站运营业务协同效应明显，一体化优势助力新能源开发。
- **“自持+合作+收购股权”模式，实现优质新能源电站装机持续增长。**公司携手国资，通过出售部分存量资产回笼现金流，同时结合“自持+合作+收购股权”的模式，实现优质新能源电站权益容量持续增加并维持合理的资产负债率，助力推进公司在新能源领域的全面化布局。截至2022年底，公司持有已并网新能源电站的权益装机容量为618MW，公司规划在十四五期间保持每年200MW以上增量。
- **综合能源服务、储能有望成为新的增长极。**公司依托东北农业资源优势，以生物质热电联产为核心打造能源综合利用体系，截至2022年末共有3个并网及在建项目，规模合计240MW；公司积极布局储能领域，获得泰来独立储能电站200MW/400MWh智慧能源项目备案，与融和元储签署《战略合作框架协议》，积极推进东北区域独立储能项目合作开发，拓展虚拟电厂项目建设。
- **估值的判断与评级说明。**我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.49亿元、2.97亿元、3.48亿元，当前股价对应PE为14.7x、12.4x、10.5x。分部估值下2023年合理估值为45亿元，较目前市值仍有20%左右的上涨空间，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**新能源政策不及预期的风险；电网投资不及预期；公司新能源项目推进不及预期；上游原材料价格大幅波动。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1331.56	1545.58	1707.00	1878.50
收入增长率%	-5.68	16.07	10.44	10.05
净利润(百万元)	147.64	248.83	296.74	348.32
利润增速%	-19.75	68.53	19.26	17.38
毛利率%	39.34	43.10	44.32	44.62
摊薄EPS(元)	0.25	0.42	0.50	0.59
PE	23.28	14.74	12.36	10.53
PB	1.21	1.68	2.47	5.02

资料来源: wind, 中国银河证券研究院。收盘价为2023年6月5日。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2023-6-5

A股收盘价(元)	6.24
股票代码	300040
A股一年内最高价(元)	8.32
A股一年内最低价(元)	5.41
沪深300	3844.25
市盈率(TTM)	26.2
总股本(万股)	58,769
实际流通A股(万股)	46,168
流通A股市值(亿元)	29

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

目 录

一、民营绿电区域龙头，业务覆盖全产业链.....	3
（一）智能装备制造先行者，积极加码新能源发电业务.....	3
（二）三大业务板块协同发展，发电收入占比持续提升.....	4
二、“双碳”目标驱动能源转型，风光迎来黄金发展期.....	5
（一）风电、光伏装机将迎来快速增长.....	5
（二）东北地区风光资源优异.....	11
三、新能源装机稳步提升，综合能源和储能打造新增长点.....	13
（一）一体化优势助力新能源开发.....	13
（二）多种模式并举，助力电站装机持续增长.....	13
（三）制造业务盈利稳健，综合能源和储能打造新增长点.....	15
四、公司财务分析.....	16
五、盈利预测及估值.....	18
六、风险提示.....	20
七、附录.....	21

一、民营绿电区域龙头，业务覆盖全产业链

（一）智能装备制造先行者，积极加码新能源发电业务

区域民营可再生能源一体化运营龙头企业。公司成立于1997年，2010年在深交所创业板上市。公司历经多次转型，逐步形成以智能装备制造、可再生能源、综合智慧能源为主的三大业务板块。2015年公司收购沈阳昊诚电气有限公司，切入新能源领域，由设备供应商向“制造业+服务”方向发展，逐渐形成“产品+工程设计+建设总包+金融服务+运营维护”现代智能制造新模式；2022年，公司加大新能源产业布局，与央企、国企在可再生发电业务方面开展合作，形成了“智能配电设备制造—电力工程EPC建设—新能源投资运营”全产业链体系。截至2022年公司已建设、投资、运营风电、光伏、生物质电站等可再生发电站超过1500MW。

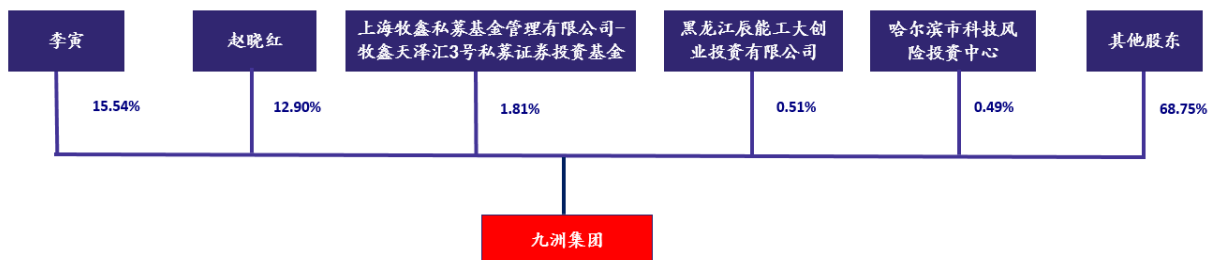
表1：公司发展历程

年份	主要事件
1993	九洲集团成立
1997	九洲集团股份有限公司成立
2000	公司股份改制完成；成立电力电子研究院；博士后科研流动站落成
2003	收购哈尔滨电控设备厂
2005	战略合作美国罗克韦尔自动化，成为全球唯一高频变压器OEM制造商
2010	深交所上市
2012	罗克韦尔收购九洲电气旗下高压变频器业务
2014	九洲电气科技产业园落成投产，为东北首家5A绿色环保工厂
2015	收购沈阳昊诚电气，转型可再生能源电站业务
2016	战略合作哈工大，联合研发铅炭储能蓄电池
2017	建成光储充智能充电站示范工程；投资设立香港子公司九洲国际；完成一带一路沿线业务布局
2018	收购四川旭达电力70%股份；战略合作国电投，成立融合电投一号基金，规模5.75亿
2019	成立融合电投六号基金，首期规模10亿；发行一级可转债，打通可再生能源电站资本市场融资渠道
2020	建设、投资、运营可再生发电站装机容量达1000MW以上
2022	公司已建设、投资、运营风电、光伏、生物质电站等可再生发电站超过1500MW

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

李寅夫妇作为公司实际控制人，持股占比28.44%。截至2023年一季度，九洲集团董事长李寅直接持股15.54%，公司副董事长赵晓红（与李寅为夫妻关系）直接持股12.9%，二人合计持有九洲集团28.44%的股份，为公司实际控制人。公司第三大股东上海牧鑫资产管理有限公司—牧鑫天泽汇3号私募证券投资基金为一致行动人。

图 1：公司股权结构（截至 2023 年一季度末）

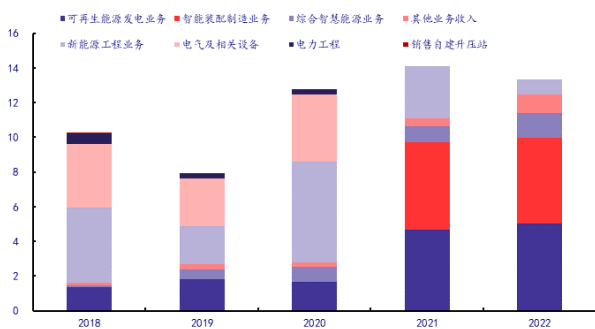


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

（二）三大业务板块协同发展，发电收入占比持续提升

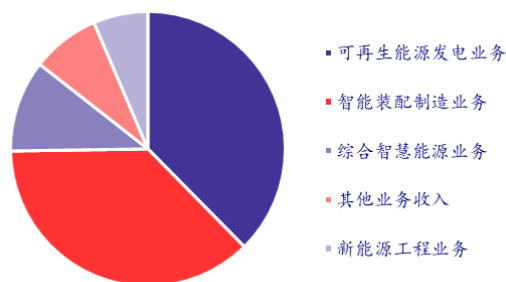
三大业务板块协同发展，发电业务收入占比持续提升。公司形成以智能装备制造、可再生能源、综合智慧能源为主的三大业务板块，其中可再生能源发电业务营收占比不断提升，由 2018 年占比 13% 提升至 2022 年占比 37.6%。2022 年，可再生能源发电业务、智能装备制造业务、综合能源业务营收分别为 5.01 亿元、4.95 亿元、1.44 亿元，营收占比分别为 37.6%、37.2%、10.8%。可再生能源业务已经成为公司重要的收入来源，自持电站建成后可以为公司贡献长期稳定的收益及现金流；智能装配业务作为公司重要的传统业务，已经形成了完善的智能装配设备制造产业链，并能够与公司的其他业务形成协同效应；综合能源业务作为公司重要的未来发展战略业务，在当前国内综合能源服务尚处于初级阶段时，具有强劲的先发优势。

