

分析师：葛军 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120019

联系人：李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

## 依托控股股东优势渠道，拟签订煤炭采购合同

### 事件描述

通宝能源发布关联交易公告，其主要内容为：

- 公司全资子公司“阳光发电”拟与山西国盛煤炭运销有限公司（“国盛煤运”）签订《煤炭买卖合同》。

### 事件评论

#### 第一，与国盛煤运签订煤炭买卖合同利于控制煤炭采购成本

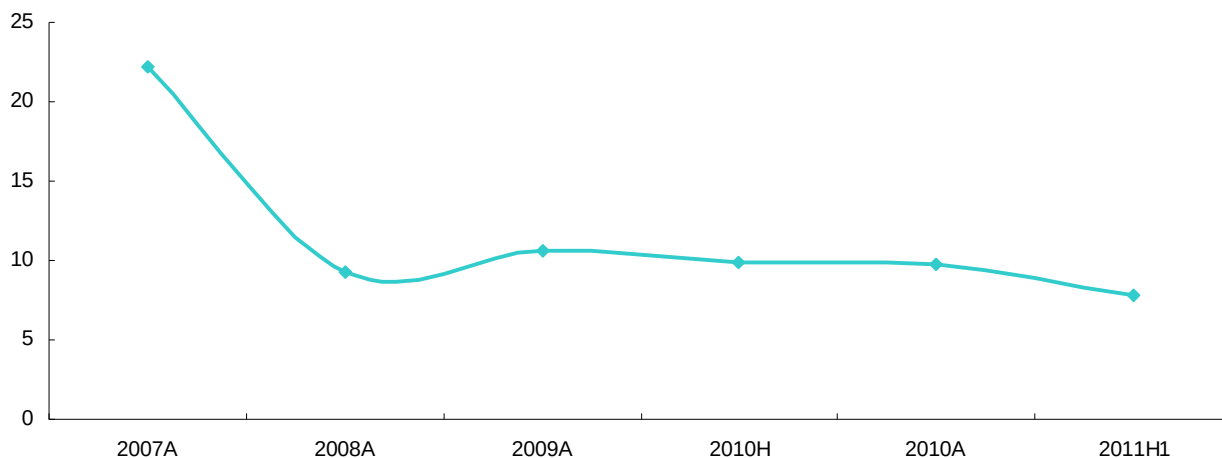
公司全资子公司阳光发电拟与国盛煤运签订金额不超过 10 亿元的煤炭买卖合同。合同签订双方分别为：阳光发电和国盛煤运。阳光发电为公司下属全资子公司，主要负责公司发电业务；国盛煤运为国电资产的全资子公司，而国电资产是公司控股股东山西国电的全资子公司，主要负责山西国电所属企业的煤炭采购工作。

合同要点包括：

- 国盛煤运作为从事煤炭经销的专业公司，依托山西国电在燃料采购方面的较强谈判及议价能力，已与多家大型煤炭企业建立了稳定的煤炭供销关系；同时负责山西国电自有煤炭资源的销售，具有集中采购及“双向合同，统一经销”的供应链专业管理优势。
- 依据成本定价原则确定采购价格，该定价原则可保障公司煤炭采购成本的稳定性。
- 结算上采取验货付款的方式，可减少预付款给公司带来的资金压力。
- 合同期限为 2011 年第二次临时股东大会审议通过日至 2011 年末，将使公司主动应对可能发生的“电荒煤荒”。

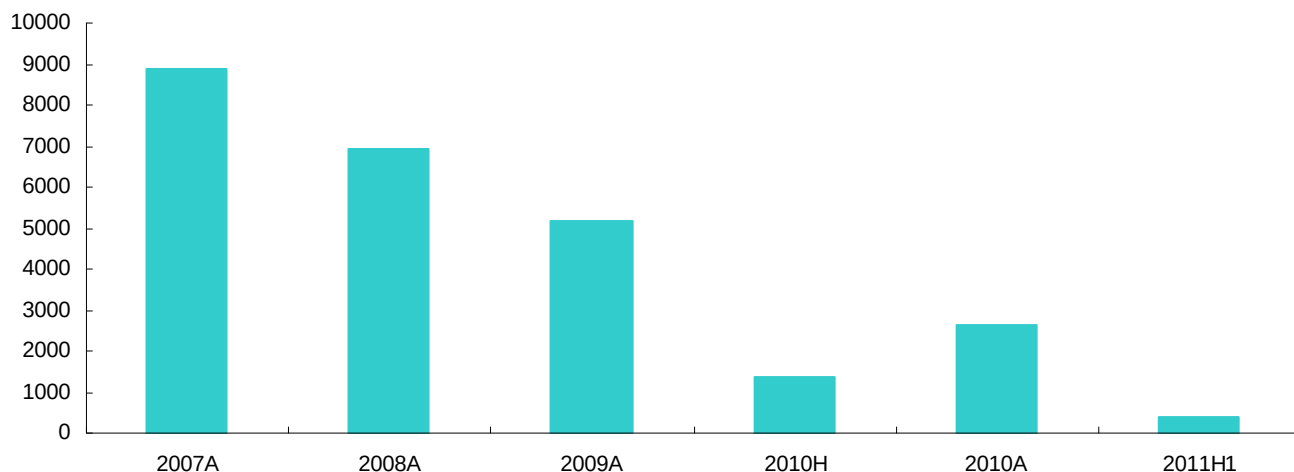
我们认为，公司本次同国盛煤运的合作将有利于公司在煤炭市场价普遍上涨的背景下有效控制燃料成本，确保燃料按质保质稳定供应，从而保持发电业务经营的稳定性。

图 1：公司发电业务毛利率有望保持稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司发电业务财务负担逐渐减轻



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，看好公司转型综合能源前景，仍维持对通宝能源“谨慎推荐”评级

- 目前公司拥有发电和配电两大业务线条，考虑到配电行业利润具有一定的稳定性，以及所属吕梁临汾地区工业经济的快速发展，我们认为未来公司盈利有望保持稳中有升。集团层面看，公司作为控股股东旗下唯一的资本运作平台，山西国电将逐步实现整体上市，我们仍看好公司转型综合能源前景。
- 公司发电业务财务负担较小，本次合同的签订将有效控制燃料成本，在全行业出现亏损的情况下，公司发电业务经营情况有望好于行业平均。
- 以公司现有资产盈利情况合理测算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.29 元、0.38 元和 0.51 元，

对应 PE 分别为 26.83 倍、20.47 倍和 15.25 倍，给予“谨慎推荐”评级。

**风险提示：尚须股东大会表决通过**

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)          |             |              |              |              | 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2010A       | 2011E        | 2012E        | 2013E        |                | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>营业收入</b>        | <b>2119</b> | <b>2599</b>  | <b>3208</b>  | <b>4032</b>  | 货币资金           | 94           | 1724         | 2621         | 3625         |
| 营业成本               | 1920        | 1879         | 2266         | 2758         | 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>毛利</b>          | <b>199</b>  | <b>720</b>   | <b>942</b>   | <b>1274</b>  | 应收账款           | 157          | 193          | 239          | 300          |
| % 营业收入             | 9.4%        | 27.7%        | 29.4%        | 31.6%        | 存货             | 88           | 77           | 93           | 113          |
| 营业税金及附加            | 10          | 12           | 15           | 19           | 预付账款           | 16           | 17           | 20           | 25           |
| % 营业收入             | 0.5%        | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 其他流动资产         | 10           | 12           | 14           | 18           |
| 销售费用               | 1           | 1            | 2            | 2            | <b>流动资产合计</b>  | <b>376</b>   | <b>2036</b>  | <b>3003</b>  | <b>4101</b>  |
| % 营业收入             | 0.1%        | 0.1%         | 0.1%         | 0.1%         | 可供出售金融资产       | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 管理费用               | 120         | 143          | 176          | 222          | 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入             | 5.7%        | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 长期股权投资         | 14           | 14           | 14           | 14           |
| 财务费用               | 27          | 15           | 29           | 55           | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入             | 1.3%        | 0.6%         | 0.9%         | 1.4%         | 固定资产合计         | 808          | 1061         | 1263         | 1315         |
| 资产减值损失             | 0           | 1            | 2            | 2            | 无形资产           | 7            | 6            | 6            | 6            |
| 公允价值变动收益           | 0           | 0            | 0            | 0            | 商誉             | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 投资收益               | 0           | 0            | 0            | 0            | 递延所得税资产        | 10           | 0            | 0            | 1            |
| <b>营业利润</b>        | <b>41</b>   | <b>548</b>   | <b>718</b>   | <b>975</b>   | 其他非流动资产        | 1189         | 1189         | 1189         | 1189         |
| % 营业收入             | 1.9%        | 21.1%        | 22.4%        | 24.2%        | <b>资产总计</b>    | <b>2419</b>  | <b>4322</b>  | <b>5490</b>  | <b>6640</b>  |
| 营业外收支              | 2           | 0            | 0            | 0            | 短期贷款           | 391          | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>        | <b>43</b>   | <b>548</b>   | <b>718</b>   | <b>975</b>   | 应付款项           | 215          | 210          | 253          | 308          |
| % 营业收入             | 2.0%        | 21.1%        | 22.4%        | 24.2%        | 预收账款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 所得税费用              | 12          | 153          | 201          | 273          | 应付职工薪酬         | 17           | 17           | 20           | 25           |
| 净利润                | 31          | 395          | 517          | 702          | 应交税费           | 3            | 23           | 30           | 41           |
| <b>归属于母公司所有者</b>   |             |              |              |              | 其他流动负债         | 66           | 60           | 73           | 89           |
| <b>的净利润</b>        | <b>31.0</b> | <b>328.9</b> | <b>431.0</b> | <b>584.8</b> | <b>流动负债合计</b>  | <b>692</b>   | <b>310</b>   | <b>376</b>   | <b>462</b>   |
| 少数股东损益             | 0           | 66           | 86           | 117          | 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>EPS (元/股)</b>   | <b>0.03</b> | <b>0.29</b>  | <b>0.38</b>  | <b>0.51</b>  | 应付债券           | 0            | 400          | 1050         | 1500         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |             |              |              |              | 递延所得税负债        | 1            | 0            | 0            | 0            |
|                    | 2010A       | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 其他非流动负债        | 43           | 43           | 43           | 43           |
| <b>经营活动现金流净额</b>   | <b>530</b>  | <b>572</b>   | <b>773</b>   | <b>1037</b>  | <b>负债合计</b>    | <b>736</b>   | <b>753</b>   | <b>1469</b>  | <b>2005</b>  |
| 取得投资收益             | 0           | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司         | 1683         | 3503         | 3869         | 4366         |
| 收回现金               |             |              |              |              | 所有者权益          |              |              |              |              |
| 长期股权投资             | 1           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益         | 0            | 66           | 152          | 269          |
| 无形资产投资             | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>股东权益</b>    | <b>1683</b>  | <b>3569</b>  | <b>4021</b>  | <b>4636</b>  |
| 固定资产投资             | -136        | -426         | -432         | -340         | <b>负债及股东权益</b> | <b>2419</b>  | <b>4322</b>  | <b>5490</b>  | <b>6640</b>  |
| 其他                 | -7          | 0            | 0            | 0            | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流净额</b>   | <b>-142</b> | <b>-426</b>  | <b>-432</b>  | <b>-340</b>  |                | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 债券融资               | 0           | 400          | 650          | 450          | EPS            | 0.027        | 0.287        | 0.376        | 0.510        |
| 股权融资               | 0           | 1540         | 0            | 0            | BVPS           | 1.93         | 4.01         | 4.43         | 5.00         |
| 银行贷款增加 (减少)        | -540        | -391         | 0            | 0            | PE             | 287.06       | 27.05        | 20.64        | 15.21        |
| 筹资成本               | 21          | -65          | -94          | -142         | PEG            | 1.73         | 0.16         | 0.12         | 0.09         |
| 其他                 | -40         | 0            | 0            | 0            | PB             | 4.02         | 1.93         | 1.75         | 1.55         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>   | <b>-559</b> | <b>1484</b>  | <b>556</b>   | <b>308</b>   | EV/EBITDA      | 24.70        | 10.27        | 7.49         | 5.14         |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-172</b> | <b>1630</b>  | <b>897</b>   | <b>1004</b>  | ROE            | 1.8%         | 9.4%         | 11.1%        | 13.4%        |

## 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) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

## 投资评级说明

|             |                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>行业评级</b> | 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：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| <b>公司评级</b> | 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：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。