

2019年09月09日

湖北能源 (000883.SZ)

浩吉铁路大受益，静待水火风光煤齐共振

■**水火互济的地方龙头**：公司是三峡集团旗下的综合能源平台，截至2019年6月30日，公司控股在运装机975.5万千瓦，已初步建成鄂西水电、鄂东火电及恩施齐岳山风电等电源基地。控股电源机组类型多样，可充分发挥“水火互济”优势，平滑公司业绩。同时，公司逐步构建省级天然气供应保障和煤炭储配网络，发电业务结合煤炭贸易和天然气管输优势，保障燃料供应、严控成本，保证业绩稳中有升。此外，公司参股多家上市公司或金融企业，获得投资收益。

■**来水偏枯拖累水电盈利，并购与建设并举推动清洁能源发展**：公司在运可控水电装机415.0万千瓦，主要分布在清江流域。受来水偏枯影响，2019年上半年，公司水电业务营收和盈利贡献大幅下降。公司通过并购与建设并举，继续做大做强清洁能源板块。2019年上半年，公司顺利完成查格亚水电站收购，累计实现收益0.3亿元。目前，公司在建水电装机67.5万千瓦、风电44.2万千瓦，部分机组有望于2019、2020年集中投产，届时公司新能源装机、发电量及营收将大幅提升。同时，随着燃气管网的铺建，天然气业务的营业收入及盈利也有望增加。

■**湖北电力供需格局持续改善，鄂州三期投产助力火电盈利提升**：近年来湖北省用电量高速增长，用电负荷连创新高，湖北省整体呈现电力紧平衡、局部有缺口的供需格局。浩吉铁路临近投产，本地燃煤机组燃料成本高企的问题有望迎刃而解。2019年上半年，鄂州三期顺利投产，公司火电装机翻番，拉动火力发电量快速增长，火电板块对公司整体利润贡献率有望大幅提升。

■**荆州中转站即将投产，实现煤炭业务转型，金融资产投资收益大增**：目前，荆州煤炭铁水联运储配基地一期工程与蒙华铁路均在稳步推进中，预计于国庆期间投产。投产后，华中煤炭供应的紧张格局有望缓解，锦州基地的煤炭转运将以锦州为核心，辐射至长江沿线区域。同时，公司旗下的荆州中转站是湖北省煤炭储备基地的核心，公司可借助荆州中转站实现从贸易型到实体储配型的重大转变，届时公司煤炭贸易业务的毛利率有望大幅提升，成为新的利润增长点。此外，公司参投长源电力、长江证券、三峡财务等多家上市公司或金融企业，对主业利润实现有效补充。参股公司盈利均处于大幅改善阶段，投资收益值得期待。

■**估值处于低位，股息率值得期待**：公司目前PB仅为1.0倍，远低于水电行业平均水平。考虑到公司水电盈利有望逐步回归历史平均水平，火电和煤炭业务直接受益于浩吉铁路投产，盈利处于改善通道，PB修复和ROE提升可期。同时，公司现金流好，在政府严控新增装机的背

公司深度分析

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

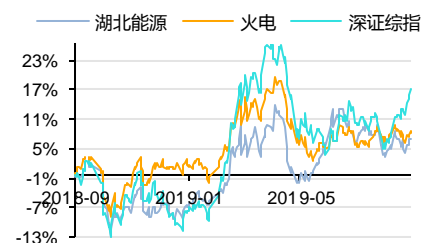
维持评级

6个月目标价：**5元**
股价(2019-09-06) **4.14元**

交易数据

总市值(百万元)	26,940.84
流通市值(百万元)	26,928.60
总股本(百万股)	6,507.45
流通股本(百万股)	6,504.49
12个月价格区间	3.45/4.52元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.8	-11.22	-10.81
绝对收益	3.5	1.62	6.46

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

景下，后续资本开支较小，持续性分红有保障。按照过去三年平均分红比例，2020年分红对应的股息率为3.7%，股息率值得期待。

■**投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 5.0 元。假设 2020-2021 年清江流域来水恢复至历史平均水平，我们预计公司 2019-2021 年的收入增速分别为 30.8%、31.8%、16.6%，净利润分别为 18.9 亿元、27.8 亿元和 30.8 亿元，对应市盈率分别为 14.2 倍、9.7 倍和 8.7 倍，看好公司盈利的持续改善。

■**风险提示：**全社会用电量增长不及预期；煤炭持续高位运行；上网电价下行风险；清江流域来水不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,585.8	12,307.7	16,101.8	21,215.5	24,737.0
净利润	2,173.2	1,811.0	1,893.2	2,784.0	3,079.5
每股收益(元)	0.33	0.28	0.291	0.428	0.47
每股净资产(元)	3.92	4.03	4.22	4.51	4.82
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	12.4	14.9	14.2	9.7	8.7
市净率(倍)	1.1	1.03	0.98	0.92	0.86
净利润率	18.8%	14.7%	11.8%	13.1%	12.4%
净资产收益率	8.5%	6.9%	6.9%	9.5%	9.8%
股息收益率	2.4%	2.7%	2.4%	3.5%	3.8%
ROIC	7.2%	6.0%	5.6%	7.9%	8.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 湖北能源——水火互济的地方龙头	5
1.1. 公司介绍.....	5
1.2. 业务构成.....	5
1.3. 经营情况.....	6
2. 清洁能源业务——连续两年来水偏枯，水电与风电项目稳步推进	8
2.1. 坐拥清江流域的地方龙头，近两年水电盈利欠佳.....	8
2.2. 顺利收购秘鲁水电项目，盈利贡献显著.....	11
2.3. 3座在建水电站稳步推进，有望在近两年投产.....	11
2.4. 并购与建设并举，做大做强新能源运营业务.....	11
2.5. 燃气管输与燃机协同发展，短期利润增长有限.....	13
3. 火电业务——煤电装机翻番，业绩弹性可观	13
3.1. 湖北省电力供需格局有望持续改善.....	13
3.2. 最具成长潜力的湖北火电龙头.....	16
3.3. 鄂州三期有望贡献丰厚利润.....	19
4. 煤炭业务——荆州中转站临近投产，承担蒙华铁路分销重任	19
4.1. 中转站基本情况.....	19
4.2. 存量煤炭销售业务.....	21
5. 金融资产——投资收益有望大幅提升	22
6. 投资策略	23

图表目录

图 1: 湖北能源股权结构 (截至 2019 年 6 月底)	5
图 2: 湖北能源发展历程.....	5
图 3: 湖北能源主要参控股公司 (%)	6
图 4: 2014-2019 公司控股装机容量 (万千瓦)	6
图 5: 2019H1 公司控股装机构成 (万千瓦, %)	6
图 6: 2014-2019 年营业收入及同比增速 (亿元, %)	6
图 7: 2014-2019 年归母净利润及同比增速 (亿元, %)	6
图 8: 2014-2019H1 分业务营业收入 (亿元)	7
图 9: 2019H1 公司营业收入构成 (%)	7
图 10: 2019H1 各项业务毛利率 (%)	7
图 11: 2014-2019H1 公司发电量构成 (亿千瓦时)	7
图 12: 2014-2019H1 分能源发电量同比增速 (%)	7
图 13: 2010-2019 年湖北能源水电发电量 (亿千瓦时)	9
图 14: 2011-2018 年隔河岩日均入库流量 (立方米/秒)	9
图 15: 2011-2018 年水布垭日均入库流量 (立方米/秒)	9
图 16: 2010-2018 年湖北能源水电平均上网电价 (元/千瓦时)	9
图 17: 2014-2019H1 水电营业收入 (亿元, %)	10
图 18: 2014-2019H1 水电营收占比 (%)	10
图 19: 2010-2018 年湖北能源水电发电量及归母净利润 (亿千瓦时, 亿元)	10
图 20: 水电度电成本及度电利润 (元/度)	10
图 21: 2014-2019H1 水电利润占比 (%)	10

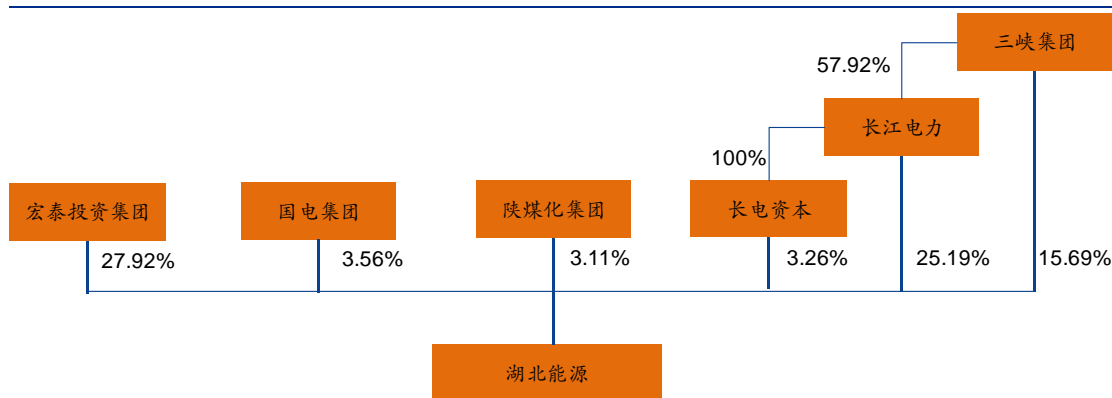
图 22: 秘鲁查格亚水电股权结构 (截至 2019 年 6 月底)	11
图 23: 2014-2019H1 新能源发电量 (亿元, %)	12
图 24: 2014-2019H1 新能源营业收入及毛利率 (亿元, %)	12
图 25: 2014-2019H1 天然气销售量及同比增速 (亿方, %)	13
图 26: 2014-2019H1 湖北能源天然气平均售价 (元/方)	13
图 27: 2010-2019H1 公司天然气业务的营收、成本及毛利率 (亿元, %)	13
图 28: 2019 年上半年分省用电增速 (%)	14
图 29: 湖北省分类用电增速 (%)	14
图 30: 2019H1 年湖北省用电结构 (亿千瓦时, %)	14
图 31: 2010-2019 年湖北能源火电发电量 (亿千瓦时, %)	17
图 32: 2017-2019 湖北省点火价差 (元/千瓦时, %)	17
图 33: 2014-2019Q1 公司火电平均上网电价 (元/度)	17
图 34: 2014-2019Q1 公司火电利用小时数 (小时, %)	17
图 35: 2014-2019H1 火电营业收入 (亿元, %)	18
图 36: 2014-2019H1 火电营收占比 (%)	18
图 37: 2014-2019Q1 火电标煤煤耗 (克/千瓦时)	18
图 38: 2014-2019H1 火电度电成本及度电利润 (元/度, %)	18
图 39: 2014-2019H1 火电毛利率 (%)	18
图 40: 2014-2019H1 火电利润及占比 (亿元, %)	18
图 41: 浩吉铁路示意图	20
图 42: 电煤价格指数	20
图 43: 2014-2019Q1 煤炭采购量及销售量 (万吨, %)	21
图 44: 2014-2019Q1 煤炭含税采购价及销售价 (元/吨)	21
图 45: 2014-2019H1 煤炭贸易营收及同比增速 (亿元, %)	22
图 46: 2014-2019H1 煤炭贸易业务毛利率 (%)	22
图 47: 2014-2019H1 投资收益及同比增速 (亿元, %)	23
图 48: 2014-2019H1 投资收益占利润总额比例 (%)	23
表 1: 2019H1 部分水电上市公司经营情况对比	8
表 2: 湖北能源水电装机构成 (万千瓦)	8
表 3: 3 座在建水电站, 总装机 67.5 万千瓦	11
表 4: 湖北能源新能源装机构成 (万千瓦)	12
表 5: 湖北能源在建风电项目 44.2 万千瓦	12
表 6: 湖北省标杆统调机组煤电机组构成 (亿千瓦时)	14
表 7: 湖北省 2019—2021 年间投产的火电、水电项目 (万千瓦)	15
表 8: 本地煤电及特高压输电成本对比	16
表 9: 湖北省火电利用小时数对来水量的敏感性分析	16
表 10: 湖北能源火电装机构成 (万千瓦)	16
表 11: 鄂州三期盈利预测	19
表 12: 浩吉铁路运费优势比较	21
表 13: 湖北能源部分长期股权投资企业 (截至 2019 年 6 月 30 日)	22
表 14: 湖北能源 2019H1 投资收益来源	22
表 15: 可比公司估值	23

1. 湖北能源——水火互济的地方龙头

1.1. 公司介绍

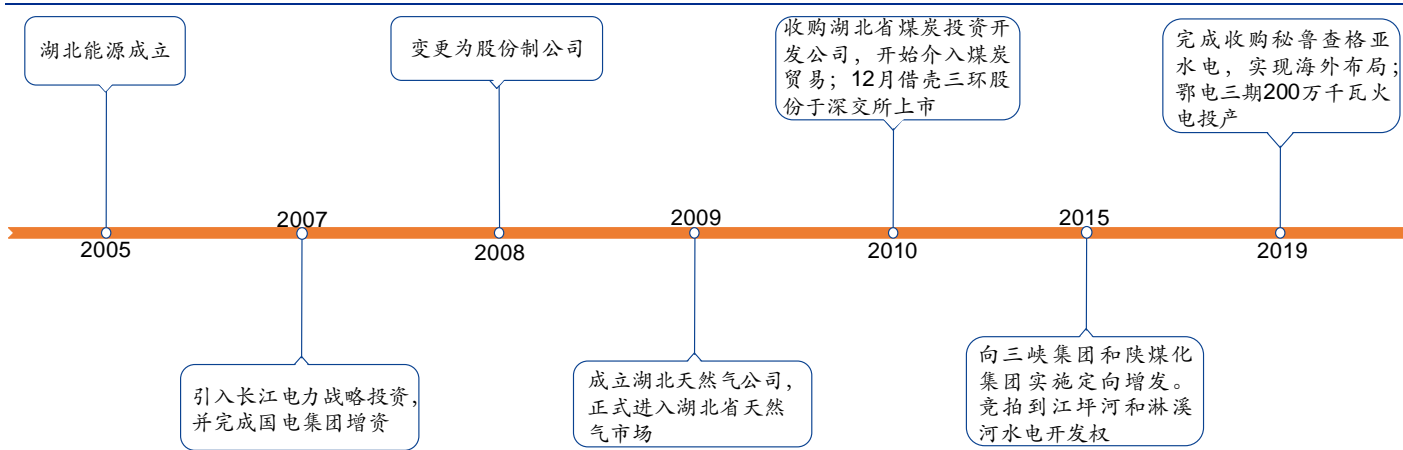
湖北能源成立于 2005 年 2 月。2007 年，公司引入长江电力战略投资，并完成国电集团增资。2008 年，公司实行股份制改造，变更为股份有限公司。2010 年，公司借壳三环股份，实现整体上市。2015 年，公司向三峡集团和陕煤化集团实施定向增发，三峡集团成为控股股东。截至 2019 年 6 月底，三峡集团直接控股 15.69%，通过长江电力间接控股 28.45%，合计持股 44.14%。公司其他主要股东分别为宏泰投资集团 (27.92%)、国电集团 (3.56%)、陕煤化集团 (3.11%) 等。

