

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 管理层激励+清洁能源高增速

### 股票数据

06月13日收盘价(元)	5.24
52周股价波动(元)	3.71-6.32
总股本/流通A股(百万股)	6570/6506
总市值/流通市值(百万元)	34425/34089

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.4	23.9	15.2
相对涨幅(%)	17.4	22.7	17.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

证书:S0850519100001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

联系人:余政翰

Tel:(021)23154141

Email:ywh14040@htsec.com

### 投资要点:

- 湖北能源:水火风光并济,清洁能源占比超50%。**截至2021年末,湖北能源装机总量1169万千瓦,其中火电463万千瓦,水电466万千瓦,风电84万千瓦,光伏156万千瓦,三峡集团在15年就已是公司股东,并逐渐成为公司实际控制人,新董事长2020年11月上任,来自三峡集团。
- 火电2021年亏损,2022年或盈利。**公司煤电主要由鄂州发电提供,在运装机396万千瓦,持股比例60%(还有襄阳宜城2\*100万千瓦机组在建),另有新疆楚星30万千瓦火电机组和东湖燃机37万千瓦燃机机组。公司2021年火电发电量210亿度,平均利用小时4506小时,平均售价0.38元/度(不含税),度电成本0.4元,度电利润总额-0.03元,净利润-5.3亿元。公司22年火电市场化交易电价按上浮20%结算,22Q1全国煤价较2021年上涨,但随着发改委管控煤价政策落地,我们预计全年火电有望扭亏。
- 公司水电装机466万千瓦,17万千瓦在开展核准前准备工作。**以清江水电站342万千瓦为主,目前还有淋溪河水电17万千瓦在开展核准前准备工作,公司涇水水电目前装机已经达到50万千瓦,公司2021年水电发电量133亿度,净利润14.5亿元。2022年Q1清江流域来水同比增长50%。
- 战略调整,2021年开始,风、光、储大发展。**2021年,公司坚持自建与并购并重,省内与省外并举,2021年风光装机新增108.6万千瓦至240万千瓦,公司规划2022年新增风光208万千瓦,同时,公司还积极储备省内外新能源项目,同时抢先布局抽水蓄能业务,布局了罗田平坦原抽水蓄能项目(湖北省“十一五”以来首个核准的抽蓄项目)。
- 股权激励改善经营,回购股份提振信心。**1、公司2021年11月公布了6507万股限制性股票计划,以2020年为基数,2022-2024收入复合增长率不低于15%,净资产收益率从6.8%逐渐升至7.12%(2021年限制性股票激励计划)。2、长电投资拟自2022年3月29日起6个月内增持总股本的0.5%-1%。3、公司于2022年4月28日公布了12个月内以不低于4.67元/股回购5-10亿元(占比1.63%以上)。
- 盈利预测及投资评级。**湖北能源近期的一系列改变值得重视,增持,回购,股权激励,都显示了集团和管理层对公司的信心。我们预计2022-2024年公司的归母净利为26.93/31.09/35.19亿元,不考虑回购EPS分别为0.41/0.47/0.54元。可比公司平均22年PE估值16.4倍,PB为1.77倍,公司新能源装机占比超过50%,我们给予公司22年15-18倍PE,合理价值区间6.15-7.38元。首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**1、火电业务煤价仍然存在较大不确定预期,但俄乌冲突终将结束,煤炭产能在高煤价的刺激下终将释放,公司火电盈利可能性偏大。2、由于竞争加剧,新增新能源项目的盈利能力存在不确定性。

### 主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	17023	22618	24420	25332	27484
(+/-)YoY(%)	7.7%	32.9%	8.0%	3.7%	8.5%
净利润(百万元)	2457	2339	2693	3109	3519
(+/-)YoY(%)	64.0%	-4.8%	15.2%	15.4%	13.2%
全面摊薄EPS(元)	0.37	0.36	0.41	0.47	0.54
毛利率(%)	27.5%	16.6%	18.4%	21.2%	23.1%
净资产收益率(%)	8.5%	7.7%	8.1%	8.6%	8.8%

资料来源:公司年报(2019-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 管理层大变局，战略转型新能源和抽水储能 .....	5
2. 火电业务仍有在建，盈利能力好于多数央企电厂 .....	6
2.1 火电装机及预测 .....	6
2.2 煤炭价格政策严控，增产保供有序推进 .....	7
2.3 对公司 2022-2024 年煤电盈利预测 .....	9
3. 公司水电装机 466 万千瓦，17 万千瓦在开展核准前准备工作 .....	9
4. 清洁能源成为公司重大发展战略 .....	10
5. 股权激励改善经营，回购股份提振信心 .....	10
6. 盈利预测及投资评级 .....	11
7. 风险提示 .....	12
财务报表分析和预测 .....	13

