

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

三季度业绩略超预期，估值基本合理

事件描述

通宝能源今日发布 2011 年三季报，其主要内容为：

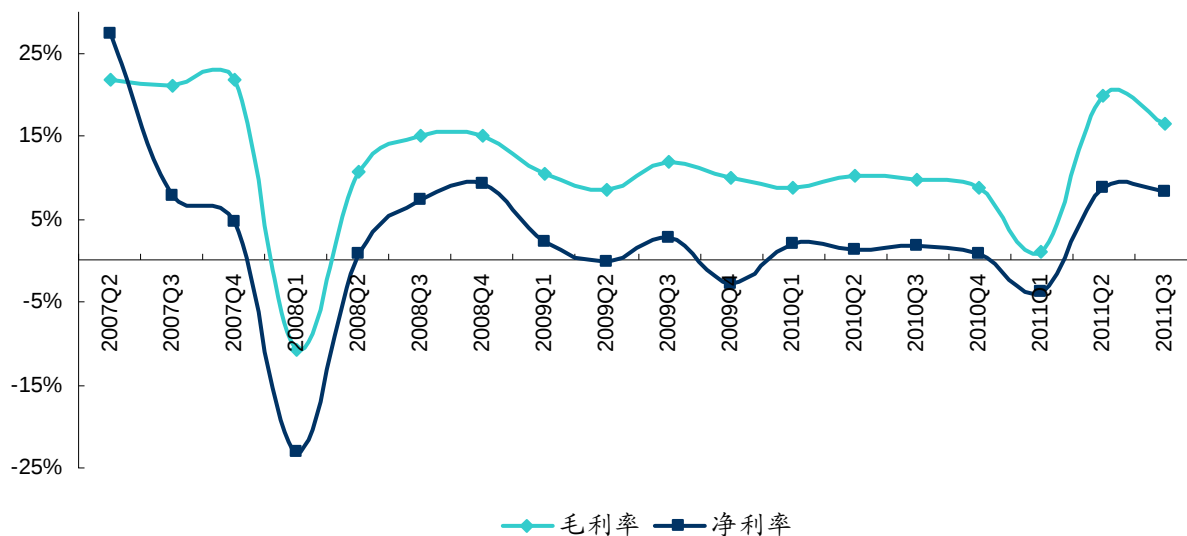
- 2011 年前三季度公司实现营业收入 39.77 亿元，同比增长 17.8%；分别实现营业利润 3.65 亿元和净利润 2.78 亿元，同比分别增长 56.46%和 59.68%；归属于上市公司股东净利润 2.81 亿元，同比增长 58.34%；实现基本每股收益 0.245 元，同比增长 58.37%。

事件评论

第一，三季度业绩略超预期，期间费用同比下降

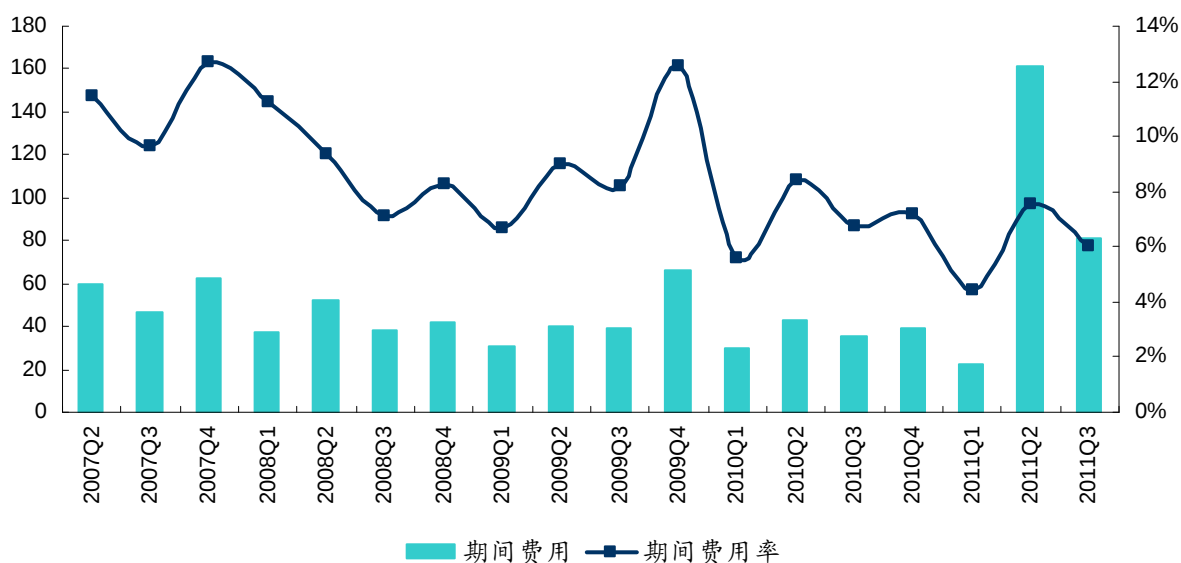
- 公司前三季度公司实现营业收入 39.77 亿元和营业成本 36.12 亿元，同比分别增长 17.8%和 17.15%(并表范围发生变化：地电股份营业成果纳入报表)；公司上半年已完成重组，三季度配电和发电业务支撑下，单季营业收入和营业成本分别为 13.44 亿元和 11.21 亿元，同比分别 16.46%和 16.62%。
- 公司三季度单季毛利率和净利率分别达到 16.60%和 8.26%，环比分别下降 3.19 个百分点和 0.47 个百分点，主要由于发电业务受到煤价上涨影响毛利率下滑，但公司整体盈利水平由于配电业务支撑仍好于行业平均。
- 公司三季度期间费用控制较好，期间费用率同比由去年的 6.73%下降至 6.03%；按地电股份纳入后报表口径计算，三季度单季期间费用亦同比下降 2014 万元。
- 公司三季度单季实现基本每股收益 0.0978 元，前三季度基本每股收益 0.2450 元；业绩略好于我们此前的预期，主要原因是公司在火电行业受到煤价上涨影响而大面积亏损的情况下，公司管理精细，期间费用控制良好。

图 1：公司三季度环比毛利率有所下降，净利率基本持平



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 公司三季度期间费用控制良好



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司积极拓展煤炭资源，有力降低经营风险

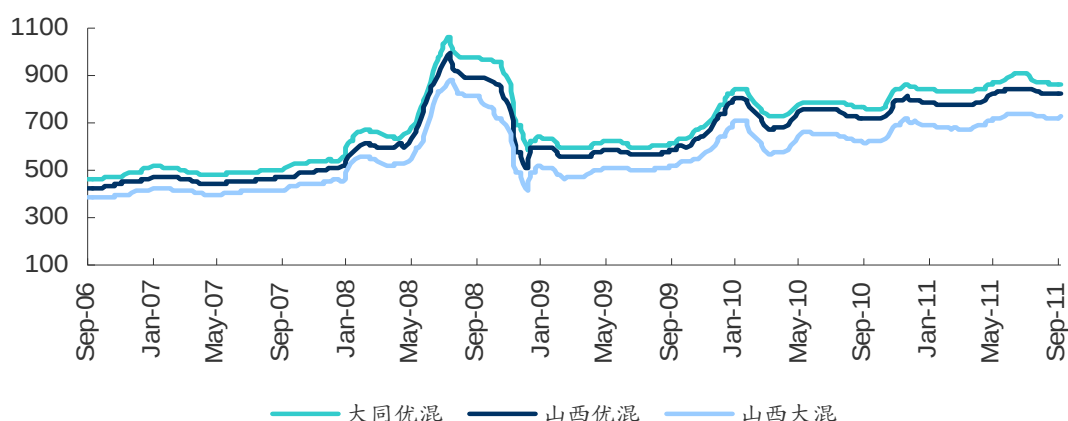
- 根据公告显示，公司今年 9 月 21 日同国盛煤运的合作，将有利于公司在煤炭市场价普遍上涨的背景下有效控制燃料成本，确保燃料按质保量稳定供应，从而保持发电业务经营的稳定性。该合同使公司能主动应对可能发生的“电荒煤荒”。合同要点包括：

- 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。
- 公司承接榆树坡煤业的合同权利义务有利于优化公司资产结构，逐步实现与煤炭等上游产业协同发展，降低经营风险，进一步提高公司的市场竞争力，保障公司持续稳定发展。

图 3：秦皇岛煤价年中以来略有上涨



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

第三，我们仍维持对通宝能源的“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。
- 公司发电业务本身财务负担较小，在火电行业出现较大面积亏损的情况下，由于公司燃料供应能得到较好保障，我们认为其经营情况四季度起将有所好转。
- 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 0.32 元、0.45 元和 0.67 元，对应 PE 分别为 23.14 倍、16.65 倍和 11.22 倍，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：市场煤价进一步上涨影响发电业务

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
营业收入	4544	5469	6506	7802	货币资金	94	547	651	855
营业成本	3803	4519	5265	6121	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	742	950	1240	1681	应收账款	157	404	481	577
% 营业收入	16.3%	17.4%	19.1%	21.5%	存货	88	185	216	251
营业税金及附加	10	12	14	17	预付账款	16	41	47	55
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	10	23	27	31
销售费用	1	0	1	1	流动资产合计	376	1227	1453	1807
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	3	3	3	3
管理费用	120	290	332	390	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	5.3%	5.1%	5.0%	长期股权投资	14	14	14	14
财务费用	27	59	84	43	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	1.1%	1.3%	0.6%	固定资产合计	808	4120	3679	3154
资产减值损失	0	9	2	3	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	-2	-1	-1	递延所得税资产	10	4	1	1
营业利润	584	578	806	1226	其他非流动资产	1189	1189	1189	1189
% 营业收入	12.8%	10.6%	12.4%	15.7%	资产总计	2419	6576	6358	6186
营业外收支	2	18	2	2	短期贷款	391	1765	982	0
利润总额	43	595	808	1228	应付款项	215	506	590	686
% 营业收入	1.0%	10.9%	12.4%	15.7%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	12	223	291	461	应付职工薪酬	17	41	47	55
净利润	31	372	517	768	应交税费	3	38	49	76
归属于母公司所有者					其他流动负债	66	144	168	195
的净利润	31.0	372.1	517.1	767.6	流动负债合计	692	2493	1836	1012
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.03	0.32	0.45	0.67	应付债券	0	500	500	500
现金流量表（百万元）					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
经营活动现金流净额	530	809	1213	1523	负债合计	736	3036	2378	1555
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1683	3539	3979	4631
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	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1683	3540	3979	4632
固定资产投资	-136	-3655	-165	-178	负债及股东权益	2419	6576	6358	6186
其他	-7	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-142	-3655	-165	-178		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	500	0	0	EPS	0.027	0.325	0.451	0.670
股权融资	0	1540	0	0	BVPS	1.93	4.05	4.56	5.31
银行贷款增加（减少）	-540	1374	-783	-982	PE	277.81	23.14	16.65	11.22
筹资成本	21	-115	-161	-158	PEG	1.45	0.12	0.09	0.06
其他	-40	0	0	0	PB	3.90	1.85	1.65	1.42
筹资活动现金流净额	-559	3298	-944	-1141	EV/EBITDA	9.73	10.54	6.31	4.18
现金净流量	-172	453	104	204	ROE	1.8%	10.5%	13.0%	16.6%

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

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。