

南网储能 (600995.SH)

买入

前三季度调峰水电来水较好增加利润，两部制电价有望提高抽蓄收益

核心观点

前三季度营收和利润同比增加。公司前三季度营业收入 63.92 亿，同比提升（调整后）10.63%，归母净利润 13.18 亿，同比提升（调整后）5.66%。收入和利润增加的原因是天二电站、鲁布革电站等西部调峰水电厂来水情况较好，售电量同比增加 42.37%，且梅州（五华）抽水蓄能电站（一期项目）、阳江抽水蓄能电站于 2022 年 6 月投产。

资产重组落地，主业清晰。公司成为南方电网集团的储能运营平台，旗下业务包括抽水蓄能电站运营、调峰水电运营和独立储能电站运营。截至 2022 年三季度，公司抽水蓄能在运装机规模 1028 万千瓦，调峰水电在运规模 203 万千瓦，电化学储能电站规模 30MW/62MWh。

储备资源多、业务规划明确，储能项目规模将持续扩大。抽蓄方面，在建及筹备项目规模为 1860 万千瓦，公司“十四五”规划新增 600 万千瓦抽蓄，2030 年末装机容量达到 2900 万千瓦，2035 年末达到 4400 万千瓦。独立储能方面，3 个电网侧百兆瓦时级独立储能站进入前期工作阶段，总装机规模 470MW/940MWh，根据系统调节需要与 2022 和 2023 年陆续建成投产。“十四五”新增投产 200 万千瓦，“十五五”再新增投产 300 万千瓦，“十六五”新增投产 500 万千瓦，2035 年总规模达到 1000 万千瓦。

两部制电价机制于 2023 年起正式执行，部分抽蓄电站由单一容量电价转变为两部制后，有望打开电量收益天花板。容量电价将根据 633 号文的要求，重新进行核定，随省级电网输配电价核价周期动态调整并需抵减上一监管周期部分电量电费收益。公司广蓄电站二期、惠蓄电站将由单一容量电价模式变更为两部制电价模式，将新增电量电价部分收入。

风险提示：装机规模增长不及预期；两部制电价下的容量电价收入大幅下降。

投资建议：维持“买入”评级。资产重组落地后，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 64.3、82.9、89.1 亿元，净利润分别为 16.8、19.4、21.9 亿元。我们测算，抽水蓄能业务 2022-2024 年归母净利润分别为 9.0、15.6、17.0 亿元，给予 26-28 倍 PE，2023 年权益市值为 406-437 亿元，调峰水电业务 2022-2024 年归母净利润分别为 7.2、8.3、8.3 亿，给予 10-11 倍 PE，对应 2023 年权益市值为 83-91 亿元，总体权益市值为 489-528 亿元，对应合理股价为 19.06-20.58 元/股，较当前股价有 19%-29%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,881	2,164	6,432	8,291	8,909
(+/-%)	-18.9%	239.7%	0.6%	28.9%	7.4%
净利润(百万元)	111	1318	1680.42	1942.82	2186.58
(+/-%)	-66.7%	1090.7%	27.5%	15.6%	12.5%
每股收益(元)	0.23	2.76	0.66	0.76	0.85
EBIT Margin	5.7%	0.5%	47.0%	40.7%	41.2%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	0.7%	12.6%	12.8%	12.6%
市盈率 (PE)	69.1	419.7	24.4	21.1	18.7
EV/EBITDA	26.1	30.6	19.9	19.0	18.4
市净率 (PB)	3.49	3.09	3.09	2.69	2.35

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	19.06 - 20.58 元
收盘价	15.98 元
总市值/流通市值	40989/7654 百万元
52 周最高价/最低价	22.19/10.66 元
近 3 个月日均成交额	238.58 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

《文山电力 (600995.SH) - 投资收益减少影响盈利，重大资产重组获证监会核准，南网储能平台建成在即》——2022-08-30
 《文山电力 (600995.SH) - 非经常因素影响盈利，重大资产重组进军蓄能赛道》——2022-04-10
 《文山电力点评》——2008-07-01

