

天然气业务步入黄金期 管输与资源“两翼齐飞”

湖北能源 (000886)

推荐 首次评级

核心观点:

- 公司是湖北省内最大的能源企业,实际控制人为湖北省国资委。公司肩负省内能源发展厚望,目标是建设营业收入过 1000 亿元的综合能源公司。
- 公司以“一流综合能源上市公司”为方向,内涵式发展与外延式扩张相结合,打造电力、天然气、煤炭物流等业务板块,同时整合省内金融资产。公司存量业务(电力、金融)盈利佳,前期培育的天然气、新能源业务正在步入黄金发展期。
- 天然气业务是公司的最大亮点。在省政府的支持下,公司定位于湖北全省天然气资源调控平台,负责中游管网建设;代表省政府与上游天然气公司签订总买总卖协议,负责向下游城市燃气公司或大用户供应天然气;LNG、CNG 市场开拓;筹备开发省内页岩气资源。2014-2016 年公司天然气业务将快速发展。
- 公司新能源发电业务方兴未艾,未来有望引领省内风电、光伏发电跨越式发展。
- 盈利预测。我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.46 元、0.54 元和 0.70 元。目前对应市盈率分别为 14x、12x 和 9x,对应市净率分别为 1.3x、1.2x 和 1.1 倍。
- 投资建议。公司存量资产业绩稳定,天然气业务步入黄金发展期,静态估值水平具备安全边际。着眼中长期看,公司肩负湖北省能源发展厚望,天然气业务的爆发、新能源业务的潜力、国企改革的预期、存量业务的增长等因素均可提升估值水平。我们给予公司“推荐”评级。

主要财务指标

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	9608	10296	10168	10853	12303
增长率	-15%	7%	-1%	7%	13%
归属净利(百万元)	600	669	1226	1450	1864
增长率	-42%	12%	83%	18%	29%
摊薄 EPS(元)	0.22	0.25	0.46	0.54	0.70
PE(X)	20.8	27.2	14.4	12.2	9.5
PB(X)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
ROIC	3%	5%	6%	6%	7%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511000009

特此鸣谢

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130111090279

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.12.13

A 股收盘价(元)	6.59
A 股一年内最高价(元)	7.57
A 股一年内最低价(元)	4.32
上证指数	2196
市净率	1.30
总股本(亿股)	26.74
实际流通 A 股(亿股)	10.22
总市值(亿元)	176

目 录

一、肩负湖北省能源发展厚望	2
(一) 公司是省内最大的国资能源企业, 肩负能源发展厚望.....	2
(二) 公司业务布局完成, 逐渐步入收获期.....	2
二、存量资产盈利佳	3
(一) 电力: 盈利贡献大且兼具发展潜力.....	3
(二) 金融: 盈利佳.....	5
(三) 煤炭物流: 从储煤基地到煤炭深加工.....	5
三、天然气业务步入黄金期	6
(一) 公司天然气业务志存高远.....	6
(二) 湖北省天然气市场潜力大.....	6
(三) 中游管输, 全省一张网.....	7
(四) 争取页岩气资源.....	9
(五) 开拓天然气终端市场, 多渠道分销.....	10
四、新能源发电方兴未艾	10
(一) 湖北新能源发电市场启动在即.....	10
(二) 公司风电业务规模显著扩张.....	11
(三) 公司引领湖北省风电、光伏发展.....	12
五、盈利预测与投资建议	12

一、肩负湖北省能源发展厚望

(一) 公司是省内最大的国资能源企业，肩负能源发展厚望

公司是湖北省内最大的能源企业，实际控制人为湖北省国资委。公司肩负着省内能源发展厚望。在湖北省政府发布的《关于进一步推进省出资企业改革发展的意见》中明确提出发展目标：“以湖北能源集团股份有限公司为依托，积极整合地方能源资源，有序开发水电，适度发展火电，积极推进核电、风电、太阳能发电以及生物质联产联供等新能源利用，积极推进煤炭储配及深加工业务，建设营业收入过 1000 亿元的综合能源产业。”

在天然气领域，根据省政府部署，公司定位于湖北全省天然气资源调控平台，主要负责全省天然气管道、门站、储气调峰设施以及城市燃气等项目的投资、建设和经营管理；代表省政府与中石化、中石油等上游天然气公司签订天然气总买总卖协议，负责向下游城市燃气公司或大用户供应天然气；储备页岩气等开发技术；从事下游 LNG、CNG 等分销市场的开拓。

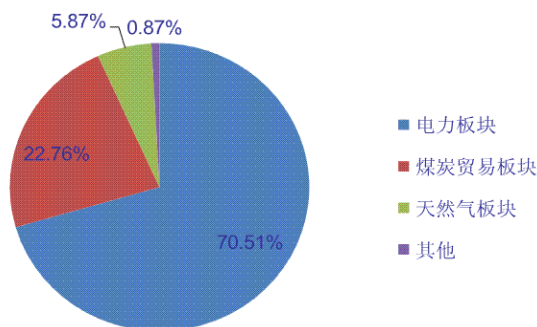
(二) 公司业务布局完成，逐渐步入收获期

公司以“打造一流综合能源上市公司”为发展目标，内涵式发展与外延式扩张相结合，主营包括电力业务、天然气业务、煤炭物流业务等。

经过多年发展，公司业务布局完成，在湖北省内初步建成了鄂西水电和鄂东火电两大电力能源基地；利用省内资源，积极发展风电、光伏等新能源发电；在省政府的全力支持下，大力发展天然气业务，以“全省一张网”为目标，投建湖北省内天然气中游管输网络，并积极向上游争取页岩气等资源，向下游开展城市燃气、LNG、CNG 分销业务。公司在金融领域参股长江证券、湖北银行、长江财险等多家企业。

