

公用事业 | 电力

2024 年 09 月 02 日

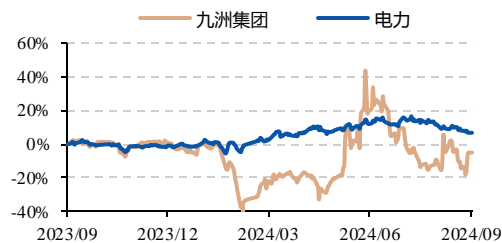
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

当前价格（元）	5.30
52 周价格区间（元）	3.43-8.07
总市值（百万）	3115.20
流通市值（百万）	2441.90
总股本（万股）	58777.10
流通股（万股）	46073.60

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
九洲集团	8.38	-28.28	-5.19
电力	-5.87	-6.64	5.86

相关报告

业绩改善，智能制造和综合能源表现亮眼

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	13.32	12.13	14.00	15.50	17.00
归母净利润(亿元)	1.48	0.94	1.21	1.57	2.00
每股收益（元）	0.25	0.16	0.21	0.27	0.34
每股净资产（元）	4.69	4.80	4.94	5.14	5.38
P/E	21.10	33.06	25.74	19.88	15.54
P/B	1.13	1.11	1.07	1.03	0.98

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 公司公布 2024 年半年报，业绩同比改善。2024H1 公司实现营收 7.42 亿元，同比+42.68%；归母净利润 0.80 亿元，同比+38.56%；扣非归母净利润 0.26 亿元，同比-41.82%。上半年毛利率 32.83%，同比-6.60pcts，净利率 11.32%，同比-0.52pcts。费用率下降，主要是财务费用率大幅压降。上半年费用率 22.54%，同比-11.40pcts，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.40%、8.37%、1.16%、9.61%，同比+0.00pcts、-2.43pcts、-0.78pcts、-8.19pcts。
- Q2 业绩同环比均有明显改善。2024Q2 营收 4.24 亿元，同比+80.92%，环比+33.30%；归母净利润 0.56 亿元，同比+137.48%，环比+132.73%。Q2 毛利率 40.63%，同比-3.01pcts、环比+18.19pcts；Q2 净利率 13.71%，同比+2.75pcts、环比+5.57pcts。整体来看，上半年和 Q2 的业绩改善主要是富裕生物质项目投运和智能制造产品收入增长。
- 智能装备制造营收 2.08 亿元，同比+66.5%；毛利率 23.27%，同比+2.08pcts。报告期内全资子公司沈阳昊诚电气中标多个国网招标采购项目，中标金额合计约 8100 万元，同比增长 51%，有效推动了公司智能制造业务的提升。我们认为随着国家不断深化电力体制改革，包括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、储能充电等产品在内的智能装备制造业务仍将维持较高增速。
- 综合智慧能源营收 2.66 亿元，同比+116.72%；毛利率-2.8%，同比-4.96pcts。公司目前持有和筹建的综合能源项目合计 509.50MW，其中并网的两个项目均为生物质热电联产项目，合计规模 160MW，2024H1 上网电量 3.52 亿 kwh；其余正在筹建的项目均为分散式风电，包括在建 49.50MW、核准 175MW 和前期开发 125MW。综合智慧能源业务营收在 2024 年上半年大幅增长的主要原因是富裕九洲生物质项目投产，但生物质项目的原料成本高昂、盈利能力较低，导致综合智慧能源业务上半年毛利率由正转负，也是公司整体毛利率下降幅度较大的主要原因。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，预计综合智慧能源业务的盈利能力将得到明显改善。
- 量价齐跌，新能源发电业务收入 1.93 亿，同比下降 19%；毛利率 68.9%，同比+5.97pcts。公司目前持有和在建的新能源电站共计 1044.60MW，其中已投产 544.6MW，在建项目共 500MW，分别是安达石山 250MW 和安达火山 250MW。

2024H1 风电、光伏发电量分别为 2.81 和 2.52 亿 kwh, 分别下滑了 20.4%和 8.7%; 电价分别为 0.4128 和 0.4296 元/kwh, 分别下降了 0.18 和 0.06 元/KWh, 电价下滑我们推测主要是电力市场化交易的影响。

