

南网储能 (600995)

资产重组成功落地，充足项目储备有望享受储能赛道红利

事件：

公司公布 2022 年年报。公司 2022 年实现营业收入 82.61 亿元，同比增长 0.64%；实现归母净利润 16.63 亿元，同比增长 33.25%（均为调整后口径）。

点评：

资产重组+电站稳步投产，22 年业绩实现较快增长。

报告期内，公司完成重大资产置换，将主要从事购售电、电力设计及配售电业务的相关资产负债置出，并与中国南方电网有限责任公司持有的南方电网调峰调频发电有限公司 100% 股权的等值部分进行置换。公司主营业务变更为抽水蓄能、新型储能和调峰水电，主要业务范围为南方五省区。截至 2022 年 12 月底，公司在运机组总装机容量 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦（含投产和并网调试项目）、调峰水电 203 万千瓦。**抽蓄方面**，2022 年公司新投产规模 170 万千瓦，分别是阳江抽水蓄能电站 2 台机组（80 万千瓦）、梅州抽水蓄能电站（一期）3 台机组（90 万千瓦）。截至 2022 年底，公司抽水蓄能装机总规模 1028 万千瓦。**电化学储能方面**，2022 年新建成投产电化学储能电站 2 座，分别为河北保定（6MW/7.2MWh）、海口药谷（5MW/10MWh），梅州（70MW/140MWh）电池储能电站完工并进入调试。截至 2022 年底，公司新型储能装机总规模 111MW/219.2MWh，突破百兆瓦。**调峰水电方面**，2022 年天生桥二级电站和鲁布革电站来水情况较好，全年调峰水电机组实现发电量 101.71 亿度，同比增加 31.77%；上网电量 100.61 亿度，同比增加 31.85%。电站的稳步投产叠加发电量高增，带动公司归母净利全年实现 16.63 亿元，同比高增 33.25%。

储备项目充足，有望充分享受储能赛道发展红利。

抽蓄方面，公司 22 年新增加开工抽水蓄能 4 座，总装机容量 480 万千瓦，分别为广西的南宁抽水蓄能电站（120 万千瓦），广东的肇庆浪江抽水蓄能电站（120 万千瓦）、惠州中洞抽水蓄能电站（120 万千瓦）以及梅州抽水蓄能电站二期工程（120 万千瓦），抽蓄电站开工数量和规模创历史新高，项目储备达 2800 万千瓦。**规划方面**，公司预计“十四五-十六五”分别新增投产抽水蓄能 600 万、1500 万和 1500 万千瓦，在两部制电价模式下将有望充分享受装机规模和调用次数增加带来的利润弹性；**电化学储能方面**，公司项目储备增长迅速，规模超 700 万千瓦，佛山南海独立储能电站（300MW/600MWh）启动建设；预计“十四五”末投产规模达到 200 万千瓦。

盈利预测与估值：看好新型电力系统下调峰调频需求的增长以及装机规模稳步提升带来的利润增长，预计公司 23-25 年归母净利 17.29/19.63/23.38 亿，对应 PE 分别为 25.9/22.8/19.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电力现货市场推进不及预期、抽蓄电站与电化学储能电站建设不及预期、来水不及预期、电价下行等风险

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 2,163.60 | 8,260.89 | 6,918.24 | 8,107.26 | 10,345.38 |
| 增长率(%) | 15.00 | 281.81 | (16.25) | 17.19 | 27.61 |
| EBITDA(百万元) | 274.07 | 4,990.96 | 6,461.43 | 7,005.07 | 7,890.96 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 15.76 | 1,662.53 | 1,728.63 | 1,962.68 | 2,338.42 |
| 增长率(%) | (85.77) | 10,450.50 | 3.98 | 13.54 | 19.14 |
| EPS(元/股) | 0.00 | 0.52 | 0.54 | 0.61 | 0.73 |
| 市盈率(P/E) | 2,839.48 | 26.91 | 25.88 | 22.80 | 19.13 |
| 市净率(P/B) | 20.93 | 2.25 | 2.12 | 1.99 | 1.86 |
| 市销率(P/S) | 20.68 | 5.42 | 6.47 | 5.52 | 4.33 |
| EV/EBITDA | 34.86 | 10.94 | 7.89 | 6.83 | 5.58 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 公用事业/电力 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 14.05 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 3,196.01 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 478.53 |
| A 股总市值(百万元) | 44,903.88 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,723.30 |
| 每股净资产(元) | 6.23 |
| 资产负债率(%) | 42.69 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.95/10.66 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 郭丽丽 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520030001 | |
| guolili@tfzq.com | |
| 赵阳 | 联系人 |
| zhaoyanga@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《文山电力-公司点评:重组方案正式落地，储能运营平台蓄势待发》2022-05-07
- 《文山电力-公司深度研究:成长性与稀缺性兼具的储能运营标的》2022-03-16
- 《文山电力-公司点评:公布重大资产重组计划，发力辅助服务市场》2021-10-18