2012 年公司营业收入 103 亿元，实现归属母公司股东净利润 6.69 亿元。2013 年前三季度公司实现营业收入 79.4 亿元，归属母公司股东净利润 9.67 亿元。

图 1：湖北能源 2013 年上半年收入结构



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



二、存量资产盈利佳

公司现阶段的利润构成主要来自电力业务和金融业务的贡献。

(一) 电力：盈利贡献大且兼具发展潜力

公司存量电力装机主要分布于鄂西水电基地、鄂东火电基地、参股长源电力。截止 2013 年 6 月底，公司已投产可控装机容量 558 万千瓦，其中水电装机 372 万千瓦，火电装机 180 万千瓦，风电装机 6.29 万千瓦。

表 1:公司可控电厂资料

公司	运营电厂	类型	权益比例	装机容量(万千瓦)	机组投产日期
	隔河岩水电站	水电	100%	121.2	1994 年
清江水电	高坝洲水电站	水电	100%	27	2000 年
	水布垭水电站	水电	100%	184	2008 年
洞坪水电	洞坪水电站	水电	50%	11	2005 年
芭蕉河水电	芭蕉河水电站	水电	66%	5.1	2005 年
锁金山电业	锁金山水电站	水电	57.97%	4.5	1997 年
房县水电	三里坪水电站	水电	100%	7	2012 年
银隆电业	白水峪电站	水电	42.10%	5	1998 年
	晒谷坪保安电站	水电	100%	1.1	1995 年
清能水电	高坝洲保安电站	水电	100%	0.6	2000 年
	西寺坪保安电站	水电	100%	0.33	1995 年
柳树坪发电	水布垭保安电站	水电	100%	2	2008 年
水电装机容量合计				372.85 (含清江流域 5 座自备保安电源电站 4.02 万千瓦)	
鄂州发电	鄂州电厂 1、2 号机组	火电	100%	60	1999 年 4 月
葛店发电	鄂州电厂 3、4 号机组	火电	51%	120	2010 年 1 月
火电装机容量合计				180	
九宫山风电	九宫山风电站一期	风电	48%	1.36	2007 年
齐岳山发电	利川齐岳山发电	风电	100%	4.93	2011 年
风电装机容量合计				6.29	

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

1、水电：2014 年有望因来水好转带来业绩修复

鄂西水电基地总装机容量 372 万千瓦，核心资产是清江流域三级水电站。清江是湖北省境内最大的一条长江支流。清江流域梯级水电下属隔河岩（121.2 万千瓦）、高坝洲（27 万千瓦）、水布垭（184 万千瓦）三座大型水电站，总装机容量 336.22 万千瓦（含自备电源电站），设计年发电 80 亿千瓦时。

正常来水条件下（设计电量水平），清江水电净利润在 5-6 亿元（如 2011 年清江水电净

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



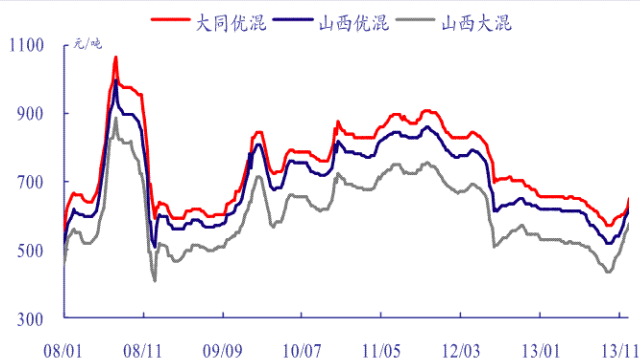
利润5亿元)。由于2013年湖北境内出现干旱，来水不佳，严重影响了清江水电的利润水平。如果2014年来水情况好转，恢复正常水平，清江水电有望迎来明显的业绩修复。

2、火电：内陆煤价持续低迷，火电盈利恢复

公司火电业务与水电业务互补。鄂东火电基地现有鄂州电厂和葛店电厂：鄂州电厂拥有2台30万千瓦燃煤机组；葛店电厂由2台60万千瓦超临界燃煤机组构成。由于湖北省缺少煤炭资源，煤炭供给来自淮南、山西、河南、陕西、和海进江（环渤海下水煤）。上述区域的煤价变化直接影响湖北省火电盈利。

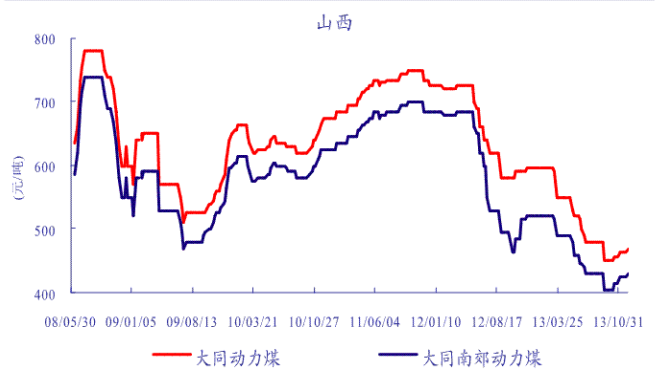
2013年内陆煤价持续低迷。以山西为例，山西大同动力煤(6000大卡)12月6日报价470元/吨，同比下降125元，跌幅21%。公司2013年上半年标煤单价较2012年全年均价下降约150元/吨。由于第三季度煤价再次环比下跌，我们预计公司全年煤价下降幅度超过200元/吨。虽然13Q4环渤海煤价出现上涨，但是内陆煤价变化幅度并不明显。我们预计2013年公司标煤均价下降25%。

