

# 南网储能 (600995.SH)

## 业绩有所承压，新型储能将贡献主要增量

买入

### 核心观点

**来水偏枯、容量电价下调及调整统计口径共致营收及净利润同比下降。**2023年公司实现营业收入56.30亿元(-31.85%)；实现归母净利润10.14亿元(-39.03%)。2023年公司调峰水电厂来水同比偏枯，发电量54.0亿kWh(-46.93%)；2023年发改委核定的公司投运的7座抽水蓄能电站容量电价有所下调，导致公司梅蓄、阳蓄今年运行时间同比增长的情况下，抽水蓄能业务营收仍降低了3.83%；此外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，2023年业务范围和性质有所改变，统计口径较上年同期调整后有所收窄。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能三大业务营收分别为44.28/10.50/0.93亿元，同比变动-3.83%/-44.78%/+196.87%。

**调整装机规划，在手项目相对充足。**截至2023年，公司在运抽水蓄能装机容量1028万kW，在建装机规模480万kW。公司对原“十四五”规划进行了适应性调整，计划到2025年末再投产抽蓄240万kW，抽蓄总装机达到1268万kW，新型储能200万kW；到2030年投产抽蓄规模达到2900万kW左右，新型储能500万kW以上；到2035年，投产抽蓄4400万kW，新型储能1000万kW。截至2023年底，公司在建及开展前期工作的抽水蓄能电站项目达到16个，预计总装机约为1920万kW。

**调峰流域来水偏枯，新型储能将贡献主要业绩增量。**公司调峰水电站主要位于红水河流域，2024年一季度流域来水较多年平均偏枯，预计公司调峰水电发电量将继续承压。新型储能方面，根据公司“十四五”规划此推测，2024年和2025年平均每年建成并投产新型储能约788MW，叠加公司23年部分新建储能站达产情况，在2024年容量电价全年生效和调峰水电来水偏枯的情况下，新型储能将贡献公司主要的业绩增量。

**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、核定的容量电价降低、2025年抽蓄装机规划有所减少等因素的综合影响，下调盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为12.6/15.5/18.0亿元（2024-2025年原为16.4/20.0亿元，新增2026年预测），同比增速24.4%/23.3%/15.5%；每股收益0.39/0.49/0.56元，对应当前当前股价为24/19/17倍PE，维持“买入”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	6,344	7,548	9,158
(+/-%)	281.8%	-31.9%	12.7%	19.0%	21.3%
归母净利润(百万元)	1663	1014	1261	1554	1795
(+/-%)	10450.5%	-39.0%	24.4%	23.3%	15.5%
每股收益(元)	0.52	0.32	0.39	0.49	0.56
EBIT Margin	40.9%	36.2%	38.0%	38.8%	38.1%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	4.9%	5.8%	6.9%	7.6%
市盈率 (PE)	18.0	29.5	23.7	19.2	16.6
EV/EBITDA	9.3	13.3	14.0	14.1	13.5
市净率 (PB)	1.50	1.43	1.38	1.33	1.27

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：李依琳** 010-88005029  
liyilin1@guosen.com.cn  
S0980521070002

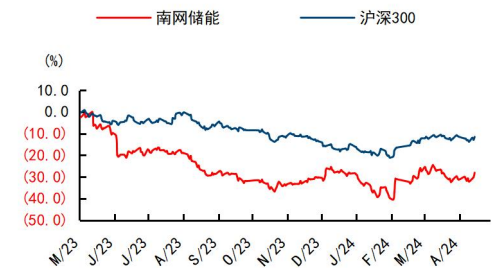
**证券分析师：郑汉林** 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn  
S0980522090003

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

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值 9.91元  
收盘价 31672/10991百万元  
总市值/流通市值 52周最高价/最低价 14.63/7.76元  
近3个月日均成交额 114.09百万元