图 2：2018-2022 九洲集团分板块营收/亿元



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 3：2022 九洲集团分板块营收占比



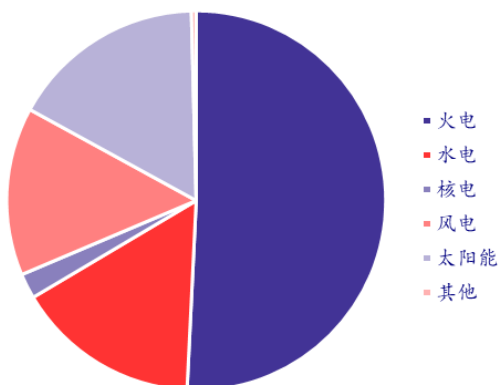
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

二、“双碳”目标驱动能源转型，风光迎来黄金发展期

(一) 风电、光伏装机将迎来快速增长

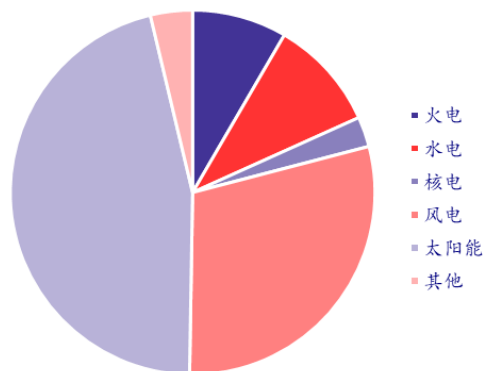
“双碳”目标驱动能源转型，长期来看风光将成为主力电源。截至2023年4月，全国发电装机容量26.49亿千瓦，同比增长9.7%。其中，水电、风电、太阳能、核电装机分别为4.16/3.80/4.41/0.57亿千瓦，同比分别+5.3%/+12.2%/+36.6%/+4.3%。清洁能源装机合计12.93亿千瓦，占总装机的48.8%。根据全球能源互联网发展合作组织的预测，到2050年我国发电装机容量将达到75亿千瓦，其中清洁能源装机68.7亿千瓦，占比92%；2050年风电和太阳能装机分别达到22亿千瓦和34.5亿千瓦，风光装机占比超过75%，发电量超过65%。

图4：2023年4月我国电力装机结构



资料来源：wind，中国银河证券研究院

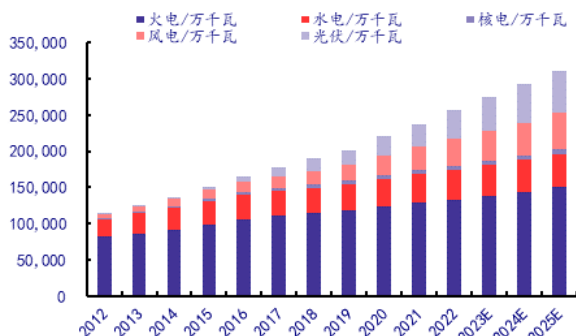
图5：2050年我国电力装机结构预测



资料来源：全球能源互联网发展合作组织，中国银河证券研究院

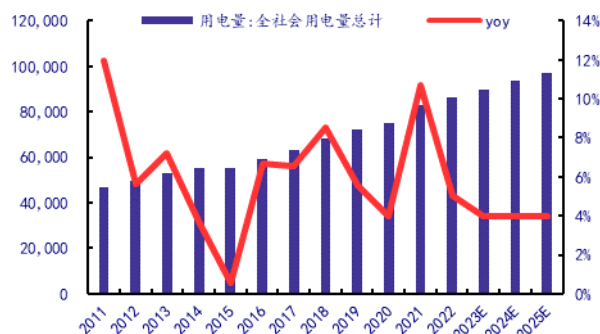
《“十四五”现代能源体系规划》明确2025年能源发展目标，电源由传统煤电持续向清洁能源转变。根据规划，到2025年我国发电装机总容量达到约30亿千瓦，其中明确常规水电装机量达到3.8亿千瓦，抽水蓄能装机量达到6200万千瓦，核电装机量达到7000万千瓦。根据以上数据测算，预计2025年风电和光伏合计装机量达11亿千瓦左右，非化石能源发电装机容量将超过总装机容量的50%。

图6：2012-2025E我国不同类型电源装机/万千瓦



资料来源：wind，中电联，中国银河证券研究院

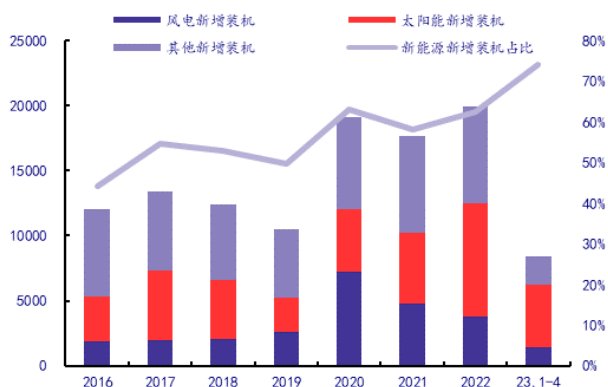
图7：2011-2025E我国全社会用电量情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

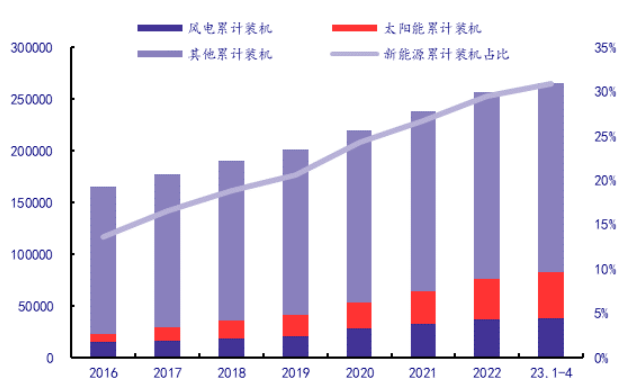
新能源逐渐成为新增装机主力，2023年1-4月新能源新增装机占比超过70%。“双碳”目标驱动能源清洁化转型，新能源在新增装机及累计装机的比重稳中有升。2020-2022年新能源新增装机占比达到60%左右，2023年1-4月新能源新增装机总共62.5GW，占据同期新增装机的74%；截至2023年4月，新能源累计装机达到820GW，占同期累计装机的31%。展望十四五，《“十四五”可再生能源发展规划》明确提出2025年风电和太阳能发电量较2020年实现翻倍。风光大基地、海上风电、分布式光伏发展空间广阔，支撑新能源装机持续高速增长。我们预计2025年风电和光伏合计装机量达11亿千瓦左右（1100GW），较目前仍有300GW左右的增量。

图8：2016-2023年4月全国新增装机/万千瓦



资料来源：wind，中国银河证券研究院

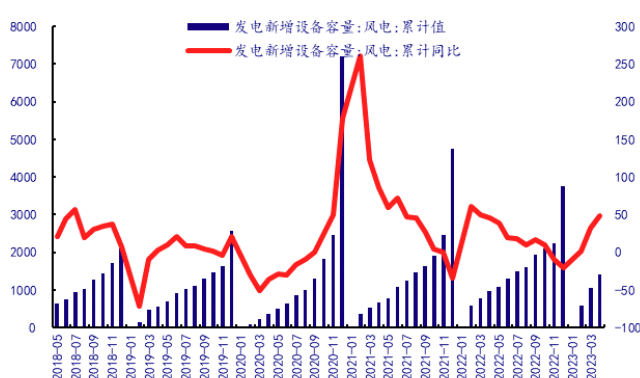
图9：2016-2023年4月全国累计装机/万千瓦



资料来源：wind，中国银河证券研究院

2023年1-4月风电新增装机1442万千瓦，同比增加48.2%；截至4月末，风电累计装机37966万千瓦，同比增长12.2%。从前瞻指标招标量来看，2022年全国风电招标总量86.9GW，同比增长60.6%，创历史新高。2023年1-3月全国风电招标总量22.2GW，同比增长14.8%。随着疫情缓解、产业链持续降本，以及大基地、海风项目持续推进，中国可再生能源学会预计2023-2025年国内年均新增装机60-70GW，较2022年新增38GW明显提升。

图10：全国风电累计新增装机（万千瓦）及同比（%）

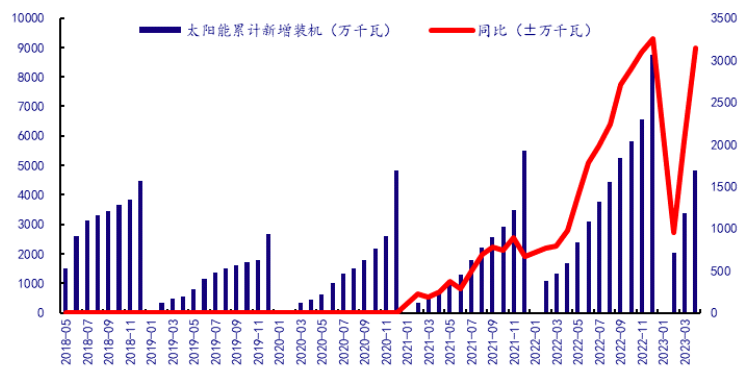


资料来源：wind，中国银河证券研究院

2023年1-4月太阳能新增装机4831万千瓦，同比增加186.2%；截至4月末，太阳能累计装机44050万千瓦，同比增长36.6%。我们预计光伏上游成本大幅下降对装机增长有较大推动作用，根据硅业分会统计，近期组件中标价格已下降至1.6元/W左右。根据光伏协会预测，

