

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月11日
市场数据

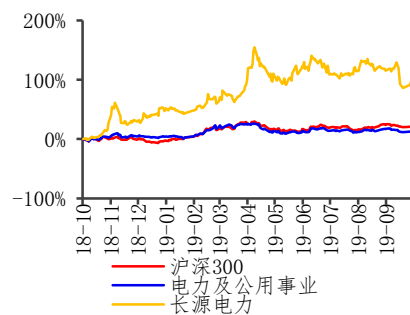
目前股价	5.00
总市值（亿元）	55.41
流通市值（亿元）	55.41
总股本（万股）	110,828
流通股本（万股）	110,828
12个月最高/最低	6.73/2.37

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

浩吉铁路通车宽松煤炭供应，电量成长足以支撑业绩高增

——长源电力（000966）公司动态点评
盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	7547	8151	8558
(+/-%)	15.0%	8.0%	5.0%
净利润	602	672	729
(+/-%)	188.7%	11.6%	8.4%
摊薄 EPS	0.54	0.61	0.66
PE	9.2	8.2	7.6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司披露前三季业绩预告，归母净利润 4.7~5.7 亿元，同比增长 178%~237%。对此点评如下：
- **第三季度业绩同比增长 49%~118%，超过上半年业绩。**公司披露前三季业绩预告，前三季度归母净利润 4.72~5.72 亿元，同比增长 178%~237%；第三季度归母净利润 2.17~3.17 亿元，同比增长 49%~118%。第三季度公司归母净利润中位数为 2.67 亿元，超过上半年归母净利润（2.55 亿元）。
- **湖北省 Q3 水电偏枯，公司火电发电量增速较高；假设 Q3 度电收入维持 Q2 水平，测算 Q3 电力收入同比增长 18%。**公司 Q3 上网电量同比增长 14.8%，维持上半年 16.4% 的快速增长。这主要是由于湖北省 7~8 月用电量增速 6.8%，略高于 Q2 用电量增速（6.7%），保持快速增长。而湖北省 7~8 月水电发电量增速-16.5%，比 Q2 -3.0% 的增速更枯。
- **湖北 Q3 电煤价格环比下降，降低单位燃料成本。**湖北省今年 7~8 月不含税电煤价格指数均值 521.71 元/吨，较 Q2 环比下降 1.4%。从去年基数情况来看，2018Q2、2018Q3、2018Q4 湖北电煤价格指数均值分别为 534.25、547.73、554.68 元/吨，逐步上升；因此 2019Q3 煤价同比降幅更为明显。假设今年 Q3 公司标煤单价较 Q2 环比下降 1%，则测算 Q3 毛利 4.42 亿元，同比增长 1.58 亿元；而根据业绩预告中位数计算，今年 Q3 归母净利润同比增长 1.22 亿元。
- **浩吉铁路正式通车，运价略高于此前市场预期；通车后，湖北煤炭供应进一步宽松。**9 月 28 日，随着万吨煤炭重载列车 71001 次一声鸣笛，缓缓驶出内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉南站，世界上一次性建成并开通运营里程最长的重载铁路——浩吉铁路（浩勒报吉至江西吉安铁路）正式开通运营，从此，我国铁路版图新增一条纵贯南北的能源运输大通道。**1）规划年运输能力 2 亿吨。**作为一条以煤运为主的重载货运线，浩吉铁路开通初期开办车站 77 座，设计时速 120 公里，规划年运输能力 2 亿吨以上，并同步建成集疏运项目 21 个。开通运营后，可以衔接沿线各地的多条煤炭集疏

运线路，并实现铁水联运功能。2) 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%。为实现较大的起始运输量，国家提出修建“靖边-神木”支线等要求，相关配套同步建设、同步接轨。到 2020 年，确保浩吉铁路至少完成运量 6000 万吨。这两条南北、东西向铁路大动脉在江西新余河下站交汇，随着 9 月 24 日浩吉铁路的投入运行，国家北煤南运新的战略通道正式打通，将彻底改变过去中国煤炭资源由西至东，再经过海运江运才能到达华中、华南地区的状况。3) 目前正式运价公布，江陵以北 0.2024 元/吨公里，江陵到岳阳 0.184 元/吨公里，岳阳以南 0.174 元/吨公里；该运价水平略高于此前市场预期。此前市场预期参考蒙华铁路可行性报告中披露的运价 0.18 元/吨公里。

