

# 南网储能 (600995.SH)

## 一季度抽蓄业绩提升，看好优质储能调节性资源

| 财务指标        | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 8,208  | 8,261 | 7,357 | 8,020 | 9,904 |
| 增长率 yoy (%) | 336.3  | 0.6   | -10.9 | 9.0   | 23.5  |
| 归母净利润(百万元)  | 1,248  | 1,663 | 1,815 | 2,042 | 2,530 |
| 增长率 yoy (%) | 1026.9 | 33.2  | 9.2   | 12.6  | 23.9  |
| ROE (%)     | 9.6    | 8.9   | 9.1   | 9.2   | 10.3  |
| EPS最新摊薄(元)  | 0.39   | 0.52  | 0.57  | 0.64  | 0.79  |
| P/E(倍)      | 36.0   | 27.0  | 24.8  | 22.0  | 17.8  |
| P/B(倍)      | 3.3    | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023年4月24日收盘价

**事件:** 4月25日, 公司发布 2023年一季报。2023Q1, 公司实现营业收入 14.09 亿元 (剔除文山电力置出业务, 下同), 同比增长 7.83%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 19.35%; 实现经营活动现金流量净额 12.01 亿元, 同比增长 35.0%, 主要是因为 2023 年是梅州一期、阳江一期抽蓄电站全面投产后的首个会计年度, 第一季度收入同比增加且按期回款。

**新增产能持续释放, 业绩显著增长。** 公司发电行业 (主营业务) 实现营业收入 14.03 亿元, 同比增长 7.65%, 抽水蓄能/调峰水电/电池储能业务分别实现营业收入 11.11/2.76/0.16 亿元, 同比+24.39%/-31.86%/197.07%, 其中调峰水电业务一季度营业收入同比减少的原因, 主要是来水同比下降, 发电量同比减少 34.36%。

截至 2023Q1, 公司抽水蓄能/调峰水电/电池储能装机容量分别为 1028/203/11.1 万千瓦, 共计 1242.1 万千瓦, 较 2022Q1 新增 108.1 万千瓦, 为 2022 年 6 月全面投产的梅州、阳江抽蓄电站以及电池储能项目, 其中, 梅州五华 70MW 电网侧独立储能项目已于 2023 年 3 月 6 日投入商业运行, 运行后将取得容量电费收入, 持续为公司贡献利润。

**在运抽蓄规模市占率达 22.45%, 掌握系统调节性稀缺资源。** 根据公司 2022 年年报及中电联公开数据, 截至 2022 年底, 公司抽水蓄能装机容量占全国 22.45%, 项目储备达 2800 万千瓦; 新型储能“十四五”规划新增 200 万千瓦, 项目储备超 700 万千瓦。随着新能源装机规模提升, 新型电力系统对储能调节的需求将持续旺盛, 公司抽蓄业务将受益于两部制电价的执行和电力市场改革的持续推进, 盈利能力有望显著提升。

**投资建议:** 南网旗下唯一的抽水蓄能+电网侧独立储能运营商, 具备优质抽水蓄能项目资源, 独立储能业务有望带来第二增长点。预计公司 2023 至 2025 年实现营业收入 73.57、80.20、99.04 亿元, 实现归母净利润 18.15、20.42、25.30 亿元, 同比增长 9.2%、12.6%、23.9%。对应 EPS 为 0.57、0.64、0.79, 对应 PE 为 24.8X、22X、17.8X, 维持“增持”评级。

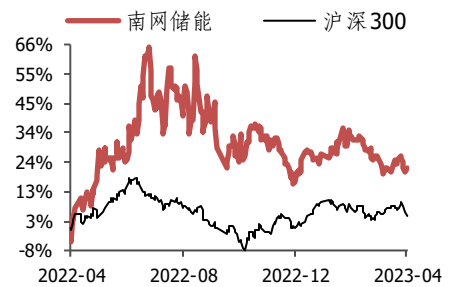
**风险提示:** 来水不及预期, 电价下降超预期风险, 自然灾害, 用电需求不及预期, 执行相关政策带来的不确定风险。

