

公司调研深度

湖北能源 (000883)

公用事业 | 电力

期待水电业绩触底回升，在建工程投产驱动业绩

2019年10月18日

评级 推荐

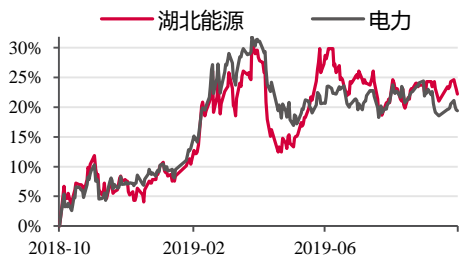
评级变动 首次

合理区间 4.86-5.13 元

交易数据

当前价格 (元)	4.11
52 周价格区间 (元)	3.42-4.65
总市值 (百万)	26745.62
流通市值 (百万)	26733.47
总股本 (万股)	650744.95
流通股 (万股)	650449.39

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
湖北能源	-0.24	-2.61	18.79
电力	-2.47	-0.15	19.4

黄红卫

分析师

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

0731-89955704

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	115.86	123.08	166.64	205.71	234.40
净利润 (亿元)	21.73	18.11	17.40	25.31	26.40
每股收益 (元)	0.33	0.28	0.27	0.39	0.41
每股净资产 (元)	3.92	4.03	4.20	4.46	4.72
P/E	12.46	14.95	15.56	10.70	10.25
P/B	1.06	1.03	0.99	0.93	0.88

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- **期待清江流域来水改善, 水电站密集投产增厚 2020 年业绩:** 2019 年 H1, 湖北能源完成秘鲁查格亚水电 (45.6 万千瓦) 收购。2019 年 H1 底, 湖北能源在运可控水电装机 415.0 万千瓦。公司在湖北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%。2018 年清江流域电厂来水比多年平均值偏少 14.9%, 2019 年以来清江流域来水同比约偏枯 25-30%, 由于流域来水具有均值回归的倾向, 2020-2021 年清江流域来水或将改善。另外, 湖北能源在建水电站中, 江坪河水电 (45 万千瓦) 预计在 2019 年年底投产, 峡口塘水电 (5 万千瓦) 预计在 2020 年年中投产, 2019-2020 年湖北能源水电装机容量增幅将达 12.05%, 水电站密集投产将显著增厚 2020 年公司水电业绩。
- **鄂州三期 2020 年全年出力, 浩吉铁路开通利好火电业绩:** 湖北能源的鄂州三期工程 2×100 万千瓦级超超临界燃煤发电机组分别于 2019 年 4 月 30 日、6 月 14 日投入商运。2019 年 H1 底, 湖北能源火电总装机 463 万千瓦。2020 年, 鄂州三期的两台机组有望全年发挥经济效益 (2019 年上半年投运的月份较少)。同时, 浩吉铁路于 2019.09.28 日正式运营, 预计浩吉铁路开通将降低湖北省电煤采购成本在 10-30 元/吨之间, 一定程度利好湖北能源的未来火电业绩表现。
- **在建风电投产增厚业绩, 煤炭业绩释放在即:** 2019 年 H1 底公司已投产风电装机达 69.14 万千瓦, 预计 2019 年下半年\2020 年中还将分别投产 26.2\18 万千瓦。随着荆州煤炭铁水联运储配基地投产, 预计公司煤炭贸易业务将量利齐升: **1) 量:** 2018 年公司煤炭贸易量为 504.27 万吨/年, 荆州基地 (一期) 将形成煤炭中转量 2000 万吨/年, 贸易量提升空间大; **2) 利:** 荆州基地投产后预计将提振煤炭业务毛利率。
- **投资建议:** 预计 2019-2021 年湖北能源分别实现净利润 17.40 亿元、25.31 亿元、26.40 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27 元、0.39 元、0.41 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.6X、10.7X、10.3X。当前水电/火电 PE 分别为 23X、18X, 保守给予公司 18-19X 市盈率估值, 对应 2019 年底股价合理区间在 4.86-5.13 元, 首次覆盖给予【推荐】评级。
- **风险提示:** 清江流域来水改善不及预期; 电煤采购价格下行不及预期。

内容目录

1 公司概况：水电贡献主要业绩，新能源业务增长较快	4
1.1 公司简介：致力打造“以电力为核心的一流区域清洁能源集团”.....	4
1.2 业务概况：水火共济，风光互补，电力业务较为均衡.....	5
1.3 业绩综述：清江流域来水偏枯，拖累 2019 年 H1 业绩.....	6
2 电力业务：水电、风电投产项目较多，浩吉铁路开通利好火电	9
2.1 水电：期待清江流域来水回归均值，2019-2020 年水电装机密集投产.....	9
2.2 火电：鄂州三期机组 2019 年上半年投运，浩吉铁路通车降低煤炭采购成本.....	12
2.3 新能源：在建风电项目较多，投产将明显提振业绩.....	15
3 非电业务：天然气销售增速较快，煤炭贸易业务潜力巨大	17
3.1 天然气销售：天然气消费增速较快，但业绩贡献较小.....	17
3.2 煤炭贸易：荆州煤炭铁水联运储配基地投产在即，湖北能源煤炭贸易类业务有望量利齐升.....	18
3.3 投资业务：投资收益为重要利润来源，减持长源电力将增厚业绩.....	19
4 核心假设	20
5 投资建议	21
6 风险提示	21

图表目录

图 1：湖北能源的发展历程图.....	4
图 2：湖北能源的控股结构图.....	5
图 3：湖北能源的业务结构图.....	6
图 4：2014-2019H1，湖北能源业绩增速.....	7
图 5：2014-2019H1，湖北能源盈利能力走势.....	7
图 6：2016-2019 年 H1，湖北能源各类电源的发电量（亿千瓦时）.....	8
图 7：2016-2019 年 Q1，湖北能源各类电源的上网电量（亿千瓦时）.....	8
图 8：2018 年，湖北能源的各项业务营收占比.....	8
图 9：2018 年，湖北能源的各项业务毛利率占比.....	8
图 10：2016-2019 年 Q1，湖北能源水电、风电、光伏业务的毛利率走势.....	9
图 11：2016-2019 年 Q1，湖北能源火电、供热、天然气销售、煤炭贸易类业务的毛利率走势.....	9
图 12：2014-2019 年 H1，湖北能源销售商品提供劳务收到的现金（亿元）.....	9
图 13：2014-2019 年 H1，湖北能源经营活动现金净流量（亿元）.....	9
图 14：2016-2019 年 Q1，湖北能源火电业务的营业收入及毛利润.....	13
图 15：2016-2019 年 H1，湖北能源的火电毛利率走势.....	13
图 16：2016-2019 年 H1，湖北能源的火电装机容量（万千瓦）.....	14
图 17：2016-2019 年 H1，湖北能源的火电发电量及上网电量（亿千瓦时）.....	14
图 18：2016-2019 年 Q1，湖北能源的风电业务营收及毛利润（亿元）.....	15
图 19：2016-2019 年 Q1，湖北能源的风电发电量及上网电量（亿千瓦时）.....	15
图 20：2016-2019 年 Q1，湖北能源的光伏业务营收及毛利润（亿元）.....	17
图 21：2016-2019 年 Q1，湖北能源的光伏业务发电量及上网电量（亿千瓦时）.....	17
图 22：2016-2019 年 Q1，湖北能源的天然气销售业务营收及毛利润（亿元）.....	17

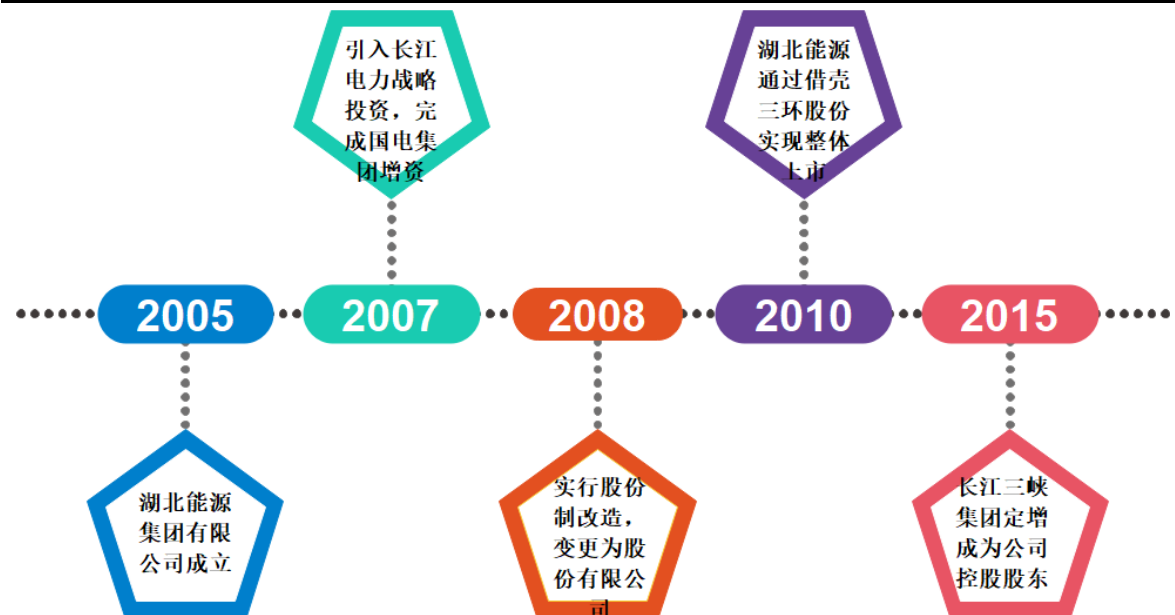
图 23: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的天然气销售总量 (不含管输情况) 及销售单价 ...	17
图 24: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的煤炭销售业务营收及毛利润 (亿元)	18
图 25: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的煤炭销售业务毛利率 (%)	18
表 1: 2019 年 H1 底, 湖北能源旗下水电站的装机构成 (万千瓦)	10
表 2: 湖北能源的水电来水情况 (亿立方米)	11
表 3: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的水电站运营效率	11
表 4: 湖北能源目前拥有 3 座在建水电站, 总装机 67.5 万千瓦	12
表 5: 2019 年 H1 底, 湖北能源已投产火电装机容量达 463 万千瓦	13
表 6: 2016-2019 年 H1, 湖北能源的火电机组运营指标	14
表 7: 2019 年 H1 底, 湖北能源已投产风电项目装机达 69.14 万千瓦	15
表 8: 2019 年 H1 底, 湖北能源的风电在建工程统计 (不完全统计)	16
表 9: 2019 年 H1 底, 湖北能源已投产的光伏项目统计	16
表 10: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的煤炭采销情况	18
表 11: 2019 年 H1, 湖北能源旗下部分联营企业的收益状况	20
表 12: 2019-2021 年, 湖北能源各项业务的业绩预测	21

1 公司概况：水电贡献主要业绩，新能源业务增长较快

1.1 公司简介：致力打造“以电力为核心的一流区域清洁能源集团”

湖北能源致力于打造以电力为核心的一流区域清洁能源集团：湖北能源集团股份有限公司（000883.SZ）成立于2005年2月。2007年，引入长江电力战略投资，完成国电集团增资，2008年实行股份制改造，变更为股份有限公司。2010年，通过借壳三环股份实现整体上市。2015年12月，实施定向增发，中国长江三峡集团有限公司成为公司的控股股东。公司致力于“打造以电力为核心的一流区域清洁能源集团”，立足湖北，点拓全国，优化发展水电，大力发展核电和天然气中游管输，稳健发展火电，适度发展风电、金融等业务。

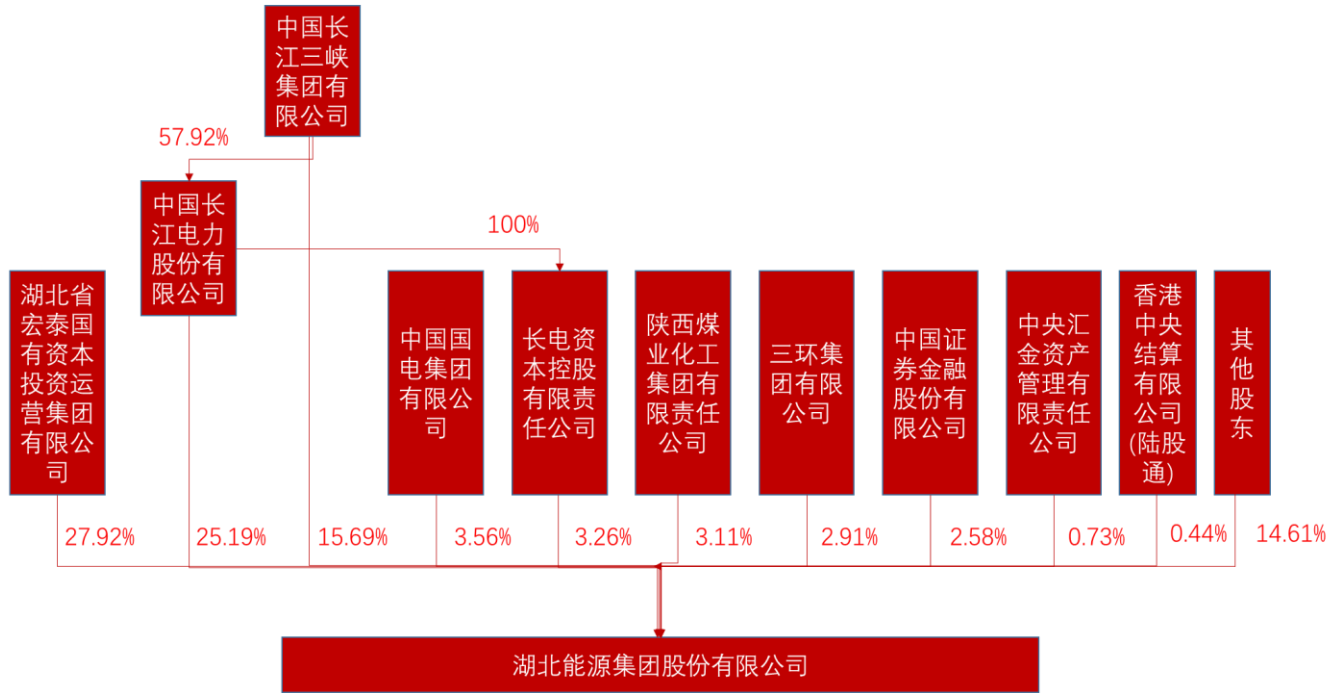
图 1：湖北能源的发展历程图



资料来源：公司公告，财富证券

持股结构较为均衡，治理体系较为完善：截至2019年H1底，三峡集团及其一致行动人（长江电力、长江资本）共计持有44.14%，为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委。湖北能源控股股东（三峡集团）旗下主要资产为大型水电资产，水电业绩稳定可持续，现金流充沛，“控股股东因资金需求而减持湖北能源”的风险较低。同时，湖北省全资控股的宏泰投资集团持股27.92%；国电集团、陕西煤化工、三环集团分别持股3.56%、3.11%、2.91%，股权结构较为均衡，形成较为完善的公司治理体系。

图 2：湖北能源的控股结构图



资料来源：公司公告，财富证券

1.2 业务概况：水火并济，风光互补，电力业务较为均衡

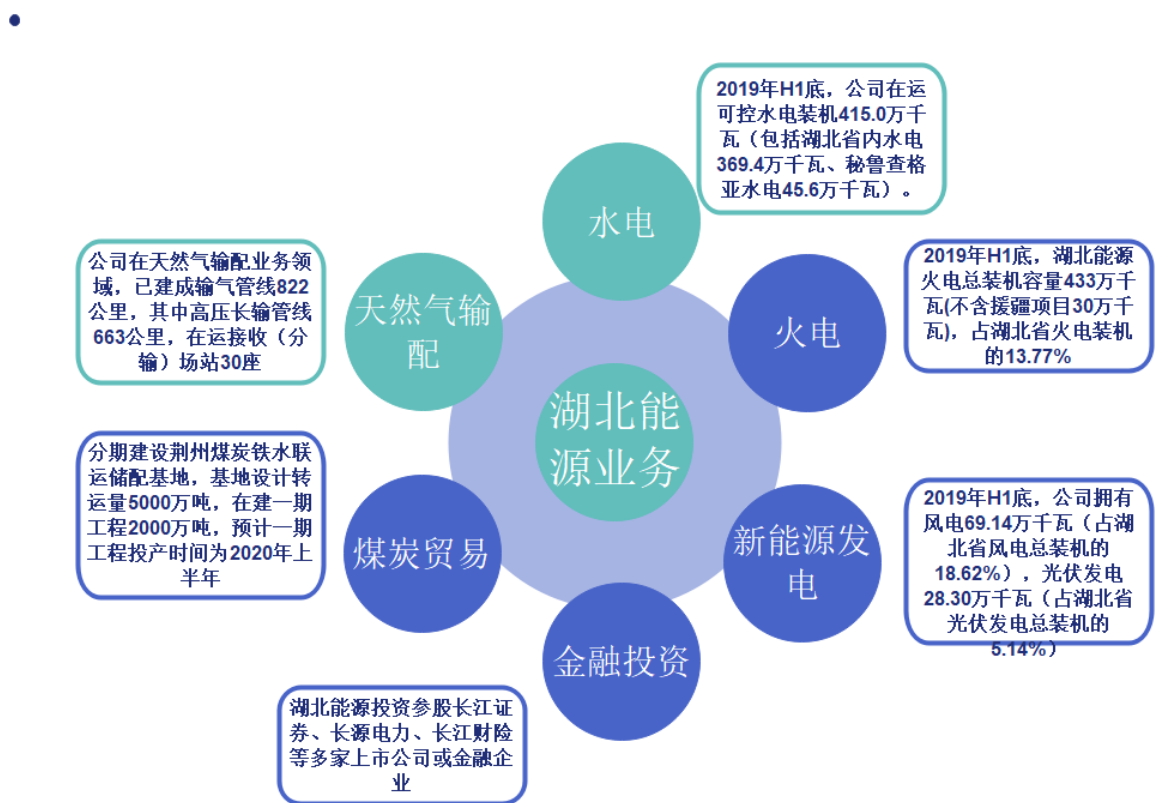
水火并济，风光互补的均衡电力业务结构：湖北能源主营业务为能源投资、开发与管理，业务包括水电、火电、核电、新能源发电、天然气输配、煤炭贸易和金融投资等。目前已初步建成鄂西水电、鄂东火电等主要电力能源基地，构建起湖北省天然气供应保障和煤炭储配网络。2019 年 H1 末，公司已投产可控装机容量为 975.47 万千瓦，其中公司在湖北境内装机 899.87 万千瓦，占湖北省发电总装机（含三峡）11.62%。

- ✓ **水电：**2019 年 H1 底，公司在运可控水电装机 415.0 万千瓦（包括湖北省内水电 369.4 万千瓦、秘鲁查格亚水电 45.6 万千瓦）。公司在湖北省内的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%。2019 年 H1，公司水电发电量 41.98 亿千瓦时（同比-27%），如果扣除 2019 年 H1 并表的查格亚水电站（贡献电量 3.56 亿千瓦时），2019 年 H1 公司水电发电量同比下降 33%，主要系：2019 年 H1 清江流域来水偏枯，清江梯级发电量 35 亿千瓦时（同比-32.91%）。
- ✓ **火电：**2019 年 H1 底，湖北能源的火电总装机容量 433 万千瓦（不含援疆项目 30 万千瓦），占湖北省火电装机的 13.77%。2019 年 H1，公司火电发电量 77.13 亿千瓦时（同比+77.97%），主要系：1) 2019 年 H1 湖北省全社会用电量增长 8.83%；2) 2019 年 H1 湖北省内清江、汉江来水偏枯，2019 年 H1 湖北省水电发电量（剔除三峡发电量后）同比降低 21.2%，湖北省水电出力不足，使得湖北省内火电利用小时数增加；3) 鄂州三期#5 机组（100 万千瓦）于 2019 年 4 月 30 日投入商运、#6 机组（100 万千瓦）于 2019 年 6 月 14 日投入商运。
- ✓ **新能源发电：**2019 年 H1 底，公司拥有风电 69.14 万千瓦（占湖北省风电总装机

的 18.62%)，光伏发电 28.30 万千瓦（占湖北省光伏发电总装机的 5.14%）。2019 年 H1，公司光伏风电等新能源发电 7.9 亿千瓦时（同比+17.23%），主要系风电光伏等装机规模增长所致。

- ✓ **天然气输配业务：**公司在天然气输配业务领域，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。2019 年 H1，公司完成销售天然气 12.28 亿立方米（同比+30.34%），售气量占全省消费量的 33.14%。售气量增长主要系：1) 全社会消费量增长；2) 公司部分新项目投产。
- ✓ **煤炭贸易业务：**煤炭业务方面，公司采取分期建设荆州煤炭铁水联运储配基地，基地设计转运量 5000 万吨，在建一期工程 2000 万吨，预计一期工程投产时间为 2020 年上半年，建设进度略有延后，主要系：1) 公司无法提前确定煤炭储配基地需要配置的翻车类型；2) 汛期放缓了建设进度。2019 年 H1，公司完成煤炭销售量 345.52 万吨（同比+82.89%），主要是公司加强了市场开拓力度，“两湖一江”地区销量占总销量的比例不断提升。
- ✓ **金融投资：**湖北能源投资参股长江证券、长源电力、长江财险等多家上市公司或金融企业。

图 3：湖北能源的业务结构图



资料来源：公司公告，财富证券

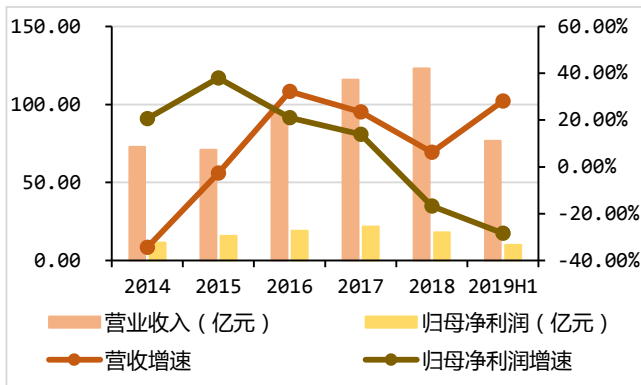
1.3 业绩综述：清江流域来水偏枯，拖累 2019 年 H1 业绩

清江流域来水偏枯，2019 年 H1 盈利能力位于历史低位：2018 年，湖北能源实现营

收 123.08 亿元 (同比+6.24%)，实现归母净利润 18.11 亿元 (同比-16.67%)。2019 年 H1，湖北能源实现营收 76.76 亿元 (同比+28.04%)，营收增加主要系“电力装机容量增加，煤炭、天然气贸易量增加”，实现归母净利润 10.13 亿元 (同比-28.33%)。2018 年-2019 年 H1，湖北能源归母净利润下滑主要系清江流域来水偏枯所致。

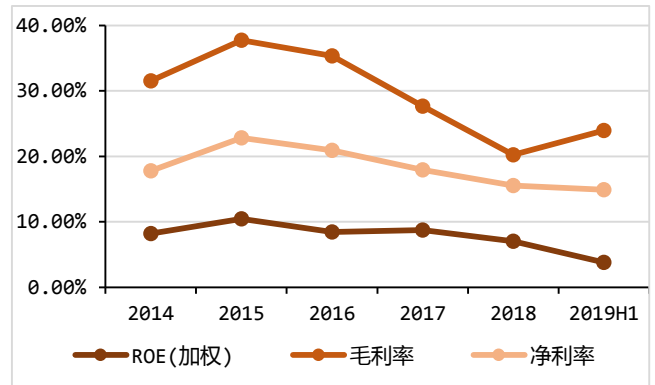
2014-2017 年，湖北能源的加权 ROE 稳定在 10% 左右。近年来由于“高毛利率的水电业务发电量减少”，2018 年公司加权 ROE 仅为 7.00% (同比-1.76pct)，2019 年 H1 公司加权 ROE 仅为 3.78% (同比-1.61pct)，盈利能力位于历史低位。

图 4：2014-2019H1，湖北能源业绩增速



资料来源：Wind 资讯，财富证券

图 5：2014-2019H1，湖北能源盈利能力走势

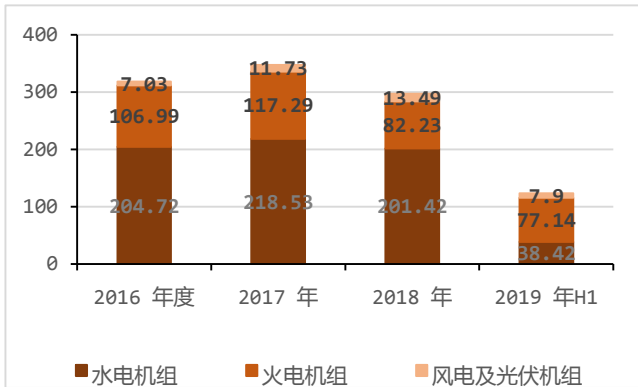


资料来源：Wind 资讯，财富证券

2019 年 H1 新投运机组较多，火电发电量大增：2019 年 H1，公司新增装机 253 万千瓦，主要是：1)“鄂州三期#5 机组（100 万千瓦）于 2019 年 4 月 30 日、#6 机组（100 万千瓦）于 2019 年 6 月 14 日”相继通过 168 小时试运行；2) 首单海外收购项目——秘鲁查格亚水电站（45.6 万千瓦）股权交割完成；3) 荆门象河风电二期工程（7.2 万千瓦装机）在 2019 年 3 月 22 号投产。

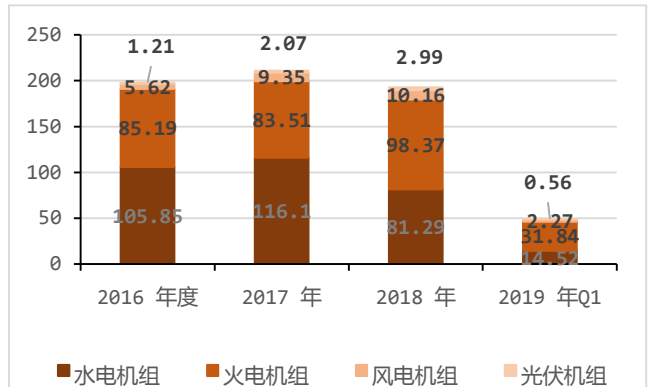
2019 年 H1，公司所属各发电企业累计完成发电量 127.01 亿千瓦时 (同比+18.14%)，其中水力发电量完成 38.42 亿千瓦时 (同比-33.10%)，火力发电量 77.14 亿千瓦时 (同比+77.97%)，光伏风电等新能源发电 7.9 亿千瓦时 (同比+17.23%)。2019 年 Q1-Q3，公司所属各发电企业累计完成发电量 201.26 亿千瓦时 (同比+26.81%)，其中水力发电量完成 55.23 亿千瓦时 (同比-23.92%)，火力发电量 133.96 亿千瓦时 (同比+77.13%)，风电及光伏等新能源发电 12.08 亿千瓦时 (同比+15.07%)。

图 6: 2016-2019 年 H1, 湖北能源各类电源的发电量(亿千瓦时)



资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书 (此处, 2019 年 H1 水电发电量未包含秘鲁查格亚水电站的发电量), 财富证券

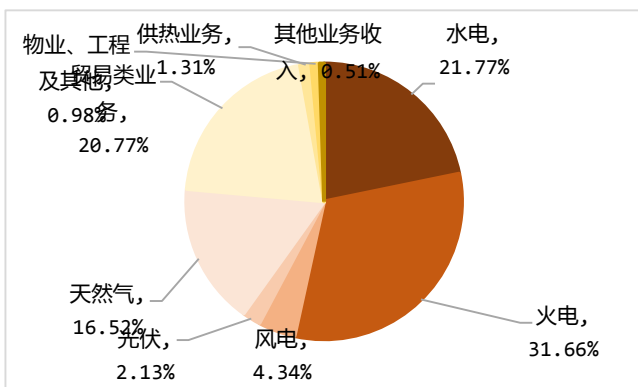
图 7: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源各类电源的上网电量(亿千瓦时)



资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

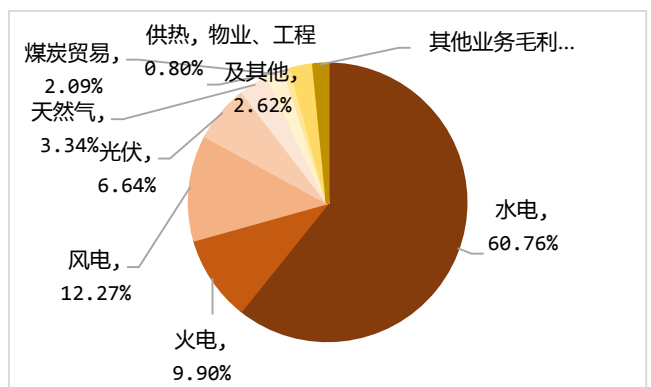
水电业务仍为公司业绩最主要来源: 分业务而言, 2019 年 H1 营收构成中, 水电、火电、天然气、贸易类业务分别实现营业收入 26.75 亿元、38.9 亿元、20.3 亿元、25.52 亿元, 占总营收的比例分别为 21.77%、31.66%、16.52%、20.77%, 四大业务营收合计占比达 90.71%。2019 年 H1 毛利润构成中, 水电、火电、风电、光伏业务分别实现毛利润 15.1 亿元、2.46 亿元、3.05 亿元、1.65 亿元, 占总毛利润的比例分别为 60.76%、9.90%、12.27%、6.64%, 上述四类发电业务毛利润合计占比达 89.58%。综合来看, 发电业务仍为公司业绩最主要来源, 水电业务贡献巨大。

图 8: 2018 年, 湖北能源的各项业务营收占比



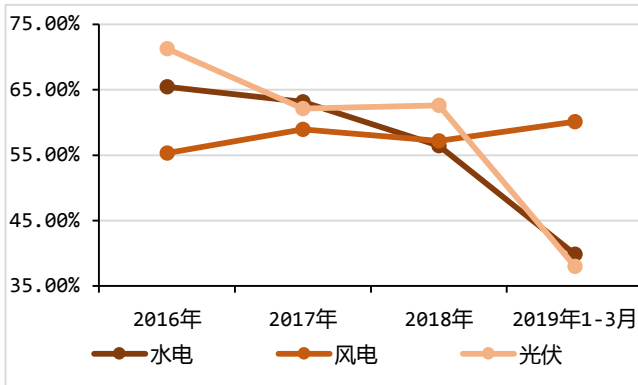
资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

图 9: 2018 年, 湖北能源的各项业务毛利润占比



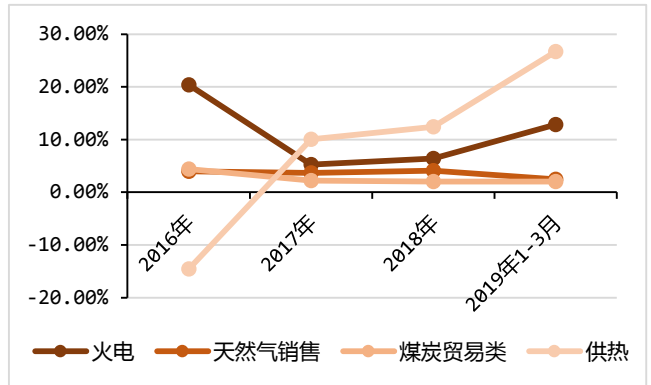
资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

图 10: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源水电、风电、光伏业务的毛利率走势



资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

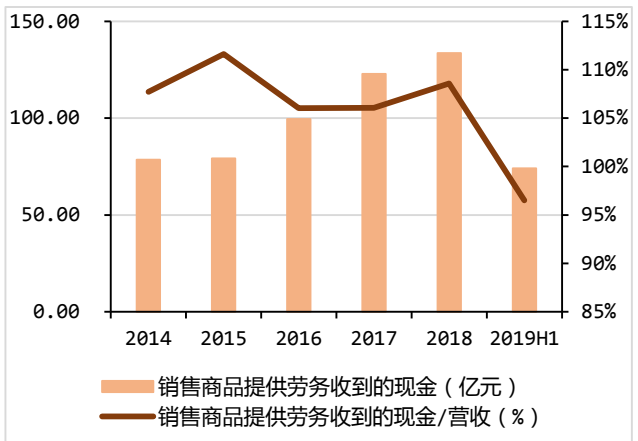
图 11: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源火电、供热、天然气销售、煤炭贸易类业务的毛利率走势



资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

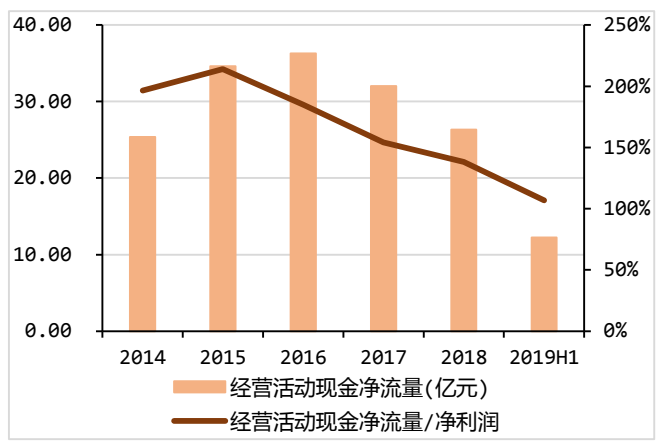
折旧费用高, 现金流充沛: 湖北能源以发电资产为主, 折旧费用占成本的比例高, 现金流充沛。2014-2018 年, 湖北能源销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比例在 105%-110%, 经营活动现金净流量/净利润的比例在 138%-214%之间。

图 12: 2014-2019 年 H1, 湖北能源销售商品提供劳务收到的现金 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

图 13: 2014-2019 年 H1, 湖北能源经营活动现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 财富证券

2 电力业务: 水电、风电投产项目较多, 浩吉铁路开通利好火电

2.1 水电: 期待清江流域来水回归均值, 2019-2020 年水电装机密集投产

湖北能源的水电装机集中在清江流域: 2019 年 H1 底, 湖北能源在运可控水电装机 415.0 万千瓦, 包括: 1) 省内水电 369.4 万千瓦, 占湖北省水电总装机容量 3674.94 万千瓦 (含三峡电厂) 的 10.05%, 是湖北区域内除三峡集团外最大的发电集团。湖北能源在湖北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%。2) 秘鲁查格亚水电 45.6 万千瓦。

- ✓ **清江公司:** 清江公司下属有隔河岩 (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 336.23 万千瓦 (含 5 座自备保

安电源电站 4.03 万千瓦)，设计年发电 80 亿千瓦时，是目前我国中东部地区除三峡以外最大的水电基地。2019 年 H1，清江公司实现营收 12.11 亿元，实现净利润 4.55 亿元。

- ✓ **秘鲁查格亚水电站**:2019 年 4 月 25 日,湖北能源出资 2.56 亿美元收购 EGH 40% 股权, 获得 EGH 控制权。EGH 拥有查格亚水电站项目的永久特许经营权, 系查格亚水电站项目公司。查格亚水电站于 2016 年 9 月正式商业运营。查格亚水电站电站坝址以上流域面积 7150 平方公里, 为径流式日调节电站, 电站总装机容量 45.6 万千瓦, 年平均发电量为 25.13 亿千瓦时。2011 年 5 月, 查格亚水电站项目公司与秘鲁国家电力公司 (Eletroperu) 签订了 15 年期限的长期购电协议。长期购电协议自 2016 年 10 月开始执行, 其约定的售电量约占总发电量的 70%, 剩余电量在现货市场出售。

表 1: 2019 年 H1 底, 湖北能源旗下水电站的装机构成 (万千瓦)

水电项目名称	权益占比	总装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)	所在流域
湖北清江水电开发有限责任公司	100.00%	336.23	水布垭水电站 (4*46) + 隔河岩水电站 (2*30.6+2*30) + 高坝州水电站 (3*9) + 保安电源电站 (1*2+2*0.55+2*0.3+6*0.055)	清江
湖北宣恩洞坪水电有限责任公司	70.00%	11	2*5.5	中建河
湖北芭蕉河水电开发有限责任公司	100.00%	5.1	2*1.7+1.6+0.1	芭蕉河
湖北锁金山电业发展有限责任公司	60.55%	5.1	锁金山水电站 (3*1.5) + 柏顺桥水电站 (1*0.6)	湾潭河
湖北省谷城银隆电业有限公司	64.76%	5	3*1.5+1*0.5	南河
湖北能源集团房县水利水电发展有限公司	100.00%	7	2*3.5	南河
EGH (查格亚水电站)	40%	45.6		瓦亚加河
合计		415.03		

资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

清江流域来水有望回归均值, 预计 2020 年水电业绩增速在 30%: 清江流域在 2016-2017 年来水偏丰, 2018 年以后来水偏枯, 并拖累水电发电业绩。湖北能源探索“五库联调、多源互补”的水资源配置体系, 2018 年清江流域电厂在来水比多年平均值偏少 14.9% 的情况下, 发电量超多年平均 2.3%, 南河流域梯级电站首次实现跨产权联合调度, 累计减少弃水量 2691 万方。

由于清江流域年初水位偏低及 2019 年以来来水减少 (大约同比偏枯 25-30%), 如果扣除 2019 年 H1 并表的秘鲁查格亚水电发电量外 (3.6 亿千瓦时), 2019 年 H1 清江水电发电量同比下降 32.9%。由于流域来水具有均值回归倾向, 如假设 2020 年来水回归 2018 年水平, 我们预计 2020 年公司水电业绩增长在 30% 左右 (此处不考虑水电的在建工程

投产)。

表 2: 湖北能源的水电来水情况 (亿立方米)

来水量	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
水布垭水电站	114.75	118.9	76.56	9.05
隔河岩水电站	148.48	154.81	105.22	18.26
高坝洲水电站	163.31	164.78	109.57	19.82

资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

水电站利用小时数的提升空间较大: 2018 年公司所在区域来水偏枯, 公司水电机组利用小时数降至 2226 小时 (同比降低 955 小时), 2019 年 Q1 公司水电利用小时数仅为 393 小时。随着未来流域来水改善, 公司水电站的利用小时数仍有较大提升空间。

表 3: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的水电站运营效率

指标	2016	2017	2018	2019 年第一季度
发电量(亿千瓦时)	106.99	117.29	82.23	14.69
上网电量(亿千瓦时)	105.85	116.1	81.29	14.52
平均上网电价(元/千瓦时)(含税)	0.39	0.39	0.38	0.38
设备利用小时数(小时)	2,896	3,181	2,226	393

资料来源: 湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书, 财富证券

湖北能源目前拥有 3 座在建水电站, 总装机 67.5 万千瓦: 湖北能源在建水电站主要有江坪河水电 (45 万千瓦)、淋溪河水电 (17.52 万千瓦)、峡口塘水电 (5 万千瓦), 在建水电站总装机 67.52 万千瓦。其中, 淠水水电公司负责淠水江坪河和淋溪河水电站项目建设及后期运营。

- ✓ **江坪河水电站:** 江坪河水电站为淠水干流龙头电站, 位于恩施州鹤峰县境内, 为淠水干流龙头电站。电站设计装机 45 万千瓦 (2×22.5 万千瓦), 多年平均发电量 9.638 亿千瓦时。电站正常蓄水位 470m, 总库容 13.66 亿立方米, 调节库容 6.78 亿立方米, 防洪库容 2 亿立方米, 具有多年调节性能。项目投资预算数 58.18 亿元, 2019 年 H1 底已经投资 37.36 亿元 (工程进度为 76.48%), 预计电站在 2019 年底投产运营。
- ✓ **淋溪河水电站:** 淋溪河水电站是江坪河水电站的反调节电站, 位于其下游 22.6km 处, 电站设计安装 2 台单机容量 8.5 万千瓦和 1 台 0.52 万千瓦生态输水小机组, 总装机容量 17.52 万千瓦, 多年平均发电量 4.0 亿千瓦时, 计划 2019 年开建。
- ✓ **峡口塘水电:** 峡口塘水电站位于湖北省利川市西南部郁江干流 (湖北段) 中下游, 工程坝址以上控制流域面积 1451 平方公里, 水库正常蓄水位 464 米, 总库容 5580 立方米。电站装机容量 5 万千瓦 (2×2.5 万千瓦), 多年平均发电量 1.5650 亿千瓦时。峡口塘水电工程预算 7.81 亿元, 2019 年 H1 底已投资 3.33 亿元 (工程进度为 45.10%), 预计在 2020 年投产。

随着江坪河水电（45 万千瓦）、峡口塘水电（5 万千瓦）等在建水电机组投产，预计 2019-2020 年湖北能源水电装机容量增幅将达 12.05%，增厚公司水电业绩。

表 4：湖北能源目前拥有 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)	设计发电量(亿千瓦时)	所在流域	预计投产时间	调节类型
涑水公司	江坪河水电	100%	45	2*22.5	9.638	涑水	2019 年底	年度调节
	淋溪河水电	100%	17.52	2*8.5+1*0.52	4	涑水	2019 年开建	日度调节
峡口塘公司	峡口塘水电	100%	5	2*2.5	1.565	郁江	2020 年	
合计			67.52					

资料来源：财富证券

2.2 火电：鄂州三期机组 2019 年上半年投运，浩吉铁路通车降低煤炭采购成本

湖北能源火电总装机达 463 万千瓦：2019 年 H1 底，湖北能源火电总装机 463 万千瓦：1) 在湖北省内火电装机容量 433 万千瓦，占湖北省火电装机的 13.77%；2) 援疆项目 30 万千瓦火电装机（新疆楚星）。湖北能源旗下拥有三家火电企业：鄂州发电有限公司（396 万千瓦）、东湖燃机热电有限公司（37 万千瓦）、新疆楚星能源发展有限公司（30 万千瓦）：

- ✓ **鄂州发电：**湖北能源集团鄂州发电有限公司由湖北能源、淮南矿业（集团）、中国煤炭销售运输公司分别持股 60%、30%和 10%。鄂州发电地处湖北省电力负荷中心，分三期建设：1) 一期工程 2×30 万千瓦的燃煤机组分别于 1999 年 1 月和 4 月投产发电，2012 年和 2013 年增容为 33 万千瓦；2) 二期工程 2×60 万千瓦超临界燃煤机组分别于 2009 年 12 月、2010 年 1 月投产发电，2013 年 9 月增容为 65 万千瓦；3) 三期工程 2×100 万千瓦级超超临界燃煤发电机组于 2019 年 4 月 30 日、6 月 14 日投入商运。2019 年 H1，鄂州发电实现营收 21.22 亿元，实现净利润 2.84 亿元。
- ✓ **新疆楚星：**新疆楚星能源发展有限公司由湖北能源集团、第五师电力公司分别持股 70%、30%。新疆楚星公司负责五星 2×15 万千瓦热电联产新建工程的建设运营，设计发电量 16.5 亿千瓦时，供热 336.1 万吉焦，可满足兵团第五师地区热负荷和电力负荷的发展需求。
- ✓ **东湖燃机：**湖北能源东湖燃机热电有限公司由湖北能源集团、湖北省科技投资集团分别持股 85%、15%。公司 2x9E 燃机热电联产项目选用两台 9E 型（185MW 级）燃气-蒸汽联合循环热电联产机组，燃料采用西气东送的清洁能源天然气，机组总装机容量 37 万千瓦，最大供热能力 300 吨/小时，项目设计年发电量 15.19 亿度，年供热量 150 万吉焦。

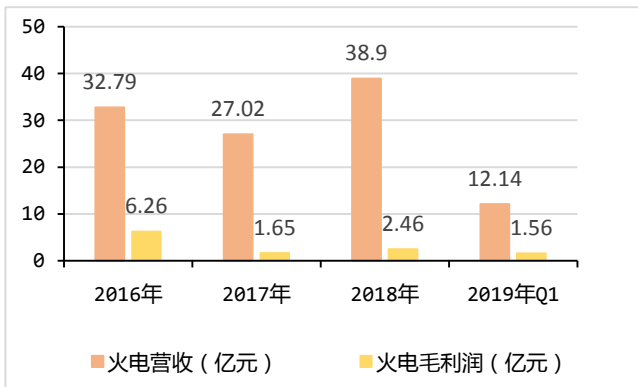
表 5: 2019 年 H1 底, 湖北能源已投产火电装机容量达 463 万千瓦

电厂名称	项目名称	电源类型	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)
鄂州发电	鄂州一期	燃煤	60%	66	2*33
	鄂州二期	燃煤	60%	130	2*65
	鄂州三期	燃煤	60%	200	2*100
新疆楚星	五星热电联产	热电联产	70%	30	2*15
东湖燃机	2x9E 燃机热电联产	燃机	85%	37	2*18.5
合计				463	

资料来源: 公司公告, 财富证券

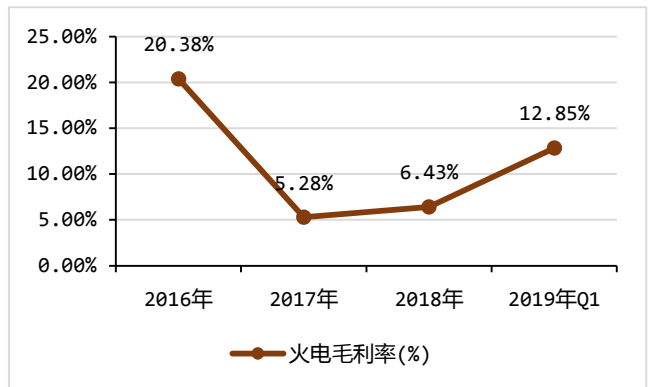
鄂州三期火电机组在 2020 年全年投入使用: 2019 年 H1, 公司火电发电量 77.13 亿千瓦时 (同比+77.97%), 主要系: 1) 2019 年 H1 湖北省全社会用电量增长 8.83%; 2) 2019 年 H1 湖北省内清江、汉江来水偏枯, 湖北省水电出力不足, 使得省内火电利用小时数增加; 3) 鄂州三期#5 机组 (100 万千瓦)、#6 机组 (100 万千瓦) 分别在 2019 年 4 月、2019 年 6 月投入商运, 2019 年湖北能源的火电装机容量增长 76.05%。2020 年鄂州三期 5#、6#机组将全年投入使用, 预计 2020 年上半年湖北能源火电营收仍维持较快增长。

图 14: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源火电业务的营业收入及毛利润



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 15: 2016-2019 年 H1, 湖北能源的火电毛利率走势



资料来源: 公司公告, 财富证券

随着新投产鄂州三期#5、6#号共计 200 万千瓦超超临界火电机组, 能耗水平更优, 可有效降低火电项目供电标准煤耗及平均度电燃煤成本。

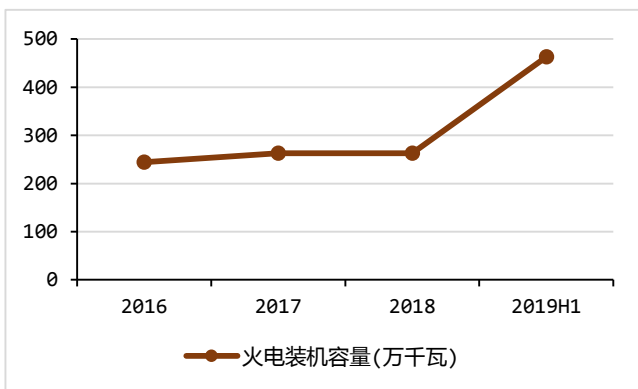
表 6: 2016-2019 年 H1, 湖北能源的火电机组运营指标

指标	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
装机容量(万千瓦)	244.5	263	263	263	463
发电量(亿千瓦时)	90.7	89.51	105.7	34.15	77.13
上网电量(亿千瓦时)	85.19	83.51	98.37	31.84	
机组利用小时(小时)	3,710	3,403	4,019	1,299	
供电标准煤耗(克/千瓦时)	313.8	313.08	320.55	317.89	
综合厂用电率(%)	6.07	6.81	6.61	6.5	
上网电价(元/千瓦时)	0.42	0.44	0.43	0.42	

资料来源: 公司公告, 财富证券

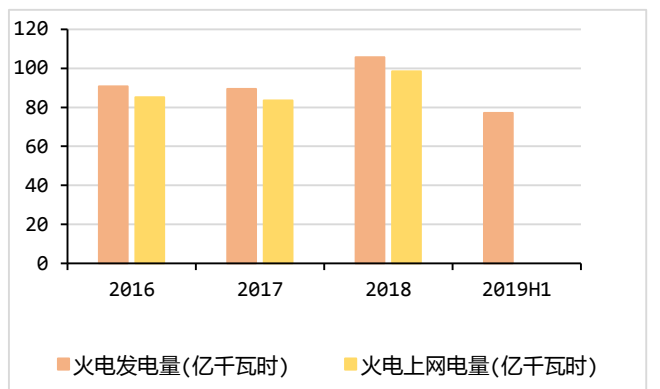
电煤供应方面, 湖北能源火电厂的电煤供应相对独立。公司煤炭贸易主体湖北省煤炭投资开发有限公司(煤投公司)主要从事煤炭贸易, 自供比例较小, 公司火电厂煤炭供应均来自于其长期合作客户, 电煤供应有保障, 2018 年公司煤炭采购均价为 605.95 元/吨(含税)。

图 16: 2016-2019 年 H1, 湖北能源的火电装机容量(万千瓦)



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 17: 2016-2019 年 H1, 湖北能源的火电发电量及上网电量(亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 财富证券

浩吉铁路通车, 湖北能源的煤炭采购成本有望降低: 浩吉铁路是我国第一条按重载铁路设计的货运铁路, 规划年运煤能力 2 亿吨。浩吉铁路于 2019.09.28 日正式运营。2020 年要确保浩吉铁路至少完成运量 6000 万吨。按照规划, 浩吉铁路承担的煤炭供应主要来自呼吉尔特、宁东、翰林等地, 其中 50% 以上到达湖北, 湖南、江西各占 30%、20%。浩吉铁路可显著提升华中地区煤炭的供应保障, 全程运输时长在 2-3 天, 快于“海进江煤炭方式” 12 天左右。但浩吉铁路运价高于此前预期。此前市场预期, 浩吉铁路整体运价水平为 0.184 元/(吨公里)。根据财新报道, 浩吉铁路运费暂定执行价为: 1) 江陵以北(含江陵)为 0.2024 元/吨公里; 2) 江陵-岳阳(含岳阳)为 0.184 元/吨公里; 3) 岳阳以南为 0.174 元/吨公里; 4) 既有线按原价。浩吉铁路运价水平高于此前预期, 预计“湖北、湖南、江西等火电企业电煤采购成本”降低幅度有所缩窄。我们预计浩吉铁路开通将降低湖北省电煤采购成本在 10-30 元/吨之间, 一定程度利好湖北能源的未来业绩表现, 但“实际煤炭采购成本的降低”还取决于“浩吉铁路与海进江运价的竞争”及“电厂与煤炭企业之间的复杂博弈过程”。

2.3 新能源：在建风电项目较多，投产将明显提振业绩

2019年H1底湖北能源已投产风电装机达69.14万千瓦：目前，湖北能源风电运营项目有九宫山风电(1.36万千瓦)、齐岳山风电(18.23万千瓦)、三峡新能源利川风电(14.4万千瓦)、麻城风电(4.95万千瓦)、荆门象河风电(17.2万千瓦)、黄石风电(8万千瓦)、三峡新能源通城风电(5万千瓦)等，合计已投产运营风电装机达69.14万千瓦，占湖北省风电总装机的18.62%。

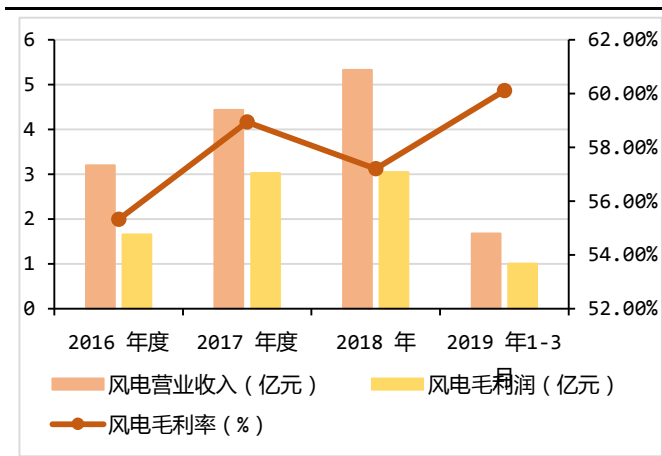
表 7：2019 年 H1 底，湖北能源已投产风电项目装机达 69.14 万千瓦

风电项目	持股比例	装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)
湖北省九宫山风力发电有限责任公司	48%	1.36	16*0.085
湖北能源集团齐岳山风电有限公司	100%	18.23	58*0.085+66*0.15+17*0.2
三峡新能源利川风电有限公司	100%	14.4	72*0.2
湖北能源集团麻城风电有限公司	100%	4.95	24*0.2+1*0.15
湖北能源集团荆门象河风电有限公司	100%	17.2	50*0.2+30*0.22+3*0.2
湖北能源集团黄石风电有限公司	100%	8	40*0.2
三峡新能源通城风电有限公司	100%	5	25*0.2
风电合计		69.14	

资料来源：湖北能源集团股份有限公司2019年度第五期超短期融资券募集说明书，财富证券

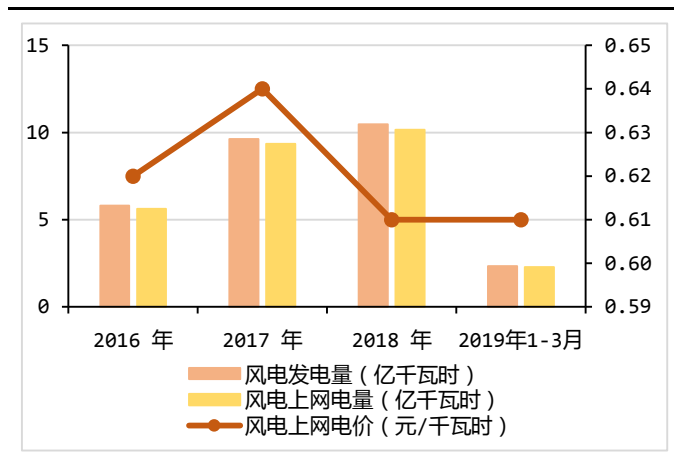
2018年，湖北能源风电装机发电量10.46亿千瓦时，上网电量10.16亿千瓦时，风电业务实现营收5.33亿元，实现毛利润3.05亿元，风电业务毛利率57.20%，风电项目盈利能力良好。以2017年-2018年湖北能源风电装机容量平均值(56.28万千瓦)计算，5万千瓦风电装机对应毛利润在0.271亿元。

图 18：2016-2019 年 Q1，湖北能源的风电业务营收及毛利润 (亿元)



资料来源：公司公告，财富证券

图 19：2016-2019 年 Q1，湖北能源的风电发电量及上网电量 (亿千瓦时)



资料来源：公司公告，财富证券

在建风电工程投产对应年化毛利润在 2.40 亿元：2019 年 H1 底，统计湖北能源的风电在建工程的装机容量在 44.2 万千瓦。根据风电在建工程进度以及风电装机的 2-4 个季度建设周期（平地、戈壁等建设期短，在 2-3 季度；山地风电及海上风电建设期长，可能长达一年），我们预计黄石筠山风电场工程（4 万千瓦）、荆门象河风电场二期（7.2 万千瓦）、恩施板桥风电场工程（15 万千瓦）等有望在 2019 年下半年投产，剩余的在建风

电装机项目（18万千瓦）有望在2020年年中投产。

以“2018年湖北能源的5万千瓦风电装机对应平均毛利润在0.271亿元”计算，“湖北能源在建风电工程（44.2万千瓦）”对应毛利润增加值为2.40亿元。

表 8：2019 年 H1 底，湖北能源的风电在建工程统计（不完全统计）

风电项目名称	装机容量(万千瓦)	装机构成(万千瓦)	项目预算数(亿元)	2019年H1底在建工程余额(亿元)	2019年H1累计投入占比(%)	2019年H1底工程进度(%)
黄石筠山风电场工程	4	20*0.2	7.04	1.18	73.59%	84.70%
荆门象河风电场二期	7.2	30*0.22+3*0.2	6.07	4.22	70.03%	81.60%
恩施板桥风电场工程	15	75*0.2	13.31	1.64	39.60%	52.70%
大悟三角山风电场	5	25*0.2	4.39	0.13	3.02%	3.02%
湖北松滋柳林风电场	4	20*0.2	7.61	0.05	1.28%	1.28%
麻城蔡家寨二期	4	20*0.2	3.55	0.02	0.45%	0.45%
鹤峰走马风电场	5	25*0.2	4.43	0.09	1.93%	-
合计	44.2					

资料来源：2019 年度半年报，财富证券

光伏装机容量达 28.30 万千瓦：风电、光伏等新能源业务，发电主要成本为固定资产的折旧成本，变动成本非常小，因此毛利率较高，可稳定贡献公司业绩。2019 年 H1 底，湖北能源拥有光伏发电装机 28.30 万千瓦（占湖北省光伏发电总装机的 5.14%），其中麻城阎家河光伏装机 10 万千瓦。

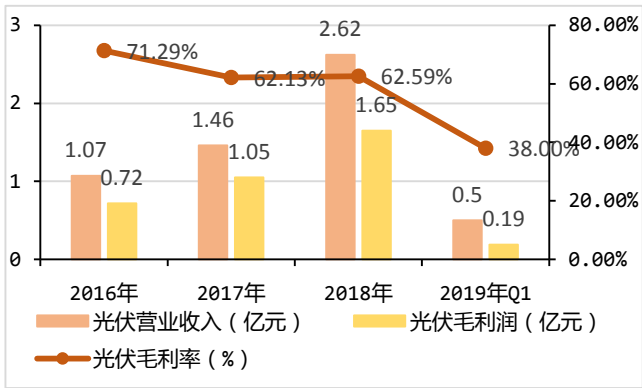
表 9：2019 年 H1 底，湖北能源已投产的光伏项目统计

光伏项目	装机容量(万千瓦)	持股比例(%)
湖北能源集团股份有限公司花山分公司项目	0.3	100%
湖北能源集团麻城阎家河光伏发电有限公司	10	100%
湖北能源集团老河口三涧山光伏发电有限公司	6	100%
湖北能源集团广水王子山光伏发电有限公司	4	100%
湖北能源集团随县岩子河光伏发电有限公司	4	100%
麻城中广异辉新能源有限公司	2	100%
随县爱康新能源投资有限公司	2	100%
合计	28.3	

资料来源：湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第五期超短期融资券募集说明书，财富证券

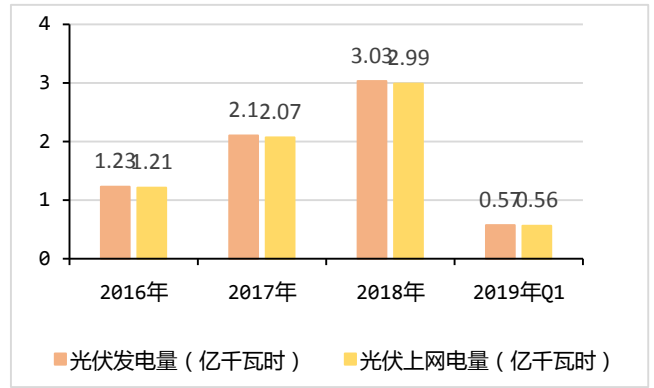
光伏项目盈利能力较强：2018 年，湖北能源光伏装机发电量 3.03 亿千瓦时，上网电量 2.99 亿千瓦时，光伏业务实现营收 2.62 亿元，实现毛利润 1.65 亿元，光伏业务毛利率 62.59%。2019 年 H1，公司光伏风电等新能源发电 7.9 亿千瓦时（同比+17.23%），主要系装机规模增长。

图 20: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的光伏业务营收及毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 21: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的光伏业务发电量及上网电量 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 财富证券

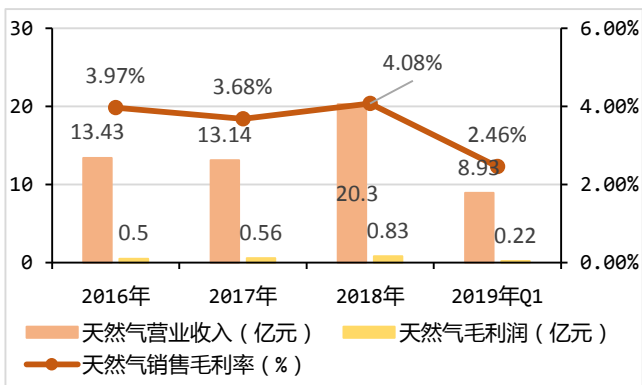
3 非电业务: 天然气销售增速较快, 煤炭贸易业务潜力巨大

3.1 天然气销售: 天然气消费增速较快, 但业绩贡献较小

湖北能源的天然气销售业务主要由子公司湖北省天然气发展有限公司实施, 湖北能源和中石化天然气公司分别持有其 51% 和 49%。湖北天然气主要负责全省天然气管道、门站、储气调峰设施等项目的投资、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。

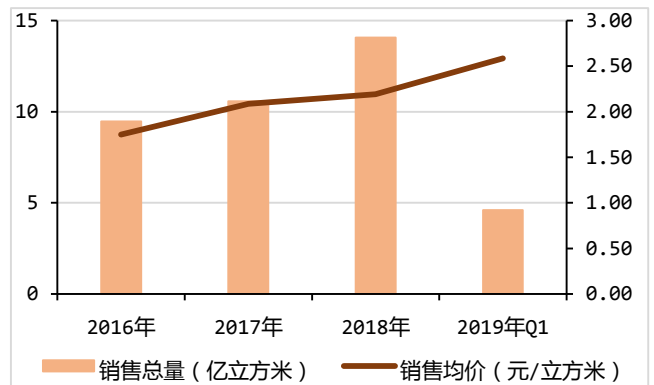
湖北能源在天然气输配业务领域, 已建成输气管线 822 公里, 其中高压长输管线 663 公里, 在运接收 (分输) 场站 30 座。2018 年, 湖北能源的天然气销量为 19.16 亿立方米 (同比+28.42%), 天然气业务实现营收 20.3 亿元 (同比+54.49%), 实现毛利润 0.83 亿元 (同比+48.21%), 2018 年天然气销售业务毛利润占总利润比例仅为 3.34%, 业绩贡献较小。2019 年 H1, 公司完成销售天然气 12.28 亿立方米 (同比+30.34%), 湖北省内天然气销售增速较快, 售气量占全省消费量的 33.14%。售气量增长主要系: 1) 全社会消费量增长; 2) 公司部分新项目投产。

图 22: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的天然气销售业务营收及毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 23: 2016-2019 年 Q1, 湖北能源的天然气销售总量 (不含管输情况) 及销售均价



资料来源: 公司公告, 财富证券

3.2 煤炭贸易：荆州煤炭铁水联运储配基地投产在即，湖北能源煤炭贸易类业务有望量利齐升

煤炭贸易板块毛利率低，业绩贡献小：湖北能源贸易板块主要为煤炭贸易，2016年以来煤炭业务营收快速增长，主要系：1) 煤炭销售量增加，湖北能源的煤炭销售总量从2016年的265.48万吨提升至2018年的504.27万吨；2) 煤炭价格因供给侧改革出现较大上升，湖北能源的煤炭销售均价从2016年的488.14元/吨提升至2018年的620.79元/吨。湖北能源煤炭贸易主要为外销，2018年、2019年Q1，公司煤炭的自用比例分别仅为5.69%、14.05%。

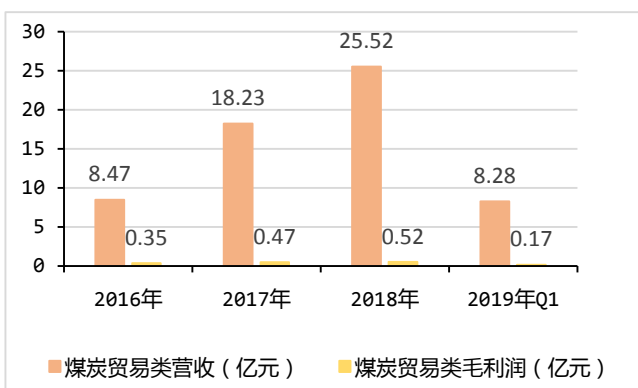
表 10：2016-2019 年 Q1，湖北能源的煤炭采销情况

指标	2016年	2017年	2018年	2019年Q1
采购总量（万吨）	266.28	464.3	515.87	177.83
采购均价（元/吨）（含税）	476.86	635.22	605.95	593.39
销售总量（万吨）	265.48	465.72	504.27	185.58
销售均价（元/吨）（含税）	488.14	647.09	620.79	597.7
对外销售总量（万吨）	193.39	401.8	475.58	159.51
对内使用数量（万吨）	72.09	63.92	28.69	26.07

资料来源：湖北能源集团股份有限公司2019年度第二期中期票据募集说明书，财富证券

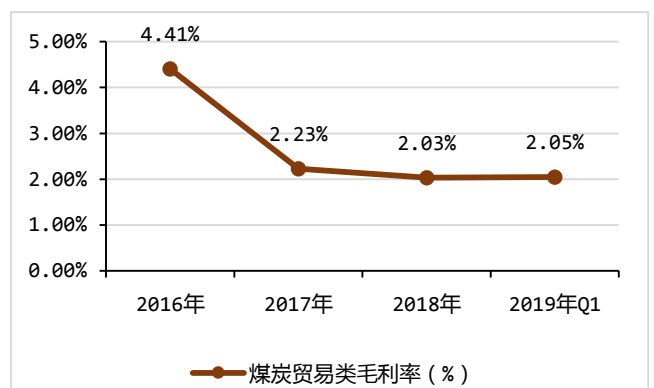
但湖北能源的煤炭贸易业务主要赚取购销价差，板块毛利率较低，2016年、2017年、2018年、2019年Q1煤炭贸易板块的毛利率分别为4.41%、2.23%、2.03%和2.05%，煤炭贸易板块的毛利润为0.35亿元、0.47亿元、0.52亿元和0.17亿元，煤炭贸易毛利润虽然较快增长，但占总毛利润的比例仍然较低（2018年煤炭贸易板块毛利润占比仅为2.09%），业绩贡献小。2019年H1，公司完成煤炭销售量345.52万吨（同比+82.89%），主要是公司加强了市场开拓力度，“两湖一江”地区销量占总销量的比例不断提升。

图 24：2016-2019 年 Q1，湖北能源的煤炭销售业务营收及毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，财富证券

图 25：2016-2019 年 Q1，湖北能源的煤炭销售业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，财富证券

荆州煤炭铁水联运储配基地投产在即，湖北能源煤炭贸易类业务有望量利齐升：湖北能源旗下的“荆州煤炭铁水联运储配基地”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配基地为主，“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。2014年7月，国家发改委对蒙华铁路（现今的浩吉铁路）进行批复，同意蒙华铁路配套规划集疏运项目69个，其中荆州基地项目要与蒙华铁路同步建成。荆州基地核心业务主要包括中转、仓储、交易、加工及信息咨询五大功能，主要服务对象包括产煤企业、用煤企业、煤炭贸易企业以及政府四大类。

“荆州煤炭铁水联运储配基地”位于荆州市江陵县、蒙西至华中地区铁路煤运通道与长江的交汇处。“荆州煤炭铁水联运储配基地”规划煤炭中转能力5000万吨/年，煤炭静态堆存能力500万吨，配煤加工能力1000万吨/年，拟新建泊位17个，占用岸线1941米。荆州煤炭铁水联运储配基地建设拟根据蒙华铁路运力提升、市场需求扩大等情况分期进行。其中，一期工程拟新建散货泊位6个，并配套建设铁路专用线及煤炭堆场，形成煤炭中转量2000万吨/年，煤炭静态堆存能力200万吨。2019年H1底，“荆州煤炭铁水联运储配基地（一期）”预算数37.22亿元，已投入金额7.36亿元（工程累计投入占预算比例为20.00%），工程施工进度为29.46%。预计一期工程投产时间为2020年上半年，建设进度略有延后，主要系：1）公司无法提前确定煤炭储配基地需要配置的翻车类型；2）汛期放缓了建设进度。

当前，公司煤炭贸易主要通过铁路和水运运输，业务模式为在确定下游需求后，向上游采购煤炭直接销售，因此对煤炭的储备要求不高，单纯贸易型业务使得公司煤炭业务毛利率偏低。随着荆州煤炭铁水联运储配基地投产，预计湖北能源煤炭贸易业务将量利齐升：1）量的方面：2018年，湖北能源的煤炭贸易量为504.27万吨/年，而“荆州煤炭铁水联运储配基地（一期）”将形成煤炭中转量2000万吨/年，煤炭静态堆存能力200万吨，公司煤炭业务量仍有很大提升空间；2）利的方面：赚取购销价差使得2018年煤炭贸易毛利率低至2.03%，荆州基地核心业务主要包括中转、仓储、交易、加工及信息咨询，投产后预计将明显提振煤炭业务毛利率。

3.3 投资业务：投资收益为重要利润来源，减持长源电力将增厚业绩

投资收益成为湖北能源的重要利润来源：湖北能源投资参股长江证券、长源电力、长江财险、三峡财务等多家上市公司或金融企业，投资收益成为湖北能源的重要利润来源。2019年H1底，湖北能源的长期股权投资中联营企业的账面价值为47.97亿元。2019年H1，湖北能源权益法下确认的投资收益为1.86亿元（相较2018年H1的1.75亿元，同比增加6.29%）。

表 11：2019 年 H1，湖北能源旗下部分联营企业的收益状况

被投资单位	2019 年初账面价值 (亿元)	权益法下确认的投资损益 (亿元)	2019 年 H1 底账面价值 (亿元)
长江证券股份有限公司	24.32	0.996	25.12
国电长源电力股份有限公司	3.85	0.275	4.18
湖北核电有限公司	1.25		1.25
咸宁核电有限公司	3.6		3.6
湖北新能源创业投资基金有限公司	0.52	0.085	0.53
长江财产保险股份有限公司	1.43	-0.043	1.39
湖北银行股份有限公司	13.6	已经出售	0
三峡财务有限责任公司	10.45	0.63	11.11
其他	0.83	-0.083	0.79
合计	59.85	1.86	47.97

资料来源：湖北能源集团股份有限公司 2019 年度第二期中期票据募集说明书，财富证券

减持长源电力将增厚业绩：此外，2019 年 9 月 6 日，长源电力公告：公司二股东湖北能源集团（持有长源电力 10.8% 股份）计划在六个月内，减持长源电力股份不超过 2216.57 万股（占总股本比例 2%），减持价格不低于 5.5 元/股。如以 5.5 元减持均价来计算，湖北能源顺利减持 2% 长源电力股票时，对应投资收益为 4450 万元（税前），将一定程度改善 2019 年湖北能源业绩。

4 核心假设

为测算湖北能源未来三年业绩，我们对湖北能源各项重点业务做出如下假设：

- ✓ **水电：**1) 假设 2020 年清江流域来水回归 2018 年（大致是多年平均来水水平），2021 年来水比 2020 年偏丰 5%；2) 假设江坪河水电（45 万千瓦）在 2019 年年末投产，峡口塘水电（5 万千瓦）在 2020 年年中投产；
- ✓ **火电：**1) 假设鄂州三期 5#、6# 机组在 2020 年全年出力发电；2) 假设浩吉铁路投运将降低火电企业的煤炭采购成本 20 元；
- ✓ **新能源：**1) 假设 26.2 万千瓦风电装机在 2019 年年末投产，假设 18 万千瓦装机在 2020 年年中投产；2) 假设新投产项目的单位装机盈利能力与湖北能源历史装机的盈利能力相同；
- ✓ **天然气销售：**1) 假设 2019-2021 年，天然气销量增速分别为 30%、25%、18%；2) 假设天然气销售的盈利能力不变；
- ✓ **煤炭贸易：**1) 假设 2020 年“荆州煤炭铁水联运储配基地（一期）”发挥 20% 产能效益，2021 年发挥 40% 产能效益；2) 假设 2019-2021 年煤炭贸易的毛利率分别为 2.05%、3.05%、4.05%
- ✓ **投资收益：**假设投资收益增速为 6%（与 2019 年 H1 相同）。

在此基础上，我们简单测算公司各项业务的业绩：

表 12：2019-2021 年，湖北能源各项业务的业绩预测

业务类型	分项目	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
水电	营业收入 (亿元)	33.12	26.75	20.13	29.01	30.46
	毛利润 (亿元)	24.19	15.1	10.17	16.38	17.35
	毛利率 (%)	73.04%	56.45%	50.50%	56.45%	56.95%
火电	营业收入 (亿元)	27.02	38.9	64.19	64.19	64.19
	毛利润 (亿元)	1.65	2.46	5.65	6.61	6.80
	毛利率 (%)	6.11%	6.32%	8.80%	10.30%	10.60%
风电	营业收入 (亿元)	4.44	5.33	6.00	9.05	9.83
	毛利润 (亿元)	3.03	3.05	3.76	5.68	6.17
	毛利率 (%)	68.24%	57.22%	62.73%	62.73%	62.73%
光伏	营业收入 (亿元)	1.46	2.62	2.62	2.62	2.62
	毛利润 (亿元)	1.05	1.65	1.65	1.65	1.65
	毛利率 (%)	71.92%	62.98%	62.98%	62.98%	62.98%
天然气销售	营业收入 (亿元)	13.14	20.3	26.39	32.99	38.93
	毛利润 (亿元)	0.56	0.83	1.08	1.35	1.59
	毛利率 (%)	4.26%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%
煤炭贸易	营业收入 (亿元)	18.23	25.52	43.38	63.63	83.88
	毛利润 (亿元)	0.47	0.52	0.88	1.49	2.09
	毛利率 (%)	2.58%	2.04%	2.04%	2.34%	2.49%
其他业务	营业收入 (亿元)	18.27	3.46	3.67	3.89	4.12
	毛利润 (亿元)	1.07	1.23	1.30	1.38	1.46
	毛利率 (%)	5.86%	35.55%	35.55%	35.55%	35.55%
合计	营业收入 (亿元)	115.68	122.88	166.38	205.38	234.03
	毛利润 (亿元)	32.02	24.84	24.49	34.53	37.11
	毛利率 (%)	27.68%	20.21%	14.72%	16.81%	15.86%

资料来源：公司公告，财富证券

5 投资建议

预计 2019-2021 年湖北能源分别实现净利润 17.40 亿元、25.31 亿元、26.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.39 元、0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 15.6X、10.7X、10.3X。当前水电/火电 PE 分别为 23X、18X，保守给予公司 18-19X 市盈率估值，对应 2019 年底股价合理区间在 4.86-5.13 元，首次覆盖给予【推荐】评级。

6 风险提示

清江流域来水改善不及预期；电煤采购价格下行不及预期。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11585.85	12307.72	16664.47	20570.56	23440.31	成长性					
减:营业成本	8,365.78	9,804.06	14,232.79	17,144.44	19,758.77	营业收入增长率	23.4%	6.2%	35.4%	23.4%	14.0%
营业税费	137.14	103.33	139.90	172.69	196.79	营业利润增长率	11.3%	-12.8%	-8.3%	48.0%	7.6%
销售费用	15.15	15.13	21.95	26.43	29.93	净利润增长率	13.8%	-16.7%	-3.9%	45.4%	4.3%
管理费用	361.44	395.68	560.84	665.12	766.79	EBITDA 增长率	5.3%	-8.0%	-6.5%	23.7%	3.5%
财务费用	378.23	394.77	258.55	179.73	117.07	EBIT 增长率	2.3%	-9.5%	-10.3%	39.1%	5.2%
资产减值损失	246.46	7.02	20.00	20.00	20.00	NOPLAT 增长率	6.1%	-6.8%	-13.3%	37.4%	3.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	9.8%	-18.0%	15.1%	-20.8%
投资和汇兑收益	339.26	550.35	583.38	618.38	655.48	净资产增长率	6.6%	4.2%	3.8%	5.6%	5.4%
营业利润	2,519.13	2,196.01	2,013.82	2,980.53	3,206.44	利润率					
加:营业外净收支	17.06	38.23	70.41	70.41	70.41	毛利率	27.8%	20.3%	14.6%	16.7%	15.7%
利润总额	2,536.19	2,234.25	2,084.23	3,050.94	3,276.85	营业利润率	21.7%	17.8%	12.1%	14.5%	13.7%
减:所得税	460.27	328.35	327.15	509.40	579.89	净利润率	18.8%	14.7%	10.4%	12.3%	11.3%
净利润	2,173.20	1,810.96	1,740.20	2,530.91	2,639.79	EBITDA/营业收入	37.6%	32.5%	22.5%	22.5%	20.5%
						EBIT/营业收入	24.2%	20.6%	13.6%	15.4%	14.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	2,140.41	1,194.34	1,333.16	1,645.65	4,312.72	固定资产周转天数	800	759	544	416	343
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-90	-51	-85	-63	-55
应收帐款	1,236.65	1,535.69	1,559.28	2,480.06	2,265.34	流动资产周转天数	118	123	96	95	115
应收票据	250.09	167.85	480.64	314.81	556.71	应收帐款周转天数	32	41	33	35	36
预付帐款	314.73	570.96	495.26	849.61	755.43	存货周转天数	8	10	10	10	10
存货	261.98	401.14	526.68	579.40	720.34	总资产周转天数	1,369	1,383	1,031	827	735
其他流动资产	54.26	279.59	326.30	220.05	275.32	投资资本周转天数	1,085	1,137	800	628	528
可供出售金融资产	617.31	565.81	533.65	572.26	557.24	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	6.9%	6.4%	8.7%	8.6%
长期股权投资	6,101.56	5,985.21	5,985.21	5,985.21	5,985.21	ROA	4.5%	4.0%	3.7%	5.4%	5.6%
投资性房地产	230.45	226.10	226.10	226.10	226.10	ROIC	7.2%	6.0%	4.7%	7.9%	7.1%
固定资产	25,963.18	25,927.55	24,478.07	23,028.59	21,579.11	费用率					
在建工程	7,095.12	9,375.75	9,375.75	9,375.75	9,375.75	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	593.03	611.51	586.96	562.40	537.85	管理费用率	3.1%	3.2%	3.4%	3.2%	3.3%
其他非流动资产	1,498.18	1,366.31	1,364.20	1,402.87	1,364.18	财务费用率	3.3%	3.2%	1.6%	0.9%	0.5%
资产总额	46,356.93	48,207.82	47,271.27	47,242.77	48,511.30	三费/营业收入	6.5%	6.5%	5.0%	4.2%	3.9%
短期债务	7,168.20	7,641.80	3,459.37	4,406.69	-	偿债能力					
应付帐款	2,630.84	1,028.32	6,593.48	1,640.35	7,507.97	资产负债率	39.2%	39.1%	35.5%	31.8%	30.0%
应付票据	541.77	272.22	1,134.19	579.43	1,276.52	负债权益比	64.4%	64.1%	55.0%	46.7%	42.9%
其他流动负债	2,179.90	3,223.63	3,116.28	3,184.59	3,240.53	流动比率	0.34	0.34	0.33	0.62	0.74
长期借款	3,245.94	4,023.15	-	2,717.97	-	速动比率	0.32	0.31	0.29	0.56	0.68
其他非流动负债	2,395.82	2,649.07	2,470.73	2,505.21	2,541.67	利息保障倍数	7.40	6.42	8.79	17.58	28.39
负债总额	18,162.47	18,838.19	16,774.05	15,034.25	14,566.68	分红指标					
少数股东权益	2,678.44	3,153.48	3,169.52	3,179.98	3,235.89	DPS(元)	0.10	0.11	0.09	0.13	0.15
股本	6,507.45	6,507.45	6,507.45	6,507.45	6,507.45	分红比率	29.9%	39.5%	33.5%	34.3%	35.8%
留存收益	18,766.63	19,695.14	20,820.25	22,521.09	24,201.28	股息收益率	2.4%	2.6%	2.2%	3.2%	3.5%
股东权益	28,194.46	29,369.63	30,497.22	32,208.52	33,944.62	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.33	0.28	0.27	0.39	0.41
净利润	2,075.93	1,905.89	1,740.20	2,530.91	2,639.79	BVPS(元)	3.92	4.03	4.20	4.46	4.72
加:折旧和摊销	1,560.17	1,476.94	1,474.03	1,474.03	1,474.03	PE(X)	12.46	14.95	15.56	10.70	10.25
资产减值准备	246.46	7.02	-	-	-	PB(X)	1.06	1.03	0.99	0.93	0.88
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	16.41	-54.75	37.70	22.40	7.70
财务费用	387.86	384.12	258.55	179.73	117.07	P/S	2.34	2.20	1.62	1.32	1.15
投资收益	-339.26	-550.35	-583.38	-618.38	-655.48	EV/EBITDA	8.87	10.37	8.84	7.87	5.58
少数股东损益	-97.27	94.93	16.88	10.64	57.18	CAGR(%)	7.0%	12.3%	-3.6%	7.0%	12.3%
营运资金的变动	-2,258.19	329.51	5,835.27	-6,562.81	6,567.22	PEG	1.79	1.22	-4.35	1.53	0.84
经营活动产生现金流量	3,201.49	2,634.29	8,741.56	-2,985.88	10,199.81	ROIC/WACC	0.80	0.66	0.52	0.87	0.78
投资活动产生现金流量	-3,688.38	-3,488.50	614.61	580.39	670.39	REP	1.31	1.55	1.91	1.09	1.12
融资活动产生现金流量	1,602.41	-48.98	-9,217.35	2,717.97	-8,203.13						

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438