

公司研究/公告点评

2019年10月13日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.06  
合理价格区间(元): 5.77~6.49

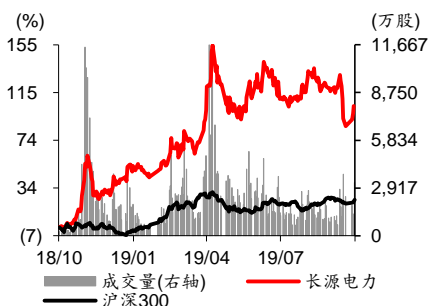
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1 《长源电力(000966,买入): 业绩持续向好, 静待蒙华铁路投运》2019.07
- 2 《长源电力(000966,买入): 1Q19超预期, 短看煤价弹性, 长看蒙华投运》2019.04
- 3 《长源电力(000966,买入): 低估值+高弹性, 业绩迎反转》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q3 业绩继续高增长, 静待浩吉利好释放

### 长源电力(000966)

#### 业绩合乎预期, 维持“买入”评级

1-9M19 公司归母净利润同比+178%~237%, 合乎预期, 主因系发电量高增长+入炉煤价下行, 19Q3 公司发电量/售电量分别为 55.7/52.2 亿千瓦时, 同比+14.7%/14.8%, Q3 电量持续高增长主因系用电需求旺盛+水电挤出效应有所弱化。考虑到发电量持续向好, 上调 19~21 年归母净利润为 6.0/7.9/8.4 亿元 (前值: 4.6/7.8/8.3 亿元), 19-21 年 BPS 预计为 3.61/4.19/4.76 元 (前值: 3.48/4.08/4.65 元), 考虑到浩吉铁路投运有望推动业绩向好, 给予 19 年 1.6-1.8x 目标 PB, 目标价 5.77-6.49 元, 维持“买入”评级。

#### Q3 发电量同比+14.7%, 主因系水电枯季来临+用电需求高增长

根据公司公告, 19Q3 公司完成发电量/上网电量 55.7/52.2 亿千瓦时, 较去年同期+14.7%/14.8%, 我们认为 Q3 电量持续高增长主因系用电需求旺盛+水电挤出效应有所弱化, 根据国家统计局数据, 7-8M19 湖北全社会用电量/水电发电量同比+6.8%/-16.5%。根据我们测算, 19Q1-3 公司火电机组利用小时约 3978 小时, 其中 19Q1/19Q2/19Q3 为 1507/932/1539 小时, 分别同比增长约 284/61/199 小时。我们判断未来湖北电量高增长趋势有望持续, 适当上调 2019/20 年利用小时为 5132/5182 (前值: 4812/4862)。

#### Q3 业绩合乎预期, 公司未来有望充分受益煤价下行

根据公司公告, 1-9M19 公司归母净利润同比+178%~237%, 业绩合乎预期, 主因系发电量高增长+入炉煤价下行。根据国家发改委数据, 7-8M19 湖北电煤价格均价 590 元/吨, 较 18Q3/19Q2 均价变动-46/-8 元/吨 (vs 秦皇岛 Q5500 煤炭 7-8M19 均价 588 元/吨, 较 18Q3/19Q2 变动-45/-21 元/吨), 湖北因煤炭资源有限+运输不便致使煤价处于高位, 我们判断未来湖北有望受益于浩吉铁路投运+国内煤炭供需趋于宽松等利好, 煤价有望持续走低。

#### 浩吉铁路正式通车, 2020 年开始有望显著降低公司燃料成本

根据新华社披露信息, 浩吉铁路已于国庆节前开通, 虽然最终运输定价高于市场预期, 但我们认为浩吉铁路有望显著增加华中煤炭供给, 并且驱动“三西”煤炭运送湖北耗时由一个多月缩短至 1-3 天, 从而利好当地煤炭成本管控。公司煤电属性纯正, 未来有望充分受益于煤价下行, 根据我们测算, 如果秦港 Q5500 现货价-10 元/吨, 则公司入炉煤价有望-12.4 元/吨, 驱动 2019-20 年归母净利润增厚 5525/5636 万元, 增幅分别为 12%/17%。

#### 上调盈利预测, 给予“买入”评级

考虑到发电量持续向好, 我们上调 19~21 年归母净利润为 6.0/7.9/8.4 亿元 (前值: 4.6/7.8/8.3 亿元), 对应 EPS 为 0.55/0.72/0.76 元 (前值: 0.42/0.70/0.75 元), BPS 为 3.61/4.19/4.76 元 (前值: 3.48/4.08/4.65 元)。当前股价对应 19~21 年 P/E 为 9/7/7x, P/B 为 1.4/1.2/1.1x。参考可比公司 19 年 P/B 均值为 1.2x, 考虑到浩吉铁路投运有望推动业绩向好, 给予公司 19 年 1.6-1.8x 目标 PB, 目标价 5.77-6.49 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 煤价上行, 电价调整, 来水挤压火电利用小时。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,108
流通 A 股 (百万股)	1,108
52 周内股价区间 (元)	2.45-6.34
总市值 (百万元)	5,608
总资产 (百万元)	9,408
每股净资产 (元)	3.37

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,464	6,563	7,174	7,288	7,288
+/-%	1.61	20.10	9.32	1.58	0.00
归属母公司净利润 (百万元)	(121.56)	208.68	605.70	794.21	837.59
+/-%	(130.48)	271.67	190.25	31.12	5.46
EPS (元, 最新摊薄)	(0.11)	0.19	0.55	0.72	0.76
PE (倍)	(45.59)	26.55	9.15	6.98	6.62

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 同行业公司估值比较 (2019/10/11)

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
				2019/10/11	2019/10/11	19E	20E	19E	20E
大唐发电	601991.SH	2.69	41,885	19	15	1.0	1.0	5%	6%
上海电力	600021.SH	8.08	21,147	15	13	1.3	1.2	9%	9%
江苏国信	002608.SZ	7.71	29,129	8	8	1.1	0.9	12%	12%
内蒙华电	600863.SH	3.00	17,425	13	11	1.4	1.3	11%	12%
<b>平均值</b>			<b>27,397</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
<b>中间值</b>			<b>25,138</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
长源电力	000966.SZ	5.06	5,608	9	7	1.4	1.2	16%	18%

注: 大唐发电、上海电力、江苏国信、内蒙华电为 wind 预测值, 长源电力为华泰预测;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6,552	6,559	7,174	7,288	9%	11%
营业成本 (百万元)	5,758	5,361	6,135	6,042	7%	13%
毛利率 (%)	12.1%	18.3%	14.5%	17.1%	+2.4pct	-1.2pct
期间费用率 (%)	2.7%	2.3%	2.5%	2.2%	-0.2pct	-0.1pct
净利率 (%)	7.1%	11.9%	8.4%	10.9%	+1.3pct	-1.0pct
归母净利润 (百万元)	462	779	606	794	31%	2%
EPS (元)	0.42	0.70	0.55	0.72	31%	2%

资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测调整表

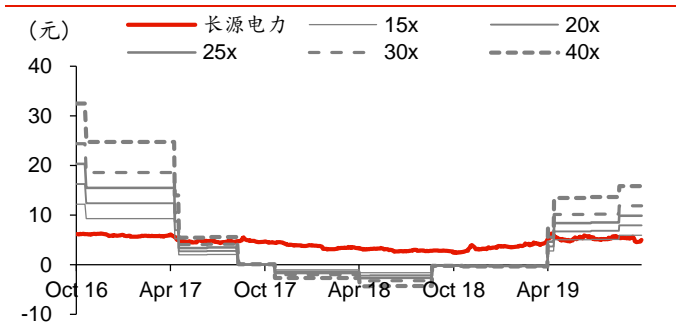
项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)	
	2019E	2020E	2019E	2020E
发电量	175	177	184	186
利用小时	4,812	4,862	5,132	5,182
公司入炉煤价	716	649	716	687

注: 1) 电量方面: 公司 1-3Q 发电量同比增长 14.7%, 持续高增长, 1-8M19 湖北省用电量同比+8.2%, 用电需求旺盛; 2) 利用小时方面, 我们判断未来湖北省电量高增长的趋势有望持续, 我们适当上调公司利用小时预测, 预计 2019/2020 年利用小时数将达到 5132/5182 小时; 3) 煤价方面, 浩吉铁路运价略高于预期, 预计 2020 年煤价下行幅度或低于预期。

资料来源: 华泰证券研究所

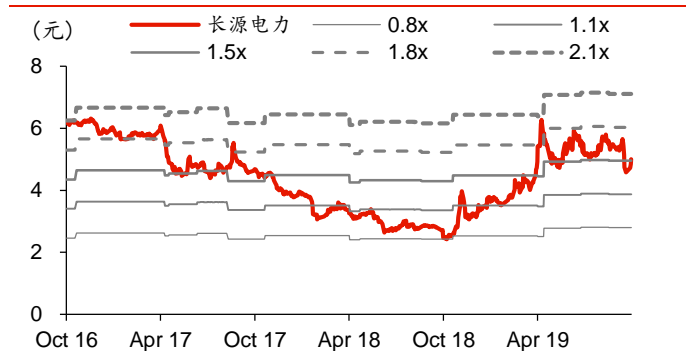
## PE/PB - Bands

图表4: 长源电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 长源电力历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,165	1,453	1,593	1,620	1,661
现金	170.63	100.31	146.43	165.42	207.81
应收账款	609.83	771.15	843.05	856.35	856.35
其他应收账款	15.88	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	51.60	88.30	91.69	90.29	89.95
存货	242.93	327.33	339.89	334.70	333.44
其他流动资产	73.81	166.41	172.04	173.08	173.08
非流动资产	8,192	7,909	7,790	7,568	7,328
长期投资	130.70	141.43	141.43	141.43	141.43
固定投资	6,639	6,533	6,383	6,174	5,915
无形资产	256.85	263.10	269.16	275.05	280.77
其他非流动资产	1,165	971.39	997.22	977.38	990.71
资产总计	9,357	9,363	9,384	9,188	8,989
流动负债	3,922	3,893	4,321	3,481	3,012
短期借款	2,650	2,248	2,224	1,239	728.76
应付账款	597.63	486.15	504.81	497.09	495.23
其他流动负债	674.80	1,159	1,592	1,745	1,788
非流动负债	2,023	1,905	902.39	923.15	573.34
长期借款	1,992	1,876	853.76	874.52	524.71
其他非流动负债	30.59	28.63	48.63	48.63	48.63
负债合计	5,945	5,798	5,223	4,404	3,586
少数股东权益	168.39	171.99	161.96	142.93	122.88
股本	1,108	1,108	1,108	1,108	1,108
资本公积	951.64	951.91	951.91	951.91	951.91
留存公积	1,179	1,324	1,938	2,581	3,220
归属母公司股东权益	3,243	3,393	3,999	4,641	5,280
负债和股东权益	9,357	9,363	9,384	9,188	8,989

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	574.42	904.74	1,645	1,595	1,538
净利润	(121.56)	208.68	605.70	794.21	837.59
折旧摊销	588.43	623.78	643.62	662.26	679.86
财务费用	196.10	221.70	90.40	63.85	40.99
投资损失	(50.81)	(54.03)	(54.03)	(54.03)	(54.03)
营运资金变动	(111.26)	(129.48)	358.41	137.38	43.49
其他经营现金	73.52	34.10	0.52	(8.47)	(9.51)
投资活动现金	(417.17)	(497.50)	(461.48)	(396.53)	(396.53)
资本支出	448.22	499.27	502.21	437.26	437.26
长期投资	33.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(64.06)	(1.77)	(40.72)	(40.72)	(40.72)
筹资活动现金	(12.93)	(478.06)	(1,137)	(1,180)	(1,099)
短期借款	586.00	(402.00)	(23.93)	(985.17)	(510.13)
长期借款	262.18	(115.58)	(1,023)	20.76	(349.81)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(6.98)	0.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(854.13)	39.25	(90.40)	(215.28)	(239.55)
现金净增加额	144.32	(70.83)	46.13	18.99	42.39

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,464	6,563	7,174	7,288	7,288
营业成本	5,319	5,909	6,135	6,042	6,019
营业税金及附加	55.06	72.26	81.79	83.08	76.52
营业费用	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	71.23	84.40	92.27	95.47	91.10
财务费用	196.10	221.70	90.40	63.85	40.99
资产减值损失	11.81	23.69	25.90	26.31	26.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.81	54.03	54.03	54.03	54.03
营业利润	(133.61)	309.11	804.95	1,034	1,090
营业外收入	76.14	10.87	5.00	5.00	5.00
营业外支出	64.98	21.90	5.00	5.00	5.00
利润总额	(122.45)	298.08	804.95	1,034	1,090
所得税	(0.71)	82.45	209.29	258.40	272.51
净利润	(121.74)	215.63	595.66	775.19	817.53
少数股东损益	(0.18)	6.95	(10.03)	(19.02)	(20.06)
归属母公司净利润	(121.56)	208.68	605.70	794.21	837.59
EBITDA	606.72	1,118	1,505	1,726	1,777
EPS (元, 基本)	(0.11)	0.19	0.55	0.72	0.76

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.61	20.10	9.32	1.58	0.00
营业利润	(123.65)	331.36	160.41	28.40	5.46
归属母公司净利润	(130.48)	271.67	190.25	31.12	5.46
获利能力 (%)					
毛利率	2.65	9.96	14.48	17.10	17.41
净利率	(2.22)	3.18	8.44	10.90	11.49
ROE	(3.62)	6.29	16.39	18.38	16.88
ROIC	0.25	5.34	8.91	11.68	12.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.54	61.92	55.66	47.93	39.89
净负债比率 (%)	78.36	77.29	65.76	56.10	44.91
流动比率	0.30	0.37	0.37	0.47	0.55
速动比率	0.24	0.29	0.29	0.37	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.70	0.77	0.78	0.80
应收账款周转率	9.10	9.50	8.89	8.58	8.51
应付账款周转率	9.47	10.90	12.38	12.06	12.13
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.11)	0.19	0.55	0.72	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.82	1.48	1.44	1.39
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.06	3.61	4.19	4.76
估值比率					
PE (倍)	(45.59)	26.55	9.15	6.98	6.62
PB (倍)	1.71	1.63	1.39	1.19	1.05
EV_EBITDA (倍)	16.50	8.56	5.63	4.34	3.71

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com