图 1：湖北能源股权结构（截至 2019 年 6 月底）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：湖北能源发展历程

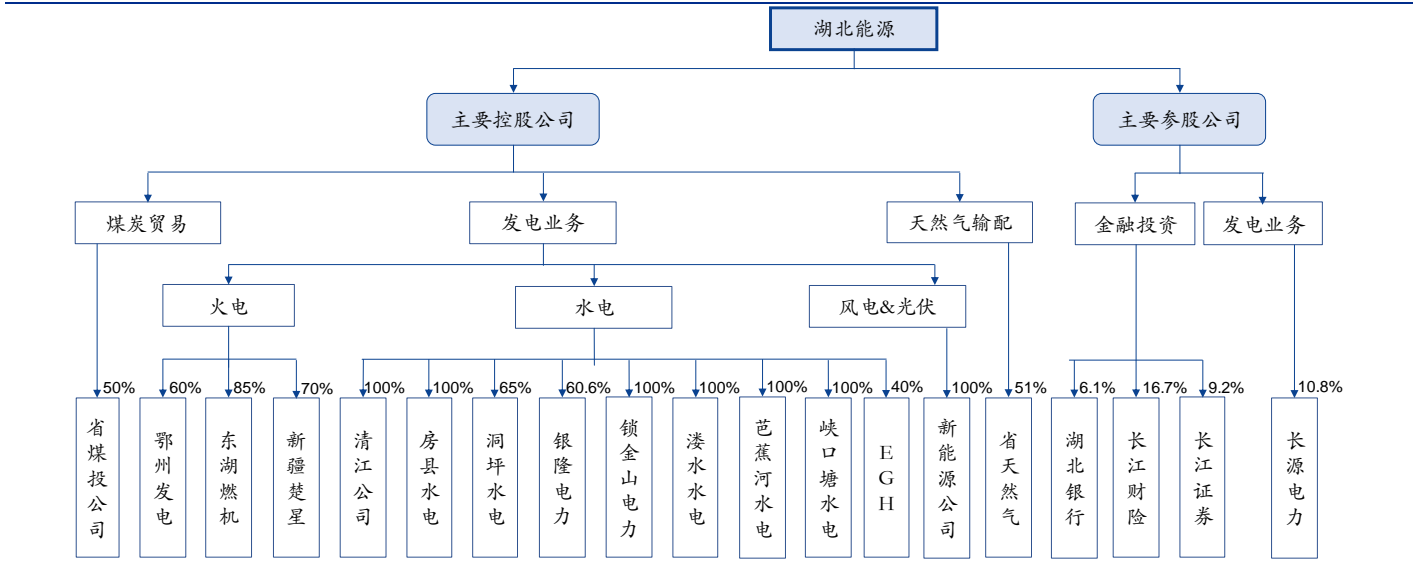


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 业务构成

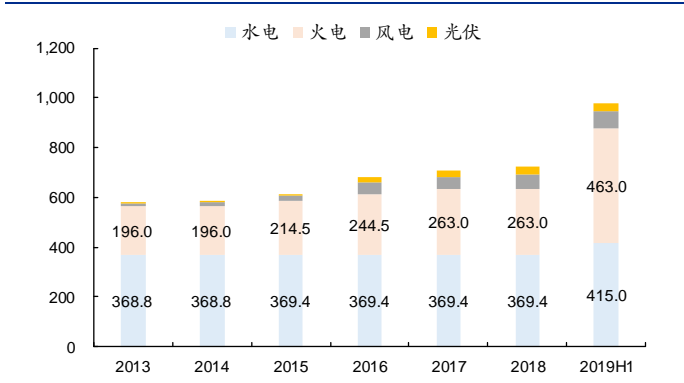
公司主营业务包括电力运营、天然气输配、煤炭贸易和金融板块等。公司目前已初步建成鄂西水电、鄂东火电及恩施齐岳山风电等电源基地，逐步构建省级天然气供应保障和煤炭储配网络，同时参股长江证券、长源电力等多家上市公司或金融企业。电力运营方面，公司控股电源机组类型多样，可充分发挥“水火互济”优势，平滑水电业绩受气候、季节等因素的影响。2019 年上半年，公司新增装机 252.8 万千瓦，其中火电 200 万千瓦，水电 45.6 万千瓦以及风电 7.2 万千瓦。截至 2019 年 6 月底，公司控股在运装机 975.5 万千瓦，其中水电 415.0 万千瓦，火电 436.0 万千瓦，风电 69.1 万千瓦，光伏 28.3 万千瓦。同时，公司结合煤炭贸易和天然气管输优势，保障燃料供应、严控成本，保证业绩稳中有升。

图 3：湖北能源主要参股控股公司 (%)



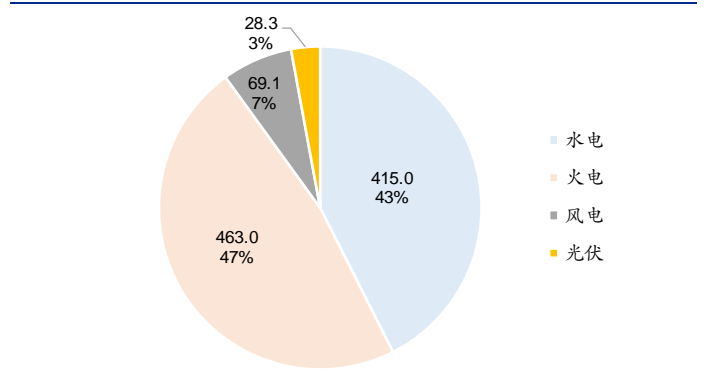
资料来源：公司公告，安信证券研究中心（除EGH之外，持股比例采用2018年年度报告数据）

图 4：2014-2019 公司控股装机容量 (万千瓦)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2019H1 公司控股装机构成 (万千瓦, %)

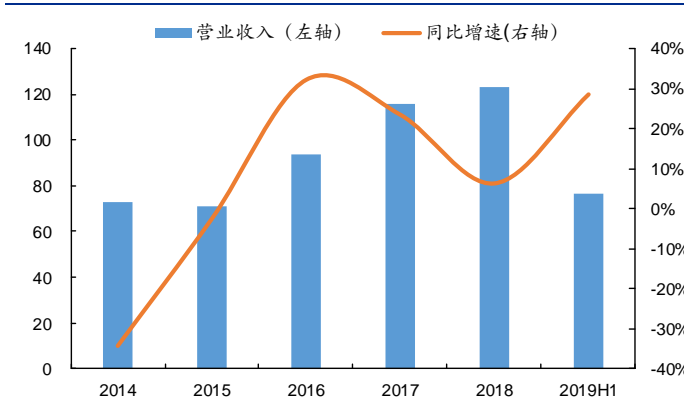


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 经营情况

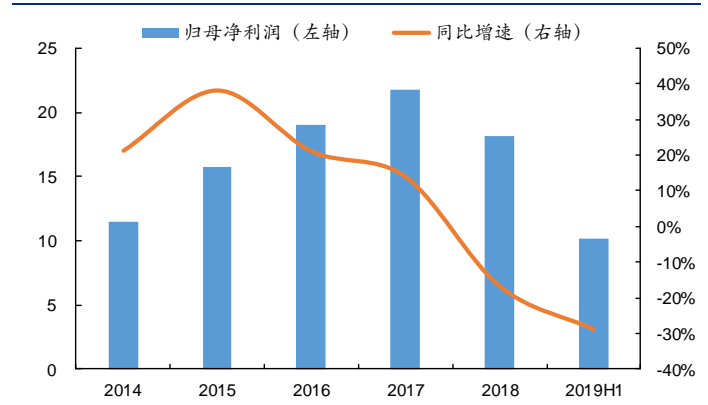
2019H1 营业收入小幅增加，归母净利润下降。根据公告，2019 上半年，公司实现营业收入 76.8 亿元，营业收入创新高，同比增长 28.5%。受水电发电量下滑及投资收益减少的影响，公司利润总额增长有限，净利润同比下降。2019 年上半年，公司实现归母净利润 10.1 亿元，同比降低 28.3%；扣非归母净利润 9.6 亿元，同比降低 20.7%。

图 6：2014-2019 年营业收入及同比增速 (亿元, %)



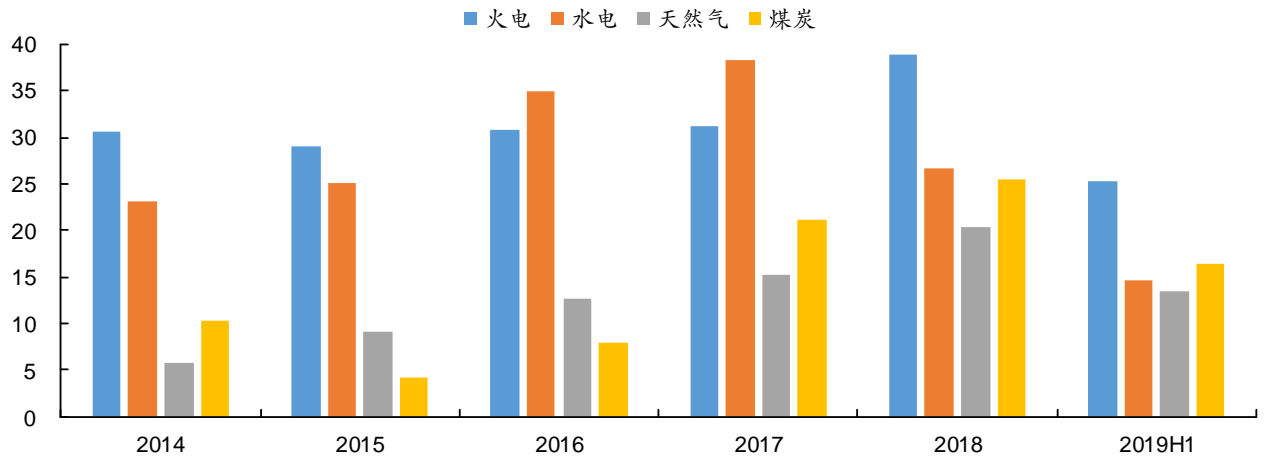
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：2014-2019 年归母净利润及同比增速 (亿元, %)



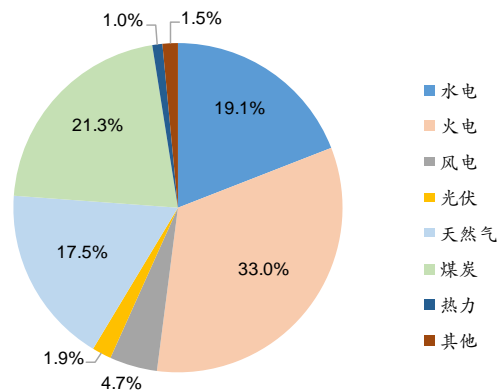
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8: 2014-2019H1 分业务营业收入 (亿元)



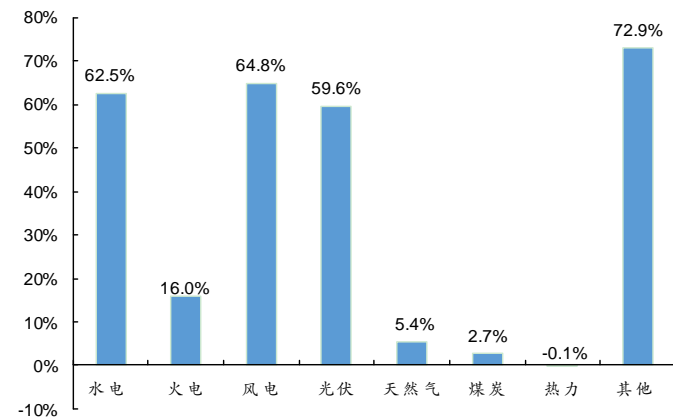
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 9: 2019H1 公司营业收入构成 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

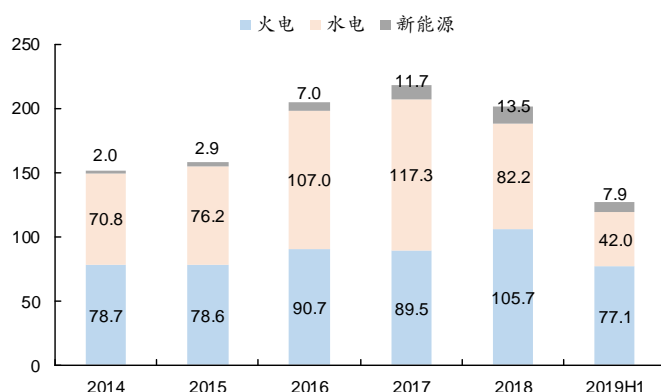
图 10: 2019H1 各项业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

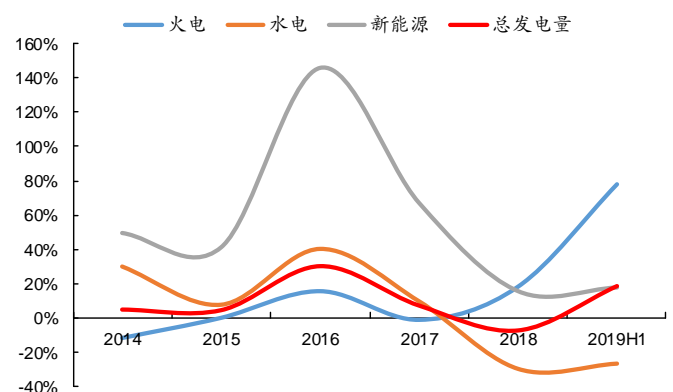
新机组投产及电力供需格局改善, 助力发电量大增。根据公告, 2019 年上半年, 公司累计发电 127.0 亿千瓦时, 同比增加 19.5 亿千瓦时 (+18.1%), 主要是因为鄂州三期投产、秘鲁查格亚水电并表及存量火电利用小时数大增。公司在湖北省内机组发电量 119.9 亿千瓦时, 占全省发电量 (不含三峡) 的 12.7%。湖北省来水整体偏枯, 导致水电发电量大幅减少, 火电利用小时数大增。2019 年上半年, 公司火力发电同比增长 78.0%; 风电及光伏等新能源发电 7.9 亿千瓦时, 同比增长 17.2%。