图2：秦皇岛动力煤价格走势



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图3：山西动力煤价格走势

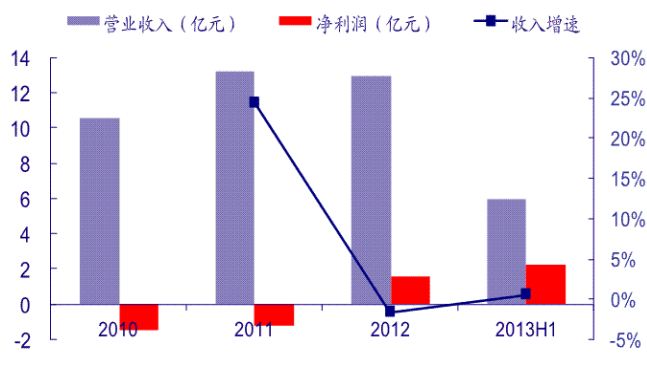


资料来源：WIND，中国银河证券研究部

受益于煤价下跌，2013年公司火电业务盈利能力持续改善。鄂州电厂2013年上半年营业收入6亿元，归属净利润2.2亿元；葛店电厂2013年上半年营业收入9.4亿元，归属净利润1.3亿元。虽然受9月末火电上网电价下调影响，13年第四季度火电业绩环比三季度有所下降，但是我们预计2013年火电业务仍能为公司贡献净利润5亿元。

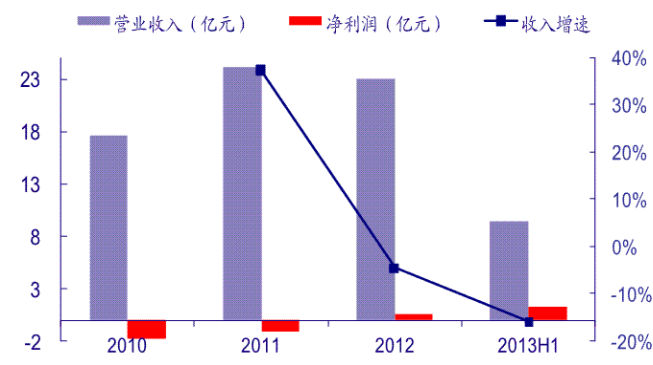
公司参股长源电力11.7%。长源电力可控装机容量为137万千瓦。由于燃料成本下降，长源电力盈利能力持续提升。2013年前三季度长源电力实现营业收入58亿元，净利润5.4亿元。按照股权比例计算，2013年前三季度长源电力对公司的权益净利润贡献为0.63亿元。

图 4: 鄂州电厂 2010-2013 年经营情况



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

图 5: 葛店电厂 2010-2013 年经营情况



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

3、电力业务未来仍然具备规模扩张能力

湖北境内水电开发已经基本结束, 未来除了大力发展天然气、新能源发电外, 传统能源仍然依靠火电。公司是省内电力业务平台。公司储备的省内火电项目 555 万千瓦, 包括鄂州电厂三期 2*100 万千瓦机组、荆州 2*100 万千瓦机组、襄阳 2*60 万千瓦机组、武汉东湖燃机 35 万千瓦。公司对于火电的开发进度将视省内能源需求、公司自身资本开支计划等因素逐步开展。

(二) 金融: 盈利佳

公司金融业务主要包括参股长江证券 11% 股权、参股湖北银行 9.9% 股权。

长江证券是总部设在武汉的全国性综合类上市证券公司。长江证券已在全国 23 个省、自治区、直辖市, 70 多个城市设立了 100 多家证券营业部, 逐步形成覆盖全国的业务网络。截至 2013 年第三季度, 公司总资产 309 亿元, 净资产 125 亿元。2013 年前三季度, 长江证券实现归属净利润 8.14 亿元。

湖北银行作为一家省级商业银行, 湖北银行由黄石银行、宜昌市商业银行、襄樊市商业银行、荆州市商业银行、孝感市商业银行 5 家商业银行合并重组而成。2013 年上半年, 湖北银行资产总额达 1022 亿, 净资产 82 亿, 净利润 8.18 亿元。

(三) 煤炭物流: 从储煤基地到煤炭深加工

公司全资子公司湖北省煤炭投资开发公司 (湖北煤投) 经营煤炭物流业务。根据《湖北省能源发展“十二五”规划》, 未来省内将建立煤炭供应长效机制, 煤炭储备规模控制在全省 30 天的用煤量, 推进荆州江陵、武汉新港、宜昌枝城、襄阳余家湖 4 个煤炭储备基地建设。同时, 积极争取国家在湖北省布点煤炭交易 (集散) 中心。

湖北煤投已深度参与湖北煤储 3 大基地建设。煤炭配售以及煤炭深加工业务的开展, 有望提升湖北煤投煤贸业务附加值。为满足电力企业对煤质的多样化需求, 湖北煤投将依托煤储基地开展加工配售业务。湖北省丰富的水资源也为进一步发展煤炭深加工业务提供了便利条件。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



表 2: 公司煤炭物流业务经营情况

	2010	2011	2012
销售量 (万吨)	45	335	538
销售收入 (万元)	25734	322929	386177
销售成本 (万元)	28754	313726	380552
毛利率	-10.5%	2.9%	1.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、天然气业务步入黄金期

(一) 公司天然气业务志存高远

天然气业务是公司 2014-2016 年的最大亮点。在省政府的支持下, 公司天然气业务定位于上中下游一体化协同发展。公司天然气业务定位高, 发展潜力大。

1、以中游管输为切入点, 构建全省一张网。根据省政府部署, 公司天然气中游管输业务定位于全省天然气资源调控平台, “全省一张网”, 主要负责全省天然气管道、门站、储气调峰设施以及城市燃气等项目的投资、建设和经营管理; 代表省政府与中石化、中石油等上游天然气公司签订天然气总买总卖协议, 负责向下游城市燃气公司或大用户供应天然气。

2、向上游争取资源。在政府支持与区域资源禀赋的双重支撑下, 公司积极准备, 力争上游油气资源, 有望全力争取湖北省内的页岩气区块。(公司曾于 2012 年参与第二轮页岩气招标)

3、向下游拓展分销。公司凭借中游管输网络、调控平台优势, 积极向下游拓展城市燃气和大用户天然气供应。在车、船用气领域, 公司与中石油合资成立湖北新捷公司(公司参股 44%), 面向省内 LNG、CNG 的推广。

(二) 湖北省天然气市场潜力大

湖北省天然气用量快速增长。2012 年全省全年用气量 27.4 亿立方米, 比 2011 年增长 14.2%, 高于全国 13.6% 的增速水平。湖北省日供气量年初最高水平 972 万立方米, 可以保障居民用气和重要公共设施用气, 但日缺口仍达 200 万立方米, 约为日供应量的 1/4。

2013 年湖北省用气量继续较快增长。截至 13 年 10 月湖北省用气量 25 亿立方米, 我们预计全年用气量超过 30 亿立方米。我们预计湖北今冬明春日需求最高峰将达 1500 万立方米, 较去年同期增长 25%。日缺口或将超过 400 万立方米。

湖北省天然气市场大有可为。湖北省人口总量约 6000 万人口, 全国排名第九; 2012 年全省 GDP 总量突破 2.2 万亿, 排名也是第九。从人口总量和 GDP 总量看, 湖北省天然气消费潜力仍然巨大。根据湖北省十二五天然气利用规划, 湖北省天然气需求量将达到 102 亿立方米。而 2013 年的天然气用气量仅为“十二五”末规划值的 1/3。

我们分析, 省内天然气消费量规模仍然偏低的主要原因有两点。一方面是供气能力不

足, 另一方面是天然气与煤炭等低价能源相比的价格约束。供气能力不足与气源、中游管网建设进度有很大关系。目前这一因素正在改善(下文章节分析)。价格因素的确是制约天然气消费量增长的重要原因。但是我们应当看到, 在未来的能源使用中, 环境成本的重要性越来越显著。市场目前普遍看好京津冀市场对天然气的刚性需求, 主要原因是雾霾天气已经呈现常态化, 此区域天然气对煤炭消费的替代趋势形成(如北京地区已经开始关停燃煤机组, 用天然气发电机组做替代)。华中地区此前的空气质量优于京津冀, 显性的环保压力小很多。但是近日的华中雾霾, 或者说是全国雾霾, 无疑再次震撼国人。在京津冀的示范效应下, 在中央政府对环保考核机制下, 天然气的刚性需求正在逐步向全国辐射。当然, 具体落实到每个省区的速度不同, 这也与未来中央对地方政府的考核指标有很大关系。如果有幸达成我们的预期, 即生态环境指标在政绩考核中的重要性显著提升, 则天然气等清洁能源的利用将跨越式发展。

国内能源结构变迁浪潮滚滚而来, 清洁能源占比提升是大势所趋。目前我国天然气能源消费比重仅4%远低于世界平均24%和金砖国家15%的水平。我们预计, “十二五”末天然气占我国能源消费结构中的比重将提高至7.5%左右, 比目前的比重翻番。因此, 即使价格因素会抑制天然气消费, 但是在环保、减排的压力下, 刚性需求终会战胜价格因素, 天然气消费比重仍在提升过程中。我们预计, 在中游管网建设提速, 上游气源主体增加的背景下, 湖北省天然气消费将保持18%的快速增长。

(三) 中游管输, 全省一张网

1、气源供应渠道从“单一”趋向“多元”

与全国情况类似, 湖北省天然气消费大规模启动是从2005年开始。一方面原因是2004年“忠武线”的投产联通了重庆气源地与湖北消费地的长输管网通道, 湖北省气源供应得到大幅提升; 另一方面原因是与“忠武线”、“淮武线”配套的湖北省内的中游管网和附属管线加速建设, 连通了骨干网到城市燃气的通道。

在湖北省存量天然气市场中, 忠武线(中石油)几乎垄断了湖北省内天然气供应。天然气忠武工程在2004年全线投产, 包括忠县—武汉干线管道及枝江—襄樊、潜江—湘潭和武汉—黄石支线三条支线管道, 干线长度718公里。忠武线起源来自于重庆忠县气田和西气东输一线, 由沿途门站及附属管线直接向所覆盖城镇供气。忠武管道年设计输气量30亿立方米, 相当于2013年湖北省的全年天然气需求。从2005-2013年“忠武线”实际供气量逐步增长, 目前正在趋向于设计值。

面向湖北的新增气源正在丰富。中期增量气来自西气东输二线、川气东输, 远期将来自已经通过国家核准的新粤浙管线和西气东输三线。川气东输和新粤浙管线的业主是中石化。因此, 无论是从供气干线管网, 还是从气源业主看, 湖北省内的气源供应都在从“单一”趋向“多元”。省内中游增量管输的网络化趋势明显。

