

投资评级 优于大市 维持

全力开拓分布式光伏, 国网综能助力成长

股票数据

07月02日收盘价(元)	14.60
52周股价波动(元)	13.26-23.23
总股本/流通A股(百万股)	615/615
总市值/流通市值(百万元)	8974/8974

相关研究

 《“碳中和”下, 国网节能平台增长可期》
 2021.03.02

 《节能业务持续增长, 坏账准备致利润下滑》
 2020.08.22

 《国网节能上市平台, 资产注入打开空间》
 2020.07.21

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.8	14.0	10.9
相对涨幅 (%)	3.1	14.8	12.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 于鸿光

Tel: (021) 23219646

Email: yhg13617@htsec.com

证书: S0850521020001

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

投资要点:

- 国网全力开拓分布式光伏市场。**根据国际能源研究中心, 国家电网下发《关于积极争取整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点》的通知, 提出“为落实国家能源局要求, 全力开拓分布式光伏市场, 营销部决定组织各单位积极开展试点申报工作”, 要求“国网综能服务集团要根据资源排查结果, 提前落实后续项目投资资金”。我们认为, 国网新任董事长辛保安(2021年1月)正式上任后, 国网于3月发布“碳达峰, 碳中和”行动方案, 此次全力开拓分布式光伏市场, 国网落实节能减排的方向逐步清晰, 国网综能也有望成为分布式光伏主要投资主体。对比已上市的南网能源, 合同能源管理是其主要收入来源, 其中2019年分布式光伏对总营收的贡献较2018年提升4pct至36%。我们认为, 国网综能有望以南网能源为模板推进发展, 公司作为国网综能旗下配电和节能的上市平台, 长期看有望受益。
- 重组 27 省公司, 推进高质量发展。**根据债券 19 节能 01 2021 年 4 月 30 日公告, 至 2020 年末国网重组 27 家省综合能源服务公司资产并实现并表。我们认为, 此举有望推进国网综合能源服务业务高质量发展。
- 拟注入配电网节能资产, 节能业务持续扩张。**2020.8.14 公司公告《2020 年度非公开发行股票预案》, 拟募集资金不超 18.8 亿元, 主要用于收购国家电网下辖省属综合能源服务公司配电网节能资产及相关 EMC 合同权利、义务。其中本次注入的节能资产共 9 个, 估值 13.22 亿元, 2019 年模拟净利润 1.07 亿元, 对应 PE 估值 12 倍。2021.3.30 公司公告定增已获证监会发审会审核通过, 根据公司 2020 年报, 拟收购资产已于 2020 年底完成资产交割。
- 国网节能业务增长可期。**国家电网 2019 年售电量 4 万亿度以上, 其线损率约为 6%, 即每年损失电量 2400 亿度以上, 根据公司 2016 年收购报告书中的经验总结: 中、低配电网占电网损耗的 50%, 且配电网节能可节约 30% 的线损, 则国网下属配电网全部进行节能改造可节省 360 亿度/年, 考虑部分配电网已经改造以及未来可能自行改造, 我们保守假设国网区域内 30%-50% 的配电网由涪陵电力改造, 即 108-180 亿度/年的节电空间。涪陵电力 2019 年配电网节能业务节约电量约 23 亿度, 合同到期的山东、甘肃项目年节电量合计 2.8 亿度, 则剩余增量市场 82-154 亿度电/年, 即相比涪陵电力 2019 年的节电量有 3.6-6.7 倍的增长空间。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2021-23 年实现归母净利 4.69、5.15、5.50 亿元, 对应 EPS 为 0.76、0.84、0.89 元/股。参考可比公司估值, 考虑公司作为国网旗下唯一配电和节能业务平台的独特优势, 给予公司 2021 年 25-30 倍 PE, 对应合理价值区间 19-22.8 元/股, 维持优于大市评级。
- 风险提示。**(1) 竞争加剧, 配电网收益率有下降可能。(2) 自发电量波动较大。(3) 两江新区企业入住率不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2622	2654	2861	2990	3126
(+/-)YoY(%)	7.1%	1.2%	7.8%	4.5%	4.5%
净利润(百万元)	397	401	469	515	550
(+/-)YoY(%)	13.8%	1.0%	17.0%	9.8%	6.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.65	0.65	0.76	0.84	0.89
毛利率(%)	20.2%	20.6%	21.4%	21.6%	21.8%
净资产收益率(%)	21.4%	20.8%	18.3%	16.7%	15.0%

 资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值情况（倍）

可比公司	PE(TTM)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
国网信通	26	21	17	16
三峡水利	21	18	15	13
文山电力	29			
南网能源	89	64	49	48
平均值	41	34	27	26

资料来源：wind 一致预期（2021/7/2），海通证券研究所；备注：新增南网能源作为可比公司，我们认为，南网能源是南网综合能源服务平台，与公司定位及业务更为接近，因此将其纳入可比公司。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	2654	2861	2990	3126
每股收益	0.65	0.76	0.84	0.89	营业成本	2108	2250	2345	2445
每股净资产	3.13	4.17	5.02	5.98	毛利率%	20.6%	21.4%	21.6%	21.8%
每股经营现金流	1.83	1.24	1.06	1.13	营业税金及附加	4	4	4	4
每股股利	0.00	0.18	0.21	0.24	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	2	3	3	3
P/E	22.39	19.14	17.43	16.32	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	4.66	3.51	2.91	2.44	管理费用	92	99	104	109
P/S	2.41	3.14	3.00	2.87	管理费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	6.03	17.31	15.78	14.32	EBIT	448	505	535	566
股息率%	0.0%	1.2%	1.4%	1.6%	财务费用	51	35	16	12
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	1.2%	0.5%	0.4%
毛利率	20.6%	21.4%	21.6%	21.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	15.1%	16.4%	17.2%	17.6%	投资收益	20	21	22	23
净资产收益率	20.8%	18.3%	16.7%	15.0%	营业利润	428	493	542	579
资产回报率	6.7%	6.9%	6.9%	6.7%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	13.8%	13.6%	12.5%	11.5%	利润总额	431	493	542	579
盈利增长 (%)					EBITDA	1260	505	535	566
营业收入增长率	1.2%	7.8%	4.5%	4.5%	所得税	31	25	27	29
EBIT 增长率	5.6%	12.8%	5.8%	5.8%	有效所得税率%	7.1%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	1.0%	17.0%	9.8%	6.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	401	469	515	550
资产负债率	67.8%	62.4%	58.7%	55.2%					
流动比率	0.34	0.48	0.55	0.62	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.34	0.48	0.55	0.62	货币资金	700	1209	1517	1852
现金比率	0.22	0.35	0.43	0.50	应收账款及应收票据	290	313	327	342
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收账款周转天数	39.90	39.90	39.90	39.90	其它流动资产	107	107	108	108
存货周转天数	0.05	0.05	0.05	0.05	流动资产合计	1098	1629	1952	2302
总资产周转率	0.44	0.42	0.40	0.38	长期股权投资	111	111	111	111
固定资产周转率	0.61	0.64	0.65	0.66	固定资产	4344	4446	4588	4769
					在建工程	308	508	708	908
					无形资产	46	46	46	46
					非流动资产合计	4881	5183	5524	5906
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	5979	6812	7476	8208
净利润	401	469	515	550	短期借款	100	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1541	1644	1714	1787
非现金支出	824	0	0	0	预收账款	0	97	102	106
非经营收益	-2	18	14	13	其它流动负债	1585	1681	1745	1812
营运资金变动	-100	274	124	130	流动负债合计	3226	3422	3560	3705
经营活动现金流	1123	760	653	693	长期借款	819	819	819	819
资产	-556	-200	-200	-200	其它长期负债	11	11	11	11
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	829	829	829	829
其他	27	21	22	23	负债总计	4055	4252	4390	4534
投资活动现金流	-529	-179	-178	-177	实收资本	439	615	615	615
债权募资	300	-100	0	0	归属于母公司所有者权益	1924	2560	3087	3673
股权募资	0	176	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-540	-149	-167	-182	负债和所有者权益合计	5979	6812	7476	8208
融资活动现金流	-240	-74	-167	-182					
现金净流量	353	508	309	335					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业
戴元灿 煤炭行业
于鸿光 公用事业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 涪陵电力,山煤国际,金能科技,开滦股份,京能电力,华电国际,韶能股份,国投电力,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,江苏国信,三峡水利,富春环保,深圳燃气,三峡能源,华能国际,盘江股份,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,露天煤业,华能水电

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。