图 11: 2014-2019H1 公司发电量构成 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 2014-2019H1 分能源发电量同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

根据公告，2019年上半年，湖北能源实现营业收入95.1亿元，位列行业第四位。截至2019年6月底，湖北能源的水电装机量及发电量分别为369.4万千瓦和42.0亿千瓦时，均位列第五位。

表 1：2019H1 部分水电上市公司经营情况对比

	湖北能源	长江电力	华能水电	国投电力	桂冠电力	黔源电力	甘肃电投	韶能股份
营业收入 (亿元)	95.1	203.6	105.9	196.1	47.2	8.4	10.1	21.9
营业毛利 (亿元)	18.4	116.1	62.1	77.7	24.5	4.5	4.7	7.1
营业毛利率	19.3%	57.0%	58.6%	39.6%	51.9%	53.4%	46.7%	32.5%
营业利润 (亿元)	16.1	66.6	36.7	48.2	16.9	1.7	2.4	4.8
营业利润率	16.9%	32.7%	34.6%	24.6%	35.8%	19.7%	24.2%	21.9%
水电装机 (万千瓦)	369.4	4549.5	2293.6	1676.0	1022.8	323.1	169.9	68.0
水力发电量 (亿 Kwh)	42.0	853.9	538.9	371.8	177.6	31.3	28.6	20.0
平均利用小时数	1136.3	1876.9	2349.3	2218.4	1736.5	969.5	1683.3	2940.0

资料来源：公司公告，安信证券研究中心（甘肃电投装机为权益装机）

2. 清洁能源业务——连续两年来水偏枯，水电与风电项目稳步推进

2.1. 坐拥清江流域的地方龙头，近两年水电盈利欠佳

水电主要集中在湖北清江流域，秘鲁项目已完成并表。截至2019年6月底，公司在运可控水电装机415.0万千瓦，包括省内水电369.4万千瓦和秘鲁查格亚水电45.6万千瓦。省内水电主要集中在清江公司（336.3万千瓦），占公司水电装机的81.0%。清江公司是湖北省中东部除三峡以外最大的水电基地，下属水布垭（184万千瓦）、隔河岩（121.2万千瓦）、高坝洲（27万千瓦）等3座大型水电站。秘鲁查格亚水电项目于2019年上半年完成股权交割及并表。

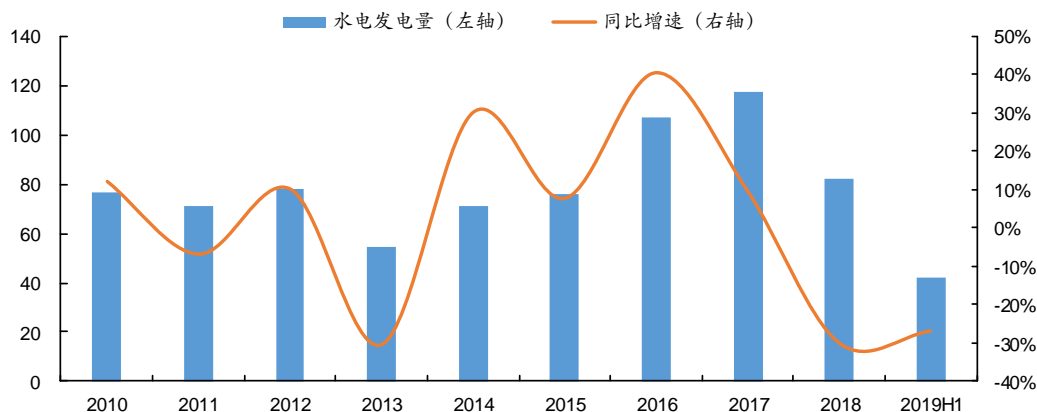
表 2：湖北能源水电装机构成（万千瓦）

公司名称	水电站名称	持股比例	装机容量	装机构成	所在流域	上网电价 (元/度)	投产日期
清江公司	水布垭水电站	100%	184	4*46	清江	0.38150	2008年
	隔河岩水电站	100%	121.2	2*30.6+2*30		0.34769	1994年
	高坝洲水电站	100%	27	3*9		0.40033	2000年
	保安电源电站	100%	4.03	1*2+2*0.55+2*0.3+6*0.055			2008年
房县水利水电	三里坪水电站	100%	7	2*3.5	南河	0.38150	2011年
芭蕉河公司	芭蕉河水电站	100%	5.1	2*1.7+1.6+0.1	芭蕉河	0.37280	2005年
洞坪水电	洞坪水电站	70%	11	2*5.5	中建河	0.35445	2005年
银隆电业	白水峪电站	65%	5	3*1.5+1*0.5	南河		1998年
锁金山电业	锁金山水电站	61%	4.5	3*1.5	湾潭河	0.35735	1997年
	柏顺桥水电站	61%	0.6	1*0.6		0.35735	2017年
EGH	查格亚水电站	40%	45.6		瓦亚加河		2016年
合计			415.03				

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

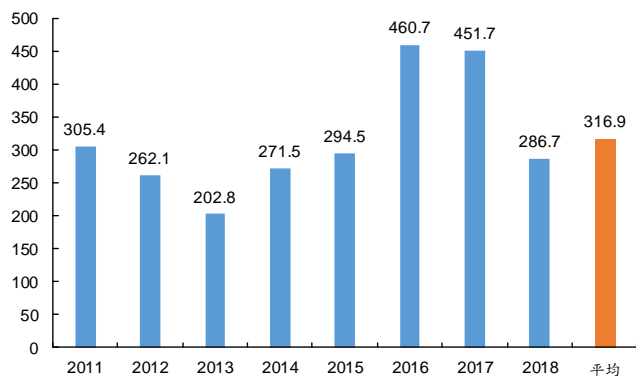
清江流域来水偏枯，水电发电量大幅下降。根据公告，2019年上半年，公司水电发电量42.0亿千瓦时，同比减少15.5亿千瓦时，降幅27%。若扣除上半年并表的秘鲁查格亚水电贡献的3.6亿千瓦时电量，清江水电发电量同比下降32.9%。清江流域来水具有不稳定性和年度不均衡性特点，但公司通过深入探索“五库联调”和“多源互补”，不断提高水资源利用效率。2018年清江流域在来水比多年平均少14.9%的情况下，机组发电量超多年平均2.3%。

图 13: 2010-2019 年湖北能源水电发电量 (亿千瓦时)



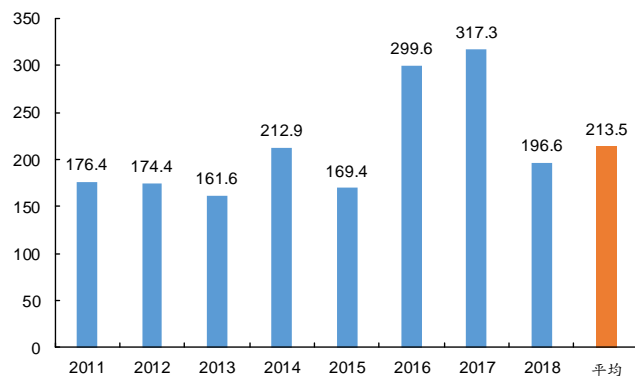
资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

图 14: 2011-2018 年隔河岩日均入库流量 (立方米/秒)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

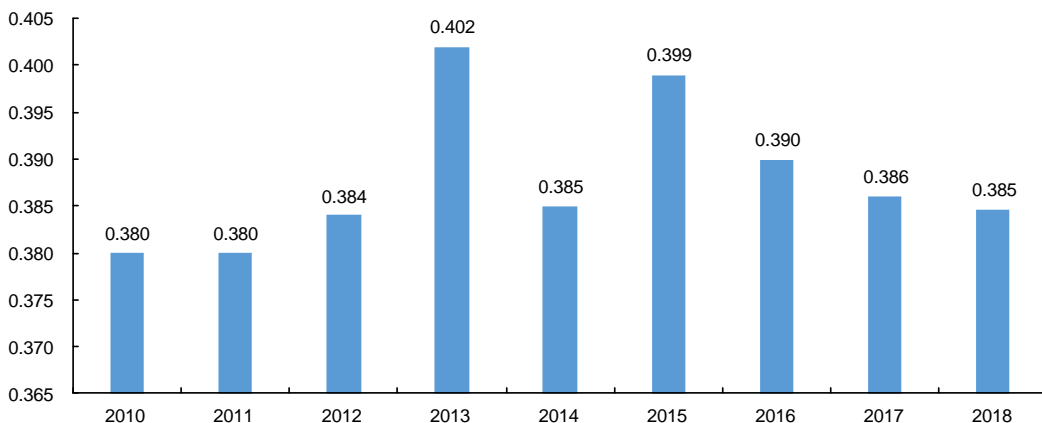
图 15: 2011-2018 年水布垭日均入库流量 (立方米/秒)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

受益于增值税下调, 部分水电机组不含税电价上升。根据公告, 2018 年公司水电上网电价为 0.385 元/千瓦时, 同比略降。2019 年上半年, 高电价的查格亚水电并表, 公司水电上网电价有所提升。同时, 湖北省深入推行水电“放管服”改革, 促进水电价格规范化。2019 年 6 月底, 湖北省发改委下发《关于调整水电上网电价的通知》, 5 万千瓦以上在役水电机组上网电价自 2019 年 7 月 1 日起按照增值税下调幅度相应下调, 5 万千瓦及以下在役及新建水电站暂按现行价格或标杆价结算。公司的水布垭、高坝洲、隔河岩、三里坪及洞坪在电价调整名单, 剩余 19.2 万千瓦的水电机组仍按现行含税价结算, 增值税下调间接提升部分水电机组的上网电价。

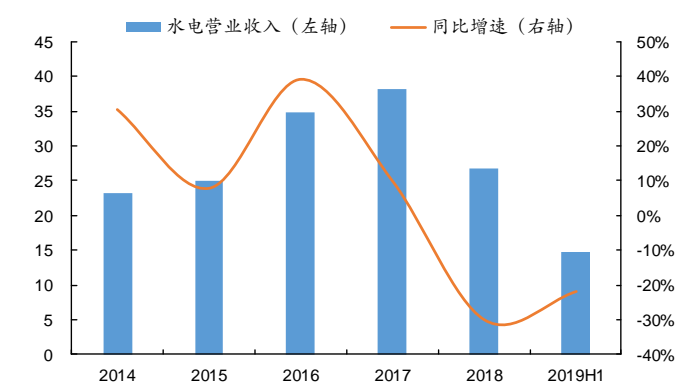
图 16: 2010-2018 年湖北能源水电平均上网电价 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

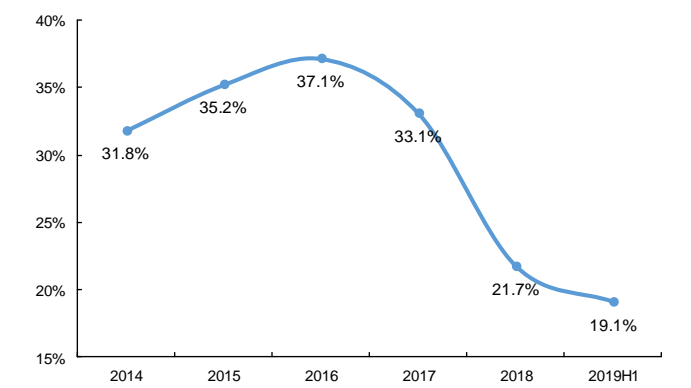
受来水偏枯影响，2019 年上半年，公司水电业务营收为 14.7 亿元，同比下降 22.0%，较 2017 年清江来水偏丰时下降近 30%。水电作为公司营收的重要来源之一，2019 年上半年水电营收占比从 2018 年上半年的 31.4% 降至 19.1%。

图 17: 2014-2019H1 水电营业收入 (亿元, %)



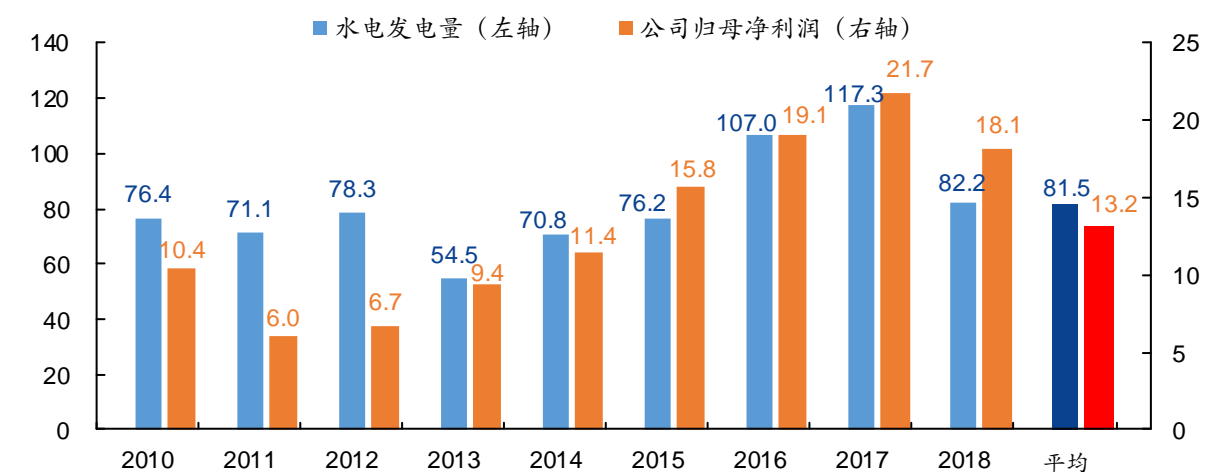
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 2014-2019H1 水电营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

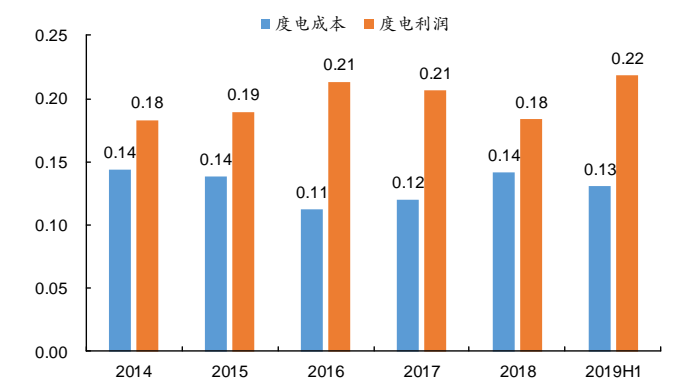
图 19: 2010-2018 年湖北能源水电发电量及归母净利润 (亿千瓦时, 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

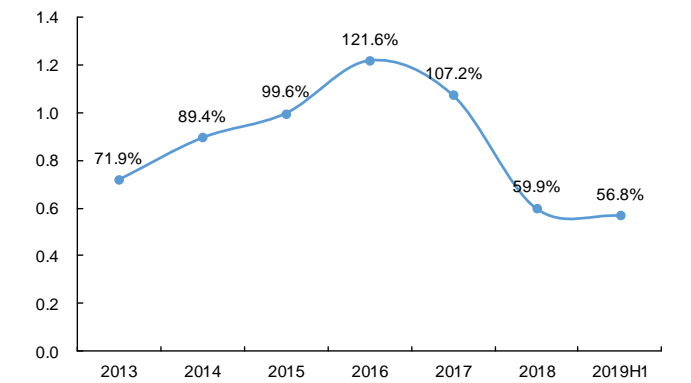
水电盈利贡献率大幅降低。2019 年上半年，公司的度电成本是 0.13 元/度，同比提高 23.5%，度电盈利为 0.22 元/度，与去年同期基本持平。水电板块作为公司盈利的重要来源，2019 年上半年受来水偏枯影响，水电板块盈利 9.2 亿元，同比减少 3.5 亿元，对公司整体营业利润的贡献率从 2018 年上半年的 72.5% 降至 56.8%。

图 20: 水电度电成本及度电利润 (元/度)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 2014-2019H1 水电利润占比 (%)



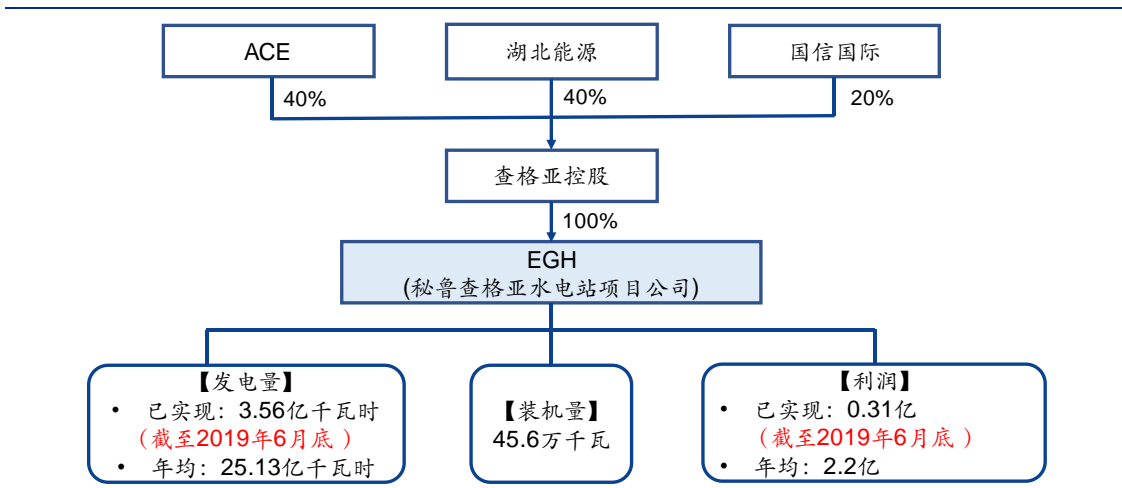
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2. 顺利收购秘鲁水电项目，盈利贡献显著

秘鲁查格亚水电站项目完成交割。2019年4月，湖北能源、ACE、国信国际三家公司按照40%:40%:20%的比例，共同支付交易对价14.1亿美元，收购 Empresa de Generación Huallaga S.A.（秘鲁查格亚水电站项目公司）全部股权。湖北能源按股权比例出资2.56亿美元，折合人民币18.6亿元。

查格亚水电于2011年5月开工建设，2016年9月正式投运。电站距秘鲁首都利马415公里，位于中部安第斯山脉以东的 Huallaga 河流域。查格亚水电为径流式日调节电站，总装机45.6万千瓦，年均发电量25.1亿千瓦时，年均利用小时数高达5500小时。2011年5月，查格亚水电站项目公司与秘鲁国家电力公司（Eletroperu）签订15年期限的长期购电协议，自2016年10月开始执行，约定售电量占总发电量的70%左右，剩余电量在现货市场出售。根据协议，长协电价以美元计价，汇率风险较低。截至2019年6月30日，查格亚水电站贡献电量3.56亿千瓦时，累计创造0.31亿元收益。按年均发电量25.1亿千瓦时折算的话，年均利润约为2.2亿元，公司持股40%对应的收益8800万元左右。

图 22：秘鲁查格亚水电股权结构（截至 2019 年 6 月底）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 3 座在建水电站稳步推进，有望在近两年投产

三座在建水电站共计 67.5 万千瓦，预计近两年投产。三座水电站分别是位于溇水流域的江坪河和淋溪河水电站以及位于郁江干流的峡口塘水电站。根据公告，在建水电站工程进度持续推进，预计将于 2019、2020 年投产。三座电站全部建成投产后，公司水电装机将增加 67.5 万千瓦，增加水电装机 16.3%。如果江坪河水电站如期投产，按照存量电站规模及盈利能力估算，预计 2020 年江坪河水电站能贡献净利润 1.0 亿元左右。

表 3：3 座在建水电站，总装机 67.5 万千瓦

公司名称	名称	持股比例	装机量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)	所在流域	预计 投产时间	调节类型	发电量 (亿千瓦时)	类型
溇水公司	江坪河水电	100%	45	2*22.5	溇水	2019 年底	年度调节	9.64	一等大型
	淋溪河水电	100%	17.52	2*8.5+1*0.52	溇水	2019 年开建	日度调节	4.00	三等中型
峡口塘公司	峡口塘水电	100%	5	2*2.5	郁江	2020 年		1.57	三等中型

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 并购与建设并举，做大做强新能源运营业务

公司新能源装机规模持续提升。截至 2019 年 6 月底，公司控股风电 69.1 万千瓦，光伏 28.3 万千瓦，共 97.4 万千瓦。此外，公司参股了咸宁核电，持股比例 40%，规划建设 4 台

百万千瓦级压水堆核电机组，但受国际环境、政策等影响，该项目目前处于停工状态。

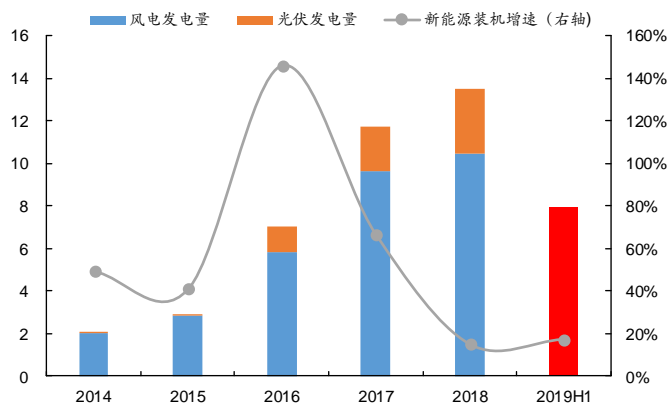
表 4：湖北能源新能源装机构成（万千瓦）

风电项目	持股比例	装机容量	装机构成	光伏项目	持股比例	装机容量
九宫山风电	48%	1.36	16*0.085	花山光伏	100%	0.30
齐岳山风电	100%	18.23	58*0.085+66*0.15+17*0.2	麻城阎家河光伏	100%	10.00
利川风电	100%	14.40	72*0.2	老河口光伏	100%	6.00
麻城风电	100%	4.95	24*0.2+1*0.15	王子山光伏	100%	4.00
荆门象河风电	100%	17.20	50*0.2+30*0.22+3*0.2	岩子河光伏	100%	4.00
黄石筠山风电	100%	8.00	40*0.2	麻城中广昇辉光伏	100%	2.00
通城风电	100%	5.00	25*0.2	随县爱康新能源	100%	2.00
风电合计		69.14		光伏合计		28.30

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

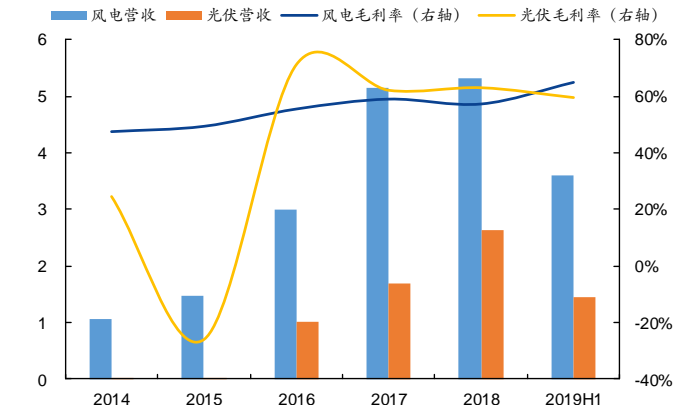
新能源项目稳步推进，发电量与营收连创新高。根据公告，2019 年上半年，公司新能源发电 7.9 亿千瓦时，同比增 17.2%；风电业务营业收入 3.6 亿元，同比增 35.9%，光伏业务营业收入 1.5 亿元，同比增 5.4%。新能源业务作为公司重要盈利板块，2019 年上半年实现营业利润 4.0 亿元，占总营业利润的 25.0%，风电和光伏毛利率分别为 61.6%和 68.7%。

图 23：2014-2019H1 新能源发电量（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心（2019H1 为新能源合计发电量）

图 24：2014-2019H1 新能源营业收入及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司有望依托平台优势和融资优势，通过并购与建设并举，做大做强新能源运营板块。根据公告，2018 年公司完成 3 个风电项目（通城黄龙山、利川安家坝、齐岳山中槽）投产和 2 个光伏项目收购，新增装机 15.3 万千瓦。截至 2019 年 6 月底，公司在建风电项目 44.2 万千瓦，预计 2019 年下半年和 2020 年年中分别投产 26.2 万千瓦和 18.0 万千瓦。按照湖北省 5 万千瓦陆上风电项目贡献净利润 2300 万估算，预计 2020 年风电项目贡献净利润较 2018 年增加 2.0 亿元。

表 5：湖北能源在建风电项目 44.2 万千瓦

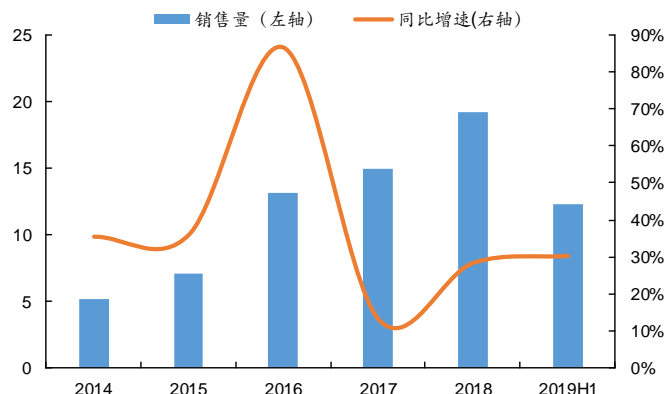
项目名称	装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)	预算数 (亿元)	累计投入占比 (%)	工程进度 (截至 2019 年 6 月底)
黄石筠山风电场工程	4	20*0.2	7.04	73.59%	84.70%
荆门象河风电场二期	7.2	30*0.22+3*0.2	6.07	70.03%	81.60%
恩施板桥风电场工程	15	75*0.2	13.31	39.60%	52.70%
大悟三角山风电场	5	25*0.2	4.39	3.02%	3.02%
湖北松滋柳林风电场	4	20*0.2	7.61	1.28%	1.28%
麻城蔡家寨二期	4	20*0.2	3.55	0.45%	0.45%
鹤峰走马风电场	5	25*0.2	4.43	1.93%	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.5. 燃气管输与燃机协同发展，短期利润增长有限

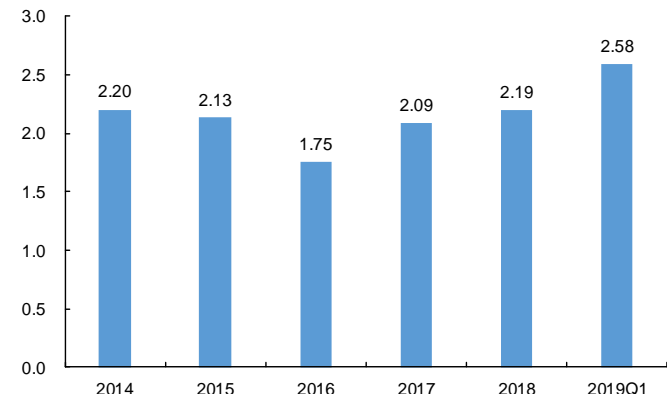
以发展燃机项目为抓手，带动天然气全产业链发展。公司于2009年6月设立子公司湖北省天然气发展有限公司，正式进入天然气行业。2016年，公司引进中石化天然气公司，二者共同对湖北省天然气公司增资，分别持股51%和49%。同时，公司持续推进燃机项目、天然气管网以及燃气接收站建设。截至2019年6月底，公司已建成输气管线822公里，其中高压长输管线663公里，在运接收（分输）场站30座。近年来，随着东湖燃机项目投运及天然气管网建设的顺利推进，公司天然气销量同比大幅增长。2019年上半年，公司完成售气量12.3亿方，同比增加2.9亿方（+30.3%），占全省天然气消费量的三分之一。

图 25: 2014-2019H1 天然气销售量及同比增速 (亿方, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 (2019H1 为新能源合计发电量)

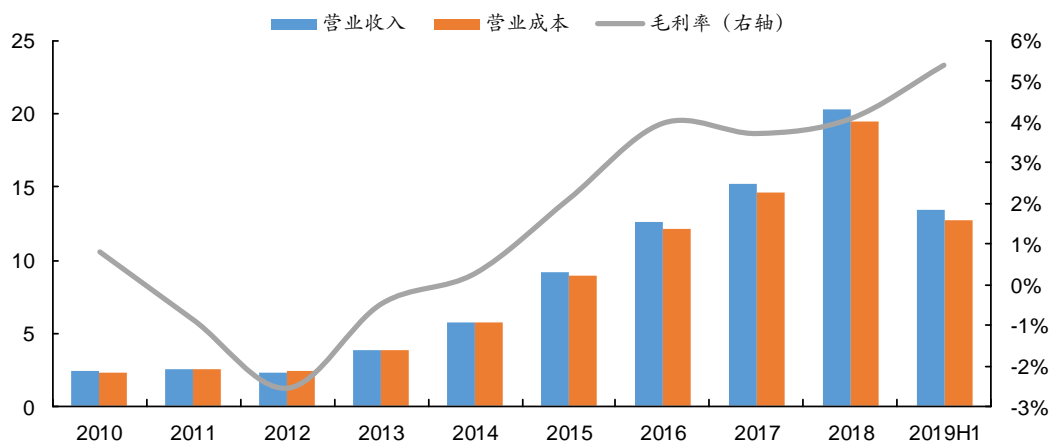
图 26: 2014-2019H1 湖北能源天然气平均售价 (元/方)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

毛利率稳步上升，短期利润贡献有限。随着公司在建天然气管网陆续投产，公司天然气板块的营业收入保持快速增长态势。根据公告，2019年上半年，天然气业务实现营业收入13.5亿元，同比增35.6%。2016年，随着东湖燃机公司投产及用户数量增长，公司天然气业务毛利率稳步上升，2019年上半年，天然气业务毛利率增至5.4%。虽然天然气业务的营业收入持续大幅提升，但由于毛利率尚处低位，对公司利润总额的增长贡献有限。

图 27: 2010-2019H1 公司天然气业务的营收、成本及毛利率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

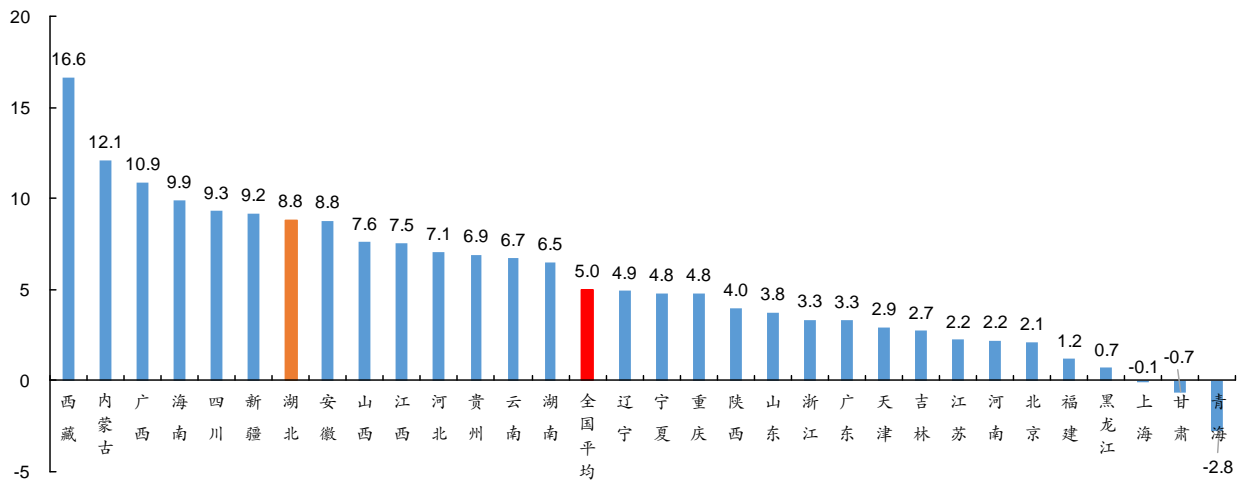
3. 火电业务——煤电装机翻番，业绩弹性可观

3.1. 湖北省电力供需格局有望持续改善

湖北省用电增速位居全国前列，用电负荷创新高。根据中电联数据，2019年上半年，湖北省全社会用电量1039.2亿千瓦时（+8.8%），用电增速位居全国第七。传统产业转型升级和新旧动能转换助推用电高速增长。2019年上半年，二产、三产和居民用电分别为633.9

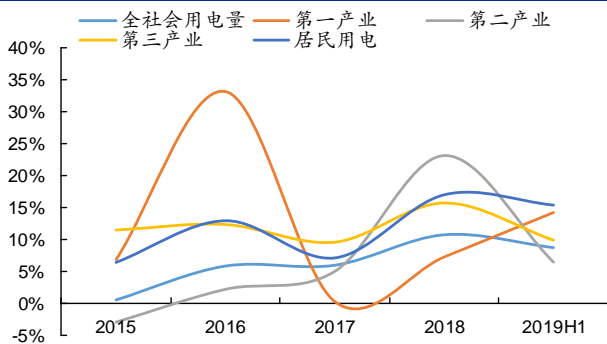
亿千瓦时 (+6.4%)、184.6 亿千瓦时 (+10.0%)、211.4 亿千瓦时 (+15.5%)。二产和居民用电对全省用电增长的贡献别为 45.1%和 33.7%。制造业用电 470.1 亿千瓦时 (+6.6%)，对工业用电增长贡献率达 82.7%。计算机通信产业用电 20.4 亿千瓦时，同比大增 41.2%。

图 28: 2019 年上半年分省用电增速 (%)



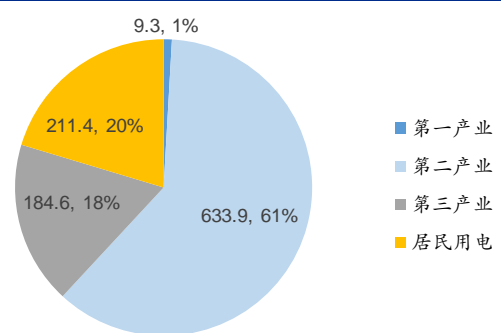
资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

图 29: 湖北省分类用电增速 (%)



资料来源: 湖北省发改委, 安信证券研究中心

图 30: 2019H1 年湖北省用电结构 (亿千瓦时, %)



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

发用电量有望超预期。湖北整体呈现电力紧平衡、局部有缺口的供需格局。2019 年 5 月, 湖北省发改委与能源局联合下发《2019 年全省电力电量平衡及统调电厂优先发电计划方案》,《方案》预计 2019 年湖北省发电量为 2917 亿千瓦时, 其中, 水电、风电、光伏、生物质发电全部列入优先发电计划, 按多年平均 (前五年, 不足五年按实际) 或设计值测算, 在确保可再生资源全额收购后, 全口径火电发电空间 1294 亿千瓦时 (含生物质 35 亿千瓦时), 统调火电 1145 亿千瓦时, 非统调火电 148.7 亿千瓦时, 统调火电优先电量 666.6 亿千瓦时。

表 6: 湖北省标杆统调机组煤电机组构成 (亿千瓦时)

大股东名称	发电企业	所在地	年度预安排总量	优先计划量	保量电量	装机量 (万千瓦)	装机组成	上网电价 (元/千瓦时)
华能集团	阳逻一二期	武汉	52.94	52.34	19.59	126	3*32 1*30	0.42330 0.42130
	阳逻三期	武汉	54.87	17.82	17.82	128	2*64	0.41610
	华能荆门	荆州	28.80	28.15	10.66	70	2*35	0.41610
	华能应城	应城	19.73	19.36	7.30	40	1*5 1*35	0.38910 0.41610
华电集团	西塞山一期	黄石	29.43	27.00	27.00	66	2*33	0.49580
	西塞山二期	黄石	57.84	18.48	18.48	136	2*78	0.41610
	襄阳一期	襄阳	54.44	53.22	20.14	132	4*33	0.42710
	襄阳二期	襄阳	56.18	19.13	19.13	128	2*64	0.41610
	*黄石#209 机组	黄石	7.00	7.00	7.00	0	1*20	0.42380

	黄石#210	黄石	13.79	13.08	5.10	33	1*33	0.41610
	武昌热电厂	武汉	14.00	6.75	-	37	2*12.5+2*6	
国电集团	国电长源一发	武汉	13.37	13.06	4.95	33	1*33	0.45346
	国电青山	武汉	30.14	29.49	11.15	70	2*35	0.41610
	汉川一期	孝感	28.02	27.41	10.37	66	2*33	0.41610
	汉川二期	孝感	28.02	27.41	10.37	66	2*33	0.46256
	汉川三期	孝感	88.05	27.16	27.16	200	2*100	0.41610
	国电荆州	荆州	29.81	29.20	11.03	66	2*33	0.41610
	荆门三期	荆州	55.26	33.10	20.45	128	2*64	0.41610
	华润集团	蒲圻一期	蒲圻	29.80	27.37	27.37	66	2*33
蒲圻二期		蒲圻	88.40	27.51	27.51	200	2*100	0.41610
华润宜昌		宜昌	31.86	31.21	11.79	70	3*35	0.41610
湖北能源	鄂州一期	鄂州	27.84	27.23	10.30	66	2*33	0.47581
	鄂州二期	鄂州	55.90	18.27	18.27	132	2*65	0.41410
	鄂州三期	鄂州	(应急)	-	-	200	2*100	
	东湖燃机	武汉	14.368	6.62	-	37	2*18.5	
国电投	大别山	麻城	55.68	18.63	18.63	128	2*64	0.41610
武汉钢铁	武汉钢电	武汉	15.836	15.84	-	40	2*20	0.44810
东阳光集团	宜昌东阳光	宜都	28.89	28.28	25.89	66	2*33	0.41610
广东核电	沌口燃机	武汉	1	0.86	-	18	2*12.3+2*5.4	
京能	京能热电	十堰	(应急)	-	-	70	2*35	
个体	湖北华盛电厂	潜江	7.01	7.01	-	18	3*6	0.47079
	南郡电厂#1		27.72	8.62	8.62	66		
	南郡电厂#2		(应急)	-	-			

资料来源：湖北省能源局，北极星售电网，安信证券研究中心（*黄石#209 机组为关停机组）

湖北省在建机组有限，电力供需格局有望持续改善。2018 年，湖北省除南郡 2 号 66 万千瓦及京能 1 号 35 万千瓦应急调峰机组投产外，无新增大型水火电机组。根据湖北省能源“十三五”规划及在建项目进度，2019 年预计新增火电装机约 370 万千瓦，电源装机将较 2018 年底（不含三峡）增加 5% 左右，无在建大型火电机组，在建水电规模及进度对湖北省电力供需冲击较小。湖北省新能源项目增速较高，但基数小，新增体量也非常有限。

表 7：湖北省 2019—2021 年间投产的火电、水电项目（万千瓦）

类型	项目名称	所属公司	装机容量	装机构成	投产时间
火电	十堰京能	京能集团	35	1*35	2018 年底
火电	十堰京能	京能集团	35	1*35	2019 年 5 月
火电	鄂州电厂三期	湖北能源	200	2*100	2019 年 4 月
火电	大别山电厂二期	中国电力	132	2*66	2019 年 4 月
火电	仙桃电厂	华润电力	132	2*66	尚未开工
水电	白河电站	中广核	18	-	2020 年
水电	碾盘山电站	国电集团	20	-	2022 年
水电	姚家坪电站	智友集团	20	-	十四五期间
水电	江坪河水电站	湖北能源	45	2*22.5	2019 年
水电	林溪河水电站	湖北能源	17.5	-	2019 年开工

数据来源：湖北省能源局，安信证券研究中心

特高压工程投产进度慢，成本无优势，对本地火电冲击有限。湖北省正积极推进陕北—湖北特高压直流工程建设，落实与新疆、青海、四川、西藏自治区间框架协议，加大低价电量资源消纳力度。该特高压工程于 2018 年下半年核准，2019 年 4 月开始建设，预计在 2020-2021 年投产。由于配套电源及终端配网建设问题，特高压项目在投产初期的输电负荷较低，未来四年通过特高压调入的外来电量较小。同时，电力市场化正稳步推进，省内火电未来将面临外地外来电的冲击。通过成本对比可以看出，本地煤电比特高压输电更划算，本地煤电便宜 20-30%。届时如果本地煤电与外来煤电竞争，本地电源的价格优势凸显。

表 8：本地煤电及特高压输电成本对比

	500 万千瓦煤电，年均 4500 小时			本地燃煤机组			特高压调入外来电			
	发电量 (亿度)	单位耗煤 (克/度)	耗煤量 (万吨)	距离 (公里)	运煤价格 (元/吨公里)	费用 (亿元)	年损耗电量 (亿度)	电量年费 用 (亿元)	特高压折旧+ 运维 (亿元)	费用 (亿元)
情景 1	225	300	675	500	0.12	4.05	13.5	6.07	1.6	7.7
情景 2	225	300	675	1000	0.12	8.10	18	8.1	3.0	11.1
情景 3	225	300	675	1500	0.12	12.15	22.5	10.1	4.5	14.6

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

湖北省火电利用率对全社会用电量增速及汛期来水敏感度较高。2019 年上半年，湖北省降雨量偏少，水电出力同比下降，存量火电利用率有望大幅提升。

表 9：湖北省火电利用小时数对来水量的敏感性分析

	类型	单位	19-20 年汛期来水平稳			19-20 年汛期来水偏枯		19-20 年汛期来水偏丰	
			2018 年	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
装机	火电装机	万千瓦	2884	3050	3200	3050	3200	3050	3200
	水电装机	万千瓦	3675	3675	3750	3675	3750	3675	3750
	其他装机	万千瓦	842	1020	1150	1020	1150	1020	1150
	装机增速	%	3.9%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
用电量高速增长 (外送电量不变)	用电量增速	%	10.8%	10%	8.5%	10%	8.5%	10%	8.5%
	全社会用电量	亿千瓦时	2071	2276	2468	2276	2468	2276	2468
	火电发电量	亿千瓦时	1306	1540	1682	1611	1755	1469	1610
	火电利用小时数	小时	4527	5049	5257	5283	5484	4816	5030
用电量中速增长 (外送电量不变)	用电量增速	%	10.8%	8%	7%	8%	7%	8%	7%
	全社会用电量	亿千瓦时	2071	2238	2395	2238	2395	2238	2395
	火电发电量	亿千瓦时	1306	1500	1606	1571	1679	1429	1534
	火电利用小时数	小时	4527	4918	5020	5151	5247	4685	4793

资料来源：公司公告，安信证券研究中心（汛期平稳代表水电利用小时数为多年平均值 3873 小时，来水丰枯分别代表利用小时数上下浮动 5%）

3.2. 最具成长潜力的湖北火电龙头

公司作为湖北省火电龙头之一，有效利用湖北省省级能源平台和三峡集团综合能源平台优势，充分把握电改、国改双重机遇，加速扩张火电资产。截至 2019 年 6 月底，公司火电装机 466 万千瓦，占湖北省火电总装机（3144.9 万千瓦）的 13.8%。公司火电资产包括鄂州发电 396 万千瓦燃煤机组，东湖燃机项目 37 万千瓦和援疆计划项目 30 万千瓦。公司燃煤机组以大机组为主，百万千瓦级机组占一半。东湖燃机项目的设计年发电量 15.2 亿度，年供热量 150 万吉焦。新疆楚星公司控股 2 台 15 万千瓦热电联产项目，该项目是湖北能源与兵团第五师共同推进项目，设计发电量 16.5 亿千瓦时，供热 336.1 万吉焦。公司正推进辽宁营口、武汉东西湖开发区、山东滨州、湖北鄂州、浙江舟山等燃机项目的前期工作。

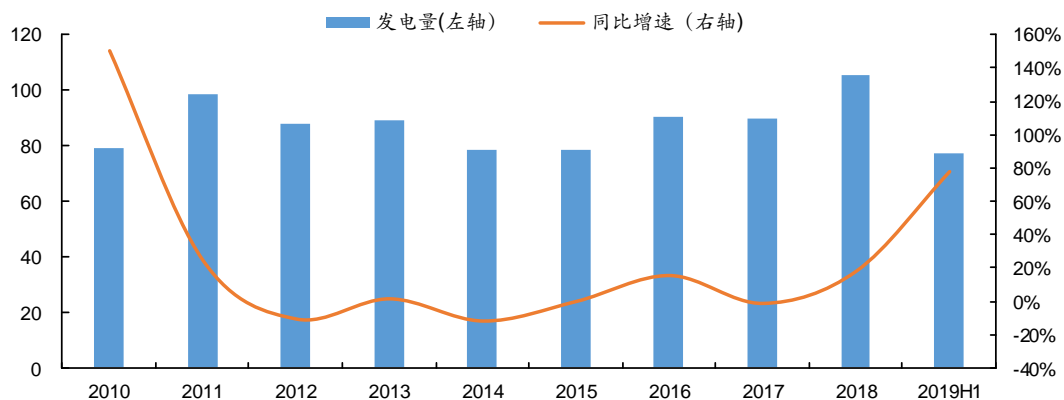
表 10：湖北能源火电装机构成（万千瓦）

电厂名称	项目名称	电源类型	持股比例	装机容量	装机构成	投产时间
鄂州发电	鄂州一期	燃煤	60%	66	2*33	1999 年
鄂州发电	鄂州二期	燃煤	60%	130	2*65	2010 年
鄂州发电	鄂州三期	燃煤	60%	200	2*100	2019 年 6 月
新疆楚星	五星热电联产	热电联产	70%	30	2*15	2016 年
东湖燃机	2x9E 燃机热电联产	燃机	85%	37	2*18.5	2016 年
合计				463		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

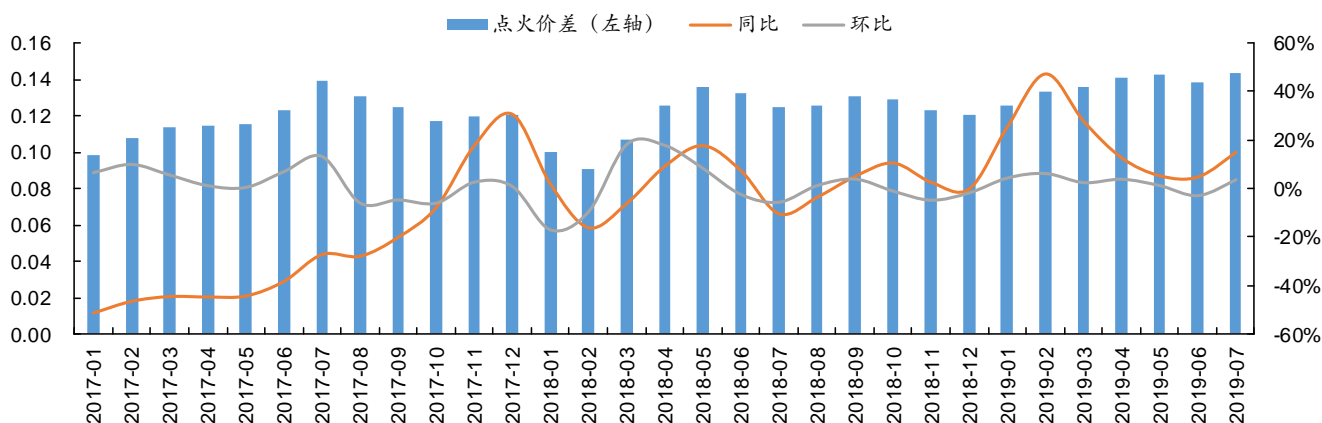
2019年上半年，公司火电发电量77.1亿千瓦时，同比增加33.8亿千瓦时(+78.0%)。鄂州电厂上半年全力争取发电计划，二季度鄂州三期#5、#6机组投产拉动全厂电量快速增长，发电量大幅超过年初计划进度，创历史最高水平。

图 31：2010-2019 年湖北能源火电发电量（亿千瓦时，%）



资料来源：中电联，安信证券研究中心

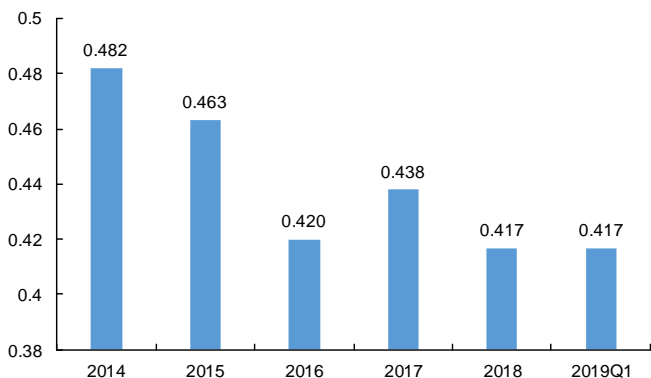
图 32：2017-2019 湖北省点火价差（元/千瓦时，%）



资料来源：中电联，煤炭市场网，安信证券研究中心

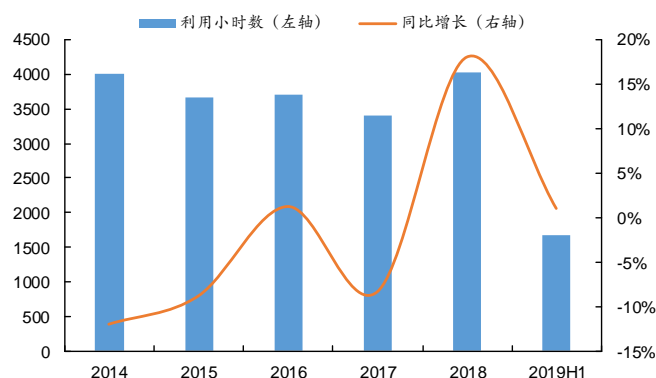
2017年7月，湖北省发改委发布《关于合理调整电价结构有关事项的通知》，将燃煤机组标杆电价由0.3981元/度上调至0.4161元/度。随着市场化占比提高，公司2019Q1火电平均上网电价降至0.417元/度，较2018年同期降低0.039元/度(-8.6%)。2018、2019年在湖北省用电需求高速增长及水电出力较少的情况下，2018年公司火电机组利用小时数增至4019小时(+18.1%)。2019年第一季度，公司火电机组利用小时数为1299小时，比去年同期提高409小时(+45.9%)。

图 33：2014-2019Q1 公司火电平均上网电价（元/度）



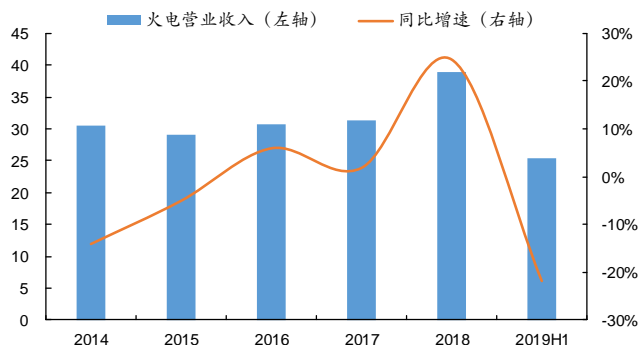
资料来源：债务评级报告，安信证券研究中心

图 34：2014-2019Q1 公司火电利用小时数（小时，%）



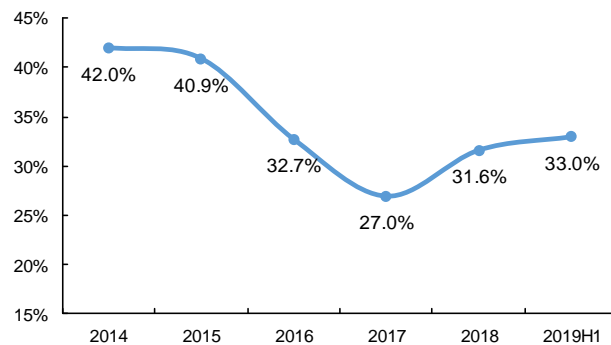
资料来源：债务评级报告，安信证券研究中心

图 35: 2014-2019H1 火电营业收入 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

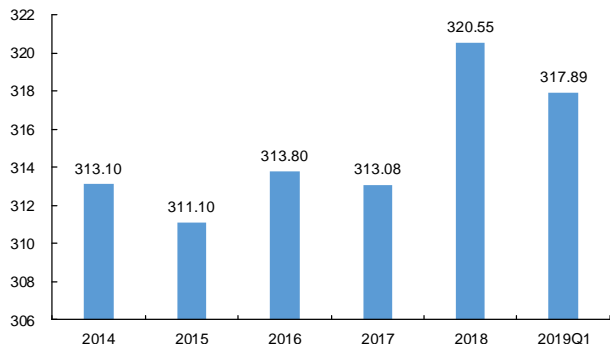
图 36: 2014-2019H1 火电营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

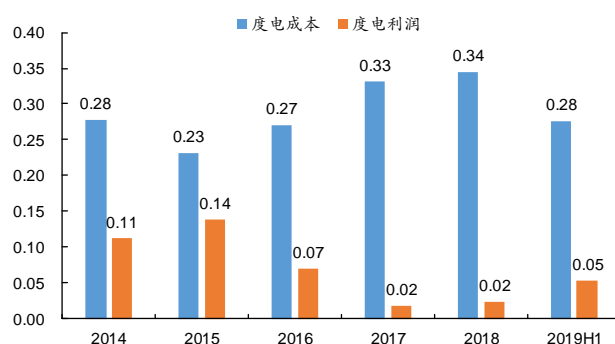
在供电煤耗方面, 2018 年及 2019 年第一季度公司供电煤耗分别小幅升至 320.6 克/度和 317.8 克/度。公司的燃煤供应商相对独立, 虽然公司煤炭贸易主体湖北省煤炭投资开发有限公司主要从事煤炭贸易, 但自供比例较小, 煤炭供应商主要来自于长期合作客户, 电煤供应有保障。2018 年, 公司成功争取到 295 万吨长协合同煤炭, 水运煤年接卸量突破 200 万吨, 2018 年煤炭采购均价 605.95 元/吨 (含税), 燃料价格首次低于区域平均水平。2019 年上半年, 公司继续加强燃料组织保障, 各重点长协合同兑现率均达到 100%, 燃料价格连续多月低于区域平均水平。同时, 公司新投产鄂州三期 200 万千瓦超超临界火电机组, 度电煤耗较低, 有效降低火电项目度电燃煤成本。

图 37: 2014-2019Q1 火电标煤煤耗 (克/千瓦时)



资料来源: 债券评级报告, 安信证券研究中心

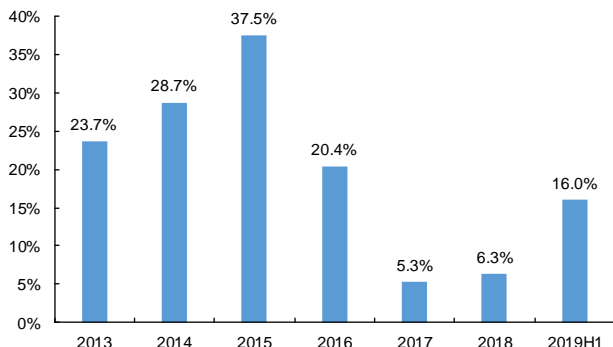
图 38: 2014-2019H1 火电度电成本及度电利润 (元/度, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

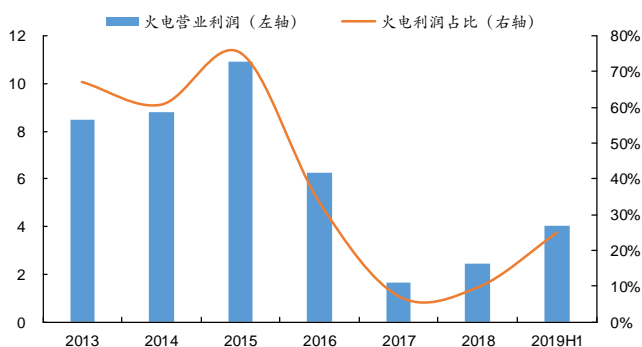
根据公告, 2019 年上半年公司火电业务毛利率为 16.0%, 较 2018 年同期上涨 11.2 个百分点。2017 至 2018 年煤价总体处于高位, 导致火电板块的燃料成本居高不下, 火电毛利率大幅降低。2019 年以来, 煤价步入下行通道, 火电的盈利能力大幅提升。同时, 公司火电装机容量翻番, 火电对公司整体利润贡献率有望大幅提升。

图 39: 2014-2019H1 火电毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 40: 2014-2019H1 火电利润及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.3. 鄂州三期有望贡献丰厚利润

鄂州三期顺利投产，有望大幅提升公司火电收入及盈利。鄂州三期作为湖北省 13 个重点火电项目之一，是湖北地区单机容量最大、参数最高的火电机组，对全省电力供应保障具有重要战略意义。自 2015 年 6 月鄂州电厂三期获批以来，两台机组先后于 2018 年 5 月和 9 月完成点火，2019 年 5 月 6 月先后实现商运。同时，鄂州三期 2×1000MW 超超临界燃煤发电机组采用了国际第三代高效火电技术，机组设计供电煤耗为 274.8g/kwh，综合热效率可达 46.9%，综合能效及环保各项指标均处国内领先水平。

表 11：鄂州三期盈利预测

	单位	2019 年	6 号出力为 5 号的 60%		6 号出力为 5 号的 80%		6 号机组快速转正	
			2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
利用小时数——5 号	小时	2500	5000	5100	5000	5100	5000	5100
利用小时数——6 号	小时	1500	3000	3060	4000	4080	5000	5100
发电量——5 号	亿度	25	50	51	50	51	50	51
发电量——6 号	亿度	15	30	30.6	40	40.8	50	51
厂用电率	%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场化比重	%	30%	40%	45%	40%	45%	40%	45%
标杆电价 (含税)	元/度	0.416	0.416	0.416	0.416	0.416	0.416	0.416
市场化折价	元/度	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
营业收入	亿元	13.89	27.71	28.23	31.17	31.76	34.64	35.29
度电煤耗	克/度	275	275	275	275	275	275	275
耗煤量 (标煤)	万吨	110	220	224.4	247.5	252.45	275	280.5
电煤价格 (5000 大卡)	元/吨	600	570	550	570	550	570	550
燃料成本	亿元	9.24	17.56	17.28	19.75	19.44	21.95	21.60
总造价	亿元	74.6	74.6	74.6	74.6	74.6	74.6	74.6
年均折旧	亿元	1.206	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41
其他费用	亿元	2.50	4.79	4.72	5.31	5.24	5.84	5.75
利润总额	亿元	0.94	2.96	3.82	3.70	4.67	4.44	5.52
净利润	亿元	0.70	2.22	2.86	2.77	3.50	3.33	4.14

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 煤炭业务——荆州中转站临近投产，承担蒙华铁路分销重任

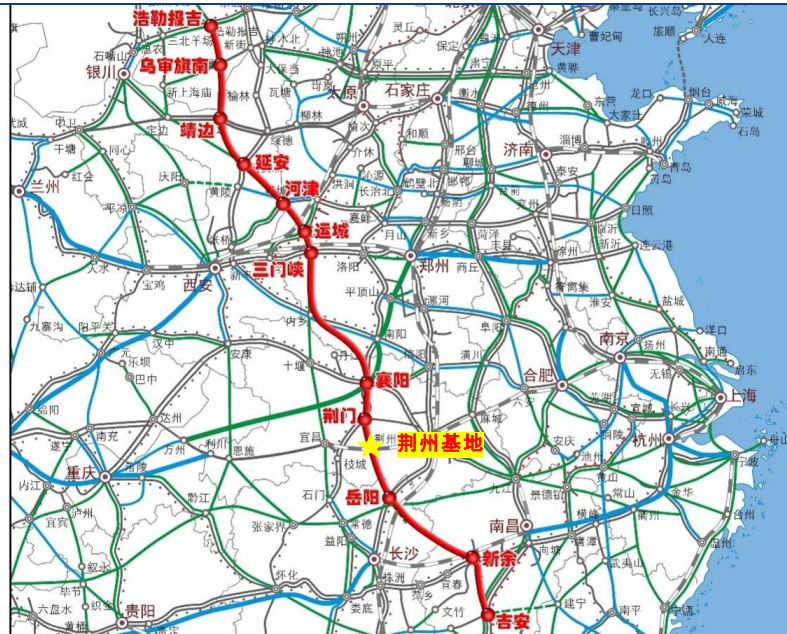
4.1. 中转站基本情况

公司旗下的荆州中转站是湖北省煤炭储备基地的核心。《湖北省煤炭储备基地中长期规划 (2011-2020)》明确了湖北省以荆州煤炭储备基地为主，武汉新港林四房港区、宜昌枝城港、襄阳余家湖港区为辅的“一主三副”煤炭中转格局。《湖北省能源发展“十三五”规划》提出，推进荆州江陵、武汉阳逻、襄阳余家湖、宜昌枝城等煤炭物流储备基地建设。

荆州煤铁仓储基地即将投产，助力公司煤炭业务转型。荆州煤炭铁水联运储备基地项目位于蒙华铁路（现浩吉铁路）中段。2014 年 7 月，国家发改委对蒙华铁路进行批复，同意其配套规划的集疏运系统建设，其中包括荆州煤铁储备基地项目。2016 年 9 月，湖北省发改委正式核准荆州煤铁储备基地一期项目，估算投资 37.95 亿元，完工后煤炭物流量将达到 4000 万吨/年，码头吞吐量 2100 万吨/年，其中铁路进口 1500 万吨/年，水路进口 500 万吨/年，水路出口 1600 万吨/年，公路及皮带机出口 400 万吨/年。武汉新港林四房港区出口煤炭主要依靠京广、汉丹及京九铁路武麻线煤源中转，进口承接川渝来煤，吞吐能力 1000 万吨左右，是湖北省煤炭中转格局“一主三副”中荆州煤炭铁水联运储备基地的有利补充。宜昌枝城港属于综合经营性的港口，主要对接焦枝铁路进行煤炭中转，煤炭中转量约 500 万吨

年，目前焦枝铁路来煤较少，煤炭主要供应岳阳华能电厂。预计在浩吉铁路投运后，岳阳华能电厂未来将主要依靠浩吉铁路来煤保证供给。襄阳余家湖港区和武汉阳逻转运规模较小，对市场影响不大。目前，荆州煤炭铁水联运储配基地一期工程与蒙华铁路均在稳步推进中。公司在基地投产后，有望做实做强煤炭业务，实现公司煤炭业务转型。

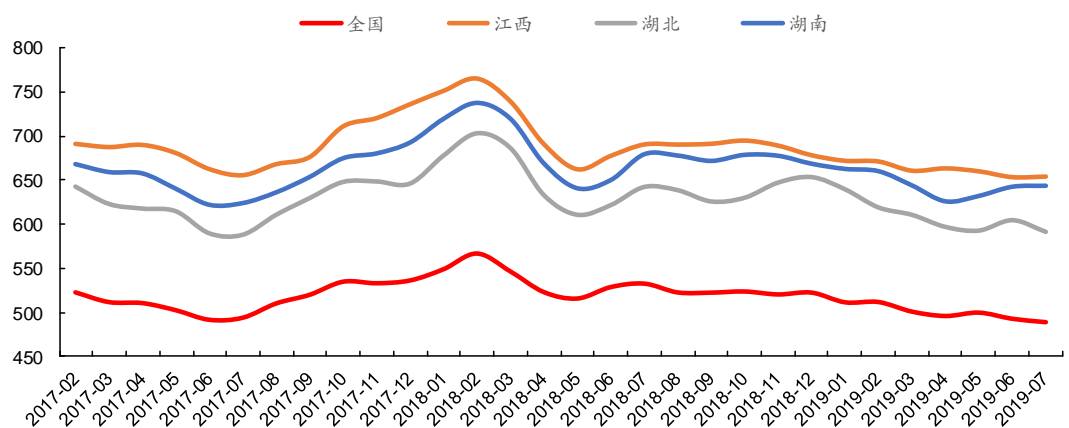
图 41：浩吉铁路示意图



资料来源：公开信息，安信证券研究中心

荆州中转站配合浩吉铁路建设加大铁路调入煤炭比例。浩吉铁路是北煤南运的直达通道，全长 1814.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣等 7 省区。受本地煤矿关停及煤炭运力制约，华中地区煤炭运输成本大幅增加，电煤价格指数高出全国电煤价格指数 100 元/吨以上。蒙华铁路运输的煤炭主要来自蒙西地区的呼吉尔特、宁东、翰林和陕西等地，主要送往湖北、湖南和江西等地。浩吉铁路预计今年国庆正式开通，煤炭运力最终将新增 2 亿吨，同时具有运输距离、运费优势，将直接缓解华中煤炭供应紧张局面。

图 42：电煤价格指数



资料来源：煤炭市场网，安信证券研究中心

湖北荆州煤炭铁水联运储配基地铁路专用线位于疏运系统核心区域，对提高区域北煤南运铁路通道疏运能力有重要意义。同时，对充分利用长江黄金水道运输能力将起到重要作用，利用铁水联运等多种运输方式结合构筑全新的区域煤炭物流体系。根据长江中下游地区煤炭运输经济技术分析，在以浩吉通道为载体的北煤南运方式中，安徽安庆以下地区，海进江运输方式运价占明显优势，安庆以上地区，铁路直达价格最具优势，所以北方南运煤炭将以铁

路直达与铁水联运为主。综合考虑，湖北荆州煤炭铁水联运储备基地的煤炭转运在湖北省内以荆州为核心区域，沿长江向下游辐射武汉、鄂州、黄石、黄冈等区域，省外拓展江西省和安徽省芜湖以上的沿长江区域。

表 12：浩吉铁路运费优势比较

运输方式	路线	运输距离(公里)	运价(元/吨)	差异(元/吨)
国铁	包西—宁西—焦柳线	1593	272	82.0
海进江	大秦-海运-长江	3955	221.4	31.4
海进江	朔黄-海运-长江	3787	252.96	63.0
浩吉铁路		1054	190	-

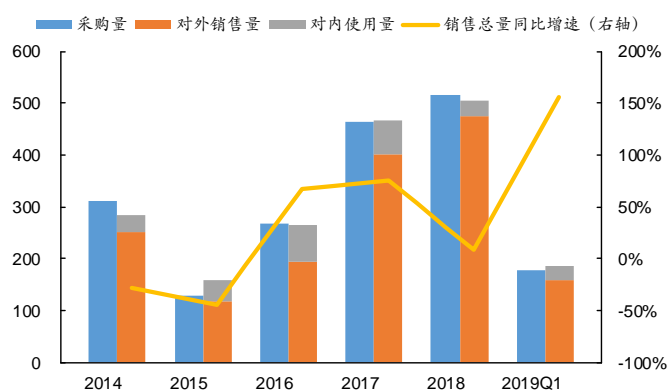
资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

4.2. 存量煤炭销售业务

公司销售煤炭主要来自山西、安徽、河南和陕西等地。2019 年一季度，公司采购煤炭 177.83 万吨，含税采购均价为 593.4 元/吨。由于煤炭市场出现回暖，发行人大力推进全员营销模式，公司煤炭销售量持续提升。截至 2019 年 8 月底，煤投公司累计完成煤炭销售量 488.5 万吨，完成年度目标的 101.8%；实现营业收入 25.7 亿元，完成年度目标的 105.5%；累计实现利润总额 5516 万元，完成年度目标的 89.1%。其中“两湖一江”地区销量占总销量的比例不断提升，市场转型初见成效。

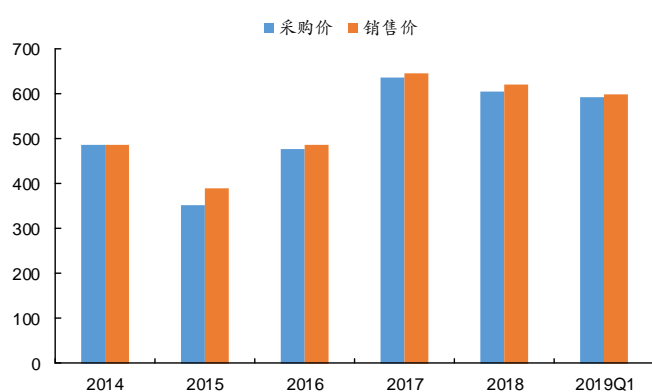
煤投公司是湖北能源开展煤炭业务的核心。公司于 2010 年 12 月完成煤投公司收购，把煤投集团打造成公司的煤炭贸易平台，使产业链得以快速延伸至煤炭物流、储备领域。2015 年 3 月，公司与陕煤化集团协议按照 50%：50%的股权比例共同对煤投公司进行增资扩股，将其注册资本金增至 10 亿元，并将其打造为湖北省煤炭供应保障平台和湖北市场的唯一煤炭销售主体。增资扩股后，煤投公司负责投资建设荆州煤炭铁水联运储配基地及配置码头、华中煤炭交易中心等项目。2019 年上半年，煤投公司实现归属于少数股东的损益 0.18 亿元，占湖北能源归母净利润的 1.8%。

图 43：2014-2019Q1 煤炭采购量及销售量（万吨，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

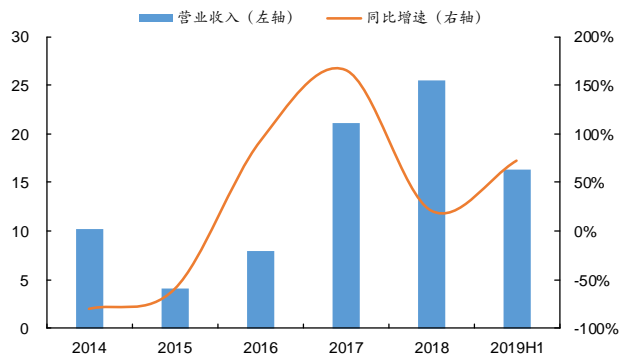
图 44：2014-2019Q1 煤炭含税采购价及销售价（元/吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

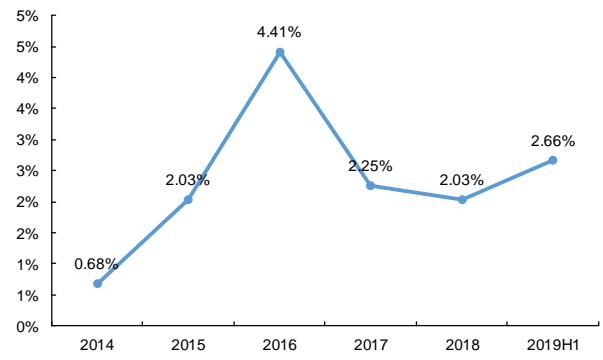
截至 2019 年 6 月 30 日，煤炭销售实现营业收入 25.5 亿元，同比增长 72.3%，利润总额 0.66 亿元，占公司利润总额的 4.1%。由于煤炭业务主要的经营模式为下游确定需求后，向上游采购煤炭直销，因此购销差价较小，毛利率低，对公司整理利润贡献有限。待荆州煤炭铁水联运储配基地建成后，公司实现从贸易型到实体储配型的重大转变，届时公司煤炭贸易业务的毛利率有望提升，成为公司整体利润的重要来源。

图 45: 2014-2019H1 煤炭贸易营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 46: 2014-2019H1 煤炭贸易业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

5. 金融资产——投资收益有望大幅提升

公司坚持实体经营与资本运作结合, 在做大主业的同时, 参投长源电力、长江证券、三峡财务等多家上市公司或金融企业, 进而获得投资收益。根据公告, 截至 2019 年 6 月底, 公司长期股权投资 59.85 亿元。公司于 2019 年 2 月以 14.13 亿元出售湖北银行 6.32% 股权, 每股均价 3.95 元, 增值 62.66%。此外, 公司处置持有的长江证券可转债实现收益 0.84 亿元。2019 年上半年, 公司实现投资收益 2.2 亿元, 同比下降 48.8%, 占公司利润总额的 13.6%, 主要是上期出售陕西煤业获得收益 2.5 亿元, 导致 2018 年上半年投资收益基数较大。

表 13: 湖北能源部分长期股权投资企业 (截至 2019 年 6 月 30 日)

公司名称	主营业务	账面价值 (亿元)	持股比例	投资收益 (万元)		
				2019H1	2018H1	2018 年
长江证券	证券	25.12	9.17%	9,961.05	3465.03	2357.51
三峡财务	金融	11.11	10.0%	6,349.36	6818.67	13143.73
长源电力	火电	4.18	10.8%	2,751.39	219.46	2253.81
长江财险	保险	1.39	16.7%	-431.85	-1273.82	-3228.79

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 14: 湖北能源 2019H1 投资收益来源

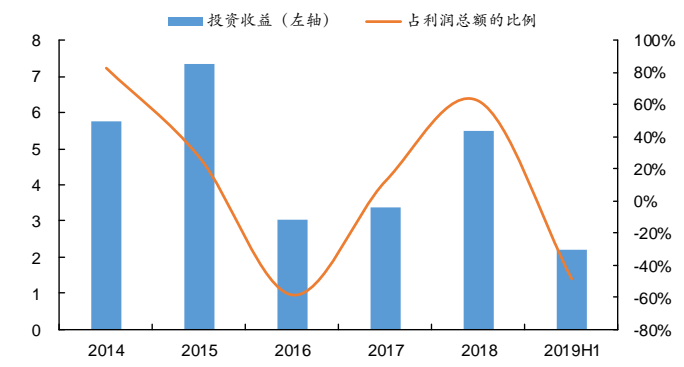
投资收益来源	金额 (万元)	占比 (%)	备注
处置长期股权投资产生的投资收益	-1566.1	-7.1%	主要是湖北银行处置损益
交易性金融资产在持有期间的投资收益	624.3	2.8%	-
处置交易性金融资产取得的投资收益	4104.6	18.7%	处置持有的长江证券可转债等
权益法核算下的长期股权投资收益	18773.7	85.6%	对联营和合营企业的投资收益
其中: 水电	-31.3	-0.1%	
煤炭	47.0	0.2%	
其他	18758.0	85.5%	
合计	21936.5	100.0%	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

参股公司盈利均处于大幅改善阶段, 投资收益值得期待。公司主要参股的公司包括长源电力、长江证券、三峡财务和长江财险等。长源电力有望直接受益于浩吉铁路投产和湖北电力供需格局改善, 归母净利润有望在 2019 年和 2020 年分别增至 6 亿元和 7 亿元, 届时湖北能源的参股投资收益将较 2018 年提高 5000 万元和 6000 万元。公司参股的长江证券也处于业绩上升期, 按照 WIND 一致预期, 2019、2020 年的归母净利润分别为 20 亿元和 23 亿元, 参股收益较 2018 年提高 1.6 亿元和 1.9 亿元。同时, 公司积极参与投资包括三峡财务

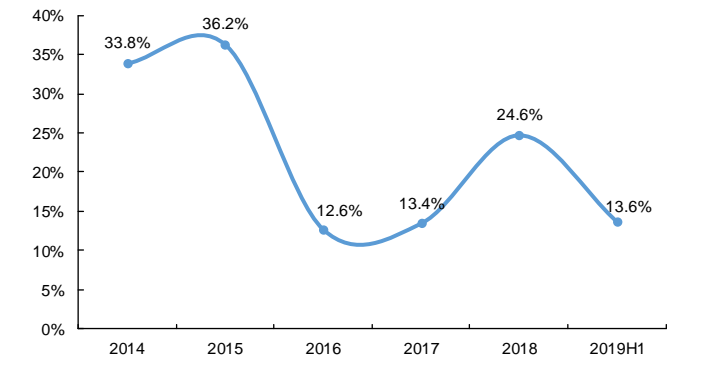
和长江财险在内的金融公司，2019年上半年，两家公司合计为湖北能源创造6000万元投资收益，对主业利润实现有效补充。此外，在2018年公司水电主业盈利下滑的时期，湖北能源出售了所持陕西煤业的全部股权，实现2.52亿元收益。近日，公司发布公告，拟以不低于5.5元/股的价格减持不超过2%的长源电力股份。考虑到公司持有的长源电力成本价不超过3元/股，且以权益法核算。如果减持成功，有望为公司带来5000万元收益。

图 47: 2014-2019H1 投资收益及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 48: 2014-2019H1 投资收益占利润总额比例 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 投资策略

估值处于低位，股息率值得期待。由于公司水电毛利占比高，我们选取典型水电公司作为可比公司，可比公司2019-2021年平均PE分别为15、13、12倍，PB为1.85倍。目前公司PB仅为1.0倍，市盈率及市净率显著低于可比公司。考虑到公司水电盈利有望逐步回归历史平均水平，火电及煤炭业务盈利有望直接受益于浩吉铁路投产，PB修复和ROE提升可期。同时，公司现金流好，近三年分红比例分别为31.0%、29.9%、39.5%。按照过去三年平均分红比例，2020年分红对应的股息率为3.7%。在政府严控新增装机的背景下，后续资本开支较小，持续性分红有保障，股息率值得期待。

假设2020-2021年清江流域来水恢复历史平均水平，我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为18.9亿元、27.8亿元和30.8亿元，EPS分别为0.29、0.43和0.47元/股，对应PE分别为14.2、9.7、8.7倍，“增持-A”评级。

表 15: 可比公司估值

代码	简称	2019/9/6			EPS			PE			PB
		最新收盘价	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
600900.SH	长江电力	7.30	1.04	1.06	1.07	17.90	17.61	17.32	3.00		
600025.SH	华能水电	4.58	0.26	0.27	0.29	17.67	16.78	15.95	1.86		
600886.SH	国投电力	9.34	0.72	0.76	0.81	12.94	12.35	11.59	1.86		
600674.SH	川投能源	9.63	0.75	0.76	0.80	12.85	12.70	12.11	1.72		
600236.SH	桂冠电力	4.73	0.32	0.34	0.35	14.87	14.00	13.35	2.70		
002039.SZ	黔源电力	14.51	1.12	1.24	1.38	13.00	11.71	10.55	1.68		
000883.SZ	湖北能源	4.14	0.29	0.43	0.47	14.2	9.7	8.7	1.04		

资料来源: WIND, 安信证券研究中心 (其他公司盈利预测均来自 WIND 一致预期)

风险提示:

全社会用电量增长不及预期: 若用电量增速大幅低于预期, 直接影响公司的上网电量和营业收入。

煤炭持续高位运行: 若政府出台强有力的稳煤价措施或煤炭产能释放低于预期, 煤价有

望维持高位，直接影响公司的营业成本和利润。

上网电价下行风险：在政府降低一般工商业电价的大背景下，火电企业标杆电价若被下调，将直接影响公司的营业收入和利润。

清江流域来水不及预期：公司水电业绩波动较大，若来水量不及预期，直接影响水电发电量及经营业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,585.8	12,307.7	16,101.8	21,215.5	24,737.0	成长性					
减:营业成本	8,365.8	9,804.1	13,132.4	16,849.1	19,975.3	营业收入增长率	23.4%	6.2%	30.8%	31.8%	16.6%
营业税费	137.1	103.3	135.2	178.1	207.7	营业利润增长率	11.3%	-12.8%	-7.6%	47.8%	10.7%
销售费用	15.2	15.1	19.8	26.1	30.4	净利润增长率	13.8%	-16.7%	-4.5%	47.1%	10.6%
管理费用	361.4	395.7	517.7	682.1	795.3	EBITDA 增长率	5.3%	-8.0%	-6.3%	38.9%	3.6%
财务费用	378.2	394.8	377.2	337.9	211.4	EBIT 增长率	2.3%	-9.5%	-8.2%	39.8%	6.5%
资产减值损失	246.5	7.0	7.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	6.1%	-6.8%	-2.9%	39.8%	6.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	9.8%	1.0%	0.9%	-10.3%
投资和汇兑收益	339.3	550.4	450.0	650.0	650.0	净资产增长率	6.6%	4.2%	4.5%	6.6%	6.7%
营业利润	2,519.1	2,196.0	2,362.6	3,492.3	3,867.0	利润率					
加:营业外净收支	17.1	38.2	38.2	38.2	38.2	毛利率	27.8%	20.3%	18.4%	20.6%	19.2%
利润总额	2,536.2	2,234.2	2,400.8	3,530.5	3,905.2	营业利润率	21.7%	17.8%	14.7%	16.5%	15.6%
减:所得税	460.3	328.4	408.4	600.6	664.3	净利润率	18.8%	14.7%	11.8%	13.1%	12.4%
净利润	2,173.2	1,811.0	1,893.2	2,784.0	3,079.5	EBITDA/营业收入	37.6%	32.5%	26.4%	27.9%	24.8%
						EBIT/营业收入	24.2%	20.6%	17.0%	18.1%	16.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	800	759	572	496	473
货币资金	2,140.4	1,194.3	1,562.5	2,058.7	2,400.5	流动营业资本周转天数	-90	-51	-45	-37	-39
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	118	123	106	105	106
应收账款	1,236.6	1,720.0	2,148.1	2,948.4	2,994.1	应收帐款周转天数	32	43	43	43	43
应收票据	250.1	167.8	458.7	361.6	558.1	存货周转天数	8	10	10	9	10
预付帐款	314.7	571.0	412.8	908.9	713.8	总资产周转天数	1,369	1,383	1,108	868	740
存货	262.0	401.1	454.9	632.1	681.9	投资资本周转天数	1,085	1,137	905	686	560
其他流动资产	54.3	95.3	264.9	138.1	166.1	投资回报率					
可供出售金融资产	617.3	565.8	533.7	572.3	557.2	ROE	8.5%	6.9%	6.9%	9.5%	9.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	4.0%	3.9%	5.7%	6.4%
长期股权投资	6,101.6	5,985.2	5,985.2	5,985.2	5,985.2	ROIC	7.2%	6.0%	5.6%	7.9%	8.3%
投资性房地产	230.5	226.1	226.1	226.1	226.1	费用率					
固定资产	25,963.2	25,927.6	25,218.8	33,273.2	31,764.5	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	7,095.1	9,371.0	11,646.9	2,331.0	2,338.0	管理费用率	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
无形资产	593.0	611.5	588.9	567.1	547.2	财务费用率	3.3%	3.2%	2.3%	1.6%	0.9%
其他非流动资产	1,498.2	1,371.0	1,370.0	1,408.3	1,373.4	三费/营业收入	6.5%	6.5%	5.7%	4.9%	4.2%
资产总额	46,356.9	48,207.8	50,871.5	51,411.2	50,306.0	偿债能力					
短期债务	7,168.2	7,641.8	8,885.1	9,320.5	3,183.4	资产负债率	39.2%	39.1%	39.7%	36.4%	30.6%
应付帐款	2,630.8	2,884.5	4,976.8	4,533.0	6,956.7	负债权益比	64.4%	64.1%	65.8%	57.1%	44.1%
应付票据	541.8	272.2	1,025.4	658.6	1,217.6	流动比率	0.34	0.34	0.33	0.44	0.58
其他流动负债	2,179.9	1,367.4	1,254.7	1,675.7	1,494.1	速动比率	0.32	0.31	0.30	0.40	0.53
长期借款	3,245.9	4,023.2	1,576.6	-	-	利息保障倍数	7.40	6.42	7.26	11.34	19.29
其他非流动负债	2,395.8	2,649.1	2,470.7	2,505.2	2,541.7	分红指标					
负债总额	18,162.5	18,838.2	20,189.4	18,693.0	15,393.5	DPS(元)	0.10	0.11	0.10	0.14	0.16
少数股东权益	2,678.4	3,153.5	3,252.7	3,398.7	3,560.1	分红比率	29.9%	39.5%	33.5%	33.5%	33.5%
股本	6,507.4	6,507.4	6,507.4	6,507.4	6,507.4	股息收益率	2.4%	2.7%	2.4%	3.5%	3.8%
留存收益	18,766.6	19,695.1	20,922.0	22,812.0	24,845.0						
股东权益	28,194.5	29,369.6	30,682.2	32,718.1	34,912.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.33	0.28	0.291	0.428	0.47
净利润	2,075.9	1,905.9	1,893.2	2,784.0	3,079.5	BVPS(元)	3.92	4.03	4.22	4.51	4.82
加:折旧和摊销	1,560.2	1,476.9	1,517.9	2,082.6	2,044.8	PE(X)	12.4	14.9	14.2	9.7	8.7
资产减值准备	246.5	7.0	-	-	-	PB(X)	1.1	1.03	0.98	0.92	0.86
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	16.3	-54.5	29.4	20.3	22.9
财务费用	387.9	384.1	377.2	337.9	211.4	P/S	2.3	2.2	1.7	1.3	1.1
投资损失	-339.3	-550.4	-450.0	-650.0	-650.0	EV/EBITDA	9.6	9.6	9.3	6.5	5.2
少数股东损益	-97.3	94.9	99.2	145.9	161.4	CAGR(%)	12.2%	19.4%	0.6%	12.2%	19.4%
营运资金的变动	-2,258.2	-1,342.4	1,958.4	-1,674.3	2,703.5	PEG	1.0	0.8	25.7	0.8	0.5
经营活动产生现金流量	3,201.5	2,634.3	5,395.9	3,026.1	7,550.7	ROIC/WACC	0.9	0.7	0.7	1.0	1.0
投资活动产生现金流量	-3,688.4	-3,488.5	-2,581.2	-183.5	141.8	REP	1.2	1.3	1.4	1.0	0.8
融资活动产生现金流量	1,602.4	-49.0	-2,446.5	-2,346.4	-7,350.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034