

# 南网能源 (003035.SZ)

工商业屋顶光伏快速发展，生物质拖累业绩

买入

## 核心观点

**工商业屋顶光伏快速发展带动2022年业绩提升。**2022年，公司实现营业收入28.88亿元(+10.29%)，毛利润10.8亿元(+3%)，归母净利润为5.53亿元(+15.56%)，工业节能板块毛利润的快速增长推动公司业绩增长。2023Q1公司营收5.48亿元(-5.35%)，归母净利润0.82(-8.6%)，公司生物质综合利用业务持续受生物质燃料价格上涨、可再生能源补贴支付滞后等影响，导致公司综合资源利用板块收入下降。

**新增决策工商业屋顶光伏装机大幅增长。**工业节能板块主要业务是工商业屋顶光伏，2022年累计投产运营1360MW工商业屋顶光伏，新增投产机组317MW。2022年新增决策项目装机1300MW，同比增长223%；其中工商业屋顶光伏92MW，增速显著加快。2023Q1经决策拟开展的分布式光伏业务项目装机规模约13.89万千瓦，较2022Q1的15.33万千瓦基本持平。

**ROE触底回升，经营现金流大幅增加。**2022年，公司ROE为8.56%，同比增加0.6pct。2022年，经营性净现金流12.17亿元，同比增加70.29%，主要得益于报告期内公司收到税务部门返还的增值税留抵退税资金3.48亿元，其次是公司加大应收账款催收力度，再次可再生能源电价补贴回款情况好于上年；公司维持较大项目投资，投资性现金净流出23.2亿元，同比增加10.45%；融资净现金流10.6亿元，同比下降37.65%。

**行业需求增加，公司将迎大发展。**随着上游组件价格下降，新型电力系统建设初期系统成本抬升，工商业屋顶光伏超额收益空间拉大；随着用户对用能安全和成本的重视，工商业屋顶光伏与储能、建筑节能的需求增强。公司也在基于目前分布式光伏和建筑节能所积累的工商业负荷，向负荷聚合商转型升级，未来发展空间巨大。

**风险提示：**装机不及预期，用电量增速下滑，电价下调，市场竞争加剧。

**投资建议：**微调业绩预测，维持“买入”评级。

由于生物质发电成本上涨，我们预计2023-2025年公司营业收入分别为38.90、54.03、73.08亿元(2023、2024年前值为38.06、55.06亿)，同比增长34.69%、38.89%、35.27%；归母净利润分别为10.12、16.39、22.30亿元(2023、2024年前值为10.65、16.29亿)。给予公司2023年38-40倍PE，对应权益市值为385-405亿元，对应目标价为10.15-10.68元，较当前股价具有31%-47%上涨空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,600	2,888	3,890	5,403	7,308
(+/-%)	29.4%	11.1%	34.69%	38.89%	35.27%
净利润(百万元)	474	553	1011.54	1638.78	2230.14
(+/-%)	18.9%	16.8%	82.8%	62.0%	36.1%
每股收益(元)	0.13	0.15	0.27	0.43	0.59
EBIT Margin	33.6%	30.3%	37.5%	43.2%	47.2%
净资产收益率(ROE)	8.0%	8.6%	14.7%	21.5%	26.0%
市盈率(PE)	56.9	48.7	26.7	16.5	12.1
EV/EBITDA	24.1	24.3	19.3	13.9	11.1
市净率(PB)	4.53	4.17	3.91	3.54	3.14

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

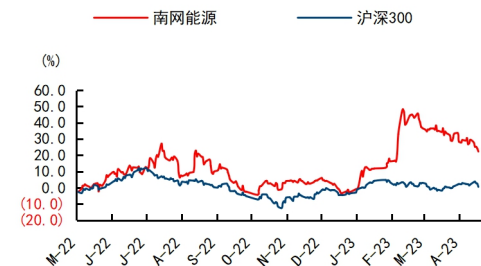
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.15 - 10.68元
收盘价	7.12元
总市值/流通市值	26970/11649百万元
52周最高价/最低价	8.89/5.21元
近3个月日均成交额	331.87百万元

### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

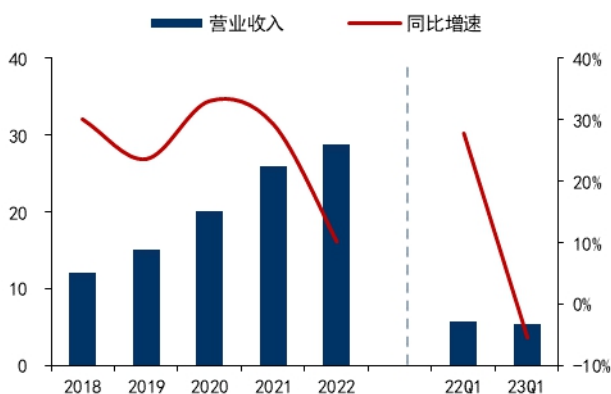
### 相关研究报告

- 《南网能源(003035.SZ)-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

**2022 年营收和利润稳定增长，生物质拖累 2023Q1 业绩。**2022 年，公司实现营业收入 28.88 亿元 (+10.29%)，毛利润 10.8 亿元 (+3%)，归母净利润为 5.53 亿元 (+15.56%)；分板块毛利润来看，2022 年公司工业节能毛利润 6.8 亿元 (+17%)，建筑节能毛利润 1.4 亿元 (-14%)，城市照明毛利润 0.5 亿元 (-6%)，节能工程及服务毛利润 0.4 亿元 (+107%)，综合资源利用毛利润 1.6 亿元 (-26%)。工业节能板块毛利润的快速增长推动公司业绩增长。2023Q1 公司营收 5.48 亿元 (-5.35%)，归母净利 0.82 (-8.6%)；分板块来看，工业节能板块营收 2.69 亿元 (+20.82%)，建筑节能营收 1.77 亿元 (+25.35%)，综合资源利用营收 0.7 亿元 (-52.70%)。公司生物质综合利用业务持续受生物质燃料价格上涨、可再生能源补贴支付滞后等影响，导致公司综合资源利用板块收入下降。

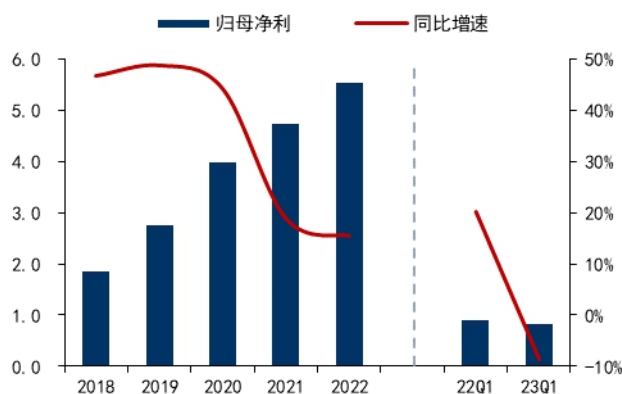
**新增决策工商业屋顶光伏装机大幅增长。**工业节能板块主要业务是工商业屋顶光伏，2022 年累计投产运营 1360MW 工商业屋顶光伏，新增投产机组 317MW。2022 年新增决策项目装机 1300MW，同比增长 223%；其中工商业屋顶光伏 92MW，增速显著加快。2023Q1 经决策拟开展的分布式光伏业务项目装机规模约 13.89 万千瓦，较 2022Q1 的 15.33 万千瓦基本持平。

图1：南网能源营业收入及增速（单位：亿元）



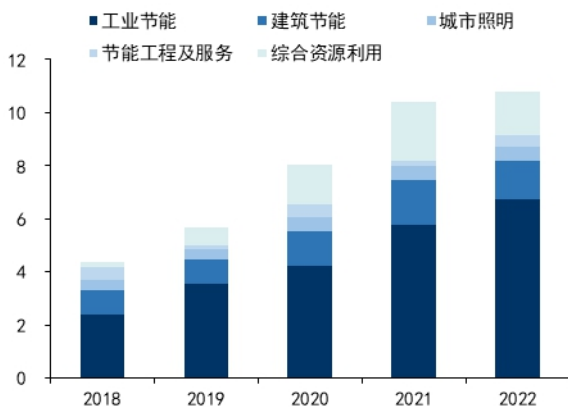
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南网能源归母净利润及增速（单位：亿元）



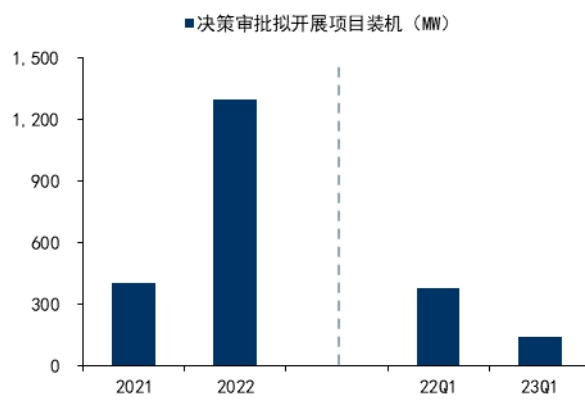
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：南网能源细分板块毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