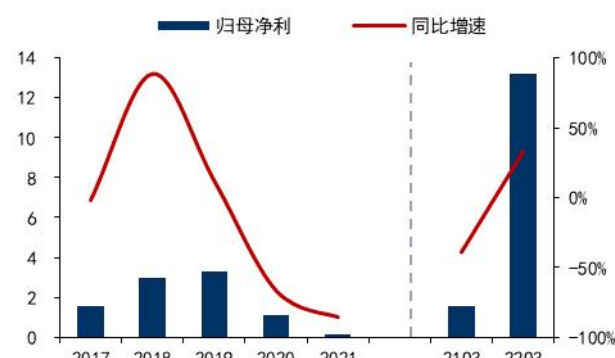
前三季度营收和利润同比增加。公司前三季度营业收入 63.92 亿，同比提升（调整后）10.63%，归母净利润 13.18 亿，同比提升（调整后）5.66%。收入和利润增加的原因是天二电站、鲁布革电站等西部调峰水电厂来水情况较好，售电量同比增加 42.37%，且梅州（五华）抽水蓄能电站（一期项目）、阳江抽水蓄能电站于 2022 年 6 月投产。

图1：公司营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产重组落地，主业清晰。公司成为南方电网集团的储能运营平台，旗下业务包括抽水蓄能电站运营、调峰水电运营和独立储能电站运营。截至 2022 年三季度，公司抽水蓄能在运装机规模 1028 万千瓦，调峰水电在运规模 203 万千瓦，电化学储能电站规模 30MW/62MWh。

表1：公司主要资产

抽水蓄能			
项目名称	所处省市	装机容量 (万千瓦)	投产时间
广州抽水蓄能电站	广东广州	240	2000 年
惠州抽水蓄能电站	广东惠州	240	2011 年
清远抽水蓄能电站	广东清远	128	2016 年
深圳抽水蓄能电站	广东深圳	120	2018 年
海南琼中抽水蓄能电站	海南琼中	60	2018 年
梅州（五华）抽水蓄能电站（一期项目）	广东梅州	120	2022 年
阳江抽水蓄能电站	广东阳江	120	2022 年
调峰水电			
项目名称	所处省市	装机容量 (万千瓦)	投产时间
天生桥二级电站	广西百色	132	2000 年
鲁布革水电站	贵州兴义、云南罗平	60	1990 年

文山小水电站	云南文山	11	
独立储能			
项目名称	所处省市	装机容量 (MW)	储能容量 (MWh)
深圳宝清电池储能站	广东深圳	10	22
东莞杨屋电池储能站	广东东莞	10	20
东莞黎贝电池储能电站	广东东莞	5	10
广东芙蓉电池储能电站	广东广州	5	10

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

储备资源多、业务规划明确，储能项目规模将持续扩大。抽蓄方面，在建及筹备项目规模为 1860 万千瓦，公司“十四五”规划新增 600 万千瓦抽蓄，2030 年末装机容量达到 2900 万千瓦，2035 年末达到 4400 万千瓦。独立储能方面，3 个电网侧百兆瓦时级独立储能站进入前期工作阶段，总装机规模 470MW/940MWh，根据系统调节需要与 2022 和 2023 年陆续建成投产。“十四五”新增投产 200 万千瓦，“十五五”再新增投产 300 万千瓦，“十六五”新增投产 500 万千瓦，2035 年总规模达到 1000 万千瓦。

表2：公司抽水蓄能在建项目

电站名称	省份	市	装机容量 (万千瓦)	当前状态	预计投产
肇庆浪江抽水蓄能电站	广东	肇庆	120	已核准	2025 年
南宁抽水蓄能电站	广西	南宁	120	在建	2025 年
梅州（五华）抽水蓄能电站（二期项目）	广东	梅州	120	在建	2025 年
惠州中洞抽水蓄能电站	广东	惠州	120	已核准	2025 年
茂名电白抽水蓄能电站	广东	茂名	120	预可研	2027 年
江门鹤山抽水蓄能电站	广东	江门	60	预可研	2028 年
清远清新下坪抽水蓄能电站	广东	清远	120	预可研	2031 年
韶关新丰抽水蓄能电站	广东	韶关	120	预可研	2032 年
潮州潮安青麻园抽水蓄能电站	广东	潮州	120	预可研	2032 年
桂林灌阳抽水蓄能电站	广西	桂林	120	可研	2028 年
贵港抽水蓄能电站	广西	贵港	120	可研	2029 年
玉林福绵抽水蓄能电站	广西	玉林	120	预可研	2031 年

柳州鹿寨抽水蓄能电站	广西	柳州	120	项目前期	2030 年
钦州灵山抽水蓄能电站	广西	钦州	120	预可研	
防城港上思抽水蓄能电站	广西	防城港	120	预可研	
南宁武鸣抽水蓄能电站	广西	南宁	120	预可研	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

两部制电价机制于 2023 年起正式执行，部分抽蓄电站由单一容量电价转变为两部制后，有望打开电量收益天花板。为规范抽水蓄能电站价格形成机制，促进抽水蓄能电站健康发展，2014 年国家发改委下发《关于完善抽水蓄能电站价格形成机制有关问题的通知》（发改价格〔2014〕1763 号，以下简称“1763 号文”），明确了在电力市场形成前，抽水蓄能电站实行两部制电价。2021 年，国家发改委下发《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》（发改价格〔2021〕633 号，以下简称“633 号文”），对抽水蓄能电站两部制价格形成机制及回收渠道进一步完善和部署。根据 633 号文，已投运的抽水蓄能电站，将于 2023 年起按照新的规定电价机制执行；633 号文印发之日起新投产的抽水蓄能电站，于发文之日即开始执行。633 号文施行后，电量电价将逐步受市场化因素影响；容量电价将根据 633 号文的要求，重新进行核定，随省级电网输配电价核价周期动态调整并需抵减上一监管周期部分电量电费收益。公司广蓄电站二期、惠蓄电站将由单一容量电价模式变更为两部制电价模式，将新增电量电价部分收入，其他原来就执行两部制电价的抽蓄电站，将有望通过参与电力现货市场进行市场化竞争，电量单价不确定的同时，也将打开收益天花板。

表3：公司已投产的抽蓄电站收益模式变化

电站	目前定价模式	633 号文出台后，2023 年核价后的定价模式变化
广蓄电站一期	协商定价，单一容量电价模式	非 633 号文定价范围，不发生变化
广蓄电站二期	政府确定，单一容量电价模式	变更为两部制电价，重新核定容量电价，新增电量电价部分收入
惠蓄电站	政府确定，单一容量电价模式	变更为两部制电价，重新核定容量电价，新增电量电价部分收入
清蓄电站	政府确定，两部制电价模式	继续维持两部制电价，重新核定容量电价
深蓄电站	政府确定，两部制电价模式	继续维持两部制电价，重新核定容量电价
海蓄电站	政府确定，两部制电价模式	继续维持两部制电价，重新核定容量电价

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：

（1）抽蓄业务：

表4：抽蓄业务关键假设及测算结果

2021	2022E	2023E	2024E
------	-------	-------	-------

装机规模（万千瓦）	788	1028	1028	1028
市场化抽水利用小时数			400	450
抽水电价（元/千瓦时）			0.30	0.30
发电电价（元/千瓦时）			0.50	0.55
收入（百万）	3389	4152	5965	6311
成本（百万）	1785	2211	3578	3714
毛利润（百万）	1604	1941	2387	2596
净利润（百万）	1007	1169	1961	2132
归母净利润（百万）	737	899	1562	1702

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

（2）调峰水电业务：

表5：调峰水电业务关键假设及测算结果

	2021	2022E	2023E	2024E
装机规模（万千瓦）	203	203	203	203
单瓦成本（元/瓦）	0.338	0.338	0.338	0.338
利用小时数	394	560	571	571
上网电价（元/千瓦时）	0.20	0.20	0.20	0.20
收入（百万）		2259	2304	2304
成本（百万）		687	687	687
毛利润（百万）		1572	1617	1617
净利润（百万）		895	926	926
归母净利润（百万）		715	832	832

