



长源电力(000966)

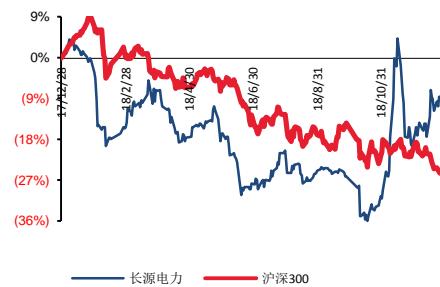
目标价: 5.50

昨收盘: 3.51

公用事业 公用事业 II

长源电力：即将起飞的二线火电龙头，后蒙华时代最受益的电力公司

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,108/1,108
总市值/流通(百万元)	3,890/3,890
12个月最高/最低(元)	4.01/2.45

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

联系人: 李承鹏

电话: 13714820266

执业资格证书编码: S1190118070005

联系人: 蔡小为

电话: 15736089760

执业资格证书编码: S1190117070013

报告摘要

我们给予长源电力目标价 5.50 元/股，给予太平洋证券最高评级：“买入评级”。我们预计未来秦皇岛 5500 大卡动力煤价格中枢会回到 530 元/吨左右，而且回到这个价位的时间可能就是即将到来的 2019 年。我们把这个煤价假设直接引入到长源电力 2019-20 年的盈利预测模型中，测算出公司 2019-20 年 EPS 分别为 0.55/0.55 元。我们给予 2019 年预测 EPS 10 倍 PE 的估值，给予 5.50 元的目标价，按照 2018 年 12 月 27 日收盘 3.51 元，现价空间 57%。同时，我们给予公司太平洋证券最高的评级：“买入评级”。

长期缺乏关注的公司，未来反而可能是湘鄂赣地区煤炭成本降幅最大的火电企业。湘鄂赣地区长期以来承受了几乎中国最高的煤炭外调成本。2016 年开始的煤炭供给侧改革，加速了我国煤炭产区结构的调整。湘鄂赣地区一方面自产量迅速下滑，另一方面煤炭外调又很难得到特殊的运输便利，使得成本高企。然而计划于 2019 年年底投运的蒙华铁路，将使运输的问题釜底抽薪。长源电力的电厂分布在蒙华铁路的中游，长期而言或将成为最受益蒙华铁路、成本降幅最大的火电公司。

短期而言，2019 年春节大概率成为动力煤价格预期的分水岭。我们判断，2019 年春节之后，也就是供给侧改革第四年的春节之后，同时也是继经历 2016 年“去产能”和 2017-18 年“保供应”之后，煤炭市场又将重新回到需要“稳煤价”的状态。在“保供应”的状态，投资者会往上看煤价，而在“稳煤价”的状态，大家反而可能往下看煤价。

由于资产减值损失，2015 年 9.52 亿元的归母净利低估了公司的业绩高点。同时考虑公司 2015 年的资产减值损失和营业外收入，我们还原测算公司 2015 年常态化的归母净利大约为 10.99 亿元，常态化的经营净现金流大约为 19.58 亿元。公司自 2015 年以来，装机几乎维持不变，在装机层面 2019 年与 2015 年有可比性。其次，公司近年来负债一直在下降，财务费用已经大幅下降。公司目前 39 亿元的市值仅相当于两年的 2015 年的经营净现金流。

假设秦港 5500 大卡动力煤降到 530 元/吨的水平，公司目前市盈率仅 6.4 倍，市值仅相当于 3 年的经营净现金流。按照我们 2019 年秦港 5500 大卡 530 元/吨均价水平的预测，公司 2019 年净利润

将达 6.07 亿元左右，按照 2018 年 12 月 27 日收盘公司 39 亿元的市值，公司市盈率只有 6.4 倍。同时 39 亿元市值，仅仅是公司 2019 年预测经营净现金流约 13 亿元的 3 倍。我们给予公司 5.50 元股价对应的市值为 61 亿元，这个市值隐含的 2019 年预测 PE 为 10 倍。

风险因素：电价风险；天气因素或造成水电/火电利用小时数波动；生物质能补贴风险（装机占比 0.3%）。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5464	6320	6074	6188
(+/-%)	1.6%	15.7%	-3.9%	1.9%
净利润(百万元)	-122	182	607	607
(+/-%)	-130.5%	-	234.0%	0.1%
摊薄每股收益(元)	-0.11	0.16	0.55	0.55
市盈率(PE)	-35.19	21.42	6.41	6.41

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 39亿元市值的二线火电公司，我们换算2015年公司扣非净利10.99亿元、换算常态经营净现金流19.58亿元	5
(一) 火电主业：2018年电力业务营收占比约90%，火电装机占比97.2%.....	5
(二) 公司上个业绩高点是2015年，我们换算2015年公司扣非净利10.99亿元、换算经营净现金流19.58亿元6	
(三) 除煤价外，2015年和2018年基本可比：公司装机略增，总发电量基本持平，电价较2015年略低7	
二、 中期看，长源电力或成为最受益于蒙华铁路的火电公司	10
(一) 位于湖北的长源电力几乎承受了中国最高的煤炭入炉价格.....	10
(二) 公司装机分布在蒙华铁路中游，陕北至荆州直线仅约1000公里.....	11
(三) 蒙华铁路上游的陕北/蒙西最近新增的几为开采成本低的大矿	12
三、 短期看，2019年春节大概率成为动力煤预期分水岭	14
四、 在未来秦港5500大卡动力煤约530元/吨价格水平的假设下，我们预计长源电力2018-20年EPS分别为0.16/0.55/0.55元，给10倍PE即目标价5.50元，买入评级	15
(一) 在秦港煤价530元/吨的假设下，我们预计2018-20年EPS分别为0.16/0.55/0.55元，届时经营净现金流约为13亿元/年，折合每股1.2元.....	15
(二) 我们根据2019年的EPS，给予10倍PE估值，目标价5.50元，给予太平洋证券最高的“买入评级” 16	
五、 风险因素	17
(一) 电价风险	18
(二) 天气因素对利用小时数的影响	18
(三) 生物质能补贴风险（装机占比0.3%）	18

图表目录

图表 1: 到 2018 年上半年, 公司火电总装机容量约为 359 万千瓦.....	5
图表 2: 目前火电装机容量占总装机容量比例为 97.2%.....	6
图表 3: 2018 年上半年电力业务收入占公司营业收入比例为 89.2%.....	6
图表 4: 调整后 2015 年公司的常态化扣非归母净利润为 10.99 亿元.....	6
图表 5: 调整后 2015 年经营产生的现金流净额为 19.58 亿元.....	7
图表 6: 近 5 年公司可控总装机容量保持稳定.....	7
图表 7: 2015-17 年公司发电量基本保持稳定	8
图表 8: 根据 2017 年公司调整后的企业上网电价, 2018 年公司上网电价略低于 2015 年上网电价	8
图表 9: 2018H1 电力、热力业务毛利分别为 1.96/-0.39 亿元.....	9
图表 10: 2018H1 电力、热力业务毛利占总毛利润分别为 86.7%/-17.3%	9
图表 11: 2018 年 11 月湖北省电煤价格指数为 647 元/吨, 全国排第四	10
图表 12: 2011-17 年公司入炉标煤价格在 482.38-946.46 元/吨之间	10
图表 13: 公司火电站分布在蒙华铁路中游	11
图表 14: 公司火电厂位置至陕北地区的直线距离约 1000 公里.....	12
图表 15: 蒙华铁路主要接鄂尔多斯/榆林矿区, 最近投产和在建的产能约 1.84 亿吨.....	12
图表 16: 2018 年 1-6 月陕西铁路发运量仅 41%, 晋陕蒙三省最低.....	13
图表 17: 靖神铁路连接蒙华和包西, 是蒙华在陕北的重要支线.....	13
图表 18: 2018 年 2 月底 3 月初春节前后, 六大电厂煤炭库存突然大幅提高(万吨)	14
图表 19: 2018.3-4 月北方 4 港煤炭库存继下游库存春节累积后亦逐渐累积 (万吨)	15
图表 20: 我们认为公司减值计提比较充分, 所以并没有预估未来减值.....	15
图表 21: 根据 WIND 一致性预期及 12 月 27 日收盘价, 国电电力、湖北能源及长江电力三家供电公司 2018-20 年平均 PE 分别为 13.73/12.18/11.14 倍	17
图表 22: 根据 WIND 一致性预期及 12 月 27 日收盘价, 华能国际及华电国际两家公司 2018-20 年平均 PE 分别为 30.52/17.85/13.09 倍	17
图表 23: 预计长源电力 2018-20 年 EPS 分别为 0.16/ 0.55/ 0.55, 对于 12 月 27 日收盘价, 2018-20 年 PE 分别为 21.94/ 6.38/ 6.38 倍	17
图表 24: 2013 年公司发电量 179.5 亿千瓦时为近 5 年高点	18
图表 25: 2013 年公司火电机组平均利用小时数 4740 小时, 为近 5 年高点	18

一、 39亿元市值的二线火电公司，我们换算2015年公司扣非净利润10.99亿元、换算常态经营净现金流19.58亿元

(一) 火电主业：2018年电力业务营收占比约90%，火电装机占比97.2%

长源电力主要经营湖北地区电力、热力的生产和销售，公司生产的电力目前全部输入湖北电网，热力主要供给当地企事业单位。截止2018年上半年，公司可控总装机容量为369.43万千瓦，其中火电装机359万千瓦，风电装机9.35万千瓦，生物质装机1.08万千瓦，公司可控总装机容量占湖北全省发电装机容量7198万千瓦(含三峡2240万千瓦)的5.13%；公司火电装机占湖北全省火电装机容量2781.9万千瓦的比重为12.9%。

公司火电相关业务子公司包括荆门公司、荆州公司、汉川一发、长源一发，装机总容量分别为128/66/132/33万千瓦，燃气及风电业务子公司分别为生物质气化公司与广水风电，装机容量分别为1.08/9.35万千瓦。

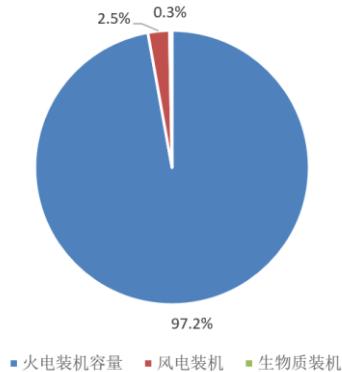
图表1：到2018年上半年，公司火电总装机容量约为359万千瓦

子公司名称	装机容量(万千瓦)	持股比例	业务类型
荆门公司	2*64 (128)	95.05%	火电
荆州公司	2*33 (66)	100%	火电
汉川一发	4*33 (132)	100%	火电
长源一发	33	69.15%	火电
火电小计	359		
生物质气化公司	1.08	96%	燃气
广水风电	9.35	100%	风电
合计	369.43		

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

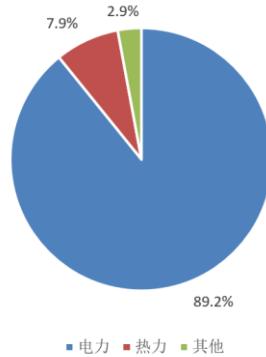
收入方面，公司电力业务收入占总营业收入比例基本保持在90%左右，2018年上半年公司营业收入289,049.52万元，其中电力业务收入257,740.24万元，占比为89.17%，热力业务收入，22,946.79万元占比为7.94%，2018年上半年并未开展煤炭业务。毛利方面，火电业务毛利润为19,637.6万元，热力业务处于亏损状态，毛利润为-3,890万元。

图表 2: 目前火电装机容量占总装机容量比例为 97.2%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 3：2018年上半年电力业务收入占公司营业收入比例为 89.2%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 公司上个业绩高点是 2015 年，我们换算 2015 年公司扣非净利 10.99 亿元、换算经营净现金流 19.58 亿元

2015 年公司净利润为 9.52 亿元，归母净利润为 6.9 亿元，但由于受子公司安兴煤业、兴化煤业的资产减值准备及政府补助等非经常性因素影响，我们认为当期净利润及经营性现金流并不能准确反映公司的常态化盈利能力及现金留存能力，所以我们通过计算公司非经常性损益及营业外收支来还原公司常态化业务的盈利能力。通过换算，2015 年公司扣非归母净利润为 10.99 亿元，经营产生的净现金流为 19.58 亿元。

图表 4：调整后 2015 年公司的常态化扣非归母净利润为 10.99 亿元

	金额（万元）
2015 年归母净利润	95,223.88
2015 年净利润	95,252.26
加：资产减值损失	40,724.18
减：资产减值损失所得税费用影响	10,181.05
政府补助	15,815.15
调整后常态化净利润	109,980.24
调整后常态化归母净利润	109,947.47

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

按照 2018 年 12 月 27 日的收盘价，公司市值 39 亿元，仅相当于不到两年的 2015 年的经营净现金流。由于电价和煤价的原因，我们认为公司的业绩很难回到 2015 年。但是由于公司装机从

2015年到现在基本维持稳定，实际上有一定的参照意义。

按照还原以后的净利润水平和经营净现金流水平，公司是火电公司里面目前市值和2015年净利润/经营净现金流比值最吸引人的公司。

图表5：调整后2015年经营产生的现金流净额为19.58亿元

	金额(万元)
2015年净利润	95,252.26
加：资产减值损失	40,724.18
减：减值损失涉及的所得税	10,181.05
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	59,058.36
无形资产摊销	304.70
财务费用	31,622.48
营业外支出	108.71
减：投资损失	4,986.09
营业外收入	16,068.20

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 除煤价外，2015年和2018年基本可比：公司装机略增，总发电量基本持平，电价较2015年略低

2015年到2018年，公司火电装机保持稳定，新能源装机略增，公司总装机自2015年365万千瓦微增至2018年上半年的369万千瓦。

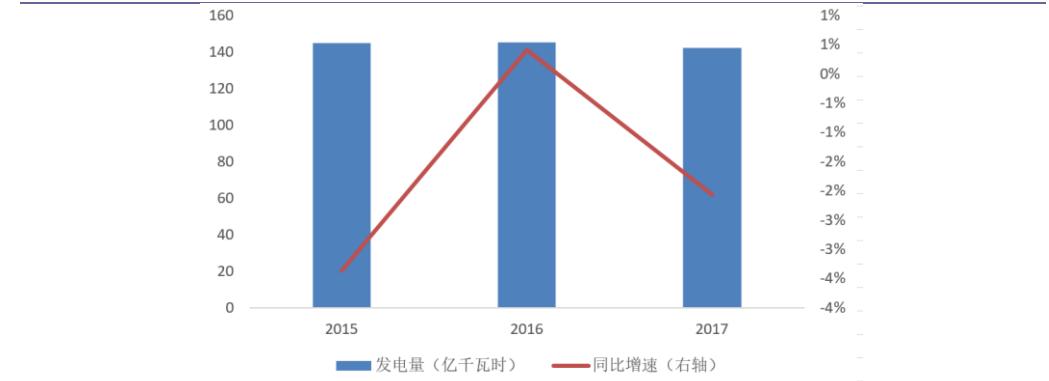
公司2013-18年近5年的总装机容量基本保持稳定，其中火电总装机容量自15年起，保持在359万千瓦的装机水平。2015年公司开始开展新能源业务：公司全资子公司广水风电所属中华风电项目25台风机全部建成发电，另外2015年起公司控股子公司生物质公司开始开展生物质气化-再燃发电项目的推广、应用的前期工作，到2018年上半年公司风电和生物质装机容量分别为9.35/1.08万千瓦。

图表6：近5年公司可控总装机容量保持稳定

单位：万千瓦	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
可控总装机容量	345	360.08	365.03	365.03	365.03	369.43
火电装机容量	345	359	359	359	359	359
风电装机	0	0	4.95	4.95	4.95	9.35
生物质装机	0	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 7：2015-17 年公司发电量基本保持稳定



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

此外，跟 2015 年比，连续经历调整之后，公司目前电价略低。

图表 8：根据 2017 年公司调整后的企业上网电价，2018 年公司上网电价略低于 2015 年上网电价

单位：元/千千瓦时（含税）	2013	2014	2015	2016	2017	2018
电厂名称	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
标杆上网电价	479	458.2	458.2	447.2	447.2	441.6
荆门公司	478	458.2	458.2	457.2	447.2	441.6
荆州公司	478	458.2	458.2	457.2	447.2	439.6
汉新发电（汉川一发 3、4 号机组）	524.46	514.66	504.66	503.66	493.66	488.06
长源一发 12 号机组	515.36	495.56	495.56	494.56	484.56	478.96
长源一发 11 号机组	515.36	495.56	495.56	494.56	484.56	466.96
汉川一发（1、2 号机组）	478	458.2	458.2	457.2	447.2	441.6
荆门热电厂	449	429.2	429.2	418.2	418.2	400.6

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

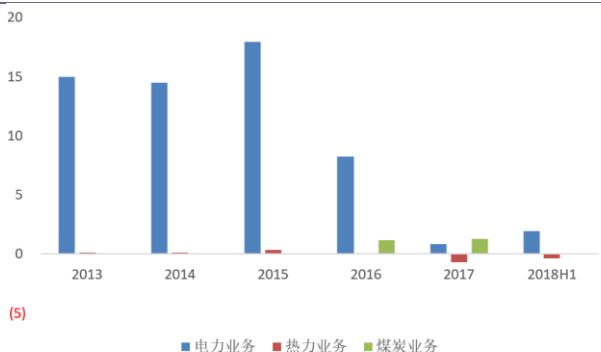
注 1：汉新发电 2015 年被汉川一发吸收合并

注 2：长源 11 号 22W 千瓦机组与荆门热电厂两个 22W 千瓦机组于 2013 年关停，保留发电量至 2016 年

除电力业务外，公司还经营热力及煤炭业务，2017 年电力/热力/煤炭/其他业务毛利润分别为 0.85/-0.69/-0.02/1.31 亿元。2018 年上半年公司毛利润共 2.26 亿元，其中电力业务毛利润 1.96 亿元，热力业务毛利润-0.39 亿元，煤炭业务未开展。

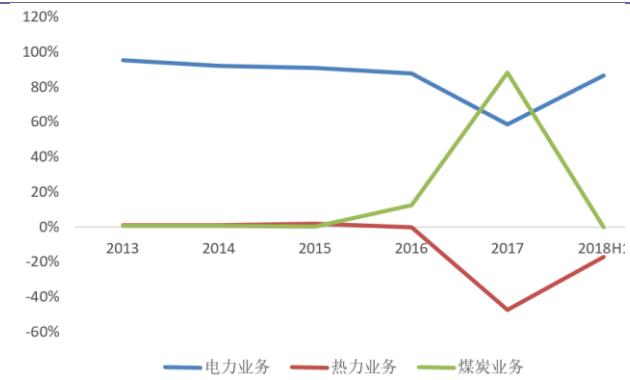
考虑煤炭业务在 2015 年的贡献是微小的，所以在这个因素上，2015 年和 2018 年也基本可比。

图表 9：2018H1 电力、热力业务毛利分别为 1.96/-0.39 亿元



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 10：2018H1 电力、热力业务毛利占总毛利润分别为 86.7%/-17.3%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

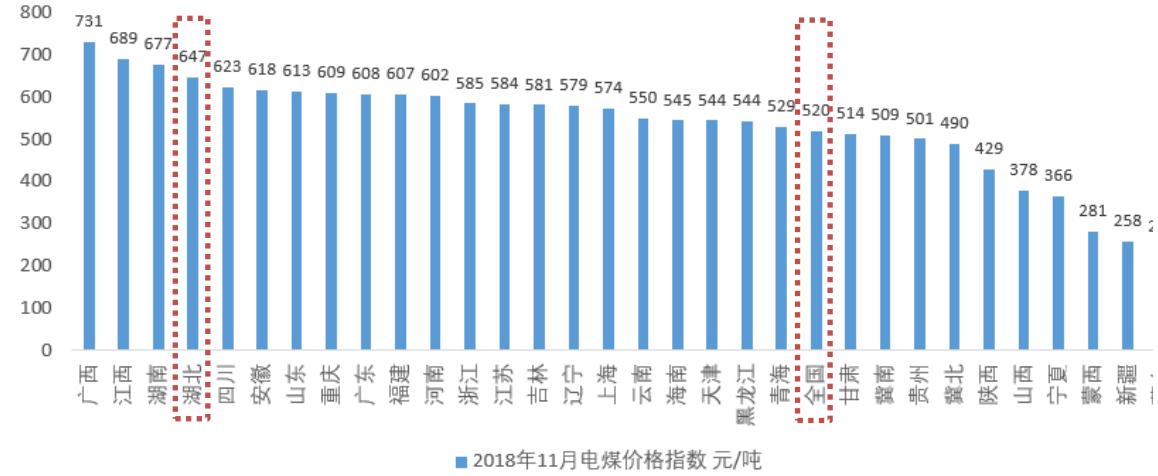
二、中期看，长源电力或成为最受益于蒙华铁路的火电公司

(一) 位于湖北的长源电力几乎承受了中国最高的煤炭入炉价格

湖北省电煤价格处于全国较高水平，根据2018年11月国家发改委公布的全国电煤价格指数，湖北省647元/吨的价格处于全国第四位，仅次于广西、江西与湖南。

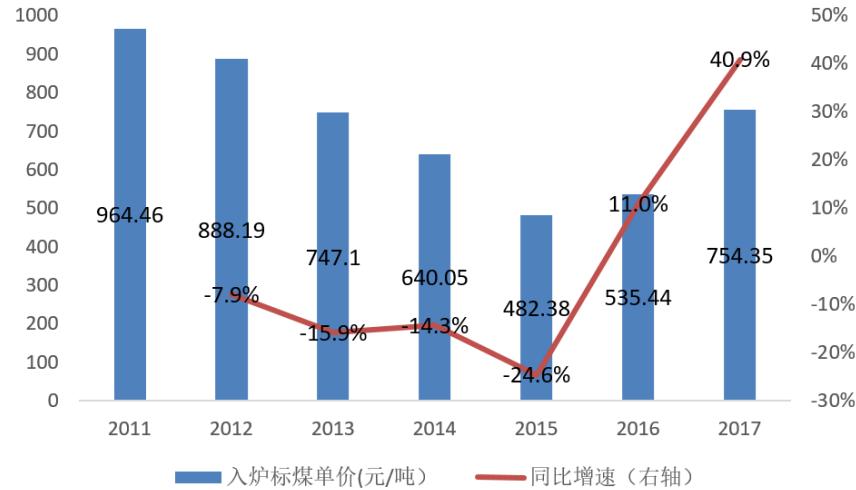
公司2011-17年公司入炉标煤价格在482.38-946.46元/吨之间，近7年平均价格约为716元/吨。

图表11：2018年11月湖北省电煤价格指数为647元/吨，全国排第四



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表12：2011-17年公司入炉标煤价格在482.38-946.46元/吨之间



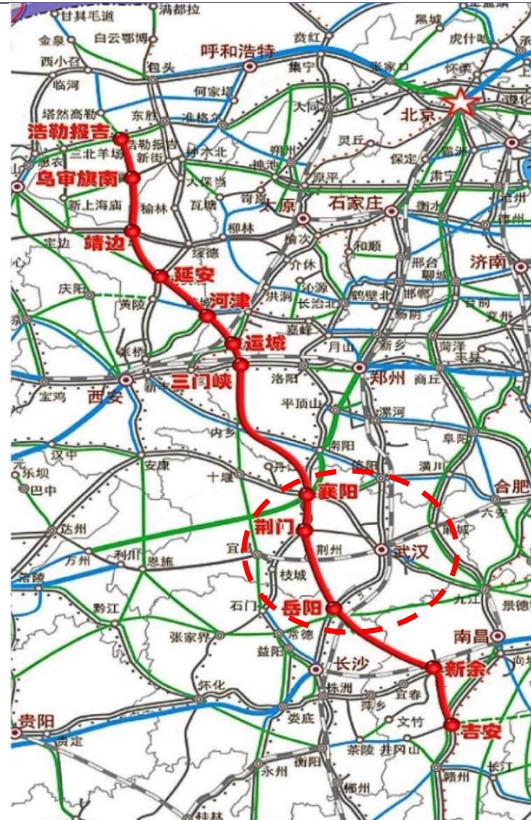
资料来源：公司公告，评级报告，太平洋研究院整理

(二) 公司装机分布在蒙华铁路中游，陕北至荆州直线仅约 1000 公里

公司的四个火电厂荆门公司、荆州公司、长源一发及汉川一发分别位于湖北省的荆门市、荆州市、武汉市青山区及武汉市武昌区。而即将于 2019 年底开通的蒙华铁路途经荆门及荆州市，公司四个火电厂分布于蒙华铁路的中游。

荆州市至西安市靖安县直线距离为 1028 公里，蒙华铁路开通后，公司四个火电厂与陕西地区的铁路运输距离仅约 1000 公里。

图表 13：公司火电站分布在蒙华铁路中游



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

图表 14：公司火电厂位置至陕北地区的直线距离约 1000 公里

	浩勒报吉	靖边	延安	运城	三门峡	襄阳	荆州	岳阳	新余	吉安
浩勒报吉	—	232	336	607	658	1057	1260	1428	1805	1837
靖边	232	—	104	375	426	825	1028	1196	1573	1605
延安	336	104	—	271	322	721	924	1092	1469	1501
运城	607	375	271	—	51	450	653	821	1198	1230
三门峡	658	426	322	51	—	399	602	770	1147	1179
襄阳	1057	825	721	450	399	—	203	371	748	780
荆州	1260	1028	924	653	602	203	—	168	545	577
岳阳	1428	1196	1092	821	770	371	168	—	377	409
新余	1805	1573	1469	1198	1147	748	545	377	—	32
吉安	1837	1605	1501	1230	1179	780	577	409	32	—

资料来源：中国铁路地图，太平洋研究院整理

(三) 蒙华铁路上游的陕北/蒙西最近新增的几为开采成本低的大矿

从蒙华铁路的上游煤源来看，主要对接蒙西、陕北及晋西南。根据国家能源局对2018年6月的产能公告，位于鄂尔多斯和榆林的建设煤矿中，300万吨以上设计规模的新增产能共有1.84亿吨，其中已进入联合试运转（类似于正式生产前的试运行）的1.51亿吨，尚在建的0.33亿吨。

这些300万吨以上的大规模煤矿多为资源禀赋较好、生产成本较低的先进煤矿，由于运输的紧张，其低成本的优势较难发挥。在较为经济的大秦线、朔黄线之外，部分需要通过成本较高的蒙冀线等运输。

目前，对于湘鄂赣地区的火电公司而言，“三西”地区高开采成本的煤和低开采成本的煤并无区别。拉到北方港口之后一视同仁。

但是，蒙华铁路开通后，这些低成本的煤矿就匹配了新的运输通道外运，届时低成本煤矿的优势或许能充分地发挥出来，大幅降低下游火电公司的成本。

图表15：蒙华铁路主要接鄂尔多斯/榆林矿区，最近投产和在建的产能约1.84亿吨

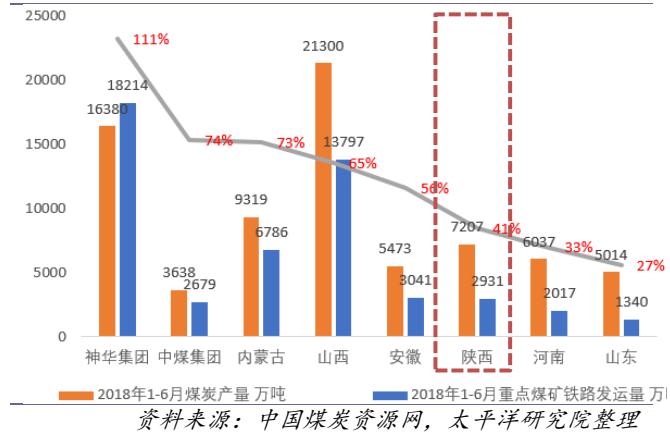
300 万吨以上 建设产能	新增产能 万吨/年	其中：进入联合试运转 万吨/年	其中：尚未进入联合试运转 万吨/年
鄂尔多斯	13400	11700	1700
榆林	5000	3400	1600
合计	18400	15100	3300

资料来源：国家能源局，太平洋研究院整理

从配套进度和经济程度考虑，我们认为榆林矿区的煤矿通过蒙华运输较鄂尔多斯的运距更短，可能最先体现出经济性。同时，该地区确实缺乏铁路外运途径，2018年1-6月陕西铁路发运量仅41%，

晋陕蒙三省最低，陕煤化集团亦积极在建支线靖神铁路与蒙华铁路配套，未来陕北榆林地区的煤矿通过蒙华铁路外运具有较高的确定性。

图表16：2018年1-6月陕西铁路发运量仅41%，晋陕蒙三省最低



图表17：靖神铁路连接蒙华和包西，是蒙华在陕北的重要支线



三、短期看，2019年春节大概率成为动力煤预期分水岭

煤炭是供给侧改革的第一个品种，从2016年到2019年，马上就要到第四个年头了。

四年间，我们经历了从“去产能”到“保供应”。不但保煤炭供给，也为电厂保运输供给。

2017年春节是供给侧改革之后第一个春节，经历的是“高煤价能持续多长时间”的疑惑。

在2017年全年煤炭维持高煤价之后，市场意识到了，不但供给紧张了，连需求都繁荣了。因为在上游供给侧改革的同时，下游去库存也客观上造成了用电量的超预期增长，这种需求的超预期一直持续到2018年上半年。

而且，不但煤炭的供给紧张了，连煤炭的运输也紧张了。除了公路限超以及港口禁汽之外，还有一个煤炭供给侧改革的副产品：煤炭产区结构加速了调整，更快地往“三西”地区集中。

所以，“保供应”成为了2017年底天气变冷之前最重要的考虑。

2018年的春节，供给侧改革之后的第二个春节，下游需求的淡季，但却成为了运输的旺季，大秦铁路2018年2月日均运量达到了127万吨，一把把动力煤2018年全年中下游高库存的基调定下来了。

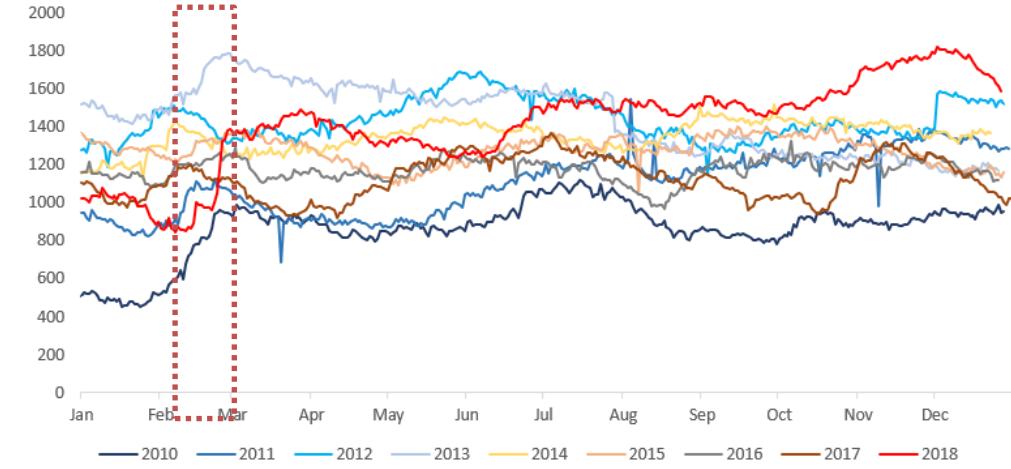
2019年的春节，在中下游高库存的情况下，市场将迎来过去较长时间用电量超预期增速的回落，以及煤炭需求正常的季节性回落，以及新一年进口煤的竞争。

大概率2019年春节将是煤炭预期的拐点，过完中国农历新年，“保供应”可能会重新转向“稳煤价”。

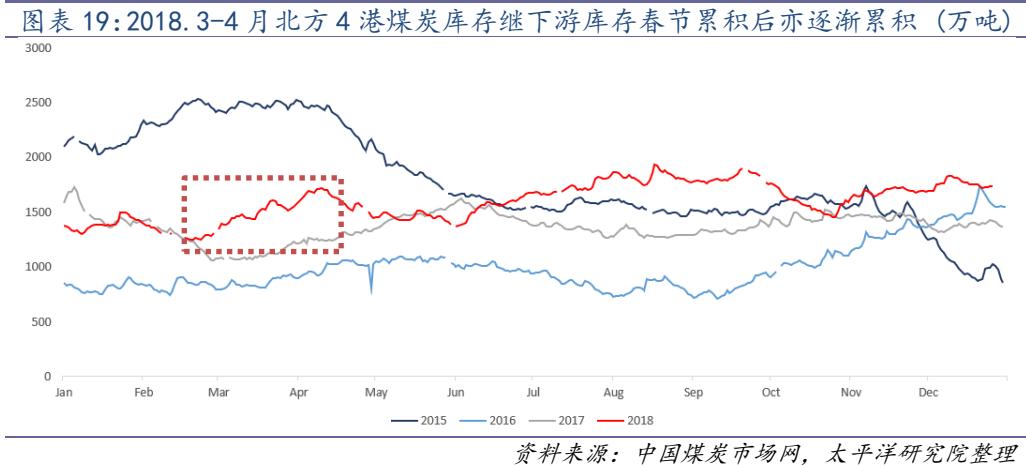
在“保供应”时代，投资者往上预测煤价。

不管煤价真实的走势，在“稳煤价”时代，投资者往往会往下预测煤价。

图表 18: 2018年2月底3月初春节前后，六大电厂煤炭库存突然大幅提高(万吨)



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理



四、在未來秦港5500大卡动力煤约530元/吨价格水平的假设下，我们预计长源电力2018-20年EPS分别为0.16/0.55/0.55元，给10倍PE即目标价5.50元，买入评级

(一) 在秦港煤价530元/吨的假设下，我们预计2018-20年EPS分别为0.16/0.55/0.55元，届时经营净现金流约为13亿元/年，折合每股1.2元

财务假设一：我们假设公司2019-20年煤炭成本对标秦港煤价530元/吨的水平

财务假设二：我们预期2018年约有1700万左右的减值

受河南省煤炭资源整合政策影响，东升煤业、兴华煤矿、安兴煤矿处于停工停产的状态，近年来公司对涉及的主要资产计提了减值准备。截至2018年6月30日，与河南东升、兴华煤矿、安兴煤矿相关的其他资产约合计1800万元未计提减值，其中与兴华煤矿、安兴煤矿相关的资产约1700万元。根据公司2018-054、2018-055号公告，公司拟对安兴煤业、兴华煤业进行破产清算，出于谨慎考虑，我们假设与兴华煤矿、安兴煤矿相关的资产全额计提减值。

截至2018年6月30日，公司1年以内应收账款64166万元占比99.90%；1年以内其他应收账款2183万元，占比19.46%，一年以上其他应收款9036万元，其中已计提坏账8267万元。

图表 20：我们认为公司减值计提比较充分，所以并没有预估未来减值

资产名称	原值(万元)	减值准备(万元)	账面价值(万元)
其他应收款:			
郑煤集团裴沟一一井	2,985.38	2,985.38	-
郑州煤炭工业(集团)腾升煤矿有限责任公司	2,521.08	2,521.08	-
河南东升煤业有限公司	1,230.00	1,139.60	90.40
登封市白坪乡缸沟二煤矿	831.02	831.02	-
新郑集运站	731.84	731.84	-
可供出售金融资产:			
武汉高新热电股份有限公司	1,500.00	1,500.00	-
长期股权投资:			
河南东升煤业有限公司	8,490.83	8,490.83	-
在建工程:			
兴华煤矿	8,987.73	8,987.73	-
安兴煤矿	7,858.86	7,601.04	257.82
荆门热电厂四期扩建项目	651.95	651.95	-
荆门热电厂四期扩建项目	5,000.38	292.31	4,708.07
无形资产:			
兴华矿采矿权	8,099.97	7,616.51	483.46
安兴矿采矿权	17,383.62	16,623.05	760.58
商誉:			
禹州市安兴煤业有限公司	4,393.28	4,393.28	-
禹州市兴华煤业有限公司	1,396.70	1,396.70	-
合计:	72,062.65	65,762.32	6,300.33

注：截至 2018 年 6 月 30 日，除上述资产外，公司尚有固定资产跌价准备余额 1903 万元，软件类无形资产跌价准备 138 万元。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

财务假设三：我们假设了 2019-20 年火电机组分别为约 4180/ 4180 小时的产能利用率

综上假设，特别是煤炭价格水平参照秦港 5500 大卡 530 元/吨的水平，对标公司折算 5500 大卡动力煤含税价约 550 元/吨的假设，我们预测公司 2018-20 年净利润分别为 1.82/ 6.07/ 6.07 亿元，对应 EPS 0.16/ 0.55/ 0.55 元。

(二) 我们根据 2019 年的 EPS，给予 10 倍 PE 估值，目标价 5.50 元，给

予太平洋证券最高的“买入评级”

参照下面的图表，市场给了国电电力、湖北能源及长江电力 2019 年大约 12 倍左右的平均 PE 估值，给了华能国际及华电国际两家火电龙头公司 2019 年大约 17 倍左右的平均 PE 估值。

而按照我们对长源电力 2019-20 年 0.55 元 EPS 的预测，长源电力 2019 年的 PE 估值才 6.4 倍。我们简单按照 2019 年 10 倍 PE 的估值水平，给予长源电力 5.5 元的目标价，对标 2018 年 12 月 27 日 3.51 元收盘价，空间 57%。

图表 21：根据 Wind 一致性预期及 12 月 27 日收盘价，国电电力、湖北能源及长江电力三家供电公司 2018-20 年平均 PE 分别为 13.73/12.18/11.14 倍

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600795.SH	国电电力	2.48	0.17	0.21	0.24	14.59	11.81	10.33
000883.SZ	湖北能源	3.60	0.31	0.37	0.43	11.61	9.73	8.37
600900.SH	长江电力	15.30	1.02	1.02	1.04	15.00	15.00	14.71
平均值						13.73	12.18	11.14

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：根据 Wind 一致性预期及 12 月 27 日收盘价，华能国际及华电国际两家公司 2018-20 年平均 PE 分别为 30.52/17.85/13.09 倍

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600011.SH	华能国际	7.30	0.19	0.35	0.51	38.42	20.86	14.31
600027.SH	华电国际	4.75	0.21	0.32	0.40	22.62	14.84	11.88
平均值						30.52	17.85	13.09

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 23：预计长源电力 2018-20 年 EPS 分别为 0.16/ 0.55/ 0.55, 对于 12 月 27 日收盘价，2018-20 年 PE 分别为 21.94/ 6.38/ 6.38 倍

证券代码	公司	股价(元)	EPS (元/股)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000966.SZ	长源电力	3.51	0.16	0.55	0.55	21.94	6.38	6.38

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

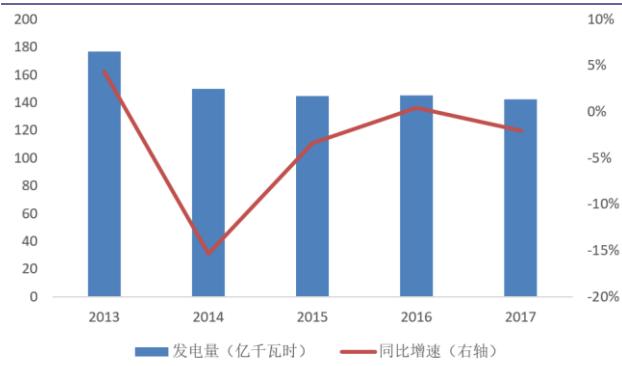
五、 风险因素

(一) 电价风险

(二) 天气因素对利用小时数的影响

公司利用小时数主要受省内火电需求的影响，而省内火电需求受水电发电量及天气情况影响较大。如 2013 年公司的发电量及火电机组利用小时数均为近 5 年的高点，主要是由于 2013 年长江干流等主要流域来水偏枯，主力水电厂均不同程度减发，火电增发保供作用明显，火力发电量大幅增长。未来公司火电发电量及火电机组利用小时数可能受到天气因素影响。

图表 24: 2013 年公司发电量 179.5 亿千瓦时为近 5 年高点



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 25: 2013 年公司火电机组平均利用小时数 4740 小时，为近 5 年高点



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 生物质能补贴风险（装机占比 0.3%）

根据公司 2018 年 6 月 22 日《关于所属子公司国家可再生能源电价附加资金补助有关事宜的自愿性信息披露公告》，第七批可再生能源电价附加资金补助目录中，暂停对第五批目录中“国电长源荆门掇刀秸秆、稻壳气化工业示范 10.8MW 生物质发电工程”进行补贴拨付，由地方制定出台相关政策措施，解决补贴资金问题。补贴暂停拨付后，生物质公司示范项目将不再执行 750 元/千瓦时的电价，如以湖北省火电标杆电价为测算基准，按照上半年已发电量补贴电费不变，湖北省 2018 年未出台新能源电价补贴政策，项目下半年售电量 2,800 万千瓦时的条件进行初步测算，预计将减少公司合并口径归属于母公司净利润 670 万元左右。该项目未来生物质地方补贴政策和标准存在不确定性。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	26	171	628	1026	2038	营业收入	5378	5464	6320	6074	6188
应收和预付款项	632	661	807	762	777	营业成本	4437	5319	5710	4821	4947
存货	175	243	313	264	271	营业税金及附加	66	55	63	61	62
其他流动资产	122	90	109	106	107	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	956	1165	1857	2157	3193	管理费用	72	71	71	71	71
长期股权投资	149	131	131	131	131	财务费用	187	196	220	208	194
投资性房地产	164	127	127	127	127	资产减值损失	91	12	17	0	0
固定资产	6972	6639	6362	6060	5731	投资收益	41	51	50	50	50
在建工程	85	372	372	372	372	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	190	257	235	230	225	营业利润	565	-134	288	963	964
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	9	11	0	0	0
其他非流动资产	8229	8192	7884	7577	7244	利润总额	574	-122	288	963	964
资产总计	9185	9357	9741	9734	10437	所得税	177	-1	86	289	289
短期借款	2064	2650	2650	2650	2650	净利润	397	-122	202	674	675
应付和预收款项	563	641	666	570	584	少数股东损益	-2	0	20	67	67
长期借款	1730	1992	2092	1592	1592	归母股东净利润	399	-122	182	607	607
其他负债	1181	662	720	634	648						
负债合计	5538	5945	6128	5446	5474						
股本	1108	1108	1108	1108	1108						
资本公积	959	952	952	952	952						
留存收益	1400	1179	1361	1967	2575						
归母公司股东权益	3477	3243	3425	4032	4639						
少数股东权益	170	168	189	256	323						
股东权益合计	3647	3412	3614	4288	4963						
负债和股东权益	9185	9357	9741	9734	10437						
现金流量表(百万)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营性现金流	761	574	825	1359	1461	预测指标					
投资性现金流	-412	-417	-241	-250	-250	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
融资性现金流	-413	-13	-126	-711	-199	毛利率	17.49%	2.65%	9.66%	20.63%	20.05%
现金增加额	-64	144	457	397	1012	销售净利率	7.42%	-2.22%	2.87%	9.99%	9.81%
						销售收入增长率	-12.15%	1.61%	15.66%	-3.89%	1.87%
						EBIT 增长率	-53.10%	-90.33%	590.83%	130.18%	-1.15%
						净利润增长率	-58.12%	-130.48%	-249.43%	233.99%	0.11%
						ROE	11.47%	-3.75%	5.30%	15.05%	13.09%
						ROA	4.34%	-1.30%	1.86%	6.23%	5.82%
						ROIC	7.93%	1.04%	5.15%	12.25%	12.76%
						EPS(X)	0.36	-0.11	0.16	0.55	0.55
						PE(X)	16.79	-35.19	21.42	6.41	6.41
						PB(X)	1.93	1.32	1.14	0.96	0.84
						PS(X)	1.24	0.78	0.62	0.64	0.63
						EV/EBITDA(X)	7.73	13.24	7.35	4.00	3.41

资料来源: WIND, 太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。