

业绩符合预期，经营改善还需外力

——通宝能源 2009 年年报点评

最新评级：中性（维持）

上次评级：中性

市场数据：2010 年 3 月 17 日

上证综合指数 3050.48

深圳成分指数 12233.8

沪深 300 指数 3273.92

沪深成交金额 1811.00 亿

报告时间：2010年3月18日

报告类型：业绩点评

研究员：蔡文彬

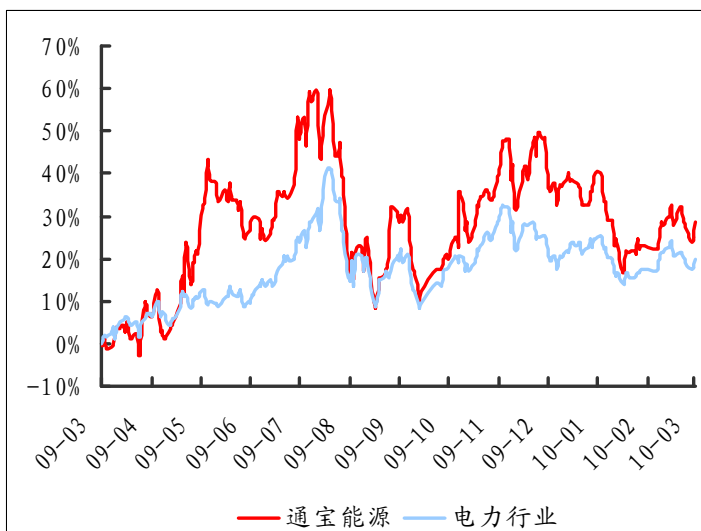
电话：(0351)4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>



相关报告：

通宝能源（600780）：稳健经营，期待集团资产注入
（2010/01/07）

■ 事件

3 月 18 日，通宝能源发布 2009 年年度报告。公司全年实现营业收入 19.08 亿元，归属于上市公司股东的净利润 699 万元，扣除非经常性损益的净利润 1920.95 万元。全年实现每股收益 0.008 元。

■ 点评

营业收入、净利润同比继续下滑

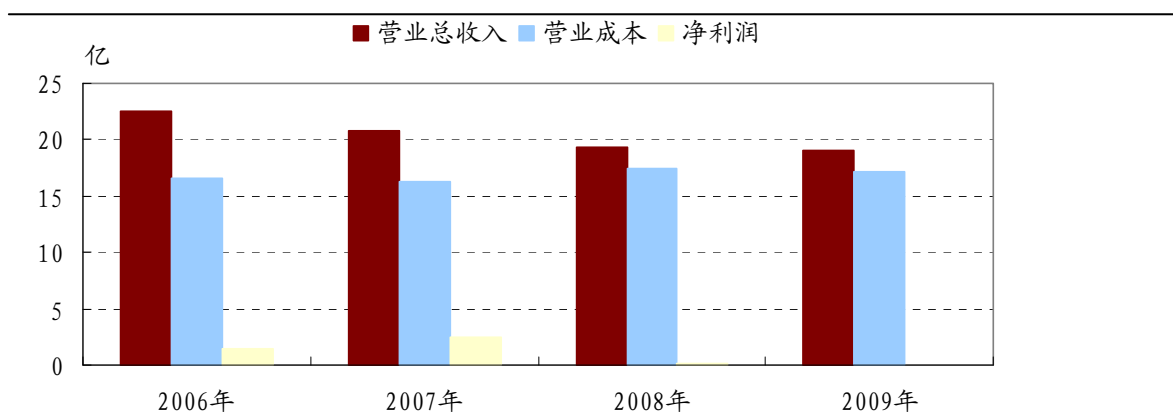
通宝能源 2009 年实现营业收入 19.08 亿元，较上年同期减少 1.04%，与我们预测值 18.94 亿元十分接近；营业成本 17.13 亿元，较上年同期减少 2.03%，也与我们的预测值 17.48 亿元接近；归属于上市公司股东的净利润 699 万元，较上年同期减少 46.11%；扣除非经常性损益的净

利润 1920.95 万元，较上年同期增长 2,573.09%。公司扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.022 元/股，略低于我们此前的预期。

公司营业收入同比继续下滑，主要是因为，虽然电价调整增加了部分营业收入，但公司唯一营运电力资产——阳光发电厂，因竞争加剧发电量继续下降。而且，公司转让阳泉辰光热电有限责任公司也减少了公司营业收入。营业成本的下滑则反映了公司发电量的减少，但燃料单位成本大幅上升使得成本下降幅度有限。

对于每股收益略低于我们预期的原因，一方面是因为公司出现了坏账损失，全年计提了资产减值损失 116.24 万元；另一方面，在发电量下降的情况下，公司管理成本却上升了 24.56%，这也超过了我们此前的预期。

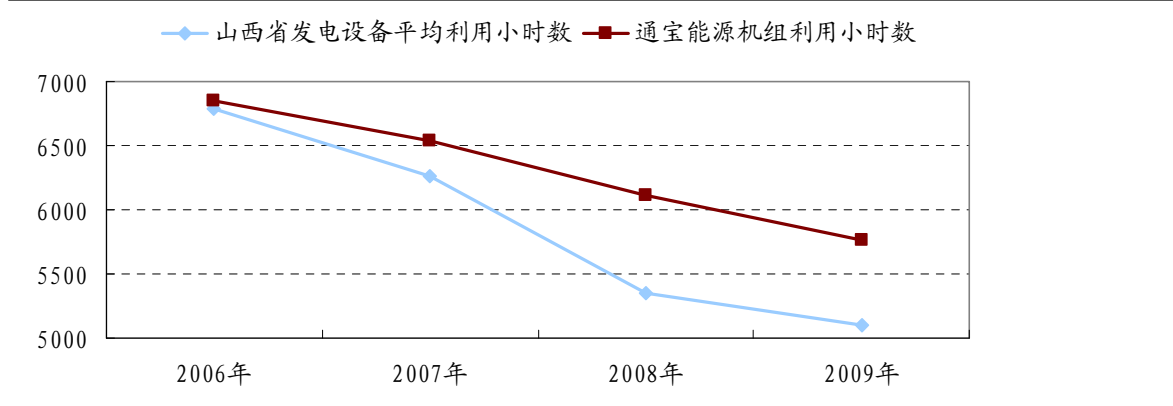
图表 1 2006-2009 年公司主要经营数据



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

下半年发电量有所回升，但全年发电量同比继续回落

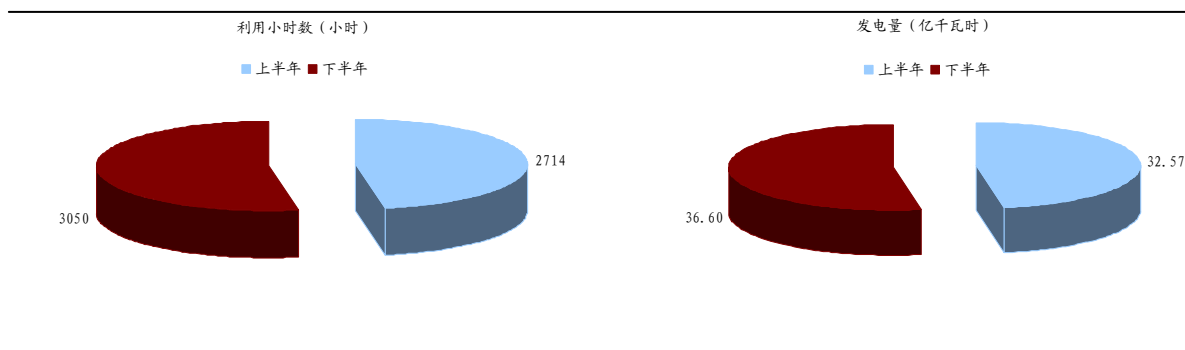
图表 2 2006-2009 年机组利用小时数对比



资料来源：大同证券研究部、公司公告

在金融危机降低用电需求，山西省发电装机扩容增加了市场竞争压力的双重作用下，2009年通宝能源发电量较去年同期下降了约 10 亿千瓦时，为 69.17 亿千瓦时。其中，上半年发电量 32.57 亿千瓦时，下半年发电量 36.60 亿千瓦时，显示在电力需求回暖带动下，下半年公司机组出力有所增加。

