

湖北能源 (000883.SZ)

水电拖累业绩增长，来水改善促进盈利提升

买入

核心观点

水电拖累业绩增长，火电盈利改善，新能源稳健增长。2023H1，公司实现营业收入 90.89 亿元（-14.47%），归母净利润 9.01 亿元（-37.58%），扣非归母净利润 8.66 亿元（-31.73%）。公司营业收入下降主要系年初起调水位大幅降低且来水持续偏枯致水电收入同比减少 11.41 亿元，以及煤炭价格下降及煤炭销售量减少致煤炭贸易收入同比减少 9.5 亿元。公司归母净利润下降主要系水电站年初起调水位大幅降低且来水持续偏枯影响，水电业务净利润减少 10.29 亿元。同期内，火电业务受益于发电量增加且煤价呈下降趋势，火电业务度电燃料成本同比减少，致火电业务利润同比增加 4.51 亿元，新能源发电则受益于装机规模增加、覆冰情况好于同期，发电量增加，新能源发电业务实现净利润 3.71 亿元，同比增加 0.42 亿元。

清江流域来水情况改善，水电业务盈利有望持续修复。三季度以来，清江流域来水情况改善，公司水布垭水库水位持续走高，当前水库水位及蓄水量处于较高水平，根据全国水雨情信息网数据，截至 2023 年 8 月 22 日，水布垭水位为 391.88 米，蓄水量为 38.20 亿立方米。预计随着清江流域来水情况改善，2023 年下半年公司水电业务盈利将持续增长。

煤价持续处于低位，火电盈利仍有进一步改善空间。2023 年上半年，煤炭产能继续释放、进口大幅增长，煤炭供应能力稳步提升，同时由于部分行业用煤需求增幅有限，煤价持续处于低位，有利于公司火电盈利持续改善。

新能源建设持续推进，发行可转债募资保障新能源项目落地。2023H1，公司可控装机净增加 33.64 万千瓦，其中风电 7.89 万千瓦、光伏 25.75 万千瓦；截至 2023H1，公司新能源合计装机容量为 345.96 万千瓦，其中为风电 111.58 万千瓦，光伏 234.38 万千瓦。2023 年 7 月，公司发布公告，拟发行可转债募资总额不超过 60 亿元，募集资金主要投向 8 个风光新能源项目、罗田平坦原抽水蓄能电站项目以及补充流动资金。随着未来可转债发行完成，公司资本实力进一步增强，公司新能源项目逐步落地，驱动公司业绩持续增长。

风险提示：来水量不及预期；煤价上涨；电价下滑；行业政策不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于年初以来水电起调水位大幅降低且来水持续偏枯，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 21.33/25.26/28.17 亿元（2023/2024 年原为 35.79/42.70 亿元），EPS 分别为 0.33/0.39/0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 13/11/10x。给予 2023 年 15-16 倍 PE，对应公司权益价值 320-341 亿元，对应 4.91-5.23 元/股合理价格，较当前股价有 12-19%的溢价。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,618	20,578	22,200	23,796	26,278
(+/-%)	32.9%	-9.0%	7.9%	7.2%	10.4%
净利润(百万元)	2339	1163	2132.91	2526.17	2817.34
(+/-%)	-4.8%	-50.3%	83.5%	18.4%	11.5%
每股收益(元)	0.36	0.18	0.33	0.39	0.43
EBIT Margin	13.9%	10.5%	18.0%	19.3%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	3.8%	6.9%	8.0%	8.8%
市盈率 (PE)	12.2	24.6	13.4	11.3	10.2
EV/EBITDA	11.7	16.4	12.0	11.6	11.2
市净率 (PB)	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.91 - 5.23 元
收盘价	4.36 元
总市值/流通市值	28431/28251 百万元
52 周最高价/最低价	5.50/4.10 元
近 3 个月日均成交额	72.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

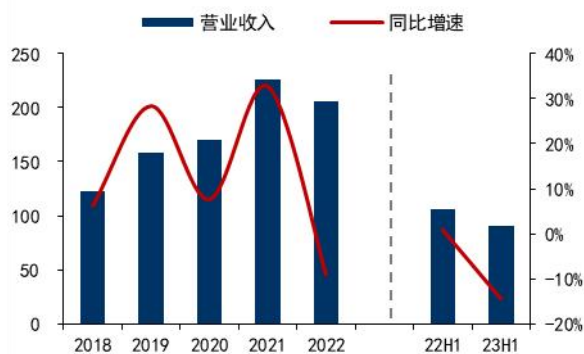
相关研究报告

- 《湖北能源 (000883.SZ) - 来水大幅下降，前三季度净利润同比减少 33%》——2022-10-27
- 《湖北能源 (000883.SZ) - 火电拖累业绩，水电及新能源表现亮眼》——2022-08-27
- 《湖北能源 (000883.SZ) - 稳步推进新能源投资，加快新能源布局》——2022-06-16
- 《湖北能源 (000883.SZ) - 水电业务稳定，积极布局新能源和抽水蓄能》——2022-06-05

水电拖累业绩增长，火电盈利改善，新能源稳健增长。2023H1，公司实现营收 90.89 亿元（-14.47%），归母净利润 9.01 亿元（-37.58%），扣非归母净利润 8.66 亿元（-31.73%）。其中，第二季度单季营收 49.97 亿元（环比+22.09%），归母净利润 5.91 亿元（环比+90.19%）。公司营业收入下降的原因在于：一是年初起调水位大幅降低且来水持续偏枯，水电发电量减少，致水电收入同比减少 11.41 亿元；二是因煤炭价格下降及煤炭销售量减少，致煤炭贸易收入同比减少 9.5 亿元。公司归母净利润下降的原因在于是水电站年初起调水位大幅降低且来水持续偏枯，发电量大幅下降，水电业务净利润减少 10.29 亿元。同期内，火电业务受益于发电量增加且煤价呈下降趋势，火电业务度电燃料成本同比减少，致火电业务利润同比增加 4.51 亿元，新能源发电则受益于装机规模增加、覆冰情况好于同期，发电量增加，新能源发电业务实现净利润 3.71 亿元，同比增加 0.42 亿元。

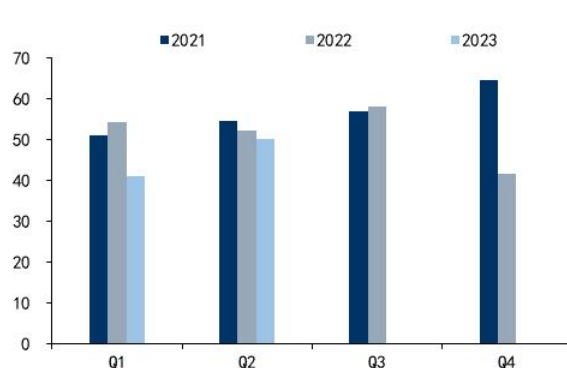
水电发电量大幅下降，火电、新能源发电量显著增长，电价小幅增长。2023H1，公司完成发电量 161.33 亿千瓦时，同比下降 9.06%。其中，水电发电量为 41.45 亿千瓦时（含查格亚电站），同比下降 47.50%；火电发电量为 97.09 亿千瓦时（含新疆楚星电站），同比增长 19.84%；新能源发电量为 22.79 亿千瓦时，同比增长 30.46%。电价方面，2023H1，公司平均售电价格为 0.4914 元/千瓦时（含税），较上年同期增长 0.0268 元/千瓦时。

图1：湖北能源营业收入及增速（单位：亿元、%）



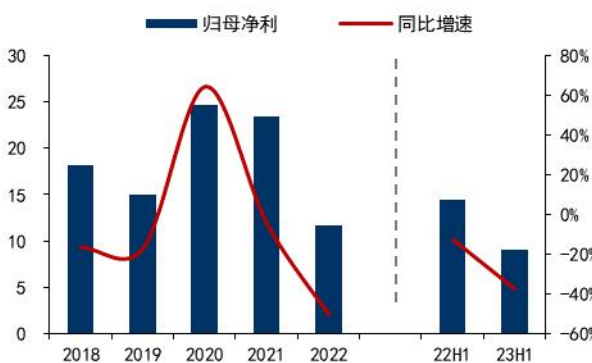
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：湖北能源单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



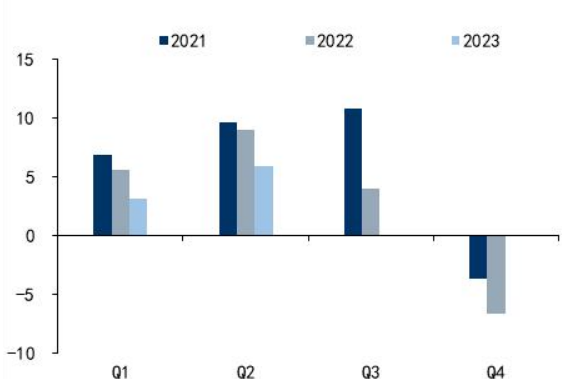
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：湖北能源归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

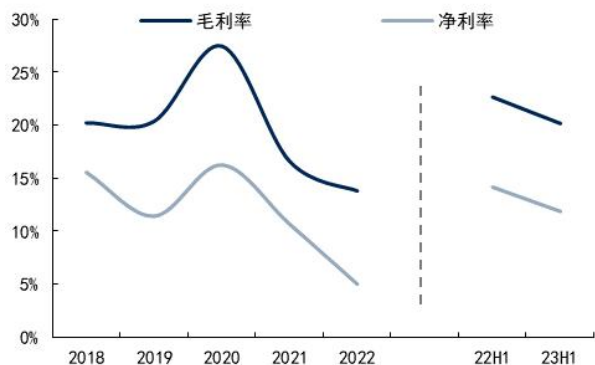
图4：湖北能源单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

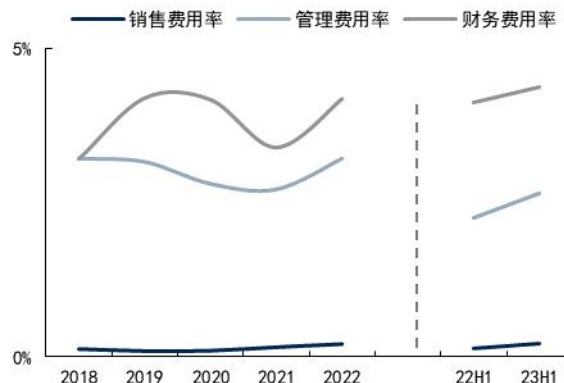
毛利率、净利率下降，费用率水平有所提升。2023H1，公司毛利率为 20.16%，同比减少 2.49pct，主要系高毛利的水电发电量大幅下降影响；费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 4.37%、2.65%，分别增加 0.25、0.40pct，费用率水平小幅提升。由于毛利率下降以及费用率提升，公司净利率水平下降，较 2022 年同期的 14.12% 下降 2.29pct 至 11.83%。

图5：湖北能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：湖北能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

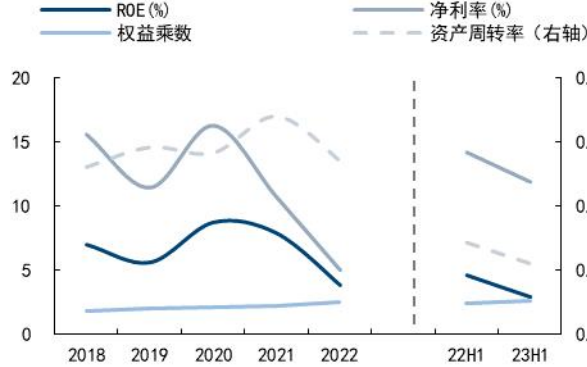
ROE 有所下降，经营性净现金流大幅下降。2023H1，由于公司净利率下降，公司 ROE 下行，较 2022 年同期下降 1.71pct 至 2.88%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 8.91 亿元，同比下降 81.21%，主要系火电企业发电量增加致燃煤采购量增加，以及水电企业发电量减少致发电收入减少所致；投资性净现金流流出 36.22 亿元，同比增加 131.25%，主要系项目增加致基建投资支出增加所致；融资性净现金流 32.43 亿元，同比大幅增加，主要系新增借款增加及偿还债务同比减少所致。

图7：湖北能源经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：湖北能源 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

清江流域来水情况改善，水电业务盈利有望持续修复。三季度以来，清江流域来水情况改善，公司水布垭水库水位持续走高，当前水库水位及蓄水量处于较高水平，根据全国水雨情信息网数据，截至 2023 年 8 月 22 日，水布垭水位为 391.88 米，蓄水量为 38.20 亿立方米。预计随着清江流域来水情况改善，2023 年下半年公司水电业务盈利将持续增长，推动公司整体业绩环比提升。

煤价持续处于低位，火电盈利仍有进一步改善空间。2023 年上半年，煤炭产能继

续释放、进口大幅增长，煤炭供应能力稳步提升，同时由于部分行业用煤需求增幅有限，煤价持续处于低位，有利于公司火电盈利持续改善。

新能源建设持续推进，发行可转债募资保障新能源项目落地。2023H1，公司可控装机净增加 33.64 万千瓦，均为新能源装机，其中风电 7.89 万千瓦、光伏 25.75 万千瓦；截至 2023H1，公司新能源合计装机容量为 345.96 万千瓦，其中为风电 111.58 万千瓦，光伏 234.38 万千瓦。2023 年 7 月，公司发布公告，拟发行可转债募资总额不超过 60 亿元，募集资金主要投向 8 个风光新能源项目、湖北罗田平坦原抽水蓄能电站项目以及补充流动资金。随着未来可转债发行完成，公司资本实力进一步增强，公司新能源项目将逐步落地，驱动公司业绩持续增长。

盈利预测假设条件：

火电：根据公司发展规划和项目资源储备情况，公司宜城火电项目预计于 2023 年投产，将新增 2GW 火电装机容量。利用小时数方面，参考公司过往项目利用小时数情况以及考虑社会经济发展等因素，假设 2023-2025 年公司火电利用小时数分别为 4775/4536/4536 小时。电价方面，考虑到煤电市场化交易电价上浮以及参考过往电价情况，假设 2023-2025 年公司火电上网电价（不含税）分别为 0.44/0.40/0.39 元/kwh。

水电：根据公司发展规划，预计未来公司无新增水电项目，2023-2025 年公司水电装机容量均为 466 万千瓦；来水变化影响发电量，根据来水情况，假设 2023-2025 年公司发电量增长率分别为 5%/0%/0%；电价方面，参考过往电价水平，假设 2023-2025 年公司水电电价（不含税）均为 0.40 元/kwh。

风光新能源：未来公司将持续推进风光新能源项目开发，预计 2023-2025 年期间公司新增风电装机容量均为 20 万千瓦，新增光伏装机容量均为 160 万千瓦。利用小时数方面，参考公司过往的利用小时数情况，假设 2023-2025 年风电利用小时数分别为 1971/1968/1966 小时，光伏利用小时数分别为 1058/1055/1054 小时。电价方面，未来新增风光新能源将实行平价上网，取湖北省燃煤基准电价 0.4161 元/kwh。

成本方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、风光新能源项目投资成本、折旧摊销等因素进行假设。

表1：公司电力业务收入测算

	2022	2023E	2024E	2025E
火电				
装机规模（万千瓦）	463	663	663	663
发电量（亿千瓦时）	205	221	255	301
上网电量（亿千瓦时）	190	206	238	280
营业收入（亿元）	83.32	89.98	95.63	110.36
毛利率	-6.3%	12.2%	14.6%	16.0%
水电				
装机规模（万千瓦）	466	466	466	466
发电量（亿千瓦时）	99	104	104	104
上网电量（亿千瓦时）	98	103	103	103
营业收入（亿元）	39.20	41.16	41.16	41.16
毛利率	47%	49%	49%	49%
风电				
装机规模（万千瓦）	104	124	144	164
发电量（亿千瓦时）	19	22	26	30
上网电量（亿千瓦时）	18	22	26	29
营业收入（亿元）	8.56	10.13	11.68	13.20
毛利率	53%	53%	52%	52%

光伏				
装机规模（万千瓦）	209	369	529	689
发电量（亿千瓦时）	19	31	47	64
上网电量（亿千瓦时）	19	30	47	63
营业收入（亿元）	11.16	15.24	21.96	28.42
毛利率	52%	48%	46%	45%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于年初以来水电起调水位大幅降低且来水持续偏枯，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 21.33/25.26/28.17 亿元（2023/2024 年原为 35.79/42.70 亿元），同比增速 83.5%/18.4%/11.5%；2023-2025 年 EPS 分别为 0.33/0.39/0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 13/11/10x。给予 2023 年 15-16 倍 PE，对应公司权益价值 320-341 亿元，对应 4.91-5.23 元/股合理价格，较当前股价有 12-19%的溢价。维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		
600900.SH	长江电力	22.00	5,383	0.87	1.42	1.44	1.46	25.29	15.49	15.28	15.07	11.5%	买入	
600795.SH	国电电力	3.51	626	0.16	0.41	0.49	0.57	21.94	8.56	7.16	6.16	6.3%	买入	
001289.SZ	龙源电力	19.08	1,599	0.61	1.01	1.09	1.18	31.28	18.89	17.50	16.17	7.4%	增持	
000539.SZ	粤电力 A	6.83	359	-0.57	0.39	0.56	0.77	-11.98	17.51	12.20	8.87	-14.8%	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2181	2878	2764	3299	4243	营业收入	22618	20578	22200	23796	26278
应收款项	4262	3571	3852	4129	4560	营业成本	18864	17738	17391	18327	20080
存货净额	790	660	640	670	734	营业税金及附加	139	163	176	189	208
其他流动资产	5005	4484	4837	5185	5726	销售费用	35	42	46	49	54
流动资产合计	12318	11663	12205	13462	15548	管理费用	710	769	887	912	974
固定资产	49649	56247	60541	65863	70697	财务费用	767	861	1124	1301	1478
无形资产及其他	1639	1706	1736	1770	1810	投资收益	646	409	409	409	409
投资性房地产	4108	4557	4557	4557	4557	资产减值及公允价值变动	2	(39)	(41)	(44)	(47)
长期股权投资	5360	5303	5434	5485	5526	其他收入	274	205	218	370	345
资产总计	73073	79475	84473	91137	98138	营业利润	3026	1581	3162	3753	4191
短期借款及交易性金融负债	3233	4668	4668	4668	4668	营业外净收支	(29)	45	45	45	45
应付款项	1772	3011	2918	3057	3346	利润总额	2996	1626	3207	3798	4236
其他流动负债	9546	6645	6497	6813	7462	所得税费用	591	601	802	950	1059
流动负债合计	14551	14324	14083	14538	15476	少数股东损益	66	(138)	272	323	360
长期借款及应付债券	20301	26110	30628	35984	41142	归属于母公司净利润	2339	1163	2133	2526	2817
其他长期负债	1866	2318	2653	3050	3444						
长期负债合计	22167	28428	33281	39034	44586	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	36718	42752	47364	53571	60062	净利润	2339	1163	2133	2526	2817
少数股东权益	5935	6034	6078	6130	6188	资产减值准备	(242)	41	2	3	3
股东权益	30420	30689	31031	31436	31888	折旧摊销	2436	2180	2335	2525	2752
负债和股东权益总计	73073	79475	84473	91137	98138	公允价值变动损失	(242)	41	2	3	3
						财务费用	767	861	1124	1301	1478
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(244)	(326)	(850)	(200)	(97)
每股收益	0.36	0.18	0.33	0.39	0.43	其它	(847)	3104	756	941	1123
每股红利	0.15	0.15	0.27	0.33	0.36	经营活动现金流	3200	6202	4380	5797	6601
每股净资产	4.67	4.72	4.76	4.82	4.89	资本开支	(3409)	(6176)	(6667)	(7885)	(7627)
ROIC	4.67%	2.13%	4%	5%	5%	其它投资现金流	1	12	(42)	(67)	(107)
ROE	8%	4%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(3669)	(6207)	(6840)	(8002)	(7776)
毛利率	17%	14%	22%	23%	24%	权益性融资	41	540	0	0	0
EBIT Margin	14%	10%	18%	19%	20%	负债净变化	7105	6379	4518	5356	5158
EBITDA Margin	25%	21%	29%	30%	30%	支付股利、利息	(976)	(976)	(1791)	(2121)	(2366)
收入增长	33%	-9%	8%	7%	10%	其它融资现金流	(5386)	(4668)	0	0	0
净利润增长率	-5%	-50%	83%	18%	12%	融资活动现金流	1606	706	2347	2739	2119
资产负债率	58%	61%	63%	66%	68%	现金净变动	1152	697	(114)	535	944
股息率	3.4%	3.4%	6.3%	7.4%	8.3%	货币资金的期初余额	1029	2181	2878	2764	3299
P/E	12.2	24.6	13.4	11.3	10.2	货币资金的期末余额	2181	2878	2764	3299	4243
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	0	(2963)	(2185)	(2123)	(1073)
EV/EBITDA	11.7	16.4	12.0	11.6	11.2	权益自由现金流	0	(1251)	1490	2256	2977

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032