

南网储能 (600995.SH)

来水偏枯及容量电价核定或减少全年营收，新型储能蓄势待发

买入

核心观点

调整统计口径及来水偏枯，营收及净利润同比下降。2023H1，公司实现营业收入 28.61 亿元（-31.07%）；归母净利润 6.93 亿元（-26.30%）。若剔除置出原文山电力业务数据按当前南网储能公司业务范围口径计算，则营业收入和归母净利润分别下降 4.26%/17.31%。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能三大业务营收分别为 21.61/6.40/0.42 亿元，同比变动 12.24%/-37.98%/281.79%。上半年来水偏枯，公司水电站发电量 31.55 亿千瓦时，同比大幅减少 41.48%，平均售电价格 0.229 元/千瓦时，较去年末提高了 0.007 元/千瓦时。

持续推进抽水蓄能建设，核定容量电价或影响营收。截至 2023 年 6 月，公司在运抽水蓄能装机容量 1028 万千瓦，在建装机规模 480 万千瓦。5 月 1 日，公司披露发改委核定的公司投运的 7 座抽水蓄能电站容量电价，自 6 月 1 日起执行。根据公司的估算，此次电价核定预计减少公司 2023 年收入 4.96 亿元。另一方面，随着两部制电价机制的形成，抽蓄项目可参与电力现货市场进行市场化竞争，有望打开电量电价收益空间。

投资参股锂电池标的，新型储能蓄势待发。截至 2023 年 6 月，公司在运新型储能装机 111MW/219.2MWh，佛山南海新型储能电站（300MW/600MWh）在建。公司投资 4.99 亿元参与专业锂离子电池系统提供商青岛力神增资，标的公司业务覆盖储能电池系统的研发、生产和销售，公司参股后有望加快新型储能建设节奏，降低投资成本。此外，2023 年上半年，公司与天启鸿源签约合作围场共享储能电站项目，终期规模 400MW/1100MWh；与广东肇庆签约 50MW/50MWh 端州储能项目和 50MW/50MWh 广宁储能项目。

风险提示：来水不及预期，项目进度不及预期，政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑来水偏枯、核定的容量电价不及预期等因素的综合影响，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 15.1/16.4/20.0 亿元（原为 19.4/21.9/28.2 亿元），同比增速-9/8/22%；每股收益 0.47/0.51/0.63 元。预计 2023 年抽水蓄能业务贡献业绩为 11.6 亿元，给予 26-29 倍 PE；调峰水电贡献业绩为 3.4 亿元，给予 20-22 倍 PE；新型储能贡献业绩 0.2 亿元，给予 25-27 倍 PE，对应公司合理市值为 375-417 亿元，对应每股合理价值为 11.73-13.04 元/股，较目前股价有 20%-33%的溢价空间，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)	2,164	8,261	8,247	8,635	10,693
(+/-%)	15.0%	281.8%	-0.2%	4.7%	23.8%
净利润(百万元)	16	1663	1514.35	1642.27	2001.89
(+/-%)	-85.8%	10450.5%	-8.9%	8.4%	21.9%
每股收益(元)	0.03	0.52	0.47	0.51	0.63
EBIT Margin	0.5%	39.4%	32.9%	34.3%	33.0%
净资产收益率 (ROE)	0.7%	8.3%	7.1%	7.2%	8.1%
市盈率 (PE)	485.3	30.7	33.7	31.1	25.5
EV/EBITDA	34.7	13.9	21.1	20.8	19.1
市净率 (PB)	3.58	2.56	2.40	2.24	2.07

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

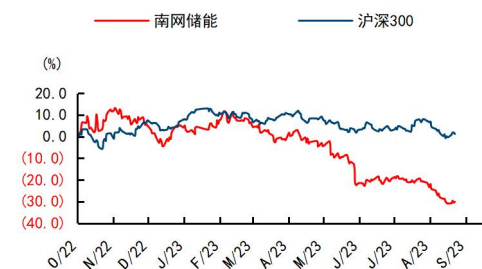
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	11.73 - 13.04 元
收盘价	9.84 元
总市值/流通市值	31449/10914 百万元
52 周最高价/最低价	19.30/9.66 元
近 3 个月日均成交额	117.24 百万元