- **盈利预测与估值。**公司智能装配制造业务将持续受益于国内电力行业的高景气度, 综合智慧能源后续随着分散式风电的投产盈利能力将得到改善。此外, 公司也在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, 拓展虚拟电厂项目建设。我们预计公司 2024-2026 年营收 14/15.5/17 亿元, 归母净利润 1.21/1.57/2.00 亿元, EPS 为 0.21/0.27/0.34 元, 对应 PE 为 25.74/19.88/15.54 倍。给予 25 年 20-25 倍 PE, 目标价格区间 5.4-6.75 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 生物质原材料价格波动, 风电和光伏利用小时波动, 新项目投产不及预期, 下游需求不及预期。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13.32	12.13	14.00	15.50	17.00	营业收入	13.32	12.13	14.00	15.50	17.00
减: 营业成本	8.08	8.51	9.94	11.08	12.16	增长率(%)	-5.56	-8.89	15.40	10.71	9.68
营业税金及附加	0.15	0.16	0.16	0.18	0.20	归属母公司股东净利润	1.48	0.94	1.21	1.57	2.00
营业费用	0.42	0.45	0.44	0.49	0.54	增长率(%)	-18.99	-36.19	28.45	29.49	27.91
管理费用	1.11	1.10	1.13	1.25	1.37	每股收益(EPS)	0.25	0.16	0.21	0.27	0.34
研发费用	0.39	0.24	0.38	0.42	0.46	每股股利(DPS)	0.06	0.07	0.06	0.07	0.09
财务费用	1.87	1.53	1.27	0.96	0.64	每股经营现金流	1.01	1.04	0.84	1.36	1.32
减值损失	0.03	-0.16	-0.03	-0.04	-0.04	销售毛利率	0.39	0.30	0.29	0.29	0.29
加: 投资收益	0.33	0.94	0.62	0.62	0.62	销售净利率	0.12	0.08	0.09	0.11	0.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.05	0.03	0.04	0.05	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.07	0.05	0.04	0.05	0.06
营业利润	1.83	1.13	1.47	1.90	2.43	市盈率(P/E)	21.10	33.06	25.74	19.88	15.54
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	1.13	1.11	1.07	1.03	0.98
利润总额	1.81	1.16	1.46	1.89	2.41	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
减: 所得税	0.16	0.15	0.16	0.21	0.27	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1.65	1.01	1.29	1.68	2.14	收益率					
减: 少数股东损益	0.17	0.07	0.08	0.11	0.14	毛利率	39.34	29.83	29.00	28.50	28.50
归属母公司股东净利润	1.48	0.94	1.21	1.57	2.00	三费/销售收入	25.56	25.39	20.26	17.44	14.96
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	27.63	22.20	19.46	18.40	17.94
货币资金	4.65	4.36	1.40	1.55	1.70	EBITDA/销售收入	42.45	40.78	66.86	62.81	56.30
交易性金融资产	0.54	0.20	0.20	0.20	0.20	销售净利率	12.39	8.30%	9.25%	10.82	12.61
应收和预付款项	12.72	11.24	15.28	16.92	18.56	资产获利率					
其他应收款(合计)	1.70	1.01	1.63	1.81	1.98	ROE	5.20%	3.25%	4.05%	5.06%	6.18%
存货	3.33	1.86	2.61	2.91	3.20	ROA	1.95%	1.27%	1.67%	2.28%	3.10%
其他流动资产	1.98	2.05	2.84	3.14	3.45	ROIC	6.91%	4.70%	4.37%	4.71%	5.57%
长期股权投资	4.02	8.79	8.86	8.93	9.01	资本结构					
金融资产投资	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	资产负债率	61.84	60.19	57.82	53.71	48.47
投资性房地产	0.59	0.57	0.49	0.42	0.34	投资资本/总资产	64.77	75.03	74.68	71.19	67.34
固定资产和在建工程	40.75	39.40	34.60	29.05	22.91	带息债务/总负债	51.34	66.07	56.76	46.99	33.35
无形资产和开发支出	2.66	2.46	2.15	1.85	1.54	流动比率	1.77	1.78	1.40	1.32	1.31
其他非流动资产	2.74	2.30	2.26	1.81	1.81	速动比率	1.37	1.43	1.07	1.00	1.00
资产总计	75.72	74.27	72.37	68.63	64.73	股利支付率	23.88	43.50	27.83	27.83	27.83
短期借款	1.81	1.87	4.34	5.99	6.67	收益留存率	76.12	56.50	72.17	72.17	72.17
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	7.34	5.90	7.88	8.79	9.64	总资产周转率	0.18	0.16	0.19	0.23	0.26
长期借款	22.24	27.67	19.41	11.32	3.79	固定资产周转率	0.37	0.34	0.45	0.58	0.80
其他负债	15.45	9.27	10.21	10.75	11.27	应收账款周转率	1.09	1.11	0.95	0.95	0.95
负债合计	46.83	44.70	41.84	36.86	31.37	存货周转率	2.42	4.58	3.80	3.80	3.80
股本	5.88	5.88	5.88	5.88	5.88	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	10.44	10.44	10.44	10.44	10.44	EBIT	3.68	2.69	2.72	2.85	3.05
留存收益	12.06	12.67	13.54	14.67	16.12	EBITDA	5.65	4.95	9.36	9.73	9.57
归属母公司股东权益	28.37	28.99	29.86	30.99	32.44	NOPLAT	3.37	2.31	2.43	2.55	2.72
少数股东权益	0.52	0.58	0.67	0.78	0.92	净利润	1.48	0.94	1.21	1.57	2.00
股东权益合计	28.89	29.57	30.53	31.77	33.36	EPS	0.25	0.16	0.21	0.27	0.34
负债和股东权益合计	75.72	74.27	72.37	68.63	64.73	BPS	4.69	4.80	4.94	5.14	5.38
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	21.10	33.06	25.74	19.88	15.54
经营性现金净流量	5.91	6.11	4.96	8.02	7.74	PEG	-1.11	-0.91	0.90	0.67	0.56
投资性现金净流量	0.12	-6.85	-0.54	-0.04	0.46	PB	1.13	1.11	1.07	1.03	0.98
筹资性现金净流量	-5.36	0.47	-7.39	-7.83	-8.05	PS	2.34	2.57	2.23	2.01	1.83
现金流量净额	0.67	-0.27	-2.96	0.15	0.15	PCF	5.27	5.10	6.28	3.88	4.03

资料来源: 财信证券, iFinD