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 196.89 | 3,063.17 | 4,233.95 | 7,758.21 | 12,012.66 |
| 应收票据及应收账款 | 355.89 | 482.89 | 219.56 | 603.62 | 446.81 |
| 预付账款 | 7.54 | 5.71 | 3.89 | 7.44 | 7.43 |
| 存货 | 17.14 | 230.94 | 180.48 | 32.42 | 246.92 |
| 其他 | 16.03 | 2,707.40 | 2,701.89 | 2,709.05 | 2,705.00 |
| 流动资产合计 | 593.49 | 6,490.11 | 7,339.77 | 11,110.74 | 15,418.82 |
| 长期股权投资 | 75.31 | 206.69 | 206.69 | 206.69 | 206.69 |
| 固定资产 | 2,139.62 | 28,534.80 | 27,013.90 | 25,402.59 | 23,705.51 |
| 在建工程 | 297.87 | 3,653.20 | 3,607.24 | 3,575.07 | 3,552.55 |
| 无形资产 | 59.20 | 852.45 | 727.65 | 602.85 | 478.05 |
| 其他 | 30.75 | 1,002.04 | 975.67 | 949.29 | 922.91 |
| 非流动资产合计 | 2,602.75 | 34,249.19 | 32,531.15 | 30,736.49 | 28,865.71 |
| 资产总计 | 3,196.24 | 40,739.30 | 39,870.92 | 41,847.23 | 44,284.53 |
| 短期借款 | 190.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 315.40 | 1,747.93 | 747.73 | 1,016.38 | 1,298.28 |
| 其他 | 186.05 | 1,554.88 | 470.61 | 461.80 | 571.98 |
| 流动负债合计 | 691.63 | 3,302.81 | 1,218.34 | 1,478.18 | 1,870.26 |
| 长期借款 | 77.50 | 10,286.20 | 10,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 160.44 | 3,799.49 | 3,799.49 | 3,799.49 | 3,799.49 |
| 非流动负债合计 | 237.94 | 14,085.69 | 13,799.49 | 13,799.49 | 13,799.49 |
| 负债合计 | 1,058.88 | 17,391.29 | 15,017.83 | 15,277.67 | 15,669.75 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 3,430.32 | 3,737.56 | 4,086.40 | 4,502.02 |
| 股本 | 478.53 | 3,196.01 | 3,196.01 | 3,196.01 | 3,196.01 |
| 资本公积 | 118.72 | 11,135.21 | 11,135.21 | 11,135.21 | 11,135.21 |
| 留存收益 | 1,540.12 | 5,577.69 | 6,781.38 | 8,148.04 | 9,776.34 |
| 其他 | 0.00 | 8.79 | 2.93 | 3.91 | 5.21 |
| 股东权益合计 | 2,137.36 | 23,348.01 | 24,853.08 | 26,569.56 | 28,614.78 |
| 负债和股东权益总计 | 3,196.24 | 40,739.30 | 39,870.92 | 41,847.23 | 44,284.53 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 15.76 | 2,086.89 | 1,728.63 | 1,962.68 | 2,338.42 |
| 折旧摊销 | 239.79 | 1,686.80 | 3,191.67 | 3,268.28 | 3,344.40 |
| 财务费用 | 5.74 | 669.70 | 592.25 | 658.21 | 832.33 |
| 投资损失 | (24.80) | (9.27) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | 222.44 | 2,960.53 | (592.85) | 39.50 | 364.83 |
| 其它 | (114.96) | (2,794.02) | 441.23 | 500.97 | 596.87 |
| 经营活动现金流 | 343.97 | 4,600.63 | 5,350.94 | 6,419.64 | 7,466.85 |
| 资本支出 | 288.61 | 28,709.71 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 |
| 长期投资 | (113.58) | 131.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (536.89) | (35,482.07) | (2,990.00) | (2,990.00) | (2,990.00) |
| 投资活动现金流 | (361.86) | (6,640.98) | (1,490.00) | (1,490.00) | (1,490.00) |
| 债权融资 | 97.90 | 10,513.12 | (2,025.36) | (658.21) | (832.33) |
| 股权融资 | (41.67) | 13,742.75 | (664.79) | (747.17) | (890.07) |