市场走势



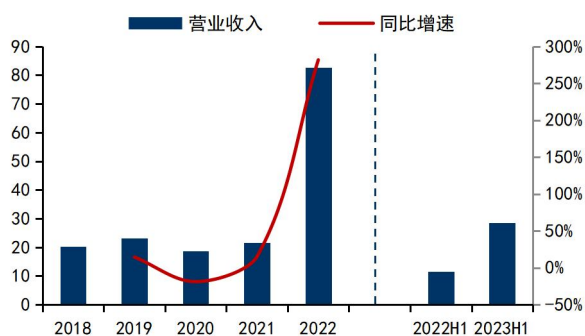
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《南网储能 (600995.SH) - 资产重组落地增收创利，两部制电价有望提高抽蓄收益》——2023-04-02
- 《南网储能 (600995.SH) - 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》——2022-11-13
- 《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

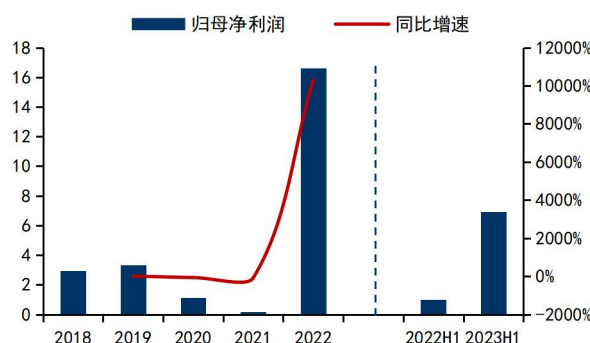
调整统计口径及来水偏枯，营收及净利润同比下降。2023H1，公司实现营业收入 28.61 亿元，同比下降 31.07%；实现归母净利润 6.93 亿元，同比下降 26.30%。2022 年 9 月公司完成重大资产置换，置出原文山电力部分业务，23H1 合并范围和统计口径较去年同期调整后有所收窄，若剔除置出业务数据按当前南网储能公司业务范围口径计算，则营业收入和归母净利润分别下降 4.26%/17.31%。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能三大业务营收分别为 21.61/6.40/0.42 亿元，同比变动 12.24%/-37.98%/281.79%。上半年来水偏枯，公司水电站发电量 31.55 亿千瓦时，同比大幅减少 41.48%，平均售电价格 0.229 元/千瓦时，较去年末提高了 0.007 元/千瓦时。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



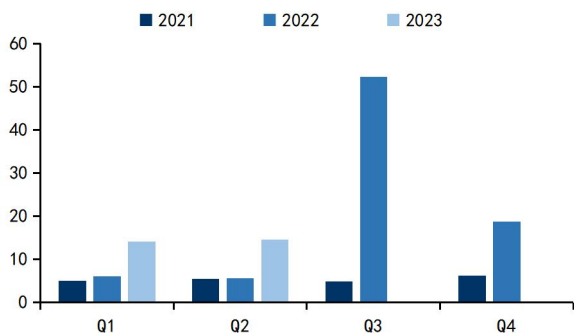
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注：2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



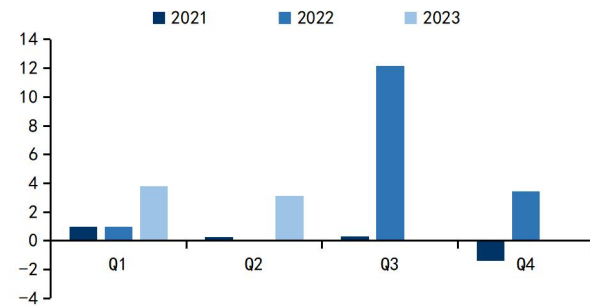
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注：2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

图3：公司单季度营业收入情况（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4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



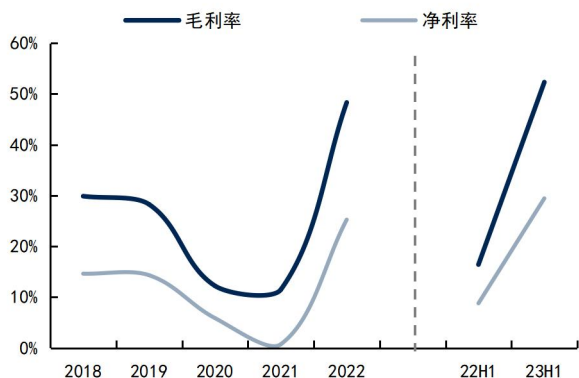
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率同比提高，费用率有所下降。2023H1，公司毛利率为 52.33%，同比提高 35.91pct；净利率 29.45%，同比提高 20.66pct，主要系去年 9 月公司完成重大资产置换后业务范围和性质发生改变所致。报告期内公司已无原文山电力资产相关销售费用和管理费用，销售费用率同比减少 100%，管理费用率 6.81%，管理费用同比减少；上年年底削减债务融资本金，本期利息支出减少，财务费用率 8.18%。

ROE 同比上升，投资和融资现金流大幅增加。2023H1，公司 ROE 为 3.42%，同比降低 1.25pct，主要系总资产大幅增加，资产周转率明显下降所致。受置出文山电力资产及来水不佳，调峰水电厂收入同比减少影响，公司经营性净现金流有所降

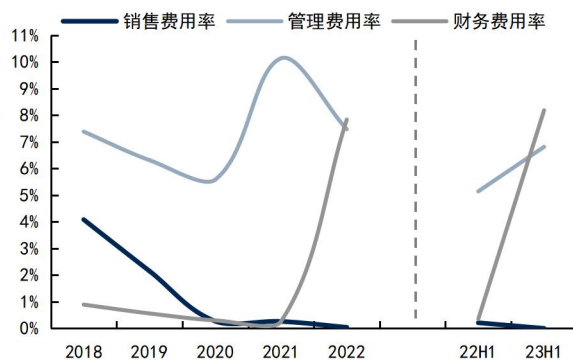
低，为 20.06 亿元；上年年底购买的结构性存款到期赎回，交易性金融资产与货币资金科目转换，投资活动净现金流出同比减少，为 1.11 亿元；公司需偿还债务融资本金及利息同比减少，融资性净现金流入 6.02 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率情况



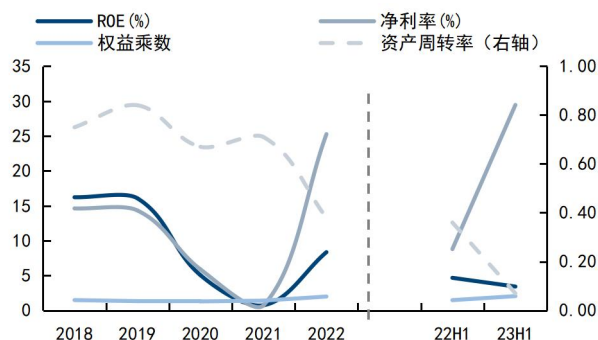
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