图表 3 公司 2009 年上、下半年发电量对比

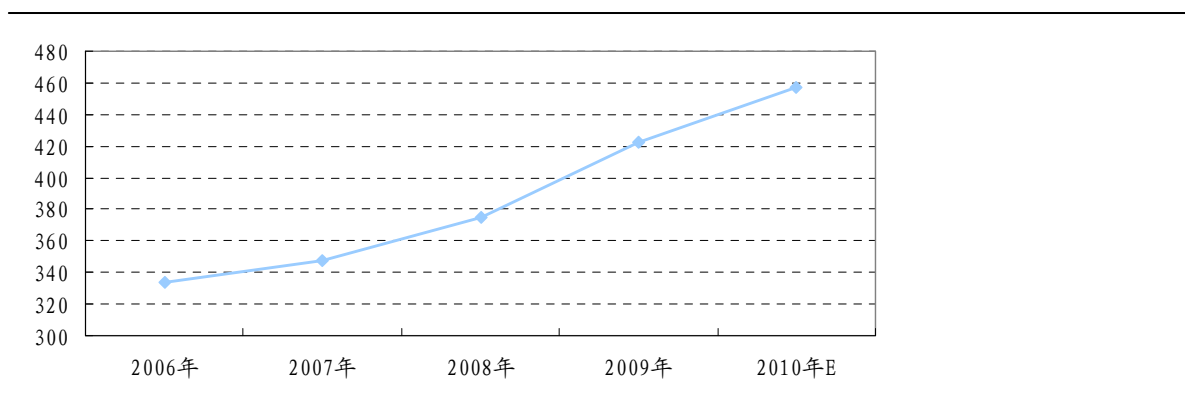


资料来源：大同证券研究部、公司公告

2009 年阳光发电厂机组利用小时达 5,764 小时，虽然较省调发电机组平均利用小时数多 658 小时，但较 2008 年仍下降了约 400 个小时。其中，上半年机组利用小时数 2714 小时，下半年利用小时数 3050 小时。我们预计，随着 2010 年宏观经济的进一步恢复，公司机组利用小时数持续下滑的趋势或暂告一段落，2010 年机组利用小时数有望维持在 2009 年的水平附近。

2010 年合同煤价上调约 35 元/吨，成本压力凸显

图表 4 2006-2010 年公司煤炭单价变化 (元/吨)



资料来源：大同证券研究部

目前，通宝能源的煤炭采购几乎全部来自于阳光发电厂附近的阳煤五矿，采购价格根据前一年签订的电煤合同确定，而公司市场煤采购数量非常少。因此，在市场煤价格大幅下降的 2009

年，由于合同煤价格的上涨，公司燃料单位成本不降反升。我们认为，公司高比例合同煤、低比例市场煤，虽然保证了煤炭价格和煤炭供应，但也限制了公司业绩的弹性空间。

公司与阳煤五矿签订的 2010 年电煤（5500 大卡）合同价格较 2009 年上涨约 35 元/吨，同比增幅在 8% 左右。按照目前公司的煤炭消费量，2009 年底上调 0.01 元/千瓦时上网电价所带来的收益，将完全被电煤价格上涨所吞噬掉。因此，相比于平均上网电价上调幅度更大的 2009 年，公司 2010 年因燃料成本上升所带来的经营压力也更大。

未来经营改善还需依靠外力

根据通宝能源 2010 年的经营计划，主要任务指标是全年完成发电量 68 亿千瓦时，营业收入 19.28 亿元，成本费用 19.26 亿元。我们认为，在煤炭成本上涨明确的前提下，公司实现以上成本费用控制目标的困难非常大。公司未来经营改善还需要依靠外力。

外力一：大股东资产注入

公司大股东山西国际电力集团（简称“山西国电”）是山西省政府全资设立的电力产业集团，是山西省政府授权的主要省级电力资产出资者代表。而通宝能源作为大股东的主要资本运作平台，以及集团发电资产的整合平台，未来注入优质资产的可能性较大。

虽然山西国电目前拥有近千万千瓦的电力项目储备，但目前集团下面的成熟发电资产较少。其中，进度较快的耀光煤电（ 2×20 万千瓦），预计在今年上半年能投产。根据对注入资产确保一定盈利能力的要求，我们预计短期内注入资产的可能性不是太大。

外力二：电价上调

目前通宝能源机组上网电价为 0.350 元/千瓦时，已经高于山西省标杆电价 0.3253 元/千瓦时，上调空间不大；而且，在目前通胀压力较大的情况下，国家上调电价的时间和幅度也尚不明朗。因此，公司机组 2010 年上网电价上调时机和幅度的不确定非常大。

投资建议

不考虑大股东资产注入和上网电价上调等外部因素，综合公司 2010 年合同煤价格上涨，以及机组利用小时数企稳回升的情况，我们预测 2010、2011 年通宝能源的每股收益分别为 -0.155 元和 -0.093 元。

综上所述，我们认为，公司未来经营改善，业绩超预期，主要依赖于外力，即大股东优质资产注入，以及电价上调幅度和时间。否则，公司 2010 年可能面临亏损的风险。综合考虑以上因素，维持通宝能源“中性”的投资评级。

图表 5 盈利预测结果

项目	2009A	2010E	2011E
主营收入（元）	1,908,153,966.50	1,930,706,116.89	1,938,982,192.09
主营收入增长率	-1.04%	1.18%	0.43%
EBITDA（元）	60,016,196.39	-104,055,967.26	-105,677,830.59
EBITDA增长率	-5.53%	-273.38%	—
净利润（元）	6,990,092.64	-135,392,678.95	-81,410,842.33
净利润增长率	-46.11%	-2036.92%	—
EPS（元/股）	0.008	-0.155	-0.093

资料来源：大同证券研究部

风险提示

1、宏观经济复苏的不确定性；2、集团资产注入时机的不确定性；3、电价调整幅度和时机的不确定性。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。