#### 市场走势



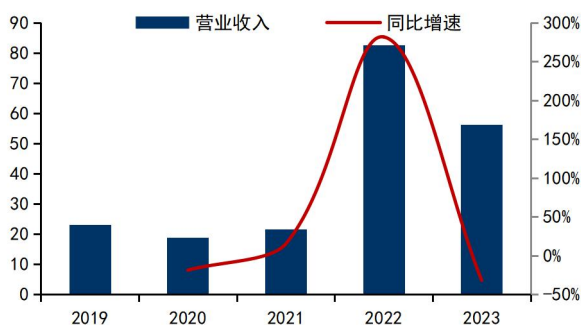
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 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
- 《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

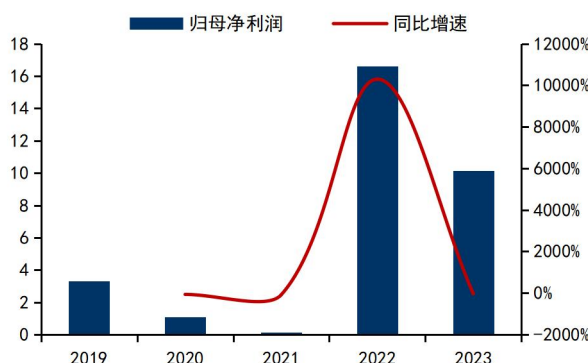
来水偏枯、容量电价下调及调整统计口径共致营收及净利润同比下降。2023 年公司实现营业收入 56.30 亿元，同比下降 31.85%；实现归母净利润 10.14 亿元，同比下降 39.03%。2023 年公司调峰水电厂来水同比偏枯，发电量 54.0 亿 kWh，同比大幅减少 46.93%；2023 年发改委核定的公司投运的 7 座抽水蓄能电站容量电价有所下调，导致公司在 2022 年投产的梅蓄、阳蓄运行时间同比增长的情况下，抽水蓄能业务营收仍降低了 3.83%；此外 2022 年 9 月公司完成重大资产置换，置出原文山电力部分业务，2023 年业务范围和性质有所改变，统计口径较上年同期调整后有所收窄。公司抽水蓄能、调峰水电和新型储能三大业务营收分别为 44.28/10.50/0.93 亿元，同比变动-3.83%/-44.78%/+196.87%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



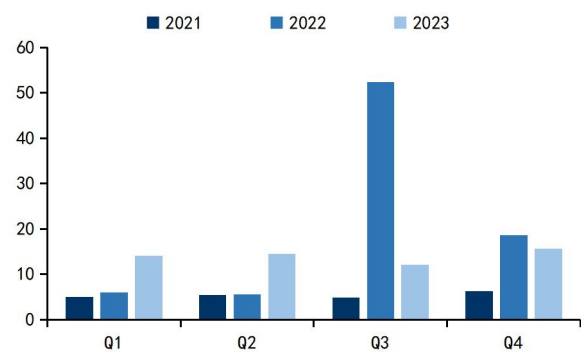
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



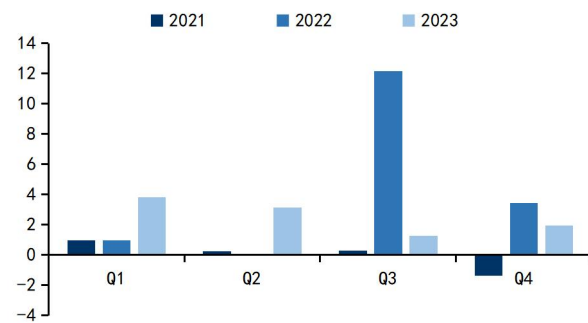
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2022 年同比增速基数按文山电力年报披露结果计算

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)