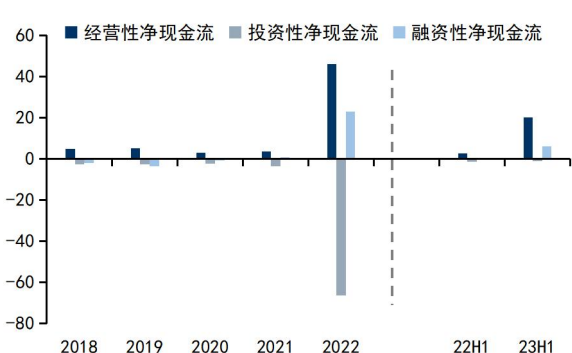
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续推进抽水蓄能建设，核定容量电价或影响营收。截至 2023 年 6 月，公司在运抽水蓄能装机容量 1028 万千瓦，在建装机规模 480 万千瓦，包括肇庆浪江抽蓄、广西南宁抽蓄、梅州五华抽蓄二期项目、惠州中洞抽蓄项目，预计 2025 年建成；开展前期及项目储备超 3200 万千瓦，新取得广东揭西大洋、肇庆长滩、清远佛冈和贵州遵义大梁岗开发权；参股内蒙古乌海项目已开工，参股 120 万千瓦美岱抽蓄项目，持股比例 20%。5 月 1 日，公司披露发改委核定的公司投运的 7 座抽水蓄能电站容量电价，自 6 月 1 日起执行。根据公司的估算，此次电价核定预计减少公司 2023 年收入 4.96 亿元。另一方面，随着两部制电价机制的形成，抽蓄项目可参与电力现货市场进行市场化竞争，有望打开电量电价收益空间。

表1: 公司在运抽蓄电站核定容量电价情况

抽蓄项目	持股比例	装机容量 (MW)	核定容量电价 (元/千瓦)
广东广州抽水蓄能电站二期	54%	1200 (仅二期)	338.34
广东惠州抽水蓄能电站	54%	2400	324.24
广东清远抽水蓄能电站	100%	1280	409.57
广东深圳抽水蓄能电站	100%	1200	414.88
海南琼中抽水蓄能电站	100%	600	648.76
广东梅州抽水蓄能电站一期	100%	1200	595.36
广东阳江抽水蓄能电站一期	100%	1200	643.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资参股锂电池标的, 新型储能蓄势待发。截至 2023 年 6 月, 公司在运新型储能装机 111MW/219.2MWh, 上半年梅州宝湖储能电站 (70MW/140MWh) 投运; 佛山南海新型储能电站 (300MW/600MWh) 在建。8 月 23 日, 公司签署力神 (青岛) 新能源有限公司增资协议, 投资 4.99 亿元参与青岛力神增资, 将持有 2.18% 股权并有权提名 1 名董事。青岛力神为专业锂离子电池系统提供商, 业务覆盖储能电池系统的研发、生产和销售, 公司参股后有望加快新型储能建设节奏, 降低投资成本。此外, 2023 年上半年, 公司与天启鸿源签约合作围场共享储能电站项目, 终期规模 400MW/1100MWh; 与广东肇庆签约 50MW/50MWh 端州储能项目和 50MW/50MWh 广宁储能项目。

