

# 南网能源 (003035.SZ)

生物质业务有望退出，分布式光伏业务快速发展

买入

## 核心观点

**营业收入小幅增长，归母净利润同比大幅下降。**2023年，公司实现营业收入29.88亿元(+3.46%)，归母净利润3.11亿元(-43.90%)，扣非归母净利润3.06亿元(-41.12%)。其中，第四季度单季营收7.92亿元(+4.89%)，归母净利润-0.36亿元，四季度公司业绩亏损的原因在于：1)公司生物质项目机组大多停产检修，导致该板块业务亏损较大；2)公司对可再生能源补贴等应收款项依据其信用风险特征计提坏账准备，对部分商誉计提减值准备，对未形成有效研发成果的以前年度资本化支出予以当期费用化等。2023年公司归母净利润同比大幅下降的原因在于生物质综合利用业务受机组停机检修、补贴不到位、燃料价格持续高位及日常经营管理等多种因素综合影响，生物质综合利用业务盈利状况持续不佳，拖累公司业绩增长。

**分布式光伏业务保持较快发展，可开发项目资源储备充足。**公司聚焦优质工商业客户持续大力拓展分布式光伏业务，分布式光伏项目装机容量持续增长，2023年公司新增分布式光伏装机容量506.29MW，截至2023年底，公司累计投运分布式光伏项目1865.99MW，同比增长37.24%。在项目资源开发方面，2023年公司经决策拟开展的分布式光伏业务项目装机规模累计约89.14万千瓦，投资总额约35.75亿元。公司分布式光伏项目盈利性较好，2023年公司分布式光伏业务毛利率65.12%，较2022年同期增加0.64pct，未来公司分布式光伏项目投运将驱动公司业绩增长，同时增强公司盈利性。

**战略退出生物质业务领域，未来对公司盈利拖累有望减小。**2023年，公司生物质项目由于燃料及补贴不到位等问题综合影响，整个业务板块发生亏损，对公司全年经营业绩影响较大。未来公司将聚焦优质行业和领域，不断优化节能业务布局，目前公司正在同步开展生物质项目治污与战略调整退出工作，降低生物质业务对公司整体业绩的影响。

**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：**由于生物质项目拖累业绩增长，下调公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为5.75/7.57/9.25亿元(2024-2025年原预测值为9.64/13.03亿元)，同比增速84.9%/31.8%/22.1%；2024-2026年EPS分别为0.15/0.20/0.24元，当前股价对应PE分别为33.1/25.1/20.6x。给予公司2025年27-28倍PE，对应公司权益价值204-212亿元，对应5.40-5.60元/股合理价格，较当前股价有8-12%的溢价空间。维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,888	2,988	3,536	4,174	4,827
(+/-%)	11.1%	3.5%	18.34%	18.05%	15.62%
净利润(百万元)	553	311	574.67	757.31	924.73
(+/-%)	16.8%	-43.9%	84.9%	31.8%	22.1%
每股收益(元)	0.15	0.08	0.15	0.20	0.24
EBIT Margin	30.2%	25.7%	34.5%	37.5%	37.8%
净资产收益率(ROE)	8.6%	4.6%	8.0%	9.6%	10.7%
市盈率(PE)	34.1	60.7	32.8	24.9	20.4
EV/EBITDA	18.8	21.5	16.8	13.6	12.2
市净率(PB)	2.92	2.80	2.61	2.40	2.18

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：李依琳** 010-88005029  
liyilin1@guosen.com.cn  
S0980521070002

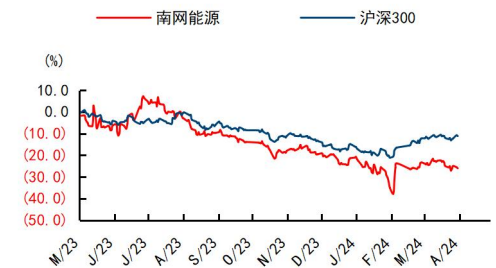
**证券分析师：郑汉林** 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn  
S0980522090003

