

分析师： 虞亚新、邹振松、李兴 021-63217846 yuyx@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

长源电力：轻装上阵，2009 年盈利可期

近日，我们拜访了长源电力，就公司目前经营状况及未来成长与公司高管进行了充分交流。

事件评论

第一，燃料成本下降及电价调整，将使公司 2009 年扭亏为盈

受益于标煤价格的下降、利用小时的回暖以及 2008 年两次电价调整的综合作用，公司业绩已经由前期的巨额亏损转为盈亏平衡。

- 1-2 月公司标煤价格 739 元/吨，较 2008 年 756 元/吨均价下降了 17 元/吨；
- 截至 3 月上旬，公司累计发电量已经与去年持平；
- 2008 年 2 次电价调整集中在下半年，公司 2009 年上网电价在 2008 年基础上有望再提升 3 分/千瓦时左右。

表 1：下属电厂上网电价调整情况

电 厂	电源类型	装机容量（MW）	2006-6-30 前	06-6-30	08-7-1	08-8-20
荆门热电厂	热电	400	28.91	32.97	35.97	38.27
沙市热电厂	热电	140	39.9	41.5	43.8	46.1
富水水力发电厂	水电	40	31.4	31.4	31.4	31.4
南河水力发电厂	水电	22.5	30.3	30.3	30.3	30.3
长源一发	火电	520	39.428	41.028	43.328	45.628
汉川一发	火电	600	-	34.37	37.37	40.07
汉新发电	火电	600	39.746	41.346	43.636	45.936
荆门发电	火电	1200	-	38.2	40.50	42.80
陡岭子水电	水电	70.5	36	36	36	36
堵河水电	水电	50	36	36	36	36

资料来源：公司公告、长江证券研究部

我们认为公司盈利仍有进一步提高的空间，2009 年将实现盈利：

✚ **燃料成本存在进一步下降空间。**1-2 月份，公司掺烧了去年高价的库存煤，随着高价库存煤的逐渐消耗，公司燃料成本将进一步下降。公司 44%左右的煤炭燃料来源于河南，根据我们最新的调研情况来看，河南省内电煤价格较 2008 年均价下降了 10%左右，预计全年电煤成本将维持在 620~680 元/吨左右。

✚ **发电量下降空间有限。**公司 2009 年发电量很大程度公司湖北地区水电出力情况，我们认为即使今年来水丰富，公司发电量下降空间有限。2009 年湖北省 GDP 增长目标为 10%，相应的电力需求增长 5%左右。而公司作为湖北省内唯一一家电力上市企业，为了避免其继续亏损，被“ST”处理，在争取多发电量方面将受到湖北省政府的大力支持。

第二，2009 年公司装机容量规模进一步扩大，同比增长 18.3%

目前，公司装机容量为 375 万千瓦；荆州热电 2 台 30 万千瓦机组和老渡口水电两台 4.5 万千瓦机组将于 2009 年 3-4 季度投产。随着在建项目的顺利投产，公司装机规模将达到 444.4 万千瓦，同比增长 18.3%。

表 2：公司下属电厂一览

电 厂	所在区域	类型	机组构成	装机容量（万千瓦）	权益比例	权益容量（万千瓦）	投产时间
荆门热电	湖北荆门	热电	2*20	40	100%	40	83
沙市热电	湖北荆州	热电	2.5+6+5.5	14	100%	14	86
富水水电	湖北阳新	水电	2*2	4	100%	4	
南河水电	湖北谷城	水电	3*0.75	2.25	100%	2.25	
长源一发	湖北武汉	火电	30+22	52	69.15%	35.96	
汉川一发	湖北汉川	热电	2*30	60	100%	60	
汉新发电	湖北汉川	热电	2*30	60	55%	33	
荆门发电	湖北荆门	火电	2*60	120	95%	114.06	07
陡岭子	湖北十堰	水电	3*2.35	7.05	63.04%	4.44	
堵河水电	湖北竹山	水电	4*1.25	5	60%	3	
芭蕉河	湖北鹤峰	水电	3.5+1.6+1	6.1	30%	1.83	
高新热电	湖北武汉	热电	2*2.5	5	10%	0.5	
合 计				375.4		313.04	

资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 3：公司在建项目一览

项 目	所在区域	类型	机组构成	装机容量（万千瓦）	权益比例	权益装机（万千瓦）	投产时间
荆州热电	湖北荆州	热电	2*30	60	100%	60	2009
老渡口水电	湖北恩施	水电	2*4.5	9	100%	9	2009
合 计				69		69	

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第三，多元化投资进入收获期

➤ 煤炭业务起步，预计 2009 年贡献利润 3000 万元

2008~2009 年，公司相继收购了东升煤业、兴华煤业和安兴煤业三家公司，2009 年煤炭产量有望达到 100 万吨，根

据吨煤 50 元净利计算，煤炭业务全年净利约 5000 万元，为公司贡献利润 3000 万元。

表 4: 预计 2009 年产煤 100 万吨

项目名称	所在地	煤种	初期产能(万吨/年)	达产产能(万吨/年)	持股比例	投产时间	备 注
东升煤业	河南禹州	动力煤	30	120	40%	2008 09 年	60 万吨，3 年内 120 万吨
兴华煤业	河南禹州	动力煤	30	60	75%	2009	
安兴煤业	河南禹州	动力煤	30	60	75%	2009	

资料来源：公司公告、长江证券研究部

➤ 其他长期投资项目开始贡献利润

表 5: 主要非电力业务长期股权投资项目

项目名称	经营范围	投资金额(亿元)	持股比例	核算方法	2007 年净利润(万元)	2007 年投资收益(万元)
国电财务	非银行金融机构	1.95	15%	成本法	9000	750(红利)
华工创投	风险投资业务	0.2	24%	成本法	1596	

数据来源：公司公告、长江证券研究部

第四，关停项目技改为生物质发电，实现资源再利用

被列为“十一五”关停项目的沙市热电将于 2009 年实施技改，预计于 2009 年 8 月份建成 2.5 万千瓦的秸秆发电机组。该项目在收入和成本方面存在优势，其盈利能力将好于火电机组。

收入方面：上网电价在标杆电价的基础上，享受 0.25 元/千瓦时的加价，如果仍然亏损，则最多可以享受 0.35 元/千瓦时的加价。

成本方面：由于机组是在原先热电机组上改造完成，其投资成本低；另一方面，秸秆的收购价格在 200 元/吨左右，而 2 吨秸秆相当于 1 吨煤炭，其燃料成本也远低于火电机组。

预计项目建成后，平均利用小时在 5500 左右，耗用秸秆约 15 万吨，燃料成本占总成本的 50%左右，则每年贡献利润 1700 万元。

第五，2008 年大量计提成本，未来几年轻装上阵

2008 年四季度，公司计提了 1.1 亿元的资产减值损失和 1.1 亿元的递延所得税，共计 2.2 亿元。成本的大量计提减轻了此后年份的负担，递延也为以后年份储备了大量利润。

第六，估值及投资建议

盈利预测假设：

- ✧ 公司各项目进展顺利；
- ✧ 2009-2010 年下属电厂上网电价保持现行水平不变；
- ✧ 2009-2010 年火电机组利用小时保持同 2008 年水平；水电机组利用小时取往年平均水平；
- ✧ 预计 2009-2010 年综合标煤价格较 2008 年下滑 10%-15%至 620~680 元/吨，保守起见，我们按 680 元/吨进行业绩测算；
- ✧ 公司税率维持目前水平不变。

在相对谨慎的煤价预期下（标煤 680 元/吨），我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为-1.356、0.203、0.343 元；公

司业绩对煤价高度敏感，不同煤价和利用小时假设下，公司 2009 年 EPS 预测见表 5 所示；考虑 2008 年大量计提资产减值后，目前 PB 在 1.85 倍左右，低于 2.5 倍左右的行业平均水平，估值相对偏低，给予“谨慎推荐”评级。

表 5：公司 2009 年 EPS 对煤价和利用小时的敏感性分析

		标 煤 价 格										
		600	610	620	630	640	650	660	670	680	690	700
利用小时	-8%	0.499	0.439	0.378	0.318	0.258	0.197	0.137	0.077	0.016	-0.044	-0.104
	-6%	0.555	0.494	0.432	0.371	0.309	0.248	0.186	0.125	0.063	0.001	-0.060
	-4%	0.612	0.549	0.486	0.423	0.361	0.298	0.235	0.172	0.109	0.047	-0.016
	-2%	0.668	0.604	0.540	0.476	0.412	0.348	0.284	0.220	0.156	0.092	0.028
	0%	0.725	0.659	0.594	0.529	0.464	0.398	0.333	0.268	0.203	0.137	0.072
	2%	0.781	0.714	0.648	0.581	0.515	0.448	0.382	0.315	0.249	0.183	0.116
	4%	0.837	0.770	0.702	0.634	0.566	0.499	0.431	0.363	0.296	0.228	0.160
	6%	0.894	0.825	0.756	0.687	0.618	0.549	0.480	0.411	0.342	0.273	0.204
	8%	0.950	0.880	0.810	0.739	0.669	0.599	0.529	0.459	0.389	0.318	0.248

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4596	4766	5268	5897	货币资金	276	477	527	590
营业成本	4002	5048	4654	5192	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	594	-282	614	705	应收账款	1173	1215	1343	1503
% 营业收入	12.9%	-5.9%	11.7%	12.0%	存货	150	192	177	197
营业税金及附加	34	36	40	44	预付账款	339	431	397	443
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	2235	2624	2786	3116
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	26	29	32	35	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	长期股权投资	184	204	458	498
财务费用	405	409	426	416	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	8.8%	8.6%	8.1%	7.1%	固定资产合计	9150	8676	8306	7937
资产减值损失	2	110	1	1	无形资产	128	124	119	115
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	11	11	11	11
投资收益	2	0	30	40	递延所得税资产	45	0	0	0
营业利润	128	-866	146	247	其他非流动资产	61	61	61	61
% 营业收入	2.8%	-18.2%	2.8%	4.2%	资产总计	11814	11699	11741	11738
营业外收支	-1	-110	-1	-1	短期贷款	2001	2136	2139	1770
利润总额	127	-976	146	247	应付款项	298	379	349	390
% 营业收入	2.8%	-20.5%	2.8%	4.2%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	51	0	0	0	应付职工薪酬	27	35	32	36
净利润	76	-976	146	247	应交税费	226	95	105	117
归属于母公司所有者					其他流动负债	673	847	781	871
的净利润	43.7	-751.2	112.2	190.1	流动负债合计	3225	3492	3405	3184
少数股东损益	33	-224	34	57	长期借款	5347	5847	5847	5847
EPS (元/股)	0.08	-1.36	0.20	0.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	11	11	11	11
经营活动现金流净额	629	31	870	1037	负债合计	8601	9350	9263	9041
取得投资收益	9	0	0	0	归属于母公司	2043	1405	1500	1662
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-184	-19	-224	0	少数股东权益	1169	945	978	1035
无形资产投资	-128	-2	-2	-2	股东权益	3212	2349	2478	2697
固定资产投资	-916	-148	-153	-159	负债及股东权益	11814	11699	11741	11738
其他	366	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-863	-169	-379	-161		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.079	-1.356	0.203	0.343
股权融资	1150	0	0	0	BVPS	3.69	2.53	2.71	3.00
银行贷款增加 (减少)	-15	636	2	-368	PE	59.41	-3.45	23.11	13.64
筹资成本	536	-297	-443	-445	PEG	0.94	-0.05	0.37	0.22
其他	-1271	0	0	0	PB	1.27	1.85	1.73	1.56
筹资活动现金流净额	401	339	-441	-813	EV/EBITDA	9.37	163.06	9.13	8.03
现金净流量	167	201	50	63	ROE	2.1%	-53.5%	7.5%	11.4%

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭与电力行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：长江电力、粤电力、国投电力、国电电力、桂冠电力、大唐发电、中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能、平煤股份。

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加入长江证券研究部，担任煤炭与电力行业助理分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。