

通宝能源 (600780.SH) 火电行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 8.50 元

产业布局合理、业绩稳健的地方能源供应商
长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	872.94
总市值(百万元)	9,745.27
年内股价最高最低(元)	9.25/5.21
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19


公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.008	0.036	0.334	0.431	0.533
每股净资产(元)	1.89	1.93	3.15	3.57	4.10
每股经营性现金流(元)	0.56	0.61	0.66	0.93	1.13
市盈率(倍)	809.24	157.73	25.44	19.74	15.95
行业优化市盈率(倍)	21.62	15.60	13.47	13.47	13.47
净利润增长率(%)	-46.11%	343.38%	1135.92%	28.89%	23.77%
净资产收益率(%)	0.42%	1.84%	10.62%	12.06%	13.01%
总股本(百万股)	872.94	872.94	1,146.50	1,146.50	1,146.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **发电-发电资产优良, 机组利用小时稳定:** 公司目前拥有的发电资产为阳光发电 4 台 30 万千瓦凝汽式燃煤发电机组, 作为当地重要的电源支撑点, 公司机组具有利用小时高、低能耗和低排放等特点, 优良的经营指标使其经营业绩相对稳定, 竞争优势较为突出。
- **配电-区位优势明显, 售电量保持高增长:** 公司供电业务覆盖山西省 12 个县(区), 供电区域 2.3 万平方公里, 占山西省 15% 的国土面积, 近年来该区域随着经济的快速发展以及基建规模的加大, 多年平均 GDP 保持 20% 以上的增速, 区位优势逐渐展现, 从而推动公司售电量大幅提升。
- **燃气-进入燃气分销领域或将打开新成长空间:** 公司公告拟收购山西国际电力集团持有的山西国兴煤层气输配公司 40% 的股权, 收购完成后将成为国兴煤层气的第一大股东, 正式进入燃气输配和分销领域。**我们根据公司公告气量以及山西地区的平均气价水平, 对于公司未来燃气业务的盈利性进行了分析。**

投资建议和估值

- 根据盈利预测模型, 在不考虑燃气业务贡献的情况下, 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别 0.334 元、0.431 元和 0.533 元, 同比分别增长 1135.92%、28.89% 和 23.77%。
- 我们对于公司未来燃气业务的盈利预测是: 按照公司公告中预计的售气量情况以及我们的合理假设, 预计燃气业务 2012-2013 年净利润分别为 0.945 亿元和 1.575 亿元, 按照公司通过后 40% 股权比例计算, 对公司 2012 和 2013 年 EPS 贡献分别为 0.033 元和 0.055 元, 短期内贡献业绩有限, 但长期成长可期; 考虑到燃气业务贡献后, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.334 元、0.464 元和 0.588 元。
- 考虑到燃气业务仍具有不确定性, 因此保守起见暂不考虑这部分对业绩的贡献, 但是考虑到公司作为集团唯一上市整合平台的地位以及进入燃气领域带来的估值溢价, 给予公司 25×12PE 的估值, 目标价 10.78 元, 建议买入。

风险

- 未来公司供电区域售电量增速受到不可预测原因导致低于预期; 燃气业务发展低于预期导致估值中枢下移。

郭煜

 联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：资产优良的地方能源供应商	4
产业布局合理、业绩稳健	5
发电：发电资产优良，机组利用小时稳定	5
配电：区位优势明显，售电量保持高增长	6
燃气：进入燃气分销领域或将打开新成长空间	8
盈利预测、估值和投资建议	10
盈利预测	10
对公司估值的思考：给予 25×12PE	13
附录 - 公司控股股东概述	14
山西国际电力集团	14
山西地区天然气（煤层气）应用现状	18
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