- **电量高增下业绩快速释放，维持推荐评级。**预计公司 2019~2021 年归母净利润分别达到 6.0、6.7、7.3 亿元，对应市盈率 9.2、8.2、7.6 倍。公司当前市净率为 1.6 倍。公司三季度业绩表现优异。浩吉铁路通车宽松煤炭供应，电量成长足以支撑业绩高增。
- **风险提示：**上网电价水平或低于预期，煤价或超预期上升等

【正文】

事件：公司披露前三季业绩预告，归母净利润 4.7~5.7 亿元，同比增长 178%~237%。对此点评如下：

第三季度业绩同比增长 49%~118%，超过上半年业绩。公司披露前三季业绩预告，前三季度归母净利润 4.72~5.72 亿元，同比增长 178%~237%；第三季度归母净利润 2.17~3.17 亿元，同比增长 49%~118%。第三季度公司归母净利润中位数为 2.67 亿元，超过上半年归母净利润（2.55 亿元）。

湖北省 Q3 水电偏枯，公司火电发电量增速较高；假设 Q3 度电收入维持 Q2 水平，测算 Q3 电力收入同比增长 18%。公司 Q3 上网电量同比增长 14.8%，维持上半年 16.4% 的快速增长。这主要是由于湖北省 7~8 月用电量增速 6.8%，略高于 Q2 用电量增速（6.7%），保持快速增长。而湖北省 7~8 月水电发电量增速-16.5%，比 Q2 -3.0% 的增速更枯。

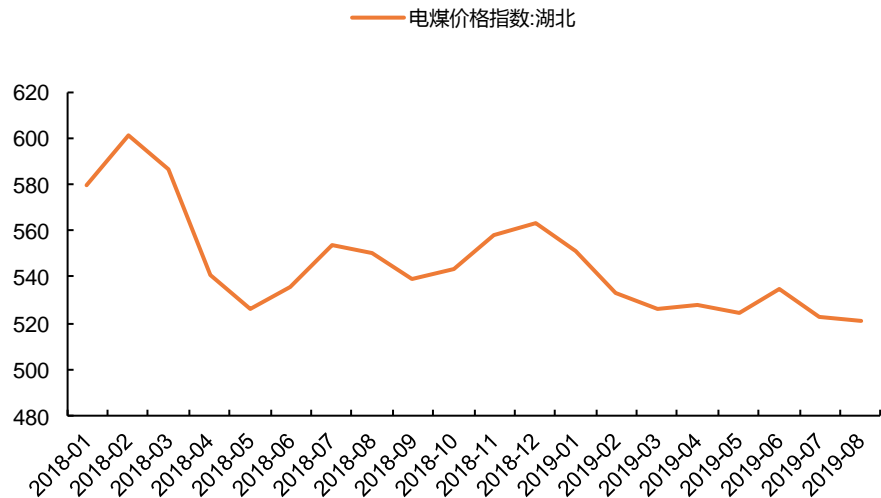
表 1：公司单季度收入、成本测算

亿元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	16.62	12.28	18.35	18.37	20.50	13.53	21.35	19.80
营业收入	16.62	12.28	18.35	18.37	20.50	13.53	21.35	19.80
电力收入	15.06	10.72	16.63	16.65	18.85	11.88	19.62	18.05
同比					25.2%	10.9%	18.0%	8.4%
度电收入	0.3603	0.3617	0.3658	0.3814	0.3659	0.3758	0.3758	0.3758
上网电量（亿度）	41.79	29.63	45.46	43.65	51.51	31.62	52.20	48.02
同比	2.5%	46.3%	13.8%	34.1%	23.3%	6.7%	14.8%	10.0%
环比	28.3%	-29.1%	53.4%	-4.0%	18.0%	-38.6%	65.1%	-8.0%
其他收入	1.57	1.57	1.72	1.72	1.65	1.65	1.73	1.75
营业成本	14.91	11.74	15.51	16.92	16.43	12.40	16.93	17.77
电力成本	13.49	10.32	14.00	15.41	15.10	11.07	15.55	16.33
同比					11.9%	7.3%	11.1%	6.0%
燃料成本	10.36	6.55	10.48	10.48	11.86	7.05	11.59	10.83
入炉标煤单价（元/吨）	814.49	729.72	756.14	788.39	754.47	734.76	727.66	739.53
同比					-7.4%	0.7%	-3.8%	-6.2%
其他电力成本	3.12	3.77	3.52	4.93	3.24	4.02	3.96	5.50
其他成本	1.42	1.42	1.51	1.51	1.33	1.33	1.38	1.44
毛利	1.71	0.54	2.84	1.44	4.07	1.14	4.42	2.03
同比					137.5%	109.6%	55.7%	40.5%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

湖北 Q3 电煤价格环比下降，降低单位燃料成本。湖北省今年 7~8 月不含税电煤价格指数均值 521.71 元/吨，较 Q2 环比下降 1.4%。从去年基数情况来看，2018Q2、2018Q3、2018Q4 湖北电煤价格指数均值分别为 534.25、547.73、554.68 元/吨，逐步上升；因此 2019Q3 煤价同比降幅更为明显。假设今年 Q3 公司标煤单价较 Q2 环比下降 1%，则测算 Q3 毛利 4.42 亿元，同比增长 1.58 亿元；而根据业绩预告中位数计算，今年 Q3 归母净利润同比增长 1.22 亿元。

图 1: 湖北电煤价格指数



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

浩吉铁路正式通车, 运价略高于此前市场预期; 通车后, 湖北煤炭供应进一步宽松。9月28日, 随着万吨煤炭重载列车71001次一声鸣笛, 缓缓驶出内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉南站, 世界上一次性建成并开通运营里程最长的重载铁路——浩吉铁路(浩勒报吉至江西吉安铁路)正式开通运营, 从此, 我国铁路版图新增一条纵贯南北的能源运输大通道。

1) 规划年运输能力 2 亿吨。 作为一条以煤运为主的重载货运线, 浩吉铁路开通初期开办车站 77 座, 设计时速 120 公里, 规划年运输能力 2 亿吨以上, 并同步建成集疏运项目 21 个。开通运营后, 可以衔接沿线各地的多条煤炭集疏运线路, 并实现铁水联运功能。**2) 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%。** 为实现较大的起始运输量, 国家提出修建“靖边-神木”支线等要求, 相关配套同步建设、同步接轨。到 2020 年, 确保浩吉铁路至少完成运量 6000 万吨。这两条南北、东西向铁路大动脉在江西新余河下站交汇, 随着 9 月 24 日浩吉铁路的投入运行, 国家北煤南运新的战略通道正式打通, 将彻底改变过去中国煤炭资源由西至东, 再经过海运江运才能到达华中、华南地区的状况。**3) 目前正式运价公布, 江陵以北 0.2024 元/吨公里, 江陵到岳阳 0.184 元/吨公里, 岳阳以南 0.174 元/吨公里; 该运价水平略高于此前市场预期。** 此前市场预期参考蒙华铁路可行性报告中披露的运价 0.18 元/吨公里。

电量高增下业绩快速释放, 维持推荐评级。 预计公司 2019~2021 年归母净利润分别达到 6.0、6.7、7.3 亿元, 对应市盈率 9.2、8.2、7.6 倍。公司当前市净率为 1.6 倍。公司三季度业绩表现优异。浩吉铁路通车宽松煤炭供应, 电量成长足以支撑业绩高增。

风险提示: 上网电价水平或低于预期, 煤价或超预期上升等

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5464.04	6562.54	7546.92	8150.67	8558.21
营业成本	5319.40	5908.63	6342.11	6849.48	7191.96
营业费用	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	71.23	84.40	90.56	89.66	85.58
研发费用	0.00	1.80	2.07	2.23	2.34
财务费用	196.10	221.70	212.95	207.06	193.37
其他收益	6.80	3.83	3.83	3.83	3.83
投资净收益	50.81	54.03	53.90	53.90	53.90
营业利润	-133.61	309.12	851.37	947.74	1025.96
营业外收支	11.16	-11.03	-21.40	-21.40	-21.40
利润总额	-122.45	298.09	829.96	926.33	1004.56
所得税	-0.71	82.45	207.49	231.58	251.14
少数股东损益	-0.18	6.95	20.06	22.39	24.28
净利润	-121.56	208.69	602.41	672.36	729.14

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1164.68	1453.50	2055.11	2239.12	2834.49
货币资金	170.63	100.31	730.04	678.77	1369.59
应收票据及应收账款合计	670.54	831.53	895.84	969.72	989.12
其他应收款	15.88	61.67	27.52	68.80	32.33
存货	242.93	327.33	284.76	376.30	317.81
非流动资产	8192.12	7909.07	7952.26	8051.68	7903.80
固定资产	6639.17	6553.15	7191.15	7319.26	7167.29
资产总计	9356.80	9362.57	10007.37	10290.80	10738.29
流动负债	3922.43	3892.68	4023.37	3987.94	4146.02
短期借款	2650.00	2248.00	2248.00	2315.68	2248.00
应付账款	752.70	612.35	852.85	729.56	931.97
非流动负债	2022.60	1905.05	1863.20	1679.25	1429.49
长期借款	1992.01	1876.42	1834.56	1650.62	1400.86
负债合计	5945.03	5797.74	5886.56	5667.19	5575.51
股东权益	3411.77	3564.83	4120.81	4623.60	5162.78
股本	1108.28	1108.28	1108.28	1108.28	1108.28
留存收益	1178.89	1324.09	1748.22	2221.59	2734.93
少数股东权益	168.39	171.99	192.05	214.44	238.72
负债和股东权益	9356.80	9362.57	10007.37	10290.80	10738.29

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	574.42	904.74	1637.24	1123.90	1878.22
其中营运资本减少	-446.34	-327.26	311.87	-340.60	321.21
投资活动现金流	-417.17	-497.50	-533.12	-662.11	-462.35
资本支出	448.22	499.27	608.61	83.07	-164.22
筹资活动现金流	-12.93	-478.06	-474.38	-513.07	-725.06
现金净增加额	144.32	-70.83	629.73	-51.27	690.82

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	1.6%	20.1%	15.0%	8.0%	5.0%
营业成本增长	19.9%	11.1%	7.3%	8.0%	5.0%
营业利润增长	-123.6%	331.4%	175.4%	11.3%	8.3%
利润总额增长	-121.3%	-343.4%	178.4%	11.6%	8.4%
净利润增长	-130.5%	-271.7%	188.7%	11.6%	8.4%
获利能力					
毛利率(%)	2.6%	10.0%	16.0%	16.0%	16.0%
销售净利率(%)	-2.2%	3.3%	8.2%	8.5%	8.8%
ROE(%)	-3.6%	6.0%	15.1%	15.0%	14.6%
ROIC(%)	0.8%	4.8%	10.2%	10.5%	11.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用/营业收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用/营业收入	0.0%	3.6%	3.4%	2.8%	2.5%
投资收益/营业利润	-38.0%	17.5%	6.3%	5.7%	5.3%
所得税/利润总额	0.6%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
应收账款周转率	8.15	8.74	8.74	8.74	8.74
存货周转率	25.45	20.72	20.72	20.72	20.72
流动资产周转率	5.15	5.01	4.30	3.80	3.37
总资产周转率	0.59	0.70	0.78	0.80	0.81
偿债能力					
资产负债率(%)	63.5%	61.9%	58.8%	55.1%	51.9%
流动比率	0.30	0.37	0.51	0.56	0.68
速动比率	0.22	0.26	0.41	0.43	0.58
每股指标(元)					
EPS	-0.11	0.19	0.54	0.61	0.66
每股净资产	2.93	3.06	3.54	3.98	4.44
每股经营现金流	0.14	0.61	1.48	1.01	1.69
每股经营现金/EPS	-1.32	3.26	2.72	1.67	2.58
估值比率					
P/E	-45.59	26.55	9.20	8.24	7.60
PEG	0.30	-0.68	0.57	-0.03	0.15
P/B	1.71	1.63	1.41	1.26	1.13
EV/EBITDA	15.81	9.33	6.13	5.53	4.64
EV/SALES	1.87	1.54	1.23	1.14	0.97
EV/IC	24.76	1.29	1.28	1.13	1.08
ROIC/WACC	0.17	0.96	2.03	2.03	2.21
REP	7.71	1.33	0.56	0.53	0.43

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>