**联系人：崔佳诚** 021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值 5.40 - 5.60元  
收盘价 4.95元  
总市值/流通市值 18750/11177百万元  
52周最高价/最低价 7.90/4.04元  
近3个月日均成交额 88.02百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

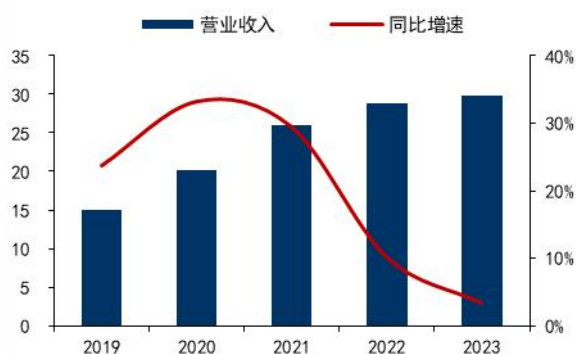
### 相关研究报告

《南网能源(003035.SZ)-生物质发电持续拖累业绩，分布式光伏业务发展有序推进》——2023-10-28  
《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》——2023-08-28  
《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

**营业收入小幅增长，归母净利润同比大幅下降。**2023年，公司实现营业收入29.88亿元（+3.46%），归母净利润3.11亿元（-43.90%），扣非归母净利润3.06亿元（-41.12%）。其中，第四季度单季营收7.92亿元（+4.89%），归母净利润-0.36亿元，四季度公司业绩亏损的原因在于：1）公司生物质项目机组大多停产检修，导致该板块业务亏损较大；2）公司对可再生能源补贴等应收款项依据其信用风险特征计提坏账准备，对部分商誉计提减值准备，对未形成有效研发成果的以前年度资本化支出予以当期费用化等。2023年公司归母净利润同比大幅下降的原因在于生物质综合利用业务受机组停机检修、补贴不到位、燃料价格持续高位及日常经营管理等多种因素综合影响，生物质综合利用业务盈利状况持续不佳，拖累公司业绩增长。

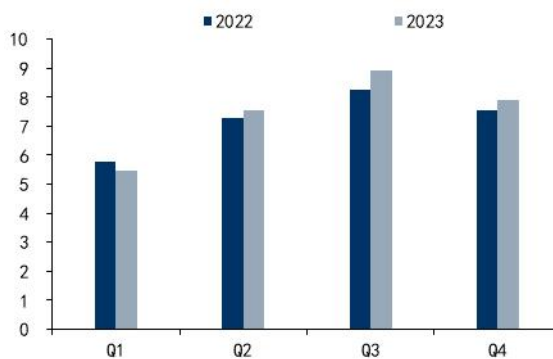
**工业节能及建筑节能业务收入持续稳健增长，综合资源利用业务收入大幅下降。**分块来看，2023年，公司工业节能业务收入14.70亿元（+23.01%），其中分布式光伏业务实现营业收入11.88亿元（+20.65%）；建筑节能业务收入9.05亿元（+18.25%），综合资源利用业务收入3.91亿元（-39.63%）。

图1：南网能源营业收入及增速（单位：亿元）



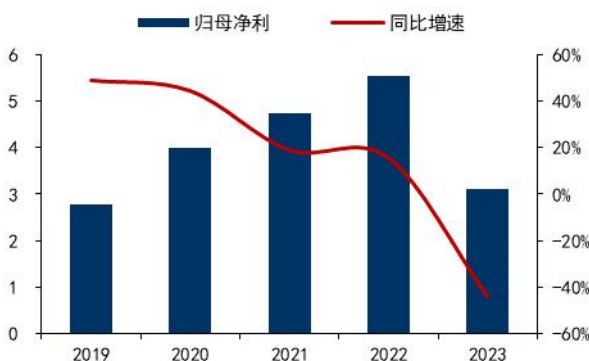
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南网能源单季营业收入及增速（单位：亿元）



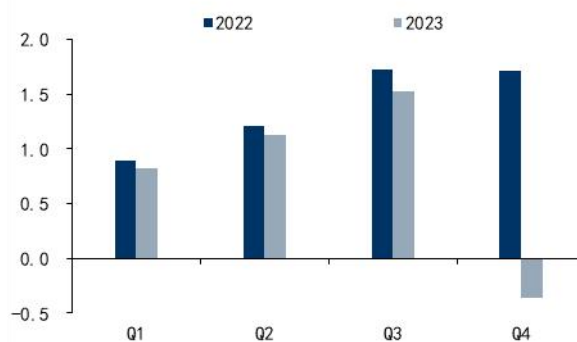
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

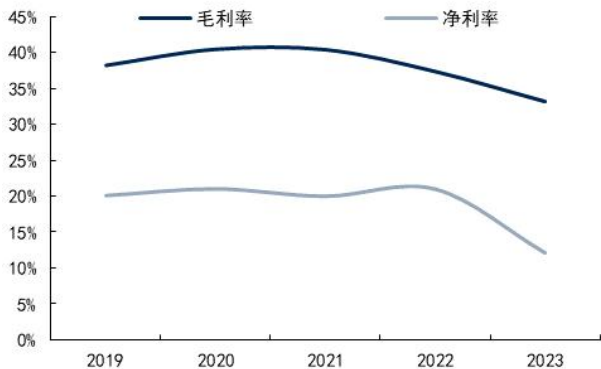


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率下降及费用率水平小幅上升，净利率水平下行。**2023年，公司生物质综合利用业务盈利不佳使得公司毛利率下降，较2022年同期减少4.15pct至33.62%。费用率方面，2023年公司销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为1.69%、8.53%、5.85%，销售费用率、财务费用率分别同比增加0.32、0.54pct，

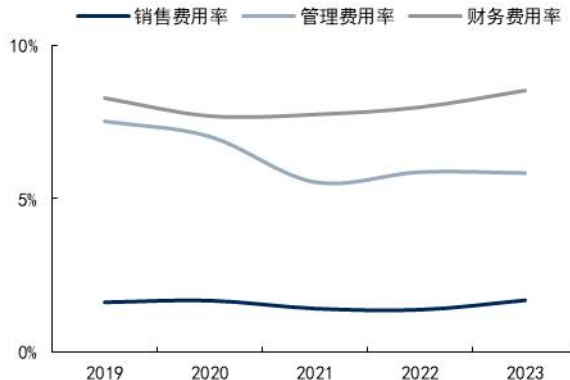
管理费用率同比减少 0.03pct，整体费用率水平有所上升。同期内，受毛利率下降及费用率水平上升影响，公司净利率较 2022 年同期减少 8.92pct 至 12.10%。

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

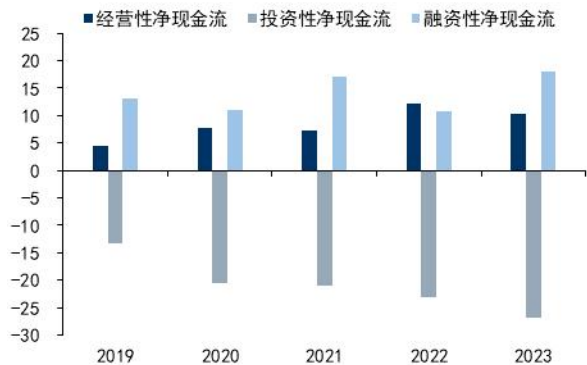
图6: 南网能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

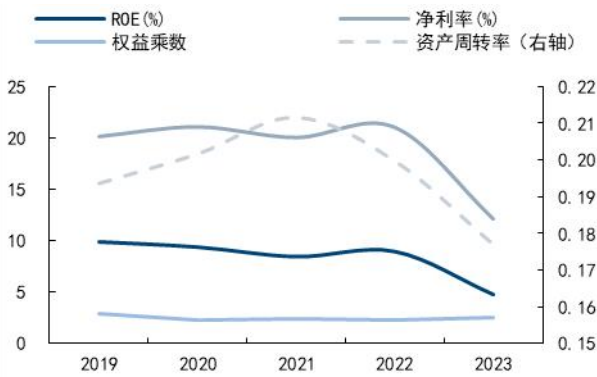
**ROE 有所下降，经营性净现金流有所下降。**2023，由于公司净利率下降，公司 ROE 下行，较 2022 年同期减少 4.19pct 至 4.72%。现金流方面，2023 年，公司经营性净现金流为 10.30 亿元，同比下降 15.36%，经营性净现金流大幅下降的原因在于 2023 年公司收到的可再生能源补贴款和税务部门返还的增值税留抵退税款同比下降。

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

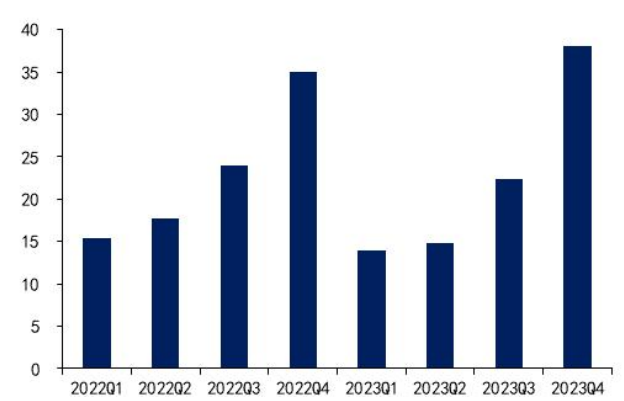
**分布式光伏业务保持较快发展，可开发项目资源储备充足。**公司聚焦优质工商业客户持续大力拓展分布式光伏业务，分布式光伏项目装机容量持续增长，2023 年公司新增分布式光伏装机容量 506.29MW，截至 2023 年底，公司累计投运分布式光伏项目 1865.99MW，同比增长 37.24%。在项目资源开发方面，2023 年公司经决策拟开展的分布式光伏业务项目装机规模累计约 89.14 万千瓦，投资总额约 35.75 亿元。公司分布式光伏项目盈利性较好，2023 年公司分布式光伏业务毛利率 65.12%，较 2022 年同期增加 0.64pct，未来公司分布式光伏项目投运将驱动公司业绩增长，同时增强公司盈利性。

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：公司决策拟开展分布式光伏项目装机规模（万千瓦）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**战略退出生物质业务领域，未来对公司盈利拖累有望减小。**2023年，公司生物质项目由于燃料及补贴不到位等问题综合影响，整个业务板块发生亏损，对公司全年经营业绩影响较大。未来公司将聚焦优质行业和领域，不断优化节能业务布局，目前公司正在同步开展生物质项目治亏与战略调整退出工作，降低生物质业务对公司整体业绩的影响。

**分散式风电业务推进，发展源荷聚合服务业务商业模式。**公司抢抓国家“千乡万村驭风行动”，大力拓展分散式风电、风光储资源综合利用业务，充分发挥电网公司属地化优势，抢抓业务资源落地，加快推动分散式风电试点项目建设落地。同时，公司加大对负荷优化调节设施的投资建设运营力度，稳步推进源荷聚合服务业务商业模式发展。

**盈利预测基于以下假设条件：**

1) **工业节能业务：**公司工业节能业务收入主要来自分布式光伏发电业务，根据公司业务发展规划及在手项目资源情况，公司分布式光伏业务装机规模将快速增长，预计2024-2026年公司新增分布式光伏装机容量均为600MW；分布式光伏利用小时数方面，参考公司过往利用小时数情况，预计2022-2024年分布式光伏项目的利用小时数为1000小时；电价方面，参考公司过往项目的上网电价及变化趋势，同时考虑各地峰谷时段设置变化及市场竞争对自用电量电价折扣的影响，假设2024-2026年公司上网电价（不含税）分别为0.72、0.71、0.69元/kwh。此外，预期工业节能中工业高效能源站、余热余压和煤矿瓦斯等综合利用两项业务将保持稳健增长态势。

表1：公司分布式光伏项目运营情况

	2023	2024E	2025E	2026E
装机量 (MW)	1866	2466	3066	3666
发电量 (亿千瓦时)	21.7	27.7	33.7	39.7
营业收入 (亿元)	11.9	15.6	19.6	23.3
毛利率	65%	66%	67%	68%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

2) **建筑节能业务：**公司将持续推进建筑节能业务发展，参考公司过往建筑节能服务的建筑面积增速及单位面积收入情况，预计2024-2026年建筑节能服务的建筑面积分别为982、1178、1414万平方米，单位面积收入分别为91、90、90元/平方米。

3) **综合资源利用业务**：根据公司业务发展规划，公司资源综合利用业务中的生物质综合利用项目未来预计将逐步退出，而农光互补项目装机容量有望增长，根据公司农光互补在手待开发的项目资源情况，预计 2024-2025 年新增装机容量 100、60MW，2026 年无新增装机；农光互补项目利用小时数方面，参考公司过往利用小时数情况，预计 2024-2026 年利用小时数为 10500 小时；电价方面，参考公司过往项目的上网电价及变化趋势，同时考虑新增项目以平价项目为主，预计 2024-2026 年上网电价分别为 0.57、0.54、0.52 元/kwh。

4) 公司城市照明节能、节能工程与节能技术咨询服务业务预计较为稳定，毛利率参考过往毛利率水平假设保持稳定。

5) 成本及期间费用方面，新增光伏项目初始造价逐渐下调，影响发电投资成本及财务费用，结合公司年报、季报已披露数据做出中性假设。

表 2: 公司各项业务收入、成本及毛利率预测 (亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>工业节能业务</b>				
收入	14.7	18.7	23.0	27.1
增长率	23.0%	27.5%	22.6%	17.9%
毛利率	54%	57%	59%	60%
<b>建筑节能业务</b>				
收入	9.1	10.7	12.7	15.0
增长率	18.3%	18.5%	18.7%	18.0%
毛利率	21.4%	21.1%	21.0%	20.3%
<b>城市照明节能</b>				
收入	1.0	1.1	1.1	1.1
增长率	-20.1%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	42%	42%	41%	40%
<b>节能工程与节能技术咨询服务</b>				
收入	1.1	1.2	1.3	1.3
增长率	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%
毛利率	43%	42%	42%	42%
<b>综合资源利用业务</b>				
收入	3.9	3.6	3.7	3.7
增长率	-39.6%	-8.0%	1.5%	1.0%
毛利率	-19%	30%	49%	51%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 35.36/41.74/48.27 亿元，归属母公司净利润 5.75/7.57/9.25 亿元，归母净利润年增速分别为 84.9%/31.8%/22.1%。

**投资建议**：由于生物质项目拖累业绩增长，下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.75/7.57/9.25 亿元（2024-2025 年原预测值为 9.64/13.03 亿元），同比增速 84.9%/31.8%/22.1%；2024-2026 年 EPS 分别为 0.15/0.20/0.24 元，当前股价对应 PE 分别为 32.8/24.9/20.4x。给予公司 2025 年 27-28 倍 PE，对应公司权益价值 204-212 亿元，对应 5.40-5.60 元/股合理价格，较当前股价有 8-12%的溢价空间。维持“买入”评级。

表3：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	7.26	139	0.25	0.31	0.47	0.6	29.04	23.42	15.45	12.10	4.3%	买入
600821.SH	金开新能	5.84	117	0.48	0.52	0.73	0.92	12.17	11.23	8.00	6.35	8.7%	买入
603105.SH	芯能科技	9.62	48	0.38	0.48	0.64	0.77	25.32	20.04	15.03	12.49	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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	789	938	3000	1576	1838	营业收入	2888	2988	3536	4174	4827
应收款项	2419	2918	2228	2287	2380	营业成本	1808	1994	2037	2279	2616
存货净额	139	22	20	21	23	营业税金及附加	8	6	7	9	10
其他流动资产	194	339	401	473	547	销售费用	40	51	57	67	77
<b>流动资产合计</b>	<b>3541</b>	<b>4217</b>	<b>5649</b>	<b>4357</b>	<b>4789</b>	管理费用	178	181	219	255	292
固定资产	10411	12579	15550	18222	20582	财务费用	231	255	336	421	465
无形资产及其他	92	89	90	90	91	投资收益	103	55	55	55	55
投资性房地产	649	757	757	757	757	资产减值及公允价值变动	(37)	(18)	(23)	(28)	(32)
长期股权投资	675	740	834	896	969	其他收入	(12)	(92)	(82)	(75)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>15367</b>	<b>18383</b>	<b>22879</b>	<b>24322</b>	<b>27187</b>	营业利润	679	446	831	1097	1341
短期借款及交易性金融负债	1056	2406	5801	5694	6792	营业外净收支	2	7	7	7	7
应付款项	1055	1536	1399	1459	1630	利润总额	680	453	837	1103	1347
其他流动负债	801	1517	1442	1537	1729	<b>所得税费用</b>	<b>73</b>	<b>91</b>	<b>169</b>	<b>222</b>	<b>271</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2913</b>	<b>5459</b>	<b>8642</b>	<b>8690</b>	<b>10151</b>	少数股东损益	54	51	94	124	152
长期借款及应付债券	3905	4440	5159	5840	6477	归属于母公司净利润	553	311	575	757	925
其他长期负债	1497	1061	1086	1050	901						
<b>长期负债合计</b>	<b>5403</b>	<b>5501</b>	<b>6245</b>	<b>6889</b>	<b>7377</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>8315</b>	<b>10960</b>	<b>14887</b>	<b>15579</b>	<b>17529</b>	净利润	553	311	575	757	925
少数股东权益	589	683	764	871	1001	资产减值准备	32	(19)	5	5	4
股东权益	6463	6739	7228	7872	8658	折旧摊销	577	618	786	973	1155
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15367</b>	<b>18383</b>	<b>22879</b>	<b>24322</b>	<b>27187</b>	公允价值变动损失	32	(19)	5	5	4
						财务费用	231	255	336	421	465
关键财务与估值指标						营运资本变动	(41)	669	418	23	194
每股收益	0.15	0.08	0.15	0.20	0.24	其它	62	(531)	356	468	536
每股红利	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	<b>经营活动现金流</b>	<b>1217</b>	<b>1030</b>	<b>2145</b>	<b>2230</b>	<b>2817</b>
每股净资产	1.71	1.78	1.91	2.08	2.29	资本开支	(2392)	(2684)	(3762)	(3651)	(3519)
ROIC	7.20%	4.90%	6%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.56%	4.61%	7.95%	9.62%	10.68%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2321)</b>	<b>(2687)</b>	<b>(3856)</b>	<b>(3713)</b>	<b>(3593)</b>
毛利率	37%	33%	42%	45%	46%	权益性融资	120	53	0	0	0
EBIT Margin	30%	26%	35%	37%	38%	负债净变化	436	534	719	681	637
EBITDA Margin	50%	46%	57%	61%	62%	支付股利、利息	(56)	(56)	(86)	(114)	(139)
收入增长	11%	3%	18%	18%	16%	其它融资现金流	391	1913	3395	(107)	1098
净利润增长率	17%	-44%	85%	32%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1065</b>	<b>1809</b>	<b>3772</b>	<b>58</b>	<b>1038</b>
资产负债率	58%	63%	68%	68%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>(35)</b>	<b>149</b>	<b>2062</b>	<b>(1424)</b>	<b>262</b>
股息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	824	789	938	3000	1576
P/E	34.1	60.7	32.8	24.9	20.4	货币资金的期末余额	789	938	3000	1576	1838
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	0	(783)	(1584)	(1406)	(712)
EV/EBITDA	18.8	21.5	16.8	13.6	12.2	权益自由现金流	0	1664	2262	(1168)	652

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所提及的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