

南网能源 (003035)

2022 中报点评：报表稳健、资产质量优异， 全国性综合能源服务商初现

买入（维持）

2022 年 08 月 27 日

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

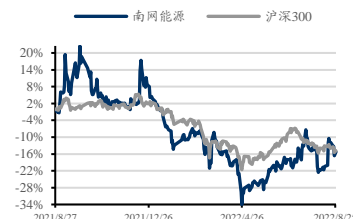
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,600	3,228	4,048	5,081
同比	29%	24%	25%	26%
归属母公司净利润（百万元）	474	584	704	921
同比	19%	23%	21%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.13	0.15	0.19	0.24
P/E（现价&最新股本摊薄）	54.11	43.92	36.45	27.84

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 13.09 亿元，同比+19.37%；实现归母净利润 2.10 亿元，同比+25.70%，实现扣非后归母净利润 2.06 亿元，同比+28.03%；业绩略超市场预期。
- **分业务看，2022 年上半年建筑节能业务表现亮眼，同比+45.61%：**分业务看，**工业节能服务：**实现营收 5.24 亿元，同比+15.72%，毛利率 54.9%，同比+3.6pct，其中分布式光伏业务实现收入 4.23 亿元，同比+17.56%，毛利率 63.88%，同比+1.66pct；公司上半年进一步发挥了在工商业分布式光伏赛道的优势和竞争力，新增通过决策的分布式光伏项目 33.08 万千瓦，截至 2022H1，在运分布式光伏节能项目 226 个，装机容量达 116.02 万千瓦；**建筑节能：**实现营收 3.41 亿元，同比+45.61%，毛利率 18.86%，同比+0.9pct；**综合资源利用业务：**实现营收 3.26 亿元，同比+8.34%，毛利率 30.52%，同比-8.39pct。
- **公司是背靠南网、聚焦于工商业屋顶光伏的综合能源服务商，资产质量优异：**公司分布式光伏项目装机容量逐年递增，累计装机容量从 2017 年的 420.0MW 增长至 2022H1 的 1160.2MW，在手项目数量从 77 个增长至 226 个。截至 2022H1 公司资产负债率 53.24%，显著低于绿电行业的集中式发电企业，工商业分布式光伏因客户主要是工商业企业，享受更高的销售电价，因此 IRR 普遍高于集中式光伏行业。合同能源管理模式优势显著，作为客户的工商业无需投入资本开支，便能享受节能服务效益，大大激发工商业企业分布式光伏项目需求，经济性显著。
- **发电侧从集中式走向分布式，综合能源服务是行业发展必然趋势：**我国光伏分布式光伏发电占比显著提升，分布式光伏新增占比从 2014 年的 19.34%提升至 2021 年的 53.35%。在基于分布式的能源服务阶段，主要业务是推广热电联产以及分布式新能源发电，综合能源服务可以提供面向工业用户的节能系统、能源管理系统、电能替代系统、以及能效监控等系统，工业用户能源需求高于居民，是综合能源的主要业务方向。分布式与储能相结合是实现用户侧经济性的最佳方案。当多个分布式电源+储能组合时，就实现了多种能源的调配与优化，即微电网。微电网是指由分布式电源、储能装置、相关负荷和监控等汇集而成的发配电系统。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年 EPS 预测 0.15、0.19、0.24 元/股，对应 PE 为 44 倍、36 倍、28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**我国分布式光伏发展不及预期的风险；可再生能源补贴过长时间无法收回的风险；毛利率超预期下滑的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.77
一年最低/最高价	5.21/9.99
市净率(倍)	4.18
流通 A 股市值(百万元)	11,076.13
总市值(百万元)	25,643.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.62
资产负债率(% ,LF)	53.24
总股本(百万股)	3,787.88
流通 A 股(百万股)	1,636.06

相关研究

《南网能源(003035): 背靠南网，聚焦分布式光伏的综合能源服务商》

2022-06-09

南网能源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,321	3,436	3,965	4,556	营业总收入	2,600	3,228	4,048	5,081
货币资金及交易性金融资产	824	662	483	215	营业成本(含金融类)	1,549	1,941	2,466	3,094
经营性应收款项	1,974	2,196	2,859	3,635	税金及附加	6	7	9	12
存货	71	80	85	125	销售费用	37	51	63	77
合同资产	3	7	11	10	管理费用	144	217	260	317
其他流动资产	449	491	527	570	研发费用	7	18	19	22
非流动资产	10,222	13,422	15,239	17,124	财务费用	201	359	459	533
长期股权投资	649	746	892	1,036	加:其他收益	23	28	36	45
固定资产及使用权资产	8,041	11,167	12,956	14,796	投资净收益	36	54	59	76
在建工程	1,156	1,079	931	795	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	129	172	193	226	减值损失	-105	-10	-2	-5
商誉	38	50	57	64	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	609	708	864	1,143
其他非流动资产	198	197	199	196	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	13,543	16,858	19,204	21,681	利润总额	610	708	864	1,143
流动负债	2,475	3,656	4,340	4,814	减:所得税	89	74	102	140
短期借款及一年内到期的非流动负债	833	1,033	1,133	983	净利润	521	634	761	1,003
经营性应付款项	1,145	2,095	2,450	2,900	减:少数股东损益	47	50	58	82
合同负债	52	50	85	97	归属母公司净利润	474	584	704	921
其他流动负债	445	478	672	834	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.13	0.15	0.19	0.24
非流动负债	4,665	6,165	7,065	8,065	EBIT	779	994	1,230	1,560
长期借款	3,469	4,769	5,569	6,369	EBITDA	1,333	1,661	2,027	2,441
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.43	39.87	39.08	39.11
租赁负债	141	341	441	641	归母净利率(%)	18.23	18.09	17.38	18.12
其他非流动负债	1,055	1,055	1,055	1,055	收入增长率(%)	29.43	24.14	25.42	25.52
负债合计	7,140	9,821	11,406	12,880	归母净利润增长率(%)	18.90	23.20	20.51	30.90
归属母公司股东权益	5,952	6,535	7,239	8,160					
少数股东权益	451	501	559	641					
所有者权益合计	6,402	7,037	7,798	8,801					
负债和股东权益	13,543	16,858	19,204	21,681					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	715	2,325	1,842	2,114	每股净资产(元)	1.57	1.73	1.91	2.15
投资活动现金流	-2,101	-3,822	-2,556	-2,696	最新发行在外股份(百万股)	3,788	3,788	3,788	3,788
筹资活动现金流	1,708	1,335	536	314	ROIC(%)	6.96	7.42	7.71	8.62
现金净增加额	321	-162	-179	-268	ROE-摊薄(%)	7.96	8.93	9.72	11.29
折旧和摊销	554	666	797	881	资产负债率(%)	52.72	58.26	59.39	59.41
资本开支	-1,987	-3,780	-2,467	-2,631	P/E(现价&最新股本摊薄)	54.11	43.92	36.45	27.84
营运资本变动	-629	712	-282	-353	P/B(现价)	4.31	3.92	3.54	3.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