投资建议: 下调盈利预测, 维持 “买入” 评级。考虑来水偏枯、核定的容量电价不及预期等因素的综合影响, 下调盈利预测, 预计 2023-2025 年公司营收 82.5/86.4/106.9 亿元 (原为 82.9/89.1/114.5 亿元); 归母净利润分别为 15.1/16.4/20.0 亿元 (原为 19.4/21.9/28.2 亿元), 同比增速-9/8/22%; 每股收益 0.47/0.51/0.63 元。预计 2023 年抽水蓄能业务贡献业绩为 11.6 亿元, 给予 26-29 倍 PE; 调峰水电贡献业绩为 3.4 亿元, 给予 20-22 倍 PE; 新型储能贡献业绩 0.2 亿元, 给予 25-27 倍 PE, 对应公司合理市值为 375-417 亿元, 对应每股合理价值为 11.73-13.04 元/股, 较目前股价有 20%-33% 的溢价空间, 维持 “买入” 评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
600011.SH	华能国际	8.14	1,277.82	-0.08	0.54	0.66	0.74	-17.3	15.1	12.3	11.0	0.67	买入
600795.SH	国电电力	3.34	595.71	0.15	0.40	0.47	0.54	21.1	8.5	7.0	6.2	0.42	买入
603105.SH	芯能科技	14.22	71.10	0.38	0.52	0.68	0.86	37.1	27.3	20.9	16.6	0.89	买入
600116.SH	三峡水利	7.93	151.63	0.25	0.35	0.53	0.65	31.8	22.6	15.1	12.1	0.46	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	197	3063	1139	1466	1889	营业收入	2164	8261	8247	8635	10693
应收款项	359	490	972	988	1039	营业成本	1915	4269	4865	5059	6441
存货净额	17	231	339	325	395	营业税金及附加	14	127	127	133	165
其他流动资产	20	417	400	751	535	销售费用	6	4	4	4	5
流动资产合计	593	6490	6511	9389	13232	管理费用	219	559	495	432	513
固定资产	2438	32487	38739	45228	51529	财务费用	6	647	464	627	822
无形资产及其他	59	850	816	782	748	投资收益	25	9	12	18	69
投资性房地产	30	706	706	706	706	资产减值及公允价值变动	0	(5)	(5)	(6)	8
长期股权投资	75	207	207	207	207	其他收入	10	(36)	(40)	(27)	(20)
资产总计	3196	40739	46978	56312	66422	营业利润	38	2624	2259	2366	2805
短期借款及交易性金融负债	196	1147	3291	9087	13836	营业外净收支	(2)	(15)	(51)	1	48
应付款项	315	1748	2699	2726	3485	利润总额	37	2609	2208	2366	2852
其他流动负债	310	411	589	586	745	所得税费用	21	522	331	355	428
流动负债合计	821	3306	6579	12399	18066	少数股东损益	0	424	363	369	423
长期借款及应付债券	78	10286	10286	10286	10286	归属于母公司净利润	16	1663	1514	1642	2002
其他长期负债	160	3799	5045	6706	8888						
长期负债合计	238	14086	15331	16993	19174	现金流量表（百万元）					
负债合计	1059	17391	21911	29392	37241		2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	3430	3757	4089	4469	净利润	16	1663	1514	1642	2002
股东权益	2137	19918	21311	22831	24712	资产减值准备	0	5	0	1	1
负债和股东权益总计	3196	40739	46978	56312	66422	折旧摊销	240	1687	748	904	1103
						公允价值变动损失	0	5	0	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	6	647	464	627	822
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	48	790	557	(330)	1014
每股收益	0.03	0.52	0.47	0.51	0.63	其它	40	451	778	940	1133
每股红利	0.01	0.04	0.04	0.04	0.04	经营活动现金流	344	4601	3598	3158	5253
每股净资产	4.47	6.23	6.67	7.14	7.73	资本开支	(383)	(5001)	(6967)	(7360)	(7371)
ROIC	0%	15%	7%	7%	7%	其它投资现金流	0	(2289)	(1373)	(2197)	(3515)
ROE	1%	8%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(362)	(6641)	(8340)	(9557)	(10886)
毛利率	11%	48%	41%	41%	40%	权益性融资	0	8010	0	0	0
EBIT Margin	1%	39%	33%	34%	33%	负债净变化	(2)	10209	0	0	0
EBITDA Margin	12%	60%	42%	45%	43%	支付股利、利息	(5)	(121)	(121)	(121)	(121)
收入增长	15%	282%	-0%	5%	24%	其它融资现金流	(52)	(18811)	2144	5796	4749
净利润增长率	-86%	10450%	-9%	8%	22%	融资活动现金流	59	2287	2817	6727	6056
资产负债率	33%	51%	55%	59%	63%	现金净变动	41	2866	(1924)	328	423
股息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	156	197	3063	1139	1466
P/E	485.3	30.7	33.7	31.1	25.5	货币资金的期末余额	197	3063	1139	1466	1889
P/B	3.6	2.6	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	(90)	204	(3353)	(4268)	(2252)
EV/EBITDA	34.7	13.9	21.1	20.8	19.1	权益自由现金流	(145)	(8398)	(1604)	995	1798

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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