

## 南网储能（600995）

# 2023 半年报点评：调峰水电拖累业绩，新型储能加速发展

买入（维持）

2023 年 08 月 29 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005  
tangyh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 8,261 | 5,887 | 6,503 | 8,366 |
| 同比               | 1%    | -29%  | 10%   | 29%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 1,663 | 1,243 | 1,424 | 1,878 |
| 同比               | 33%   | -25%  | 15%   | 32%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.52  | 0.39  | 0.45  | 0.59  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 18.94 | 25.33 | 22.11 | 16.76 |

关键词：#困境反转

- **事件：**考虑公司 2022 年 9 月重大资产重组，根据公司年报追溯可比口径下，2023 年上半年实现营业收入 28.61 亿元，同比增长-4.3%；实现归母净利润 6.93 亿元，同比增长-17.3%。
- **受 2023H1 调峰水电站偏枯影响，公司业绩下滑。** 1) 调峰水电：2023H1 西部调峰水电站同比偏枯，调峰水电站实现收入 6.40 亿元，同比增长-38.0%，上半年平均调峰水电站电价为 0.229 元/千瓦时，严重拖累公司业绩。 2) 抽水蓄能：2023H1 实现收入 21.61 亿元，同比增长 12.2%；由于 2023 年 6 月 1 日正式施行新版容量电价，公司此前披露预计新容量电价下影响公司收入 4.96 亿元，将在下半年业绩中体现。 3) 新型储能：2023H1 实现收入 0.42 亿元，同比增长 281.8%。
- **当前装机（2022 年底）：**公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。 抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。 新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%，上半年南方电网区域新型储能参与电力市场机制加速完善，公司新型储能项目有望加速推进。
- **未来规划装机：**到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%。 抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》预计到 2025 年我国抽蓄投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与 2022 年 22.5%占比接近），公司 2022-2025 年抽蓄复合增速约 11%；到 2030 年全国抽蓄装机规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划 2900 万千瓦，占比 24.2%。 新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%，公司 2022-2025 年新型储能复合增速达 162%。
- **盈利预测与投资评级：**受调峰水电站来水偏枯+容量电价新政影响抽蓄盈利，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润从 21 亿、26 亿、33 亿调整为 12 亿、14 亿、19 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 25 倍、22 倍、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 9.75       |
| 一年最低/最高价      | 9.66/19.30 |
| 市净率(倍)        | 1.53       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,813.74  |
| 总市值(百万元)      | 31,161.06  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 6.36     |
| 资产负债率(% ,LF) | 42.41    |
| 总股本(百万股)     | 3,196.01 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,109.10 |

### 相关研究

《南网储能(600995)：投资青岛力神，战略布局储能电池制造》  
2023-08-24

《南网储能(600995)：发改委重新核定容量电价，不改抽蓄盈利水平》  
2023-05-16

## 南网储能三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |               |               |               |               | 利润表(百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>6,490</b>  | <b>6,596</b>  | <b>8,301</b>  | <b>11,533</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>8,261</b> | <b>5,887</b> | <b>6,503</b> | <b>8,366</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 5,352         | 5,673         | 7,328         | 10,396        | 营业成本(含金融类)      | 4,269        | 2,930        | 3,162        | 4,131        |
| 经营性应收款项          | 489           | 348           | 384           | 495           | 税金及附加           | 127          | 88           | 98           | 125          |
| 存货               | 231           | 159           | 171           | 223           | 销售费用            | 4            | 3            | 3            | 4            |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 559          | 459          | 488          | 644          |
| 其他流动资产           | 419           | 417           | 417           | 419           | 研发费用            | 58           | 47           | 52           | 67           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>34,249</b> | <b>35,047</b> | <b>35,266</b> | <b>34,900</b> | 财务费用            | 647          | 279          | 276          | 260          |
| 长期股权投资           | 207           | 264           | 321           | 378           | 加:其他收益          | 12           | 24           | 13           | 17           |
| 固定资产及使用权资产       | 28,631        | 28,430        | 27,743        | 26,534        | 投资净收益           | 9            | 8            | 8            | 11           |
| 在建工程             | 3,653         | 3,957         | 4,170         | 4,319         | 公允价值变动          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 850           | 1,641         | 2,433         | 3,224         | 减值损失            | (4)          | (200)        | (200)        | (200)        |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | 9            | 6            | 7            | 9            |
| 长期待摊费用           | 299           | 299           | 299           | 299           | <b>营业利润</b>     | <b>2,624</b> | <b>1,918</b> | <b>2,253</b> | <b>2,972</b> |
| 其他非流动资产          | 610           | 455           | 301           | 147           | 营业外净收支          | (15)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>40,739</b> | <b>41,643</b> | <b>43,567</b> | <b>46,433</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,609</b> | <b>1,918</b> | <b>2,253</b> | <b>2,972</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>3,306</b>  | <b>2,636</b>  | <b>2,757</b>  | <b>3,246</b>  | 减:所得税           | 522          | 345          | 451          | 594          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,147         | 1,147         | 1,147         | 1,147         | <b>净利润</b>      | <b>2,087</b> | <b>1,573</b> | <b>1,803</b> | <b>2,378</b> |
| 经营性应付款项          | 1,748         | 1,200         | 1,295         | 1,691         | 减:少数股东损益        | 424          | 330          | 379          | 499          |
| 合同负债             | 3             | 2             | 2             | 3             | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,663</b> | <b>1,243</b> | <b>1,424</b> | <b>1,878</b> |
| 其他流动负债           | 408           | 287           | 314           | 405           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.52         | 0.39         | 0.45         | 0.59         |
| 非流动负债            | 14,086        | 14,086        | 14,086        | 14,086        | EBIT            | 3,252        | 2,360        | 2,701        | 3,395        |
| 长期借款             | 10,286        | 10,286        | 10,286        | 10,286        | EBITDA          | 4,969        | 8,904        | 9,823        | 11,102       |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 48.33        | 50.24        | 51.38        | 50.63        |
| 租赁负债             | 56            | 56            | 56            | 56            | 归母净利率(%)        | 20.13        | 21.11        | 21.90        | 22.45        |
| 其他非流动负债          | 3,743         | 3,743         | 3,743         | 3,743         | 收入增长率(%)        | 0.64         | (28.73)      | 10.45        | 28.65        |
| <b>负债合计</b>      | <b>17,391</b> | <b>16,721</b> | <b>16,843</b> | <b>17,332</b> | 归母净利润增长率(%)     | 33.25        | (25.25)      | 14.59        | 31.90        |
| 归属母公司股东权益        | 19,918        | 21,160        | 22,584        | 24,463        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 3,430         | 3,761         | 4,139         | 4,639         |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>23,348</b> | <b>24,921</b> | <b>26,724</b> | <b>29,101</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>40,739</b> | <b>41,643</b> | <b>43,567</b> | <b>46,433</b> |                 |              |              |              |              |

  

| 现金流量表(百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流    | 4,601   | 8,159   | 9,492   | 10,899  | 每股净资产(元)       | 6.23  | 6.62  | 7.07  | 7.65  |
| 投资活动现金流    | (6,641) | (7,528) | (7,526) | (7,522) | 最新发行在外股份(百万股)  | 3,196 | 3,196 | 3,196 | 3,196 |
| 筹资活动现金流    | 2,287   | (310)   | (310)   | (310)   | ROIC(%)        | 7.96  | 5.43  | 5.79  | 6.89  |
| 现金净增加额     | 250     | 321     | 1,656   | 3,068   | ROE-摊薄(%)      | 8.35  | 5.87  | 6.31  | 7.68  |
| 折旧和摊销      | 1,717   | 6,544   | 7,123   | 7,707   | 资产负债率(%)       | 42.69 | 40.15 | 38.66 | 37.33 |
| 资本开支       | (4,256) | (7,466) | (7,465) | (7,463) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.94 | 25.33 | 22.11 | 16.76 |
| 营运资本变动     | 100     | (336)   | 46      | 235     | P/B(现价)        | 1.58  | 1.49  | 1.39  | 1.29  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>