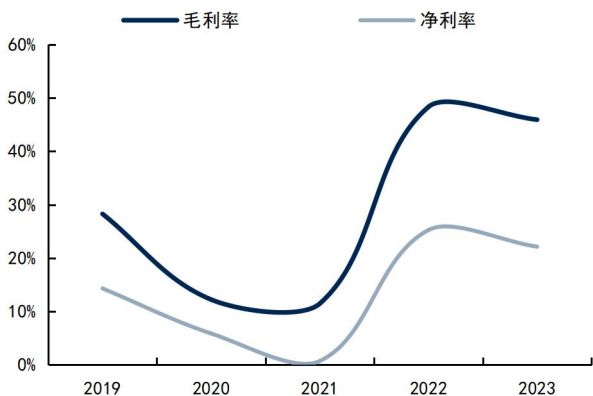
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率和净利率同比提高，费用率有所提高。**2023 年公司毛利率为 45.93%，同比降低 2.40pct；净利率 22.14%，同比降低 3.12pct，主要系抽水蓄能业务容量电价下调、调峰水电来水同比下降所致。公司财务费用率 7.83%，与上年同期持平，公司优化财务结构，贷款利率降低，财务费用同比减少 30.21%；募集资金到位，资金存量增加，利息收入同比增加 123.33%；管理费用率 8.56%，同比提高了 1.79pct。

**ROE 明显下降，经营性和投资性现金流较上年同期略有降低。**2023 年公司 ROE 为 4.98%，同比降低 1.25pct，主要系净利率同比下降及营业收入减少，总资产增加，

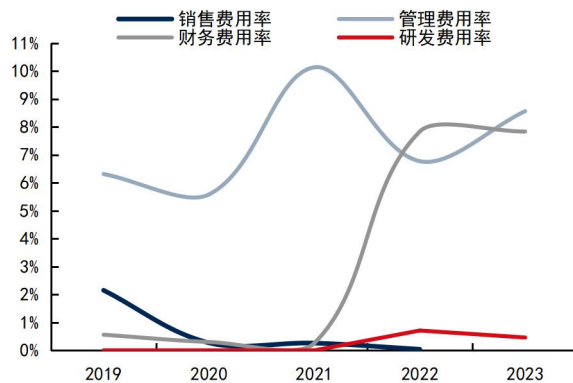
资产周转率明显下降所致。受置出文山电力资产，调峰水电和抽水蓄能业务营收同比减少影响，公司经营性净现金流入同比降低 22.69%，为 35.57 亿元；上年年底购买的结构性存款到期赎回，交易性金融资产与货币资金科目转换，投资活动净现金流出同比减少 10.98%，为 59.12 亿元；公司融资性净现金流入借款有所增加而增加了 9.97%，为 6.02 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率情况



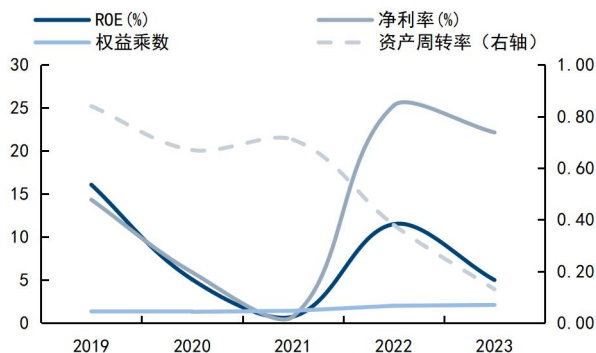
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



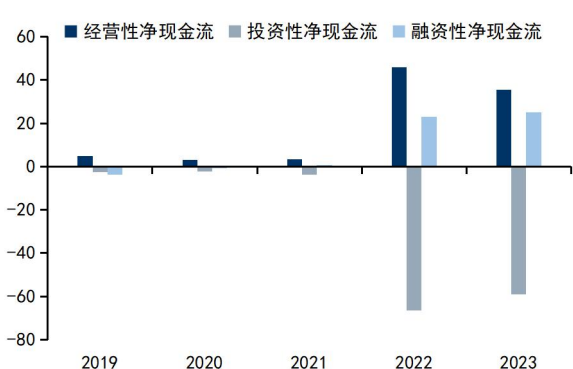
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**调整装机规划，在手项目相对充足。**截至 2023 年，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。公司根据国家用地政策及各项目建设条件等实际情况，对原“十四五”规划进行了适应性调整，计划到 2025 年末再投产抽蓄 240 万千瓦，抽蓄总装机达到 1268 万千瓦，新型储能 200 万千瓦；到 2030 年投产抽蓄规模达到 2900 万千瓦左右，新型储能 500 万千瓦以上；到 2035 年，投产抽蓄 4400 万千瓦，新型储能 1000 万千瓦。截至 2023 年底，公司在建及开展前期工作的抽水蓄能电站项目达到 16 个，预计总装机约为 1920 万千瓦。

**容量电价有所下调，业绩有所承压。**2023 年 5 月发改委核定公司投运的 7 座抽水蓄能电站的容量电价，自 6 月 1 日起执行。新的容量电价水平整体有所降低，使得公司抽蓄业务在阳蓄、梅蓄运行时间较上年同期有所增长的情况下仍降低了

3.83%。由于2023年前5个月仍未执行新的容量电价，预计2024年公司抽蓄业务仍将继续承压，公司抽蓄业务业绩受电价、水情等因素的影响将有所减弱，公用事业属性进一步增强。

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

**调峰流域来水偏枯，新型储能将贡献主要业绩增量。**公司调峰水电站主要为天生桥二级电站（132万千瓦）和鲁布革电站（60万千瓦），均位于红水河流域，系珠江流域干流西江的上游。水利部4月1日发布汛期通告中提到，珠江流域西江等流域来水较常年同期偏少2-6成；据桂冠电力2024年一季度发电量数据，红水河流域来水较多年平均偏枯约三成，预计公司调峰水电一季度发电量将继续承压。新型储能方面，截至2023年公司累计建成新型储能电站423.8MW/832MWh，其中梅州宝湖储能站（70MW/140MWh）于2022年建成，2023年投产；佛山宝塘储能站（300MW/600MWh）和梅州粤智储能站（12.8MW/12.8MWh）2023年建成。根据公司“十四五”规划，到2025年末投产新型储能规模达到200万千瓦，以此推测公司2024年和2025年平均每年建成并投产新型储能约788MW。目前公司三个新型项目纳入国家能源局新型储能试点示范项目清单并积极开展其他储能技术的研究，在2024年容量电价全年生效和调峰水电来水偏枯的情况下，新型储能将贡献公司主要的业绩增量。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑来水偏枯、核定的容量电价降低、2025年抽蓄装机规划有所减少等因素的综合影响，下调盈利预测，预计2024-2026年公司营收63.4/75.5/91.6亿元（2024-2025年原为86.4/106.9亿元，新增2026年预测），同比增速13%/19%/21%；归母净利润分别为12.6/15.5/18.0亿元（2024-2025年原为16.4/20.0亿元，新增2026年预测），同比增速24.4%/23.3%/15.5%；每股收益0.39/0.49/0.56元，对应当前当前股价为24/19/17倍PE，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 24E	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600011.SH	华能国际	9.83	1195	-0.61	0.84	0.85	0.96	-16.1	11.7	11.5	10.2	0.20	买入
603105.SH	芯能科技	9.01	45	0.38	0.44	0.60	0.75	23.7	20.5	14.9	12.0	0.41	买入
600116.SH	三峡水利	7.29	139	0.25	0.29	0.46	0.59	29.2	25.4	16.0	12.4	0.27	买入
600236.Sh	桂冠电力	5.96	470	0.40	0.18	0.38	0.41	15.0	33.7	15.8	14.4	0.14	无

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3063	3224	2161	2816	2734	<b>营业收入</b>	<b>8261</b>	<b>5630</b>	<b>6344</b>	<b>7548</b>	<b>9158</b>
应收款项	490	472	531	632	767	营业成本	4269	3044	3304	3855	4726
存货净额	231	230	261	318	416	营业税金及附加	127	147	166	198	240
其他流动资产	417	397	447	532	646	销售费用	4	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>6490</b>	<b>5124</b>	<b>4683</b>	<b>6350</b>	<b>7845</b>	管理费用	639	590	677	790	936
固定资产	32487	36614	46995	56586	64606	财务费用	647	451	477	696	901
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	136	279	287
<b>资产总计</b>	<b>40739</b>	<b>44486</b>	<b>54488</b>	<b>65872</b>	<b>75513</b>	营业利润	2624	1501	1865	2298	2652
短期借款及交易性金融负债	1147	3116	3286	4719	5844	营业外净收支	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)
应付款项	1748	973	1104	1348	1761	利润总额	2609	1493	1857	2290	2644
其他流动负债	411	311	352	427	549	<b>所得税费用</b>	<b>522</b>	<b>247</b>	<b>307</b>	<b>378</b>	<b>437</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3306</b>	<b>4400</b>	<b>4742</b>	<b>6493</b>	<b>8155</b>	少数股东损益	424	233	290	357	412
长期借款及应付债券	10286	14068	22240	30014	36936	归属于母公司净利润	1663	1014	1261	1554	1795
其他长期负债	3799	1734	2292	3002	2737						
<b>长期负债合计</b>	<b>14086</b>	<b>15802</b>	<b>24532</b>	<b>33017</b>	<b>39673</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>17391</b>	<b>20201</b>	<b>29273</b>	<b>39510</b>	<b>47827</b>	<b>净利润</b>	1663	1014	1261	1554	1795
少数股东权益	3430	3448	3622	3836	4083	资产减值准备	5	(6)	(186)	(151)	(34)
股东权益	19918	20837	21593	22526	23603	折旧摊销	1687	1714	1804	2000	2247
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40739</b>	<b>44486</b>	<b>54488</b>	<b>65872</b>	<b>75513</b>	公允价值变动损失	5	(6)	(186)	(151)	(34)
						财务费用	647	451	477	696	901
关键财务与估值指标						营运资本变动	790	(835)	32	75	190
每股收益	0.52	0.32	0.39	0.49	0.56	其它	451	1676	828	1053	1173
每股红利	0.15	0.15	0.16	0.19	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>4601</b>	<b>3557</b>	<b>3554</b>	<b>4379</b>	<b>5337</b>
每股净资产	6.23	6.52	6.76	7.05	7.39	资本开支	(5001)	(6730)	(11996)	(11438)	(10235)
ROIC	15.26%	4.50%	4%	4%	5%	其它投资现金流	(2289)	1487	(481)	(769)	(1231)
ROE	8.35%	4.86%	5.84%	6.90%	7.60%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6641)</b>	<b>(5912)</b>	<b>(12543)</b>	<b>(12334)</b>	<b>(11590)</b>
毛利率	48%	46%	48%	49%	48%	权益性融资	8010	72	0	0	0
EBIT Margin	41%	36%	38%	39%	38%	负债净变化	10209	3781	8172	7775	6922
EBITDA Margin	61%	67%	66%	65%	63%	支付股利、利息	(479)	(479)	(504)	(622)	(718)
收入增长	282%	-32%	13%	19%	21%	其它融资现金流	(18453)	1649	169	1433	1125
净利润增长率	10450%	-39%	24%	23%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2287</b>	<b>2515</b>	<b>7926</b>	<b>8609</b>	<b>6171</b>
资产负债率	51%	53%	60%	66%	69%	<b>现金净变动</b>	<b>2866</b>	<b>161</b>	<b>(1063)</b>	<b>655</b>	<b>(82)</b>
股息率	1.6%	1.6%	1.7%	2.1%	2.4%	货币资金的期初余额	197	3063	3224	2161	2816
P/E	18.0	29.5	23.7	19.2	16.6	货币资金的期末余额	3063	3224	2161	2816	2734
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	0	(4148)	(8145)	(6917)	(4885)
EV/EBITDA	9.3	13.3	14.0	14.1	13.5	权益自由现金流	0	1282	(202)	1710	2410

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