

需求旺盛、成本改善 业绩有望持续向好

核心观点：

1. 事件

公司公布 2018 年年报。2018 年公司实现营业收入 54.64 亿元，同比增长 20.1%；归属于母公司净利润 2.09 亿元，同比增长 271.7%；对应每股收益 0.19 元。

2. 我们的分析与判断

（一）量价齐升带动电力收入增长

区域用电需求旺盛、水电出力不足带动装机利用率增长明显。公司作为湖北地区的火电龙头，装机规模达 359 万千瓦，占区域全部火电装机的 12.5%。由于 2018 年湖北省用电需求大幅提升，省内用电量同比增长 10.8%。而区域内流域来水不均导致省内水电（含三峡）同比下降 1.5%，推动省内火电设备的利用率明显提升。公司 2018 年火电机组利用小时数达 4,632 小时，同比增长 18.9%。

“量价齐升”带动电力业务收入提升明显。电量方面，受益于利用率提升，公司 2018 年发电量同比增长 20.1% 达 170.93 亿千瓦时。电价方面，2017 年 7 月湖北地区煤电标杆电价上调 1.8 分/千瓦时，公司荆门发电、荆州热电和汉川一发 1、2 号机组电价调至 0.4161 元/千瓦时（由于历史原因，汉川一发 3、4 号机组和长源一发 1、2 号执行更高电价）。量价齐升带动公司 2018 年发电业务实现营收 59.05 亿元，同比增长 26.0%。

（二）毛利率改善明显，净利润大幅提升

售价上升幅度高于煤价上升幅度，公司毛利率改善明显。2018 年国内煤炭市场价格总体高位震荡，公司入炉标煤单价由 2017 年的 754.35 元/吨增加到 2018 年的 775.26 元/吨，同比提高 2.8%。与此同时，通过技术改造、优化机组经济运行、强化对标和小指标管理等方式，着力提升煤耗、厂用电率等指标，公司供电煤耗同比降低 1.2%。由于上网电价增幅高于煤价上涨幅度，带动发电业务毛利率达到 9.88%，较上年同期的 1.82% 提升 8.1 个百分点。

净利润大幅增长，拐点显现。公司期间费用率保持相对稳定，2018 年管理费用率、财务费用率分别达到 1.31%、3.38%。电力业务的毛利提升带动业绩大幅改善。2018 年公司实现归母净利润 2.09 亿元，同比大幅上升 271.7%，顺利实现扭亏为盈（2017 年亏损 1.22 亿元）。

（三）业绩弹性充足，静候蒙华铁路投产

受益于煤价中枢下行，公司业绩弹性较大。2018 年公司煤炭采购量达 600 万吨以上，由于水运煤采购占比较高（50%），入炉标煤单价与港口煤价格相关性较强。一方面，受经济下行压力影响，2019 年煤炭需求或将放缓；另一方面，供给端从去产能转向结构性调整，新增优质产能投放助力供需格局转向阶段性宽松。我们预计 2019 年动力煤价格中枢或将下移。2018

长源电力（000966.SZ）

推荐 首次评级

分析师

周然

☎：(8610) 6656 8494

✉：zhouan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020001

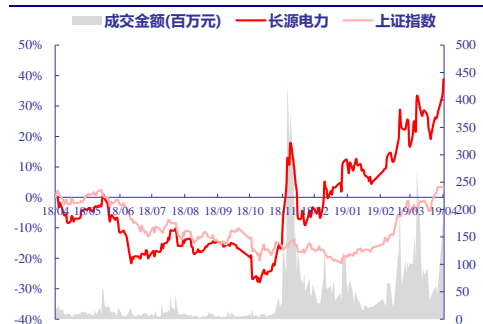
特别鸣谢

吴佩苇

☎：(8610) 66568846

✉：wupeiwei_yj@chinastock.com.cn

公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

市场数据

时间 2019.4.12

A 股收盘价（元）	5.47
A 股一年内最高价（元）	5.47
A 股一年内最低价（元）	3.40
上证指数	3,188.63
总股本（万股）	110,828
实际流通 A 股（万股）	110,828
流通 A 股市值（亿元）	60.62

相关研究

年公司入炉标煤单价高达 775.26 元/吨，若燃料成本下降 1%，毛利润有望提高 6.5%（其他因素不变），公司业绩弹性充足。

受益于电量持续增长以及煤价下跌，公司一季度业绩表现亮眼，超市场预期。公司已发布业绩预告，由于发电量大幅增长、入炉标煤单价下降，公司 2019 年一季度业绩超预期，实现净利润 2.17-2.33 亿元，增速 313.6%-343.1%。

蒙华铁路投产助力公司燃料成本进一步下移。蒙华铁路计划于今年 10 月开通运营，新增运力或将提升华中区域电煤供应能力。目前公司铁路直达煤炭主要来自陕西与山西地区，合计占比约 40%。根据铁路货运查询网站的数据测算，由于运输距离较长（超过 1300km），从山西大同、陕西榆林的煤炭运费分别约为 215、232 元/吨。蒙华铁路的投产可将距离缩短至 1000km 以内，以蒙华铁路可研报告 0.18 元/吨公里测算，运费降幅有望达到 45-55 元/吨。

3. 投资建议

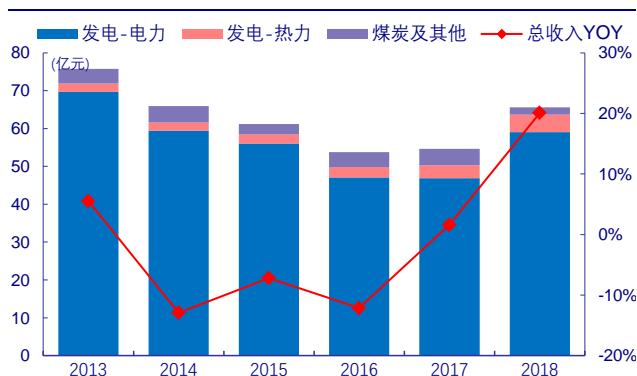
公司作为湖北省电力龙头，受益于区域需求旺盛，设备利用率保持较高水平。由于当地煤价高企、燃料成本比重大，公司业绩弹性充足。今年动力煤价格中枢下移为大概率事件，随着蒙华铁路投产，煤炭运输成本下降，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2019 年、2020 年 EPS 为 0.45 元、0.63 元，当前股价对应 12.2 倍、8.7 倍，给予公司“推荐”评级。从历史估值角度看，公司目前 PB 约 1.61，低于历史估值中枢（上市以来约 2.2）。考虑到 ROE 提升的确定性较强，并存在外延扩张预期，公司估值仍有较大提升空间。

4. 风险提示

- 1) 煤炭价格中枢上移；
- 2) 利用率不达预期；
- 3) 蒙华铁路投产不及预期。

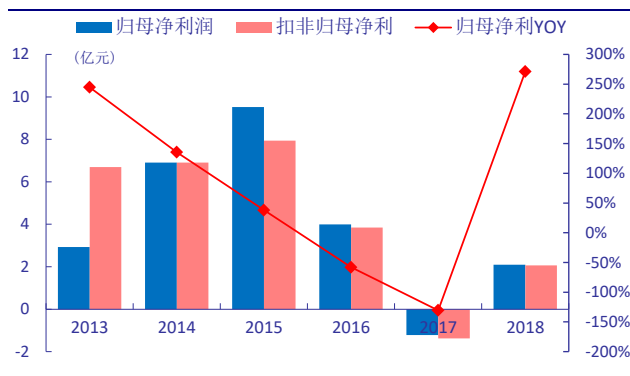
附录

图 1：营业收入与 YOY



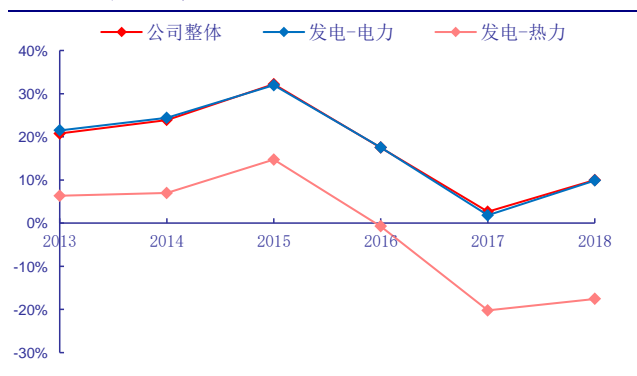
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：归母净利润与 YOY



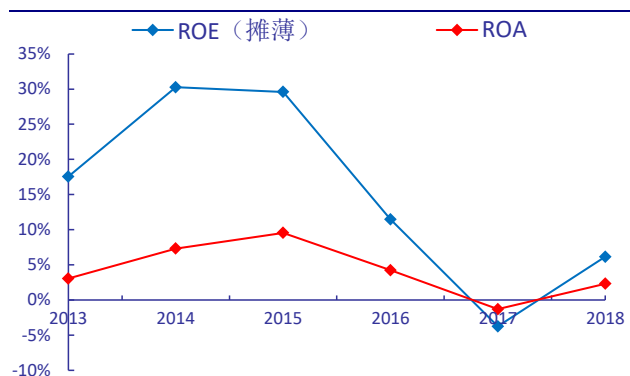
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 3：业务毛利率



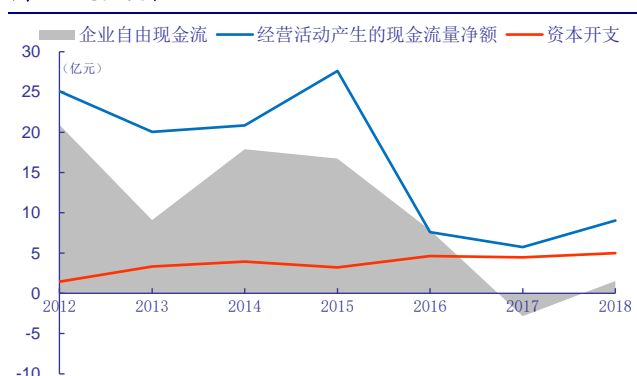
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 4：ROE、ROA



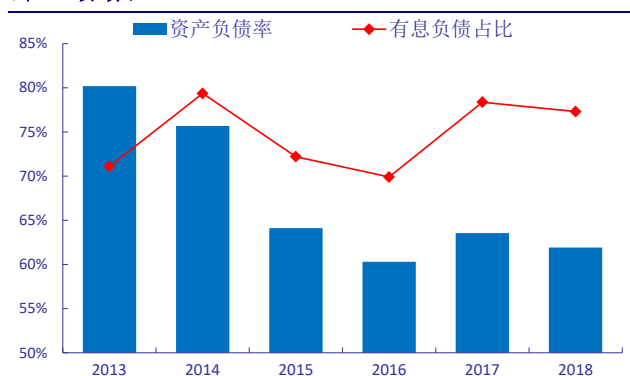
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 5：现金流状况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 6：负债状况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 1：2018 年业绩摘要（单位：万元）

	2017A	2018A	YoY 变化
电力	468,669	590,514	26.0%
热力	34,103	46,395	36.0%
煤炭及其它	43,631	19,345	-55.7%
营业收入	546,404	656,254	20.1%
营业总成本	443,734	531,940	19.9%
加：其他收益	680	383	-43.6%
投资净收益	5,081	5,403	6.3%
资产处置收益	-159	120	-175.7%
营业利润	-13,361	30,912	-331.4%
加：营业外收入	7,614	1,087	-85.7%
减：营业外支出	6,498	2,190	-66.3%
利润总额	-12,245	29,809	-343.4%
减：所得税	-71	8,245	-11714.2%
净利润	-12,174	21,564	-277.1%
减：少数股东损益	-18	695	-4001.9%
归属于母公司所有者的净利润	-12,156	20,869	-271.7%

收入结构 (%)

电力	85.8%	90.0%
热力	6.2%	7.1%
煤炭及其它	8.0%	3.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2：十大股东股权情况

股东名称	报告期内增减	期末持股数量	比例 (%)	持有有限售条 件股份数量	质押或冻结情况 股份状态	数量	股东性质
中国国电集团有限公司	0	414441332	37.39%	0	无	0	国家
湖北能源集团股份有限公司	0	119645106	10.80%	0	无	0	境内非国有法人
湖北正源电力有限公司	0	14286242	1.29%	0	无	0	境内非国有法人
基本养老保险基金一零零三组合	9482842	9482842	0.86%	0	无	0	其他
中国建设银行股份有限公司—华夏行业龙头混 合型证券投资基金	8383800	8383800	0.76%	0	无	0	其他
中国农业银行股份有限公司—华夏复兴混合型 证券投资基金	6250900	6250900	0.56%	0	无	0	其他
招商银行股份有限公司—华夏经典配置混合型 证券投资基金	6019000	6019000	0.54%	0	无	0	其他
王梓煜	1794020	5870020	0.53%	0	无	0	境内自然人

中国证券金融股份有限公司	0	4603400	0.42%	0	无	0	境内非国有法人
中国建设银行股份有限公司—交银施罗德稳健配置混合型证券投资基金	4006100	4006100	0.36%	0	无	0	其他

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn