

电力行业

报告原因：年报点评

2009 年 3 月 27 日

市场数据：2009 年 3 月 27 日

收盘价（元）	4.86
一年内最高/最低（元）	16.98/3.0
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值（百万元）	

基础数据：2009 年 03 月 27 日

每股净资产（元）	1.88
资产负债率%	43.71
总股本/流通 A 股（亿）	8.73/6.50
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

通宝能源 (600780)

中性

煤价上涨超预期

09 年仍面临双重考验

公司研究

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收 益率	市盈率
2007A	2083	-	245	-	0.20	17.78	15.52	17
2008A	1928	-7.44	13	-94.7	0.01	0.67	0.78	326
2009E	1953	1.28	125	862	0.14	6.4	7.61	33
2010E	1988	1.79	159	17.5	0.18	8.01	9.7	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●2008 年公司实现营业收入 19.28 亿元、归属母公司净利润 0.13 亿元，同比分别下降 7.44%和 94.61%，实现每股收益 0.015 元。扣除非经常损益后的每股收益仅为 0.0008 元，公司 08 年的电力业务基本上盈亏平衡。

●发电小时大幅下降，但高于平均水平：2008 年公司机组平均利用小时达到 6116 小时，比 2006 年下降 417 小时，下降比例 6.38%，但仍超出省调发电机组平均水平 769 小时，远高于省平均水平。主要原因由于公司是当地的主力电厂，此外可能得益于大股东的支持。尽管公司机组 08 年利用小时远高于省平均水平，考虑到受经济危机影响用电量需求，我们预计 09 年公司利用小时将继续回落，预计回落 10%左右，维持在 5600 小时左右。

●煤炭成本上涨超过 30%，09 年仍面临考验：经我们测算公司 2008 年全年标煤价格在 540 元/吨左右（不含税）；2007 年全年标煤价格在 400 元左右（不含税）。2008 年公司的标煤成本较 2007 年上涨幅度超过 30%。由于公司 2008 年煤炭价格大幅上涨，2009 年在煤炭下游需求增速放缓，供给较为充分的情况下，预计 2009 年公司煤炭成本能维持 2008 年第四季度水平，预计标煤价格在 540 元/吨左右。

●电价上调难以缓解煤炭成本上扬，09 年盈利仍不容乐观：公司电价两次合计上调了 12.47%，低于山西平均水平的 14.23%。在煤价上涨超高 30%的情况下，电价上调远不能覆盖煤炭成本上升，此外 09 年公司仍面临发电小时的大幅回落，09 年公司盈利状况仍不容乐观。

●煤电联营有望推进：虽然报告期内公司煤电联营没有任何进展，但考虑到目前煤价下跌，煤炭供应充分的情况下，收购煤矿股权在价格谈判等方面更容易，此外公司所在地为煤炭大省，预计 09 年公司煤电联营有望推进。

●投资建议：保守预计公司 2009-2010 年分别实现每股收益 0.1431、0.18 元，对应动态市盈率分别为 33 和 26 倍，从动态市盈率来看公司的估值相对较高，暂给予“中性”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

一、公司业务及盈利概况

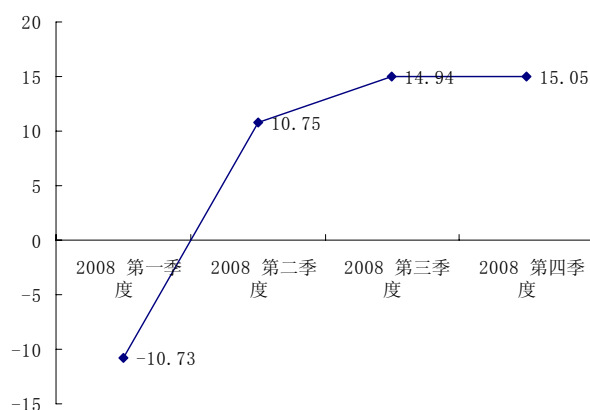
- 通宝能源是山西地区大型火电企业之一，目前公司控股股东是山西国际电力集团，为山西国资委所属企业。可控装机容量120（4*30）万千瓦，权益装机容量120万千瓦，电力资产较为单一（仅有阳光发电厂4*30机组）。
- 2008年公司实现营业收入19.28亿元、归属母公司净利润0.13亿元，同比分别下降7.44%和94.61%，实现每股收益0.015元。扣除非经常损益后的每股收益仅为0.0008元，公司08年的电力业务基本上盈亏平衡。