预计 2023 年全国光伏新增装机达到 95-120GW，同比增长 9%-37%；2023-2030 年，保守情况下，全国光伏年均新增装机约 95-120GW；乐观情况下，全国光伏年均新增装机预测 120-140GW。

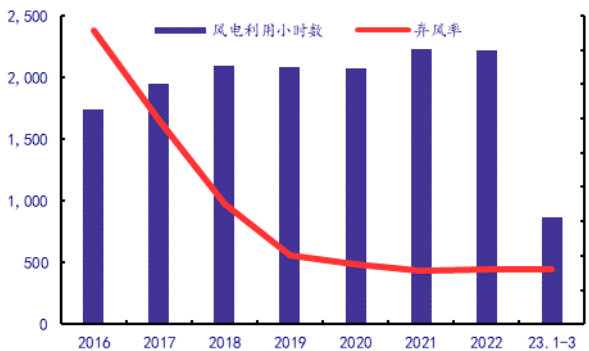
图 4：全国太阳能累计新增装机（万千瓦）及同比（±万千瓦）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

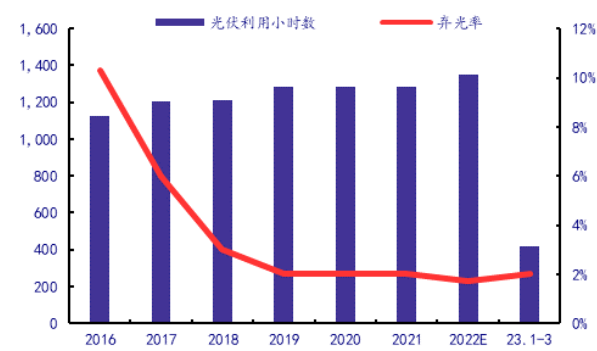
政策保障下，新能源利用效率维持高位。我国出台多项政策保障可再生能源并网消纳，国家能源局印发的文件中指出，要建立保障性并网、市场化并网等并网多元保障机制，各省（区、市）完成年度非水电最低消纳责任权重所必需的新增并网项目，由电网企业实行保障性并网。2023 年 1-3 月，全国并网风电利用小时数为 866 小时，同比增加 87 小时，弃风率 3.2%；光伏发电利用小时数为 415 小时，同比减少 17 小时，弃光率为 2%。在政策保障下，我国新能源发电利用效率维持高位。

图 11：全国风电利用小时数与弃风率（截至 23Q1）



资料来源：wind，中电联，中国银河证券研究院

图 12：全国光伏利用小时数与弃光率（截至 23Q1）



资料来源：wind，中电联，中国银河证券研究院

绿电交易赋予绿色电力环境价值。2021 年 9 月，国家发改委、国家能源局共同推动在北京、广州两大电力交易中心开展绿色电力交易试点工作，并在中长期电力交易框架下，设立独立的绿电品种。从广东、江苏公布的 2022 年电力市场年度交易结果来看，绿电交易价格全面高于当地煤电基准价，广东省绿电交易价格高于火电。通过市场价格信号，体现了绿色电力除电能价值以外的环境价值。

表 2：江苏、广东电力交易结果火电与绿电对比

	单位	江苏	广东
煤电基准价	元/千瓦时	0.391	0.453
火电	年度成交价	0.467	0.497
	年度成交量	2529.4	2541.6
	相对基准价溢价	0.076	0.044
	浮动比例	19.4%	9.7%
绿电	年度成交价	0.463	0.514
	年度成交量	9.24	6.79
	相对基准价溢价	0.072	0.061
	相对火电溢价	-0.004	0.017

资料来源：智汇光伏，中国银河证券研究院

国家级绿电交易支持政策不断出台。自从 2021 年 9 月绿电试点启动以来，相关支持政策持续出台，有望支持绿电交易规模持续高增长。《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》中提出，开展绿色电力交易试点并发现其环境价值，做好绿电交易与绿证交易、碳排放权交易的衔接；《促进绿色消费实施方案》中提出，引导用户签订绿电交易合同，加强高耗能企业使用绿电的刚性约束，并且要建立绿电交易与可再生能源消纳责任权重挂钩机制；国网以及南网下属电力交易中心也相继出台绿电交易规则，进一步细化了绿电交易的参与主体、参与方式、分类、价格等条款。

表 3：国家级绿电交易支持政策

发布日期	发布部门	政策标题	主要内容
2021 年 9 月	国家发改委、能源局	《绿色电力交易试点工作方案》	明确了绿色电力交易定义和交易框架；强调了绿色电力交易的优先原则；规范了绿色电力产品的交易方式；厘清了绿色电力产品的市场化定价机制；提出了绿色电力交易的衔接与发展预期。
2022 年 1 月	国家发改委、能源局	《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》	探索开展绿色电力交易。创新体制机制，开展绿色电力交易试点，以市场化方式发现绿色电力的环境价值；引导有需求的用户直接购买绿色电力；做好绿色电力交易与绿证交易、碳排放权交易的有效衔接。
2022 年 1 月	国家发展改革委等 7 部门	《促进绿色消费实施方案》	落实新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制要求，统筹推进绿色电力交易、绿证交易；引导用户签订绿色电力交易合同；加强高耗能企业使用绿色电力的刚性约束；建立绿色电力交易与可再生能源消纳责任权重挂钩机制等。
2022 年 2 月	南网各区域电力交易中心	《南方区域绿色电力交易规则（试行）》	绿色电力交易主要包括省内绿色电力交易和省间绿色电力交易；价格方面，绿色电力交易价格由市场主体通过双边协商、挂牌交易等方式形成；绿色电力交易
2022 年 5 月	北京电力交易中心	《北京电力交易中心绿色电力交易实施细则》	价格应充分体现绿色电力的电能价值和环境价值，原则上市场主体应分别明确电能量价格与绿色环境权益价格。

资料来源：政府部门公告，中国银河证券研究院

碳排放管控支撑绿电溢价。2021 年欧洲议会通过了碳边境调节机制（CBAM）的决议，正式启动立法进程。2023 年至 2025 年为过渡期，CBAM 将配合欧盟排放交易体系政策于 2026 年起生效，覆盖行业为水泥、钢铁、铝、化肥、电力等。CBAM 的实施方式为欧盟各成员国主管部门向各国高排放商品的进口商按需出售 CBAM 凭证，这将会增加我国企业的出口成本，削弱在欧洲市场的竞争力。因此国内的出口企业更有意愿使用绿电去节约碳边境税带来的成本增长，绿电溢价将得到支撑。根据一般经验，如果采用绿电代替煤电，度电减排 700-800g 二氧化碳，我们测算，当碳价在 50 元/吨的时候，企业能够接受的绿电溢价大概在 0.035-0.04 元/度之间，随着未来碳价的进一步升高，不使用绿电的消费者承担的碳成本比例就越高，对绿电的需求和溢价的接受度也就越高。

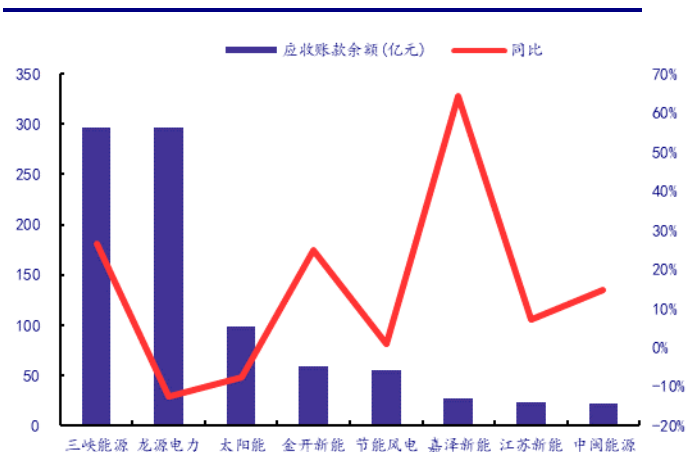
表 4：不同碳价下企业可接受的绿电溢价测算

燃煤发电度电碳排放（克/千瓦时）	800	800	800	800
绿电度电碳排放（克/千瓦时）	30	30	30	30
使用绿电的度电减排量（克/千瓦时）	770	770	770	770
碳价（元/吨）	30	50	70	100
可接受的绿电溢价（元/千瓦时）	0.0231	0.0385	0.0539	0.0770

资料来源：北极星电力网，中国银河证券研究院整理

可再生能源企业待结算补贴款维持高位，欠补问题依然严重。截止 2021 年底，我国可再生能源补贴拖欠累计达 4000 亿元左右，可再生能源补贴长期拖欠问题一直以来较为严重。截至 2023 年一季度，龙源电力、三峡能源等主要可再生能源企业应收账款仍然保持高位，我们预计应收帐款中绝大多数为待结算的补贴款。如果补贴收回时间不确定，则对企业现金流有很大影响。如果能尽快解决补贴问题，运营商现金流状况将显著改善，也有望带动可再生能源产业链健康发展。

图 13：部分可再生能源企业应收账款（截至 23Q1）



资料来源：wind，中国银河证券研究院（龙源电力为应收款项融资）

2022 年以来多措并举着手解决欠补问题，后续补贴发放有望加速。2022 年 3 月，国家发改委、能源局、财政部联合发布《关于开展可再生能源补贴自查工作的通知》，决定在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作，摸清可再生能源发电补贴底数，核查对象包括风电、

集中式光伏电站以及生物质发电项目；初步核查之后，财政部拨付补贴，随后国家电网转发补贴资金；2022年8月，两大电网成立结算公司，承担可再生能源补贴资金管理业务；2022年10月，信用中国公示了第一批合规项目共计7344个，其中大部分风电和集中式光伏项目均通过了核查。我们认为今年以来随着财政不断支持，并且核查已经扣除部分不合格项目的补贴资金、减轻补贴压力，后续补贴发放有望加速，改善绿电企业现金流；2023年2月，国家发改委、财政部、国家能源局联合发布《关于享受中央政府补贴的绿电项目参与绿电交易有关事项的通知》，通过将国家补贴传导至下游用户的方式加速补贴回收，有利于缓解补贴缺口的压力。

表 5：可再生能源补贴相关政策、会议或通知

发布日期	发布部门	政策/会议/通知	主要内容
2022年3月	国家发改委、能源局、财政部	《关于开展可再生能源补贴自查工作的通知》	在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作，进一步摸清可再生能源发电补贴底数。
2022年5月	国务院	国务院常务会议	在前期支持基础上，再向中央发电企业拨付500亿元可再生能源补贴。
2022年6月	财政部	《财政部关于下达2022年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》	本次下达可再生能源电价附加补助共计27.55亿元。其中，风电补贴14.7亿元，光伏补贴12.5亿元，生物质能补贴2890万元。
2022年7月	国家电网	《国家电网有限公司关于2022年年度预算第1次可再生能源电价附加补助资金拨付情况的公告》	2022年年度预算第1次请款，财政部共预计拨付公司可再生能源电价附加补助资金年度预算399.37亿元，其中风电105.18亿元、太阳能发电260.67亿元、生物质发电33.52亿元。
2022年8月	南方电网	《关于成立广州可再生能源发展结算服务有限公司的通知》	按照《国家发展改革委 财政部 国务院国资委关于授权设立北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司统筹解决可再生能源发电补贴问题的复函》要求，研究成立广州可再生能源发展结算服务有限公司，统筹解决可再生能源发电补贴问题。
2022年10月	信用中国	《关于公示第一批可再生能源发电补贴核查确认的合规项目清单的公告》	按照相关主管部门明确的现有核查标准和政策解释，经可再生能源发电企业自查、中央企业总部审核、地方政府主管部门审查、省级核查工作组现场核查，对项目合规性、规模、电量、电价、补贴资金和环保等六个方面确认的合规项目，将分批予以公示。本次公示第一批经核查确认的合规项目，共计7344个。
2023年2月	国家发改委、能源局、财政部	《关于享受中央政府补贴的绿电项目参与绿电交易有关事项的通知》	享受国家可再生能源补贴的绿色电力，参与绿电交易时高于项目所执行的煤电基准电价的溢价收益等额冲抵国家可再生能源补贴或归国家所有；发电企业放弃补贴的，参与绿电交易的全部收益归发电企业所有。

资料来源：政府部门公告，中国银河证券研究院

(二) 东北地区风光资源优异

东北地区风功率密度高。黑龙江地处中高纬度西风环流控制之中，常年多风。2022 年各省 70 米高度年平均风速在 4.0m/s-6.5m/s 之间，其中东北地区的黑龙江、吉林两省年平均风速达到 6.0m/s 以上；各省 70 米高度年平均风功率密度在 85.2W/m²-284.4W/m²之间，其中东北三省的年平均风功率密度都达到 200W/m² 以上。整体而言，东北三省在 70 米高度的年平均风速和年平均功率都位居全国前列，仅次于内蒙古。

图 14: 2022 年全国 70 米高度层平均风功率密度分布图

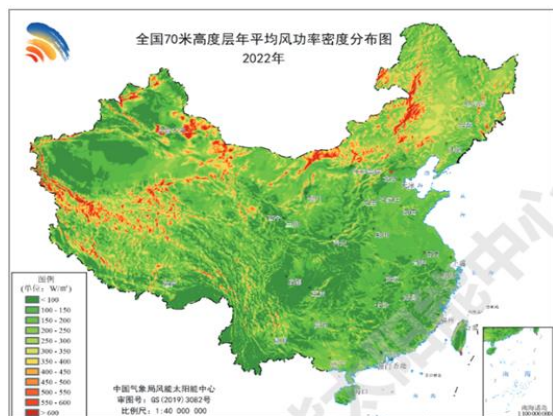


图 1.5 2022 年全国 70 米高度层年平均风功率密度分布 (单位: W/m²)

资料来源: 中国气象局, 中国银河证券研究院

图 15: 2022 年各省 70 米高度层年平均风速与年平均功率

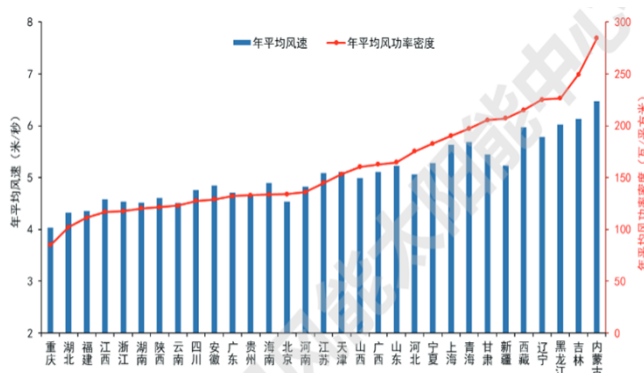


图 1.7 2022 年各省 (区、市) 70 米高度层年平均风速 (m/s) 与平均风功率密度 (单位: W/m²)

资料来源: 中国气象局, 中国银河证券研究院

东北地区光照资源优异。2022 年我国大部分地区最佳斜面总辐照量超过 1400kWh/m²、平均固定式光伏电站首年利用小时数为 1452.7 小时，而东北地区东部年最佳斜面总辐照量超过 1800kWh/m²，首年利用小时数在 1500 小时以上。公司控股及权益的光伏装机集中在黑龙江、吉林及内蒙古等地，光伏机组的区位优势与规模效应明显。

图 16: 2022 年全国固定式光伏发电最佳斜面总辐照量分布

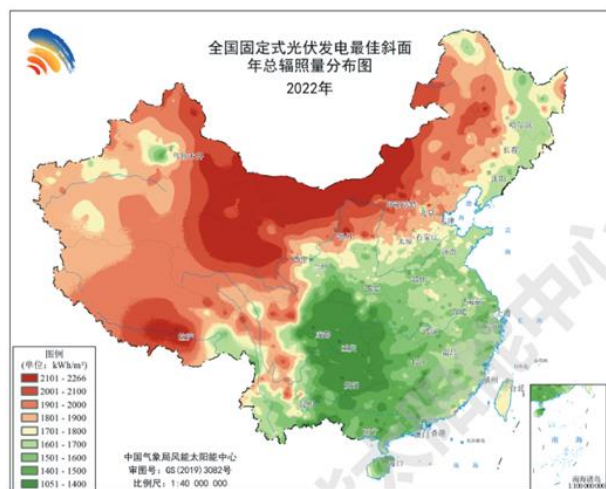


图 2.6 2022 年全国固定式光伏发电最佳斜面总辐照量分布 (单位: kWh/m²)

资料来源: 中国气象局, 中国银河证券研究院

图 17: 2022 年全国固定式光伏发电首年利用小时数分布

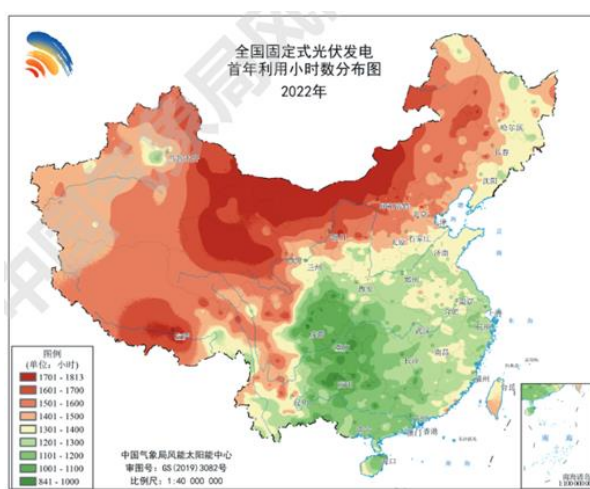
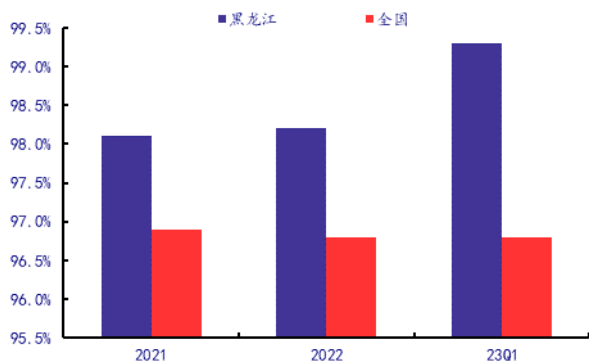


