

来水偏枯影响调峰水电收入，储能布局提速

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，实现营收 28.6 亿元，同比减少 31.1%；实现归母净利润 6.9 亿元，同比减少 26.3%；剔除文山电力置出影响后 23H1 公司实现营收 29.9 亿元，同比减少 4.3%，实现归母净利润 8.4 亿元，同比减少 17.3%。
- **来水偏枯影响调峰水电，新型储能发展迅速。**23H1 公司抽蓄/调峰水电/新型储能分别实现营收 21.6/6.4/0.4 亿元，同比分别+12.2%/-38.0%/+282%。公司业绩下滑主要系水电站来水偏枯，发电量同比减少所致，23H1 天生桥二级电站/鲁布革电厂/文山小水电站发电同比-35%/-63%/-33%。新型储能方面，截至 23H1 公司装机规模达 111MW/219.2MWh，梅州宝湖储能电站（70MW/140MWh）实现投产，在建佛山南海新型储能电站项目规模达（300MW/600MWh）。广东省规划到 2025 年全省新型储能装机规模达到 300 万千瓦，到 2027 年装机规模达到 400 万千瓦，未来公司装机规模有望进一步增加。
- **抽蓄/调峰水电项目储备丰富，核价结果或影响抽蓄收入。**截至 23H1 公司在运机组总装机容量 1242 万千瓦，其中抽水蓄能/调峰水电/装机容量分别为 1028/203 万千瓦。抽蓄方面，公司目前在建装机规模为 480 万千瓦，开展前期及项目储备超 3200 万千瓦，23H1 取得 4 个新站点开发权，内蒙古乌海项目已开工。此外，公司进一步拓展南方区域以外业务，参股美岱 120 万千瓦抽蓄项目（持股 20%），为公司加快完成“十四五”及中长期抽水蓄能发展目标进一步打下了基础。电价重核方面，发改委核定了公司投运的 7 座抽水蓄能电站容量电价，核价低于公司原执行的容量电价，或影响公司下半年抽蓄业务收入。
- **布局储能电池上游，发挥战略协同性优势。**2023 年 8 月 24 日公司发布公告，投资 4.99 亿元参与青岛力神增资。青岛力神为专业锂离子电池系统提供商，专注于新能源汽车动力电池及储能电池系统的研发、生产和销售。通过本次投资公司有望进一步延伸产业链条，获取更多新型储能项目资源，加快推动新型储能业务规模化拓展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元、0.53 元。考虑到公司在行业内处于领先地位，且抽蓄和新型储能业务储备项目规模庞大，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应目标价 11.75 元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**抽水蓄能/新型储能电站建设进度或不及预期、调峰水电站所在流域来水量波动风险、政策风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8260.89	6276.81	7714.15	9564.17
增长率	281.81%	-24.02%	22.90%	23.98%
归属母公司净利润（百万元）	1662.53	1261.27	1489.96	1700.39
增长率	10450.50%	-24.14%	18.13%	14.12%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.39	0.47	0.53
净资产收益率 ROE	8.94%	6.69%	7.43%	7.94%
PE	19.0	25.1	21.2	18.6
PB	1.36	1.29	1.21	1.14

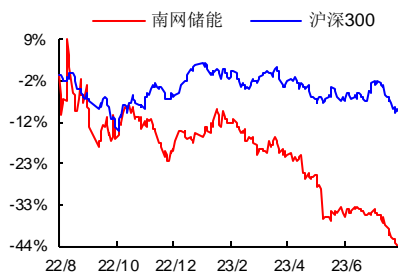
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.96
流通 A 股(亿股)	11.09
52 周内股价区间(元)	9.73-18.8
总市值(亿元)	316.40
总资产(亿元)	420.66
每股净资产(元)	6.42

相关研究

1. 南网储能（600995）：重组资产步入新赛道，主营业务发展可期（2023-03-31）

盈利预测

关键假设：

假设 1：抽水蓄能系公司主营业务，随着今年阳江、梅州一期抽水蓄能电站全面投产，装机容量增至 1028 万千瓦，截至目前共有 4 座容量 120 万千瓦电站处于开工状态，因此，预计 23-25 年抽水蓄能装机容量为 1028/1028/1388 万千瓦。考虑到发改委重新核定 7 座抽水蓄能电站容量电价，且核定结果低于原先容量电价水平，自 2023 年 6 月 1 日执行，对抽水蓄能业务造成一定影响，因此预计 2023-2025 年毛利率为 51.8%/51.8%/49.5%。

假设 2：考虑到公司目前没有新增在建调峰水电站项目且建设周期较长，预计 23-25 年调峰水电装机容量依旧维持在 203 万千瓦。从 2023 年中报经营数据来看，由于调峰水电站来水情况偏枯，发电量大幅下滑，且来水存在不确定性，因此预计公司 2023-2025 年毛利率为 51.9%/51.6%/49.5%。

假设 3：公司目前电网侧独立储能装机容量为 11.1 万千瓦，业务规模较小，尚有总装机容量 30 万千瓦新型储能电站在建或开展前期工作，结合公司计划到十四五末新增 200 万千瓦新型储能，因此预计 2023-2025 年装机容量为 40.5/110/200 万千瓦，预计 2023-2025 年平均容量电价在 729 元/千瓦左右波动，对应毛利率为 38.0%/39.0%/38.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年收入成本如下表：

表 1：营业收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
抽水蓄能	收入	4605	4743	5691	6886
	增速	39.1%	3.0%	20.0%	21.0%
	成本	2124	2286	2743	3478
	毛利率	53.9%	51.8%	51.8%	49.5%
调峰水电	收入	1903	1332	1771	2356
	增速	40.1%	-30.0%	33.0%	33.0%
	成本	628	641	857	1190
	毛利率	67.0%	51.9%	51.6%	49.5%
电网侧独立储能	收入	31.4	82	123	184
	增速	43.8%	160.0%	50.0%	50.0%
	成本	20.5	51	75	114
	毛利率	34.6%	38.0%	39.0%	38.0%
其他	收入	1722	121	129	138
	增速	-	-93.0%	7.0%	7.0%
	成本	2891	84	90	97
	毛利率	-67.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	8261	6277	7714	9564
	增速	0.6%	-24.0%	22.9%	24.0%
	成本	5664	3062	3766	4878
	毛利率	48.3%	51.2%	51.2%	49.0%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

公司业务以抽水蓄能与调峰水电为主，因此我们选取长江电力、华能水电作为南网储能的可比公司，同时公司积极发展电网侧独立储能业务，考虑到当前电网侧独立储能行业集中度较高，我们选取参与用户侧独立储能业务发展的南网能源作为可比公司。2024 平均 PE 为 18 倍。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元、0.53 元。考虑到公司在行业内处于领先地位，且抽蓄和新型储能业务储备项目规模庞大，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应目标价 11.75 元，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	LF
600900.SH	长江电力	22.12	0.94	1.37	1.45	1.52	22.41	16.19	15.23	14.56	2.99
600025.SH	华能水电	7.22	0.38	0.46	0.49	0.49	17.47	17.48	15.80	14.70	2.38
003035.SZ	南网能源	5.99	0.15	0.18	0.27	0.36	38.81	33.08	22.31	16.66	3.43
平均值							26.23	22.25	17.78	15.30	2.93
600995.SH	南网储能	9.75	0.52	0.39	0.47	0.53	27.72	25.09	21.24	18.61	1.54