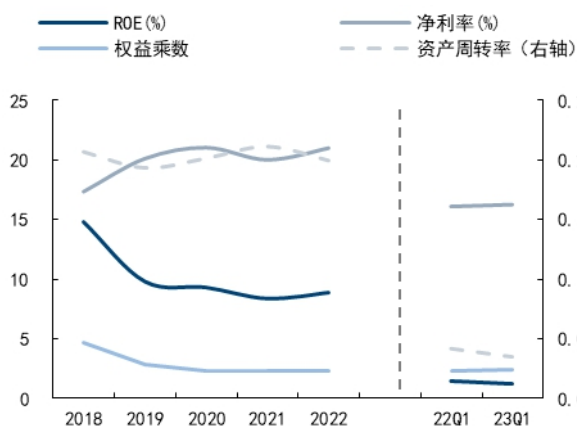
图4：南网能源决策拟开展项目装机（单位：MW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

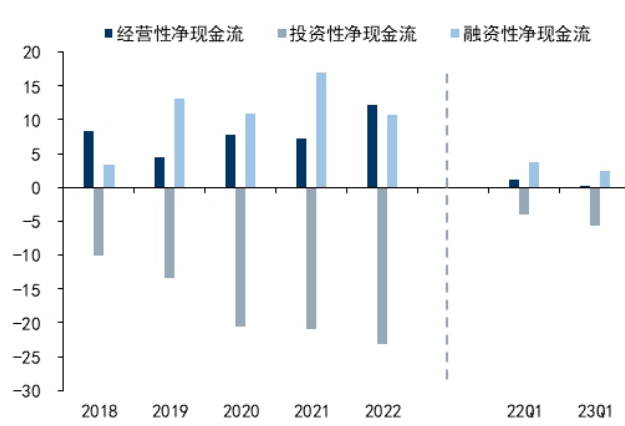
**ROE 触底回升, 经营现金流大幅增加。**2022 年, 公司 ROE 为 8.56%, 同比增加 0.6pct, 主要由于净利率改善。2022 年, 经营性净现金流 12.17 亿元, 同比增加 70.29%, 主要得益于报告期内公司收到税务部门返还的增值税留抵退税资金 3.48 亿元, 其次是公司加大应收账款催收力度, 再次可再生能源电价补贴回款情况好于上年; 公司维持较大项目投资, 投资性现金净流出 23.2 亿元, 同比增加 10.45%; 融资净现金流 10.6 亿元, 同比下降 37.65%。

图5: 南网能源 ROE 及杜邦分析情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 南网能源现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**行业需求增加, 公司将迎大发展。**随着上游组件价格下降, 新型电力系统建设初期系统成本抬升, 工商业屋顶光伏超额收益空间拉大; 随着用户对用能安全和成本的重视, 工商业屋顶光伏与储能、建筑节能的需求增强。公司也在基于目前分布式光伏和建筑节能所积累的工商业负荷, 向负荷聚合商转型升级, 未来发展空间巨大。

**投资建议:**微调业绩预测, 维持“买入”评级。由于生物质发电成本上涨, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 38.90、54.03、73.08 亿元 (2023、2024 年前值为 38.06、55.06 亿), 同比增长 34.69%、38.89%、35.27%; 归母净利润分别为 10.12、16.39、22.30 亿元 (2023、2024 年前值为 10.65、16.29 亿)。给予公司 2023 年 38-40 倍 PE, 对应权益市值为 385-405 亿元, 对应目标价为 10.15-10.68 元, 较当前股价具有 31%-47% 上涨空间, 维持“买入”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 22A/E	PEG 23E	投资 评级
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E			
603105.SH	芯能科技	15.77	78.85	0.22	0.38	0.52	0.85	71.68	41.50	30.50	18.64	11.37%	0.61	买入
600821.SH	金开新能	6.88	137.41	0.29	0.45	0.55	0.99	23.72	15.29	12.62	6.96	12.67%	0.23	买入
601778.SH	晶科科技	4.85	173.19	0.13	0.11	0.17		37.31	42.92	27.79		3.29%	-1.40	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 晶科科技为 Wind 一致预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	824	789	3000	1538	1776	营业收入	2600	2888	3890	5403	7308
应收款项	1972	2419	2451	2960	3604	营业成本	1549	1808	2142	2656	3295
存货净额	71	139	162	194	231	营业税金及附加	6	8	10	14	19
其他流动资产	454	194	261	362	490	销售费用	37	40	53	74	100
<b>流动资产合计</b>	<b>3321</b>	<b>3541</b>	<b>5874</b>	<b>5054</b>	<b>6101</b>	管理费用	157	178	236	324	435
固定资产	9050	10411	14700	20116	26806	财务费用	201	231	251	409	597
无形资产及其他	129	92	88	85	81	投资收益	36	103	130	160	140
投资性房地产	394	649	649	649	649	资产减值及公允价值变动	(4)	(37)	(50)	(69)	(94)
长期股权投资	649	675	797	909	996	其他收入	(71)	(12)	(34)	68	(72)
<b>资产总计</b>	<b>13543</b>	<b>15367</b>	<b>22108</b>	<b>26812</b>	<b>34632</b>	营业利润	609	679	1243	2083	2836
短期借款及交易性金融负债	833	1056	5258	6510	10036	营业外净收支	0	2	2	2	2
应付款项	1145	1055	1236	1476	1759	利润总额	610	680	1244	2085	2837
其他流动负债	497	801	959	1175	1436	<b>所得税费用</b>	<b>89</b>	<b>73</b>	<b>134</b>	<b>281</b>	<b>383</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2475</b>	<b>2913</b>	<b>7453</b>	<b>9161</b>	<b>13231</b>	少数股东损益	47	54	98	165	224
长期借款及应付债券	3469	3905	5498	7496	9964	归属于母公司净利润	474	553	1012	1639	2230
其他长期负债	1196	1497	1620	1831	2043						
<b>长期负债合计</b>	<b>4665</b>	<b>5403</b>	<b>7118</b>	<b>9328</b>	<b>12007</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>7140</b>	<b>8315</b>	<b>14572</b>	<b>18489</b>	<b>25238</b>	净利润	474	553	1012	1639	2230
少数股东权益	451	589	632	703	801	资产减值准备	(4)	32	14	19	24
股东权益	5952	6463	6904	7619	8592	折旧摊销	538	577	699	933	1241
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13543</b>	<b>15367</b>	<b>22108</b>	<b>26812</b>	<b>34632</b>	公允价值变动损失	(4)	32	14	19	24
						财务费用	201	231	251	409	597
关键财务与估值指标						营运资本变动	(790)	(41)	217	(187)	(265)
每股收益	0.13	0.15	0.27	0.43	0.59	其它	500	62	150	302	531
每股红利	0.01	0.15	0.15	0.24	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>715</b>	<b>1217</b>	<b>2105</b>	<b>2726</b>	<b>3786</b>
每股净资产	1.57	1.71	1.82	2.01	2.27	资本开支	(1989)	(2392)	(4998)	(6365)	(7952)
ROIC	8.25%	7.20%	9%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.96%	8.56%	14.65%	21.51%	25.95%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2101)</b>	<b>(2321)</b>	<b>(5120)</b>	<b>(6477)</b>	<b>(8039)</b>
毛利率	40%	37%	45%	51%	55%	权益性融资	1108	120	0	0	0
EBIT Margin	34%	30%	37%	43%	47%	负债净变化	1094	436	1593	1998	2468
EBITDA Margin	54%	50%	55%	60%	64%	支付股利、利息	(48)	(568)	(570)	(924)	(1257)
收入增长	29%	11%	35%	39%	35%	其它融资现金流	(490)	903	4201	1252	3526
净利润增长率	19%	17%	83%	62%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1708</b>	<b>1065</b>	<b>5226</b>	<b>2289</b>	<b>4491</b>
资产负债率	56%	58%	69%	72%	75%	<b>现金净变动</b>	<b>316</b>	<b>(35)</b>	<b>2211</b>	<b>(1462)</b>	<b>238</b>
股息率	0.2%	2.1%	2.1%	3.4%	4.7%	货币资金的期初余额	508	824	789	3000	1538
P/E	56.9	48.7	26.7	16.5	12.1	货币资金的期末余额	824	789	3000	1538	1776
P/B	4.5	4.2	3.9	3.5	3.1	企业自由现金流	0	(1073)	(2782)	(3598)	(3991)
EV/EBITDA	24.1	24.3	19.3	13.9	11.1	权益自由现金流	0	266	2788	(701)	1485

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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