图 2.7 2022 年全国固定式光伏发电首年利用小时数分布 (单位: 小时)

资料来源: 中国气象局, 中国银河证券研究院

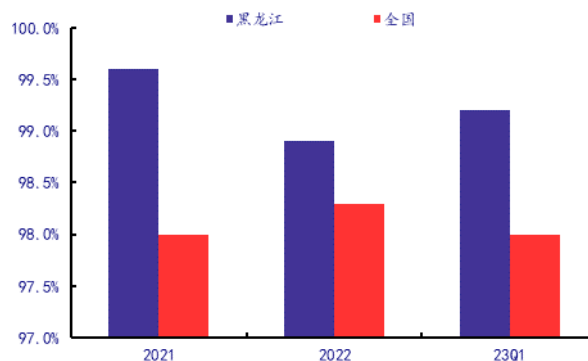
黑龙江风光消纳能力强，弃风弃光率低。风光发电具有间歇性、随机性、可调度性低的特点，为避免风光发电送出问题造成的弃风、弃光，黑龙江在十四五规划和 2035 远景目标中明确提出要优化电力生产和输送通道布局，提高新能源消纳和存储能力。2023Q1，黑龙江省风电利用率为 99.3%，高于全国平均 96.8%；省内光伏利用率为 99.2%，高于全国平均 98%。

图 18：黑龙江省与全国风电利用率对比



资料来源：国家能源局，中国银河证券研究院

图 19：黑龙江省与全国光伏利用率对比



资料来源：国家能源局，中国银河证券研究院

三、新能源装机稳步提升，综合能源和储能打造新增长点

(一) 一体化优势助力新能源开发

产业链上下游融通，业务协同助力新能源开发。九洲集团作为全国知名的智能电气设备供应商，具备超过 25 年的技术积累和合作伙伴资源，为公司在风电、光伏制造领域产业链上下游延伸提供了机遇，在黑龙江内蒙古等优质风光资源地区布局了较多优质新能源资产，逐步具备规模效应和区位优势。自 2015 年公司向可再生能源领域转型至今，已初步形成了“智能配电设备制造—电力工程 EPC 建设—新能源投资运营”全产业链体系，公司各业务板块已经展现良好的协同效应，成为东北地区民营新能源投资建设运营龙头企业

电站开发及施工经验丰富。九洲能源拥有电力工程总承包贰级资质和电力行业专业乙级（变电工程、送电工程、风力发电、新能源发电）两大核心资质，以及工程勘察专业类乙级、建筑行业乙级等其他专业资质。公司凭借资质优势和丰富的项目建设经验，能够独立实现可再生能源项目的全流程运营管理。随着可再生能源领域国补力度减弱，市场竞争加剧，公司能够凭借技术进步和规模化优势更好地适应平价上网时代。

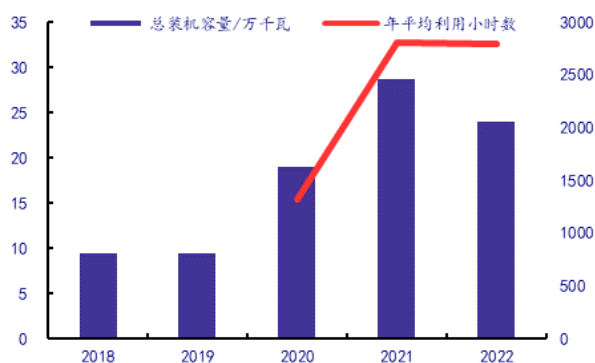
(二) 多种模式并举，助力电站装机持续增长

近年来装机容量显著提升。近年来公司加大新能源产业布局，推进可再生能源电站的建设投资，自持风光装机容量均有显著提升；同时优化资产结构，择机出让部分成熟电站项目以控制存量资产规模，提升整体效益，2022 年风光装机容量同比有所下降。

截至 2022 年底，公司自持风电装机容量为 24.125 万千瓦，同比减少 4.75 万千瓦；利用小时数 2785.81 小时，同比基本持平，远高于 2022 年全国风电平均利用小时 2221 小时；受到市场化交易占比提升影响，平均上网电价为 0.485 元/千瓦时，同比下降 19%。

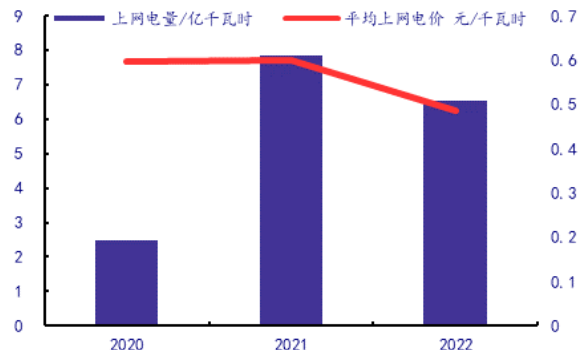
截至 2022 年底，公司自持光伏装机容量为 29.86 万千瓦，同比减少 11 万千瓦；利用小时数 1697.23 小时，同比增加 205 小时，远高于 2022 年全国太阳能平均利用小时；受到市场化交易占比提升影响，平均上网电价为 0.467 元/小时，同比下降 24%。

图 20：2018-2022 自持风电电站装机及利用小时

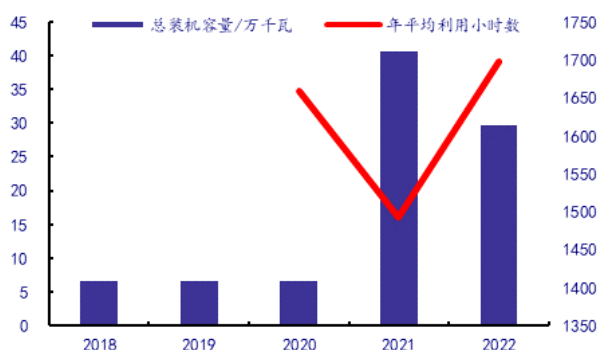


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

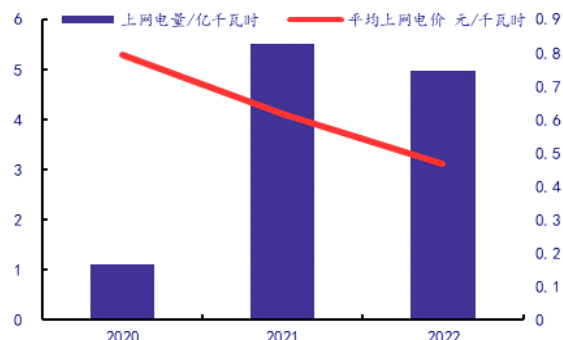
图 21：2020-2022 自持风电电站上网电量及电价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 22：2018-2022 自持光伏电站装机及利用小时


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 23：2020-2022 自持光伏电站上网电量及电价


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司自持新能源项目主要位于黑龙江，风光资源优异，效益稳定。截至 2022 年末，公司自持新能源项目规模达 639.85MW，主要位于黑龙江省内的大庆、七台河、泰来等地，部分光伏装机位于内蒙古莫旗和吉林通化。黑龙江省是风能、太阳能非常丰富的可再生能源资源大省，是我国迎接风光平价时代效益最好的省份之一。黑龙江风能资源可开发量约为 2.3 亿千瓦；太阳能方面，东北地区属于太阳能 II 类资源区。公司自持风光项目区位优势显著，利用小时数有保障。公司通过采用自主生产的电气成套设备产品和自主设计与施工的工程总包实现公司业务板块的协同效应，建成后持有电站并进行运营管理，通过收取项目发电电费获取稳定收益。