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023 年 8 月 28 日收盘价）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8260.89	6276.81	7714.15	9564.17	净利润	2086.89	1638.01	1935.02	2208.30
营业成本	4268.79	3061.65	3765.57	4877.96	折旧与摊销	1686.80	1870.56	2091.41	2321.71
营业税金及附加	127.14	100.43	115.71	143.46	财务费用	646.73	454.57	679.36	890.12
销售费用	3.71	2.82	3.46	4.29	资产减值损失	-5.44	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	559.11	502.14	617.13	765.13	经营营运资本变动	426.32	-300.02	150.16	272.10
财务费用	646.73	454.57	679.36	890.12	其他	-240.67	46.22	45.94	46.20
资产减值损失	-5.44	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	4600.63	3649.36	4841.89	5678.43
投资收益	9.27	12.00	15.00	15.00	资本支出	-29758.76	-8000.00	-8000.00	-8000.00
公允价值变动损益	0.50	0.17	0.22	0.30	其他	23117.78	-639.33	-544.78	-584.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6640.98	-8639.33	-8544.78	-8584.70
营业利润	2624.12	2107.36	2488.14	2838.50	短期借款	-190.18	200.00	100.00	200.00
其他非经营损益	-15.22	-7.34	-7.34	-7.34	长期借款	10208.70	8000.00	7500.00	7500.00
利润总额	2608.91	2100.02	2480.79	2831.15	股权融资	13733.96	0.00	0.00	0.00
所得税	522.02	462.00	545.77	622.85	支付股利	-1388.99	-498.76	-378.38	-446.99
净利润	2086.89	1638.01	1935.02	2208.30	其他	-20076.09	-201.48	-679.36	-890.12
少数股东损益	424.36	376.74	445.05	507.91	筹资活动现金流净额	2287.41	7499.76	6542.26	6362.89
归属母公司股东净利润	1662.53	1261.27	1489.96	1700.39	现金流量净额	250.13	2509.78	2839.37	3456.62
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3063.17	5572.95	8412.32	11868.93	成长能力				
应收和预付款项	496.16	376.75	463.03	574.35	销售收入增长率	281.81%	-24.02%	22.90%	23.98%
存货	230.94	147.96	196.35	272.82	营业利润增长率	6722.68%	-19.69%	18.07%	14.08%
其他流动资产	2699.84	3312.54	3884.11	4476.23	净利润增长率	13143.48%	-21.51%	18.13%	14.12%
长期股权投资	206.69	206.69	206.69	206.69	EBITDA 增长率	1646.04%	-10.59%	18.64%	15.05%
投资性房地产	43.69	43.69	43.69	43.69	获利能力				
固定资产和在建工程	32186.12	38425.41	44443.87	50232.02	毛利率	48.33%	51.22%	51.19%	49.00%
无形资产和开发支出	852.45	802.30	752.14	701.98	三费率	14.64%	15.29%	16.85%	17.35%
其他非流动资产	960.24	840.54	840.84	881.13	净利率	25.26%	26.10%	25.08%	23.09%
资产总计	40739.30	49728.84	59243.04	69257.86	ROE	8.94%	6.69%	7.43%	7.94%
短期借款	0.00	200.00	300.00	500.00	ROA	5.12%	3.29%	3.27%	3.19%
应付和预收款项	2039.81	1472.62	1811.04	2334.31	ROIC	16.00%	6.02%	6.28%	6.42%
长期借款	10286.20	18286.20	25786.20	33286.20	EBITDA/销售收入	60.01%	70.62%	68.17%	63.26%
其他负债	5065.28	5282.75	5301.89	5332.14	营运能力				
负债合计	17391.29	25241.57	33199.13	41452.65	总资产周转率	0.38	0.14	0.14	0.15
股本	3196.01	3196.01	3196.01	3196.01	固定资产周转率	0.54	0.20	0.21	0.23
资本公积	11135.21	11135.21	11135.21	11135.21	应收账款周转率	21.38	14.57	18.61	18.68
留存收益	5577.69	6340.20	7451.78	8705.18	存货周转率	27.49	12.15	16.05	16.42
归属母公司股东权益	19917.69	20680.20	21791.78	23045.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.32%	—	—	—
少数股东权益	3430.32	3807.07	4252.12	4760.03	资本结构				
股东权益合计	23348.01	24487.27	26043.91	27805.22	资产负债率	42.69%	50.76%	56.04%	59.85%
负债和股东权益合计	40739.30	49728.84	59243.04	69257.86	带息债务/总负债	59.15%	73.24%	78.57%	81.51%
					流动比率	1.96	2.98	3.59	3.94
					速动比率	1.89	2.93	3.53	3.87
					股利支付率	83.55%	39.54%	25.40%	26.29%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	4957.66	4432.50	5258.90	6050.32	每股收益	0.52	0.39	0.47	0.53
PE	19.03	25.09	21.24	18.61	每股净资产	7.31	7.66	8.15	8.70
PB	1.36	1.29	1.21	1.14	每股经营现金	1.44	1.14	1.51	1.78
PS	3.83	5.04	4.10	3.31	每股股利	0.43	0.16	0.12	0.14
EV/EBITDA	7.45	9.53	8.83	8.27					
股息率	4.39%	1.58%	1.20%	1.41%					

数据来源：Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn