

2024年3月27日

湖北能源 (000883.SZ)

——水火共振业绩大幅向好 央企改革估值有望提振

买入 (首次覆盖)

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。

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

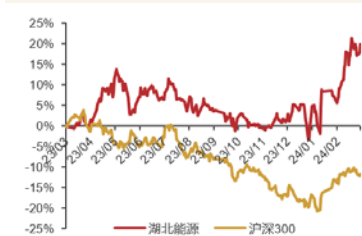
证券分析师

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

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

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。**

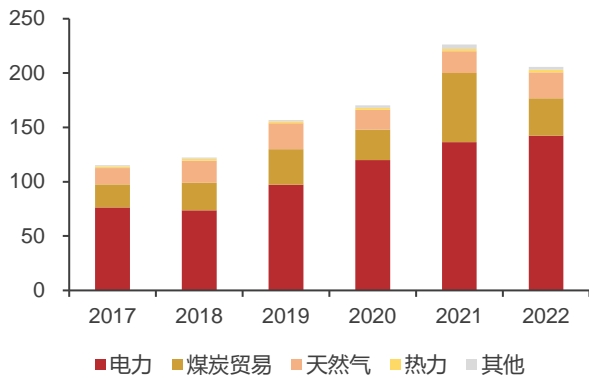
表 1：三峡集团及旗下上市平台资产情况（亿元、万千瓦）

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

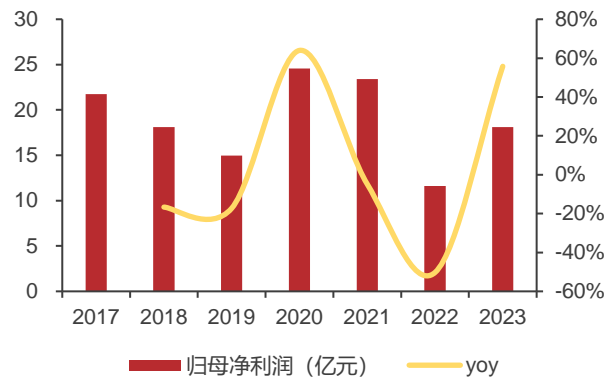
资料来源：各公司公告，华源证券。注：1) 总市值日期为 2024 年 3 月 26 日；2) 总资产为 2023 年 9 月底数据；3) 装机结构为 2023 年 6 月底数据

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。

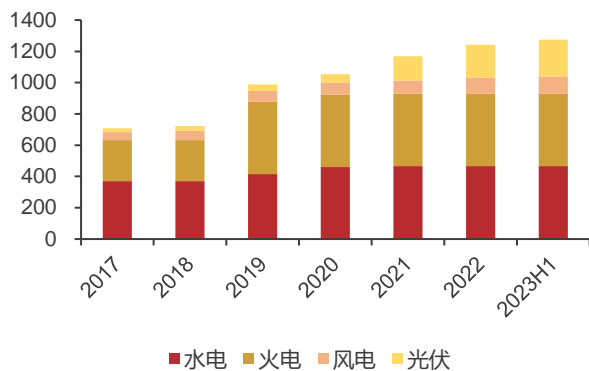
从净利润口径看，2015-2022 年期间，水电业务净利润在 4~16 亿元波动，火电业务净利润在 -9~7 亿元波动，煤炭天然气热力业务净利润波动绝对值保持在 2 亿元以内。值得注意的是，水电、火电、煤炭天然气热力三种业务归母比例分别约为 90%、70%、50%。**考虑归母比例后，水电业务对公司整体业绩的影响最大，煤炭天然气热力业务影响较小。**

图 1：公司 2017-2022 年营收结构（亿元）


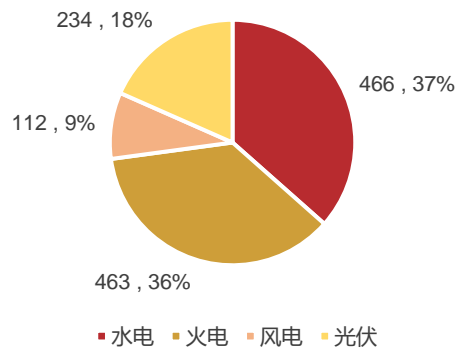
资料来源：ifind，华源证券。注：2022 年部分煤炭贸易方式改变，导致煤炭贸易板块营收发生较大变化，但对盈利能力无明显影响

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）

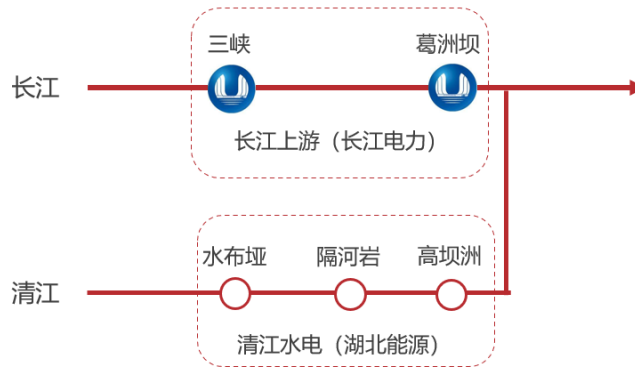
状态	区域	公司	流域	电站	股权比例	装机容量	权益装机
在运	湖北	清江公司	清江干流	隔河岩	100%	121.2	121.2
在运	湖北	清江公司	清江干流	水布垭	100%	184.0	184.0
在运	湖北	清江公司	清江干流	高坝洲	100%	27.0	27.0
在运	湖北	清江公司	郁江上游	峡口塘电站	100%	5.8	5.8
在运	湖北	清江公司	-	其他*	100%	3.9	3.9
清江公司在运合计					100%	341.9	341.9
在运	湖北	溇水公司子公司	湾潭河流域下游	锁金山水电	61%	5.1	3.1
在运	湖北	溇水公司子公司	忠建河下游	洞坪水电	70%	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）



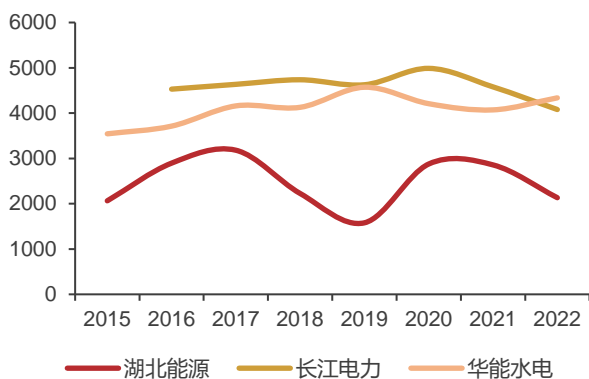
资料来源：华源证券绘制

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。

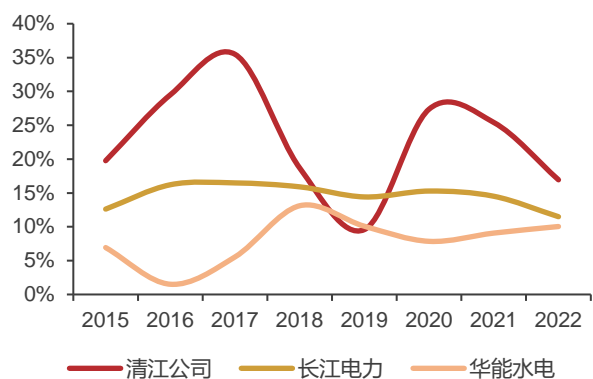
2015 年至今，公司水电不含税上网电价下限为 0.33 元/千瓦时，远高于同期间长江电力（0.24 元/千瓦时，电价上限）与华能水电（0.22 元/千瓦时，电价上限）。需要注意的是，公司境内电站采用批复电价，电价波动极小，整体电价波动主要来自于境外电站。

图 6：公司水电利用小时与龙头水电公司比较



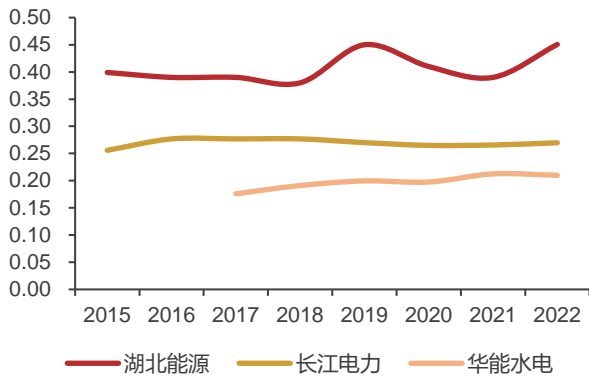
资料来源：各公司公告，华源证券

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%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/268122034106006051>