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

投资建议：

维持“买入”评级。资产重组落地后，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为64.3、82.9、89.1亿元，净利润分别为16.8、19.4、21.9亿元。我们测算，抽水蓄能业务2022-2024年归母净利润分别为9.0、15.6、17.0亿元，给予26-28倍PE，2023年权益市值为406-437亿元，调峰水电业务2022-2024年归母净利润分别为7.2、8.3、8.3亿，给予10-11倍PE，对应2023年权益市值为83-91亿元，总体权益市值为489-528亿元，对应合理股价为19.06-20.58元/股，较当前股价有19%-29%的溢价空间，维持“买入”评级。

表6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	22E	
603105.SH	芯能科技	13.52	67.6	0.22	0.41	0.56	0.74	61.5	33.0	24.1	18.3	0.66	买入
002434.SZ	万里扬	8.91	117.0	-0.56	0.34	0.44	0.55	-15.9	26.2	20.3	16.2	0.96	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注：万里扬数据取自 Wind 一致预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	156	197	2132	1585	2752	营业收入	1881	2164	6432	8291	8909
应收款项	241	359	601	771	724	营业成本	1651	1915	2915	4282	4552
存货净额	8	17	149	211	215	营业税金及附加	15	14	104	134	144
其他流动资产	18	20	542	721	445	销售费用	5	6	4	5	5
流动资产合计	423	593	3424	3288	4136	管理费用	105	219	372	479	515
固定资产	2170	2438	4303	8418	12619	财务费用	6	6	527	527	506
无形资产及其他	66	59	816	782	748	投资收益	22	25	12	12	12
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	23	30	31340	31340	31340	动	0	0	0	0	0
长期股权投资	189	75	158	158	158	其他收入	3	10	(8)	(5)	(7)
资产总计	2871	3196	40041	43986	49002	营业利润	124	38	2515	2871	3192
短期借款及交易性金融						营业外净收支	9	(2)	(12)	(12)	(12)
负债	90	196	1273	1773	1350	利润总额	132	37	2503	2859	3180
应付款项	226	315	1510	2253	2416	所得税费用	21	21	406	464	515
其他流动负债	222	310	1646	2418	2593	少数股东损益	0	0	417	453	478
流动负债合计	538	821	4429	6445	6360	归属于母公司净利润	111	16	1680	1943	2187
长期借款及应付债券	80	78	12997	12997	12997						
其他长期负债	61	160	5617	7469	9938	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	141	238	18614	20466	22935	净利润	111	16	1680	1943	2187
负债合计	679	1059	23043	26911	29295	资产减值准备	(60)	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	3710	3702	4174	折旧摊销	212	240	198	173	140
股东权益	2192	2137	13288	13374	15532	公允价值变动损失	(60)	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2871	3196	40041	43986	49002	财务费用	6	6	527	527	506
						营运资本变动	36	48	(733)	1104	657
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	59	40	932	968	972
每股收益	0.23	0.03	0.66	0.76	0.85	经营活动现金流	299	344	2078	4188	3956
每股红利	0.07	0.01	0.00	0.00	0.00	资本开支	(250)	(383)	(4202)	(4254)	(4307)
每股净资产	4.58	4.47	5.18	5.94	6.79	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	4%	0%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(234)	(362)	(4202)	(4254)	(4307)
ROE	5%	1%	13%	13%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	12%	11%	55%	48%	49%	负债净变化	80	(2)	0	0	0
EBIT Margin	6%	1%	47%	41%	41%	支付股利、利息	(33)	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	12%	50%	43%	43%	其它融资现金流	(133)	(52)	13	38	39
收入增长	-19%	15%	1%	29%	7%	融资活动现金流	(73)	59	887	1375	2015
净利润增长率	-67%	-86%	27%	16%	13%	现金净变动	(7)	41	(1238)	1308	1663
资产负债率	24%	33%	67%	67%	66%	货币资金的期初余额	163	156	3370	2132	3440
股息率	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%						

P/E	69.1	419.7	24.4	21.1	18.7	货币资金的期末余额	156	197	2132	3440	5104
P/B	3.5	3.1	3.1	2.7	2.4	企业自由现金流	87	(86)	(2201)	(150)	(431)
EV/EBITDA	26.1	30.6	19.9	19.0	18.4	权益自由现金流	33	(140)	(2630)	(553)	(816)

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