## 图目录

图 1	2017-2021 年湖北能源营收和归母净利表现（亿元） .....	5
图 2	公司主要业务收入构成（亿元） .....	5
图 3	公司发电量及增速预测 .....	6
图 4	煤炭产量和火电发电量背离 .....	8
图 5	国内煤价已经回落，但海外煤价仍然较高 .....	8

## 表目录

表 1	公司火电装机情况.....	6
表 2	“十四五”全国装机预测（万千瓦） .....	7
表 3	“十四五”全国发电量增速预测 .....	7
表 4	煤价政策汇总.....	7
表 5	2022 年发改委控煤价政策解读.....	8
表 6	公司 2022-2024 年煤电盈利测算表 .....	9
表 7	公司水电装机情况.....	9
表 8	假设公司水电电量和 2021 年持平，新电厂不投产的盈利预测.....	9
表 9	公司风光发电装机和利润预测 .....	10
表 10	公司清洁能源在建项目 .....	10
表 11	分项盈利预测.....	11
表 12	可比公司估值表 .....	11

## 1. 管理层大变局，战略转型新能源和抽水储能

湖北能源原本是一家湖北省属国企，由湖北宏泰集团控股，持股比例 27% 左右，2015 年开始，三峡集团新进 14.69%（直接持有），通过长江电力间接控制公司 24.62% 的股权，成为公司实际控制人。

近年来，公司管理层发生了较大的变动。2020 年 10 月开始，公司董事长更换为朱承军，此前，朱承军先生一直在三峡集团任职。除此之外，2021-2022 年总经理和副总经理也发生了更换。2021 年-2022 年公司公布了股权激励计划、发生了公司回购、大股东增持事件。

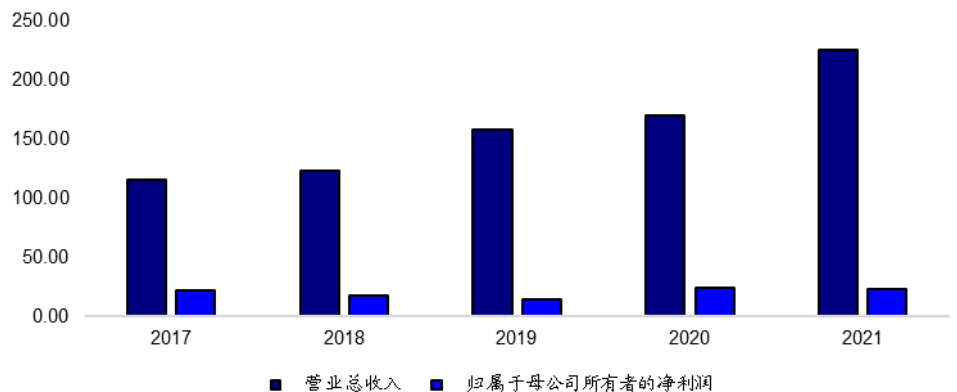
我们判断，三峡集团已经开始着手改变公司老旧的经营管理制度，大刀阔斧的动作已经跃然纸上。从 2021 年报中我们可以看到业务上向风光和抽蓄转变的重大改变：

1、首提绿色低碳转型，2021 年公司新增了 108.6 万千瓦风光，而 2020 年公司风光机组存量仅有 131.56 万千瓦。公司积极加强与地方政府沟通，开展新能源项目储备工作。

2、罗田平坦原抽水蓄能项目成为湖北省“十一五”以来首个核准的抽蓄项目。

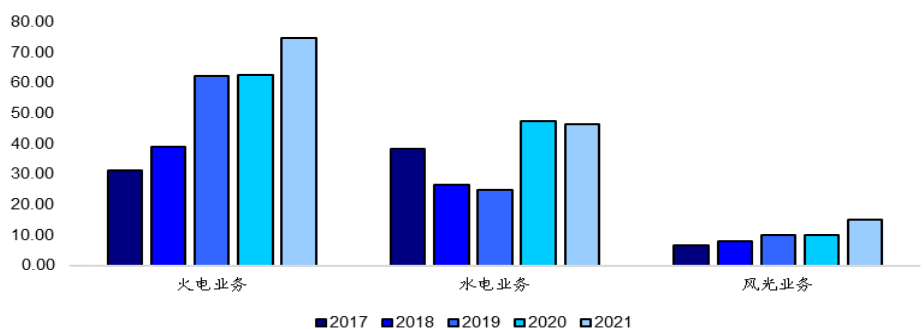
湖北能源截至 2021 年末装机总量 1169 万千瓦，其中火电 463 万千瓦，水电 466 万千瓦，风电 84 万千瓦，光伏 156 万千瓦。

图1 2017-2021 年湖北能源营收和归母净利表现 (亿元)



资料来源：wind，海通证券研究所

图2 公司主要业务收入构成 (亿元)



资料来源：wind，海通证券研究所

从 2021 年的风光发电收入看，公司收入的增速并未赶上装机的增速，我们认为，有部分风电光伏装机是在年中及年中之后投产，2022 年才能贡献全年增量。

## 2. 火电业务仍有在建，盈利能力好于多数央企电厂

### 2.1 火电装机及预测

公司火电主要由鄂州发电提供，主要是煤电机组，装机 396 万千瓦，持股比例 60%，另公司还有两家燃机公司，分别是东湖燃机和新疆楚星能源，合计装机 67 万千瓦，股比分别是 100% 和 70%。

表 1 公司火电装机情况

	持股比例	装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)
火电总计	64%	463	296
湖北能源集团鄂州发电有限公司 (燃煤)	60%	396	237.6
湖北能源东湖燃机热电有限公司 (燃机)	100%	37	37
新疆楚星能源发展有限公司 (燃机)	70%	30	21

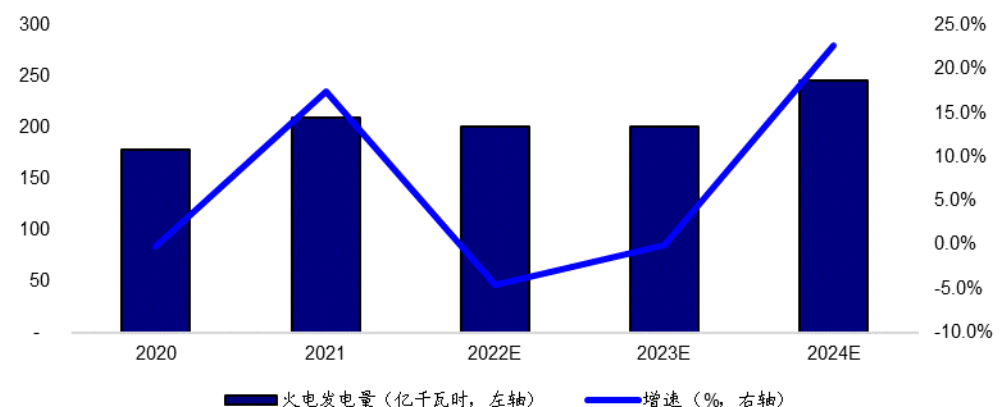
资料来源：公司 2021 年度报告，22 鄂能源 MTN003(碳中和债)；湖北能源集团股份有限公司 2022 年度第三期绿色中期票据(碳中和债)募集说明书，海通证券研究所

公司 2021 年火电发电量 210 亿度，2021 年公司平均利用小时 4506 小时，2021 年公司火电发电量较 2020 年明显好转，我们认为，主要因为 2020 年湖北疫情严重，电力需求过低所致。

公司 2021 年开工襄阳宜城 2\*100 万千瓦火电机组，我们预计 2024 年，公司火电装机有望达到 596 万千瓦。

由于实际机组投产时间存在不确定性，在我们的盈利预测中将保守假设新增的襄阳宜城火电机组在 2024 年前不产生电量收入和利润。

图3 公司发电量及增速预测



资料来源：wind，海通证券研究所测算

公司电价近年呈下降趋势，但公司 22 年火电市场化交易电价按上浮 20% 结算。2021 年平均售价 0.38 元/度（不含税），度电成本 0.4 元，度电利润总额 -0.03 元，火电业务净利润 -5.3 亿元。虽然公司 22 年火电市场化交易电价按上浮 20% 结算，但由于 2022Q1 全国煤价较 2021 年上涨，预计 2022Q1 公司火电业务仍然亏损。

由于煤电装机的碳排放强度大，考虑到国家的双碳目标，目前要新批火电机组难度较大。但是煤电较新能源发电更为可控，同时有调峰等调节作用。我们认为，未来新能

源机组装机比例增加后，由于新能源发电的不稳定性和波动性，电力调控的难度增大，煤电机组或能成为新型电力系统中宝贵的电力调节资源。在此情形下，公司于“十四五”能再新增煤电机组在远期看或是宝贵的电力资源。

表 2 “十四五”全国装机预测 (万千瓦)

	煤电	气电	常规水电	抽水蓄能	核电	风电	光伏	其他	总计	增速
2019	104463	9022	32611	3029	4874	21005	20468	5894	201066	5.8%
2020	107992	9802	33867	3149	4989	28153	25343	6764	220058	9.4%
2021	110901	10859	35453	3639	5326	32848	30656	8010	237692	8.0%
2022E	113119	11402	36517	4003	5559	38348	36956	8411	254314	7.0%
2023E	115381	12542	37612	4403	5677	43848	43256	8831	271551	6.8%
2024E	116535	13796	38364	5284	5961	49348	49556	9273	288117	6.1%
2025E	117701	15176	39132	6341	6557	54848	55856	9736	305346	6.0%
5年 CAGR	1.7%	9.1%	2.9%	15.0%	5.6%	14.3%	17.1%	7.6%	6.8%	-

资料来源：中电联，《中国 2030 年能源电力发展规划研究及 2060 年展望》，海通证券研究所

2022-2025 年我们认为煤电发电机组仍将偏紧，按照中电联预测十四五年均用电量增速为 5-6%。

表 3 “十四五”全国发电量增速预测

	煤电	气电	常规水电	抽水蓄能	核电	风电	光伏	其他	总计
2019	2%	10%	6%	-4%	18%	11%	27%	-	5%
2020	0%	7%	4%	5%	5%	15%	17%	13%	3%
2021	10%	14%	-2%	17%	11%	41%	25%	-8%	11%
2022E	3%	12%	4%	18%	4%	18%	28%	6%	5%
2023E	2%	9%	3%	19%	4%	17%	21%	5%	5%
2024E	2%	12%	2%	24%	4%	15%	18%	5%	5%
2025E	2%	12%	2%	29%	8%	13%	15%	5%	5%
5年 CAGR	4%	12%	2%	21%	6%	20%	21%	2%	6%

资料来源：中电联，《中国 2030 年能源电力发展规划研究及 2060 年展望》，海通证券研究所

## 2.2 煤炭价格政策严控，增产保供有序推进

近期政策连续出台签订长协和控制电厂成本，避免搭售，运输加价，动力煤定义混淆的各种问题，我们预计，发改委的高效很可能带来动力煤长协合同执行会好于过去多年的情况。

表 4 煤价政策汇总

时间	内容
4月21日	李克强总理主持召开国务院常务会议，会议提到推进煤炭清洁高效利用，加强储备设施建设。运用市场化法治化办法，引导煤价运行在合理区间。
4月30日	发改委《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》明确了煤炭领域哄抬价格的具体表现形式等内容。
5月6日	发改委召开专题会议，研究加强煤炭价格调控监管，并明确下一步将密切关注煤炭市场供需形势和价格变化，加强煤炭中长期合同签订履约监管，采取有力有效措施保障煤炭价格运行在合理区间。
5月7日	发改委发布公告称，受到煤炭价格调控措施的陆续出台、国内煤炭产能的加快释放，以及煤炭消费进入淡季等因素的影响，目前，国内煤炭价格已逐步回归到合理区间。
5月17日	发改委再次明确提出，以煤炭为“锚”做好能源保供稳价工作。通过完善煤炭产供储销体系、强化市场预期管理等措施，引导煤炭价格在合理区间运行，通过稳煤价来稳电价，进而稳定整体用能成本。

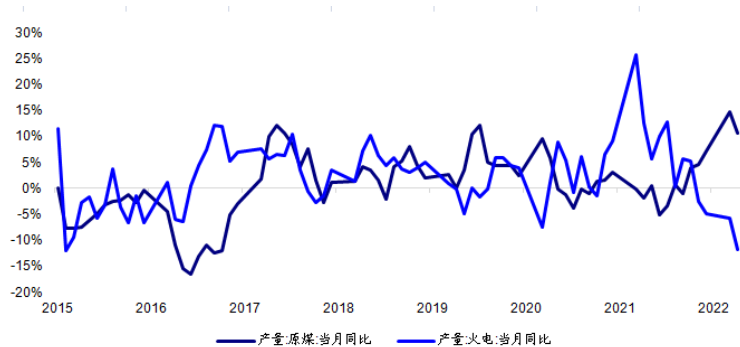
资料来源：中工网，发改委，发改委百度号，海通证券研究所

**表 5 2022 年发改委控煤价政策解读**

	内容
<b>解读 1</b>	7 省区明确煤炭出矿环节中长期和现货价格合理区间。
<b>解读 2</b>	中长期合同：无论采取“一旬一定价”“一月一定价”“一年一定价”，还是通过“基准价加浮动价”等方式确定具体价格水平，煤炭中长期合同的实际交易价格均应在合理区间内。
<b>解读 3</b>	对于港口、出矿环节以外，在车板、到厂等环节销售的煤炭，扣除流通环节合理费用后，折算的出矿价、港口价也应在合理区间内。
<b>解读 4</b>	煤炭中长期合同不得捆绑销售现货变相超出价格合理区间。
<b>解读 5</b>	国家发展改革委关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告（2022 年第 4 号）提出了哄抬价格的具体行为表现。煤炭生产经营企业与需方签订合同时，不得通过不合理提高运输费用或不合理收取其他费用等方式，变相大幅度提高煤炭销售价格。
<b>解读 6</b>	凡以发电、机车推进、锅炉燃烧等为目的，产生动力而使用的煤炭属于动力煤。按照科学合理、简便可行、符合行业实际的原则，可以从流向和热值两个角度对动力煤进行界定。从流向角度看，煤炭生产经营企业直接或间接销售给发电供热企业用作燃料的煤炭，不论煤种和热值，均应视为动力煤。从热值角度看，根据多年情况，热值低于 6000 千卡的煤炭，主要用于发电供热，是必须稳住的煤炭基本盘，一般可视为动力煤。煤炭生产经营企业销售的热值低于 6000 千卡煤炭，如无明确合同、发票等证据证明其最终用于炼焦、化工等非动力用途，一般可视为动力煤。

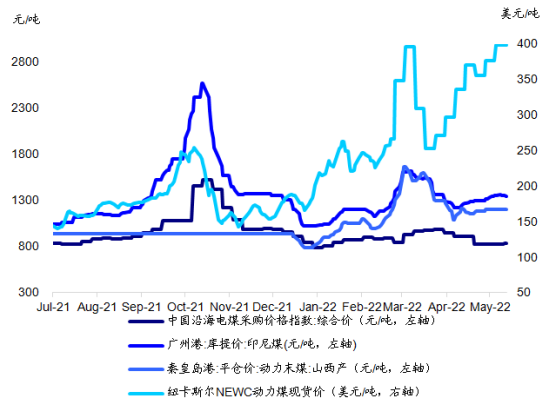
资料来源：发改委，海通证券研究所

由于国内疫情导致经济增速放缓，火电发电量增速明显下行，其中 4 月更是同比下降 11.8 个百分点。由于火电发电量下行从而导致煤炭需求端受到影响，我们认为，供需如此错配情况下煤产量依然整体走高或反映各环节库存有所补充积累。

**图 4 煤炭产量和火电发电量背离**


资料来源：wind，海通证券研究所

在国内需求降低的前提下，国内动力煤价格自三月之后开始了一轮回落，叠加发改委近期的强势管理，沿海电煤价格指数相较现货煤下跌更为明显。

**图 5 国内煤价已经回落，但海外煤价仍然较高**


资料来源：wind，海通证券研究所



### 2.3 对公司 2022-2024 年煤电盈利预测

综合上述煤价、发电量以及电价的判断，我们对公司的煤电业务预测如下：

**表 6 公司 2022-2024 年煤电盈利测算表**

	2021	2022E	2023E	2024E
煤电装机 (万千瓦)	396	396	396	496
度电电价 (不含税, 元)	0.36	0.43	0.43	0.41
度电成本 (元)	0.35	0.40	0.37	0.32
煤炭成本 (元)	0.30	0.33	0.30	0.27
固定成本 (元)	0.05	0.07	0.07	0.06
度电费用 (元)	0.03	0.03	0.03	0.03
度电利润总额 (元)	-0.02	0.00	0.03	0.06
度电所得税 (元)	-0.00	0.00	0.01	0.02
度电净利润 (元)	-0.01	0.00	0.02	0.05
煤电归母净利润 (亿元)	-1.60	0.18	2.58	6.12

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

### 3. 公司水电装机 466 万千瓦, 17 万千瓦在开展核准前准备工作

公司 2021 年水电发电量 133 亿度, 净利润 14.5 亿元。公司水电以清江水电站 342 万千瓦为主, 目前还有淋溪河水电 17 万千瓦在开展核准前准备工作, 公司溇水水电目前装机已经达到 50 万千瓦, 溇水一共 5 个梯级电站: 江坪河水电站 (龙头水库)、淋溪河水电站、江垭水电站、关门岩水电站、长潭河水电站。

**表 7 公司水电装机情况**

	权益占比	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)
水电总计	93%	465.63	431.2
湖北清江水电开发有限责任公司	100%	341.93	341.93
湖北宣恩洞坪水电有限责任公司	70%	11	7.7
湖北能源集团溇水水电有限责任公司	100%	50	50
湖北锁金山电业发展有限责任公司	61%	5.1	3.11
湖北省谷城银隆电业有限公司	65%	5	3.25
湖北能源集团房县水利水电发展有限公司	100%	7	7
秘鲁瓦亚加发电有限公司	40%	45.6	18.24

资料来源: 22 鄂能源 MTN003(碳中和债);湖北能源集团股份有限公司 2022 年度第三期绿色中期票据(碳中和债)募集说明书, 海通证券研究所

**表 8 假设公司水电电量和 2021 年持平, 新电厂不投产的盈利预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
水电装机量 (万千瓦)	466	466	466	466
电价 (不含税, 元)	0.35	0.35	0.35	0.35
度电成本 (元)	0.16	0.16	0.16	0.16
度电费用 (元)	0.05	0.05	0.05	0.05
度电利润总额 (元)	0.15	0.15	0.15	0.15
度电所得税 (元)	0.04	0.04	0.04	0.04
度电净利润 (元)	0.11	0.11	0.11	0.11
水电归母净利润 (亿元)	13.41	13.41	13.41	13.41

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

2022 年 Q1 清江流域来水同比增长 50%，目前为止湖北来水偏丰，2021 年水电来水偏少，2022 年若偏丰，公司水电盈利或好于 2021 年，在我们的盈利预测中，处于审慎角度，我们对水电的盈利仍然是按照 2021 年的电量预测。

#### 4. 清洁能源成为公司重大发展战略

风光储大发展战略调整自 2021 年开始。公司 2021 年年报披露：2021 年公司坚持自建与并购并重，省内与省外并举，2021 年新增 108.6 万千瓦至 240 万千瓦装机风光装机，2021 年公司风光发电量 24.92 亿度。公司规划 2022 年新增风光 208 万千瓦，公司积极储备省内外新能源项目，同时抢先布局抽水蓄能业务，布局了罗田平坦原抽水蓄能（湖北省“十一五”以来首个核准的抽蓄项目）。

表 9 公司风光发电装机和利润预测

	2021	2022E	2023E	2024E
风光装机 (万千瓦)	240	448	656	864
电价 (不含税, 元)	0.62	0.53	0.50	0.47
度电成本 (元)	0.25	0.25	0.25	0.25
度电费用 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08
度电利润总额 (元)	0.28	0.20	0.16	0.13
度电所得税 (元)	0.04	0.02	0.02	0.02
度电净利润 (元)	0.25	0.17	0.14	0.12
风光收入 (亿元)	15.07	24.19	33.31	41.06
风光归母净利润 (亿元)	6.00	7.76	9.52	10.09

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

表 10 公司清洁能源在建项目

项目名称	预算数 (万元)	2021 年期初余额 (万元)	2021 年增加金额 (万元)	2021 年期末余额 (万元)	工程进度
天门市净潭乡蒋场村 200MW 农光互补光伏发电项目一期	47026		39393	39393	95%
佛子山 200MW 农光互补光伏发电项目一期	42514		38859	38859	95%
潜江市渔洋镇 100MW 农光互补光伏发电项目	42679		38670	38670	91%
枣阳兴隆光伏工程	42230	196	28092	28288	98%
淋溪河水电站工程项目	186693	19441	319	19761	15%
江坪河水电站工程项目	581778	14529	16591	14316	98%
罗田平坦抽水蓄能	940800		10896	10896	2%
鄂州发电三期工程	671813		8184	667	100%
2021 年屋顶光伏发电项目	240		114	114	10%
恩施板桥风电场	41474	32801	919	0	100%
鹤峰走马风电场	44403	13572	24916	0	100%
黄石筠山风电场	70384	361	259	0	100%
黄龙山风电场	49074	289	578	0	100%
荆门风电二期	60733	288	278	0	100%

资料来源: 2021 年年报, 海通证券研究所

#### 5. 股权激励改善经营, 回购股份提振信心

公司近期公告了股票激励计划、增持以及回购事件, 我们认为这反应了集团和管理层对上市公司未来发展的信心。

- 1、公司 2021 年 11 月公布了 6507 万股限制性股票计划，以 2020 年为基数，2022-2024 收入复合增长率不低于 15%，净资产收益率从 6.8% 逐渐升至 7.12%（2021 年限制性股票激励计划）。
- 2、长电投资拟自 2022 年 3 月 29 日起 6 个月内增持总股本的 0.5%-1%。
- 3、公司于 2022 年 4 月 28 日公布了 12 个月内以不低于 4.67 元/股回购 5-10 亿元（占比 1.63% 以上）。

## 6. 盈利预测及投资评级

盈利预测：表 6、表 8 和表 9 分别是煤电、水电和风光业务的分部预测，表 11 为全部业务的分项盈利预测。

表 11 分项盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	226.18	244.20	253.32	274.84
火电业务收入 (亿元)	74.74	83.64	83.64	97.41
水电收入 (亿元)	46.53	46.53	46.53	46.53
风光收入 (亿元)	15.07	24.19	33.31	41.06
其他收入 (亿元)	89.84	89.84	89.84	89.84
营业成本 (亿元)	188.64	199.23	199.58	211.31
火电业务成本 (亿元)	77.60	79.97	74.97	81.33
水电成本 (亿元)	20.89	20.89	20.89	20.89
风光成本 (亿元)	6.19	11.55	16.91	22.28
其他成本 (亿元)	83.96	86.81	86.81	86.81

资料来源：2021 年年报，wind，海通证券研究所

湖北能源经过近期一系列改变，大股东一致行动人增持、回购和股权激励，都显示集团对公司的信心。

我们预计 2022-2024 年公司的归母净利润为 26.93/31.09/35.19 亿元，不考虑回购 EPS 分别为 0.41/0.47/0.54 元。可比公司平均 22 年 PE 估值 16.4 倍，PB 为 1.77 倍，公司新能源装机占比超过 50%，我们给予公司 22 年 15-18 倍 PE，合理价值区间 6.15-7.38 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 12 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)		PB (倍)	
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2022E	2022E	
600900.SH	长江电力	5294	23.28	1.25	1.35	1.42	18.59	17.28	16.36	8.62	2.70		
600025.SH	华能水电	1303	7.24	0.38	0.42	0.46	18.94	17.28	15.76	3.70	1.96		
600886.SH	国投电力	759	10.18	0.80	0.89	0.96	12.68	11.38	10.56	7.17	1.42		
600674.SH	川投能源	522	11.84	0.82	0.90	0.93	14.48	13.13	12.71	7.61	1.56		
600236.SH	桂冠电力	482	6.11	0.32	0.34	0.37	18.84	17.80	16.43				
600116.SH	三峡水利	201	10.49	0.60	0.76	0.92	17.41	13.86	11.41	6.32	1.66		
002039.SZ	黔源电力	63	20.75	1.62	1.91	2.45	12.84	10.86	8.46	12.40	1.67		
600905.SH	三峡能源	1795	6.27	0.29	0.35	0.42	21.85	17.91	14.99	2.71	2.31		
600011.SH	华能国际	958	6.1	0.51	0.67	0.81	11.92	9.12	7.52	7.02	0.87		
	均值			0.73	0.84	0.97	16.39	14.29	12.69	6.94	1.77		

注：收盘价为 2022 年 6 月 13 日价格，盈利预测为 wind 一致预期  
 资料来源：wind，海通证券研究所

## 7. 风险提示

1、火电业务煤价仍然存在较大不确定预期，但俄乌冲突终将结束，煤炭产能在高煤价的刺激下终将释放，公司火电盈利可能性偏大。

2、由于竞争加剧，新增新能源项目的盈利能力存在不确定性。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>22618</b>	<b>24420</b>	<b>25332</b>	<b>27484</b>
每股收益	0.36	0.41	0.47	0.54	营业成本	18864	19923	19958	21131
每股净资产	4.67	5.05	5.52	6.06	毛利率%	16.6%	18.4%	21.2%	23.1%
每股经营现金流	0.49	0.95	1.10	1.25	营业税金及附加	139	147	155	168
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	35	37	38	41
P/E	14.72	12.78	11.07	9.78	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.12	1.04	0.95	0.86	管理费用	614	659	684	772
P/S	1.51	1.41	1.36	1.25	管理费用率%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%
EV/EBITDA	10.01	7.27	6.28	5.51	EBIT	3140	3655	4497	5371
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	767	1001	1002	1003
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.4%	4.1%	4.0%	3.6%
毛利率	16.6%	18.4%	21.2%	23.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	10.3%	11.0%	12.3%	12.8%	投资收益	646	698	723	690
净资产收益率	7.7%	8.1%	8.6%	8.8%	<b>营业利润</b>	<b>3026</b>	<b>3550</b>	<b>4424</b>	<b>5281</b>
资产回报率	3.2%	3.5%	3.9%	4.2%	营业外收支	-29	0	0	0
投资回报率	4.2%	4.6%	5.4%	6.0%	<b>利润总额</b>	<b>2996</b>	<b>3550</b>	<b>4424</b>	<b>5281</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	5588	6928	8048	9265
营业收入增长率	32.9%	8.0%	3.7%	8.5%	所得税	591	710	885	1056
EBIT 增长率	-23.0%	16.4%	23.0%	19.4%	有效所得税率%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-4.8%	15.2%	15.4%	13.2%	少数股东损益	66	147	430	706
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2339</b>	<b>2693</b>	<b>3109</b>	<b>3519</b>
资产负债率	50.2%	48.6%	46.5%	44.5%					
流动比率	0.85	0.86	0.85	0.84	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.50	0.50	0.50	0.47	货币资金	2181	2065	1867	1346
现金比率	0.15	0.14	0.12	0.09	应收账款及应收票据	3987	4305	4465	4845
<b>经营效率指标</b>					存货	790	834	836	885
应收账款周转天数	64.33	64.33	64.33	64.33	其它流动资产	5360	5636	5662	5971
存货周转天数	15.28	15.28	15.28	15.28	流动资产合计	12318	12840	12830	13046
总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.32	长期股权投资	5360	5436	5512	5589
固定资产周转率	0.49	0.50	0.49	0.49	固定资产	45719	48744	51997	55911
					在建工程	3921	3725	3823	3917
					无形资产	1639	1547	1704	2112
					非流动资产合计	60755	63568	67154	71646
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>73073</b>	<b>76408</b>	<b>79984</b>	<b>84692</b>
净利润	2339	2693	3109	3519	短期借款	2460	2460	2460	2460
少数股东损益	66	147	430	706	应付票据及应付账款	1772	1871	1875	1985
非现金支出	2453	3273	3551	3894	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	138	309	284	317	其它流动负债	10319	10652	10686	11058
营运资金变动	-1796	-205	-151	-254	流动负债合计	14551	14983	15020	15503
<b>经营活动现金流</b>	<b>3200</b>	<b>6216</b>	<b>7222</b>	<b>8182</b>	长期借款	16261	16261	16261	16261
资产	-3402	-5995	-7045	-8295	其它长期负债	5906	5906	5906	5906
投资	-427	-86	-86	-86	非流动负债合计	22167	22167	22167	22167
其他	161	698	723	690	<b>负债总计</b>	<b>36718</b>	<b>37151</b>	<b>37187</b>	<b>37670</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3669</b>	<b>-5383</b>	<b>-6408</b>	<b>-7691</b>	实收资本	6507	6570	6570	6570
债权募资	4966	0	0	0	归属于母公司所有者权益	30420	33175	36284	39804
股权募资	41	62	0	0	少数股东权益	5935	6082	6512	7218
其他	-3402	-1012	-1012	-1012	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>73073</b>	<b>76408</b>	<b>79984</b>	<b>84692</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1606</b>	<b>-950</b>	<b>-1012</b>	<b>-1012</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1128</b>	<b>-116</b>	<b>-198</b>	<b>-521</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

吴杰 煤炭行业  
傅逸帆 公用事业  
戴元灿 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝光股份,中煤能源,节能风电,靖远煤电,盛剑环境,涪陵电力,华阳股份,黔源电力,郑煤机,万里扬,赣能股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,安科瑞,华电国际,山西焦煤,隆盛科技,潞安环能,江苏国信,德创环保,浩通科技,普利特,文山电力,北清环能,中广核矿业,三峡能源,英科再生,长高电新,平煤股份

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com  
曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
联系人  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
李姝醒(021)23219361 lsx11330@htsec.com  
联系人  
纪尧(021)23219434 jy14213@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
联系人  
孟陆(021)23219671 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
余玫翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜(021)23219415 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅(021)23219774 zpy12711@htsec.com  
余金花(021)23219480 yjh13785@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧著 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧著 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金焯(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com
--	--	---



海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com