表3: 天然气区域管网项目表—湖北省

干线名称	投产时间	设计输气能力 (亿方)	湖北段获气能力 (亿方)	备注
忠武线(中石油)	2004.11	30	30	已投产

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

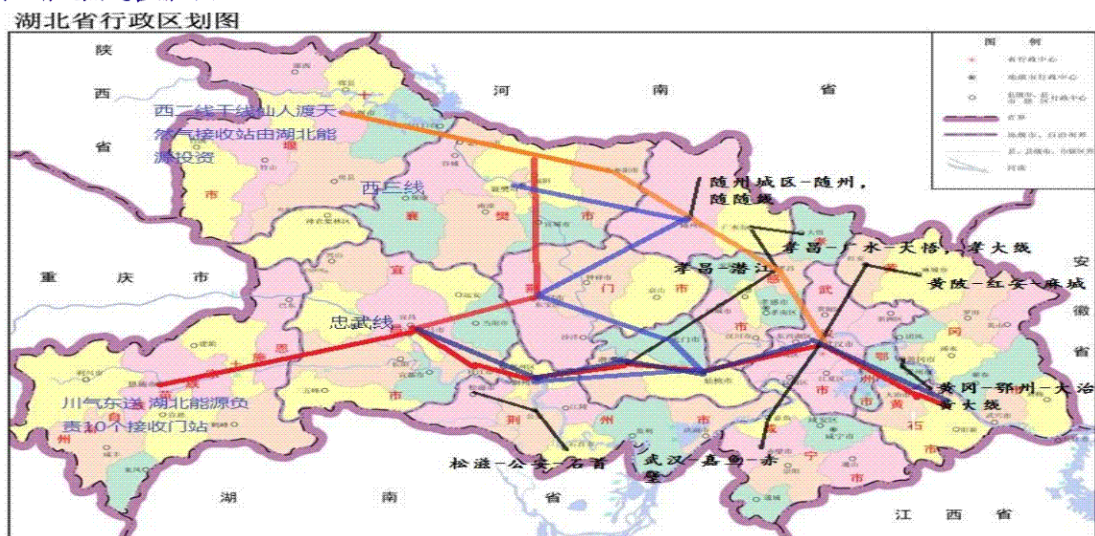
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理, 阅读更多研报请访问“慧博资讯”
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



淮武线(中石油)	2006.12	15		已投产
川气东输(中石化)	2010.3	120	10	已投产
西二线(中石油)	2010.12	300	20	已投产
西三线(中石油)	2014.6	300	20	
新粤浙线(中石化)	2015	300	20	

资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 湖北省天然气管输网络



资料来源: 中国银河证券研究部

2、公司以省内增量中游管输为起点，远期目标是全省一张网

现阶段，公司全资子公司湖北天然气公司负责湖北省内天然气管网建设，近期目标是对接“川气东输”和“西二线”，做增量市场。湖北天然气公司承建川气东输(中石化)、西二线(中石油)接收门站，以及支线管输网络。公司在建7条支线输气管网，黄大线天然气输气管道工程、武汉-嘉鱼-赤壁天然气输气管道工程、黄陂-红安-麻城天然气输气管道工程、孝昌-潜江天然气输气管道工程、随州-随县天然气输气管道工程、松滋-公安-石首天然气输气管道工程、孝大线。

经过两年建设，公司在建的7条支线管网进入投产期。截止到2013年10月，湖北省级天然气管网承接川气东送、西二线气源的15座接收站项目投运9座，已建管线460公里。其中，“孝潜线”潜江至天门段管道和仙桃接收站13年7月先后投产通气；“武赤线”嘉鱼段管道13年9月正式向嘉鱼县供气；与中石油“西二线”对接的仙人渡接收站13年10月正式向下游供气。

2014年是其他支线管网投产的高峰期。按照设计值，7条支线全部投产后，公司输气能力提升至23亿方，后期可以扩展至30亿方。

表 4: 公司在建7条支线管输网络情况

支线名称	长度(公里)	输气能力(亿方/年)	设计压力(兆帕)	管径(毫米)	调配供气范围	工程投资(亿元)
------	--------	------------	----------	--------	--------	----------

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



黄大线	76	4.8	6.3	610	黄冈、黄州、鄂州、金山	
武汉-嘉鱼-赤壁	73	2.32	6.3	406	嘉鱼、赤壁	
黄陂-红安-麻城	93	8.57	6.3	324	黄陂、宋埠、麻城、红安	1.45
孝昌-潜江	155	4	6.3	610	孝感、天门、仙桃、潜江	4.36
随州-随县	80	0.8			随州城区、随县	
松滋-公安-石首	95	1.54	4	377	石首、公安、松滋、江陵	0.72
孝大线	75	1.02	6.3	356	孝昌、大悟、广水	1.6

资料来源：中国银河证券研究部整理

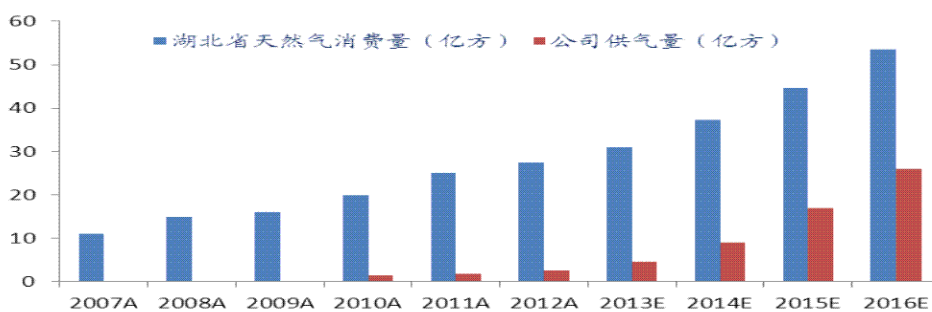
公司承建门站的“川气东输”与“忠武线”重合度高，因此，在2014年省内天然气消费量超出30亿立方时，公司天然气销售将实现突破。根据现在的情况，我们预计2014年湖北省天然气消费将达到忠武线30亿方的输气能力上限。我们认为自2014年起，川气东输和西二线对湖北省天然气的供应量占比将大幅提升。由于目前在建的管网支线基本都由公司承建，并将于2014年开始陆续投产。我们认为公司将主导湖北省天然气增量供应市场。