### 增持 (维持评级)

#### 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 电力及公用事业   |
| 2023年4月24日收盘价(元) | 14.06     |
| 总市值(百万元)         | 44,935.84 |
| 流通市值(百万元)        | 6,728.08  |
| 总股本(百万股)         | 3,196.01  |
| 流通股本(百万股)        | 478.53    |
| 近3月日均成交额(百万元)    | 97.35     |

#### 股价走势



#### 作者

**分析师 于夕朦**  
执业证书编号: S1070520030003  
邮箱: yuximeng@cgws.com  
**分析师 范杨春晓**  
执业证书编号: S1070521050001  
邮箱: fycx@cgws.com

#### 相关研究

- 《南网唯一储能运营平台, 传统抽水蓄能与新型储能齐头并进》2023-04-06
- 《重组后南网唯一储能运营平台, 兼具稀缺性与成长性一文山电力公司深度报告》2022-05-10

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4577  | 6490  | 9383  | 11298 | 9240  |
| 现金             | 2813  | 3063  | 5489  | 7690  | 4852  |
| 应收票据及应收账款      | 783   | 483   | 644   | 585   | 933   |
| 其他应收款          | 466   | 8     | 414   | 46    | 522   |
| 预付账款           | 11    | 6     | 9     | 7     | 13    |
| 存货             | 191   | 231   | 126   | 270   | 220   |
| 其他流动资产         | 312   | 2700  | 2700  | 2700  | 2700  |
| <b>非流动资产</b>   | 32421 | 34272 | 30773 | 30661 | 33707 |
| 长期投资           | 150   | 207   | 273   | 339   | 406   |
| 固定资产           | 21044 | 28535 | 25604 | 25441 | 27894 |
| 无形资产           | 952   | 852   | 949   | 1067  | 1209  |
| 其他非流动资产        | 10276 | 4678  | 3947  | 3813  | 4198  |
| <b>资产总计</b>    | 36998 | 40762 | 40156 | 41958 | 42947 |
| <b>流动负债</b>    | 3256  | 3306  | 3122  | 4506  | 3938  |
| 短期借款           | 190   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 875   | 1748  | 468   | 1993  | 1052  |
| 其他流动负债         | 2191  | 1558  | 2653  | 2513  | 2886  |
| <b>非流动负债</b>   | 16975 | 14108 | 11496 | 9407  | 7851  |
| 长期借款           | 12161 | 10286 | 7673  | 5585  | 4029  |
| 其他非流动负债        | 4814  | 3822  | 3822  | 3822  | 3822  |
| <b>负债合计</b>    | 20230 | 17414 | 14617 | 13913 | 11789 |
| 少数股东权益         | 3201  | 3430  | 3928  | 4468  | 5150  |
| 股本             | 479   | 3196  | 3196  | 3196  | 3196  |
| 资本公积           | 7784  | 11135 | 11135 | 11135 | 11135 |
| 留存收益           | 5305  | 5578  | 7598  | 10005 | 12931 |
| 归属母公司股东权益      | 13567 | 19918 | 21611 | 23577 | 26008 |
| <b>负债和股东权益</b> | 36998 | 40762 | 40156 | 41958 | 42947 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5377   | 4601  | 3007  | 6497  | 4186  |
| 净利润            | 1614   | 2087  | 2312  | 2583  | 3212  |
| 折旧摊销           | 1450   | 1687  | 2138  | 2225  | 2489  |
| 财务费用           | 434    | 647   | 222   | 79    | 42    |
| 投资损失           | -26    | -9    | -9    | -9    | -9    |
| 营运资金变动         | 2116   | 100   | -1564 | 1669  | -1478 |
| 其他经营现金流        | -212   | 90    | -92   | -50   | -70   |
| <b>投资活动现金流</b> | -3775  | -6641 | 1465  | -2051 | -5453 |
| 资本支出           | 4178   | 5001  | -1427 | 2047  | 5469  |
| 长期投资           | 30     | -2338 | -66   | -66   | -66   |
| 其他投资现金流        | 373    | 698   | 104   | 62    | 83    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1005   | 2287  | -2046 | -2245 | -1572 |
| 短期借款           | 100    | -190  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 12082  | -1875 | -2613 | -2089 | -1556 |
| 普通股增加          | 0      | 2717  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 7628   | 3352  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -18805 | -1717 | 567   | -156  | -16   |
