

南网能源 (003035.SZ)

分布式光伏业务稳健发展，大力拓展分散式风电

优于大市

核心观点

工业节能收入稳步提升，公司营收和归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营业收入 13.23 亿元 (+1.57%)，归母净利润 2.05 亿元 (+5.29%)，扣非归母净利润 1.99 亿元 (+4.88%)。公司营业收入和归母净利润同比增长的主要原因在于分布式光伏装机规模持续增长，公司工业节能收入稳步提升。分业务板块来看，2024H1，公司工业节能业务收入 6.90 亿元 (+14.00%)，其中分布式光伏业务收入 5.63 亿元 (+12.71%)，建筑节能业务收入 4.11 亿元 (-1.52%)，综合资源利用业务收入 1.54 亿元 (-21.58%)。

公司大力拓展分散式风电业务，形成新的业绩增长点。近年来，国家政策推动分散式风电发展。2024 年 4 月，国家发改委、国家能源局与农业农村部联合印发《关于组织开展“千乡万村驭风行动”的通知》明确提出，在“十四五”期间，将选择具备条件的县（市、区、旗）域农村地区，以村为单位，建成一批就地就近开发利用的风电项目，每个行政村不超 20MW。在国家政策支持推动下，公司大力推进分散式风电业务发展，公司与广西电网公司成立的合资公司已成立运营，在利用属地资源推动分散式风电业务开发方面成效显著，截至 2024 年 6 月，在运营风电项目 8 万千瓦，2024 年上半年实现分散式风电业务收入 0.21 亿元。

生物质业务有序退出，未来生物质业务对公司业绩的影响有望逐步减弱。公司严格落实生物质电厂“一厂一策”运行方案，多措并举推进项目减亏和战略调整退出工作，生物质综合利用业务板块经营亏损有所减少，2024 年上半年公司生物质综合利用业务实现营业收入 0.39 亿元 (-53.01%)。然而，公司生物质项目仍面临较大的经营压力和资金压力、运行效率较低。未来公司将进一步研判并据实调整生物质项目退出策略及安排，有效落实董事会“坚决退出非优势领域”的战略部署。

风险提示：分布式光伏项目装机不及预期；电价下降；市场竞争加剧。

投资建议：由于公司生物质可再生能源补贴核减和分布式光伏利用小时数下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.19/5.87/6.54 亿元（原预测值为 5.75/7.57/9.25 亿元），同比增速 2.8%/83.8%/11.5%；2024-2026 年 EPS 分别为 0.08/0.15/0.17 元，当前股价对应 PE 分别为 47.9/26.1/23.4x。维持“优于大市”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	3,384	3,912	4,411
(+/-%)	11.1%	3.5%	13.26%	15.59%	12.77%
净利润(百万元)	553	311	319.32	586.85	654.23
(+/-%)	16.8%	-43.9%	2.8%	83.8%	11.5%
每股收益(元)	0.15	0.08	0.08	0.15	0.17
EBIT Margin	30.2%	25.7%	31.9%	33.8%	32.8%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	4.6%	4.6%	7.8%	8.1%
市盈率 (PE)	27.7	49.2	47.9	26.1	23.4
EV/EBITDA	16.3	19.0	16.2	13.6	12.8
市净率 (PB)	2.37	2.27	2.18	2.04	1.90

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

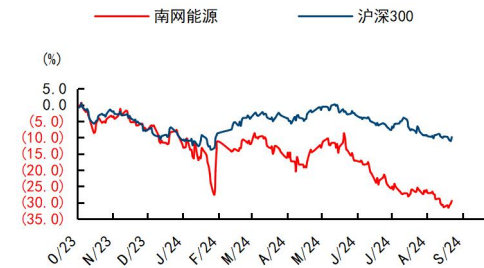
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.04 元
总市值/流通市值	15303/9122 百万元
52 周最高价/最低价	6.21/3.90 元
近 3 个月日均成交额	43.18 百万元

市场走势



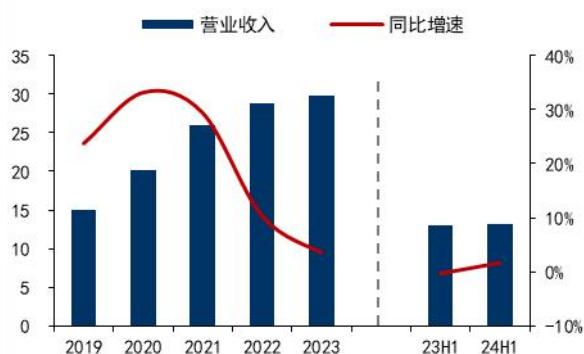
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《南网能源 (003035.SZ) - 生物质业务有望退出，分布式光伏业务快速发展》——2024-04-03
- 《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

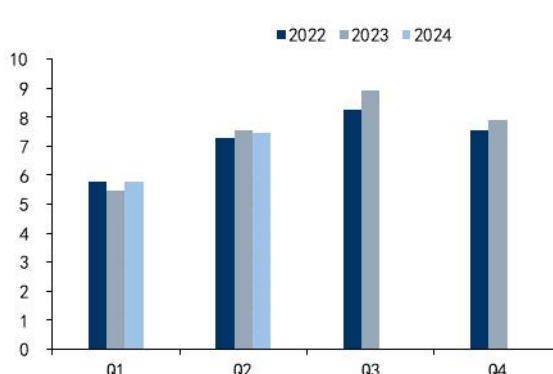
工业节能收入稳步提升，公司营收和归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营业收入13.23亿元（+1.57%），归母净利润2.05亿元（+5.29%），扣非归母净利润1.99亿元（+4.88%）。2024年第二季度，公司实现营业收入7.48亿元（-0.99%），归母净利润1.15亿元（+2.15%），扣非归母净利润1.13亿元（+1.87%）。公司营业收入和归母净利润同比增长的主要原因在于分布式光伏装机规模持续增长，公司工业节能收入稳步提升。分业务板块来看，2024H1，公司工业节能业务收入6.90亿元（+14.00%），其中分布式光伏业务收入5.63亿元（+12.71%），建筑节能业务收入4.11亿元（-1.52%），综合资源利用业务收入1.54亿元（-21.58%）。

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、%）



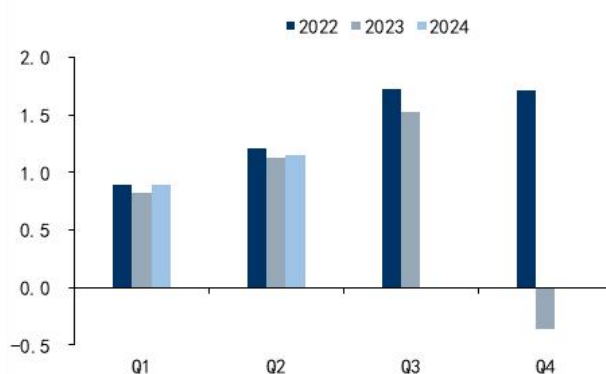
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

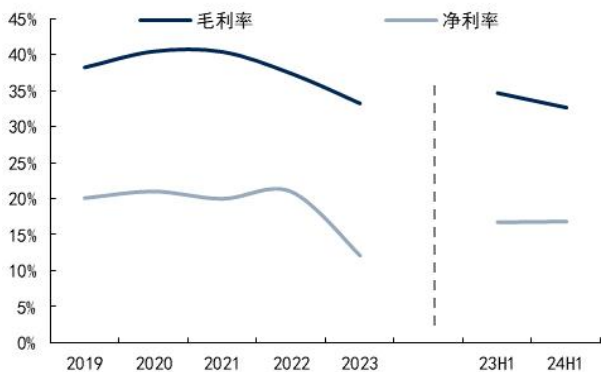
图4：南网能源单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

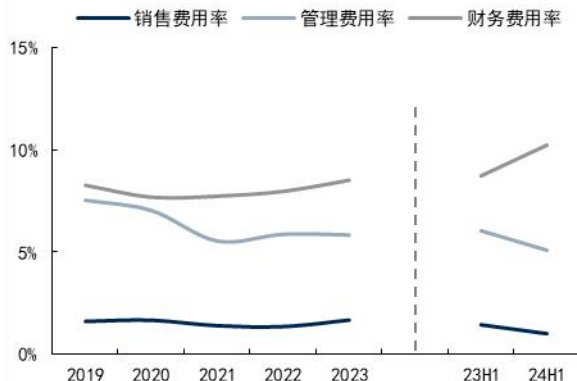
毛利率下降及费用率水平上升，信用减值损失收窄，净利率水平小幅提升。2024H1，分布式光伏项目受华南地区天气、辐照水平下降等影响，发电利用小时数同比减少，导致毛利率同比下降5.32pct；同时，受个别节能项目节电量减少、项目改造成本增加等因素影响，建筑节能业务毛利率同比下降4.11pct。上述因素使得公司毛利率下降，较2023年同期减少2.03pct至32.67%。费用率方面，2024H1，公司销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为1.02%、10.25%、5.10%，销售费用率、管理费用率分别同比减少0.44、0.95pct，财务费用率同比增加1.50pct，整体费用率水平有所上升。同期内，尽管毛利率下降及费用率水平上升，但由于公司信用减值损失收窄，由2023年同期的-0.28亿元减至2024年的-0.08亿元，公司净利率有所提升，较2023年同期增加0.08pct至16.85%。

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

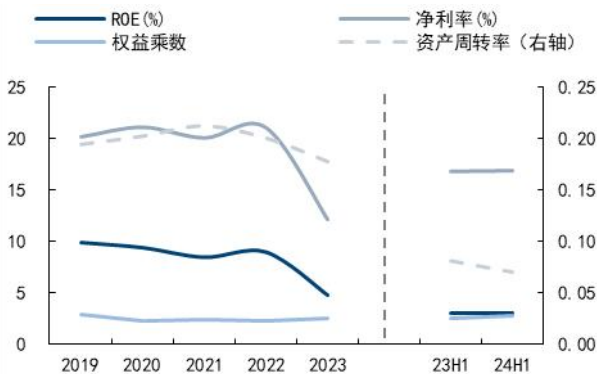
ROE 有所增加，经营性净现金流显著改善。2024H1，由于公司净利率增加，公司 ROE 上行，较 2023 年同期小幅增加 0.03pct 至 2.99%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 5.67 亿元，同比增加 331.51%，主要系公司收到大额可再生能源补贴款、增值税留抵退税款所致；投资性净现金流流出 8.48 亿元，同比下降 37.75%，主要系公司支付的在建工程项目进度款及结算款同比减少所致；融资性净现金流 3.89 亿元，同比下降 61.24%，主要系新增银行贷款及控股股东资金拆借款同比减少所致。

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

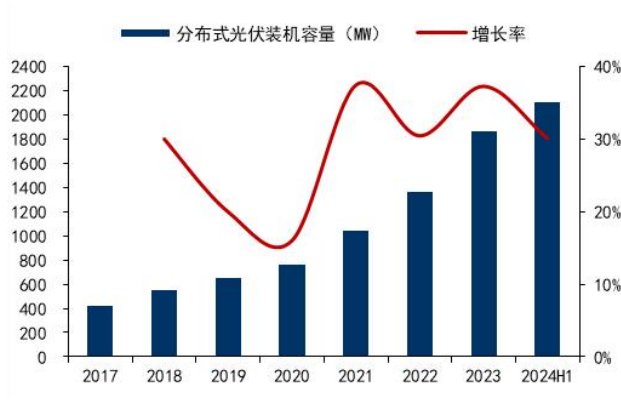
图8: 南网能源 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

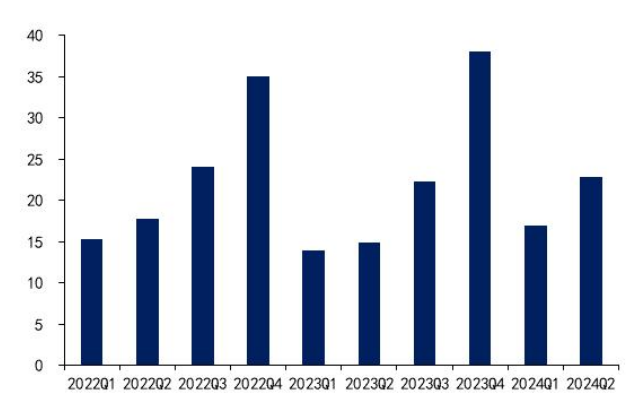
分布式光伏装机容量持续增加，项目逐步投运保障业绩稳健增长。在分布式光伏业务领域，公司持续发挥分布式光伏节能赛道优势，聚焦行业前景好、持续经营能力强、能耗高的重点行业，持续推进分布式光伏业务发展。2024H1，公司经决策拟开展的分布式光伏节能项目装机规模约 39.75 万千瓦，截至 2024H1，公司在运营的分布式光伏项目装机规模约 210 万千瓦，较 2023 年的 187 万千瓦增长 12.54%。公司储备的分布式光伏项目资源较为充足，未来项目逐步投运将推动公司业绩持续增长。

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

公司大力拓展分散式风电业务，形成新的业绩增长点。近年来，国家政策推动分散式风电发展。2024年4月，国家发改委、国家能源局与农业农村部联合印发《关于组织开展“千乡万村驭风行动”的通知》（发改能源〔2024〕378号），明确提出，在“十四五”期间，将选择具备条件的县（市、区、旗）域农村地区，以村为单位，建成一批就地就近开发利用的风电项目，每个行政村不超20MW。在国家政策支持推动下，公司大力推进分散式风电业务发展，公司与广西电网公司成立的合资公司已成立运营，在利用属地资源推动分散式风电业务开发方面成效显著，截至2024年6月，在运营风电项目8万千瓦，2024年上半年实现分散式风电业务收入0.21亿元。

生物质业务有序退出，未来生物质业务对公司业绩的影响有望逐步减弱。公司严格落实生物质电厂“一厂一策”运行方案，多措并举推进项目减亏和战略调整退出工作，生物质综合利用业务板块经营亏损有所减少，2024年上半年公司生物质综合利用业务实现营业收入0.39亿元（-53.01%）。然而，公司生物质项目仍面临较大的经营压力和资金压力、运行效率较低。接下来，公司将进一步研判并据实调整生物质项目退出策略及安排，有效落实董事会“坚决退出非优势领域”的战略部署。

生物质发电项目通过可再生能源补贴核查，可再生能源补贴金额核减影响公司2024年业绩表现。公司相关子公司收到生物质发电项目可再生能源补贴核查结果，明确公司涉及补贴的全部生物质项目正式纳入合规，同时对相关补贴金额也予以了确认，自相关生物质发电项目陆续投运以来，经确认合规的生物质发电项目可再生能源补贴资金共计3.40亿元（不含税）。公司已累计收到补贴资金1.12亿元（不含税），剩余部分后续可按政策规定申领。根据核查结果，公司相关生物质项目需核减可再生能源补贴金额合计2.39亿元（不含税）。经公司初步评估，预计减少公司2024年度归母净利润约2.10亿元，不会影响公司整体的可持续经营能力和正常运作。

投资建议：由于公司生物质可再生能源补贴核减和分布式光伏利用小时数下降，下调盈利预测。预计2024-2026年归母净利润分别为3.19/5.87/6.54亿元（原预测值为5.75/7.57/9.25亿元），同比增速2.8%/83.8%/11.5%；2024-2026年EPS分别为0.08/0.15/0.17元，当前股价对应PE分别为47.9/26.1/23.4x。维持“优于大市”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 (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600116.SH	三峡水利	6.90	132	0.27	0.36	0.44	0.51	25.6	19.2	15.7	13.5	4.6%	优于大市
600821.SH	金开新能	5.16	103	0.40	0.50	0.71	0.87	12.9	10.3	7.3	5.9	9.0%	优于大市
603105.SH	芯能科技	7.55	38	0.44	0.46	0.55	0.63	17.2	16.4	13.7	12.0	10.6%	优于大市

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	3384	3912	4411
应收款项	2419	2918	2133	2143	2175	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	8	9
其他流动资产	194	339	384	443	500	销售费用	40	51	54	63	71
流动资产合计	3541	4217	5536	4183	4537	管理费用	178	181	210	239	267
固定资产	10411	12579	15550	18222	20582	财务费用	231	255	338	428	478
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)	(311)	(74)	(48)
资产总计	15367	18383	22766	24148	26936	营业利润	679	446	459	848	947
短期借款及交易性金融负债	1056	2406	5952	5962	7262	营业外净收支	2	7	7	7	7
应付款项	1055	1536	1399	1458	1629	利润总额	680	453	465	855	953
其他流动负债	801	1517	1430	1518	1699	所得税费用	73	91	94	172	192
流动负债合计	2913	5459	8782	8938	10589	少数股东损益	54	51	52	96	107
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	319	587	654
其他长期负债	1497	1061	1086	1050	901						
长期负债合计	5403	5501	6245	6889	7377	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8315	10960	15027	15828	17967	净利润	553	311	319	587	654
少数股东权益	589	683	728	811	903	资产减值准备	32	(19)	5	5	4
股东权益	6463	6739	7011	7510	8066	折旧摊销	577	618	786	973	1155
负债和股东权益总计	15367	18383	22766	24148	26936	公允价值变动损失	32	(19)	5	5	4
						财务费用	231	255	338	428	478
关键财务与估值指标						营运资本变动	(41)	669	519	75	260
每股收益	0.15	0.08	0.08	0.15	0.17	其它	62	(531)	323	451	510
每股红利	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	经营活动现金流	1217	1030	1958	2096	2588
每股净资产	1.71	1.78	1.85	1.98	2.13	资本开支	(2392)	(2684)	(3762)	(3651)	(3519)
ROIC	7.20%	4.90%	5%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.56%	4.61%	4.55%	7.81%	8.11%	投资活动现金流	(2321)	(2687)	(3856)	(3713)	(3593)
毛利率	37%	33%	40%	42%	41%	权益性融资	120	53	0	0	0
EBIT Margin	30%	26%	32%	34%	33%	负债净变化	436	534	719	681	637
EBITDA Margin	50%	46%	55%	59%	59%	支付股利、利息	(56)	(56)	(48)	(88)	(98)
收入增长	11%	3%	13%	16%	13%	其它融资现金流	391	1913	3546	10	1300
净利润增长率	17%	-44%	3%	84%	11%	融资活动现金流	1065	1809	3960	193	1267
资产负债率	58%	63%	69%	69%	70%	现金净变动	(35)	149	2062	(1424)	262
股息率	0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	货币资金的期初余额	824	789	938	3000	1576
P/E	27.7	49.2	47.9	26.1	23.4	货币资金的期末余额	789	938	3000	1576	1838
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	0	(783)	(1593)	(1546)	(950)
EV/EBITDA	16.3	19.0	16.2	13.6	12.8	权益自由现金流	0	1664	2402	(1198)	605

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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