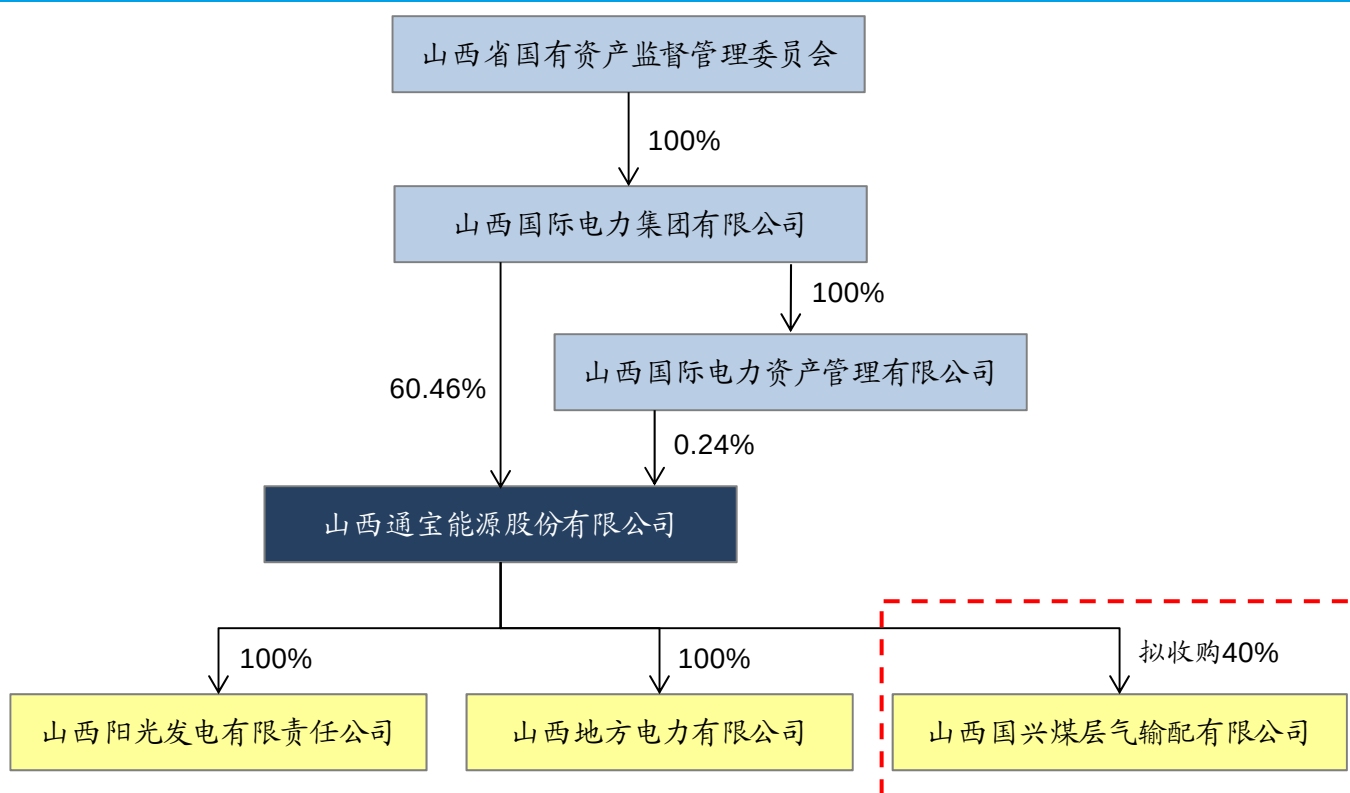
图表 1：公司目前股权结构图	4
图表 2：2011H 通宝能源营业收入结构	5
图表 3：2011H 通宝能源营业毛利结构	5
图表 4：公司利用小时远高于全国及省调水平	5
图表 5：公司供电煤耗持续降低	5
图表 6：公司发电业务年度收入和毛利率情况	6
图表 7：山西地电公司配电资产情况	6
图表 8：地电公司盈利模式	7
图表 9：地电公司配电流程	7
图表 10：当地在第二产业拉动下 GDP 保持高增速	8
图表 11：GDP 增速明显高于全国水平	8
图表 12：公司 2008-2010 年购售电量情况	8
图表 13：公司售电量增速远高于全国和全省水平	8
图表 14：国兴煤层气下游用户情况	9
图表 15：2010 年 6 月调价后山西燃气城市门站价格	9
图表 16：山西地区天然气购销差价和售气毛利测算（单位：元/立方米）	10
图表 17：阳光发电盈利预测	12
图表 18：地电公司盈利预测	13
图表 19：山西国际电力集团产业格局	14
图表 20：山西国际集团电源点分布	15
图表 21：山西国际集团燃气项目规划图	17

