

南网储能 (600995.SH)

优于大市

容量电价调整影响基本出尽，静待抽水蓄能和新型储能放量投产

核心观点

营收小幅增长，容量电价下调致政策性减收。2024年上半年，公司实现营业收入29.11亿元，同比增长1.76%，公司营收主要受调峰水电来水增加、佛山宝塘储能站投产及抽水蓄能电站容量电价整体有所下调影响；实现归母净利润6.26亿元，同比减少9.58%，扣非归母净利润6.34亿元，同比减少8.43%。其中，二季度营业收入15.86亿元，同比增长9.25%，环比增长19.76%；归母净利润3.41亿元，同比增长9.11%，环比增长19.52%。

容量电价下调影响已出尽。2023年5月1日，公司发布公告，根据国家发改委《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》，公司所属7座投运抽水蓄能重新核定容量电价，整体容量电价水平有所下调，自2023年6月1日起执行。受此影响，公司抽水蓄能行业2023年全年毛利率下降6.22pct。2024年6月起，公司执行新的容量电价已满一年，业绩增长逻辑回归。

抽蓄在建规模大幅增长，远期成长确定性较高。截至报告期末，公司抽蓄投产装机1028万千瓦，在建及已核准抽水蓄能电站共9座，总装机容量1080万千瓦，较年初新增5座共计600万千瓦，在建项目包括广东肇庆浪江、惠州中洞、梅州二期、茂名电白，广西南宁、桂林灌阳、钦州灵山、贵港港北、玉林福绵，装机容量均为120万千瓦；开展前期项目7个共860万千瓦，储备项目20个共2750万千瓦。根据公司报告期初规划，预计到2025年末投产抽蓄240万千瓦，到2030年总装机达到2900万千瓦左右，到2035年达到4400万千瓦。

新型储能快速发展，贡献成长新动能。截至报告期末，公司新型储能累计建成投产423.8MW/832MWh，报告期内新投产电化学储能电站2座，分别为佛山宝塘储能站（300MW/600MWh）和梅州粤智储能站（12.8MW/12.8MWh）。公司3个项目纳入国家能源局新型储能试点示范项目清单，1个项目纳入云南省新型储能试点示范项目，开展钠离子电池、液流电池、压缩空气和重力等储能技术研究，完成10MWh级钠离子电池储能电站系统集成技术研发服务。根据公司年初规划，2025年公司新型储能规模将达到200万千瓦，2030年达到500万千瓦以上，2035年达到1000万千瓦。

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“优于大市”评级。综合考虑公司实际来水和项目建设情况，预计2024-2026年归母净利润11.1/14.0/17.4亿元（原为12.6/15.5/18.0亿元），同比增速10%/26%/25%，对应当前股价PE为28/22/18X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,261	5,630	6,094	7,476	9,405
(+/-%)	281.8%	-31.9%	8.2%	22.7%	25.8%
归母净利润(百万元)	1663	1014	1114	1400	1744
(+/-%)	10450.5%	-39.0%	10.0%	25.6%	24.6%
每股收益(元)	0.52	0.32	0.35	0.44	0.55
EBIT Margin	40.9%	36.2%	36.0%	34.8%	34.0%
净资产收益率(ROE)	8.3%	4.9%	5.2%	6.3%	7.5%
市盈率(PE)	18.7	30.6	27.9	22.2	17.8
EV/EBITDA	9.6	13.7	13.6	12.9	11.6
市净率(PB)	1.56	1.49	1.44	1.39	1.33

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

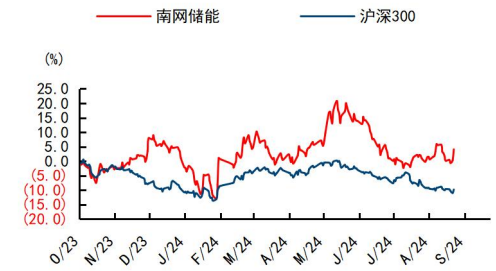
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
 证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 9.72元
 总市值/流通市值 31065/10780百万元
 52周最高价/最低价 11.58/7.76元
 近3个月日均成交额 70.05百万元

市场走势



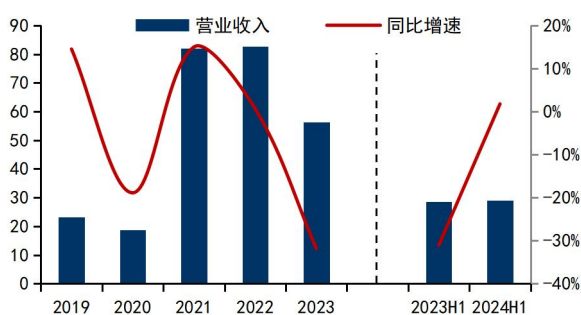
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《南网储能(600995.SH)-业绩有所承压，新型储能将贡献主要增量》——2024-04-17
- 《南网储能(600995.SH)-业绩短期承压，加速抽水蓄能布局》——2023-11-02
- 《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

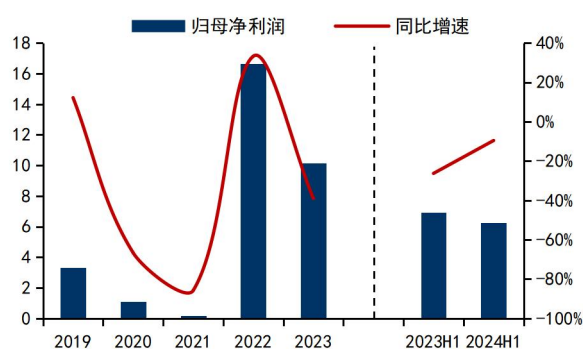
营收小幅增长，容量电价下调致政策性减收。2024年上半年，公司实现营业收入29.11亿元，同比增长1.76%，公司营收主要受调峰水电来水增加、佛山宝塘储能电站投产及抽水蓄能电站执行发改委533号文，容量电价整体有所下调影响；实现归母净利润6.26亿元，同比减少9.58%，扣非归母净利润6.34亿元，同比减少8.43%。其中，二季度营业收入15.86亿元，同比增长9.25%，环比增长19.76%；归母净利润3.41亿元，同比增长9.11%，环比增长19.52%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



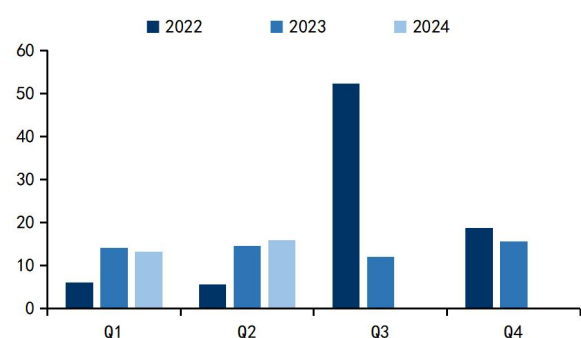
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



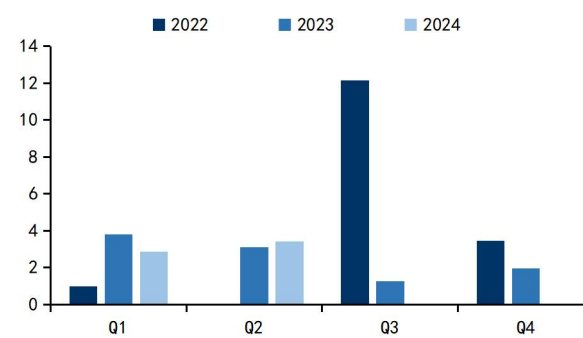
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



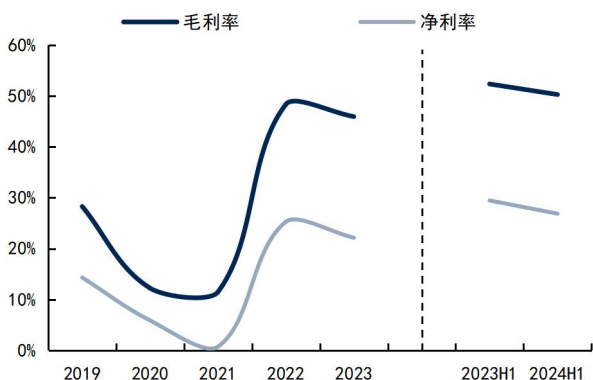
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率有所下降，费用率得到优化。公司2024年上半年毛利率为50.26%，同比降低2.07pct；净利率为26.86%，同比降低2.59pct，主要系抽水蓄能容量电价整体水平下调所致。公司落实稳增长提质增效工作措施，管理费用率为6.20%，同比降低0.35pct；财务费用率为7.50%，同比降低0.68pct，主要系公司优化债务结构，争取优惠贷款利率所致；研发费用率为0.26%，同比基本持平；经营期间费用率合计13.95%，同比降低1.02pct。

净利率下降致ROE有所降低，投资性现金流大幅增加。受净利率同比下降影响，2024年上半年公司ROE为2.97%，同比降低0.45pct；公司资产周转率为0.06次，同比基本持平，权益乘数为2.17，同比提高0.12。公司2024年上半年经营性现金净流入18.56亿元，同比降低7.44%，主要系抽水蓄能容量电价降低，收入同比减少所致；投资性现金净流出23.21亿元，同比大幅增加1990.16%，主要系固定资产投资增加所致，报告期内公司资本性投入26.71亿元，在建抽蓄电站达到9座；融资性现金净流入11.32亿元，同比增加88.15%，主要系公司为满足固定

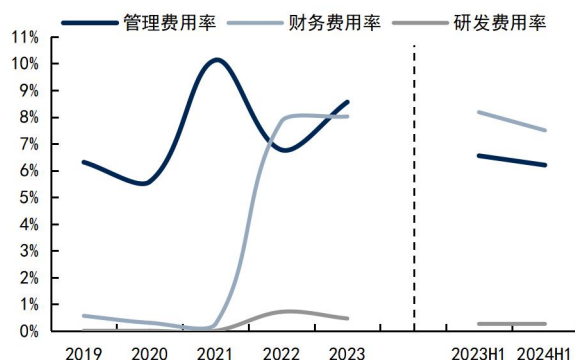
资产投资的资金需求，借款增加所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



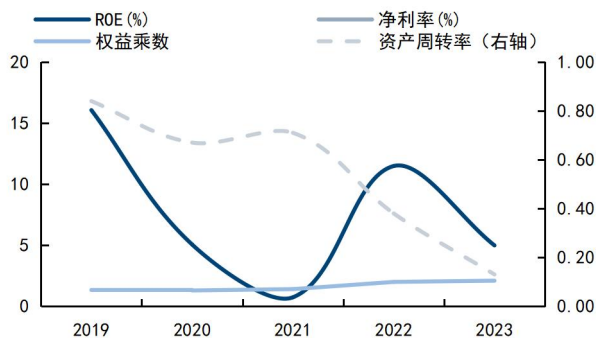
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



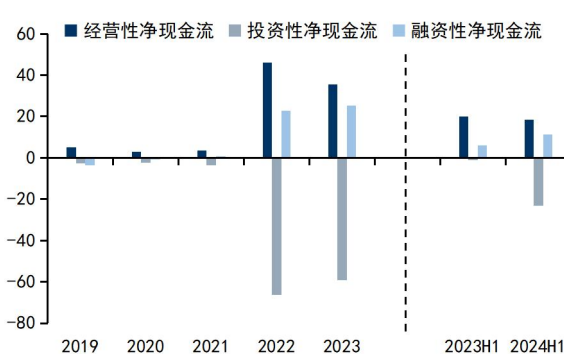
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

容量电价下调影响已出尽。2023年5月1日,公司发布公告,根据国家发改委《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》,公司所属7座投运抽蓄重新核定容量电价,整体容量电价水平有所下调,自2023年6月1日起执行。受此影响,公司抽水蓄能行业2023年全年毛利率下降6.22pct。2024年6月起,公司执行新的容量电价已满一年,业绩增长逻辑回归。

抽蓄在建规模大幅增长,远期成长确定性较高。截至报告期末,公司抽蓄投产装机1028万千瓦,在建及已核准抽水蓄能电站共9座,总装机容量1080万千瓦,较年初新增5座共计600万千瓦,在建项目包括广东肇庆浪江、惠州中洞、梅州二期、茂名电白,广西南宁、桂林灌阳、钦州灵山、贵港港北、玉林福绵,装机容量均为120万千瓦;开展前期项目7个共860万千瓦,储备项目20个共2750万千瓦。根据公司报告期初规划,预计到2025年末投产抽蓄240万千瓦,到2030年总装机达到2900万千瓦左右,到2035年达到4400万千瓦。

新型储能快速发展,贡献成长新动能。截至报告期末,公司新型储能累计建成投产423.8MW/832MWh,报告期内新投产电化学储能电站2座,分别为佛山宝塘储能站(300MW/600MWh)和梅州粤智储能站(12.8MW/12.8MWh)。公司3个项目纳入国家能源局新型储能试点示范项目清单,1个项目纳入云南省新型储能试点示范

项目，开展钠离子电池、液流电池、压缩空气和重力等储能技术研究，完成 10MWh 级钠离子电池储能电站系统集成技术研发服务。根据公司年初规划，2025 年公司新型储能规模将达到 200 万千瓦，2030 年达到 500 万千瓦以上，2035 年达到 1000 万千瓦。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。综合考虑公司实际来水和项目建设情况，预计 2024-2026 年归母净利润 11.1/14.0/17.4 亿元（原为 12.6/15.5/18.0 亿元），同比增速 10%/26%/25%，对应当前股价 PE 为 28/22/18X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
603105.SH	芯能科技	7.55	38	0.44	0.51	0.63	0.75	17.2	14.7	12.1	10.0	10.6	0.9	优于大市
600116.SH	三峡水利	6.90	132	0.27	0.36	0.42	0.49	25.6	19.2	16.5	14.1	4.6	0.6	优于大市
600236.SH	桂冠电力	6.40	504	0.16	0.37	0.40	0.43	35.6	17.1	15.9	14.9	6.7	0.1	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：桂冠电力为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3063	3224	4649	6220	7113	营业收入	8261	5630	6094	7476	9405
应收款项	490	472	511	626	788	营业成本	4269	3044	3304	4121	5238
存货净额	231	230	265	375	530	营业税金及附加	127	147	160	196	246
其他流动资产	417	397	430	527	663	销售费用	4	0	0	0	0
流动资产合计	6490	5124	7136	9800	12376	管理费用	639	590	655	784	957
固定资产	32487	36614	37947	39847	40973	财务费用	647	451	378	407	442
无形资产及其他	850	846	841	840	843	投资收益	9	9	9	9	9
投资性房地产	706	1515	1515	1515	1515	资产减值及公允价值变动	(5)	1	1	1	1
长期股权投资	207	387	454	580	704	其他收入	44	95	216	309	318
资产总计	40739	44486	47894	52582	56411	营业利润	2624	1501	1823	2288	2849
短期借款及交易性金融负债	1147	3116	3116	3116	3116	营业外净收支	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)
应付款项	1748	973	1122	1589	2243	利润总额	2609	1493	1815	2280	2841
其他流动负债	411	311	353	485	670	所得税费用	522	247	417	524	653
流动负债合计	3306	4400	4591	5191	6030	少数股东损益	424	233	283	355	443
长期借款及应付债券	10286	14068	15888	18213	20156	归属于母公司净利润	1663	1014	1114	1400	1744
其他长期负债	3799	1734	2292	3002	2737						
长期负债合计	14086	15802	18180	21215	22893	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17391	20201	22771	26406	28922	净利润	1663	1014	1114	1400	1744
少数股东权益	3430	3448	3618	3831	4097	资产减值准备	5	(6)	(177)	(122)	(4)
股东权益	19918	20837	21505	22345	23392	折旧摊销	1687	1714	1769	1870	1980
负债和股东权益总计	40739	44486	47894	52582	56411	公允价值变动损失	5	(6)	(177)	(122)	(4)
						财务费用	647	451	378	407	442
关键财务与估值指标						营运资本变动	790	(835)	86	276	387
每股收益	0.52	0.32	0.35	0.44	0.55	其它	451	1676	716	734	703
每股红利	0.15	0.15	0.14	0.18	0.22	经营活动现金流	4601	3557	3330	4035	4807
每股净资产	6.23	6.52	6.73	6.99	7.32	资本开支	(5001)	(6730)	(2921)	(3646)	(3105)
ROIC	15.26%	4.50%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(2289)	1487	(481)	(769)	(1231)
ROE	8.35%	4.86%	5.18%	6.26%	7.46%	投资活动现金流	(6641)	(5912)	(3468)	(4541)	(4460)
毛利率	48%	46%	46%	45%	44%	权益性融资	8010	72	0	0	0
EBIT Margin	41%	36%	36%	35%	34%	负债净变化	10209	3781	1820	2325	1943
EBITDA Margin	61%	67%	65%	60%	55%	支付股利、利息	(479)	(479)	(446)	(560)	(698)
收入增长	282%	-32%	8%	23%	26%	其它融资现金流	(18453)	1649	0	0	0
净利润增长率	10450%	-39%	10%	26%	25%	融资活动现金流	2287	2515	1563	2077	546
资产负债率	51%	53%	55%	58%	59%	现金净变动	2866	161	1425	1571	893
股息率	1.5%	1.5%	1.4%	1.8%	2.2%	货币资金的期初余额	197	3063	3224	4649	6220
P/E	18.7	30.6	27.9	22.2	17.8	货币资金的期末余额	3063	3224	4649	6220	7113
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(4148)	620	503	1724
EV/EBITDA	9.6	13.7	13.6	12.9	11.6	权益自由现金流	0	1282	2149	2515	3327

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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