

南网储能 (600995.SH)

优于大市

来水修复带动前三季度归母净利润同比增长 27.6%，新型储能业务快速发展

核心观点

营收小幅增长，来水改善调峰水电增厚利润。2024 年前三季度，公司实现营业收入 45.19 亿元，同比增长 11.12%；第三季度营业收入 16.08 亿元，环比增长 1.35%，同比增长 33.33%，主要系调峰水电发电量增加，及佛山宝塘储能站投产，新型储能收入同比增加所致。2024 年前三季度，公司实现归母净利润 10.45 亿元，同比增长 27.62%，扣非后归母净利润 10.58 亿元，同比增长 29.23%；第三季度实现归母净利润 4.19 亿元，环比增长 22.88%，同比增长 231.49%，实现扣非归母净利润 4.24 亿元，环比增长 23.33%，同比增长 235.98%。公司利润增长主要系调峰水电厂来水同比增加，发电量同比增长所致。

来水明显修复，新型储能业务快速发展。2024 年前三季，公司主营业务中，抽水蓄能业务收入 30.84 亿元，同比下降 0.39%，主要系执行公家发改委 2023 年 533 号文形成政策性减收；调峰水电业务收入 11.99 亿元，同比增加 37.56% 主要系来水同比增加，总发电量 62.1 亿 kWh，同比增长 43.85%；新型储能业务收入 2.09 亿元，同比增长 209.53%，主要系佛山宝塘储能电站年初投产，装机容量提升至 42.38 万 kW 所致。

抽蓄电站首次自主参与电力市场交易，未来盈利能力有望提升。公司下属梅州抽水蓄能电站（一期）经不结算试运行后，自 2024 年 10 月 1 日起按照《广东省抽水蓄能参与电力市场交易细则（试行）》开展交易、出清、考核和结算，容量电费维持现行机制不变，这是我国抽水蓄能电站首次自主参与电力市场交易。据公司初步分析，由于电量电费收入占比较小，此次抽水蓄能电站进入电力现货市场并参与结算对公司利润影响较小。我们认为，随着电力市场化改革不断推进，抽水蓄能电站参与现货市场交易程度加深，未来电量电费收入占比有望提升，提高抽水蓄能电站盈利能力。

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：上调盈利预测，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 13.1/16.3/20.1 亿元（原为 11.1/14.0/17.4 亿元），同比增速 10%/26%/25%，对应当前股价 PE 为 36/21/17X，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	6,263	7,654	9,582
(+/-%)	281.8%	-31.9%	11.2%	22.2%	25.2%
归母净利润(百万元)	1663	1014	1312	1629	2007
(+/-%)	10450.5%	-39.0%	29.4%	24.2%	23.2%
每股收益(元)	0.52	0.32	0.41	0.51	0.63
EBIT Margin	40.9%	36.2%	38.5%	37.2%	36.1%
净资产收益率(ROE)	8.3%	4.9%	6.0%	7.1%	8.3%
市盈率(PE)	18.7	30.6	23.7	19.1	15.5
EV/EBITDA	9.6	13.7	12.9	12.2	11.0
市净率(PB)	1.56	1.49	1.43	1.36	1.28

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

联系人：崔佳诚

021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

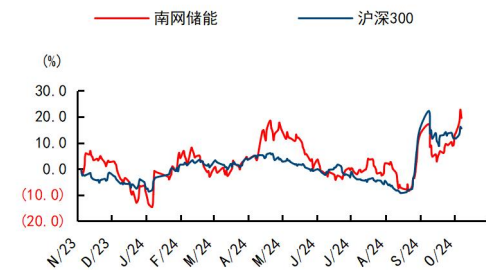
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.38 元
总市值/流通市值	36371/12622 百万元
52 周最高价/最低价	11.84/7.76 元
近 3 个月日均成交额	107.88 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)-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》——2024-09-01

《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

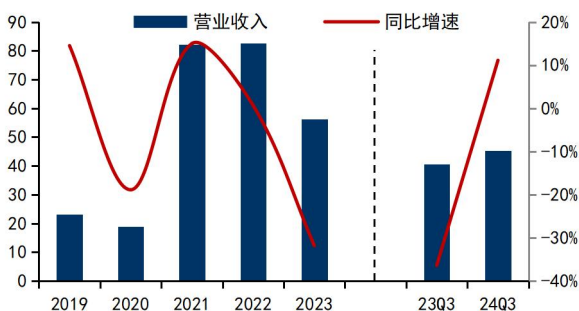
《南网储能(600995.SH)-业绩短期承压，加速抽水蓄能布局》——2023-11-02

《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

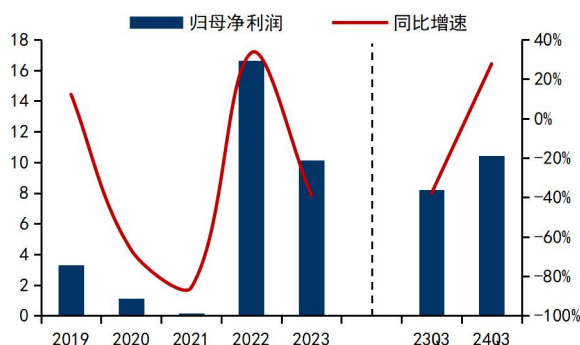
营收小幅增长，来水改善调峰水电增厚利润。2024 年前三季度，公司实现营业收入 45.19 亿元，同比增长 11.12%；第三季度营业收入 16.08 亿元，环比增长 1.35%，同比增长 33.33%，主要系调峰水电发电量增加，及佛山宝塘储能站投产，新型储能收入同比增加所致。2024 年前三季度，公司实现归母净利润 10.45 亿元，同比增长 27.62%，扣非后归母净利润 10.58 亿元，同比增长 29.23%；第三季度实现归母净利润 4.19 亿元，环比增长 22.88%，同比增长 231.49%，实现扣非归母净利润 4.24 亿元，环比增长 23.33%，同比增长 235.98%。公司利润增长主要系调峰水电厂来水同比增加，发电量同比增长所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



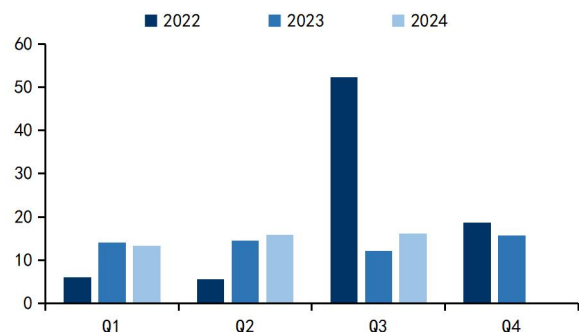
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



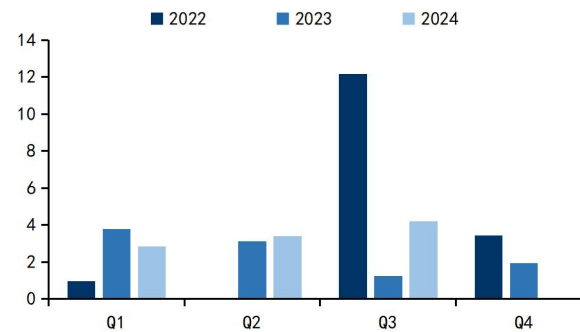
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



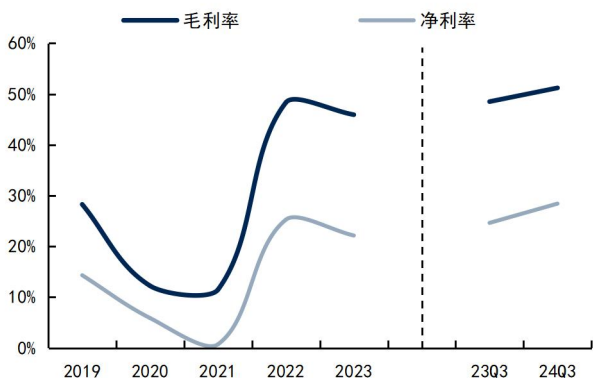
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率有所提高，费用率下降。公司 2024 年前三季度毛利率为 51.21%，同比提高 2.70pct；净利率为 28.42%，同比提高 3.78pct，公司调峰水电来水增加增厚利润，盈利能力有所修复。公司落实稳增长提质增效工作措施，管理费用率为 6.05%，同比降低 1.06pct；财务费用率为 7.29%，同比降低 1.21pct，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 0.29%，同比提高 0.03pct；经营期间费用率合计 13.63%，同比降低 2.24pct。

净利率和权益乘数提高 ROE，投、融资现金流大幅增加。2024 年前三季度公司 ROE 为 4.92%，同比提高 0.88pct；除净利率提高的影响外，公司资产负债率同比提高 3.91pct 至 48.34%，导致权益乘数提高至 2.20；公司资产周转率为 0.10 次，同比基本持平。公司 2024 年前三季度经营性现金净流入 29.87 亿元，同比提高 8.11%；投资性现金净流出 41.07 亿元，同比增加 83.43%，主要系固定资产投资

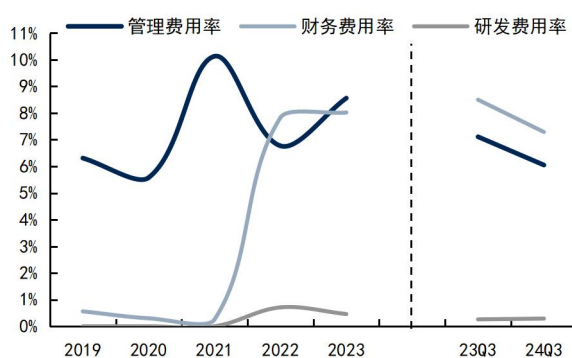
增加所致，报告期内公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 48.13 亿元，在建抽蓄电站达到 9 座；融资性现金净流入 26.33 亿元，同比增加 47.59%，主要系公司为满足固定资产投资的资金需求，借款增加所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



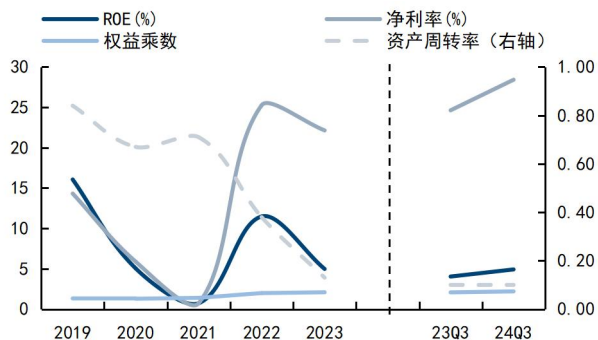
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



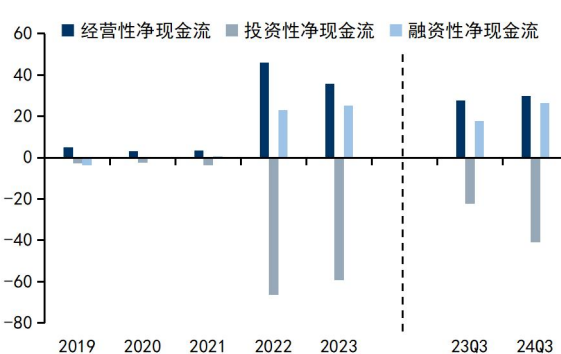
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

来水明显修复，新型储能业务快速发展。2024 年前三季度，公司主营业务中，抽水蓄能业务收入 30.84 亿元，同比下降 0.39%，主要系执行公家发改委 2023 年 533 号文形成政策性减收；调峰水电业务收入 11.99 亿元，同比增加 37.56% 主要系来水同比增加，总发电量 62.1 亿 kWh，同比增长 43.85%；新型储能业务收入 2.09 亿元，同比增长 209.53%，主要系佛山宝塘储能电站年初投产，装机容量提升至 42.38 万 kW 所致。

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；10 月 26 日公司签订云南曲靖罗平抽水蓄能电站开发建设框架协议，拟规划装机容量 120 万千瓦，总投资估算 80 亿元。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。

抽蓄电站首次自主参与电力市场交易，未来盈利能力有望提升。公司下属梅州抽水蓄能电站（一期）经不结算试运行后，自 2024 年 10 月 1 日起按照《广东省抽水蓄能参与电力市场交易细则（试行）》开展交易、出清、考核和结算，容量电费维持现行机制不变，这是我国抽水蓄能电站首次自主参与电力市场交易。据公司初步分析，由于电量电费收入占比较小，此次抽水蓄能电站进入电力现货市场并参与结算对公司利润影响较小。我们认为，随着电力市场化改革不断推进，抽水蓄能电站参与现货市场交易程度加深，未来电量电费收入占比有望提升，提高抽水蓄能电站盈利能力。

