

南网能源 (003035.SZ)

生物质发电亏损拖累业绩，分布式光伏业务稳步发展

买入

核心观点

生物质综合利用业务亏损，营收和归母净利润同比下降。2023H1，公司实现营收 13.03 亿元（-0.42%），归母净利润 1.94 亿元（-7.55%），扣非归母净利润 1.90 亿元（-7.94%）。其中，第二季度单季营收 7.55 亿元（+3.48%），归母净利润 1.12 亿元（-6.86%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的主要原因在于生物质综合利用业务受补贴滞后、燃料价格较高等因素影响，运行效率较低，收入大幅下降且产生亏损，2023H1 公司生物质综合利用业务实现营业收入 0.83 亿元（-61.59%），毛利率为-47.65%，同比减少 63.61pct。

分布式光伏装机容量持续增加，可开发项目资源储备充足。在分布式光伏业务领域，公司聚焦行业前景好、持续经营能力强、能耗高的重点行业，打造平台型合作，不断深化、丰富服务内容，加快推动示范项目投产和批量项目落地。截至 2023H1，公司在运营分布式光伏项目装机容量达 1614.61MW，2023H1 新增分布式光伏装机容量 255MW，较 2022 年底增长 18.75%；2023H1，公司经决策拟开展的分布式光伏项目装机容量约 287.12MW，公司储备的分布式光伏项目资源较为充足，未来项目逐步投运将推动公司业绩持续增长。

分散式风电和用户侧储能业务发展推进，探索发展负荷聚合商业务。公司抢抓国家“千乡万村驭风行动”发展机遇、加快分散式风电业务布局；同时，公司充分发挥客户端业务资源优势，加大对负荷优化调节设施的投资建设运营力度，加快推动工商业企业和产业园区用户侧新型储能建设，并以用户需求为导向，聚焦业务布局、平台建设、应用场景等，加快研发负荷聚合商运营平台及客户侧智能化终端，加快向负荷聚合商转型。

风险提示：分布式光伏项目装机不及预期；电价下降；生物质燃料价格持续处于高位；市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于生物质综合利用业务亏损拖累业绩，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.07/12.12/17.03 亿元（2023-2025 年原为 10.12/16.39/22.30 亿元），同比增速 27.7%/71.4%/40.6%；2023-2025 年 EPS 分别为 0.19/0.32/0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 32.1/18.8/13.3x。给予公司 2024 年 29-30 倍 PE，对应公司权益价值 351-363 亿元，对应 9.28-9.60 元/股合理价格，较当前股价有 32-36%的溢价空间。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,600	2,888	3,261	4,243	5,560
(+/-%)	29.4%	11.1%	12.93%	30.09%	31.03%
净利润(百万元)	474	553	706.93	1211.58	1703.06
(+/-%)	18.9%	16.8%	27.7%	71.4%	40.6%
每股收益(元)	0.13	0.15	0.19	0.32	0.45
EBIT Margin	33.6%	30.3%	33.1%	40.3%	44.5%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	8.6%	10.0%	14.8%	17.5%
市盈率 (PE)	48.0	41.1	32.1	18.8	13.3
EV/EBITDA	21.1	21.4	19.9	14.2	11.2
市净率 (PB)	3.82	3.52	3.20	2.78	2.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

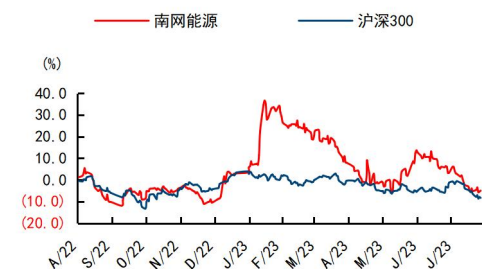
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.28 - 9.60 元
收盘价	6.00 元
总市值/流通市值	22727/9816 百万元
52 周最高价/最低价	8.89/5.52 元
近 3 个月日均成交额	176.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《南网能源 (003035.SZ) - 工商业屋顶光伏快速发展，生物质拖累业绩》——2023-04-23

《南网能源 (003035.SZ) - 2022 年归母净利润 5.5 亿，分布式光伏和工商业储能规模有望快速增长》——2023-03-01

《南网能源 (003035.SZ) - 工商业综合能源龙头服务商，分布式光伏快速增长，客户资源具备优势》——2023-02-10

生物质综合利用业务亏损，营收和归母净利润同比下降。2023H1，公司实现营业收入13.03亿元（-0.42%），归母净利润1.94亿元（-7.55%），扣非归母净利润1.90亿元（-7.94%）。其中，第二季度单季营收7.55亿元（+3.48%），归母净利润1.12亿元（-6.86%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的主要原因在于生物质综合利用业务受补贴滞后、燃料价格较高等因素影响，运行效率较低，收入大幅下降且产生亏损，2023H1公司生物质综合利用业务实现营业收入0.83亿元（-61.59%），毛利率为-47.65%，同比减少63.61pct。

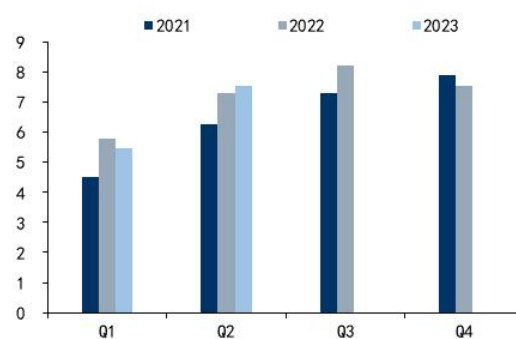
工业节能及建筑节能业务收入持续稳健增长，综合资源利用业务收入大幅下降。分块来看，2023H1，公司工业节能业务收入6.05亿元（+15.53%），其中分布式光伏节能服务收入5.00亿元（+18.91%），建筑节能业务收入4.17亿元（+22.91%），综合资源利用业务收入1.96亿元（-39.86%）。

图1：南网能源营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南网能源单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



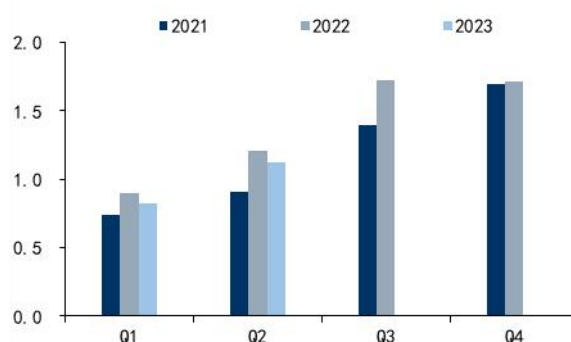
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：南网能源归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：南网能源单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

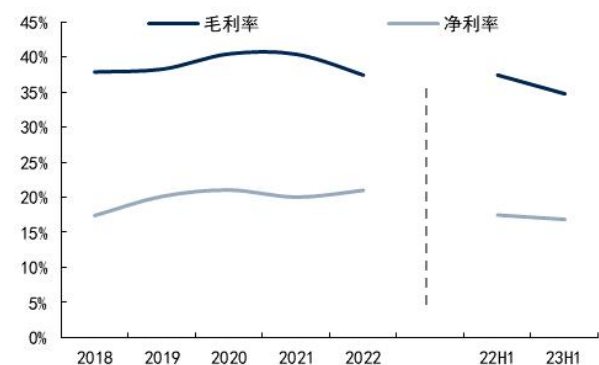


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率下降及费用率水平上升，净利率水平下行。2023H1，生物质综合利用资源利用业务产生亏损，以及计提安全生产费及部分项目所在地降雨增加、发电量有所下降等因素影响使得分布式光伏节能业务毛利率同比下降2.98pct，上述因素使得公司毛利率下降，较2022年同期减少2.72pct至34.70%。费用率方面，2023H1，公司销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为1.46%、8.74%、6.05%，销售费用率、管理费用率分别同比增加0.17、0.48pct，财务费用率同比减少0.28pct，整体费用率水平有所上升。同期内，受毛利率下降及费用率水平上升，公司净利

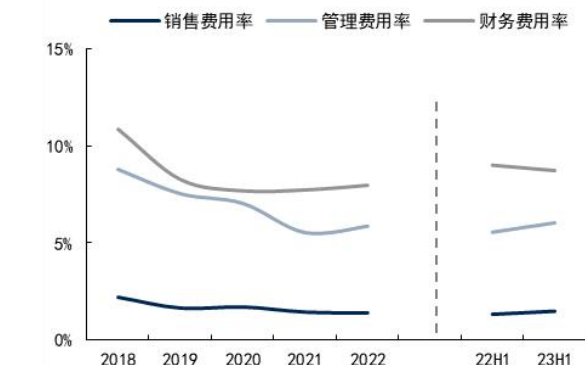
率较 2022 同期减少 0.66pct 至 16.77%。

图5：南网能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：南网能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

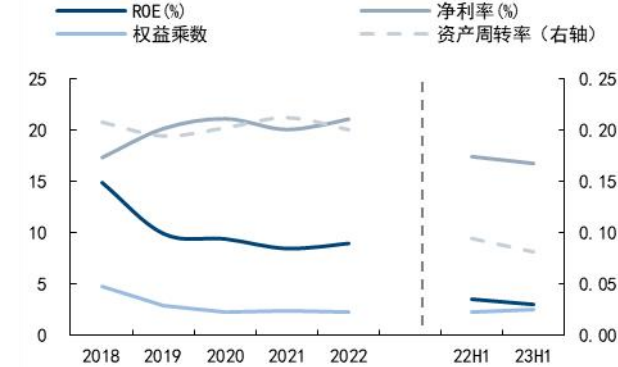
ROE 有所下降，经营性净现金流大幅减少。2023H1，由于公司净利率下降，公司 ROE 下行，较 2022 年同期减少 0.51pct 至 2.96%。现金流方面，2023H1，公司经营净现金流为 1.31 亿元，同比下降 75.03%，经营性净现金流大幅下降的原因在于 2023H1 公司收到税务部门退还的增值税留抵退税 0.13 亿元，2022 年同期收到增值税留抵退税 3.36 亿元，导致经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降；投资性净现金流流出 13.63 亿元，同比增加 41.55%，主要系公司经决策的光伏类节能项目陆续开工建设，项目投资同比增加所致；融资性净现金流 10.02 亿元，同比增加 123.40%，主要系公司新增银行贷款及南方电网资金拆借款同比增加所致。

图7：南网能源现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：南网能源 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

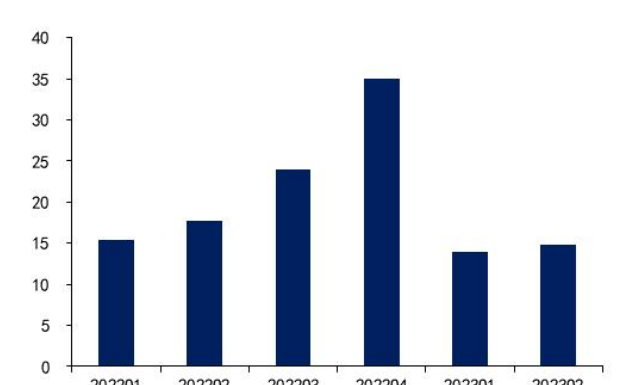
分布式光伏装机容量持续增加，可开发项目资源储备充足。在分布式光伏业务领域，公司聚焦行业前景好、持续经营能力强、能耗高的重点行业，打造平台型合作，不断深化、丰富服务内容，加快推动示范项目投产和批量项目落地。截至 2023H1，公司在运营分布式光伏项目装机容量达 1614.61MW，2023H1 新增分布式光伏 255MW，较 2022 年底增长 18.75%；同时，2023H1，公司经决策拟开展的分布式光伏项目装机容量约 287.12MW，公司储备的分布式光伏项目资源较为充足，未来项目逐步投运将推动公司业绩持续增长。

图9：南网能源分布式光伏装机容量情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司拟开展分布式光伏项目新增装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分散式风电和用户侧储能业务推进，探索发展负荷聚合商业业务。公司抢抓国家“千乡万村驭风行动”发展机遇、加快分散式风电业务布局；同时，公司充分发挥客户端业务资源优势，加大对负荷优化调节设施的投资建设运营力度，加快推动工商业企业和产业园区用户侧新型储能建设，并以用户需求为导向，聚焦业务布局、平台建设、应用场景等，加快研发负荷聚合商运营平台及客户侧智能化终端，加快向负荷聚合商转型。

超额利润分享实施方案出台，完善中长期激励机制。2023年6月，公司发布《2023-2025年度超额利润分享激励计划》公告，拟对公司经营业绩和持续发展有重要影响的管理、技术、营销、业务等核心骨干人才实施超额利润分享计划，激励人数不超过公司在岗职工总人数的30%，公司经营班子合计所获得的超额利润分享比例不超过公司超额利润分享额的30%。公司超额利润分享实施方案出台有助于激励公司核心骨干员工，保障公司业务持续稳健发展。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于生物质综合利用业务亏损拖累业绩，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为7.07/12.12/17.03亿元（2023-2025年原为10.12/16.39/22.30亿元），同比增速27.7%/71.4%/40.6%；2023-2025年EPS分别为0.19/0.32/0.45元，当前股价对应PE分别为32.1/18.8/13.3x。给予公司2024年29-30倍PE，对应公司权益价值351-363亿元，对应9.28-9.60元/股合理价格，较当前股价有32-36%的溢价空间。维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600116.SH	三峡水利	7.86	150	0.25	0.38	0.56	0.68	31.44	20.68	14.04	11.56	4.3%	买入
600821.SH	金开新能	6.46	129	0.48	0.52	0.73	0.92	13.46	12.42	8.85	7.02	8.7%	买入
603105.SH	芯能科技	13.95	70	0.38	0.54	0.71	0.83	36.71	25.83	19.65	16.81	10.9%	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	824	789	3000	1538	1776	营业收入	2600	2888	3261	4243	5560
应收款项	1972	2419	2055	2325	2742	营业成本	1549	1808	1940	2216	2659
存货净额	71	139	143	155	181	营业税金及附加	6	8	9	11	15
其他流动资产	454	194	219	284	373	销售费用	37	40	45	58	76
流动资产合计	3321	3541	5416	4302	5071	管理费用	157	178	199	256	333
固定资产	9050	10411	13029	16440	20519	财务费用	201	231	261	346	414
无形资产及其他	129	92	88	85	81	投资收益	36	103	140	170	170
投资性房地产	394	649	649	649	649	资产减值及公允价值变动	(4)	(37)	(46)	(59)	(74)
长期股权投资	649	675	797	909	996	其他收入	(71)	(12)	(31)	73	6
资产总计	13543	15367	19979	22384	27316	营业利润	609	679	870	1540	2165
短期借款及交易性金融负债	833	1056	3699	3132	4154	营业外净收支	0	2	2	2	2
应付款项	1145	1055	1086	1179	1381	利润总额	610	680	872	1541	2167
其他流动负债	497	801	836	936	1120	所得税费用	89	73	96	208	293
流动负债合计	2475	2913	5622	5248	6655	少数股东损益	47	54	69	122	171
长期借款及应付债券	3469	3905	4988	6356	7984	归属于母公司净利润	474	553	707	1212	1703
其他长期负债	1196	1497	1620	1831	2043						
长期负债合计	4665	5403	6608	8188	10027	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7140	8315	12230	13435	16683	净利润	474	553	707	1212	1703
少数股东权益	451	589	651	760	914	资产减值准备	(4)	32	10	12	15
股东权益	5952	6463	7099	8188	9720	折旧摊销	538	577	674	840	1048
负债和股东权益总计	13543	15367	19979	22384	27316	公允价值变动损失	(4)	32	10	12	15
						财务费用	201	231	261	346	414
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(790)	(41)	401	(155)	(146)
每股收益	0.13	0.15	0.19	0.32	0.45	其它	500	62	173	274	383
每股红利	0.01	0.01	0.02	0.03	0.05	经营活动现金流	715	1217	1975	2196	3018
每股净资产	1.57	1.71	1.87	2.16	2.57	资本开支	(1989)	(2392)	(3298)	(4260)	(5139)
ROIC	8.25%	7.20%	7%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.96%	8.56%	9.96%	14.80%	17.52%	投资活动现金流	(2101)	(2321)	(3420)	(4372)	(5226)
毛利率	40%	37%	41%	48%	52%	权益性融资	1108	120	0	0	0
EBIT Margin	34%	30%	33%	40%	45%	负债净变化	1094	436	1083	1368	1628
EBITDA Margin	54%	50%	54%	60%	63%	支付股利、利息	(48)	(56)	(71)	(122)	(171)
收入增长	29%	11%	13%	30%	31%	其它融资现金流	(490)	391	2643	(567)	1022
净利润增长率	19%	17%	28%	71%	41%	融资活动现金流	1708	1065	3657	714	2445
资产负债率	56%	58%	64%	63%	64%	现金净变动	316	(35)	2211	(1462)	238
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	货币资金的期初余额	508	824	789	3000	1538
P/E	48.0	41.1	32.1	18.8	13.3	货币资金的期末余额	824	789	3000	1538	1776
P/B	3.8	3.5	3.2	2.8	2.3	企业自由现金流	0	(1073)	(1261)	(2096)	(2095)
EV/EBITDA	21.1	21.4	19.9	14.2	11.2	权益自由现金流	0	(247)	2232	(1595)	196

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032