图表 22: 2012 年燃气业务资产构成图 (单位: 万元)	18
图表 23: 2012 年燃气业务收入构成图 (单位: 万元)	18
图表 24: 山西省内 5 条主干线情况	18
图表 25: 山西煤层气资源情况	19
图表 26: 山西煤层气区块登记情况	19
图表 27: 2011-2020 年山西省分行业天然气需求 (单位: 亿立方米)	19
图表 28: 2011-2020 年山西各地级市天然气需求 (单位: 亿立方米)	20
图表 29: 2010-2015 年山西省各地市天然气下游用户及气量预测 (单位: 亿立方米)	20

公司概况：资产优良的地方能源供应商

- 自上市以来，公司通过股权变更、资产重组、股权分置和市场再融资等各种资本运作方式，逐步成长为主营业务明确、公司治理优良、业务稳健运行的地方能源供应商。
- ◆ 公司去年启动定向增发购买大股东山西国际电力集团及其子公司国电资产持有的地电股份 100%的股权，截至今年 6 月，本次交易标的过户手续已经办理完毕。
- ◆ 重组完成后，公司目前同时拥有发电（阳光发电）和配电（地电公司）两项能源资产，盈利能力得到极大提升，并且大股东山西国际电力集团的持股比例也由之前的 48.38%提升至 60.70%，展现了公司作为集团唯一上市整合平台的地位。
- ◆ 近期，公司发布公告拟收购山西国电集团持有的山西国兴煤层气输配有限公司 40%的股权，收购完成后将成为国兴煤层气的第一大股东，正式进入天然气（煤层气）的输配和销售领域。
 - 1) 国兴煤层气专营鄂尔多斯盆地东缘河东煤田腹地山西吕梁能源及相关产业基地的煤层气和天然气，是拥有从输送到终端完整产业链的综合燃气产业公司。
 - 2) 目前已经取得山西省发改委授予的煤层气、天然气、焦炉煤气、煤制天然气“四气”的综合类从业资格。

图表1：公司目前股权结构图

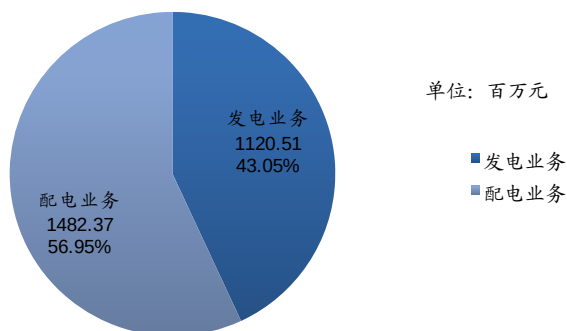


来源：国金证券研究所，注：山西国兴煤层气输配公司为拟收购资产

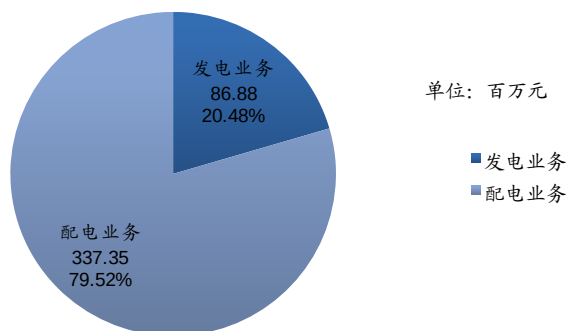
- 公司目前主营业务包括发电和配电两部分，其中发电资产为山西阳光发电厂，装机容量为 4×300MW；配电资产为山西地电公司，主要负责山西吕梁市、临汾市和朔州市 12 个县（区）的配售电。
- ◆ 截至 2011 年上半年，公司发电业务贡献营业收入和毛利分别为 1120.51 百万元和 86.88 百万元，分别占总量的 43.05%和 20.48%。

- ◆ 截至 2011 年上半年，公司配电业务贡献营业收入和毛利分别为 1482.37 百万元和 337.35 百万元，分别占总量的 56.95% 和 79.52%。

图表2：2011H 通宝能源营业收入结构



图表3：2011H 通宝能源营业毛利结构



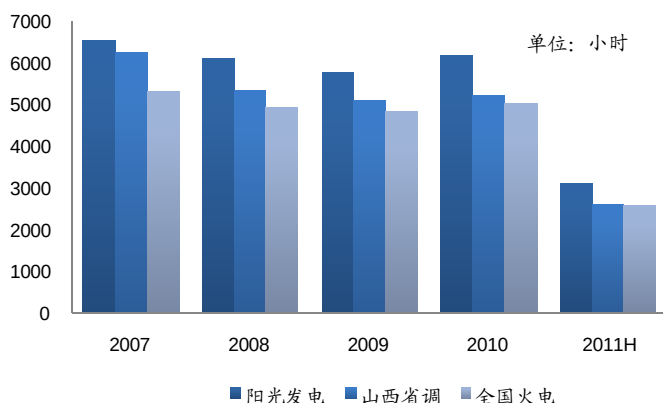
来源：国金证券研究所

产业布局合理、业绩稳健

发电：发电资产优良，机组利用小时稳定

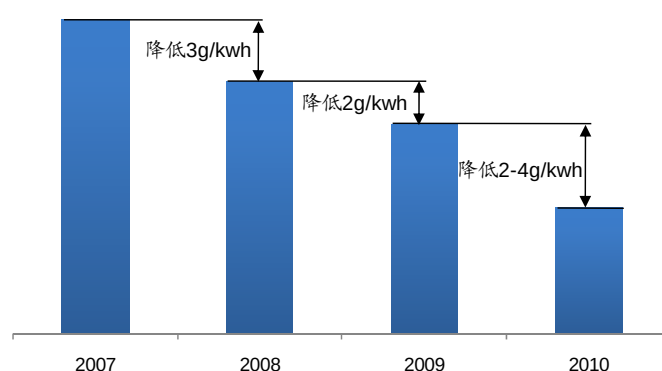
- 公司目前拥有的发电资产为阳光发电 4 台 30 万千瓦凝汽式燃煤发电机组，作为当地重要的电源支撑点，公司机组具有利用小时高、低能耗和低排放等特点，优良的经营指标使其经营业绩相对稳定，竞争优势较为突出。
- ◆ **利用小时高：**由于公司机组为当地重要的电源支撑点，送出有保障，并且公司及时掌握电网负荷信息，积极协调电量调度部门，争发抢发电量，使其机组利用率较高，利用小时历年都维持在较高水平，近三年，公司平均利用小时达 6024 小时，远高于全国和省调水平。
- ◆ **煤耗持续降低：**由于公司推行燃料精细化管理，加大节能技术改造力度，并且稳步推进技改项目，使其供电煤耗持续降低。

图表4：公司利用小时远高于全国及省调水平



来源：国金证券研究所，注：公司 07 年煤耗采用山西省平均水平

图表5：公司供电煤耗持续降低

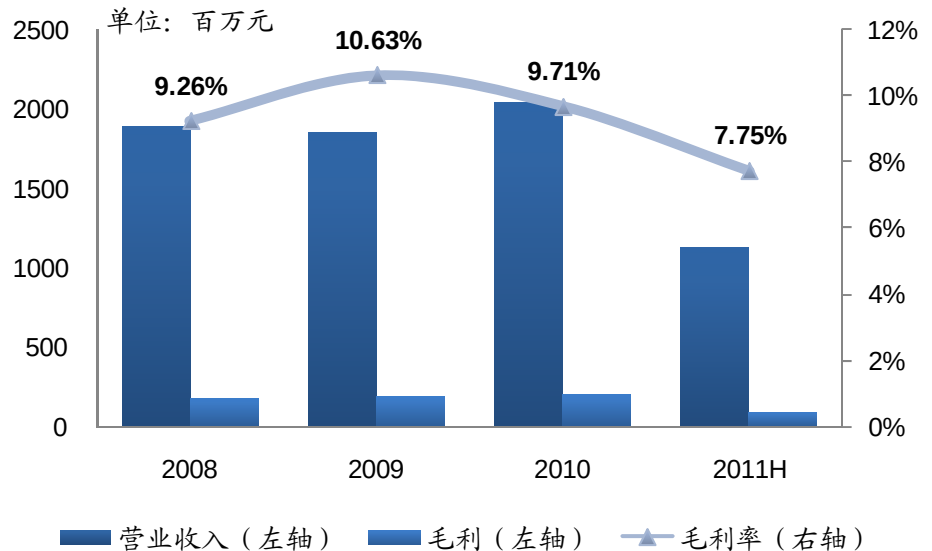


- ◆ **涉足煤炭保证供给：**在煤炭价格高企的背景下，为了保证煤炭供给以及稳定购煤成本，公司积极向上游煤炭产业拓展，拟承接山西国际电力集团资产管理公司持有的山西宁武榆树坡煤业 23% 的合同权利义务。
- 1) 榆树坡煤矿：榆树坡煤矿生产规模为 120 万吨/年，目前正处于基建状态，尚未投入正常运营，预计 13 年试产，14 年达产，未来

随着建成投产，将优化公司的产业链结构，对保证未来煤炭的供给以及稳定购煤成本具有积极作用。

- 由于公司以上的经营优势，因此在火电行业受累煤价高企普遍亏损的背景下，公司的毛利率基本稳定在 8%-10%，盈利性较好于当地行业平均水平。

图表6：公司发电业务年度收入和毛利率情况



来源：国金证券研究所，注：11年4月上调上网电价，全年毛利率有望维持在8%-10%

配电：区位优势明显，售电量保持高增长

- 公司配电资产主要是山西地电公司，涉及配电和售电业务，即公司将采购的电能经 220KV 及以下的变电站降低电压，然后根据用户的不同用电负荷需求，通过不同电压等级的线路输送并销售给最终用户。
 - ◆ 公司经营的地方电网主要位于山西省吕梁市、临汾市和朔州市的 12 个县（区）。
 - 1) 以 220KV、110KV 的变电站和输电线路为主网、以 35KV 变电站、35KV 线路以及 10KV 线路为配网。
 - 2) 覆盖吕梁市 8 县（区）（包括离石区、柳林县、中阳县、交口县、方山县、石楼县、兴县、临县）、临汾市 3 县（包括乡宁县、蒲县和安泽县）以及朔州市的朔城区。

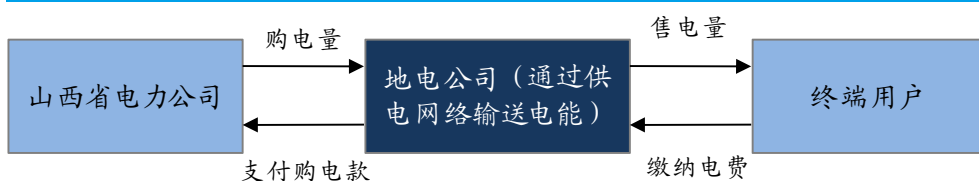
图表7：山西地电公司配电资产情况

主要资产	变电站数量（座）	主变压器数量（座）	主变容量(MVA)	线路数量（条）	线路长度(KM)
220KV	4（投运）/5（在建）	5	720	6	241.03
110KV	23	38	1394	41	923.50
35KV	60	105	577.9	93	1287.09
10KV	--	--	--	--	10992.45

来源：国金证券研究所

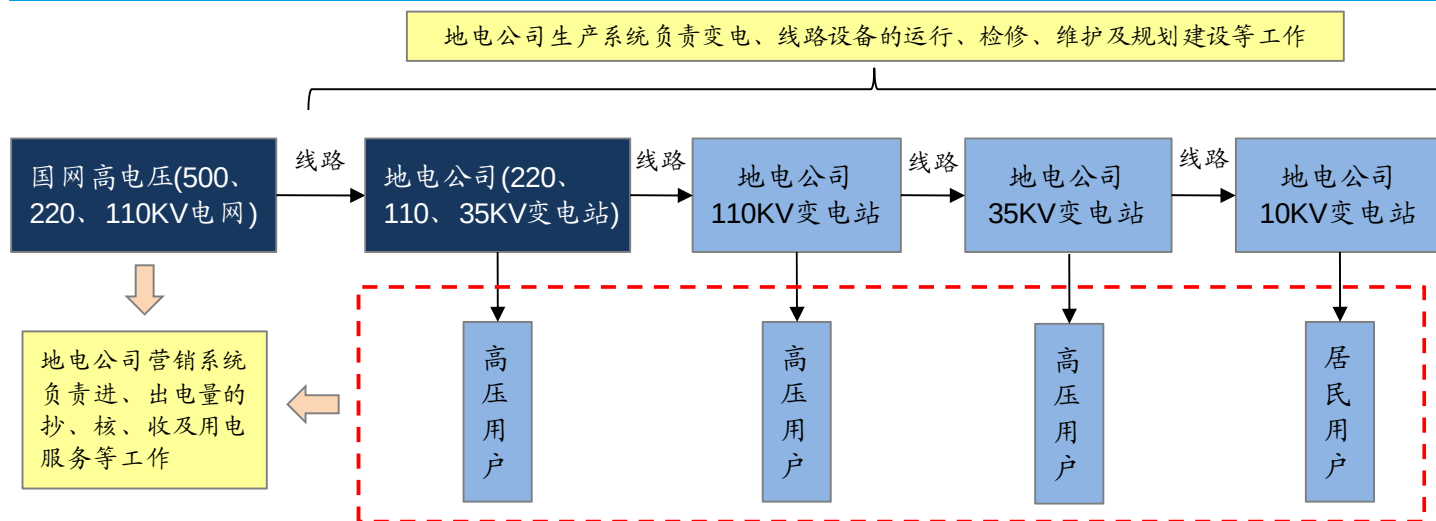
- ◆ 公司的盈利模式是从山西省电力公司以趸售方式采购电能，通过电网配送及销售给终端用户，同时按物价部门确定的趸售电价与山西省电力公司结算购电费，按物价部门确定的目录电价向终端用户收取售电费。

图表8：地电公司盈利模式



来源：国金证券研究所

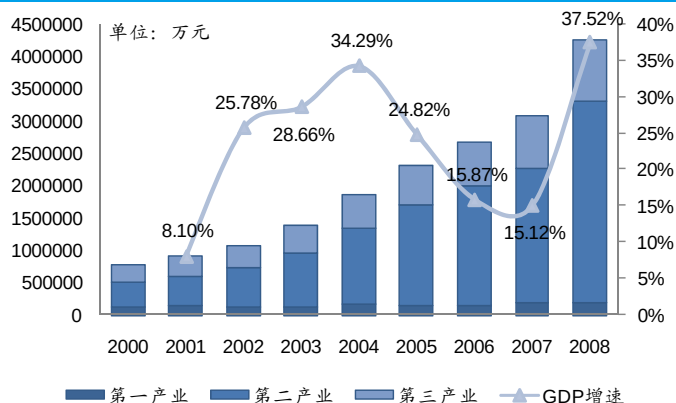
图表9：地电公司配电流程



来源：国金证券研究所

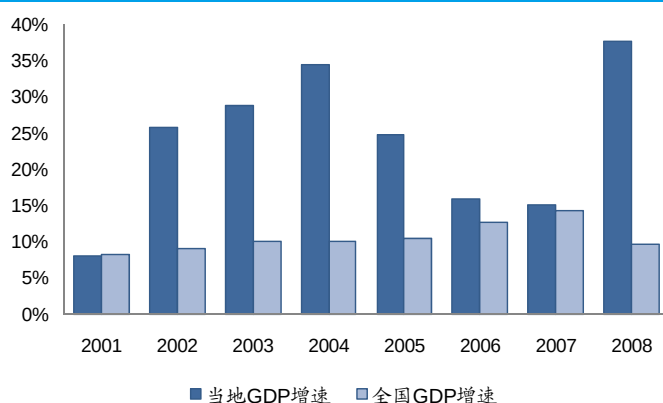
- 公司供电业务覆盖山西省 12 个县（区），供电区域 2.3 万平方公里，占山西省 15% 的国土面积，近年来该区域随着经济的快速发展以及基建规模的加大，多年平均 GDP 保持 20% 以上的增速，区位优势逐渐展现，从而推动公司售电量大幅提升。
- ◆ 公司覆盖的 12 个县（区）矿产资源丰富，包括煤炭、铝矾石土矿、耐火粘土、富钾碱性岩、铁矿石、煤层气和石灰石等，之前由于交通等条件制约导致开发力度不大，近年来，由于山西省加大对于基建的规模，区域经济呈现出良好的发展前景。
- 1) 尤其煤炭资源丰富，12 县（区）的煤炭资源储量共计 1493 亿吨，其中临汾市的乡宁县、吕梁市的柳林县均是全国最主要的焦煤基地；
- 2) 此外，12 县（区）的铝矾石土矿储量、耐火粘土储量在全国范围内位居前列。
- ◆ “十五”期间，在国家、省政府的大力支持下，12 省（区）的经济得到迅速发展；2000 年以后，区域的 GDP 平均增幅保持在 20% 以上水平。

图表10：当地在第二产业拉动下GDP保持高增速



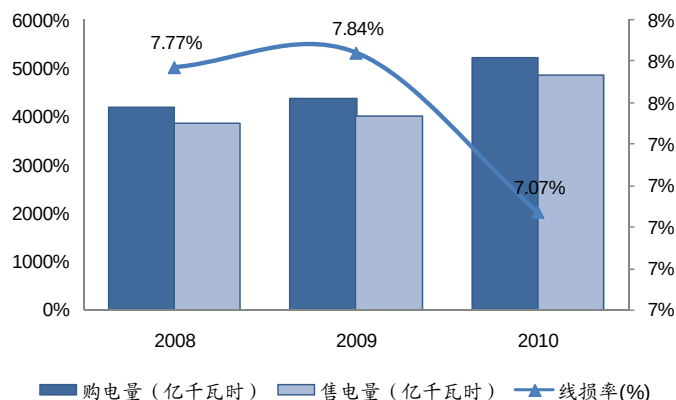
来源：国金证券研究所

图表11：GDP增速明显高于全国水平



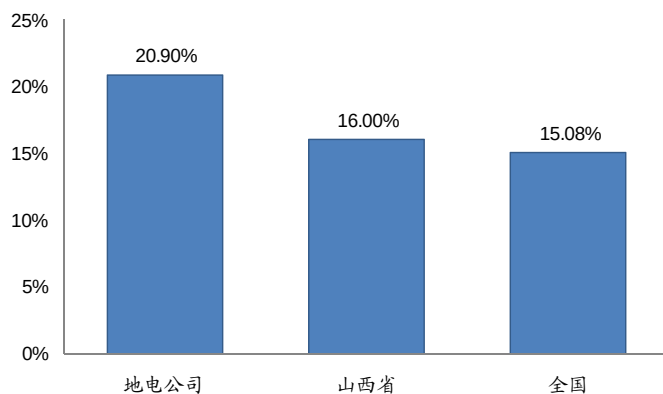
- ◆ 受益于当地经济的快速发展，用电需求也大幅提升，从而推动公司的售电量增速远高于同期全国和全省水平，2010年售电量增速达到21%，预计未来1-2年内仍将保持高增长。