公司远期目标是湖北省内天然气调配平台。从其他省区的情况看，大部分省区在中游管输市场均有一个负责省级天然气统筹调配的主体，如陕西省天然气公司、山西省天然气公司、浙江省天然气公司、广东省天然气管网公司等。因此，我们预计湖北省未来天然气中游管输的整合情况与浙江、广东等省区具有可比性。

3、公司供气量快速增长

在中游管网建设提速，上游气源主体增加的背景下，2014-2016年湖北省天然气消费将保持18%的增速。在“忠武线”日趋饱和的情境下，公司承接川气东输、西三线的气量在2014-2016年快速增长，公司供气量在全省消费量中的占比将显著提升。如果“忠武线”对公司供气量增加，则构成超预期的贡献。

图7：2013-2016年湖北天然气消费量与公司供气量预测



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 争取页岩气资源

根据银河证券石化团队的分析，我国页岩气3年来经历了“超乐观→悲观→谨慎乐观”的阶段。截至2013年9月，我国页岩气开发钻井已达到142口，主要在四川和重庆，主要生产

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



企业是中石油、中石化和延长石油。

中石油自主攻关初步形成成套页岩气开采技术，并建成四川长宁-威远和云南昭通两大国家级页岩气示范区，规划 2015 年产能为 25 亿方。四川长宁-威远示范区探明页岩气地质储量 3000 亿立方米以上，建成产能 20 亿立方米以上。

中石化在重庆涪陵页岩气示范区的首口井投产，规划到 2015 年底在涪陵气田建设年产能 50 亿立方米，这将是第一个国内成规模的页岩气基地，最快有望于 2014 年初实现商业开采。涪陵气田 6 口井的日均产量近 18 万立方米，是中国企业过去三年在试验性勘探中最高产的。

湖北省页岩气资源丰富，在全国排名前五。恩施地区是省内页岩气资源的富集区。公司于 2012 年参与了第二轮页岩气湖北区块的招标，但遗憾的是未能中标（华电集团获得）。公司并未放弃，仍在加紧页岩气勘探技术储备等前期工作。如果未来第三轮页岩气招标开始，我们预计公司仍是湖北区域内最强有力的竞争者。

（五）开拓天然气终端市场，多渠道分销

1、开拓新兴服务区域的燃气分销

公司凭借与“川气东输”趸购趸销的合作方式，获得气源，全面进入城市燃气与大客户分销市场。公司与通山县、通城县、神农架林区、荆州市、襄阳市、松滋市、随州市、黄冈市、老河口市、鄂州市人民政府分别签订了包括天然气工程等的战略合作框架协议和开发协议等。我们预计 2014 年公司将全面进入湖北省内城市燃气分销市场。

2、LNG、CNG 的市场推广

公司与中石油昆仑能源合资成立湖北新捷天然气有限公司，其中公司参股 45%。湖北新捷公司依托昆仑能源在沿海地区的 LNG 接收站，计划 5 年内湖北省兴建 100 座 LNG 汽车、船舶加气站，其中武汉城市圈 65 座。这批 LNG 加气站将主要满足大功率重型柴油载货汽车、省际大巴及轮船的用气需求。如果达成规划预期，湖北新捷公司将为湖北省提供 10 亿立方米的液化天然气供应。

公司自主的加气站业务近期以 CNG 为主，计划在鄂西北、鄂西南建设 3-5 座 5-10 万立方米/日规模的 CNG 加气母站，对保康、竹溪、竹山、房县及神农架林区等地供气。

四、新能源发电方兴未艾

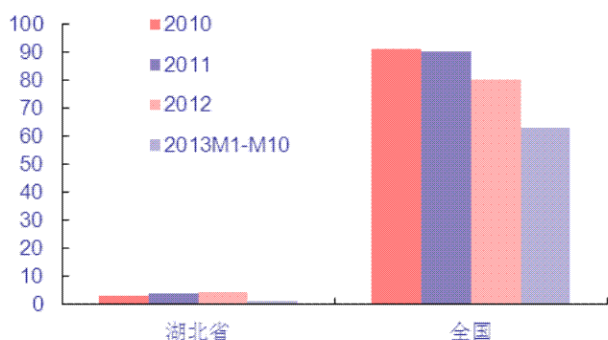
（一）湖北新能源发电市场启动在即

国家重点支持风电、光伏等新能源发电的发展。随着政策的逐步出台，国内光伏商业环境在电价、财税、金融、并网、资金等全方位建立。我们预计 2014-2015 年国内新增光伏装机容量为 10-15GW 和 15-20GW。虽然风电目前仍然受到并网限制，但是 2013 年以来风电政策的不断强化细化，我们预计 2013-2015 年间国内每年新增风电装机容量将超过 2012 年行业低谷，回升至 2010 年 19GW 的历史高峰。