| <b>现金净增加额</b>  | 2605   | 250   | 2426  | 2201  | -2839 |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 8208  | 8261  | 7357  | 8020  | 9904  |
| 营业成本            | 5291  | 4269  | 3608  | 4007  | 4956  |
| 营业税金及附加         | 95    | 127   | 99    | 116   | 138   |
| 销售费用            | 6     | 4     | 4     | 4     | 5     |
| 管理费用            | 687   | 559   | 557   | 575   | 730   |
| 研发费用            | 33    | 58    | 41    | 50    | 58    |
| 财务费用            | 434   | 647   | 222   | 79    | 42    |
| 资产和信用减值损失       | 120   | -5    | 51    | 25    | 50    |
| 其他收益            | 12    | 12    | 12    | 12    | 12    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 26    | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 资产处置收益          | 180   | 9     | 95    | 52    | 73    |
| <b>营业利润</b>     | 2006  | 2624  | 2889  | 3235  | 4015  |
| 营业外收入           | 11    | 4     | 8     | 6     | 7     |
| 营业外支出           | 14    | 19    | 17    | 18    | 17    |
| <b>利润总额</b>     | 2003  | 2609  | 2880  | 3223  | 4004  |
| 所得税             | 389   | 522   | 568   | 640   | 792   |
| <b>净利润</b>      | 1614  | 2087  | 2312  | 2583  | 3212  |
| 少数股东损益          | 366   | 424   | 497   | 540   | 682   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1248  | 1663  | 1815  | 2042  | 2530  |
| EBITDA          | 4183  | 4883  | 5187  | 5470  | 6464  |
| EPS (元/股)       | 0.39  | 0.52  | 0.57  | 0.64  | 0.79  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 336.3  | 0.6   | -10.9 | 9.0   | 23.5  |
| 营业利润 (%)        | 1522.1 | 30.8  | 10.1  | 12.0  | 24.1  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 1026.9 | 33.2  | 9.2   | 12.6  | 23.9  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 35.5   | 48.3  | 51.0  | 50.0  | 50.0  |
| 净利率 (%)         | 19.7   | 25.3  | 31.4  | 32.2  | 32.4  |
| ROE (%)         | 9.6    | 8.9   | 9.1   | 9.2   | 10.3  |
| ROIC (%)        | 6.9    | 7.3   | 7.0   | 7.5   | 8.9   |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 54.7   | 42.7  | 36.4  | 33.2  | 27.5  |
| 净负债比率 (%)       | 93.3   | 51.6  | 31.0  | 12.9  | 16.1  |
| 流动比率            | 1.4    | 2.0   | 3.0   | 2.5   | 2.3   |
| 速动比率            | 1.2    | 1.8   | 2.8   | 2.4   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.4    | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 应收账款周转率         | 18.1   | 13.9  | 13.9  | 13.9  | 13.9  |
| 应付账款周转率         | 16.4   | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.39   | 0.52  | 0.57  | 0.64  | 0.79  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.68   | 1.44  | 0.94  | 2.03  | 1.31  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.24   | 6.23  | 6.76  | 7.38  | 8.14  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 36.0   | 27.0  | 24.8  | 22.0  | 17.8  |
| P/B             | 3.3    | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 15.3   | 11.9  | 10.5  | 9.3   | 8.2   |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                              | 行业评级 |                     |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上      | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性   | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上       |      |                     |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686