

2024年3月27日

湖北能源 (000883.SZ)

买入 (首次覆盖)

——水火共振业绩大幅向好 央企改革估值有望提振

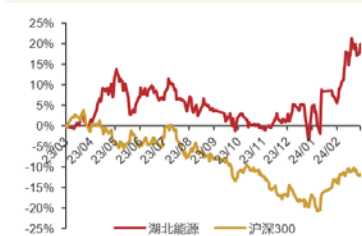
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- 三峡集团旗下区域性综合能源平台，湖北省能源保障核心平台。公司实控人为三峡集团，三峡系合计持有 45.99% 股权，第二大股东为湖北省国资委（持股 27.55%）。目前公司业务覆盖电力、燃气、煤炭贸易等能源板块，其中电力业务贡献主要业绩。截至 2023 年 6 月底，公司合计装机 1275 万千瓦，其中水电、火电、风电、光伏分别为 466、463、112、234 万千瓦。同时，公司拥有华中地区最大的煤炭中转、交易平台——荆州煤炭铁水联运储配基地一期工程，以及覆盖湖北全省 1/3 的天然气销售体量，为湖北省能源保障核心平台。
- 水电：公司最核心资产，现金流价值亟待重估。公司拥有清江全流域开发权，占公司水电权益装机 80%。清江流域为长江一级支流，为山溪性河流并处于鄂西暴雨区，历史上水波动较大。从短期业绩考虑，清江流域自 2023 年下半年起来水回归正常，2024 年 1-2 月，公司水电发电量同比增长 216%，库水位维持较高水平。然而，我们始终强调，水电公司是典型的“一次性投资、持续获得收益”商业模式。多元化电源结构导致公司水电资产充沛的现金流被淹没在公司报表中，市场对此尚未有充分认识。我们按照现金流价值对公司水电资产进行重估，年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 20.4 亿元，8% 折现率下水电业务价值 255 亿元。
- 火电：湖北供需格局偏紧，盈利企稳装机大幅增长。公司目前拥有煤电 626 万千瓦（2023 年底投产 2*100 万千瓦），燃机 37 万千瓦，几乎均在湖北省内。1) 质量方面，公司煤电机组在装机结构、交通运输以及负荷端三个维度均在省内占优。2) 电价方面，湖北省内供需紧平衡，发电主体集中于央企，上网电价稳定性较强。3) 煤价方面，公司于 2023 年底将鄂州电厂四期项目控股权转让给中煤集团，并参股 40% 共同经营，预计实际长协煤占比有望再次提升。4) 装机方面，公司在建火电 3.3GW，预计 2026 年权益装机较 2022 年底翻倍以上增长。量化测算，预计 5500 大卡秦皇岛港口煤现货价格下滑 100 元/吨，将增厚公司归母净利润 2.1 亿元；限价内长协煤占比从 60% 提升到 90%，将增厚公司归母净利润 1.77 亿元。
- 绿电板块稳健发展，抽蓄项目提供业绩增量。作为三峡集团湖北省内新能源唯一开发平台，公司计划 2025 年新能源装机超 10GW，截至 2023 年上半年，新能源装机 346 万千瓦，2023H2-2025 年有望新增 6GW 新能源装机。目前公司存量项目以湖北省内为主，增量项目以湖北省内以及陕西外送湖北（陕鄂特高压）为主，2022 年新能源板块贡献净利润超 5 亿元，占当年公司净利润 53%。另外，公司已开工在建三个抽蓄项目合计 440 万千瓦，预计分别贡献 2027-2029 年 0.33、2.41、3.92 亿元归母净利润，贡献中期业绩成长。
- 盈利预测与估值：水火共振业绩大幅向好，央企改革估值有望提振。结合公司最新电量数据、湖北省内电力市场环境、煤炭供需情况以及公司在建储备项目，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 18.1（公告披露）、28.9、34.4 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 11、10 倍。分部估值法下，公司内在价值为 255（水电）+74（火电）+98（新能源）=427 亿元，公司拥有煤炭贸易、天然气销售等业务，保守测算下暂不考虑估值，则公司合理价值较当前市值约有 31% 向上空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：来水不及预期、煤价涨幅超预期、新能源装机不及预期。

股票数据: 2024年3月26日

收盘价(元)	5.01
一年内最高/最低(元)	5.09/3.95
总市值(百万元)	32670
市净率 PB	1.01

基础数据: 2023年9月30日

总股本(百万股)	6521
总资产(百万元)	87863
净资产(百万元)	32205
每股净资产(元)	4.94

资料来源:公司公告, ifind

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	22618	20578	18899	24463	26756
同比增长率(%)		-9.0%	-8.2%	29.4%	9.4%
归母净利润(百万元)	2339	1163	1811	2891	3439
同比增长率(%)		-50.3%	55.8%	59.6%	18.9%
每股收益(元/股)	0.36	0.18	0.28	0.44	0.53
毛利率(%)	16.60%	13.80%	22.83%	25.85%	26.93%
ROE(%)	7.7%	3.8%	5.7%	8.7%	9.8%
市盈率			18	11	10

投资案件

投资评级与估值

结合公司最新电量数据、湖北省内电力市场环境、煤炭供需情况、来水情况以及公司在建储备项目，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 18.1、28.9、34.4 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 11、10 倍。分部估值法下，公司内在价值为 255（水电）+74（火电）+98（新能源）=427 亿元，公司拥有煤炭贸易、天然气销售等业务，保守测算下暂不考虑估值，则公司合理价值较当前市值约 31% 向上空间。

首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 水电部分：假设 2023-2025 年境内水电机组平均利用小时数分别为 1934、2434、2484 小时。

2) 火电部分：假设公司火电机组 2023-2025 年控股装机分别为 663、663、729 万千瓦，平均利用小时数分别为 4306、4406、4406 小时，秦皇岛 5500 现货煤价分别变动 -24%、-5%、-2%、长协煤（限价内）比例分别为 60%、80%、80%，平均上网电价（不含税）分别同比变动 0.0045、-0.01、0 元/千瓦时。

3) 新能源部分：假设 2023-2025 年风电机组分别新增 50、70、70 万千瓦，光伏分别新增 130、130、130 万千瓦，结合湖北省新能源相关政策，假设 2024 年新能源项目按照燃煤标杆价上网，2025 年新增项目参与市场化，风电无折价，光伏折让 10%。

投资逻辑要点

2023 年以来，低协方差行情从水电龙头扩散到包括核电在内的多个板块，而湖北能源因其较为复杂的业务结构，水电业务价值并未受到市场充分重视。从估值角度，公司水电价值亟待重估。同时，公司火电业务在经历高煤价巨额亏损后，正积极寻求变革，长协煤比例或有望大幅提升，权益装机倍增创造增量效益。

从业绩角度，公司水火风光各板块当前均处于底部区域；从估值角度，结合央企改革持续推进，公司作为三峡系中央企业，管理层治理或有所变革，价值有望重估。

核心风险提示

来水不及预期、煤价涨幅超预期、新能源装机不及预期

目录

1. 湖北区域综合能源平台 水火风光底部向上.....	6
2. 水电：公司最核心资产 现金流价值亟待重估.....	8
2.1 地处世界最大水电基地 拥有清江全流域开发权.....	9
2.2 省内全额消纳享高电价 机组盈利能力行业领先.....	10
2.3 来水波动影响短期利润 现金流价值亟待重估.....	11
3. 火电：湖北供需紧平衡 盈利企稳装机大幅增长.....	13
3.1 机组质量省内领先 市场化下或享超额回报.....	13
3.2 长协比例提升盈利企稳 煤电装机大幅增长.....	15
3.3 省内供需紧平衡 良好竞争格局奠定电价韧性.....	16
4. 绿电板块稳健发展 抽蓄项目提供增量.....	18
5. 盈利预测及估值：水火共振+央企改革估值提振.....	20

图表目录

图 1: 公司 2017-2022 年营收结构 (亿元)	7
图 2: 公司 2017-2023 年归母净利润情况	7
图 3: 公司 2017-2023H1 控股装机结构 (万千瓦)	7
图 4: 公司 2023H1 控股装机结构 (万千瓦, %)	7
图 5: 清江流域与长江流域水电站拓扑图 (湖北省内)	10
图 6: 公司水电利用小时与龙头水电公司比较	10
图 7: 清江公司与龙头水电公司 ROE (摊薄) 比较	10
图 8: 公司上网电价与龙头水电公司比较 (含税, 元/千瓦时)	11
图 9: 宜城电厂地理位置	15
图 10: 江陵电厂地理位置	15
图 11: 2024 年全国电力供需形势	17
图 12: 湖北省 2022 年供电格局	17
图 13: 湖北省 2021-2024 年代理购电价及较燃煤标杆电价增幅 (元/千瓦时, %)	17
表 1: 三峡集团及旗下上市平台资产情况 (亿元、万千瓦)	6
表 2: 公司 2015-2022 年分部净利润情况 (亿元, 含少数股东损益)	7
表 3: 公司最新经营数据以及煤价数据 (电量单位: 亿千瓦时, 煤价单位: 元/吨)	8
表 4: 公司控股水电站情况 (万千瓦)	9
表 5: 湖北省内水电标杆电价情况 (含税, 元/千瓦时)	11
表 6: 公司水电业务净利润敏感性分析 (亿元, 电价单位: 元/千瓦时, 不含税)	12
表 7: 主要水电公司 DCF 折现情况 (亿元, 折现率 7%-9%)	12
表 8: 公司水电业务权益现金流计算 (亿元, 水电资产加权平均权益占比 93%)	13
表 9: 水电运营商可比公司估值表 (元/股)	13
表 10: 公司火电站项目明细 (万千瓦)	14
表 11: 公司火电业绩煤价弹性测算 (假设长协煤比例 60%)	16
表 12: 公司火电业绩长协比例敏感性分析 (假设电价不变)	16

表 13: 湖北省十四五电力供需平衡表.....	18
表 14: 公司近期披露的待开工、在建、拟投产新能源项目	19
表 15: 公司在建抽水蓄能项目 (亿元, 万千瓦)	20
表 16: 公司股权激励内容	20
表 17: 公司关键假设表 (万千瓦, 元/千瓦时)	21
表 18: 新能源运营商可比公司估值表.....	22
表 19: 公司利润表预测 (百万元)	23
表 20: 公司资产负债表预测 (百万元)	23
表 21: 公司现金流量表预测 (百万元)	25

1. 湖北区域综合能源平台 水火风光底部向上

公司实控人为三峡集团，拥有湖北省国资委背景。公司原为湖北省国资委旗下能源企业，业务覆盖电力、燃气、煤炭贸易等能源板块。2015 年三峡集团通过定向增发获得公司 9.56 亿股股份，成为公司实际控制人，公司性质由地方国企变更为中央企业。2015 年至今，三峡集团及其下属平台持续增持湖北能源，截至 2023 年 9 月底，三峡集团直接与间接合计持有公司股份 45.99%，湖北省国资委持股 27.55%（第二大股东）。

三峡集团为我国最大的清洁能源集团，拥有超过 1.26 亿千瓦装机，旗下电力上市平台主要有长江电力、三峡能源、湖北能源以及三峡水利，湖北能源为三峡集团旗下第三大电力平台，控股二级子公司。

公司 2015 年非公开发行股票时，三峡集团及其一致行动人承诺**湖北能源为三峡集团控制的从事火电、热电、煤炭、油气管输业务的区域性综合能源公司，是湖北省内核电、中小水电、新能源开发的唯一业务发展平台。**

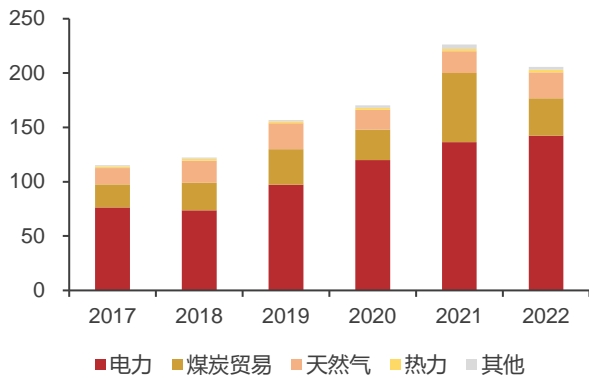
表 1：三峡集团及旗下上市平台资产情况（亿元、万千瓦）

公司	股票代码	定位	总资产	总市值	装机规模
三峡集团	-	国内最大清洁能源集团	13293	-	12600
长江电力	600900.SH	大水电业务平台	5789	6078	7180
三峡能源	600905.SH	新能源战略实施主体	2845	1345	2830
湖北能源	000883.SZ	湖北区域能源平台	879	327	1275
三峡水利	600116.SH	配售电为主业的综合能源平台	232	137	75

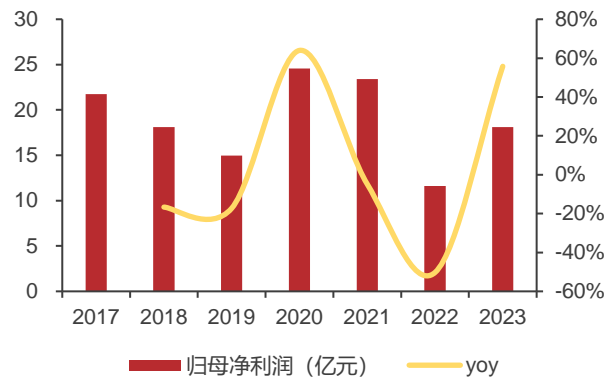
资料来源：各公司公告，华源证券。注：1) 总市值日期为 2024 年 3 月 26 日；2) 总资产为 2023 年 9 月底数据；3) 装机结构为 2023 年 6 月底数据

电力为核心业务，同时拥有煤炭贸易和天然气业务，来水波动与点火价差为影响业绩的关键因素。电力业务为公司核心主业，营收占公司总营收的比例长期维持在 60%-70%之间，净利润在 70%-90%之间。截至 2023 年 6 月底，公司合计装机 1275 万千瓦，其中水电、火电、风电、光伏分别为 466、463、112、234 万千瓦。

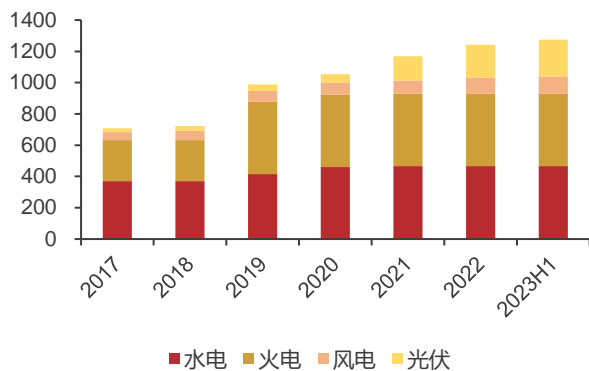
从净利润口径看，2015-2022 年期间，水电业务净利润在 4~16 亿元波动，火电业务净利润在 -9~7 亿元波动，煤炭天然气热力业务净利润波动绝对值保持在 2 亿元以内。值得注意的是，水电、火电、煤炭天然气热力三种业务归母比例分别约为 90%、70%、50%。**考虑归母比例后，水电业务对公司整体业绩的影响最大，煤炭天然气热力业务影响较小。**

图 1：公司 2017-2022 年营收结构（亿元）


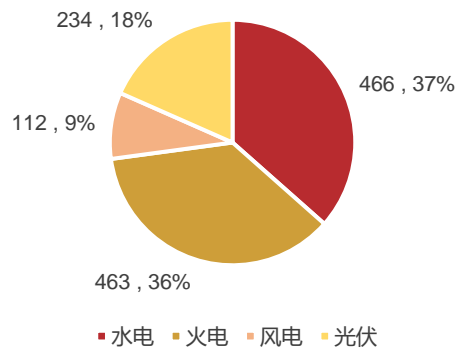
资料来源：ifind，华源证券。注：2022 年部分煤炭贸易方式改变，导致煤炭贸易板块营收发生较大变化，但对盈利能力无明显影响

图 2：公司 2017-2023 年归母净利润情况


资料来源：ifind，华源证券。注：2023 年归母净利润为公告披露值

图 3：公司 2017-2023H1 控股装机结构（万千瓦）


资料来源：公司公告，华源证券

图 4：公司 2023H1 控股装机结构（万千瓦，%）


资料来源：公司公告，华源证券

表 2：公司 2015-2022 年分部净利润情况（亿元，含少数股东损益）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
水电	6.74	12.44	16.26	8.22	3.70	14.79	14.52	12.36
火电	7.03	3.20	-1.84	1.11	5.70	3.32	-5.31	-9.00
新能源		2.07	3.57	4.28	4.51	4.49	6.02	5.45
煤炭天然气热力		-1.89	-1.05	0.79	0.78	-0.32	1.66	2.00
其他		3.78	3.82	4.66	3.30	5.31	7.16	-0.56
合计	16.18	19.60	20.76	19.06	18.00	27.59	24.05	10.24

资料来源：公司公告，华源证券。注：标红数字为水电、火电历史净利润极值

2023 年在来水改善、煤价回落基础上，公司业绩实现 56%高增。根据公司业绩快报，预计 2023 年实现归母净利润 18.11 亿元，同比增长 56%；其中 2023 年单四季度预计实现

归母净利润 0.9 亿元，去年同期亏损 6.74 亿元。公司业绩增长主要受益于清江流域来水改善以及 2023 年煤价下降。根据公司电量公告，2023 年实现水电发电量 110 亿千瓦时，同比增长 11%。**2024 年 1-2 月，水电来水大幅改善、火电煤价下降电量增加基础上，预计公司 2024 年一季度业绩同比大幅好转。**

表 3：公司最新经营数据以及煤价数据（电量单位：亿千瓦时，煤价单位：元/吨）

项目	2024 年 1-2 月	2023 年 1-2 月	变动绝对值	同比变化
水电发电量	24.15	7.64	16.51	216%
火电发电量	43.96	36.63	7.33	20%
新能源发电量	7.14	5.77	1.37	24%
秦皇岛港动力煤平仓价 (Q5500)	920	1119	-199	-17.8%

资料来源：公司公告、ifind，华源证券

煤炭贸易与天然气业务增强公司湖北省能源保障地位，但短期利润贡献微薄。

煤炭贸易：控股华中地区最大的煤炭中转、交易平台和湖北省煤炭应急储备供应保障平台。公司无自有煤矿，煤炭贸易业务经营主体为湖北省煤炭投资开发有限公司（简称“煤投公司”），持股 50%并拥有控股权，陕西煤业化工集团拥有另外 50%股份。煤投公司于 2014 年建设投资华中最大煤炭铁水联运项目——荆州煤炭铁水联运储配基地一期工程，并于 2021 年开港，与浩吉铁路在荆州江陵与长江黄金水道交汇。荆州煤炭铁水联运储配基地成为华中地区最大的煤炭中转、交易平台和湖北省煤炭应急储备供应保障平台。

天然气：控股湖北省天然气资源调控平台，天然气覆盖全省，销量占全省 1/3 左右。公司天然气业务经营主体为湖北省天然气发展有限公司（简称“天然气发展”），持股 51%，中石化持有另外 49%股权。天然气发展为湖北省天然气资源调控平台，配合国家“川气东送”和“西气东输二线”工程投产，负责统一建设湖北省内接收站工程及其配套天然气支线项目。截至 2023 年 6 月底，公司已建成投运的高压管网 675 公里，城市燃气中低压管线 875 公里，基本覆盖湖北全省省辖市、州，天然气销量占湖北省 1/3 左右。

2. 水电：公司最核心资产 现金流价值亟待重估

湖北能源起于清江公司，目前水电业务盈利占据公司整体主要比例，在多个维度上，水电业务都是公司最核心的资产。但受制于公司复杂的业务结构以及清江流域较大的来水波动，我们认为公司水电较长时期未得到市场合理定价。本章从公司水电资产质量（地理属性）、盈利特性以及估值方法论证湖北能源水电板块合理价值。

2.1 地处世界最大水电基地 拥有清江全流域开发权

公司现有水电 466 万千瓦，清江水电权益装机占比约 80%。截至 2022 年底，公司控股水电装机 465.73 万千瓦，其中境内装机 420.13 万千瓦，均在湖北省内，占湖北省水电装机 27%（未考虑三峡电站）；境外装机 45.6 万千瓦，处于秘鲁亚马逊雨林。公司境内水电主要分布在清江流域（鄂西，经营主体为清江公司）与鄂西南小水电（经营主体为溇水公司），其中清江水电公司装机 341.9 万千瓦，占公司控股总装机 73%，权益总装机约 80%。

表 4：公司控股水电站情况（万千瓦）

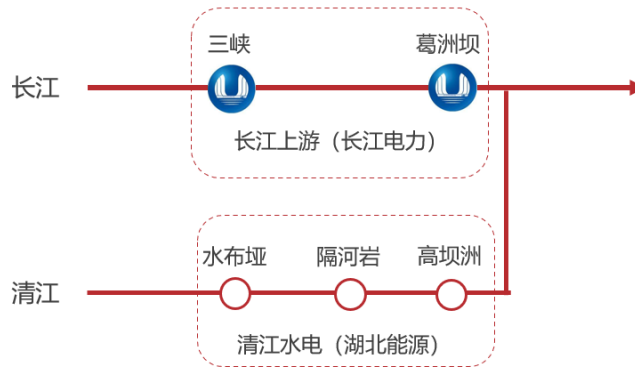
状态	区域	公司	流域	电站	股权比例	装机容量	权益装机
在运	湖北	清江公司	清江干流	隔河岩	100%	121.2	121.2
在运	湖北	清江公司	清江干流	水布垭	100%	184.0	184.0
在运	湖北	清江公司	清江干流	高坝洲	100%	27.0	27.0
在运	湖北	清江公司	郁江上游	峡口塘电站	100%	5.8	5.8
在运	湖北	清江公司	-	其他*	100%	3.9	3.9
清江公司在运合计					100%	341.9	341.9
在运	湖北	溇水公司子公司	湾潭河流域下游	锁金山水电	61%	5.1	3.1
在运	湖北	溇水公司子公司	忠建河下游	洞坪水电	70%	11.0	7.7
在运	湖北	溇水公司	芭蕉河流域	芭蕉河水电	100%	5.1	5.1
在运	湖北	溇水公司	溇水上游	江坪河水电站	100%	45.0	45.0
未开工	湖北	溇水公司	溇水干流	淋溪河水电站	100%	17.5	17.5
溇水公司在运合计					92%	66.2	60.9
在运	湖北	汉江能源发展	汉江支流南河中游	白水峪水电站	65%	5.0	3.2
在运	湖北	汉江能源发展	汉江支流南河下游	三里坪水电站	100%	7.0	7.0
汉江能源发展在运合计					85%	12.0	10.2
在运	秘鲁	瓦亚加公司	亚马逊雨林	秘鲁查格亚	40%**	45.6	18.2
合计					93%	465.7	431.3

资料来源：公司公告，华源证券。注：*为清江流域系列保安电站（自备电站）；**三峡集团拥有另外 40% 股权，湖北能源享有 80% 表决权；红色字体为在建机组

地处世界最大水电基地，拥有清江全流域开发权，长江流域多库联调值得期待。清江公司地处世界最大的水电基地——湖北省宜昌市，主要负责清江流域各梯级水电工程的开发建设及建成后的运营管理，主要拥有水布垭、隔河岩、高坝洲 3 座大型梯级水电站，于 2008 年基本完成清江干流三大梯级电站建设任务。清江公司为我国中东部地区除三峡以外最大的水电基地。根据水利部，清江群已纳入长江流域联合调度工程，预计将在发电、防洪等方面更加完善，清江流域发电稳定性或值得期待。

注：水布垭为多年调节能力，调节库容 23.94 亿立方米，为清江流域龙头枢纽；隔河岩具有年调节能力，调节库容 19.75 亿立方米。

图 5：清江流域与长江流域水电站拓扑图（湖北省内）



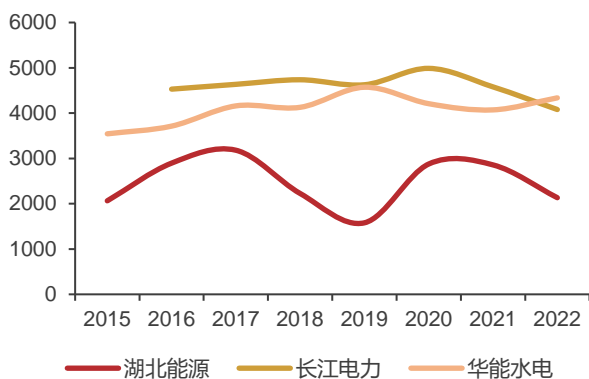
资料来源：华源证券绘制

2.2 省内全额消纳享高电价 机组盈利能力行业领先

从资产质量角度考虑，清江公司盈利能力远高于其他龙头水电。受流域特性约束，公司水电利用小时数长期低于长江电力、华能水电等龙头水电，同时具有极强波动性。但从 ROE 角度考虑，公司 ROE 长期远高于龙头水电公司。我们推测这主要受益于高电价，公司境内水电机组均在湖北省内消纳，按照机组功率以及调节性能，执行标杆上网电价（发改委批复），优先上网全额消纳，不存在弃水弃电。

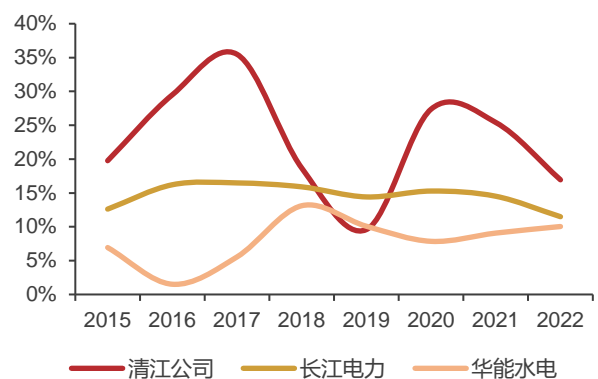
2015 年至今，公司水电不含税上网电价下限为 0.33 元/千瓦时，远高于同期间长江电力（0.24 元/千瓦时，电价上限）与华能水电（0.22 元/千瓦时，电价上限）。需要注意的是，公司境内电站采用批复电价，电价波动极小，整体电价波动主要来自于境外电站。

图 6：公司水电利用小时与龙头水电公司比较



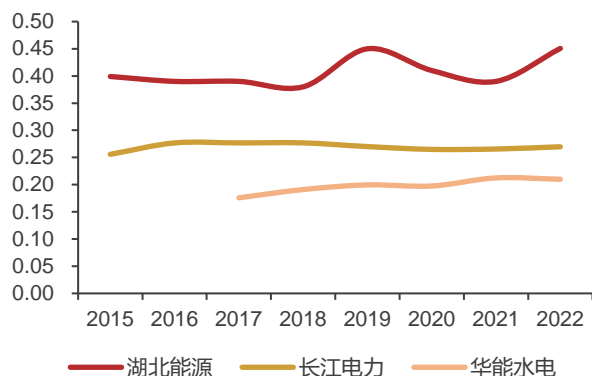
资料来源：各公司公告，华源证券

图 7：清江公司与龙头水电公司 ROE（摊薄）比较



资料来源：公司公告、ifind，华源证券

图 8: 公司上网电价与龙头水电公司比较 (含税, 元/千瓦时)



资料来源: 各公司公告, 华源证券

表 5: 湖北省内水电标杆电价情况 (含税, 元/千瓦时)

同级装机容量	调节性能	上网电价标准
10万千瓦以上	达到季调节以上性能	0.396
	未达到季调节性能	0.3863
5万千瓦-10万千瓦 (含)	达到季调节以上性能	0.3767
	未达到季调节性能	0.367
3万千瓦-5万千瓦 (含)	达到季调节以上性能	0.3658
	未达到季调节性能	0.3562
3万千瓦 (含) 以下	达到季调节以上性能	0.3143
	未达到季调节性能	0.3053

资料来源: 公司公告, 华源证券

2.3 来水波动影响短期利润 现金流价值亟待重估

公司水电业务分为境内资产与境外资产, 其中境外资产虽然电量存在波动, 但历史盈利能力较为稳定, 我们在本章节主要对公司水电境内资产进行敏感性分析。

山溪性河流叠加鄂西暴雨区, 来水波动较大导致报表利润不稳定。清江流域位于鄂西暴雨区, 并且为山溪性河流, 洪水陡涨陡落, 根据国家地理, 清江河口年平均流量 464 立方米/秒, 年平均水量 147 亿立方米, 最大年径流 211 亿立方米 (1954 年), 最小年径流 82 亿立方米 (1966 年)。结合公司官网, 清江梯级电站设计年发电 80 亿千瓦时, 但是 2018-2022 年实际发电量在 48-100 亿千瓦时之间, 波动幅度较大, 导致清江公司 2015-2022 年净利润在 3.4-15.3 亿元宽幅区间震荡, 报表利润不稳定是压制公司估值的核心因素。

境外水电站市场化程度较高, 毛利贡献相对稳定。查格亚水电站为三峡集团在秘鲁的首个清洁能源项目, 公司于 2019 年收购, 持股 40%, 三峡集团另持有 40%, 公司享有控股权。价格机制方面, 查格亚水电站与秘鲁国家电力公司签订了 15 年长期购电协议, 2016 年 10 月生效, 约定售电电量占总发电量的 70%, 剩余电量在现货市场出售 (电价无限制)。现货市场一定程度上充当了电量电价的平衡机制, 公司境外电站历史毛利稳定维持在 4 亿元水平。

中性乐观情况下, 公司水电净利润在 12~20 亿元量级。我们对公司境内水电业务进行电量、电价双变量敏感性分析, 并假设所得税率为 25%¹。则在来水较为正常情况下 (境内水电发电量约 50~120 亿千瓦时, 不含税上网电价 0.3285~0.3325 元/千瓦时), 以 2022 年为基准, 境内水电站发电量约 80 亿千瓦时, 不含税上网电价约 0.3315 元/千瓦时 (估算值)。由于公司境内水电电站采用工作量法折旧, 利润对电量更加敏感, 若公司境内水电发电量增长至正常水平 (100 亿千瓦时), 对应水电板块净利润约 16 亿元; 若公司境内水电发电量增长至乐观水平 (120 亿千瓦时), 对应水电板块净利润约 20 亿元。

¹ 湊水公司所得税率约 15%; 秘鲁水电站所得税率 26%; 清江公司所得税率未单独披露。综合假设水电业务所得税率为 25%

表 6：公司水电业务净利润敏感性分析（亿元，电价单位：元/千瓦时，不含税）

		境内水电发电量（亿千瓦时）							
		50	60	70	80	90	100	110	120
上网电价	0.3285	6.12	8.02	9.92	11.82	13.72	15.62	17.52	19.42
	0.3295	6.16	8.07	9.97	11.88	13.79	15.70	17.60	19.51
	0.3305	6.20	8.11	10.03	11.94	13.86	15.77	17.68	19.60
	0.3315	6.23	8.16	10.08	12.00	13.92	15.84	17.77	19.69
	0.3325	6.27	8.20	10.13	12.06	13.99	15.92	17.85	19.78

资料来源：公司公告，华源证券

注：1) 上表测算以 2022 年公司水电业务净利润为基数，假设境外业务净利润不变；2) 境内水电均在湖北省内，湖北电网全额消纳，上网电价按照机组功率分类批复（各电站固定电价上网），按照工作量法（发电量）计提折旧。

然而，我们始终强调，水电公司是典型的“一次性投资、持续获得收益”商业模式，在运营期内，水电公司营业成本的绝大部分（普遍在 70%以上）为折旧。加之水电公司的折旧年限普遍失真、远小于实际可使用年限，折旧仅仅是报表成本，不影响现金流。**从现金流的角度看，公司水电资产的“真实盈利能力”绝对值非常突出。**

长期以来，由于公司并非纯水电公司，加之来水波动与煤价波动相互交织，导致公司水电资产充沛的现金流被淹没在公司报表中，市场对此尚未有充分认识。从分部估值的角度看，我们认为应该单独拆分公司水电资产，按照现金流价值对公司水电资产进行重估。

对于水电，我们直接对（经营性净现金流-财务费用）折现，可得到公司水电业务股权价值下限。在不考虑应收应付变化的情况下，（经营性净现金流-财务费用）近似等于（净利润+折旧摊销），考虑到公司 2019 年收购秘鲁电站、2020 年投产江坪河水电站，我们取公司水电部分 2020-2022 年现金流均值为 22 亿元，按照公司水电资产 93%的加权平均权益占比计算，**公司年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 20.4 亿元，在 7%~9%折现率下价值 227~291 亿元。参考长江电力等水电公司当前市值对应折现率情况，保守假设 8%折现率，则公司水电业务价值 255 亿元（20.4/8%）。**

表 7：主要水电公司 DCF 折现情况（亿元，折现率 7%-9%）

	净利润	折旧	净利润	权益	归母权益	当前	目标市值		
	中枢	中枢	+折旧	占比	现金流	市值	折现率 7%	折现率 8%	折现率 9%
长江电力	330	200	530	100%	530	6078	7571	6625	5889
华能水电	85	53	138	92%	127	1676	1814	1587	1411
湖北能源水电部分	12.7	22	22	93%	20	327	291	255	227

资料来源：公司公告，华源证券。注：1) 将水电公司视为永续资产；2) 市值采用 2024 年 3 月 26 日数据

表 8：公司水电业务权益现金流计算（亿元，水电资产加权平均权益占比 93%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2020-2022 年平均
营业收入	25.0	34.9	38.3	27.6	25.3	47.4	46.7	39.3	44.5
营业成本	10.6	12.0	14.1	12.3	13.2	20.7	20.9	21.0	20.9
折旧与摊销	6.4	8.3	8.4	6.4	6.5	10.1	9.9	7.9	9.3
净利润	6.7	12.4	16.3	8.2	3.7	14.8	14.5	8.7	12.7
净利润+折旧摊销	13.2	20.7	24.6	14.6	10.2	24.9	24.4	16.6	22.0
归属于权益所有者的部分	12.3	19.3	22.9	13.6	9.5	23.1	22.7	15.5	20.4

资料来源：公司公告，华源证券。注：1) 公司水电权益比例为权益装机比例；2) 考虑到公司 2019 年收购秘鲁电站、2020 年投产江坪河水电站，我们取 2020-2022 年三年均值

表 9：水电运营商可比公司估值表（元/股）

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE		PB
		2024/3/26	23E	24E	25E	23E	24E	25E			
600900.SH	长江电力	24.84	1.18	1.40	1.49	21	18	17	3.08		
600025.SH	华能水电	9.31	0.43	0.48	0.52	21	19	18	3.13		
600236.SH	桂冠电力	5.82	0.18	0.38	0.41	33	15	14	2.79		
平均							17	16			

资料来源：ifind，华源证券。注：可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

3. 火电：湖北供需紧平衡 盈利企稳装机大幅增长

湖北为我国能源禀赋最差的区域，由于不沿海且远离煤炭主产区，采用“海进江”方式运煤成本极高，而燃煤标杆电价自 2018 年后再未与煤价联动，湖北地区煤电公司经历了较长的困难时期。然而，自 2021 年电力体制市场化改革以来，尤其是燃煤上网电价部分放开以及电力现货市场的实质性推进，公司煤电机组盈利能力或有所转机。

我们从电价、利用小时、煤价三要素出发，从公司机组质量以及省内供需格局，定量、定性分析公司煤电机组竞争力。我们认为，现货市场下，只要优于同区域其他煤电机组，不考虑其他非市场因素，则该机组就将获得超额回报。

3.1 机组质量省内领先 市场化下或享超额回报

湖北省地方火电企业，火电装机约占湖北省 16%。截至 2023 年底，公司在运火电机组 663 万千瓦，其中煤电装机 626 万千瓦（宜城发电 2*100 万千瓦机组于 2023 年下半年投产），燃机装机 37 万千瓦。除新疆两台 15 万千瓦煤电（援疆项目，新疆兵团五师消纳），其余项目均在湖北境内并于本地消纳，占湖北省内火电装机约 16%。

表 10：公司火电站项目明细（万千瓦）

属性	类别	状态	区域	公司	电站	股权比例	装机容量	权益装机
控股	煤电	在运	湖北	鄂州发电	鄂州电厂一期	60%	66	39.6
控股	煤电	在运	湖北	鄂州发电	鄂州电厂二期	60%	130	78
控股	煤电	在运	湖北	鄂州发电	鄂州电厂三期	60%	200	120
控股	煤电	在运	湖北	宜城发电	襄阳宜城	100%	200	200
控股	煤电	在运	新疆	新疆楚星	新疆五星热电	70%	30	21
煤电在运合计						73%	626	458.6
控股	燃机	在运	湖北	东湖燃机	东湖燃机 1#	100%	18.5	18.5
控股	燃机	在运	湖北	东湖燃机	东湖燃机 2#	100%	18.5	18.5
燃机在运合计						100%	37	37
火电在运合计						75%	663	495.6
参股	煤电	在建	湖北	鄂州发电	鄂州电厂四期	40%	200	80
控股	煤电	在建	湖北	江陵电厂	江陵二期项目	100%	132	132
煤电在建合计						64%	332	212

资料来源：公司公告，华源证券

拥有华中地区最大的煤炭中转、交易平台，煤炭运输成本占优。公司旗下煤投公司经营华中最大煤炭铁水联运项目——荆州煤炭铁水联运储配基地一期工程，荆州基地地处浩吉铁路与长江湖北段交汇处，主要涉及中转、仓储、交易等业务。浩吉铁路连接内蒙古浩勒报吉与江西吉安，系中国“北煤南运”战略运输通道。浩吉铁路建成后，荆州基地作为重要的中转节点，成为湖北、湖南、江西及安徽四个煤炭资源净调入省份的重要煤炭资源调入通道。

过去湖北等地由于缺乏直达铁路，采用海运+长江河运的方式，电煤到厂价格常年位于全国前列。荆州煤炭铁水联运储配基地（两期）煤炭中转能力 5000 万吨/年，散货返装能力 1500 万吨，静态堆存能力 500 万吨。目前荆州煤炭铁水联运储配基地二期工程处于前期工作，计划在“十四五”期间全部建成，投产后预计新增煤炭中转能力 3000 万吨/年，散货返装能力 1500 万吨/年，散货静态堆存能力 195 万吨，两期工程有望改善公司燃煤成本。

从装机结构与地理区位两方面定量、定性分析公司煤电机组质量，我们认为，公司煤电机组以百万机组为主，并占据省内优越的地理位置。

公司存量在运煤电机组主要为鄂州电厂（1、2、3 期）以及 2023 年底投产的宜城 2 台超超临界燃煤机组，另有在建鄂州电厂 4 期（参股 40%，2*100）以及江陵电厂二期项目（2*66）。装机结构方面，公司百万千瓦级别占比超 60%，60 万千瓦级别占比 85%，机组水平处于行业绝对领先地位。根据中国电力统计年鉴以及湖北省发改委最新数据，截至 2023 年底，湖北省火电装机 3998 万千瓦，其中百万千瓦机组 8 台，湖北能源占据 4 台。

地理区位方面，公司目前机组主要位于鄂州电厂、宜城电厂以及江陵电厂，在省内拥有较强交通运输以及负荷端优势：

1) **鄂州电厂 (2*33+2*65+2*100)**：地处湖北负荷中心与长江三角洲腹地。鄂州电厂位于武汉和鄂州之间，南依 316 国道，北邻万里长江，地处武汉东湖高新技术开发区、葛店经济技术开发区、鄂州市临空经济区和武汉八十万吨乙烯工业园区“四区”中心。

2) **宜城电厂 (2*100)**：地处襄阳市与宜城市交界处，厂址东邻汉江，是国家“浩吉铁路”运煤专线进入湖北的首站，煤炭运输条件极为优越。

3) **江陵电厂 (2*66)**：位于江陵经济开发区新能源新材料产业园内，紧邻“西电东送”大通道和浩吉铁路与长江黄金水道交汇口，依托荆州煤港储煤基地，是国家《“十四五”现代能源体系规划》中明确布局并支持建设的储运结合“路口”电站。

注：括号内为机组结构。

图 9：宜城电厂地理位置



资料来源：中国铁路地图，华源证券

图 10：江陵电厂地理位置



资料来源：谷歌地图，华源证券

3.2 长协比例提升盈利企稳 煤电装机大幅增长

与多家煤企良好合作长协煤可获得性有保障，2024 年长协煤比例或将再次提升。公司长期与陕煤集团、中煤集团、国家能源集团等友好合作，根据公告，公司 2023 年长协煤覆盖率达到 80%、兑现率超 90%，长协煤覆盖率较 2022 年提升约 30 个百分点，多家煤炭央企良好合作奠定公司高比例长协煤基础。根据湖北省发改委，2023 年 10 月，鄂州电厂四期 (2*100 万千瓦) 扩建项目实施主体由湖北能源 (100%持股) 变更为中煤鄂州能源 (中煤集团持股 60%，湖北能源持股 40%)，预期湖北能源此番与中煤集团的合作有望实现类煤电联营属性提升，长协煤保障力度或将再次提升。

注：公司与陕西煤业共同经营荆州煤炭铁水联运储配基地一期 (各持股 50%，公司控股)。

从现货煤价下跌以及长协比例提升两个维度，量化测算公司煤价弹性：预计公司 2023 年符合 700 元/吨限价标准的煤炭（5500 大卡）比例为 60%，其余煤炭采购秦皇岛港口动力煤现货，假设 2024 年秦皇岛港口煤现货价（5500 大卡）维持在 2023 年下半年水平，2024 年火电上网电量 272 亿千瓦时、供电煤耗 303 克/千瓦时、归母比例 75%、所得税率 25%，在其他条件不变情况下，**预计 5500 大卡秦皇岛港口煤现货价格下滑 100 元，将增厚公司归母净利润 2.1 亿元；长协煤比例从 60%提升到 90%，将增厚公司归母净利润 1.77 亿元。**

表 11：公司火电业绩煤价弹性测算（假设长协煤比例 60%）

项目	数值
2024 年火电预计上网电量（亿千瓦时）	272
供电煤耗（克/千瓦时）	303
预计 2024 年耗煤量（标煤，万吨）	824
5500 大卡动力煤变动 100 元/吨对净利润的影响（亿元）	2.8
预计煤电分部归母净利润占净利润的比例	75%
5500 大卡动力煤变动 100 元/吨对归母净利润的影响（亿元）	2.1
5500 大卡动力煤 2023 年现货均价（元/吨）	965
预计 5500 大卡动力煤 2024 年现货均价（元/吨）	914

资料来源：华源证券

表 12：公司火电业绩长协比例敏感性分析（假设电价不变）

项目	长协煤比例			
	70%	80%	90%	100%
符合 700 元/吨限价标准的长协煤比例	70%	80%	90%	100%
对应的综合煤价降幅（元/吨）	42	63	85	106
对应煤电分部归母净利润弹性（亿元，相较 60%年度长协下的利润，年化）	0.87	1.32	1.77	2.21

资料来源：华源证券

在建火电 3.3GW，2026 年权益装机较 2022 年底翻倍以上增长。截至 2022 年底，公司控股火电装机 463 万千瓦、权益装机 296 万千瓦。2023 年底宣城两台 100 万千瓦火电机组投产（100%持股），仍有江陵二期两台 66 万千瓦机组在建（100%持股）、鄂州四期两台 100 万千瓦机组在建（40%持股），预计到 2026 年底，公司控股火电装机达到 795 万千瓦、权益装机达到 708 万千瓦，分别较 2022 年底增长 72%、139%。在煤炭长协比例提升、电价稳定背景下，装机增长或为公司利润贡献强劲动力。

3.3 省内供需紧平衡 良好竞争格局奠定电价韧性

整体而言，湖北省内电力供需处紧平衡，发电主体集中于央企，电价具备较强韧性。从电力供需格局考虑，根据电规总院 2023 年 9 月发布的《中国能源发展报告 2023》，预计 2024 年湖北省内电力供需形势仍然偏紧。

从发电主体考虑，根据各集团公告，截至 2022 年底，湖北省内前七大发电主体电源装机占全省装机约 80% (不考虑三峡电站)，发电主体较为集中，且集中在五大四小电力央企，议价能力较强，自 2021 年底深化燃煤发电上网电价市场化改革以来，湖北省内代理购电价较燃煤标杆电价涨幅维持在 20%以上，2024 年 1-3 月平均代理购电价为 0.4867 元/千瓦时 (含容量电价 0.0207 元/千瓦时)，较燃煤标杆电价上浮 17%。

注：1) 湖北省前三大供电主体中，国家能源集团占比 24%，其中国家能源集团湖北公司占比 14%、长源电力 (000966.SZ) 占比 10%；三峡集团占比 20%，其中湖北能源 (000883.SZ) 占比 16%、长江电力 (600900.SH) 占比 4%；华电集团湖北发电公司占比 11%。

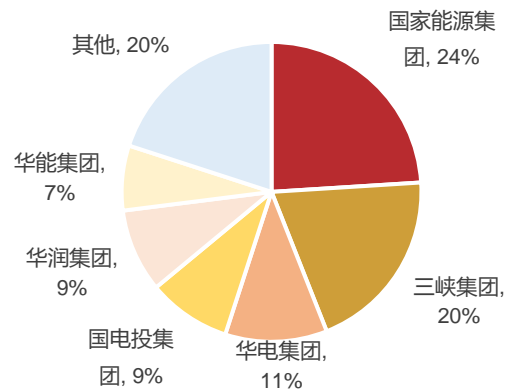
2) 湖北省 2024 年 1-3 月综合代理购电价较去年同期平均下滑约 4 分钱，预计与今年湖北省内来水偏丰，结算电价中电量交易结构相关。

图 11：2024 年全国电力供需形势



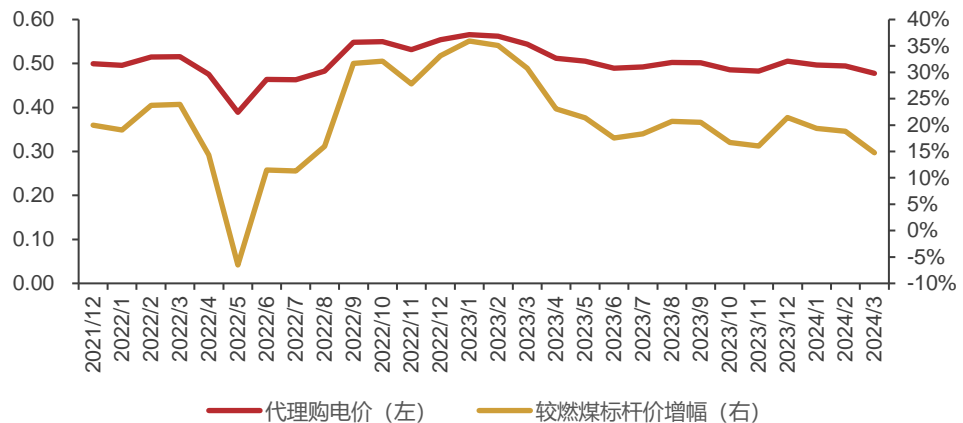
资料来源：中国电力设计规划总院，华源证券

图 12：湖北省 2022 年供电格局



资料来源：各集团公告，华源证券

图 13：湖北省 2021-2024 年代理购电价及较燃煤标杆电价增幅 (元/千瓦时, %)



资料来源：国网湖北公司，华源证券。注：2023 年 6 月起系统运行费用单列，图示代理购电价包含系统运行费用

量化测算，2024-2025 年湖北省火电利用小时数保持稳定，省内电力供需维持紧平衡。根据湖北省目前已开工在建火电机组，预计 2025 年火电装机分别达到 4064、4464 万千瓦；参考 2023 年湖北省内新能源新增装机情况，预计 2025 年风电、光伏分别达到 1036、4687 万千瓦；结合十四五湖北省内特高压建设情况，我们倒算得到 2024、2025 年湖北省火电机组利用小时数维持在 4000 小时上下，与 2023 年相差不大。**考虑到湖北省内水电、新能源为享受优先消纳权，我们以火电机组利用小时情况代表省内电力供需格局，即未来两年湖北省内电力供需格局维持紧平衡。**

表 13：湖北省十四五电力供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
装机容量 (万千瓦)	7124	7401	7862	8273	8816	9437	11115	12487	13987
水电-三峡电站	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240	2240
水电-不含三峡	1431	1435	1439	1517	1531	1540	1553	1560	1560
火电	2787	2884	3157	3316	3372	3563	3998	4064	4464
风电	253	331	405	502	720	778	836	936	1036
光伏	413	510	621	698	953	1316	2487	3687	4687
利用小时数 (小时)									
水电-三峡电站	4399	4541	4337	4999	4659	3565	3584	4200	4298
水电-不含三峡	3619	3170	2698	3487	3674	2806	3283	3300	3248
火电	3857	4393	4793	3851	4405	4629	4013	3997	4013
风电	1897	1934	1960	1881	2132	2188	2073	2000	2000
光伏	678	961	1026	980	1028	1124	1172	1000	1000
发电量 (亿千瓦时)	2646	2851	2973	3037	3291	3106	3196	3553	3796
水电-三峡电站	976	1016	969	1118	1036	788	803	941	963
水电-不含三峡	518	455	388	529	563	432	510	515	507
火电	1075	1267	1485	1243	1475	1592	1488	1611	1711
风电	48	64	74	82	134	164	169	177	197
光伏	28	49	57	65	83	129	226	309	419
线损率	6.8%	6.8%	6.6%	5.3%	4.7%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
省内用电量 (亿千瓦时)	1869	2071	2214	2144	2472	2648	2706	2977	3185
调入调出净值 (测算，调出为正)	598	588	562	731	664	303	298	386	408

资料来源：华源证券

4. 绿电板块稳健发展 抽蓄项目提供增量

三峡集团与湖北省双战略平台，双碳战略下积极发展新能源。作为三峡集团湖北省内新能源业务唯一开发平台以及湖北省能源安全保障平台，公司以“风光水（储）”、“风光火（储）”等多能互补大基地为重点推进新能源资源获取和项目开发，大力发展新能源。根据证券日报，**公司计划到十四五末，新能源装机容量达到 10.71GW，即十四五期间新增 939 万千瓦。**

截至 2023 年 6 月底，公司新能源控股装机 346 万千瓦，其中风电装机 112 万千瓦、光伏装机 234 万千瓦，2021-2023H1 公司分别新增新能源装机 109、72、34 万千瓦，累计完成十四五目标 23%，新增装机以光伏为主（占比约八成）。

存量项目以湖北省内为主，增量项目以陕西外送为主。根据公司 2023 年 9 月可转债募集说明书，公司存量风电项目均位于湖北省内，存量光伏项目主要位于湖北（占比 95%）。我们梳理公司 2023 年下半年至今公告披露的项目（部分项目已于 2023 年底投产陆续并网），其中陕西地区 210 万千瓦光伏，通过陕武直流特高压外送湖北消纳；湖北本地 65 万千瓦新能源（25 万千瓦风电、40 万千瓦光伏）。

以上项目均为 2023 年底至 2024 年并网。陕西省为太阳能资源高值区，光伏利用小时数常年高出湖北约 300 小时；同时湖北燃煤标杆电价较陕西高出约 6 分钱，公司陕西大基地外送湖北的光伏项目或有望享受高资源与高电价。

湖北省内新能源政策方面，根据湖北省能源局发布的《2024 年湖北省电力市场交易实施方案》，新能源不参与电力中长期交易，即湖北省内新能源尚未要求进入电力中长期市场；根据湖北电力交易中心发布的《2023 年湖北电力市场白皮书》，湖北省已于 2023 年 9-11 月开展了电力现货市场长周期结算试运行（连续几日）。

表 14：公司近期披露的待开工、在建、拟投产新能源项目

地区	项目	电源类别	运营主体	股权	项目容量 (MW)
陕西	横山 200 兆瓦光伏发电	光伏	西北新能源	100%	200
陕西	榆阳一期 400MW 光伏发电项目	光伏	西北新能源	100%	400
陕西	靖边 300MW 光伏发电项目	光伏	西北新能源	100%	300
陕西	神木 500MW 光伏发电项目	光伏	西北新能源	100%	500
陕西	榆阳二期 200MW 光伏发电项目	光伏	西北新能源	100%	200
陕西	定边 500MW 光伏发电项目	光伏	西北新能源	100%	500
陕西合计					2100
湖北	综电汉江宣城河东 150MW 风电项目	风电	汉江能源	60%	150
湖北	综电汉江宣城庞居 100MW 农光互补电站项目	光伏	汉江能源	60%	100
湖北	收购洪湖卓阳新能源有限公司 100%股权	光伏	新能源发展	100%	200
湖北	收购天门天辰能源发展有限公司 100%股权	风电	新能源发展	100%	100
湖北	收购石首源阳新能源有限公司 100%股权	光伏	新能源发展	100%	98
湖北合计					648
合计					2748

资料来源：公司公告，华源证券。注：部分项目未开工、部分项目在建、部分项目 2023 年底起陆续并网

湖北省能源保障核心平台，抽蓄建设提供增量。为增强省内能源储备调节能力，湖北省拟在十四五期间推进五个大型抽水蓄能电站建设，其中湖北能源负责建设三个项目，合计 440 万千瓦，总投资约 280 亿元，已于 2022-2023 年开工。参考发改委 633 号文，我们假设资

本金比例 20%，资本金回报率 7%，根据开工投产节奏，预计分别为公司贡献 2027-2029 年 0.33、2.41、3.92 亿元归母净利润，贡献中期业绩成长。

更长远看，国家能源局于 2021 年 8 月发布《抽水蓄能中长期发展规划(2021 年-2035 年)》，湖北省合计 38 个抽水蓄能电站项目纳入国家抽水蓄能中长期发展规划，总装机 3900.5 万千瓦，总投资约 2700 亿元。湖北能源作为三峡集团在湖北省内的电力开发主体以及湖北省内能源保障核心平台，未来或将获得更多项目，有望通过抽蓄项目获得持续业绩增量。

表 15: 公司在建抽水蓄能项目 (亿元, 万千瓦)

区域	电站	股权比例	装机规模	装机结构	权益装机	总投资	进展
湖北	平坦原项目	100%	140	4*35	140	93	2022 年 2 月开工
湖北	南漳抽水蓄能电站	100%	180	6*30	180	108	2023 年 3 月开工
湖北	长阳抽蓄项目	100%	120	4*30	120	79	2022 年 11 月开工
合计			440		440	280	

资料来源：公司公告，华源证券

5. 盈利预测及估值：水火共振+央企改革估值提振

央企增加市值管理考核，湖北能源作为电力央企或有所表率。2024 年 1 月 24 日，国务院国资委提出研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导公司通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

公司高度重视长远发展，2021 年发布股权激励计划，考核周期 2022-2024 年。2022 年 2 月，公司以 2.39 元/股向 196 名高管及核心员工授予 6230 万股限制性股票，约占 1% 股份。2022-2024 年，分年度进行业绩考核并解除限售。截至 2023 年前三季度，公司归母净利润 322 亿元，对应 2023-2024 年归母净利润考核数值分别为 22、23 亿元。

表 16: 公司股权激励内容

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2022 年度净资产收益率不低于 6.80%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年营业收入为基准，2022 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2022 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2022 年度经济增加值满足集团公司考核要求。
第二个解除限售期	(1) 2023 年度净资产收益率不低于 6.95% ，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年营业收入为基准， 2023 年营业收入复合增长率不低于 15% ，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2023 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2023 年度经济增加值满足集团公司考核要求。
第三个解除限售期	(1) 2024 年度净资产收益率不低于 7.12% ，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年营业收入为基准， 2024 年营业收入复合增长率不低于 15% ，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2024 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2024 年度经济增加值满足集团公司考核要求。

资料来源：公司公告，华源证券

具体到经营层面，结合公司最新电量数据、当前电力市场环境、煤炭供需情况、在建项目、来水情况等，我们分别对公司水电、火电、新能源三个部分进行讨论：

1) 水电部分：假设 2023-2025 年境内水电机组平均利用小时数分别为 1934、2434、2484 小时。

2) 火电部分：假设公司火电机组 2023-2025 年控股装机分别为 663、663、729 万千瓦，平均利用小时数分别为 4306、4406、4406 小时，秦皇岛 5500 大卡现货煤价分别变动 -24%、-5%、-2%、长协煤（限价内）比例分别为 60%、80%、80%，平均上网电价（不含税）分别同比变动 0.0045、-0.01、0 元/千瓦时。

3) 新能源部分：假设 2023-2025 年风电机组分别新增 50、70、70 万千瓦，光伏分别新增 130、130、130 万千瓦，结合湖北省新能源相关政策，假设 2024 年新能源项目按照燃煤标杆价上网，2025 年新增项目参与市场化，风电无折价，光伏折让 10%。

表 17：公司关键假设表（万千瓦，元/千瓦时）

项目		2021	2022	2023E	2024E	2025E
水电	境内电站利用小时	2420	1769	1934	2434	2484
	控股装机	463	463	663	663	729
火电	利用小时数	4537	4421	4306	4406	4406
	秦皇岛 5500 现货煤价同比	54%	44%	-24%	-5%	-2%
	长协煤比例（限价内）			60%	80%	80%
	平均上网电价（不含税）同比变动	0.0073	0.0558	0.0045	-0.0100	0.0000
风电	控股装机	84	104	154	224	294
	新项目上网电价（不含税）			0.3682	0.3682	0.3682
光伏	控股装机	156	209	339	469	599
	新项目上网电价（不含税）			0.3682	0.3682	0.3314

资料来源：华源证券

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 189、245、268 亿元，分别同比增长-8.2%、29.4%、9.4%；**归母净利润分别为 18.1、28.9、34.4 亿元，分别同比增长 55.8%、59.6%、18.9%。**当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 11、10 倍。我们采用分部估值法对湖北能源各电源板块合理价值进行测算：

1) 水电：预计公司 2024 年水电板块实现归母净利润 14.6 亿元。水电板块年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 20.4 亿元，参考长江电力等水电公司隐含折现率情况，**保守假设 8%折现率，则公司水电业务价值 255 亿元。**

2) 火电：预计公司 2024 年火电板块实现归母净利润 7.4 亿元，考虑到公司与中煤集团、陕煤集团深度合作，以及拥有荆州煤炭铁水联运储配基地，某种意义上具备煤电保障能力，参考内蒙华电 2024 年估值情况，**给予公司火电板块 10 倍 PE，对应市值 74 亿元。**

3) 新能源：预计公司 2024 年新能源板块将实现归母净利润约 7.5 亿元。参考三峡能源等可比公司估值水平，**给予公司新能源板块 13 倍 PE，对应新能源板块价值 98 亿元。**

表 18：新能源运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE		PB
		2024/3/26	23E	24E	25E	23E	24E	25E		
600905.SH	三峡能源	4.70	0.26	0.32	0.37	18	15	13	1.67	
600821.SH	金开新能	5.87	0.45	0.63	0.76	13	9	8	1.32	
603693.SH	江苏新能	10.30	0.58	0.74	0.81	18	14	13	1.45	
平均						13	11			

资料来源：ifind，华源证券。注：可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

公司拥有长江证券（9.6%）、三峡财务（10%）等股权，经营煤炭贸易、天然气销售等业务，另有总部其他费用，保守考虑下暂不给公司其他板块估值。综上，我们测算在中性偏保守假设下，公司内在价值为 $255+74+98=427$ 亿元，**较当前市值尚有约 31% 向上空间。**

风险提示：

- 1) 来水不及预期：公司水电站主要位于湖北省内清江流域（长江一级支流），年度、季度来水存在较大波动，若今年汛期来水不及预期，将影响公司短期业绩。
- 2) 煤价涨幅超预期：公司拥有约 7GW 火电，若煤价上涨超预期，将影响公司短期业绩。
- 3) 新能源装机不及预期：公司未来业绩中枢主要依托新能源及抽蓄建设，若新能源建设不及预期，将影响短期业绩。

表 19：公司利润表预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15811	17023	22618	20578	18899	24463	26756
其中：营业收入	15811	17023	22618	20578	18899	24463	26756
营业总成本	13863	13682	20419	19466	16574	20504	22186
其中：营业成本	12590	12348	18864	17738	14583	18139	19551
税金及附加	95	131	139	163	189	245	268
销售费用	14	16	35	42	39	50	55
管理费用	500	478	614	662	699	905	990
研发费用	--	--	0	--	0	0	0
财务费用	663	710	767	861	1063	1165	1322
其中：利息费用	483	686	755	853	1089	1191	1348
利息收入	10	12	9	25	25	25	25
加：公允价值变动收益	43	-21	2	-12	0	0	0
投资收益	432	458	646	409	300	400	450
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	396	334	368	281	300	400	450
资产处置收益	1	-8	5	-9	0	0	0
资产减值损失	0	-219	--	-26	-200	0	0
信用减值损失	-6	-2	-6	-76	-175	-166	0
其他收益	15	28	179	184	100	100	100
营业利润	2434	3579	3026	1581	2350	4293	5120
加：营业外收入	33	52	36	85	44	0	0
减：营业外支出	10	77	66	40	40	0	0
利润总额	2457	3554	2996	1626	2354	4293	5120
减：所得税费用	657	794	591	601	411	779	934
净利润	1800	2759	2405	1024	1943	3514	4186
持续经营净利润	1800	2759	2405	1024	1943	3514	4186
归属于母公司所有者的净利润	1499	2457	2339	1163	1811	2891	3439
少数股东损益	301	302	66	-138	132	623	747

资料来源：ifind，华源证券

表 20：公司资产负债表预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产：							
货币资金	1247	1029	2181	2878	1201	2677	1652
交易性金融资产	390	82	81	70	70	70	70
应收票据及应收账款	2269	3020	3987	3493	3318	3152	3152
其中：应收票据	28	12	0	--			
应收账款	2242	3008	3987	3493	3318	3152	3152
应收款项融资	137	182	142	27	27	27	27
预付款项	500	318	4295	3945	3945	3945	3945
其他应收款合计	317	170	294	95	95	95	95
其中：应收利息	6	6	3	--			
应收股利	--	--	17	17			

其他应收款	311	164	275	78			
存货	410	416	790	660	660	660	660
一年内到期的非流动资产	--	--	--	--			
其他流动资产	154	83	549	494	494	494	494
流动资产合计	5424	5299	12318	11663	9811	11120	10095
非流动资产:							
可供出售金融资产	--	--	--	--	0	0	0
长期应收款	--	12	17	2	2	2	2
长期股权投资	4907	5283	5360	5303	5513	5793	6108
其他权益工具投资	246	251	259	267	267	267	267
投资性房地产	218	291	289	280	280	280	280
固定资产合计	38012	41099	45719	47983	59335	63464	72252
其中: 固定资产	38012	41099	45719	47977	59335	63464	72252
固定资产清理	--	--	--	5			
在建工程合计	7544	4210	3921	8233	8233	8233	8233
其中: 在建工程	7537	4199	3913	8224			
工程物资	7	11	8	9			
使用权资产	--	--	588	697	697	697	697
无形资产	1604	1492	1639	1706	1706	1706	1706
开发支出	--	--	--	7	7	7	7
商誉	595	563	922	955	955	955	955
长期待摊费用	29	53	9	31	31	31	31
递延所得税资产	528	514	632	897	897	897	897
其他非流动资产	1258	1100	1401	1451	1451	1451	1451
非流动资产合计	54941	54868	60755	67812	79374	83783	92886
资产总计	60365	60167	73073	79475	89184	94903	102981
流动负债:							
短期借款	4092	3031	2460	2148	2148	2148	2148
应付票据及应付账款	1049	913	1772	3011	3011	3011	3011
其中: 应付票据	139	19	408	236			
应付账款	910	894	1364	2775			
预收款项	394	0	0	--	0	0	0
合同负债	--	449	3569	3539	3539	3539	3539
应付职工薪酬	118	76	103	122	122	122	122
应交税费	390	737	590	320	320	320	320
其他应付款合计	1637	1583	1421	1213	1213	1213	1213
其中: 应付利息	127	127	148	--			
应付股利	--	--	87	16			
其他应付款	1511	1455	1185	1197			
一年内到期的非流动负债	850	2269	773	2520	2520	2520	2520
其他流动负债	3850	1936	3864	1451	1451	1451	1451
流动负债合计	12381	10994	14551	14324	14324	14324	14324
非流动负债:							
长期借款	10184	9156	16261	22640	31040	34690	40302
应付债券	2890	3500	4040	3470	3470	3470	3470

租赁负债	--	--	491	563	563	563	563
长期应付款合计	41	248	0	0	0	0	0
其中：长期应付款	41	248	--	--			
长期应付职工薪酬	34	32	23	20	20	20	20
预计负债	90	69	41	21	21	21	21
递延所得税负债	833	828	968	1376	1376	1376	1376
递延收益-非流动负债	315	285	343	338	338	338	338
其他非流动负债	--	0	1	--	0	0	0
非流动负债合计	14387	14119	22167	28428	36828	40478	46090
负债合计	26768	25113	36718	42752	51152	54802	60414
所有者权益(或股东权益)：							
实收资本(或股本)	6507	6507	6507	6569	6569	6569	6569
资本公积	10667	10666	10640	10758	10758	10758	10758
减：库存股	--	--	--	249	249	249	249
其他综合收益	258	28	27	171	171	171	171
专项储备	0	1	1	5	5	5	5
盈余公积	989	1079	1267	1506	1506	1506	1506
未分配利润	8871	10587	11978	11929	13106	14552	16271
归属于母公司所有者权益合计	27292	28868	30420	30689	31866	33312	35031
少数股东权益	6305	6186	5935	6034	6166	6789	7536
所有者权益合计	33597	35054	36355	36723	38032	40101	42567

资料来源：ifind，华源证券

表 21：公司现金流量表预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量：							
销售商品、提供劳务收到的现金	16017	16904	39659	53509	18899	24463	26756
收到的税费返还	2	42	18	788	7	0	0
收到其他与经营活动有关的现金	476	445	602	1379	144	100	100
经营活动现金流入小计	16495	17391	40280	55677	19050	24563	26856
购买商品、接受劳务支付的现金	10551	8646	33027	44447	12141	14968	15869
支付给职工以及为职工支付的现金	986	1194	1392	1460	738	955	1045
支付的各项税费	866	1438	1742	2055	600	1023	1201
支付其他与经营活动有关的现金	791	729	920	1512	40	0	0
经营活动现金流出小计	13195	12007	37080	49474	13519	16947	18116
经营活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	3300	5384	3200	6202	5531	7616	8740
投资活动产生的现金流量：							
收回投资收到的现金	1726	519	635	372	0	0	0
取得投资收益收到的现金	157	180	161	238	90	120	135
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2	4	7	10	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收到的现金净	--	--	--	--	0	0	0

收到其他与投资活动有关的现金	--	--	0	--	0	0	0
投资活动现金流入小计	1886	703	803	620	90	120	135
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3797	2384	3409	6176	14000	7300	12470
投资支付的现金	152	366	194	162	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	4251	40	868	489	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	--	--	--	1	0	0	0
投资活动现金流出小计	8200	2790	4472	6827	14000	7300	12470
投资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-6314	-2087	-3669	-6207	-13910	-7180	-12335
筹资活动产生的现金流量:							
吸收投资收到的现金	2779	--	41	540	0	0	0
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	2779	--	41	389	0	0	0
取得借款收到的现金	20066	12192	19291	16007	8400	3650	5612
收到其他与筹资活动有关的现金	22	--	--	27	0	0	0
筹资活动现金流入小计	22867	12192	19333	16575	8400	3650	5612
偿还债务支付的现金	18228	13911	14325	12403	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1519	1584	1765	1856	1697	2611	3042
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润	74	144	205	84	0	0	0
支付其他与筹资活动有关的现金	5	169	1637	1610	0	0	0
筹资活动现金流出小计	19752	15664	17727	15868	1697	2611	3042
筹资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	3115	-3472	1606	706	6703	1039	2570
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-43	-27	-9	28	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	57	-202	1128	729	-1677	1475	-1025
加: 期初现金及现金等价物余额	1158	1216	1014	2142	2871	1195	2670
期末现金及现金等价物余额	1216	1014	2142	2871	1195	2670	1645

资料来源: ifind, 华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数