

公司研究/年报点评

2019年04月12日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.97
合理价格区间(元): 5.74~6.09

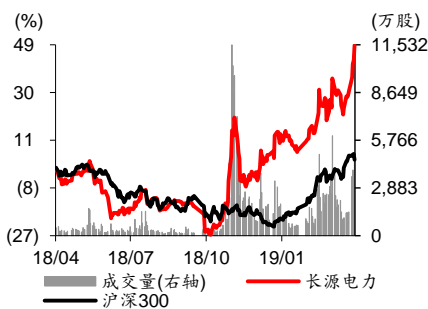
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

1 《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

1Q19 超预期, 短看煤价弹性, 长看蒙华投运 长源电力(000966)

业绩持续超预期, 蒙华铁路投运有望驱动业绩加速向好

18 年公司实现营收/归母净利 65.6/2.1 亿, 同比+20%/271%, 主因系湖北用电需求旺盛+标杆电价调整带来量价齐升, 电量增加+煤价下行推动 19Q1 业绩持续超预期, 未来蒙华铁路投运有望降低燃料成本, 驱动业绩加速向好。上调公司 19~20 年 EPS 预测为 0.42/0.70 元(前值 0.37/0.66 元), 21 年 EPS 预计为 0.75 元, 19-20 年 BPS 预计为 3.48/4.08 元(前值 3.44/4.01 元), 参考火电行业内可比公司 19 年 P/B 均值为 1.44x, 给予公司 19 年 1.65-1.75x 目标 PB, 目标价 5.74-6.09 元, 维持“买入”评级。

火电业务量价齐升驱动 2018 年业绩反转, 合乎我们预期

2018 年公司实现营业收入/归母净利/扣非归母净利 65.6/2.1/2.1 亿, 同比+20%/271%/249%, 全年业绩较 2017 年实现完美反转, 主因系湖北用电需求旺盛+标杆电价调整带来电力业务量价齐升, 根据我们测算, 2018 年公司售电价/平均上网电价同比+20%/4%。公司全年净利润同比增加 3.4 亿, 主要拆分如下: 1) 售电量/售电价格/售热量增加驱动利润+3.5/2.1/0.3 亿; 2) 燃料成本/固定成本/财务费用增加驱动利润-1.5/0.5/0.3 亿。

发电量增加+煤价下行进一步推动 19Q1 业绩超预期

19Q1 湖北来水偏枯对火电挤压效应弱化, 根据湖北统计局数据, 1-2M19 湖北发电量同比+5%, 其中火电/水电发电量同比+16%/-6%, 火电需求格局改善驱动公司 19Q1 电量超预期, 根据公司公告, 发电量/售电量为 55/52 亿度, 同比+23%/23%, 根据我们测算, 19Q1 公司机组利用小时同比增长约 280 小时。此外, 1-2M19 湖北电煤价格同比降低 9%至 629 元/吨, 驱动公司入炉综合标煤单价显著下行。发电量增加+煤价下行进一步推动业绩超预期, 根据公司公告, 19Q1 公司归母净利约 2.2-2.3 亿, 同比+314%~343%。

业绩高弹性, 蒙华铁路投运有望显著降低公司燃料成本

截至 2018 年底, 公司可控总装机 369 万千瓦, 煤电/风电/生物质发电装机分别为 359/9/1 万千瓦, 煤电装机占比高达 97%, 煤电属性纯正催生高煤价敏感性, 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%/7%。此外蒙华铁路有望于 2019 年底通车, 预计将推动内蒙/陕西/山西至湖北煤炭运费降低 94/53/28 元/吨。

上调盈利预测, 维持买入评级

考虑到 19Q1 电量超预期, 上调公司 19~20 年 EPS 预测为 0.42/0.70 元(前值为 0.37/0.66 元), 21 年 EPS 预计为 0.75 元, 19~20 年 BPS 预计为 3.48/4.08 元(前值为 3.44/4.01 元)。当前股价对应 19~20 年 P/E 为 12/7x, P/B 为 1.43/1.22x。参考火电行业内可比公司 19 年 P/B 均值为 1.44x, 考虑到公司弹性可观, 蒙华铁路投运有望推动业绩加速向好, 给予公司 19 年 1.65-1.75x 目标 PB, 目标价 5.74-6.09 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)	2.45-4.97
总市值(百万元)	5,508
总资产(百万元)	9,363
每股净资产(元)	3.06

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	6,552	6,559	6,559
+/-%	1.61	20.10	(0.16)	0.10	0.00
归属母公司净利润(百万元)	(121.56)	208.68	461.64	779.00	826.47
+/-%	(130.48)	271.67	121.22	68.75	6.09
EPS(元, 最新摊薄)	(0.11)	0.19	0.42	0.70	0.75
PE(倍)	(45.31)	26.40	11.93	7.07	6.66

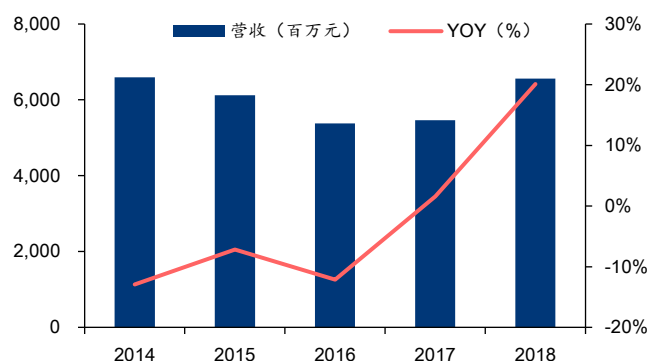
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：盈利预测调整表

	原预测（调整前）		现预测（调整后）		变化幅度（pct）	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速（%）	-1.9%	0.2%	-0.2%	0.1%	1.7pct	-0.1pct
毛利率（%）	12.6%	19.0%	12.1%	18.3%	-0.5pct	-0.7pct
期间费用率（%）	2.9%	2.4%	2.8%	2.3%	-0.1pct	-0.1pct
净利率（%）	6.6%	11.7%	7.0%	11.9%	0.4pct	0.2pct
归母净利润（亿元）	406	726	462	779	14%	7%
EPS（元）	0.37	0.66	0.42	0.70	14%	7%

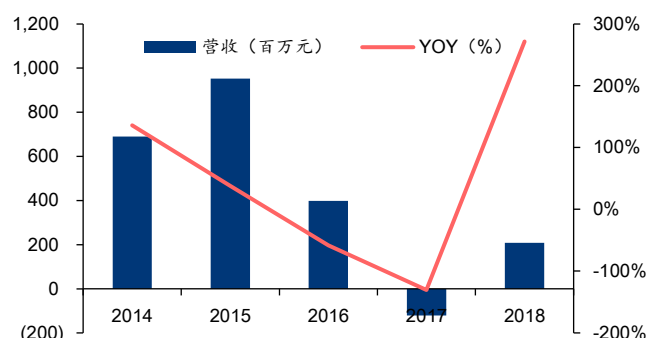
资料来源：华泰证券研究所

图表2：2014-2018 年公司收入及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2014-2018 年公司净利润及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

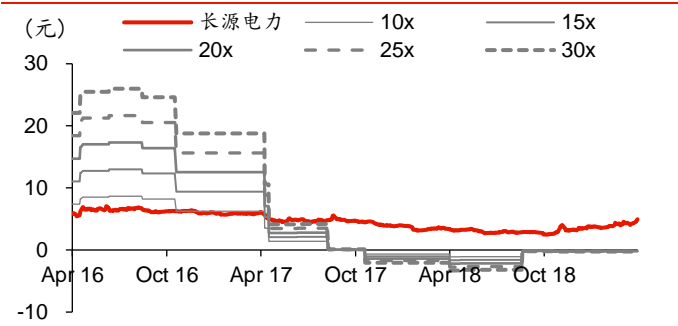
图表4：同行业公司估值比较（2019/3/25）

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(%)	
		2019/4/12	2019/4/12	19E	20E	19E	20E	19E	20E
福能股份	600483.SH	10.16	15,767	11.44	9.66	1.42	1.29	12%	13%
大唐发电	601991.SH	3.53	64,974	19.38	16.39	1.39	1.36	7%	8%
上海电力	600021.SH	9.19	24,052	17.16	15.38	1.44	1.37	8%	9%
江苏国信	002608.SZ	10.16	38,385	12.61	11.71	1.52	1.33	12%	11%
平均值			35,794	15.15	13.28	1.44	1.34	10%	10%
中间值			31,219	14.88	13.54	1.43	1.34	10%	10%
长源电力	000966.SZ	4.97	5,508	11.93	7.07	1.43	1.22	12%	17%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