| 其他 | 2.61 | (21,968.46) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 58.84 | 2,287.41 | (2,690.16) | (1,405.38) | (1,722.40) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 40.95 | 247.06 | 1,170.78 | 3,524.26 | 4,254.45 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 | 2,163.60 | 8,260.89 | 6,918.24 | 8,107.26 | 10,345.38 |
| 营业成本 | 1,915.03 | 4,268.79 | 3,093.94 | 3,649.75 | 4,788.77 |
| 营业税金及附加 | 14.10 | 127.14 | 96.86 | 113.50 | 186.22 |
| 销售费用 | 5.72 | 3.71 | 0.69 | 3.64 | 6.21 |
| 管理费用 | 219.09 | 559.11 | 428.93 | 548.71 | 724.18 |
| 研发费用 | 0.00 | 58.32 | 38.05 | 64.86 | 103.45 |
| 财务费用 | 5.69 | 646.73 | 592.25 | 658.21 | 832.33 |
| 资产/信用减值损失 | 8.43 | (4.11) | 1.33 | 1.33 | 1.33 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 24.80 | 9.27 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | (67.72) | (32.71) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 38.46 | 2,624.12 | 2,678.84 | 3,079.92 | 3,715.56 |
| 营业外收入 | 1.34 | 4.13 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 营业外支出 | 3.18 | 19.34 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 利润总额 | 36.61 | 2,608.91 | 2,678.84 | 3,079.92 | 3,715.56 |
| 所得税 | 20.85 | 522.02 | 508.98 | 616.26 | 780.27 |
| 净利润 | 15.76 | 2,086.89 | 2,169.86 | 2,463.65 | 2,935.29 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 424.36 | 441.23 | 500.97 | 596.87 |
| 归属于母公司净利润 | 15.76 | 1,662.53 | 1,728.63 | 1,962.68 | 2,338.42 |
| 每股收益(元) | 0.00 | 0.52 | 0.54 | 0.61 | 0.73 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|-----------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 15.00% | 281.81% | -16.25% | 17.19% | 27.61% |
| 营业利润 | -68.90% | 6722.68% | 2.09% | 14.97% | 20.64% |
| 归属于母公司净利润 | -85.77% | 10450.50% | 3.98% | 13.54% | 19.14% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.49% | 48.33% | 55.28% | 54.98% | 53.71% |
| 净利率 | 0.73% | 20.13% | 24.99% | 24.21% | 22.60% |
| ROE | 0.74% | 8.35% | 8.19% | 8.73% | 9.70% |
| ROIC | 0.87% | 119.85% | 9.32% | 10.93% | 14.05% |

| 偿债能力 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 33.13% | 42.69% | 37.67% | 36.51% | 35.38% |
| 净负债率 | 3.57% | 35.85% | 23.20% | 8.44% | -7.03% |
| 流动比率 | 0.72 | 1.96 | 6.02 | 7.52 | 8.24 |
| 速动比率 | 0.70 | 1.89 | 5.88 | 7.49 | 8.11 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.33 | 19.70 | 19.70 | 19.70 | 19.70 |
| 存货周转率 | 169.90 | 66.60 | 33.63 | 76.16 | 74.07 |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.38 | 0.17 | 0.20 | 0.24 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.00 | 0.52 | 0.54 | 0.61 | 0.73 |
| 每股经营现金流 | 0.11 | 1.44 | 1.67 | 2.01 | 2.34 |
| 每股净资产 | 0.67 | 6.23 | 6.61 | 7.03 | 7.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 2,839.48 | 26.91 | 25.88 | 22.80 | 19.13 |
| 市净率 | 20.93 | 2.25 | 2.12 | 1.99 | 1.86 |
| EV/EBITDA | 34.86 | 10.94 | 7.89 | 6.83 | 5.58 |
| EV/EBIT | 277.29 | 16.46 | 15.59 | 12.80 | 9.68 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |