

2020年01月02日

长源电力 (000966.SZ)

陆上风电陆续投产，随州火电启动前期工作

■陆上风电项目陆续投产，有望夯实经营业绩：截至2019年6月底，公司已并网风电项目共9.35万千瓦，2019年上半年实现净利润2090万元。近日，公司发布公告，公司的吉阳山风电项目（5万千瓦）实现全部并网发电，预计年均上网电量1.1亿千瓦时；中华山二期风电项目（4.95万千瓦）实现首台机组并网发电，有望在2020年上半年实现全部并网发电，预计年均上网电量0.9亿千瓦时。公司积极开发盈利较好的风电项目，有望进一步夯实公司经营业绩。

■随州火电启动前期工作，打开火电成长空间：根据公告，公司于2019年12月30日与湖北省随州市人民政府签署《随州火电项目开发协议》。根据《协议》，公司拟在湖北省随州市开展2×66万千瓦燃电项目的开发建设工作，公司承诺在开发的同类项目中优先考虑随州项目，双方约定于2020年底前开工建设。该项目被列入了《湖北省能源发展“十三五”规划》中的新增大型煤电项目名单，尚处于前期准备工作阶段。考虑到湖北省电力供需平衡偏紧，随州市目前没有大型电源支撑点。该项目有望在2020年获得湖北省发改委核准，并于2022年前后投产，有望改善改善区域电网结构，满足用电负荷增长需求，利用小时数值得期待。公司目前在运火电机组359万千瓦，随州项目投产后，有望增加37%的火电装机量，显著提升火电盈利能力。

■电力供需格局持续改善，煤价同比大幅下行，四季度业绩有望超预期：受益于电力供给侧改革，湖北省电力供需格局显著改善。湖北省宏观经济运行态势较好，2019年用电量增长超预期，加之本地水电出力同比下降，火电机组利用率提升。根据中电联数据，2019年1-11月，湖北省全社会用电2017亿千瓦时，同比增长7.4%。其中：二产、三产和居民用电分别为1211.2亿千瓦时、379.7亿千瓦时、404.7亿千瓦时，同比增长5.6%、10.8%、9.6%。煤价方面，湖北省煤价稳步下行，年初至今连续11个月电煤价格指数同比负增长。2019年7月至11月，湖北省月度电煤价格指数同比分别下降8.0%、7.9%、6.3%、7.3%和10.5%。截至11月末，全省统调火电厂电煤库存531.5万吨，按上年同期日均耗煤12.4万吨/日测算，可满足43天耗用，库存水平历史高位。加之近期处于水电枯水期，水电出力严重不足，12月电煤价格同比降幅有望进一步扩大，四季度火电业绩值得期待。

■浩吉铁路如期投产，看好公司火电盈利的持续改善：截至2019年6月底，公司控股装机370.5万千瓦，其中火电359万千瓦，风电9.35万千瓦，生物质2.16万千瓦，火电占比高达97%，具备高煤价弹性特点。由于湖北省煤炭资源贫乏，燃煤主要来自外省长距离运输，燃料成本居高不下。考虑到2019年全国煤炭供需形势显著好转，浩吉铁路于2019年底投产，直接缓解华中地区“采购成本高、运输成本高”的

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 **买入-A**

维持评级

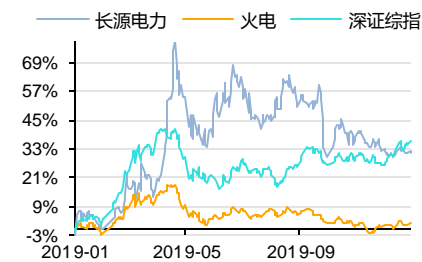
6个月目标价：**5.5元**

股价（2019-12-31）**4.65元**

交易数据

总市值(百万元)	5,153.52
流通市值(百万元)	5,153.52
总股本(百万股)	1,108.28
流通股本(百万股)	1,108.28
12个月价格区间	3.47/6.34元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.79	-6.48	-1.96
绝对收益	-0.64	1.53	33.93

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn

010-83321051

汪磊

报告联系人

wanglei4@essence.com.cn

相关报告

长源电力：多因素趋势向好，三季度盈利略超预期	2019-10-11
长源电力：浩吉铁路临近投产，盈利高增可期	2019-08-28
长源电力：一季报业绩高增，看好蒙华投运+供需格局持续改善	2019-04-24
长源电力：多因素趋势向好，继续看好低估值高弹性标的	2019-04-12
长源电力：电价上调叠加供需格局改善，全年业绩扭亏为盈	2019-01-05

双重难题。公司地处华中用电负荷中心，长源一发处于用电负荷中心武汉，荆门公司处于湖北电网中部的电源支撑点，汉川一发为江北重要大电源点，公司有望充分利用电厂的地理优势，积极争取计划电量。同时，通过梳理湖北省重点电源项目的施工进度可以看出，2019-2020年投产的大型发电项目较少，湖北省电力供需格局有望大幅改善。在用电量高增长的背景下，存量火电机组有望获得较大的利用小时数提升，看好公司火电盈利的持续改善。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 5.5 元。我们预计公司 2019-2021 年的收入增速分别为 10.0%、0.4%、1.6%，净利润分别为 5.9 亿元、7.1 亿元、7.9 亿元，对应市盈率分别为 8.8 倍、7.3 倍和 6.5 倍。

■**风险提示：**煤价持续高位，电价下调风险，电力项目推进进度不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	5,464.0	6,562.5	7,217.5	7,246.6	7,365.0
净利润	-121.6	208.7	587.9	705.3	794.0
每股收益(元)	-0.11	0.19	0.530	0.636	0.72
每股净资产(元)	2.93	3.06	3.42	3.87	4.37

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	-42.4	24.7	8.8	7.3	6.5
市净率(倍)	1.6	1.52	1.36	1.20	1.06
净利润率	-2.2%	3.2%	8.1%	9.7%	10.8%
净资产收益率	-3.7%	6.2%	15.5%	16.5%	16.4%
股息收益率	0.0%	1.3%	3.4%	4.1%	4.6%
ROIC	0.9%	5.4%	10.4%	13.7%	13.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,464.0	6,562.5	7,217.5	7,246.6	7,365.0	成长性					
减:营业成本	5,319.4	5,908.6	6,082.2	5,974.8	5,997.0	营业收入增长率	1.6%	20.1%	10.0%	0.4%	1.6%
营业税费	55.1	72.3	80.1	80.4	81.7	营业利润增长率	-123.6%	-331.4%	-165.6%	19.7%	12.4%
销售费用	0.1	-	-	-	-	净利润增长率	-130.5%	-271.7%	-181.7%	20.0%	12.6%
管理费用	71.2	84.4	95.3	97.8	103.1	EBITDA 增长率	-52.3%	78.1%	-44.2%	10.7%	4.5%
财务费用	196.1	221.7	169.4	141.1	108.6	EBIT 增长率	-92.4%	821.0%	-87.7%	13.5%	8.0%
资产减值损失	11.8	23.7	23.7	23.7	23.7	NOPLAT 增长率	-88.1%	518.0%	-93.4%	13.5%	8.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.3%	0.3%	13.5%	11.5%	-13.1%
投资和汇兑收益	50.8	54.0	54.0	54.0	54.0	净资产增长率	-6.5%	4.5%	11.6%	13.2%	12.9%
营业利润	-133.6	309.1	820.9	982.8	1,105.0	利润率					
加:营业外净收支	11.2	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	毛利率	2.6%	10.0%	15.7%	17.5%	18.6%
利润总额	-122.4	298.1	809.9	971.7	1,093.9	营业利润率	-2.4%	4.7%	11.4%	13.6%	15.0%
减:所得税	-0.7	82.4	202.5	242.9	273.5	净利润率	-2.2%	3.2%	8.1%	9.7%	10.8%
净利润	-121.6	208.7	587.9	705.3	794.0	EBITDA/营业收入	11.8%	17.5%	23.0%	25.3%	26.0%
						EBIT/营业收入	1.0%	8.0%	13.7%	15.5%	16.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	448	362	321	309	297
						流动营业资本周转天数	-32	-5	-15	-11	-10
						流动资产周转天数	70	72	67	66	67
						应收帐款周转天数	41	39	39	39	39
						存货周转天数	14	16	13	13	13
						总资产周转天数	611	513	456	443	431
						投资资本周转天数	455	391	332	324	314
						投资回报率					
						ROE	-3.7%	6.2%	15.5%	16.5%	16.4%
						ROA	-1.3%	2.3%	6.8%	8.2%	9.4%
						ROIC	0.9%	5.4%	10.4%	13.7%	13.2%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
						财务费用率	3.6%	3.4%	2.3%	1.9%	1.5%
						三费/营业收入	4.9%	4.7%	3.7%	3.3%	2.9%
						偿债能力					
						资产负债率	63.5%	61.9%	55.4%	49.4%	41.9%
						负债权益比	174.3%	162.6%	124.2%	97.7%	72.0%
						流动比率	0.30	0.37	0.26	0.33	0.36
						速动比率	0.23	0.29	0.22	0.25	0.30
						利息保障倍数	0.29	2.38	5.85	7.96	11.18
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.06	0.16	0.19	0.21
						分红比率	0.0%	31.9%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.0%	1.3%	3.4%	4.1%	4.6%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	170.6	100.3	110.3	110.8	112.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	625.7	785.3	766.5	791.5	792.0
应收票据	60.7	60.4	103.1	58.3	105.4
预付帐款	51.6	88.3	14.3	101.2	18.5
存货	242.9	327.3	207.1	316.6	227.2
其他流动资产	13.1	91.9	42.4	49.1	61.2
可供出售金融资产	581.8	581.8	571.2	578.2	577.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	130.7	141.4	141.4	141.4	141.4
投资性房地产	127.2	123.7	123.7	123.7	123.7
固定资产	6,639.2	6,553.0	6,334.5	6,101.5	6,040.9
在建工程	372.2	132.3	141.2	170.6	185.3
无形资产	256.9	263.1	257.4	252.6	249.6
其他非流动资产	84.3	113.8	104.0	103.6	105.6
资产总额	9,356.8	9,362.6	8,917.1	8,899.2	8,740.3
短期债务	2,650.0	2,248.0	2,612.9	2,925.2	1,445.4
应付帐款	895.0	779.0	1,088.1	687.1	1,086.8
应付票据	155.1	134.4	347.8	22.6	357.7
其他流动负债	222.3	731.4	739.2	733.7	739.1
长期借款	1,992.0	1,876.4	122.8	-	-
其他非流动负债	30.6	28.6	29.5	29.6	29.2
负债总额	5,945.0	5,797.7	4,940.3	4,398.1	3,658.2
少数股东权益	168.4	172.0	191.6	215.1	241.5
股本	1,108.3	1,108.3	1,108.3	1,108.3	1,108.3
留存收益	2,130.5	2,276.0	2,676.9	3,177.7	3,732.3
股东权益	3,411.8	3,564.8	3,976.8	4,501.0	5,082.1

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-121.7	215.6	587.9	705.3	794.0
加:折旧和摊销	588.4	623.8	667.4	711.3	703.9
资产减值准备	11.8	23.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	194.7	220.8	169.4	141.1	108.6
投资损失	-50.8	-54.0	-54.0	-54.0	-54.0
少数股东损益	-0.2	6.9	19.6	23.5	26.4
营运资金的变动	-665.1	-64.4	760.9	-914.6	850.5
经营活动产生现金流量	574.4	904.7	2,151.0	612.6	2,429.4
投资活动产生现金流量	-417.2	-497.5	-387.4	-456.0	-599.8
融资活动产生现金流量	-12.9	-478.1	-1,753.6	-156.2	-1,827.7

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	-0.11	0.19	0.530	0.636	0.72
BVPS(元)	2.93	3.06	3.42	3.87	4.37
PE(X)	-42.4	24.7	8.8	7.3	6.5
PB(X)	1.6	1.52	1.36	1.20	1.06
P/FCF	21.0	456.1	31.1	27.4	23.9
P/S	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.6	6.6	4.5	4.2	3.3
CAGR(%)	-281.6%	56.1%	15.2%	-281.6%	56.1%
PEG	0.2	0.4	0.6	-0.0	0.1
ROIC/WACC	0.1	0.7	1.3	1.7	1.7
REP	9.8	1.6	0.9	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034