根据2013年1月15日湖北省人民政府关于印发湖北省能源发展“十二五”规划的通知，到2015年，风电装机达到2GW，太阳能发电装机容量达到0.6GW。截至2012年末，湖北省发电装机容量57.9GW，其中，风电170MW，光伏10MW，加上2013年1-10月的新增装机后，风电197MW，光伏29MW。因此，在未来2年内，湖北省还需新增风电装机容量1.8GW，光伏0.57GW。

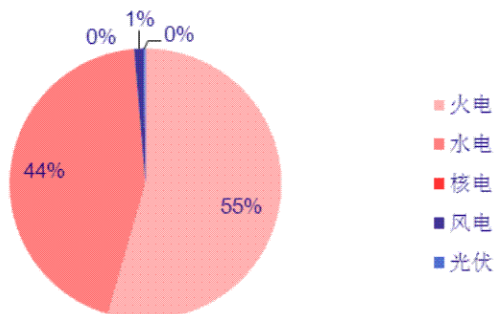
截至2012年末，公司风电装机容量为62.9MW，占湖北省风电总装机容量的38%。

图 8、全国新增装机容量呈下降趋势，湖北呈上升



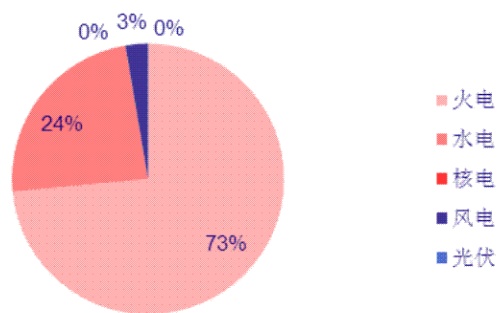
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

图 10、2012 年湖北省新增装机容量结构



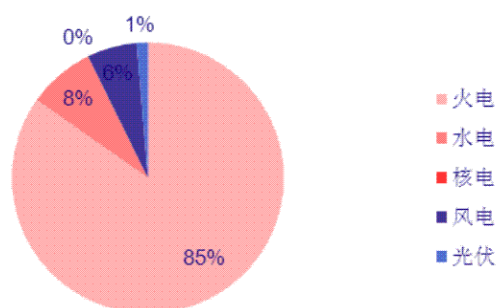
资料来源: EPIA, 中国银河证券研究部整理

图 9、2011 年湖北省新增装机容量结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

图 11、2013 年 1-10 月湖北省新增装机容量结构



资料来源: EPIA, 中国银河证券研究部整理

(二) 公司风电业务规模显著扩张

公司已投运 2 个项目九宫山风电一期 13.6GW (2007 年投产)、齐岳山风电一期 49.3MW (2011 年 9 月全部投产)，在建齐岳山风二期 49.5GW 和三期 49.5MW，以及武汉花山生态新城花城家园光伏并网发电工程一期 3MWp (屋顶部分约为 1MWp，地面部分约为 2MWp)。

除上述项目外，公司还与疆生产建设兵团农五师、武汉东西湖保税物流中心管理委员会、通山县、通城县、神农架林区、荆州市、襄阳市、松滋市、随州市、黄冈市、老河口市、鄂州市人民政府分别签订了包括风电、光伏系统投资建设的战略合作框架协议和开发协

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



议等。其中，与新疆生产建设兵团农五师的投资协议明确了风电场规划容量为 450MW，一期工程装机容量为 49.5MW。

表 5: 主要项目对母公司净利润的影响 (亿元)

	装机容量 (MW)	年发电量 (亿度)	电费收入(亿元)	净利润 (亿元)
九宫山风电-投运	13.6	0.25	0.20	0.04
齐岳山风电一期-投运	49.3	0.88	0.70	0.14
齐岳山风电二期-在建	49.5	0.88	0.70	0.14
齐岳山双鹿风电场 (三期)-在建	49.5	0.88	0.58	0.12
花山光伏发电一期工程-在建	3	0.10	0.11	0.03

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部整理。注: 正常运营及并网的情况下, 虽然年发电量逐渐减少, 人工成本逐年增加, 但是设备保险费率及土地使用水逐年减少, 项目每年的净利润率是提高, 每年都有 2% 左右的提升。18% 的净利润率是齐岳山一期全部并网后, 2012 年净利润水平。

(三) 公司引领湖北省风电、光伏发展

1、公司储备大量潜在项目

通过签订战略合作框架协议及开发协议等协议, 公司与新疆生产建设兵团农五师、武汉东西湖保税物流中心管理委员会、通山县、通城县、神农架林区、荆州市、襄阳市、松滋市、随州市、黄冈市、老河口市、鄂州市人民政府建立良好关系, 为后续开发风电、光伏等需要地方协助的项目奠定扎实基础。不少框架协议签订后, 公司再次签订了投资协议、特许经营协议及开发协议。

2、公司风电场运行经验超过 6 年

公司最早的九宫山风电于 2007 年投入运行, 已有 6 年的运行经验, 投入第二年给母公司贡献 307 万净利润。齐岳山风电一期最早并网的 13.6MW (16 台) 于 2010 年末并网, 运行已有 3 年, 后期 2011 年 9 月并网的 35.7MW, 运营也已有 1 年半。2012 年齐岳山风电一期给母公司贡献了 758 万元净利润。

3、公司引领湖北省风电、光伏发展

公司发展目标是成为一流的综合能源供应商, 在为湖北省经济社会发展提供坚强能源保障时, 大力投资建设风电、光伏项目助力完成湖北省能源发展“十二五”规划中风电及光伏装机目标。

五、盈利预测与投资建议

我们对公司进行分部盈利预测: (1) 电力业务: 假设 2014-2015 年来水处于正常水平, 水电发电量恢复至设计电量水平。由于湖北省内新增装机有限, 火电发电量基本保持稳定。2014-2015 年煤价持续低迷, 火电盈利能力稳定。(2) 天然气业务: 随着“川气东输”、“忠武线”、“西三线”气源供给增加, 公司在建中游管输投产, 公司实际供气量显著上升。我们预计 2013-2015 年公司供气量分别为 4.5 亿方、9 亿方和 17 亿方。(3) 煤炭物流: 保持稳定, 收入贡献大, 利润占比低。(4) 投资收益: 受益于长江证券、湖北银行、长源电力的业绩增长,

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理, 阅读更多研报请访问“慧博资讯”
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



2013-2015 年投资收益显著。

基于上述假设，我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.46 元、0.54 元和 0.70 元。目前对应市盈率分别为 14x、12x 和 9x，对应市净率分别为 1.3x、1.2x 和 1.1 倍。

公司存量资产业绩稳定，天然气业务步入黄金发展期，静态估值水平具备安全边际。着眼中长期看，公司肩负湖北省能源发展厚望，业务发展潜力巨大。中期，天然气业务的爆发、新能源业务的潜力、国企改革的预期、存量业务的增长等因素均可提升公司的估值水平。公司业绩趋势向好，估值弹性大，我们给予公司“推荐”评级。

表 6: 关键假设

关键假设	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
综合收入 (万元)	960755	1029637	1016844	1085268	1230253
综合成本 (万元)	798662	824939	787634	810836	919717
综合毛利率	17%	20%	23%	25%	25%
投资收益 (万元)	20781	11720	38780	38558	40696
主营业务分类预测					
电力					
水电发电量 (亿 kwh)	71	78	70	81	81
火电发电量 (亿 kwh)	99	88	99	94	94
电力业务收入 (万元)	600864	607311	593904	600834	623285
电力业务成本 (万元)	452432	414406	370884	354685	366351
毛利率 (水电贡献大)	25%	32%	38%	41%	41%
天然气					
供气量 (亿方)	1.9	2.5	4.5	9.0	17.0
收入 (万元)	25461	23476	45000	117000	238000
成本 (万元)	25681	24072	42750	99000	190400
毛利率	-1%	-3%	5%	15%	20%
煤炭物流					
收入 (万元)	322929	386177	364000	352100	352100
成本 (万元)	313726	380552	367500	350000	350000
毛利率	3%	1%	-1%	1%	1%
其他					
收入 (万元)	11501	12673	13940	15334	16868
成本 (万元)	6823	5910	6501	7151	7866

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理, 阅读更多研报请访问“慧博资讯”
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



表 7: 湖北能源 (000883.SZ) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2615	2871	2034	2171	2461	营业收入	9608	10296	10168	10853	12303
应收票据	273	190	188	201	227	营业成本	7987	8249	7876	8108	9146
应收账款	1260	961	949	1013	1148	税金及附加	72	75	74	79	90
预付款项	825	858	858	858	858	销售费用	28	12	12	13	15
其他应收款	41	72	71	76	86	管理费用	220	270	281	295	310
存货	427	198	189	195	220	财务费用	835	894	683	773	745
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-12	60	0	0	0
长期股权投资	2306	3438	3438	3438	3438	公允价值	9	0	0	0	0
固定资产	22409	21747	22104	22841	22977	投资收益	208	117	391	410	477
在建工程	587	1150	1650	1150	1150	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	3	3	3	3	3	营业利润	695	859	1633	1995	2475
无形资产	409	412	412	412	412	营业外收入	32	30	11	11	11
长期待摊费用	18	18	18	18	18	营业外支出	2	46	22	22	22
资产总计	31315	32104	32100	32561	33184	税前利润	725	842	1622	1984	2464
短期借款	6121	4060	5349	4681	3860	减: 所得税	156	133	162	298	370
应付票据	472	448	410	422	476	净利润	569	709	1460	1686	2094
应付账款	622	339	320	329	371	归属净利润	600	669	1226	1450	1864
预收款项	68	41	41	41	41	少数股东损益	-31	40	234	236	230
应付职工薪酬	132	150	150	150	150	基本每股收益	0.22	0.25	0.46	0.54	0.70
应交税费	34	75	75	75	75	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	548	520	520	520	520	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	-15%	7%	-1%	7%	13%
长期借款	7318	7048	4848	4848	4848	EBIT 增长率	-15%	30%	14%	22%	16%
预计负债	0	0	0	0	0	归属净利增长	-42%	12%	83%	18%	29%
负债合计	21501	18506	17533	16887	16162	盈利性					
股东权益合计	9814	13598	14568	15674	17023	销售毛利率	17%	20%	23%	25%	26%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	6%	7%	14%	16%	17%
净利润	569	709	1460	1686	2094	ROE	7%	5%	9%	10%	12%
折旧与摊销	966	994	1638	1763	1863	ROIC	3%	5%	6%	6%	7%
经营活动现金流	1898	3249	3357	3747	4124	估值倍数					
投资活动现金流	-1427	-2293	-2109	-1590	-1523	PE	21	27	14	12	9
融资活动的现金流	1384	-770	-2085	-2020	-2311	P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
现金净变动	1855	186	-837	137	290	P/S	1	2	2	2	1
期初现金余额	667	2615	2871	2034	2171	股息收益率	0.00%	2.27%	2.78%	3.29%	4.22%
期末现金余额	2522	2802	2034	2171	2461						

资料来源: 中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理, 阅读更多研报请访问“慧博资讯”

 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>


评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，电力等公用事业行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