半年度分红 0.039 元/股，提升投资者获得感。公司拟实施半年度分红，派发现金红利 0.03919 元/股（含税），占 2024 年半年度归母净利润的 20%，对应 2024 年 11 月 1 日收盘价股息率为 0.36%。公司近三年股利支付率分别为 30.37%/7.30%/30.00%，对应当年股息率分别为 0.05%/0.26%/0.96%。

投资建议：上调盈利预测，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 13.1/16.3/20.1 亿元（原为 11.1/14.0/17.4 亿元），同比增速 10%/26%/25%，对应当前股价 PE 为 36/21/17X，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	8.96	45	0.44	0.46	0.55	0.63	20.4	19.5	16.3	14.2	11.83	2.91	优于大市
600116.SH	三峡水利	7.26	139	0.27	0.30	0.43	0.49	26.9	24.2	16.9	14.8	4.62	1.38	优于大市
600236.SH	桂冠电力	6.15	485	0.14	0.37	0.40	0.42	42.5	16.8	15.6	14.5	6.93	0.12	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	4887	6810	8122	营业收入	8261	5630	6263	7654	9582
应收款项	490	472	525	641	803	营业成本	4269	3044	3235	4035	5131
存货净额	231	230	256	364	515	营业税金及附加	127	147	164	200	251
其他流动资产	417	397	442	540	676	销售费用	4	0	0	0	0
流动资产合计	6490	5124	7391	10406	13398	管理费用	639	590	670	799	972
固定资产	32487	36614	37947	39847	40973	财务费用	647	451	376	401	430
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	48148	53187	57433	营业利润	2624	1501	2045	2537	3125
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	1082	1540	2181	利润总额	2609	1493	2036	2529	3117
其他流动负债	411	311	346	476	657	所得税费用	522	247	407	506	623
流动负债合计	3306	4400	4544	5131	5954	少数股东损益	424	233	317	394	486
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	1312	1629	2007
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	22723	26346	28847	净利润	1663	1014	1312	1629	2007
少数股东权益	3430	3448	3670	3946	4286	资产减值准备	5	(6)	(177)	(122)	(4)
股东权益	19918	20837	21755	22895	24300	折旧摊销	1687	1714	1769	1870	1980
负债和股东权益总计	40739	44486	48148	53187	57433	公允价值变动损失	5	(6)	(177)	(122)	(4)
						财务费用	647	451	376	401	430
关键财务与估值指标						营运资本变动	790	(835)	21	265	374
每股收益	0.52	0.32	0.41	0.51	0.63	其它	451	1676	767	791	765
每股红利	0.04	0.10	0.12	0.15	0.19	经营活动现金流	4601	3557	3514	4310	5119
每股净资产	6.23	6.52	6.81	7.16	7.60	资本开支	(5001)	(6730)	(2921)	(3646)	(3105)
ROIC	15.26%	4.50%	5%	5%	6%	其它投资现金流	(2289)	1487	(481)	(769)	(1231)
ROE	8.35%	4.86%	6.03%	7.11%	8.26%	投资活动现金流	(6641)	(5912)	(3468)	(4541)	(4460)
毛利率	48%	46%	48%	47%	46%	权益性融资	8010	72	0	0	0
EBIT Margin	41%	36%	38%	37%	36%	负债净变化	10209	3781	1820	2325	1943
EBITDA Margin	61%	67%	67%	62%	57%	支付股利、利息	(121)	(304)	(393)	(489)	(602)
收入增长	282%	-32%	11%	22%	25%	其它融资现金流	(18811)	1473	0	0	0
净利润增长率	10450%	-39%	29%	24%	23%	融资活动现金流	2287	2515	1617	2155	654
资产负债率	51%	53%	55%	57%	58%	现金净变动	2866	161	1663	1923	1313
股息率	0.4%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	197	3063	3224	4887	6810
P/E	18.7	30.6	23.7	19.1	15.5	货币资金的期末余额	3063	3224	4887	6810	8122
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(4148)	798	765	2018
EV/EBITDA	9.6	13.7	12.9	12.2	11.0	权益自由现金流	0	1106	2317	2769	3618

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