表1. 公司投产电力资产统计

电厂名称	可控装机容量（万千瓦）	股权比例益	权益装机容量
阳光	120（4*30）	100.00%	120
合计	120		120

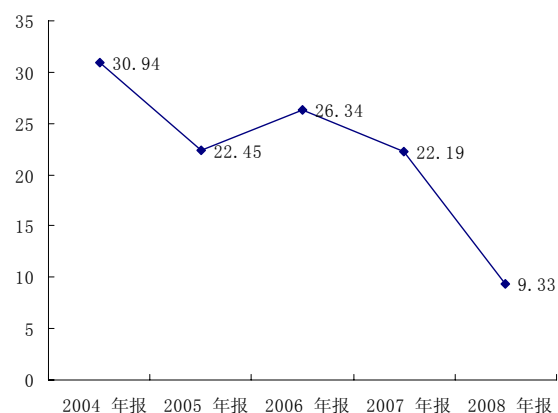
资料来源：山西证券

图1：2008年分季度毛利率



资料来源：山西证券

图2：2004-2008年公司毛利率水平



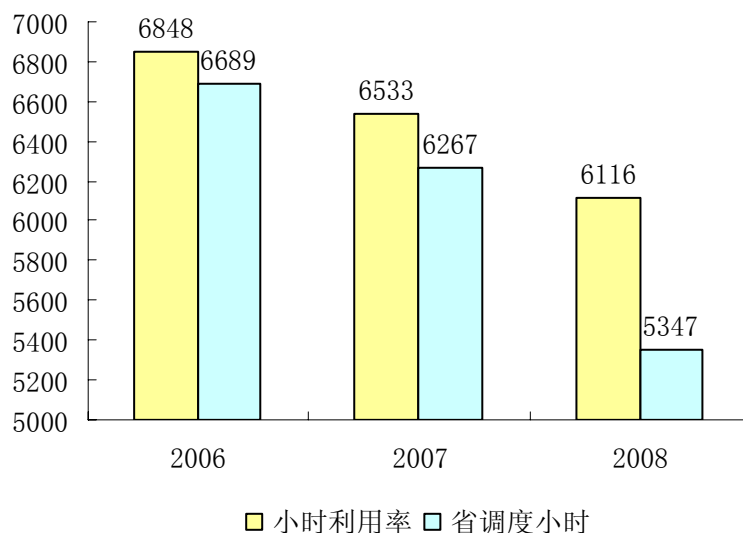
发电小时大幅下降 但高于平均水平

- 2008年公司机组平均利用小时达到6116小时，比2006年下降417小时，下降比例6.38%，但仍超出省调发电机组平均水平769小时，远高于省平均水平。主要原因由于公司是当地的主力电厂，此外可能得益于大股东的支持。
- 分季度看第一季度公司发电小时下降幅度较大，主要原因由于雪灾天气用电需求降低，此外可能由于公司设备检修等其他原因；第二及第三季

