

## 综合能源领先企业，背靠南网辐射全国

2024年10月13日

➤ **背靠南方电网深耕节能服务，业绩整体保持稳定。**公司聚焦工业节能、建筑节能与城市照明节能，兼顾咨询与工程和综合资源利用业务。2023 年公司实现营业收入 29.88 亿元，同比增长 3.46%，归母净利润 3.11 亿元，同比下降 43.90%。2024H1 公司实现营业收入 13.24 亿元，同比增长 1.57%，归母净利润 2.05 亿元，同比增长 5.29%。

➤ **工业节能：**主要增长点为分布式光伏发电，2023 年分布式光伏业务实现营业收入 11.88 亿元，同比增长 20.65%。2024H1 分布式光伏节能业务实现营业收入 5.63 亿，同比增长 12.71%。公司注重推进战新产业新能源领域协同开发投资，2023 拟开展的分布式光伏装机规模累计约 89.14 万千瓦，投资总额约 35.75 亿元。2024 固定资产投资计划 80 亿元，主要投向分布式光伏、分散式风电等战新业务领域。

➤ **建筑节能：**公司拥有丰富的项目经验，实施近 50 个重点项目，包括：**1) 医院：**为多家三甲医院的用能系统改造、设备运维、数字化后勤等方面提供综合性服务；**2) 学校：**多家大学、高职、中学以及小学提供节能改造服务；**3) 其他：**通信领域三大运营商机楼节能改造及轨道交通领域建筑节能服务。2023 建筑节能服务营收 90,452.75 万元，同比增长 18.25%，2024 年 H1 营收 41.10 亿元，整体趋势向好。

➤ **综合能源利用业务：****1) 分散式风电业务：**加强茂名、肇庆、韶关、梧州、防城港等地方政府对接，共签订分散式风电投资意向协议 40 多个，容量超 6GW，其中已开展测风站点 20 多个。2024 年 H1 在运营风电项目 8 万千瓦，实现营业收入 2,069.72 万元。与广西电网公司成立的合资公司已正式成立运营，在利用属地资源推动分散式风电战新业务开发方面成效显著。**2) 负荷聚合商业务：**目前已完成光伏、空调负荷接入网级分布式源荷聚合平台 100 多个项目、180 多兆瓦，并成功在广东电力交易中心注册成为负荷聚合商。未来公司将积极推进源荷聚合服务业务商业模式创新设计与实践。

➤ **投资建议：**我们预计公司 24-26 年营收为 34.13、40.34、47.69 亿元，营收增速分别为 14.2%、18.2%、18.2%；归母净利润为 4.22、5.26、6.34 亿元，归母净利润增速分别为 35.8%、24.7%、20.6%。对应 10 月 11 日收盘价，24-26 年 PE 分为 41x/33x/27x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧的风险；政策调整的风险；管理模式的风险。

推荐

首次评级

当前价格：

4.55 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 许俊哲

执业证书：S0100123020010

邮箱：xujunzhe@mszq.com

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,988	3,413	4,034	4,769
增长率 (%)	3.5	14.2	18.2	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	311	422	526	634
增长率 (%)	-43.9	35.8	24.7	20.6
每股收益 (元)	0.08	0.11	0.14	0.17
PE	55	41	33	27
PB	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 11 日收盘价）

# 目录

<b>1 公司背景：背靠南方电网，涵盖节能服务全链条</b>	<b>3</b>
<b>2 核心业务持续发力，业务转型初现成效</b>	<b>6</b>
2.1 节能业务	6
2.2 综合资源利用业务	8
<b>3 盈利预测与投资建议</b>	<b>10</b>
3.1 盈利预测假设与业务拆分	10
3.2 估值分析	11
3.3 投资建议	12
<b>4 风险提示</b>	<b>13</b>
<b>插图目录</b>	<b>15</b>
<b>表格目录</b>	<b>15</b>

# 1 公司背景：背靠南方电网，涵盖节能服务全链条

**背靠南方电网，深耕节能服务。**公司自 2016 年前瞻性布局“大数据+能源”领域，开创性地推出“互联网+综合能源”服务模式，业务立足于南方五省并延伸至全国，构建起覆盖全国的市场网络，成为全国工业节能、建筑节能、城市照明节能等领域的佼佼者，拥有中国节能协会节能服务产业委员会颁发的公共设施节能领域 5A 级证书、工业节能领域 5A 级证书、建筑节能领域 5A 级证书。2021 年 1 月，公司于深交所上市，资本实力与品牌影响力迈上了新的台阶，将致力于通过持续的技术创新与服务优化，推动能源行业的绿色转型与高质量发展。

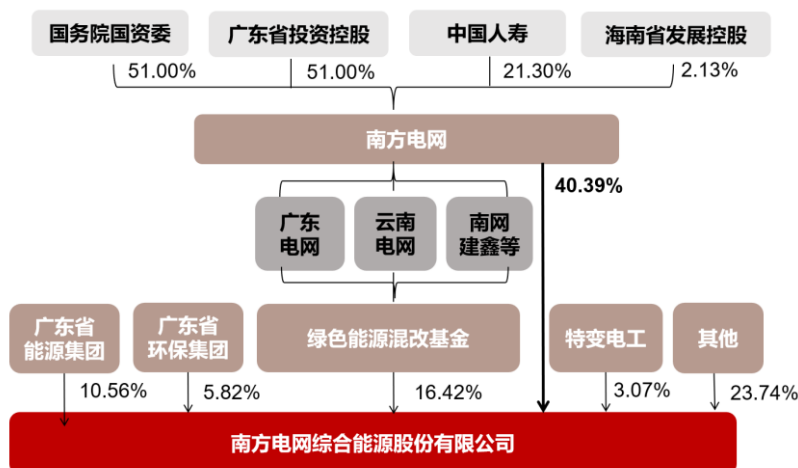
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**股权结构稳定。**公司目前最大股东为南方电网，截至 2024 年半年报直接持股比例为 40.39%，广东省环保集团、广东能源集团、绿色能源混改基金以及特变电工的持股比例分别为 5.82%/10.56%/16.42%/3.07%，整体股权结构稳定的同时，大型国有能源集团作为主要股东具有较大影响力，有望实现资源共享以及双向赋能，推动公司高质量发展。

图2：公司股权结构图（截至 2024 年半年报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**业务范围广泛，涵盖节能服务全链条。**公司聚焦工业节能服务、建筑节能服务与城市照明节能，兼顾咨询与工程服务和综合资源利用业务。其中：**1) 工业节能：**综合节能解决方案和高效节能的用电、用冷、用热、用气等综合节能服务，主要包括分布式光伏节能服务（设计、投资、施工建设、并网、运营维护等服务）、工业高效能源站节能服务等；**2) 建筑节能：**为既有建筑综合节能服务和新建建筑（园区）高效的供冷、供热（水）、照明等一站式综合节能服务；**3) 综合资源利用业务：**农林废弃物发电、供热以及农业光伏发电、分散式风电等形式推动资源综合利用。

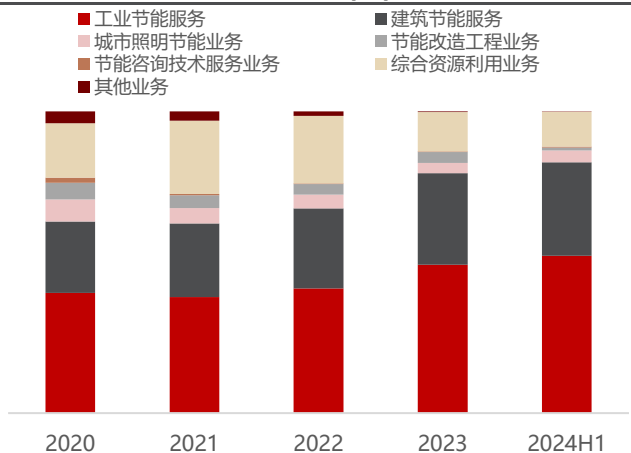
图3：业务介绍



资料来源：公司公告，民生证券研究院

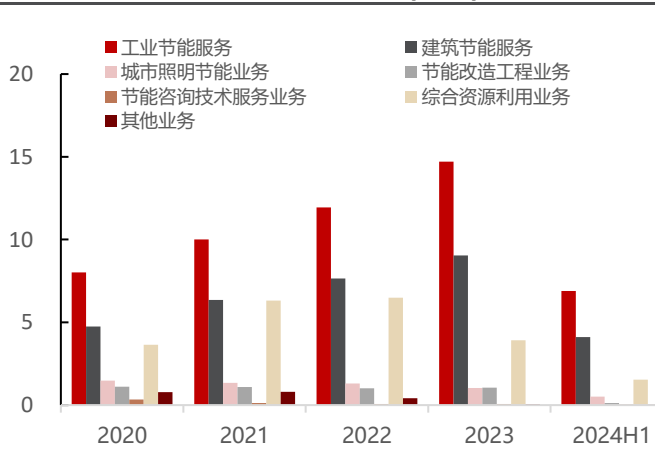
**深耕工业节能、建筑节能两大业务板块，分散式风电为综合资源利用业务新方向。**从业务拆分来看，2024年H1工业节能占比52.11%，建筑节能占比31.04%，两者所构成的节能板块作为主营业务发展向好。2024H1工业节能收入6.90亿元，同比增长14.00%，其中分布式光伏收入5.63亿元，同比增长12.71%，建筑节能收入4.11亿元，同比减少1.52%。随着公司结合战略调整逐步退出非优势板块——生物质综合利用，以及部分农光互补项目受电网限电等一次性减利因素影响，24H1综合资源利用业务收入1.54亿元，同比减少21.58%。

图4：2020-2024H1业务拆分（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

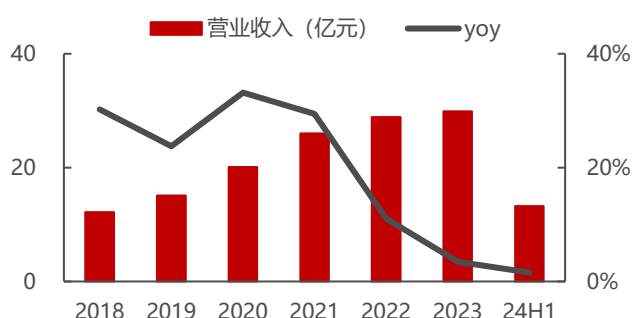
图5：2020-2024H1分业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

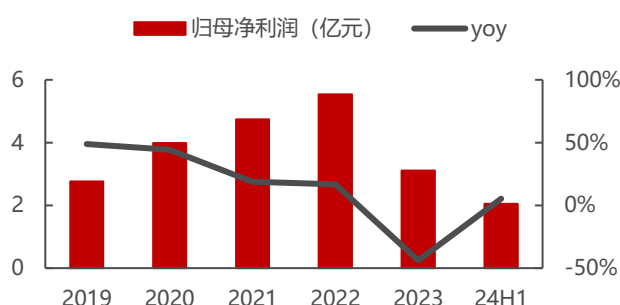
**历史业绩整体保持稳定，23 年有所下滑。**营业收入 2019-2023 年 CAGR 为 19%，归母净利润 2019–2023 年 CAGR 为 3%。2023 年公司实现营业收入 29.88 亿元，同比增长 3.46%，归母净利润 3.11 亿元，同比下降 43.90%，系第四季度生物质项目机组大多停产检修、计提坏账准备，部分商誉计提减值准备，对未形成有效研发成果的资本化支出予以当期费用化等原因。2024H1 公司实现营业收入 13.24 亿元，同比增长 1.57%，归母净利润 2.05 亿元，同比增长 5.29%。

图6：2018-2024H1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2018-2024H1 净利润 (亿元) 及增速

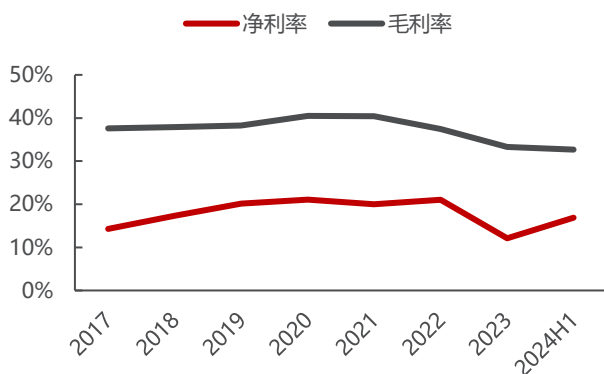


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**毛利率略有波动，费率稳定。**2023 毛利率为 33.26%，同比下降 4.15pcts；24H1 毛利率为 32.67%，同比下降 2.03pcts，净利率为 16.85%，同比增加 0.08pcts；**费用率方面**，24H1 期间费用率为 16.52%，同比增加 0.17pcts；财务/管理/研发/销售费用率分别为 10.25%/5.1%/0.15%/1.02%，同比增加 1.5pct/下降 0.95pct/增加 0.05pct/下降 0.44pct，整体较为稳定。

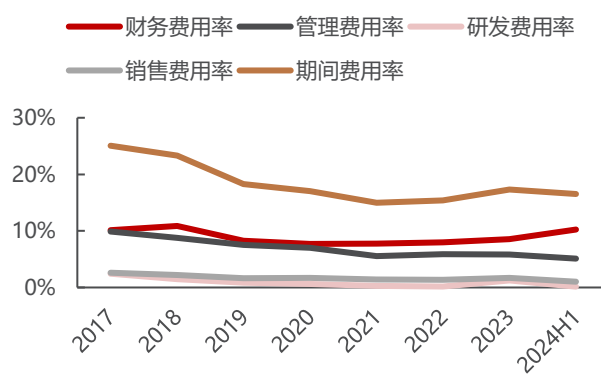
**分业务来看**，2024H1 工业节能板块受分布式光伏项目在华南地区天气、辐照水平下降等影响，毛利率为 46.66%，同比下降 5.32pcts；建筑节能业务受项目节电量减少、项目改造成本增加等因素影响，毛利率为 14.44%，同比下降 4.11pcts；生物质项目经营亏损有所减少，预计短期内生物质综合利用业务仍将亏损并对公司整体经营业绩产生一定拖累，但新增分散式风电业务提高了综合资源利用业务毛利率水平，板块毛利率为 17.77%，同比上升 4.27pcts。

图8：2017-2024H1 销售毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2017-2024H1 销售、管理、研发、财务费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院



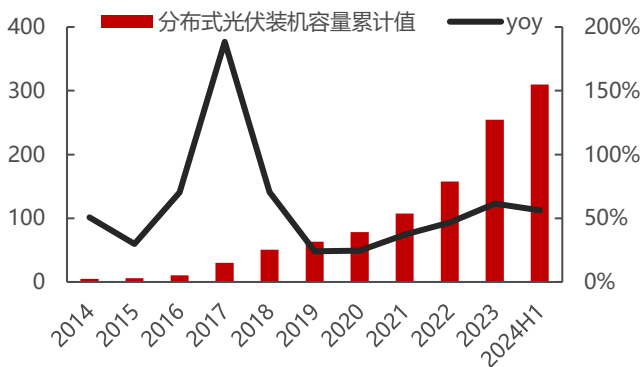
## 2 核心业务持续发力，业务转型初现成效

### 2.1 节能业务

#### 2.1.1 工业节能

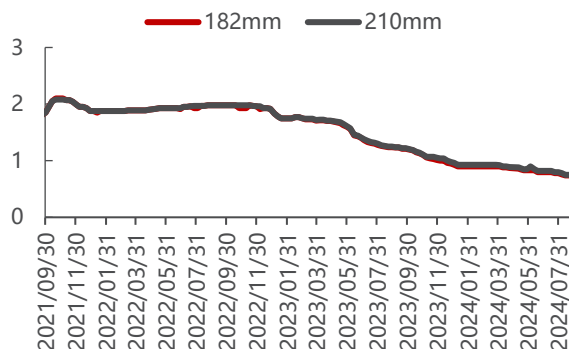
**分布式光伏发电为主要增长点。**分布式光伏市场潜力较大，根据国家能源局统计，截至 2024 年 6 月底，全国分布式光伏电站 309.51GW（包含 131.84GW 户用光伏）。自国家出台取消工商业目录电价、完善峰谷分时电价政策后，各地工商业用户在高峰时段用电价格均有一定的上涨，促使更多工商业用户愿意安装分布式光伏；随着光伏组件价格及电站投资成本进一步降低，对分布式光伏发展利好。

图10：2014-2024H1 分布式光伏装机容量累计值 (GW) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

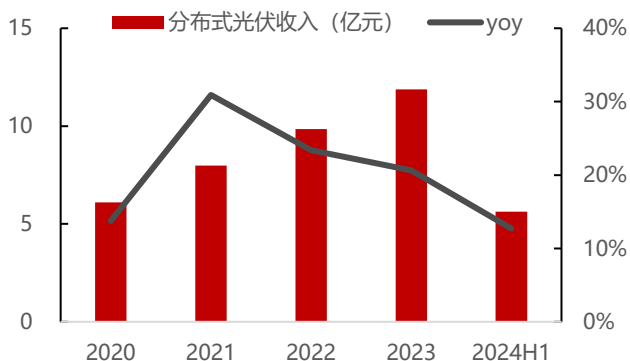
图11：组件价格走势 (元/W)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

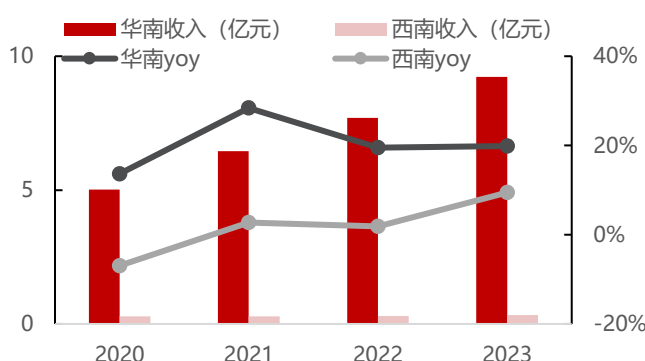
**收入端稳扎稳打。**分布式光伏业务主要采取“自发自用，余电上网”的模式，优先向用电单位提供电量，剩余发电量由所在区域电网进行收购。2023 年公司光伏发电项目（分布式和农光互补业务）装机容量约为 2,219.93MW，发电量约 20.80 亿千瓦时，实现营收 11.88 亿元，同比增长 20.65%；24H1 公司在运营的分布式光伏项目装机规模约 210 万千瓦，实现营收 5.63 亿，同比增长 12.71%。**分区域来看**，华南地区分布式光伏业务在该业务中保持占比 80%左右，2023 营收 9.23 亿元，同比增长 19.89%。

图12：分布式光伏节能服务收入 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

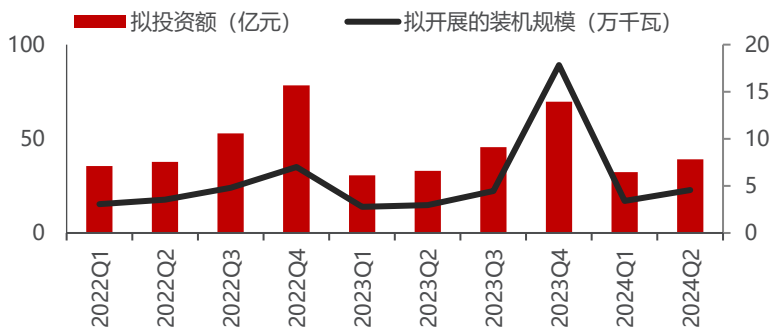
图13：分布式光伏节能服务分地区收入 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

**投资新领域，提升核心竞争力。**公司注重推进战新产业新能源领域协同开发投资，2023 通过决策审批拟开展的分布式光伏项目装机规模累计约 89.14 万千瓦，投资总额约 35.75 亿元。2024 年公司预算安排固定资产投资计划 80 亿元，主要投向分布式光伏、分散式风电等分布式新能源以及节能等战新业务领域。

**图14：2022Q1-2024Q2 分布式光伏拟投资额（亿元，左轴）及拟开展的装机规模（万千瓦，右轴）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2.1.2 建筑节能

**各类应用场景形成独特优势，拥有丰富的项目经验。**公司主要向各类场景的客户既有建筑综合节能服务和新建建筑（园区）高效的供冷、供热（水）、照明等一站式综合节能服务，包括：**1）医院：**为医院的用能系统改造、设备运维、数字化后勤等方面提供综合性服务，目前正在合作的有南方医科大学南方医院、广州市妇女儿童医疗中心、惠州市第三人民医院等多家三甲医院；**2）学校：**已为广东外语外贸大学北校区、岭南师范学院、丽水双语实验学校、南海中学实验学校等多家大学、高职、中学以及小学提供节能改造服务；**3）其他：**通信领域三大运营商机楼节能改造及轨道交通领域建筑节能服务，项目包括长沙南站综合能源服务等。

**图15：业务模式介绍**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图16：长沙南站项目**

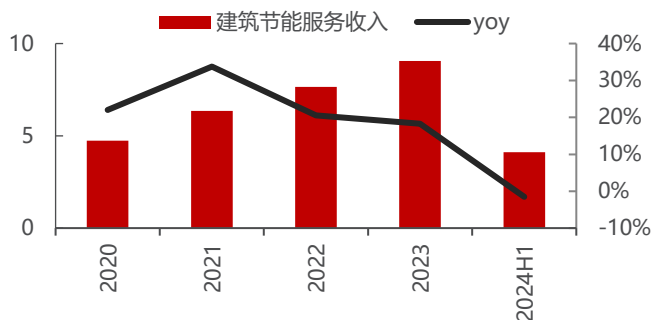


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**发挥项目引领示范作用，加快相关领域拓展。**公司聚焦业务优势区域，完善公共机构、医院学校、轨道交通等重点行业解决方案，高标准做好节能示范项目建设，

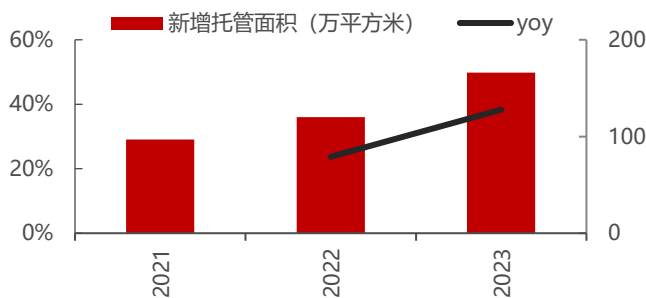
加强与国铁、中船等集团客户合作，实施了长沙南站、南航总部等近 50 个重点项目，2023 年新增建筑节能服务面积约 166 万平方米，同比增长 18%，业务实现营业收入 9 亿元，同比增长 18.25%，2024H1 营收 4 亿元，整体趋势向好。

图17: 建筑节能服务收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 新增托管面积 (万平方米) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.2 综合资源利用业务

**分散式风电政策前景向好。**分散式风电单体规模小、建设周期短，不受特高压输电线路制约，采用就近接入配电网、就地消纳的方式，是最灵活的风电开发模式，成为实现“双碳”目标的重要支撑。2023 年，国家能源局明确大力推进陆上分散式风电建设。2024 年中央一号文件提出推进农村电网巩固提升工程，推动农村分布式新能源发展，为分散式风电的发展进一步提供了政策支持。

图19: 分散式风电利好政策汇总



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

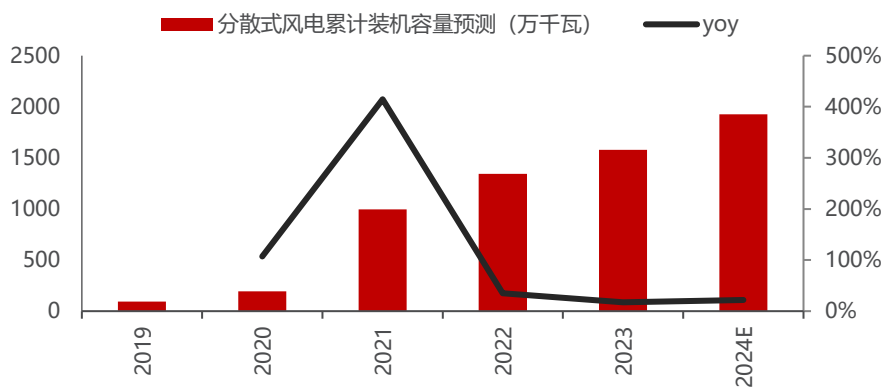
**加快分散式风电业务。**公司加强茂名、肇庆、韶关、梧州、防城港等地方政府对接，目前共签订分散式风电投资意向协议 40 多个，容量超 6GW，其中已开展测风站点 20 多个。公司茂名信宜一期 (35MW) 正式核准通过，具备开工建设条件，已完成 EPC 招标。初步测算在南方五省区内投资分散式风电的全投资内部收益率在 6%左右。公司大力拓展分散式风电业务，截至 2024 年 H1 在运营风电项



目 8 万千瓦，实现营业收入 2,069.72 万元。与广西电网公司成立的合资公司已正式成立运营，在利用属地资源推动分散式风电战新业务开发方面成效显著。

目前，分散式风电在整个风电装机中的占比较低，根据中商产业研究院的统计，2023 年累计装机容量达到约 1577.3 万千瓦，2024 年预计达到 1972.3 万千瓦，同比增长 22%。根据国家能源局新能源和可再生能源司的预测，每年选择具备条件的 1000 个村进行试点开发，每村装机 2 万千瓦测算，年新增风电装机 2000 万千瓦，新增投资约 1000 亿元，长期来看成长空间较大。

图20：分散式风电累计装机容量预测（万千瓦）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**建立负荷聚合业务标准体系，加大对推进负荷聚合运营平台建设、升级。**公司目前已完成光伏、空调负荷接入网级分布式源荷聚合平台 100 多个项目、180 多兆瓦，并成功在广东电力交易中心注册成为负荷聚合商。日立电梯（500KW/1MWh）和中海福陆（2.5MW/5MWh）等光储一体化项目已经正式投产，南沙广船国际项目（15MW/30MWh）准备进场施工建设，惠州广东伊利乳业（2MW/4MWh）、番禺锐湃科技（1MW/2MWh）、广东世纪青山镍业有限公司（40MW/80MWh）等光储综合能源一体化项目已通过决策。未来公司将充分发挥在综合能源业务投资建设运营服务商方面优势，发挥用户侧负荷资源先发优势，加大对楼宇空调、户侧储能等可调节资源的投资建设运营力度。

图21：广汽智联新能源汽车产业园综合能源项目



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：黔南州新能源接网送出项目



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) **节能服务**：随着国家对节能减排的重视程度不断提高，节能环保产业将成为支撑我国供给侧结构性改革的重要动能，其市场规模将进一步扩大，也将进入高质量发展的快车道。**(1) 工业节能**：随着“双碳”目标的提出，以新能源为主体的新型电力系统正逐渐成为电力行业转型的方向，尤其是分布式可再生能源，已经成为我国保障能源供应和提升能源利用效率的重要方向。截至 2024 年 6 月底，全国光伏累计并网容量 712.93GW，其中分布式光伏电站 309.51GW (包含 131.84GW 户用光伏)。随着能源转型的持续推进，分布式光伏的市场开发潜力巨大，将成为未来一段时期内可再生能源发展的重点。公司持续发挥分布式光伏节能赛道优势，瞄准集团客户，大力发展“能源站基地”，着力拓展规模以上能源站项目，24H1 工业节能业务实现收入 6.9 亿元，同比增长 14%，其中分布式光伏业务实现收入 5.6 亿元，同比增长 13%。分布式光伏市场空间较大，公司有望受益工商业分布式光伏行业发展，同时公司也在积极推进广东、广西、海南等区域的户用光伏业务，后续也有望贡献增量；**(2) 建筑节能**：2024 年上半年，受部分项目到期终止、新项目尚未投建运营，公司建筑节能业务实现营业收入 4.11 亿元，同比略微下降。考虑建筑项目多为项目制，参考历史确认收入节奏，预计公司该下半年将会有更多项目确收，同时公司继续发挥在医院、学校、通信及轨道交通等领域的项目引领示范作用，加快相关领域的项目经验拓展，往后我们判断具备发展潜力。

综上，我们预计 24-26 年节能业务实现收入 30.59/36.09/42.59 亿元，分别同比增长 18.00%/18.00%/18.00%。盈利能力方面，24H1 公司节能服务毛利率为 34.69%，往后我们预计保持稳定，预计 24-26 年毛利率保持在 35.00%的水平。

- 2) **综合资源利用业务**：公司正处于业务转型期，公司大力拓展分散式风电业务，同时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。后续预计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，同时大力推动分散式风电等业务发展，我们判断该业务板块将逐步进入正常发展的状态。

综上，我们预计 24-26 年业务实现收入 3.52/4.22/5.07 亿元，分别同比变化-10.00%/+20.00%/+20.00%。盈利能力方面，23 年公司该业务毛利率为负，主要系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，目前生物质业务出清顺利，24H1 该业务毛利率已经恢复至 17.77%，后续分散式风电业务

可以拉高整体业务毛利率水平，我们预计 24-26 年毛利率保持在 20%。

**表1：公司业务拆分**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>整体</b>					
收入 (亿元)	28.88	29.88	34.13	40.34	47.69
YOY		3.46%	14.22%	18.21%	18.21%
成本 (亿元)	18.07	19.95	22.72	26.86	31.77
毛利 (亿元)	10.81	9.94	11.41	13.48	15.92
毛利率 (%)	37.43%	33.27%	33.44%	33.41%	33.39%
<b>节能服务</b>					
收入 (亿元)	21.98	25.92	30.59	36.09	42.59
YOY		17.93%	18.00%	18.00%	18.00%
成本 (亿元)	12.84	15.22	19.88	23.46	27.68
毛利 (亿元)	9.14	10.71	10.70	12.63	14.91
毛利率 (%)	41.57%	41.30%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>综合资源利用业务</b>					
收入 (亿元)	6.48	3.91	3.52	4.22	5.07
YOY		-39.66%	-10.00%	20.00%	20.00%
成本 (亿元)	4.84	4.67	2.82	3.38	4.05
毛利 (亿元)	1.64	-0.76	0.70	0.84	1.01
毛利率 (%)	25.28%	-19.44%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	0.42	0.05	0.03	0.03	0.04
YOY		-88.10%	-50.00%	20.00%	20.00%
成本 (亿元)	0.39	0.06	0.02	0.03	0.03
毛利 (亿元)	0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00
毛利率 (%)	7.40%	-16.31%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

根据公司的业务情况，我们分别选取与公司业务结构相似的【芯能科技】【能辉科技】【国能日新】【南网科技】作为可比公司。

【芯能科技】公司深耕光伏行业多年，秉承“让天更蓝，水更清，让生活更美好”的愿景，“依托以太阳能分布式为核心的清洁能源，向用户提供更高效、更便捷、更智慧的能源服务”使命，历经行业风雨洗礼，实现跨越式发展，奠定了公司在分布式领域的领先地位。公司主营业务包括分布式光伏电站投资运营、分布式光伏解决方案提供以及光伏产品研发制造。

【能辉科技】公司是一家以光伏电站设计、系统集成及投资运营一站式服务为主体，并开展垃圾热解气化、储能等新兴技术研发和应用业务的新能源技术服务商。公司凭借专业高效的发电设计及系统集成方案，承接了贵州省第一个光伏电站项目——威宁县平箐光伏电站项目、贵州省第一个农光互补光伏电站项目——威宁

县么站 60MWp 农业光伏电站项目，同时积累了国家电力投资集团有限公司、中国电力建设集团有限公司、广州发展集团股份有限公司、中国能源建设集团有限公司、中国广核集团有限公司、国家能源投资集团有限责任公司、北京控股集团有限公司相关下属企业等优质客户群体。

【国能日新】主营业务涉及为新能源电站、发电集团和电网公司等新能源电力市场主体提供新能源发电功率预测与控制系统、新能源并网智能控制系统、新能源电力交易辅助决策平台、电网新能源管理系统等。全面覆盖能源市场，为清洁能源提供专家级数据服务和应用产品。

【南网科技】公司是南方电网下属广东电网有限责任公司的第一家股份制公司。2017年由广东电网公司将广东电网公司电力科学研究院市场化科创型业务及相关人员、资产分立并组建成立。作为科研院所向市场化企业转型的代表，南网科技致力于应用清洁能源技术和新一代信息技术，通过提供“技术服务+智能设备”的综合解决方案，保障电力能源系统的安全运行和效率提升，促进电力能源系统的清洁化和智能化发展。

以 2024 年 10 月 11 日收盘价为基准，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 32/24/19，公司 24-26 年的 PE 分别为 40/33/27。南网能源是南方电网履行中央企业社会责任、会同广东省人民政府出资企业共同成立的开展节能服务的专业化公司，我们考虑到公司与南网科技均为南方电网下属子公司，具备项目资源和南方区位优势，参考南网科技公司的估值水平，我们判断公司当前估值相对合理。

**表2：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603105.SH	芯能科技	8.24	0.49	0.60	0.73	17	14	11
301046.SZ	能辉科技	20.73	0.62	0.83	1.02	33	25	20
301162.SZ	国能日新	38.6	1.09	1.43	1.85	35	27	21
688248.SH	南网科技	32.75	0.76	1.07	1.41	43	31	23
平均值						<b>32</b>	<b>24</b>	<b>19</b>
003035.SZ	南网能源	4.55	0.11	0.14	0.17	40	33	27

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 11 日收盘价，可比公司数据来自 Wind 一致预期）

### 3.3 投资建议

我们预计公司 24-26 年营收为 34.13、40.34、47.69 亿元，营收增速分别为 14.2%、18.2%、18.2%；归母净利润为 4.22、5.26、6.34 亿元，归母净利润增速分别为 35.8%、24.7%、20.6%。对应 10 月 11 日收盘价，24-26 年 PE 分为 41x/33x/27x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**国有资本和社会资本各凭优势进军节能环保服务行业，随着节能需求的激发，更加综合、智能化的节能服务需求不断增长，一批专业从事细分领域服务的专精特新中小企业和科技型民营节能环保企业正在成为推动行业创新发展的生力军，综合能源传统业务领域市场竞争日益加剧、赛道拥挤，项目开发难度与运营风险增加。

**2) 政策调整的风险。**节能行业受政策影响较大。近年来，能源行业政策调整幅度较大，对公司行业发展战略规划、预见性和敏感性、投资风险管控等工作提出了更高的要求。同时，由于节能服务业的客户群体主要是能耗水平较高的用能单位，可能由于能源政策、工业结构调整等导致用能单位的能耗结构、能源价格发生变化，从而对节能项目的收益产生较大的影响。

**3) 管理模式的风险。**节能服务项目本身拥有着开发周期长的特点。而合同能源管理模式的前期投资金额大，服务周期较长，项目投资回收主要来源于节能减排投资项目逐年产生的收益。因此，服务期内，存在因客户所处行业政策的变动、经营状况不佳、宏观经济环境、自然灾害等不确定因素导致公司项目投资可行性边界条件发生较大变化的可能。



## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,988	3,413	4,034	4,769
营业成本	1,994	2,272	2,686	3,177
营业税金及附加	6	7	8	10
销售费用	51	58	69	81
管理费用	175	205	242	286
研发费用	37	7	8	10
EBIT	661	847	1,000	1,181
财务费用	255	288	299	335
资产减值损失	-18	-1	-1	-1
投资收益	55	51	61	72
营业利润	446	613	765	922
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	453	613	765	922
所得税	91	123	153	184
净利润	362	491	612	738
归属于母公司净利润	311	422	526	634
EBITDA	1,311	1,525	1,731	1,961

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	938	2,197	3,044	4,001
应收账款及票据	2,846	3,145	3,717	4,394
预付款项	84	95	113	133
存货	22	24	29	34
其他流动资产	326	327	343	362
流动资产合计	4,217	5,788	7,245	8,925
长期股权投资	740	740	740	740
固定资产	10,805	11,926	12,940	13,883
无形资产	89	89	89	89
非流动资产合计	14,166	14,818	15,618	16,417
资产合计	18,383	20,606	22,863	25,343
短期借款	160	315	415	515
应付账款及票据	1,536	1,716	2,030	2,400
其他流动负债	3,763	2,307	2,586	2,915
流动负债合计	5,459	4,338	5,030	5,831
长期借款	4,440	5,978	6,978	7,978
其他长期负债	1,061	2,402	2,402	2,402
非流动负债合计	5,501	8,380	9,380	10,380
负债合计	10,960	12,718	14,410	16,211
股本	3,788	3,788	3,788	3,788
少数股东权益	683	752	838	941
股东权益合计	7,423	7,888	8,453	9,132
负债和股东权益合计	18,383	20,606	22,863	25,343

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	3.46	14.22	18.21	18.21
EBIT 增长率	-21.76	28.11	18.09	18.10
净利润增长率	-43.90	35.76	24.71	20.57
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.26	33.44	33.41	33.39
净利润率	10.40	12.36	13.04	13.30
总资产收益率 ROA	1.69	2.05	2.30	2.50
净资产收益率 ROE	4.61	5.91	6.91	7.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.77	1.33	1.44	1.53
速动比率	0.71	1.25	1.36	1.46
现金比率	0.17	0.51	0.61	0.69
资产负债率 (%)	59.62	61.72	63.03	63.97
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	307.69	311.18	301.54	301.54
存货周转天数	14.49	3.68	3.58	3.58
总资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.08	0.11	0.14	0.17
每股净资产	1.78	1.88	2.01	2.16
每股经营现金流	0.27	0.34	0.42	0.47
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.02
<b>估值分析</b>				
PE	55	41	33	27
PB	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.95	15.43	13.59	11.99
股息收益率 (%)	0.20	0.27	0.34	0.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	362	491	612	738
折旧和摊销	649	678	731	780
营运资金变动	-267	-142	-56	-66
经营活动现金流	1,030	1,301	1,585	1,791
资本开支	-2,683	-1,442	-1,495	-1,544
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-2,687	-1,237	-1,435	-1,472
股权募资	53	0	0	0
债务募资	1,475	1,556	1,100	1,100
筹资活动现金流	1,809	1,195	696	639
现金净流量	152	1,259	847	958

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年半年报) .....	3
图 3: 业务介绍.....	4
图 4: 2020-2024H1 业务拆分 (%) .....	4
图 5: 2020-2024H1 分业务收入 (亿元) .....	4
图 6: 2018-2024H1 营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	5
图 7: 2018-2024H1 净利润 (亿元) 及增速.....	5
图 8: 2017-2024H1 销售毛利率与净利率 (%) .....	5
图 9: 2017-2024H1 销售、管理、研发、财务费用率 (%) .....	5
图 10: 2014-2024H1 分布式光伏装机容量累计值 (GW) 及增速.....	6
图 11: 组件价格走势 (元/W) .....	6
图 12: 分布式光伏节能服务收入 (亿元) 及增速.....	6
图 13: 分布式光伏节能服务分地区收入 (亿元) 及增速.....	6
图 14: 2022Q1-2024Q2 分布式光伏拟投资额 (亿元, 左轴) 及拟开展的装机规模 (万千瓦, 右轴) .....	7
图 15: 业务模式介绍 .....	7
图 16: 长沙南站项目 .....	7
图 17: 建筑节能服务收入 (亿元) 及增速.....	8
图 18: 新增托管面积 (万平方米) 及增速.....	8
图 19: 分散式风电利好政策汇总.....	8
图 20: 分散式风电累计装机容量预测 (万千瓦) 及增速.....	9
图 21: 广汽智联新能源汽车产业园综合能源项目 .....	9
图 22: 黔南州新能源接网送出项目 .....	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司业务拆分 .....	11
表 2: 可比公司 PE 数据对比.....	12
公司财务报表数据预测汇总.....	14

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026