

## 业务多点开花推动业绩增长，退税及销售回款大幅改善现金流

### 核心观点：

#### ● 事件：

公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 19.37%；实现归母净利润 2.10 亿元（扣非 2.06 亿元），同比增长 25.70%（扣非增长 28.03%）。

#### ● 分布式光伏在运装机超过 1GW，储备项目提供充足增长空间

上半年工业节能业务营收 5.23 亿元（同比+15.72%），毛利率 54.90%（同比+3.60pct）。上半年公司签订了中船黄埔文冲船厂等多个工业节能能源站项目，新增工业冷站装机 0.4 万千瓦，工业气站装机 1.06 万千瓦；新增通过决策的分布式光伏节能项目 33.08 万千瓦。截至上半年末，在运行的分布式光伏节能项目 226 个，装机容量达 116.02 万千瓦（同比+24.2%）。

#### ● 建筑节能业务高速增长，与多个优质客户达成合作

上半年建筑节能业务营收 3.41 亿元（同比+45.61%），毛利率 18.86%（同比+0.90pct）。公司持续深耕政府机构、医院、学校、通信、轨道交通等建筑节能领域，陆续与晋中市第一人民医院、南宁东站等多个优质客户达成合作；上半年新增建筑节能服务面积约 59 万平方米，新增托管电量 0.55 亿千瓦时。

#### ● 综合能源利用业务营收稳步增长，生物质发电毛利率有所下滑

上半年综合能源利用业务营收 3.26 亿元（同比+8.34%），毛利率 30.52%（同比-8.39pct）。其中生物质综合利用营收 2.16 亿元（同比+13.11%），毛利率 15.96%（同比-11.11pct）；农光互补营收 1.10 亿元（同比+0.09%），毛利率 58.96%（同比-0.42pct）。生物质业务毛利率下降明显，预计与上游生物质燃料价格上涨有关。上半年公司新增投建农光互补项目 1 个，装机容量 150MW；截至上半年末，公司在运营的农光互补项目 8 个，装机容量 340MW。

#### ● 费用控制能力良好，退税及销售回款改善现金流

上半年公司整体毛利率 37.41%，同比减少 2.46 个百分点，主要由于生物质业务毛利率同比下降明显；ROE（加权）3.47%，同比增加 0.07 个百分点；期间费用率 16.01%，同比减少 1.27 个百分点，费用控制能力良好；经营性现金净流量 5.26 亿元，同比增加 238.9%，主要由于上半年公司收到税务部门退还的增值税留抵退税 3.36 亿元，上年同期仅收到增值税留抵退税 0.07 亿元，且今年以来公司加大应收账款催收力度，销售回款情况较上年同期有所改善。

截至上半年末，公司资产负债率 53.24%，同比增加 1.21 个百分点，后续仍有较大债务融资空间；应收账款 22.88 亿元，同比增加 20.3%，预计其中大部分为可再生能源补贴款。

## 南网能源 (003035.SZ)

### 推荐(首次)

#### 分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

#### 分析师

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

2022-08-26

A 股收盘价(元)	6.77
股票代码	003035
A 股一年内最高价(元)	9.97
A 股一年内最低价(元)	5.20
沪深 300	4107.5
市盈率 (TTM)	52.4
总股本 (万股)	378,788
实际流通 A 股 (万股)	163,606
流通 A 股市值(亿元)	111

#### 相对沪深 300 表现图



● **背靠南网，综合竞争优势突出**

公司是南方电网旗下首个上市平台，截至 2022 年上半年末，南方电网持股 40.39%，是公司的控股股东。作为“一站式节能及综合能源服务平台”，公司同时具备资金实力、技术实力、项目管理能力、市场影响力及合作伙伴资源丰富的综合竞争优势。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.45 亿元、8.12 亿元、9.63 亿元，对应 PE 分别为 39.4 倍、31.3 倍、26.2 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**

再生能源补贴回款速度低于预期；上网电价下调；疫情影响工程进度等。

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2600.10	3019.21	3777.34	4481.94
收入增长率%	29.43	16.12	25.11	18.65
归母净利润（百万元）	473.92	645.46	812.44	963.30
利润增速%	18.90	36.20	25.87	18.57
毛利率%	40.43	37.02	37.18	36.80
摊薄 EPS(元)	0.13	0.17	0.21	0.25
PE	63.77	39.44	31.33	26.42
PB	5.28	3.86	3.44	3.04
PS	0.06	0.07	0.07	0.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (一) 公司财务预测表

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	3320.87	3464.93	4067.16	4711.17	营业收入	2600.10	3019.21	3777.34	4481.94	营业成本	1548.84	1901.45	2373.05
现金	823.72	366.41	288.39	309.64	营业税金及附加	6.49	6.04	7.55	8.96	营业费用	14.58	18.12	20.78
应收账款	1902.30	2481.54	3104.66	3683.79	管理费用	144.32	166.06	198.31	224.10	财务费用	201.42	181.40	225.05
其它应收款	29.58	33.30	42.32	49.82	资产减值损失	-4.19	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
预付账款	28.57	30.31	40.80	46.93	投资净收益	35.84	39.25	49.11	58.27	营业利润	609.37	806.54	1028.15
存货	70.69	59.23	91.11	98.50	营业外收入	5.81	10.00	15.00	20.00	营业外支出	5.54	5.00	10.00
其他	466.00	494.14	499.87	522.49	营业外支出	5.54	5.00	10.00	15.00	利润总额	609.64	811.54	1033.15
非流动资产	10221.80	11844.12	13631.27	15570.30	净利润	520.80	709.30	892.79	1058.57	所得税	88.84	102.24	140.35
长期投资	649.12	819.72	999.54	1174.75	少数股东损益	46.88	63.84	80.35	95.27	EBITDA	1333.46	1540.72	1897.21
固定资产	7883.02	8979.22	10270.43	11743.13	归属母公司净利润	473.92	645.46	812.44	963.30	EPS (元)	0.13	0.17	0.21
无形资产	128.90	159.48	183.87	212.03	EBITDA	1333.46	1540.72	1897.21	2228.29				
其他	1560.77	1885.69	2177.44	2440.39	EPS (元)	0.13	0.17	0.21	0.25				
资产总计	13542.67	15309.04	17698.44	20281.47	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E				
流动负债	2474.98	2532.05	3028.65	3553.11	营业收入	29.43%	16.12%	25.11%	18.65%				
短期借款	428.74	0.00	0.00	0.00	营业利润	30.52%	32.36%	27.48%	17.98%				
应付账款	1003.79	1302.36	1625.38	1940.14	归属母公司净利润	18.90%	36.20%	25.87%	18.57%				
其他	1042.44	1229.69	1403.27	1612.98	毛利率	40.43%	37.02%	37.18%	36.80%				
非流动负债	4665.28	5665.28	6665.28	7665.28	净利率	18.23%	21.38%	21.51%	21.49%				
长期借款	3469.43	4469.43	5469.43	6469.43	ROE	7.96%	9.78%	10.96%	11.51%				
其他	1195.85	1195.85	1195.85	1195.85	ROIC	6.14%	6.62%	7.19%	7.46%				
负债合计	7140.25	8197.33	9693.93	11218.39	资产负债率	52.72%	53.55%	54.77%	55.31%				
少数股东权益	450.91	514.75	595.10	690.37	净负债比率	111.52%	115.27%	121.11%	123.78%				
归属母公司股东权益	5951.51	6596.97	7409.41	8372.71	流动比率	1.34	1.37	1.34	1.33				
负债和股东权益	13542.67	15309.04	17698.44	20281.47	速动比率	1.30	1.33	1.30	1.28				
					总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.22				
					应收账款周转率	1.37	1.22	1.22	1.22				
					应付账款周转率	2.59	2.32	2.32	2.31				
					每股收益	0.13	0.17	0.21	0.25				
					每股经营现金	0.19	0.36	0.43	0.53				
					每股净资产	1.57	1.74	1.96	2.21				
					P/E	63.77	39.44	31.33	26.42				
					P/B	5.28	3.86	3.44	3.04				
					EV/EBITDA	26.26	19.54	16.43	14.43				
					PS	9.79	8.43	6.74	5.68				

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

**分析师简介及承诺**

**陶贻功**，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**，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

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。

**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。

**联系方式****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

北京市丰台区西营街 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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)