度发电小时基本是去年同期维持同样水平，发电负荷较高；第四季度全国发电小时受经济危机影响，公司的发电小时和去年同期相比下降幅度并不是很多，仍维持了较高水平。

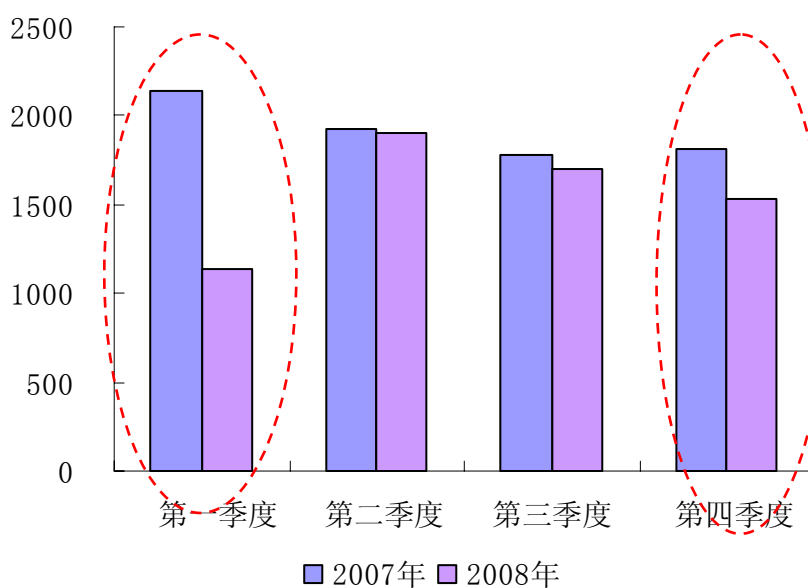
- 尽管公司机组08年利用小时远高于省平均水平，考虑到受经济危机影响用电量需求，我们预计09年公司利用小时将继续回落，预计回落10%左右，维持在5600小时左右。

图3：公司发电小时与省调度小时比较



资料来源：山西证券

图4：2007年-2008年分季度发电小时比较



资料来源：山西证券研究所测算

煤炭成本上涨超过30%

- 经我们测算公司2008年全年标煤价格在540元/吨左右（不含税）；2007年全年标煤价格在400元左右（不含税）。2008年公司的标煤成本较2007年上涨幅度超过30%。
- 分季度测算发现煤炭全年煤炭成本较为稳定，进入第三、第四季度并未大幅上涨，第四季度公司标煤成本在540元/吨左右。
- 由于公司2008年煤炭价格大幅上涨，2009年在煤炭下游需求增速放缓，供给较为充分的情况下，预计2009年公司煤炭成本能维持2008年第四季度水平，预计在540元/吨左右。

电价上调难以缓解煤炭成本上扬

- 电价两次合计上调了12.47%，低于山西平均水平的14.23%。由于公司电厂脱硫，提高了电价0.02元/千万时，公司电价高于省平均水平。
- 在煤价上涨超高30%的情况下，电价上调远不能覆盖煤炭成本上升，此外09年公司仍面临发电小时的大幅回落，09年公司盈利状况仍不容乐观。

表 2：公司电价调整情况

电价（元/千万时）	调整前	第一次调整	第二次调整	目前电价	合计调整幅度
通宝能源	0.3023	0.0177	0.02	0.34	12.47%
山西省	0.2803	0.0199	0.02	0.3202	14.23%

资料来源：山西证券

煤电联营有望推进

- 虽然报告期内公司煤电联营没有任何进展，但考虑到目前煤价下跌，煤炭供应充分的情况下，收购煤矿股权在价格谈判等方面更容易，此外公司所在地为煤炭大省也有利于公司开展煤电联营，预计09年公司煤电联营有望推进。
- 如果公司煤电联营成功的话，煤炭价格的上涨引起的成本上升将几乎被股权收益所对冲，公司将成为一家煤电联营的公司，克服目前火力发电企业普遍面临的毛利挤压现象。

二、盈利预测

预测假设

- 阳光机组09-10年机组平均利用小时数分别为5600、6800小时。
- 09年-10年标煤单价550元/吨
- 单位煤耗320克/千瓦时
- 维持目前电价不变，即维持0.34元/千万时（均为含税电价）
- 不考虑煤电合营项目（与阳泉煤矿）；不考虑集团资产注入。

表3：盈利预测表

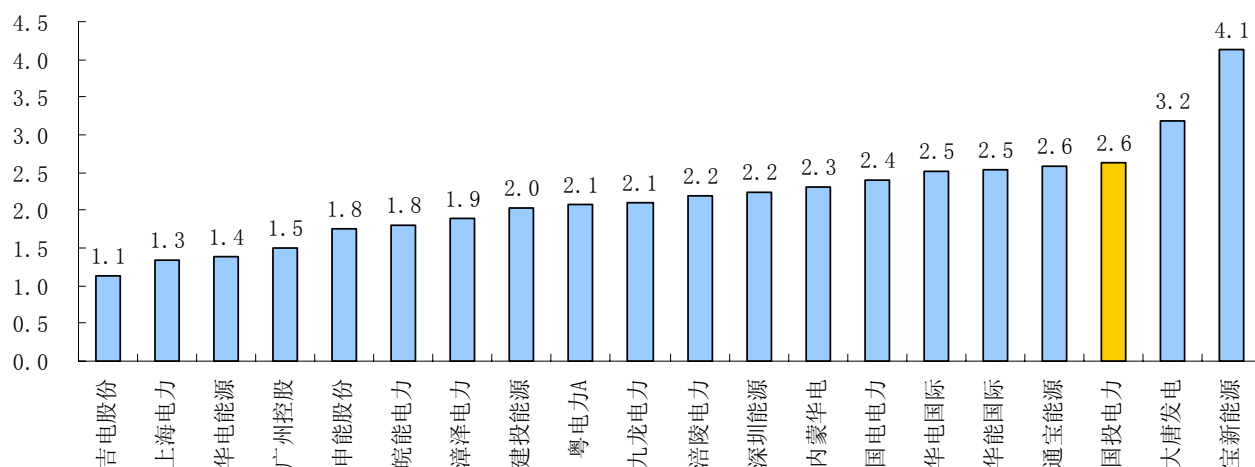
单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
装机容量（万千瓦）	120	120	120	120
小时利用率（小时）	6533	6116	5600	5700
发电量（亿千瓦时）	88.4	73.392	67.2	68.4
供电量（亿千瓦时）	82.4	72.6	64.512	65.664
含税电价（元/千瓦时）	0.2873	0.318	0.34	0.34
营业收入	208314.33	192818.94	195282.05	198769.2308
毛利率	22.19%	10.30%	20.56%	23.55%
营业成本	162084.43	174819.59	161976.90	160878.22
营业税金及附加	2036.55	1658.81	1500.00	1500.00
营业费用	137.99	145.35	145.00	150.00
管理费用	14789.26	9847.39	10000.00	10000.00
财务费用	8882.24	6910.65	5000.00	5000.00
资产减值损失	76.98	-976.91	0.00	0.00
公允变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.96	1081.98	0.00	0.00
营业利润	20312.85	1496.04	16660.15	21241.01
加：营业外收入（元）	15874.76	629.39	0.00	0.00
减：营业外支出（元）	71.55	93.96	0.00	0.00
利润总额	36116.07	2031.47	16660.15	21241.01
所得税	11572.79	733.50	4165.04	5310.25
减：少数股东权益	497.93	0.00	0.00	0.00
净利润	24543.27	1297.97	12495.12	15930.75
总股本（万股）	87294.10	87294.10	87294.10	87294.10
EPS（元）	0.2755	0.01	0.1431	0.18

资料来源：山西证券

三、投资建议

- **动态市盈率估值：**保守预计公司2009-2010年分别实现每股收益0.1431、0.18元，对应动态市盈率分别为33和26倍，从动态市盈率来看公司的估值相对较高。
- **行业相对估值分析：**公司目前的PB为2.6倍，在火电行业处于偏高水平，考虑到公司暂时缺乏成长性，我们认为公司的估值相对行业来说较高。
- **投资建议：**通过比较发现公司的估值处于电力板块较高水平，暂给予“中性”的投资评级。

图5: PB估值比较



资料来源：山西证券

四、投资风险

- **煤价上涨风险：**国际油价如果大幅上涨，可能最终带动国内煤价上涨，如果煤电联动不能及时进行，将挤压公司的盈利空间。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。