

南网储能 (600995. SH)

业绩短期承压，加速抽水蓄能布局

买入

核心观点

来水偏枯及核定容量电价致营收及净利润同比下降。2023年前三季度，公司实现营业收入40.67亿元(-13.83%)；实现归母净利润8.19亿元(-4.00%)，公司营收及归母净利润降幅较上半年有所收窄。公司营收及净利润同比明显下降的原因是公司下属调峰水电厂来水和发电量同比减少，及5月发改委核定了公司下属7座抽水蓄能电站容量电价政策。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能营收分别为30.96/8.71/0.67亿元，同比变动1%/-46%/219%。公司下属水电站来水偏枯，前三季度累计发电量43.19亿千瓦时，同比大幅减少50.27%，平均售电价格0.228元/千瓦时，较去年末提高了0.006元/千瓦时。

项目获取加速，抽水蓄能业务规模有望进一步扩大。截至2023年9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%。8-10月，公司分别与云南省宜良县、丽江市、大姚县、普洱市、洱源县签订项目协议，推进宜良抽蓄（120万千瓦）、丽江永胜抽蓄、大姚抽蓄（120万千瓦）、景东抽蓄（140万千瓦）和洱源抽蓄（240万千瓦）项目的调规、建设工作。

控股股东及董监高增持公司股份，彰显发展信心。10月30日，公司控股股东南方电网公司通知将通过全资子公司南网资本增持公司股份2-4亿元。8月29日，公司发布公告，部分董监高拟在2024年2月28日前增持公司股票，增持金额340-680万元，增持前增持主体未持有公司股份。

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，下调盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为11.0/13.2/17.5亿元（原为15.1/16.4/20.0亿元），同比增速-34%/20%/32%；每股收益0.35/0.41/0.55元，对应当前股价为26/22/17倍PE，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	6,309	7,740	10,577
(+/-%)	15.0%	281.8%	-23.6%	22.7%	36.7%
净利润(百万元)	16	1663	1104.59	1324.83	1749.06
(+/-%)	-85.8%	10450.5%	-33.6%	19.9%	32.0%
每股收益(元)	0.03	0.52	0.35	0.41	0.55
EBIT Margin	0.5%	39.4%	34.2%	33.2%	30.7%
净资产收益率(ROE)	0.7%	8.3%	5.3%	6.0%	7.4%
市盈率(PE)	485.3	30.7	46.2	38.5	29.2
EV/EBITDA	34.7	13.9	25.1	23.3	20.6
市净率(PB)	3.58	2.56	2.44	2.31	2.15

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	证券分析师：郑汉林	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	S0980521060002	zhenghanlin@guosen.com.cn	S0980522090003
证券分析师：李依琳	010-88005029	联系人：崔佳诚	021-60375416
liyilin1@guosen.com.cn	S0980521070002	cuijiacheng@guosen.com.cn	

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.10元
总市值/流通市值	29084/10093百万元
52周最高价/最低价	16.27/8.68元
近3个月日均成交额	70.19百万元

市场走势



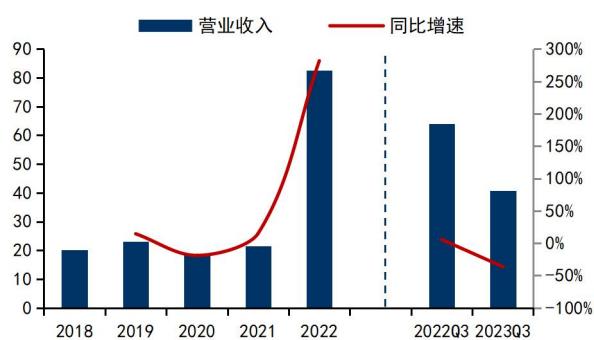
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《南网储能（600995.SH）-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》——2023-09-01
- 《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

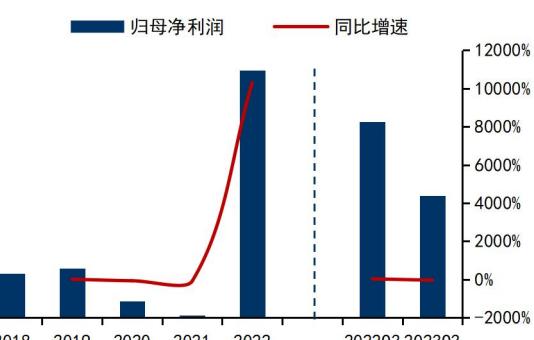
来水偏枯及核定容量电价致营收及净利润同比下降。2023 年前三季度，公司实现营业收入 40.67 亿元，同比下降 13.83%；实现归母净利润 8.19 亿元，同比下降 14.00%，公司营收及归母净利润降幅较上半年有所收窄。公司营收及净利润同比明显下降的原因是公司下属调峰水电厂来水和发电量同比减少，及 5 月发改委核定了公司下属 7 座抽水蓄能电站容量电价政策。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能营收分别为 30.96/8.71/0.67 亿元，同比变动 1.18%/-45.89%/219.20%。公司下属水电站来水偏枯，前三季度累计发电量 43.19 亿千瓦时，同比大幅减少 50.27%，平均售电价格 0.228 元/千瓦时，较去年末提高了 0.006 元/千瓦时。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



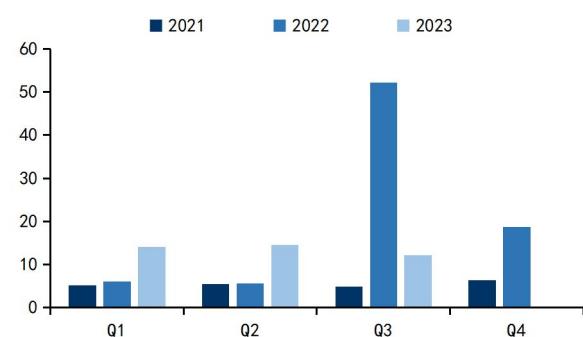
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注：2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



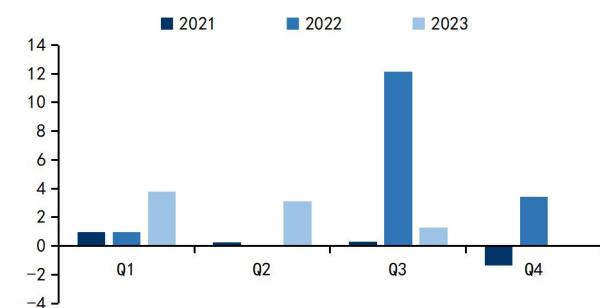
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注：2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

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)

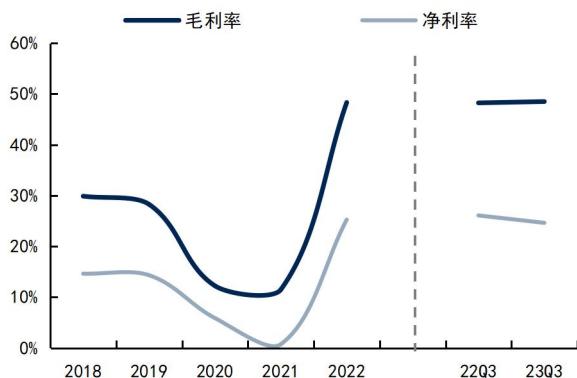


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

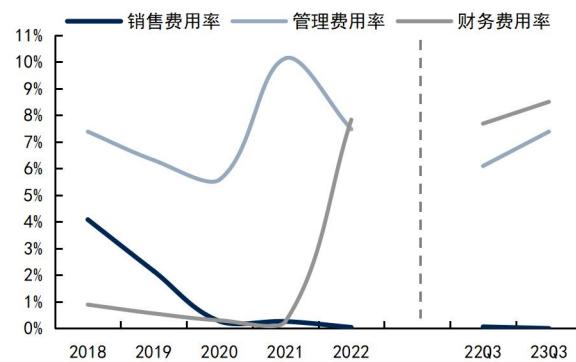
毛利率小幅提高而净利率同比降低，费用率有所上升。2023 年前三季度，公司毛利率为 48.51%，同比提高 0.26pct；净利率为 24.63%，同比降低 1.46pct，主要系公司费用率同比有所上升所致。公司管理费用率为 7.38%，同比提高 1.29pct；财务费用率 8.50%，同比提高 0.82pct；研发费用率 0.26%，同比减少 0.04pct；公司三项费用率合计 15.88%，同比提高 2.05pct。公司销售、管理、财务费用同比均有所降低，但费用率有所提升，主要系公司合并范围和口径变化，营业收入较上年同比降低所致。

ROE 明显下降，现金流有所收缩，融资性现金流转正。2023 年前三季度，公司 ROE 为 4.04%，同比降低 5.20pct，主要系净利率同比下降及总资产大幅增加，资产周转率和权益乘数明显下降所致。受来水不佳，调峰水电厂收入同比减少及抽蓄容

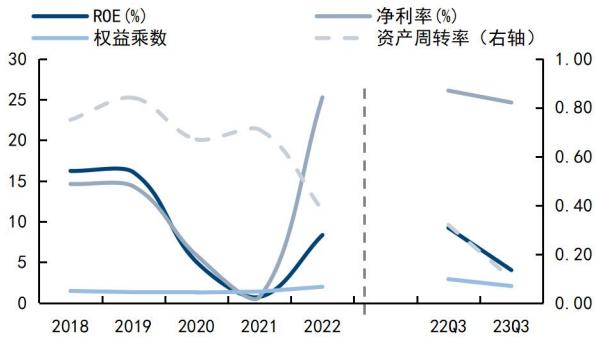
量电价核准政策的影响，公司经营性净现金流有所降低，为 27.63 亿元，较上年同期减少了 29.78%；上年年底购买的结构性存款到期赎回，交易性金融资产与货币资金科目转换，抵消了报告期内公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期增加的影响，投资活动净现金流出同比减少，为 22.39 亿元，同比减少 12.88%；公司需偿还债务融资本金及利息同比减少，融资性现金流转正，净现金流入 17.84 亿元。

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

项目获取加速，抽水蓄能业务规模有望进一步扩大。截至 2023 年 9 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%。8-10 月，公司分别与云南省宜良县、丽江市、大姚县、普洱市、洱源县签订项目协议，推进宜良抽蓄（120 万千瓦）、丽江永胜抽蓄、大姚抽蓄（120 万千瓦）、景东抽蓄（140 万千瓦）和洱源抽蓄（240 万千瓦）项目的调规、建设工作。

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，8月11日，公司与天启鸿源签约合作围场共享储能电站项目，终端规模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。

控股股东及董监高增持公司股份，彰显发展信心。10月30日，公司控股股东南方电网公司通知将在未来12个月内，通过全资子公司南网资本增持公司股份，增持金额2-4亿元。增持实施前，南方电网公司及其一致行动人合计持有公司股份占已发行总股份的69.89%。8月29日，公司发布公告，部分董监高拟在2024年2月28日前增持公司股票，增持金额340-680万元，增持前增持主体未持有公司股份。截至9月21日，公司部分董监高已增持公司股份36.3万股，累计增持金额356.6万元，占公司总股份比例超过0.01%。

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63.1/77.4/10.6亿元（原为82.5/86.4/106.9亿元）；归母净利润分别为11.0/13.2/17.5亿元（原为15.1/16.4/20.0亿元），同比增速-34/20/32%；每股收益0.35/0.41/0.55元，对应当前股价为26/22/17倍PE，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	EPS				PE			PEG		投资评级
		元	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
600011.SH	华能国际	7.62	1,196	-0.61	0.93	1.03	1.16	-16.2	8.2	7.4	6.6	0.13	买入
600795.SH	国电电力	3.69	658	0.15	0.40	0.49	0.56	23.3	9.2	7.6	6.6	0.12	买入
603105.SH	芯能科技	12.11	61	0.38	0.49	0.66	0.83	31.6	24.6	18.5	14.5	0.78	买入
600116.SH	三峡水利	7.95	152	0.25	0.29	0.48	0.62	31.9	27.8	16.6	12.9	0.72	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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	197	3063	1139	1466	1889	营业收入	2164	8261	6309	7740	10577
应收款项	359	490	744	886	1028	营业成本	1915	4269	3642	4620	6619
存货净额	17	231	240	291	407	营业税金及附加	14	127	97	119	163
其他流动资产	20	417	306	673	529	销售费用	6	4	3	3	5
流动资产合计	593	6490	6090	9175	13228	管理费用	219	559	379	387	508
固定资产	2438	32487	38739	45228	51529	财务费用	6	647	484	666	861
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)	(27)	(21)	(19)
资产总计	3196	40739	46557	56098	66417	营业利润	38	2624	1685	1936	2480
短期借款及交易性金融负债	196	1147	4321	10097	14881	营业外净收支	(2)	(15)	(51)	1	48
应付款项	315	1748	1915	2442	3596	利润总额	37	2609	1634	1936	2528
其他流动负债	310	411	421	525	766	所得税费用	21	522	265	314	410
流动负债合计	821	3306	6657	13065	19242	少数股东损益	0	424	264	298	369
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	1105	1325	1749
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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1059	17391	21988	30057	38417	净利润	16	1663	1105	1325	1749
少数股东权益	0	3430	3668	3936	4269	资产减值准备	0	5	0	1	1
股东权益	2137	19918	20901	22104	23732	折旧摊销	240	1687	748	904	1103
负债和股东权益总计	3196	40739	46557	56098	66417	公允价值变动损失	0	5	0	1	1
						财务费用	6	647	484	666	861
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	48	790	26	71	1280
每股收益	0.03	0.52	0.35	0.41	0.55	其它	40	451	709	915	1124
每股红利	0.01	0.04	0.04	0.04	0.04	经营活动现金流	344	4601	2588	3216	5257
每股净资产	4.47	6.23	6.54	6.92	7.43	资本开支	(383)	(5001)	(6967)	(7360)	(7371)
ROIC	0%	15%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	(2289)	(1373)	(2197)	(3515)
ROE	1%	8%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(362)	(6641)	(8340)	(9557)	(10886)
毛利率	11%	48%	42%	40%	37%	权益性融资	0	8010	0	0	0
EBIT Margin	1%	39%	34%	33%	31%	负债净变化	(2)	10209	0	0	0
EBITDA Margin	12%	60%	46%	45%	41%	支付股利、利息	(5)	(121)	(121)	(121)	(121)
收入增长	15%	282%	-24%	23%	37%	其它融资现金流	(52)	(18811)	3174	5776	4783
净利润增长率	-86%	10450%	-34%	20%	32%	融资活动现金流	59	2287	3827	6668	6052
资产负债率	33%	51%	55%	61%	64%	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	46.2	38.5	29.2	货币资金的期末余额	197	3063	1139	1466	1889
P/B	3.6	2.6	2.4	2.3	2.2	企业自由现金流	(90)	204	(4383)	(4230)	(2268)
EV/EBITDA	34.7	13.9	25.1	23.3	20.6	权益自由现金流	(145)	(8398)	(1614)	988	1794

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提供。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