



长源电力(000966)

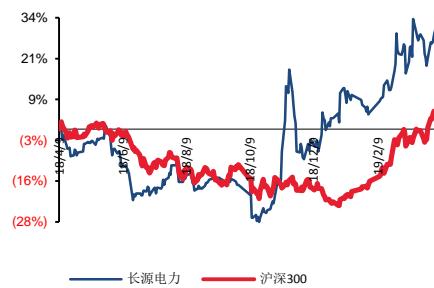
目标价：5.5

昨收盘：4.54

公用事业 公用事业II

Q1 发电量大超预期，煤价+蒙华预期将持续发酵，重申买入评级

■ 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)	5,032/5,032
12个月最高/最低(元)	4.54/2.45

相关研究报告：

长源电力(000966)《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》
--2018/12/27

2019年Q1公司发电量大超预期，创6年多来单季最高：2019Q1，公司发电量54.57亿千瓦时，同比+23.1%；上网电量51.51亿千瓦时，同比+23.26%。单季电量为2013年公司开始披露季度数据以来最高值。湖北省内来水偏枯，一季度火电增速大超预期。2019年1-2月，湖北省发电量同比+5.2%，其中火电同比+15.9%，水电同比-6.4%。长江干流今年来水偏丰，因此水电的下降主要由于湖北省内汉江、清江流域来水偏枯。长江干流的三峡、葛洲坝电站电量多外送东南沿海，湖北省用电量约1/4来源于省内其他流域的水电发电量，一季度大幅偏枯的省内来水和冬季旺盛的采暖需求，保证了大超预期的火电增速。

对火电股来说，短期事件扰动导致当前市场对煤价下行的预期或不足，该预期差恰构成配置良机。1.12神木矿难致使陕西省1-3月产量下降24.12%，3月以来产量已逐步恢复，单月同比仅下降7.07%，4月产量将继续恢复。伴随陕蒙地区新建产能的释放，未来煤炭供给边际上趋于宽松。当前较高的库存、3月超预期复产后趋降的淡季需求、被限制的澳煤进口环比影响减弱，使得动力煤价较难维持当前的高位。蒙华铁路解除煤炭运力瓶颈，有利于降低湖北电煤采购成本。南北向的煤炭专运通道蒙华铁路将打开陕北动力煤的铁路外运空间，加剧煤炭供给和运输供给的竞争。湖北省是该铁路沿线距离煤源地最近的省份，或成为电煤采购成本下降幅度最大的区域，火电企业将持续受益，长源电力是湖北省内最纯的火电标的。

预计公司一季报业绩超预期，重申太平洋证券最高的买入评级。预计公司2019年Q1业绩在1.3亿左右，同比增长约150%，2018-20年预计EPS分别为0.18/0.35/0.50元/股（原预测为0.16/0.55/0.55，下调2019年盈利预测主要由于今年初神木等矿难抬高了全年煤价中枢），对应归母净利分别为1.95/3.89/5.51亿元，维持目标价5.50元/股，重申太平洋证券最高的买入评级。

风险提示。上网电价下调；交易电比例及折扣扩大；进口煤持续限制等。

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

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5464	6546	6529	6545
(+/-%)	1.6%	19.8%	-0.3%	0.2%
归母净利(百万元)	-122	195	389	551
(+/-%)	-130.5%	-	99.7%	41.9%
摊薄每股收益(元)	-0.11	0.18	0.35	0.50
市盈率(PE)	-35.19	25.85	12.95	9.13

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

一、	湖北省内来水偏枯，一季度火电增速大超预期	5
二、	当前市场对煤价下行预期或不足，或构成火电配置良机	6
三、	蒙华铁路解除煤炭运力瓶颈，湖北省火电最为受益.....	6
四、	预计公司一季报业绩超预期，重申“买入”评级.....	9
五、	风险提示	9

图表目录

图表 1: 2019 年 Q1 三峡电站 (长江干流) 来水偏丰	5
图表 2: 2019 年 Q1 丹江口电站 (汉江) 来水偏枯	5
图表 3: 蒙华铁路与其他铁路运价比较	7
图表 4: 通过蒙华铁路将煤炭从陕北矿区运至湖北的运价敏感性分析	9

一、湖北省内来水偏枯，一季度火电增速大超预期

2019年1-2月，湖北省发电量累计411.8亿千瓦时，同比+5.2%；火电发电量累计250.2亿千瓦时，同比+15.9%；水电发电量累计152.3亿千瓦时，同比-6.4%。长江干流今年来水偏丰，因此水电的下降主要由于湖北省内汉江、清江流域来水偏枯。

湖北省水电对用电量贡献约1/4，省内流域（除长江干流外）的来水对湖北能源结构影响较大，其中尤以汉江、清江影响较大。长江干流的三峡水电站发电量虽统计入上述湖北发电量中，但电量多外送东南沿海。根据湖北省发改委数据，2018年湖北省发电量2851亿千瓦时（同比+7.77%），三峡1011亿千瓦时（同比+4.13%），不含三峡全省发电1840亿千瓦时（同比+9.87%）。2018年湖北全社会用电量2071亿千瓦时，全省火电发电量1267亿千瓦时（同比+17.78%），占全省用电量约61.1%，非三峡水电发电量460亿千瓦时（同比-11.99%），占全省用电量的22.2%。

2019年Q1，长江干流今年来水偏丰，因此水电发电量的下降主要由于湖北省内汉江、清江流域来水偏枯。三峡水电站2019年Q1入库流量日均值6670立方米/秒，为2012年以来同期最高。同时根据长江电力（600900.SZ）公告，2019年Q1，三峡/葛洲坝电站发电量分别为159.39/35.01亿千瓦时，同比分别+4.26%/+2.70%，均为正增长。

Q1省内汉江、清江流域来水偏枯。其中汉江流域的主要水电站丹江口2019年Q1入库流量日均值318立方米/秒，为历史偏枯的水平。清江流域的高坝洲、水布垭、隔河岩梯级水电站，根据湖北能源（000883.SZ）公告，2019年1-2月，公司水力发电量（以清江三电站为主）完成11.60亿千瓦时，同比减少18.86%，反映2019年Q1清江流域来水亦偏枯。

图表1：2019年Q1三峡电站（长江干流）来水偏丰



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：2019年Q1丹江口电站（汉江）来水偏枯



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

一季度大幅偏枯的湖北省内来水和冬季旺盛的采暖需求，保证了湖北省大超预期的火电增速，公司的火电发电量及上网电量亦达到6年来的单季最高值。

湖北省近来高速增长的用电需求主要来自于三产/居民用电，具有一定的可持续性。根据湖北省发改委数据，2018年湖北省全社会用电量同比+10.80%的大幅增长，其中第三产业同比+15.76%的增速，对全社会用电量增长的贡献率25%，城乡居民用电同比+17.13%的增速，对全社会用电量增长的贡献率29%，合计贡献率达到53.5%。

二、当前市场对煤价下行预期或不足，或构成火电配置良机

1.12神木矿难致使陕西省1-3月产量下降24.12%，3月以来产量已逐步恢复，单月同比仅下降7.07%，4月产量将继续恢复。伴随陕蒙地区新建产能的释放，未来煤炭的供给边际趋于宽松。当前较高的库存、3月超预期复产后趋降的淡季需求、已限制的澳煤进口，或使得动力煤价较难维持当前的高位。

三、蒙华铁路解除煤炭运力瓶颈，湖北省火电最为受益

南北向的煤炭专运通道蒙华铁路将打开陕北动力煤的铁路外运空间，同时解除旺季抬高煤价的关键因素之一——运力瓶颈。湖北省是该铁路沿线距离煤源地最近的省份，或成为电煤采购成本下降幅度最大的区域，火电企业将持续受益，长源电力是湖北省内最纯的火电标的。

根据下表测算，从陕北神府矿区运至湖北武汉/荆州，蒙华铁路较国铁运输成本节约40元/吨，较大秦线运输成本节约20元/吨（朔黄线绝大部分对国家能源集团内部提供，此处不考虑）。

在纯粹的运输成本节约之外，蒙华铁路更重要的意义在于释放了陕北矿区因铁路运力匮乏而囿于坑口销售的大量优质动力煤，将其销售范围，尤其是长协销售范围大幅扩展到了湘鄂赣及川渝地带，这对动力煤供需格局是一个大的变动，亦是动力煤价长期回归绿色空间的重要推手。

图表 3：蒙华铁路与其他铁路运价比较

煤炭铁路运价	单位	国铁	蒙华	大秦	朔黄	蒙冀	瓦日
干线起止		- 浩勒报告-吉安		大同-秦皇岛	神池南-黄骅港	包头-曹妃甸	瓦塘-日照港
干线里程	公里	-	1837	653	594	1037	1247
运力	亿吨	-	2	4.5	3.5	2	2
基价1	元/吨	16.3	0	16.3 (管外)	0	0	0
基价2	元/吨公里	0.098	0.18	0.1001	0.12	0.184	0.184
铁路建设基金	元/吨公里	0.033	0	0.033	0	0	0
电气化附加	元/吨公里	0.007	0	0.007	0	0	0
基准路线起止	神府-武汉	靖边-荆州		大同-秦皇岛	神池南-黄骅港	包头-曹妃甸	瓦塘-日照港
基准路线里程	公里	1800	1028	653	594	1037	1247
吨公里成本	元/吨公里	0.140	0.180	0.1581	0.12	0.1472	0.1472
吨成本	元/吨	252	185	103	71	153	184
上游接驳-包头	元/吨	-	-	60	81	0	-
	公里		455 (京包: 包头-大同)	405 =包神 172+神朔 233			
-准格尔	元/吨	-	-	36	60	-7	-
	公里		271 =准朔 150(马棚-大新) +北同蒲 121	300 =大准 120+准池 180	呼准 124-集包 180(包头-呼和浩特)		
-东胜	元/吨	-	-	75	67	21	-
	公里		409 =准东 145+大准 264	333 =包神 100+神朔 233; (364=巴准 184+准池 180)	115 =包西 (东胜-包头)		
-浩勒报告	元/吨	-	42	102	86	45	-
	公里	232 (蒙华: 浩勒报 吉-靖边)	539 =东乌 130+准东 145+大 准 264	423 =东乌 110 (活蚕沟 站) +包神 80+神朔 233	230 =东乌 90 (鄂尔 多斯站连络) + 包西 140		
-神府	元/吨	0	47	101	47	41	60
	公里	233 (靖神: 神木西 -靖边北)	汽运到五寨 75 元+宁岢 50+北同蒲 150	神朔 233	包西 225	汽运到瓦塘 60	
-同朔	元/吨	-	-	0	0	-	0
海运费	元/吨	0	0	30	30	30	20
江运费-九江	元/吨	0	104	12	12	12	12
	公里	577 (蒙华: 荆州- 吉安)					
-岳阳城陵矶	元/吨	0	30	21	21	21	21
	公里	168 (蒙华: 荆州- 岳阳)					
-武汉	元/吨	0	0	16	16	16	16
其他杂费	元/吨	45	25	25	25	25	25
浩勒报告-湖北	元/吨	-	252	276	228	268	-
差异(蒙华-其他)	元/吨	-	-	-24	24	-17	-
神府-湖北	元/吨	297	257	275	189	265	305
差异(蒙华-其他)	元/吨	-40	-	-19	68	-8	-48
包头-湖北	元/吨	-	-	234	223	224	-
准格尔-湖北	元/吨	-	-	210	202	216	-
东胜-湖北	元/吨	-	-	249	209	245	-
同朔-湖北	元/吨	-	-	174	142	-	245

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

注 1: 运输成本节约预计在煤炭企业和电力企业之间分配;

注 2: 不同矿的位置、与铁路接驳方式不同, 运输成本差异较大, 此处主要考虑陕北的煤矿予以暂估, 蒙华开通后最先上量的主要还是陕北的煤矿, 但陕北的煤矿间运输成本亦有差异;

注 3: 运价假设:

1) 国铁/大秦: 假设电气化附加全部取消, 基价 2+铁路建设基金为 0.131 元/吨公里; 除下述提到的特殊铁路外, 其他均视为国铁计价

2) 神华管内: 朔黄线 0.12 元/吨公里, 其他全部为 0.2 元/吨公里 (或略有高估)

3) 伊泰管内: 准东、呼准均为 0.15 元/吨公里

4) 神华管内 (包神、神朔、大准、巴准、准池、朔黄) 假设不对外; 伊泰管内 (准东、呼准) 假设对外

5) 包西线: 0.184 元/吨公里

6) 蒙冀、瓦日线: 最初核准运价 0.184 元/吨公里, 后由于里程较长给予折扣, 假设目前实际运价均打八折

7) 蒙华线: 假设运价 0.18 元/吨公里, 为市场一致预期

8) 靖神线: 假设运价 0.2 元/吨公里 (或略有高估)

9) 东乌线: 0.21 元/吨公里

注 4: 测算以湖北 (武汉/荆州) 为例, 湖南 (岳阳) /江西 (九江、吉安) 等可根据与武汉的江运费/铁路运费 (蒙华) 差距推算;

注 5: 神府矿区中, 朔黄线、蒙冀线以神木北/神木西为起点, 大秦线、瓦日线以神木府谷平均汽运费测算;

注 6: 准格尔矿区中, 朔黄线以点岱沟为起点测算 (巴准), 大秦线以马棚为起点测算 (准朔), 蒙冀线以周家湾为起点测算 (呼准), 瓦日线经济性较差暂不测算;

注 7: 包头矿区中, 均以包头站为起点测算, 瓦日线经济性较差暂不测算;

注 8: 东胜矿区中, 朔黄线、蒙冀线以东胜站测算 (包神/包西), 大秦线以准格尔召站测算 (准东), 瓦日线经济性较差暂不测算;

注 9: 同朔矿区中, 大秦线以大同站为起点测算, 朔黄线以神池南为起点测算, 瓦日线以挖塘站为起点测算, 蒙冀线经济性较差暂不测算;

注 10: 浩勒报告 (乌审旗) 矿区中, 均以浩勒报告为起点测算, 经东乌线与包神/包西 (朔黄/蒙冀)、准东 (大秦) 相接, 瓦日线经济性较差暂不测算;

注 11: 湖北: 荆州是蒙华站点, 武汉是长江主要港口, 武汉、荆州之间有铁路或水运; 荆州有湖北能源和陕煤化集团合作的煤储基地, 蒙华铁路可至荆州市下水沿江覆盖周边省份, 铁水联运成本预计低于直接铁路运输;

注 12: 湖南: 岳阳既是蒙华站点, 也是长江主要港口, 因此不存在测算误差;

注 13: 江西: 新余、吉安是蒙华站点, 九江是长江主要港口, 之间倒运成本较高 (九江-吉安铁路里程 300+, 水运需倒运), 因此蒙华测算成本高于海进江, 同时亦说明上述蒙华铁路成本测算偏高;

注 14: 此处国铁主要用于和蒙华比较 “神府矿区-湖北”的运费差距 (国铁运距 1800 公里以长源电力调研信息为依据), 其他起止区间未进行相应的国铁距离测算;

注 15: 部分铁路之间的接驳距离未考虑 (如神朔终点为朔州, 朔黄起点为神池南, 存在一定差距);

注 16: 蒙华铁路仅测算浩勒报告与神府矿区, 未考虑内蒙其他矿区;

注 17: 汽运、海运、江运的运价波动较大, 此处取偏低的暂估值;

图表4：通过蒙华铁路将煤炭从陕北矿区运至湖北的运价敏感性分析

	蒙华铁路运价 元/吨公里														
	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.2	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	
靖	0.12	176	187	197	207	217	228	238	248	259	269	279	289	300	310
神	0.13	179	189	199	209	220	230	240	251	261	271	281	292	302	312
铁	0.14	181	191	202	212	222	232	243	253	263	274	284	294	304	315
路	0.15	183	194	204	214	224	235	245	255	266	276	286	296	307	317
运	0.16	186	196	206	216	227	237	247	258	268	278	288	299	309	319
价	0.17	188	198	209	219	229	239	250	260	270	280	291	301	311	322
元	0.18	190	201	211	221	231	242	252	262	273	283	293	303	314	324
/	0.19	193	203	213	223	234	244	254	265	275	285	295	306	316	326
吨	0.2	195	205	216	226	236	246	257	267	277	287	298	308	318	329
公	0.21	197	208	218	228	238	249	259	269	280	290	300	310	321	331
里	0.22	200	210	220	230	241	251	261	272	282	292	302	313	323	333
	0.23	202	212	223	233	243	253	264	274	284	294	305	315	325	336
	0.24	204	215	225	235	245	256	266	276	287	297	307	317	328	338
	0.25	207	217	227	237	248	258	268	279	289	299	309	320	330	340

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、预计公司一季报业绩超预期，重申“买入”评级

假设 2019 年 Q1 公司单位燃料成本较去年全年下降约 5%（2019 年 1-2 月，湖北省电煤价格指数同比下降约 9%），电价基本持平，预计 Q1 公司业绩在 1.3 亿左右，同比增长约 150%。

假设 2019-20 年环渤海指数平均 560/530 元/吨，秦皇岛 Q5500 山西产动力末煤平仓价平均 580/530 元/吨，预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.18/0.35/0.50 元/股（原预测为 0.16/0.55/0.55 元/股，下调 2019 年盈利预测主要由于今年初神木矿难等抬高了全年煤价中枢），对应归母净利分别为 1.95/3.89/5.51 亿元，现价对应 2019 年 PE 为 13 倍。

维持目标价 5.50 元/股，对应 2020 年 11 倍 PE，重申太平洋证券最高评级“买入”评级。

五、风险提示

上网电价下调；

交易电比例及折扣扩大；

进口煤持续限制；

矿难、政策等因素导致安监环保加码等。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	26	171	646	851	1767	营业收入	5378	5464	6546	6529	6545
应收和预付款项	632	661	836	828	825	营业成本	4437	5319	5913	5618	5388
存货	175	243	324	308	295	营业税金及附加	66	55	65	65	65
其他流动资产	122	90	113	112	113	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	956	1165	1918	2099	3000	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	195
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	309	617	875
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	309	617	875
资产总计	9185	9357	9802	9676	10244	所得税	177	-1	93	185	263
短期借款	2064	2650	2650	2650	2650	净利润	397	-122	216	432	613
应付和预收款项	563	641	690	658	634	少数股东损益	-2	0	22	43	61
长期借款	1730	1992	2092	1592	1592	归母股东净利润	399	-122	195	389	551
其他负债	1181	662	743	715	695						
负债合计	5538	5945	6174	5616	5571						
股本	1108	1108	1108	1108	1108						
资本公积	959	952	952	952	952						
留存收益	1400	1179	1374	1762	2314						
归母公司股东权益	3477	3243	3438	3827	4378						
少数股东权益	170	168	190	233	294						
股东权益合计	3647	3412	3628	4060	4673						
负债和股东权益	9185	9357	9802	9676	10244						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	761	574	843	1167	1365	毛利率	17.49%	2.65%	9.67%	13.96%	17.67%
投资性现金流	-412	-417	-241	-250	-250	销售净利率	7.42%	-2.22%	2.97%	5.95%	8.42%
融资性现金流	-413	-13	-126	-711	-199	销售收入增长率	-12.15%	1.61%	19.81%	-0.27%	0.24%
现金增加额	-64	144	475	205	916	EBIT 增长率	-53.10%	-90.33%	618.81%	55.84%	29.66%
						净利润增长率	-58.12%	-130.48%	-260.11%	99.69%	41.86%
						ROE	11.47%	-3.75%	5.66%	10.16%	12.59%
						ROA	4.34%	-1.30%	1.99%	4.02%	5.38%
						ROIC	7.93%	1.04%	5.36%	8.70%	11.82%
						EPS(X)	0.36	-0.11	0.18	0.35	0.50
						PE(X)	16.79	-35.19	25.85	12.95	9.13
						PB(X)	1.93	1.32	1.46	1.31	1.15
						PS(X)	1.24	0.78	0.77	0.77	0.77
						EV/EBITDA(X)	7.73	13.24	8.23	5.89	4.42

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

销售负责人

华北销售总监

华北销售

华北销售

华北销售

华北销售

华北销售

华东销售副总监

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华东销售

华南销售总监

华南销售副总监

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售

华南销售



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。