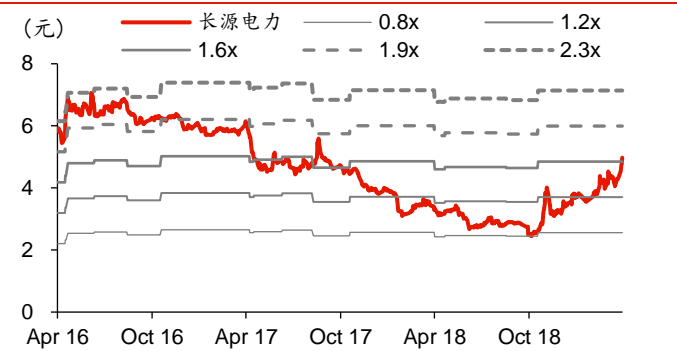
PE/PB - Bands

图表5：长源电力历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：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	1,587	1,674	1,799
现金	170.63	100.31	245.57	360.05	486.55
应收账款	609.83	771.15	769.89	770.70	770.70
其他应收账款	15.88	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	51.60	88.30	86.06	80.12	79.79
存货	242.93	327.33	319.01	296.99	295.76
其他流动资产	73.81	166.41	166.31	166.37	166.37
非流动资产	8,192	7,909	7,747	7,483	7,203
长期投资	130.70	141.43	141.43	141.43	141.43
固定投资	6,639	6,533	6,360	6,109	5,810
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	976.59	957.77	971.05
资产总计	9,357	9,363	9,334	9,157	9,002
流动负债	3,922	3,893	3,799	3,225	2,812
短期借款	2,650	2,248	2,031	1,115	655.87
应付账款	597.63	486.15	473.79	441.09	439.26
其他流动负债	674.80	1,159	1,294	1,669	1,717
非流动负债	2,023	1,905	1,516	1,269	914.38
长期借款	1,992	1,876	1,468	1,220	865.74
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	5,315	4,494	3,727
少数股东权益	168.39	171.99	164.34	145.69	125.89
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	1,794	2,458	3,090
归属母公司股东权益	3,243	3,393	3,854	4,518	5,150
负债和股东权益	9,357	9,363	9,334	9,157	9,002

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	1,284	1,813	1,524
净利润	(121.56)	208.68	461.64	779.00	826.47
折旧摊销	588.43	623.78	643.16	660.46	676.30
财务费用	196.10	221.70	95.44	66.25	36.46
投资损失	(50.81)	(54.03)	(54.03)	(54.03)	(54.03)
营运资金变动	(111.26)	(129.48)	135.24	369.16	47.82
其他经营现金	73.52	34.10	2.90	(8.10)	(9.24)
投资活动现金	(417.17)	(497.50)	(417.90)	(352.80)	(352.80)
资本支出	448.22	499.27	458.63	393.52	393.52
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)	(721.18)	(1,345)	(1,044)
短期借款	586.00	(402.00)	(216.93)	(916.09)	(459.11)
长期借款	262.18	(115.58)	(408.81)	(247.70)	(354.17)
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	(95.44)	(181.66)	(231.21)
现金净增加额	144.32	(70.83)	145.27	114.48	126.49

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,464	6,563	6,552	6,559	6,559
营业成本	5,319	5,909	5,758	5,361	5,339
营业税金及附加	55.06	72.26	74.69	74.77	68.87
营业费用	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	71.23	84.40	84.27	85.92	81.98
财务费用	196.10	221.70	95.44	66.25	36.46
资产减值损失	11.81	23.69	13.10	13.12	13.12
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	582.04	1,014	1,076
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	582.04	1,014	1,076
所得税	(0.71)	82.45	128.05	253.45	268.89
净利润	(121.74)	215.63	453.99	760.34	806.67
少数股东损益	(0.18)	6.95	(7.65)	(18.66)	(19.79)
归属母公司净利润	(121.56)	208.68	461.64	779.00	826.47
EBITDA	606.72	1,118	1,274	1,694	1,742
EPS (元, 基本)	(0.11)	0.19	0.42	0.70	0.75

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	(0.16)	0.10	0.00
营业利润	(123.65)	(331.36)	88.30	74.18	6.09
归属母公司净利润	(130.48)	271.67	121.22	68.75	6.09
获利能力 (%)					
毛利率	2.65	9.96	12.11	18.26	18.60
净利率	(2.22)	3.18	7.05	11.88	12.60
ROE	(3.62)	6.29	12.74	18.61	17.10
ROIC	0.25	5.34	6.79	11.24	12.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.54	61.92	56.94	49.07	41.40
净负债比率 (%)	78.36	77.29	72.54	59.90	50.41
流动比率	0.30	0.37	0.42	0.52	0.64
速动比率	0.24	0.29	0.33	0.43	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.70	0.70	0.71	0.72
应收账款周转率	9.10	9.50	8.50	8.51	8.51
应付账款周转率	9.47	10.90	12.00	11.72	12.13
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.11)	0.19	0.42	0.70	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.82	1.16	1.64	1.37
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.06	3.48	4.08	4.65
估值比率					
PE (倍)	(45.31)	26.40	11.93	7.07	6.66
PB (倍)	1.70	1.62	1.43	1.22	1.07
EV_EBITDA (倍)	16.45	8.53	6.88	4.42	3.76

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，需在允许的范围内使用，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