表 6：公司自持新能源项目（截至 2022 年末）

项目类型	项目名称	地点	规模/MW	22 年上网电量/万 kWh
风电	大庆时代汇能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆	48	16476.74
风电	大庆世纪锐能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆	48	16499.5
风电	七台河佳兴风力发电有限公司	黑龙江七台河	46	13025.68
风电	七台河万龙风力发电有限公司	黑龙江七台河	49.25	11857.72
风电	贵州关岭国风新能源有限公司	贵州关岭	48	6784.88
风电	齐齐哈尔达族风力发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔	2	1052.14
光伏	莫力达瓦达斡尔族自治县九洲纳热光伏扶贫有限责任公司	内蒙古莫旗	48.6	7791.97
光伏	莫力达瓦达斡尔族自治县九洲太阳能发电有限责任公司	内蒙古莫旗	10	1712.14
光伏	泰来立志光伏发电有限公司	黑龙江泰来	10	1647.26
光伏	泰来九洲新风光伏发电有限责任公司	黑龙江泰来	100	17028.08
光伏	泰来九洲新清光伏发电有限责任公司	黑龙江泰来	100	17259.01
光伏	通化中康电力开发有限公司	吉林通化	10	1391
光伏	齐齐哈尔市昂瑞太阳能发电有限公司	黑龙江昂昂溪	3	490.27
光伏	齐齐哈尔市群利太阳能发电有限公司	黑龙江昂昂溪	5	816.04
光伏	阳谷光耀新能源有限责任公司	山东阳谷	12	1564.47
合计			639.85	115396.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

与国央企战略合作，加码新能源业务。公司通过与国电投集团和华电集团等国资进行深度合作，以“自持+合作+收购股权”运营模式，积极调整新能源电站资产结构，扩大业务规模。近年来，公司与国电投保持战略合作关系。与此同时，公司携手国家电投集团产业基金管理有限公司共同成立产业基金，全方位发展新能源业务。截至 2022 年末公司 49% 参股运营电站规模达 159.5MW，实现上网电量 31055.69 万千瓦时。

表 7：公司持有 49% 股权的新能源项目（截至 2022 年末）

项目名称	地点	规模/MW	22 年上网电量/万 kWh
安达市晟晖新能源科技有限公司	黑龙江安达	40	6524.98
安达市亿晶新能源发电有限公司	黑龙江安达	40	5623.91
讷河齐能光伏电力开发有限公司	黑龙江讷河	20	3119.69
泰来宏浩风力发电有限公司	黑龙江泰来	49.5	14214.29
泰来环球光伏电力有限公司	黑龙江泰来	10	1572.82
合计		159.5	31055.69

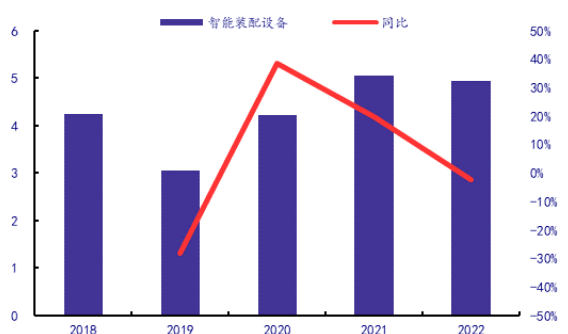
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司已取得 500MW 的权益容量风电指标，包括与华电合作的 200MW 风电项目、自持的 100MW 泰来风电项目、300MW 的分布式风电项目，现在开发 500MW 光伏项目指标。十四五期间，公司通过自持和合作方式争取保持每年 200MW 以上的增量。

（三）制造业务盈利稳健，综合能源和储能打造新增长点

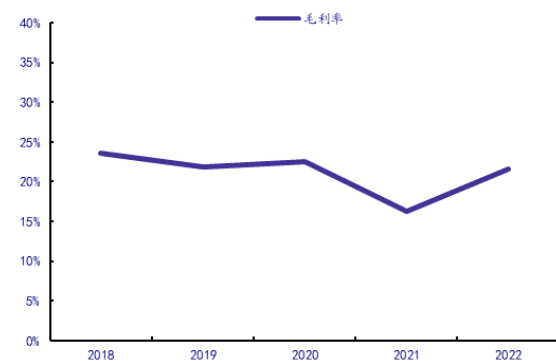
智能装配设备业务积累深厚，盈利能力稳健。九洲集团智能装配设备业务起步较早，具备完整的智能装配设备制造产业链，多年以来一直是国家电网公司的集采供应商，并与罗克韦尔自动化、西门子、施耐德、ABB 公司等国际智能电气制造商建立了长期稳定的合作关系。智能装配设备业务作为公司的传统业务，毛利率稳定在 20% 左右，在 2022 年毛利率达 21.6%，同比上升 5.3pct；营收规模较为稳定，2022 年实现营收 4.95 亿元。

图 24：2018-2022 智能装配设备营收（亿元）及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 25：2020-2022 智能装配设备业务毛利率

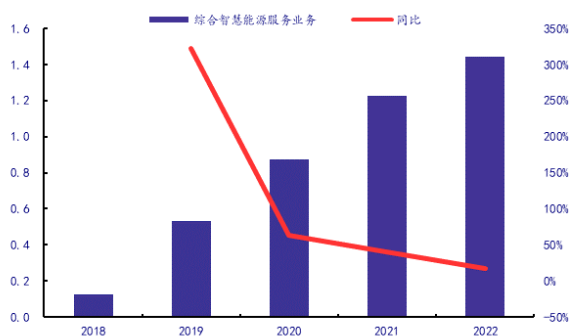


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

综合智慧能源业务营收高速增长，高燃料成本导致盈利承压。2020 年以来，公司提出以生物质热电联产为核心业务的综合智慧能源管理业务作为公司未来大力发展的方向，综合智慧能源业务营收规模逐年上升。2022 年综合智慧能源业务实现营收 1.44 亿元，同比增长 17%。

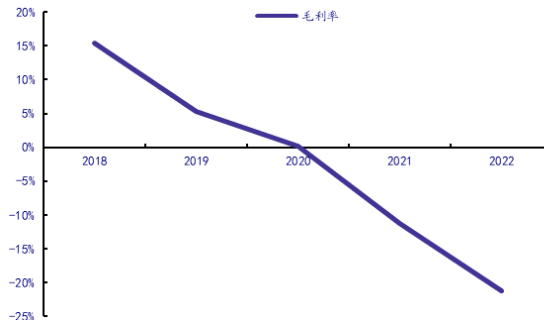
与此同时，受到燃料成本居高不下的影响，综合智慧能源业务近年盈利能力承压，2022 年毛利率-21.25%，同比下降 9.9pct。

图 26：2018-2022 综合智慧能源营收（亿元）及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 27：2018-2022 综合智慧能源毛利率



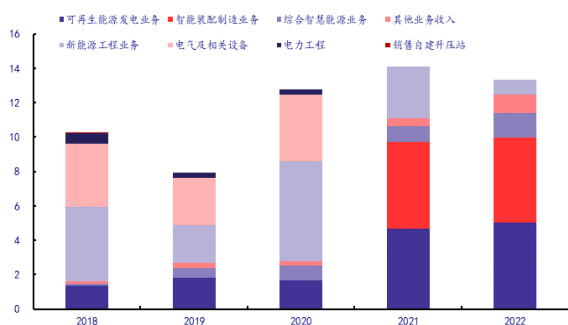
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

携国资积极布局共享储能领域。2022 年 9 月，公司与国家电投集团旗下上海融和元储能有限公司签署《战略合作框架协议》，双方强强联手布局储能领域。其中，公司将发挥自身地缘优势、社会资源以及生产制造能力；融和元储发挥其在储能领域投资开发、技术研发、生产制造及运营服务能力。公司拥有哈尔滨和沈阳的两大生产基地，具有完备的生产设备和制造体系，同时结合自身与融和元储在储能领域的技术研发经验，将加速形成储能设备生产制造能力。与此同时，公司积极推动储能项目落地，2022 年 9 月，公司泰来独立储能电站 200MW/400MWh 智慧能源项目完成项目备案，该项目将加快公司储能产业布局，拓展虚拟电厂项目建设。

四、公司财务分析

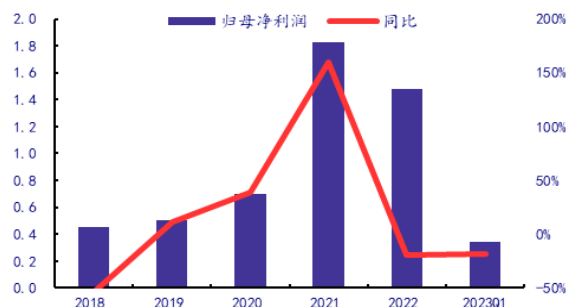
业务结构优化，新能源发电业务占比提升。近两年来，公司重点发力发电业务，该业务收入和毛利占比从 2020 年的 12.98%、29.70% 跃升至 2022 年的 37.61% 和 64.16%，同时毛利率持续在 60% 以上，已成为公司业绩主要动能。相比之下，EPC 业务自 2020 年以来受疫情及产业链价格波动影响，占营收的比重大幅降低。智能装备制造业务作为公司原主营业务，占营收的比重相对稳定。

图 28：2018-2023Q1 九洲集团营业收入（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

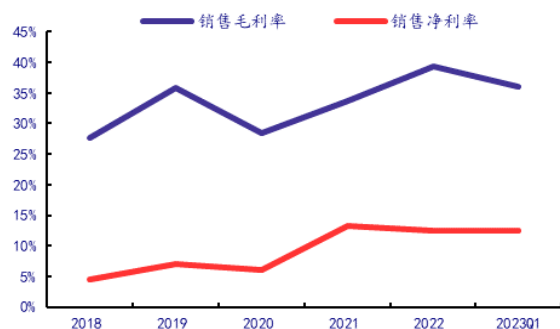
图 29：2018-2023Q1 九洲集团归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

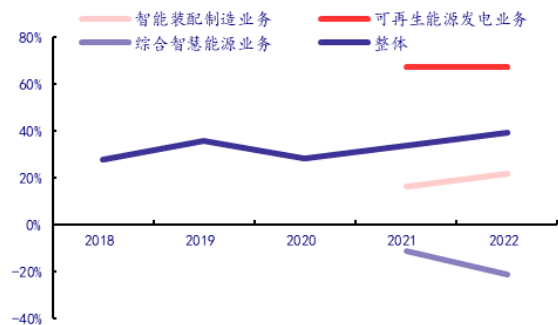
业务结构优化带动整体盈利能力提升。公司重点布局新能源发电领域带动了业务结构性优化,同时叠加新能源发电、EPC等业务高效协同,促进公司毛利率、净利率从2018年的27.58%、4.43%提升至2023年Q1的35.98%、12.57%。公司后续重点发力新能源发电业务,其营收占比仍有较大提升空间,预计后续整体毛利率、净利率仍将持续提升。

图 30: 2018-2023Q1 九洲集团毛利率与净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

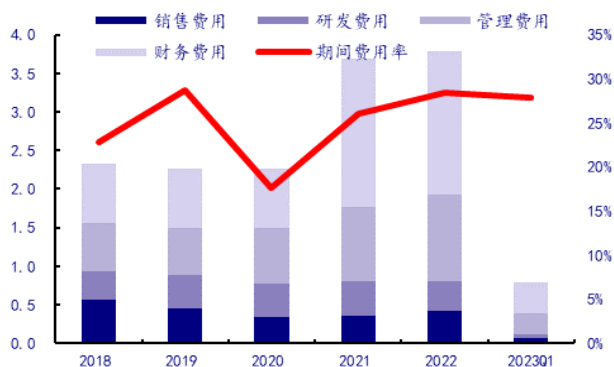
图 31: 2018-2022 九洲集团分板块毛利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

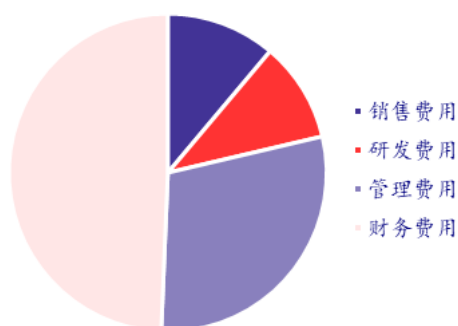
公司期间费用率有所提升, 财务费用与管理费用占比较高。公司期间费用率从2020年的17.7%上升至2023年Q1的近28%。具体来看,公司销售费用率、管理费用率近年来较为稳定,期间费用率上升主要是财务费用率上涨较快,主要是由于公司新能源业务扩张导致长期借款以及融资租赁的增长。2022年以来公司加强与银行及融资租赁公司等融资机构的合作,新项目通过竞标方式选择综合成本较低的银行进行长期固定资产贷款,对原有新能源项目通过银行融资置换的方式或直接降低原有融资租赁成本的方式实现降本增效,预计公司未来财务费用将显著降低。

图 32: 2018-2023Q1 九洲集团期间费用 (亿元) 与费用率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

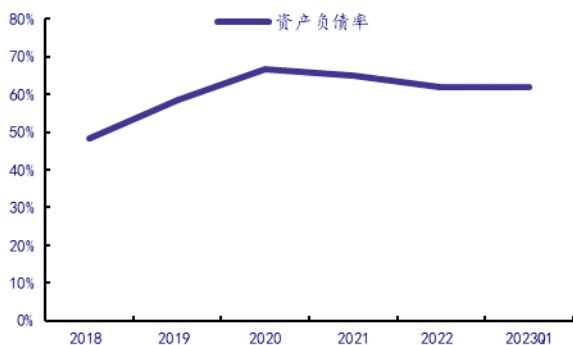
图 33: 2022 九洲集团期间费用占比



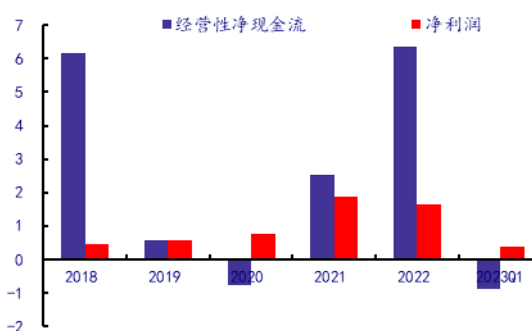
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资产负债率稳中有降, 收益质量较强。由于公司新能源业务大幅扩张带来融资规模的增加,导致公司资产负债率从2018年48%攀升至2020年的65%,近两年随着公司优化资产结构,资产负债率有所下降。2020年以来新能源项目补贴回款周期较长,导致应收账款周转率逐年下降,截至2022年底,公司应收国家电网电费账面价值6.24亿元,占全部应收账款的46.86%,预计补贴回款压力在一定程度上也影响了财务费用率。后期随着可再生能源补贴的加速回款,

同时配合资产结构的优化、可转债转股，公司资产负债结构有望改善。最近5年平均经营性现金流净额为2.97亿元，平均净利润为1.1亿元，经营性现金流净额明显高于净利润，体现了优秀的收益质量。

图 34：2018-2023Q1 九洲集团资产负债率


资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 35：2018-2023Q1 九洲集团经营净现与净利润（亿元）


资料来源：wind，中国银河证券研究院

五、盈利预测及估值

(1) 可再生能源发电：十四五期间，公司通过自持和合作方式保持每年 200MW 以上电站增量，预计在期末持有权益容量 2000MW，同时依托优异的全流程管理能力，保持稳定的利润率。预计 2023-2025 年营收增长率分别为 27%、15%、15%，毛利率分别为 67.11%、67.11%、65%；

(2) 智能装配制造：智能装备业务订单稳增，业务稳健经营。预计 2023-2025 年营收增长率分别为 10%、5%、5%，毛利率分别为 21.55%、21.55%、20%；

(3) 新能源工程：预计工程业务营收小幅增长。预计 2023-2025 年营收增长率分别为 5%、3%、2%，毛利率分别为 21.02%、21.02%、20%；

(4) 综合智慧能源：依托当地丰富资源，继续开拓生物质项目，且盈利能力有望企稳回升。预计 2023-2025 年营收增长率分别为 10%、8%、6%，毛利率分别为 0%、2%、5%；

(5) 预计公司在优化资产负债结构以及持续控费的情况下，期间费用率将逐步下降。

表 8：分业务预测表（单位：百万元）

		2022A	2023E	2024E	2025E
发电	收入/百万元	500.81	636.03	731.43	841.15
	YOY	15.18%	27.00%	15.00%	15.00%
	成本/百万元	164.72	209.19	240.57	294.40
	毛利/百万元	336.09	426.84	490.86	546.75
	毛利率	67.11%	67.11%	67.11%	65.00%
制造	收入/百万元	494.65	544.12	571.32	599.89
	YOY	-2.26%	10.00%	5.00%	5.00%
	成本/百万元	388.05	426.86	448.20	473.91

	毛利/百万元	106.60	117.26	123.12	125.98
	毛利率	21.55%	21.55%	21.55%	21.00%
工程	收入/百万元	85.57	89.85	92.54	94.39
	YOY	-71.51%	5.00%	3.00%	2.00%
	成本/百万元	67.58	70.96	73.09	75.52
	毛利/百万元	17.99	18.89	19.45	18.88
	毛利率	21.02%	21.02%	21.02%	20.00%
综合能源	收入/百万元	143.93	158.32	170.99	181.25
	YOY	17.36%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本/百万元	174.52	158.32	167.57	172.19
	毛利/百万元	-30.59	0.00	3.42	9.06
	毛利率	-21.25%	0.00%	2.00%	5.00%
其他	收入/百万元	106.60	117.26	140.71	161.82
	YOY	122.45%	10.00%	20.00%	15.00%
	成本/百万元	12.83	14.12	21.11	24.27
	毛利/百万元	93.77	103.14	119.61	137.55
	毛利率	87.96%	87.96%	85.00%	85.00%
合计	收入/百万元	1331.56	1545.58	1707.00	1878.50
	YOY	-5.7%	16.1%	10.4%	10.0%
	成本/百万元	807.70	879.45	950.54	1040.29
	毛利/百万元	523.86	666.12	756.46	838.21
	毛利率	39.3%	43.1%	44.3%	44.6%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

九洲集团业务分为新能源发电及工程（EPC）、储能、智能装备制造、综合智慧能源五类业务，因此采用分部估值法进行估值。

新能源发电及工程（EPC）业务方面，我们预计新能源发电业务 2023/2024/2025 收入分别为 6.36/7.31/8.41 亿元，预计工程业务 2023/2024/2025 年可实现收入 0.90/0.93/1.94 亿元。综上，新能源发电及工程业务 2023/2024/2025 年合计实现收入 7.26/8.24/10.35 亿元，贡献归母净利润 1.6/2.0/2.3 亿元。参考广宇发展、金开新能、晶科科技，给予 2023 年 20xPE，对应市值 32 亿元。

智能装备制造业务方面，预计 2023/2024/2025 年营收分别为 5.44/5.71/6.00 亿元，归母净利 0.10/0.10/0.10 亿元。参考正泰电器、宏发股份、思源电气，给予 2023 年 20xPE，对应市值 2 亿元。

综合智慧能源业务方面，预计 2023/2024/2025 年营收分别为 1.58/1.71/1.81 亿元，归母净利 0/0.1/0.1 亿元，考虑到盈利改善预期，给予对应市值 5 亿元。

其他业务给予 2023 年 15xPE，对应市值 6 亿元，预计公司 2023 年合理估值为 45 亿元，较目前 37 亿元的市值仍有 20%左右的上涨空间，给予“推荐”评级。

表 9：可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000537.SZ	广宇发展	12.09	0.34	0.58	1.06	1.66	35.6	20.7	11.5	7.3
600821.SH	金开新能	6.80	0.37	0.55	0.78	1.00	18.6	12.4	8.7	6.8
601778.SH	晶科科技	4.88	0.06	0.13	0.17	0.28	83.3	36.4	27.9	17.6
	平均数	-	-	-	-	-	45.8	23.2	16.0	10.6
601877.SH	正泰电器	26.71	1.87	2.41	2.83	3.34	14.3	11.1	9.4	8.0
600885.SH	宏发股份	29.85	1.20	1.52	1.89	2.31	25.0	19.7	15.8	12.9
002028.SZ	思源电气	47.45	1.58	2.09	2.61	3.24	29.9	22.7	18.2	14.6
	平均数	-	-	-	-	-	23.1	17.8	14.5	11.8

资料来源：wind，中国银河证券研究院。收盘价为 2023 年 6 月 5 日，估值采用 wind 一致预期

六、风险提示

新能源政策不及预期的风险；电网投资不及预期；公司新能源项目推进不及预期；上游原材料价格大幅波动。

七、附录

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	2492.30	2698.55	2719.17	3026.18	营业收入	1331.56	1545.58	1707.00	1878.50
现金	465.17	180.00	100.00	100.05	营业成本	807.68	879.45	950.54	1040.29
应收账款	1176.57	1671.90	1677.42	1938.99	营业税金及附加	14.82	17.20	19.00	20.90
其它应收款	169.80	205.77	222.47	247.46	营业费用	17.47	21.64	22.36	24.61
预付账款	26.02	31.47	32.31	36.29	管理费用	111.15	129.01	136.56	145.58
存货	333.31	250.99	331.77	329.99	财务费用	186.93	202.90	228.44	238.35
其他	321.43	358.42	355.20	373.40	资产减值损失	-1.97	-0.22	-0.11	-0.13
非流动资产	5079.86	5390.74	5495.23	5805.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	401.53	495.05	715.60	872.63	投资净收益	33.24	38.59	42.62	46.90
固定资产	2966.59	3315.28	3724.47	4189.16	营业利润	183.06	307.10	365.76	428.80
无形资产	185.38	206.89	208.27	213.05	营业外收入	2.41	2.50	2.60	2.70
其他	1526.36	1373.51	846.90	530.66	营业外支出	4.43	4.50	4.50	4.40
资产总计	7572.16	8089.29	8214.41	8831.68	利润总额	181.04	305.10	363.86	427.10
流动负债	1410.92	2549.95	3343.41	4671.38	所得税	16.03	27.00	32.20	37.80
短期借款	180.52	1322.55	2004.34	3267.43	净利润	165.01	278.10	331.66	389.30
应付账款	543.71	551.16	617.79	664.04	少数股东损益	17.37	29.28	34.92	40.98
其他	686.70	676.25	721.28	739.91	归属母公司净利润	147.64	248.83	296.74	348.32
非流动负债	3272.05	3272.05	3272.05	3272.05	EBITDA	575.76	911.56	996.93	1121.16
长期借款	1384.74	1384.74	1384.74	1384.74	EPS (元)	0.25	0.42	0.50	0.59
其他	1887.31	1887.31	1887.31	1887.31					
负债合计	4682.97	5822.00	6615.46	7943.43	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	51.88	81.16	116.08	157.06	营业收入	-5.68%	16.07%	10.44%	10.05%
归属母公司股东权益	2837.30	2186.13	1482.87	731.19	营业利润	-16.34%	67.76%	19.10%	17.24%
负债和股东权益	7572.16	8089.29	8214.41	8831.68	归属母公司净利润	-19.75%	68.53%	19.26%	17.38%
					毛利率	39.34%	43.10%	44.32%	44.62%
					净利率	11.09%	16.10%	17.38%	18.54%
					ROE	5.20%	11.38%	20.01%	47.64%
					ROIC	5.36%	6.63%	7.76%	8.02%
					资产负债率	61.84%	71.97%	80.53%	89.94%
					净负债比率	162.09%	256.78%	413.74%	894.28%
					流动比率	1.77	1.06	0.81	0.65
					速动比率	1.48	0.92	0.69	0.55
					总资产周转率	0.18	0.19	0.21	0.21
					应收帐款周转率	1.13	0.92	1.02	0.97
					应付帐款周转率	2.45	2.80	2.76	2.83
					每股收益	0.25	0.42	0.50	0.59
					每股经营现金	1.08	0.53	1.53	1.33
					每股净资产	4.83	3.72	2.52	1.24
					P/E	23.28	14.74	12.36	10.53
					P/B	1.21	1.68	2.47	5.02
					EV/EBITDA	10.00	8.16	8.22	8.44
					PS	2.75	2.37	2.15	1.95

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年一季度末)	4
图 2: 2018-2022 九洲集团分板块营收/亿元	4
图 3: 2022 九洲集团分板块营收占比	4
图 4: 2023 年 4 月我国电力装机结构	5
图 5: 2050 年我国电力装机结构预测	5
图 6: 2012-2025E 我国不同类型电源装机/万千瓦	5
图 7: 2011-2025E 我国全社会用电量情况	5
图 8: 2016-2023 年 4 月全国新增装机/万千瓦	6
图 9: 2016-2023 年 4 月全国累计装机/万千瓦	6
图 10: 全国风电累计新增装机 (万千瓦) 及同比 (%)	6
图 11: 全国风电利用小时数与弃风率 (截至 23Q1)	7
图 12: 全国光伏利用小时数与弃光率 (截至 23Q1)	7
图 13: 部分可再生能源企业应收账款 (截至 23Q1)	9
图 14: 2022 年全国 70 米高度层平均风功率密度分布图	11
图 15: 2022 年各省 70 米高度层年平均风速与年平均功率	11
图 16: 2022 年全国固定式光伏发电最佳斜面总辐照量分布	11
图 17: 2022 年全国固定式光伏发电首年利用小时数分布	11
图 18: 黑龙江省与全国风电利用率对比	12
图 19: 黑龙江省与全国光伏利用率对比	12
图 20: 2018-2022 自持风电电站装机及利用小时	13
图 21: 2020-2022 自持风电电站上网电量及电价	13
图 22: 2018-2022 自持光伏电站装机及利用小时	14
图 23: 2020-2022 自持光伏电站上网电量及电价	14
图 24: 2018-2022 智能装配设备营收 (亿元) 及同比	15
图 25: 2020-2022 智能装配设备业务毛利率	15
图 26: 2018-2022 综合智慧能源营收 (亿元) 及同比	16
图 27: 2018-2022 综合智慧能源毛利率	16
图 28: 2018-2023Q1 九洲集团营业收入 (亿元)	16
图 29: 2018-2023Q1 九洲集团归母净利 (亿元) 及同比	16
图 30: 2018-2023Q1 九洲集团毛利率与净利率	17
图 31: 2018-2022 九洲集团分板块毛利率	17
图 32: 2018-2023Q1 九洲集团期间费用 (亿元) 与费用率	17
图 33: 2022 九洲集团期间费用占比	17
图 34: 2018-2023Q1 九洲集团资产负债率	18
图 35: 2018-2023Q1 九洲集团经现净额与净利润 (亿元)	18

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	3
表 2: 江苏、广东电力交易结果火电与绿电对比.....	8
表 3: 国家级绿电交易支持政策.....	8
表 4: 不同碳价下企业可接受的绿电溢价测算.....	9
表 5: 可再生能源补贴相关政策、会议或通知.....	10
表 6: 公司自持新能源项目（截至 2022 年末）.....	14
表 7: 公司持有 49%股权的新能源项目（截至 2022 年末）.....	15
表 8: 分业务预测表（单位：百万元）.....	18
表 9: 可比公司估值.....	20

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曾与、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。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

联系人

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn