



# 南网能源 (003035.SZ)

(维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 光伏盈利稳健，生物质项目拟退出

### 业绩简评

- 3月29日晚间公司披露23年年报，2023年实现营收29.9亿元，同比+3.5%。2023年实现归母净利润3.1亿元，同比-43.9%。盈利下滑主因生物质发电业务拖累。

### 经营分析

- 业务亏损及减值拖累业绩，公司拟逐步退出生物质发电业务。2023年公司综合资源利用业务实现营收3.9亿元（同比-39.6%）；毛利率降至-19.4%，主因Q4生物质发电机组停产检修、补贴不到位、燃料价格持续高位，同时计提了可再生能源补贴的坏账准备，严重拖累公司业绩。根据公司在投资者互动平台所述，后续正筹划生物质发电项目的战略退出，目前审计、评估等项目前期尽调工作已基本收尾。
- 工商业分布式光伏量利齐增，光伏类业务平均电价上行。公司2023年光伏新增装机合计为51.7GW。其中，工商业分布式新增装机50.6GW，在运装机同比+37.2%，装机节奏相比22年有所提速，业务实现营收同比+20.7%。业务毛利率同比+0.6pct，升至65.1%。在工商业用户执行分时销售电价、午时电价不利的客观环境下，仍实现了毛利率的稳中有升，或主因：（1）光伏组件成本下降对收益贡献较强；（2）公司优选项目、对收益率把控严格，与客户签订固定电价/固定折扣电价锁定价格波动风险的能力较强。伴随“全额上网”农光互补类项目占比下降，“自发自用”具有更高电价的工商业分布式项目占比上升，公司光伏类业务平均电价回升至0.76元/千瓦时，同比+0.05元。

### 盈利预测、估值与评级

- 综合考虑光伏类业务的成长性，及生物质项目的拖累，我们预计公司2024~2026年分别实现归母净利润6.1/8.1/10.0亿元，EPS分别为0.16/0.21/0.26元，对应PE分别为31倍、24倍和19倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 分布式光伏新增装机不及预期风险；生物质燃料成本波动、补贴拖欠，继续拖累业绩风险；城市节能业务需求下降风险等。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

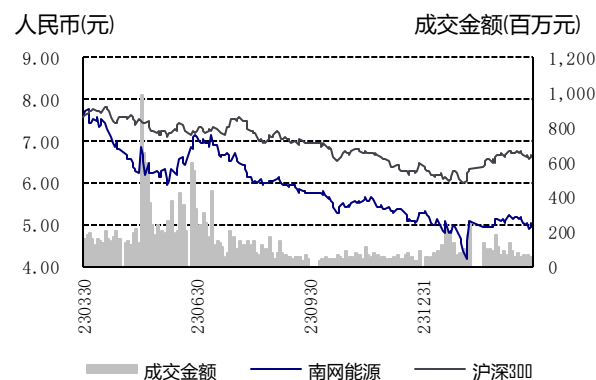
联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.02元

### 相关报告：

- 《南网能源公司点评：生物质发电仍拖累，光伏拟建边际转好》，2023.10.28
- 《南网能源公司深度研究：资源/协同一体两翼，成就分布式龙头》，2023.9.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,888	2,988	3,726	4,518	5,406
营业收入增长率	11.08%	3.46%	24.71%	21.24%	19.67%
归母净利润(百万元)	553	311	606	805	1,004
归母净利润增长率	16.78%	-43.85%	94.87%	32.96%	24.65%
摊薄每股收益(元)	0.146	0.082	0.160	0.213	0.265
每股经营性现金流净额	0.32	0.27	0.31	0.45	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.56%	4.61%	8.29%	10.00%	11.16%
P/E	38.81	64.12	31.40	23.62	18.95
P/B	3.32	2.96	2.60	2.36	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,600	2,888	2,988	3,726	4,518	5,406
增长率		11.1%	3.5%	24.7%	21.2%	19.7%
主营业务成本	-1,549	-1,808	-1,994	-2,335	-2,715	-3,145
%销售收入	59.6%	62.6%	66.7%	62.7%	60.1%	58.2%
毛利	1,051	1,080	994	1,391	1,803	2,261
%销售收入	40.4%	37.4%	33.3%	37.3%	39.9%	41.8%
营业税金及附加	-6	-8	-6	-8	-9	-11
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-37	-40	-51	-60	-72	-87
%销售收入	1.4%	1.4%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-144	-170	-175	-218	-264	-316
%销售收入	5.6%	5.9%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-7	-5	-37	-45	-54	-65
%销售收入	0.3%	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	857	858	725	1,061	1,403	1,782
%销售收入	33.0%	29.7%	24.3%	28.5%	31.1%	33.0%
财务费用	-201	-231	-255	-209	-271	-329
%销售收入	7.7%	8.0%	8.5%	5.6%	6.0%	6.1%
资产减值损失	-105	-69	-94	-64	-52	-69
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36	103	55	101	103	105
%税前利润	5.9%	15.1%	12.2%	11.1%	8.5%	6.9%
营业利润	609	679	446	907	1,200	1,507
营业利润率	23.4%	23.5%	14.9%	24.3%	26.6%	27.9%
营业外收支	0	2	7	6	7	8
税前利润	610	680	453	913	1,206	1,514
利润率	23.4%	23.6%	15.2%	24.5%	26.7%	28.0%
所得税	-89	-73	-91	-183	-241	-303
所得税率	14.6%	10.8%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	521	607	362	731	965	1,212
少数股东损益	47	54	51	125	160	208
归属于母公司的净利润	474	553	311	606	805	1,004
净利率	18.2%	19.2%	10.4%	16.3%	17.8%	18.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	521	607	362	731	965	1,212
少数股东损益	47	54	51	125	160	208
非现金支出	659	677	744	641	742	889
非经营收益	163	123	192	118	180	239
营运资金变动	-629	-190	-267	-331	-182	-203
经营活动现金净流	715	1,217	1,030	1,158	1,706	2,136
资本开支	-1,987	-2,381	-2,683	-2,671	-2,770	-3,269
投资	-116	60	-10	0	0	0
其他	1	0	6	101	103	105
投资活动现金净流	-2,101	-2,321	-2,687	-2,570	-2,667	-3,163
股权募资	1,108	120	53	0	0	0
债权募资	1,035	932	1,475	1,829	1,533	1,681
其他	-435	12	281	-267	-351	-424
筹资活动现金净流	1,708	1,065	1,809	1,562	1,182	1,256
现金净流量	321	-39	152	150	221	229

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	824	789	938	1,027	1,205	1,403
应收款项	1,975	2,425	2,921	3,261	3,914	4,638
存货	71	139	22	96	112	129
其他流动资产	451	188	336	345	361	378
流动资产	3,321	3,541	4,217	4,729	5,591	6,549
%总资产	24.5%	23.0%	22.9%	22.5%	23.3%	23.9%
长期投资	653	676	741	741	741	741
固定资产	9,039	10,401	12,568	14,606	16,632	19,028
%总资产	66.7%	67.7%	68.4%	69.6%	69.4%	69.5%
无形资产	182	199	159	237	314	390
非流动资产	10,222	11,826	14,166	16,270	18,360	20,821
%总资产	75.5%	77.0%	77.1%	77.5%	76.7%	76.1%
资产总计	13,543	15,367	18,383	20,999	23,952	27,370
短期借款	833	1,056	2,406	3,235	3,768	4,448
应付款项	1,494	1,725	2,899	2,963	3,453	4,008
其他流动负债	149	132	155	245	310	380
流动负债	2,475	2,913	5,459	6,443	7,531	8,836
长期贷款	3,469	3,905	4,440	5,440	6,440	7,440
其他长期负债	1,196	1,497	1,061	1,000	957	927
其他	7,140	8,315	10,960	12,883	14,928	17,203
普通股股东权益	5,952	6,463	6,739	7,307	8,055	8,991
其中：股本	3,788	3,788	3,788	3,788	3,788	3,788
未分配利润	1,010	1,495	1,707	2,275	3,023	3,959
少数股东权益	451	589	683	808	968	1,176
负债股东权益合计	13,543	15,367	18,383	20,999	23,952	27,370

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.125	0.146	0.082	0.160	0.213	0.265
每股净资产	1.571	1.706	1.779	1.929	2.127	2.374
每股经营现金净流	0.189	0.321	0.272	0.306	0.450	0.564
每股股利	0.013	0.015	0.009	0.010	0.015	0.018
回报率						
净资产收益率	7.96%	8.56%	4.61%	8.29%	10.00%	11.16%
总资产收益率	3.50%	3.60%	1.69%	2.88%	3.36%	3.67%
投入资本收益率	6.84%	6.38%	4.06%	5.06%	5.83%	6.46%
增长率						
主营业务收入增长率	29.43%	11.08%	3.46%	24.71%	21.24%	19.67%
EBIT增长率	37.72%	13.35%	-15.50%	46.31%	32.18%	27.06%
净利润增长率	18.90%	16.78%	-43.85%	94.87%	32.96%	24.65%
总资产增长率	22.73%	13.47%	19.63%	14.23%	14.06%	14.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	224.3	265.8	312.0	312.0	312.0	312.0
存货周转天数	10.7	21.1	14.7	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	262.5	207.2	235.4	245.0	245.0	245.0
固定资产周转天数	1,106.6	1,076.0	1,319.9	1,228.6	1,160.9	1,118.3
偿债能力						
净负债/股东权益	54.33%	59.17%	79.59%	94.24%	99.77%	103.13%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.7	2.8	5.1	5.2	5.4
资产负债率	52.72%	54.11%	59.62%	61.35%	62.33%	62.85%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	4	7	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-26	买入	5.81	7.20~7.20
2	2023-10-28	买入	5.51	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究