图表12：公司2008-2010年购售电量情况



来源：国金证券研究所，注：售电量增速采用2010年情况，其中山西、全国为用电量增速

图表13：公司售电量增速远高于全国和全省水平



燃气：进入燃气分销领域或将打开新成长空间

- 近期，公司公告拟收购山西国际电力集团持有的山西国兴煤层气输配公司40%的股权，收购完成后将成为国兴煤层气的第一大股东，正式进入燃气输配和分销领域。
 - ◆ 国兴煤层气专营鄂尔多斯盆地东缘河东煤田腹地山西吕梁能源及相关产业基地的煤层气和天然气，是拥有从输送到终端完整产业链的综合燃气公司。
 - ◆ 并且已经取得山西发改委授予的煤层气、天然气、焦炉煤气和煤制天然气“四气”的综合类从业资格。
- 国兴煤层气服务区域既是国家天然气主干线路路径地区，所处鄂尔多斯盆地东缘也是国家重要的煤层气储备开发区域，同时更是山西“十二五”规划中能源和工业产业转型和发展的重点区域，因此具有双气源、多市场的优势，其上游供应量和下游销售量也将随着下游用户的拓展快速提升。
 - ◆ 气源：天然气+煤层气双气源供应
 - 1) 天然气：陕京一线神池清管站开口、陕京二线兴县清管站开口和西气东输一线（92#阀室）开口，并且已经与中国石油华北天然气销售公司签订了《陕京管线天然气买卖与输送意向书》以及与中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司签订了《中国

石油西气东输天然气供气意向书》等，合同约定年采购天然气量约为 14 亿立方米。

- 2) 煤层气：中石油煤层气有限责任公司保德区块煤层气购销权，并且与中石油煤层气有限责任公司签订了《煤层气购销合同》等，合同约定年采购煤层气量约为 10 亿立方米。
- ◆ 气量：由于公司未来实际的供应气量要根据对下游客户的开发进度来确定，据公司公告预测，随着公司下游客户项目在 2012 年陆续投产，预计 2012 年可销售气量为 3 亿立方米，2013 年为 5 亿立方米，并且未来以每年不低于 40% 的速度增长。
- 1) 大工业用户：已签订《天然气买卖与输送合同》的主要有交口肥美铝业、同德铝业和中铝兴县项目，正在商谈中的有柳林森泽铝业。
- 2) 城市燃气：已取得专营授权的区域有交口县和神池县，正在整合收购专营授权的有离石县、柳林县、方山县、中阳县、石楼县、保德县、偏关县、河曲县和吉县等。

图表14：国兴煤层气下游用户情况

类别	项目	规模 (万吨/年)	气量 (亿立方米/年)	备注
大工业用户	交口肥美铝业	240	2.4	已签订《天然气买卖与输送合同》
	同德铝业	120	1.2	
	中铝兴县项目	120	1.2	
	柳林森泽铝业	120	1.2	正在商谈
	总计	600	6.0	
城市燃气	交口县、神池县			已取得专营授权
	离石县、柳林县、方山县、中阳县、石楼县、保德县、偏关县、河曲县和吉县等			正在整合收购专营授权

来源：国金证券研究所

- **燃气业务的盈利性分析：**我们根据陕京一、二线和西气东输一线在山西的城市门站价格以及山西地区的平均售气价格对于公司的盈利性进行了分析（考虑到煤层气单位盈利一般较天然气高，并且目前煤层气和天然气下游占比尚不清楚，因此保守起见，全部按照天然气测算）。
 - ◆ 城市门站价格：去年 6 月，国产陆上天然气出厂基准价格由 0.925 元/立方米提高到 1.155 元/立方米，每立方米提高 0.23 元，调整后山西省内的城市门站价为：
 - 1) 陕京一线管线：与各地门站居民用气交接价格为 1.68 元/立方米，工业用气交接价格为 2.26 元/立方米，其他用气交接价格为 1.84 元/立方米，直供大工业销售价格为 2.35 元/立方米。
 - 2) 陕京二线管线：与各地门站居民用气交接价格为 1.67 元/立方米，工业用气交接价格为 2.25 元/立方米，其他用气交接价格为 1.83 元/立方米，直供大工业销售价格为 2.35 元/立方米。
 - 3) 西气东输管线：与各地门站居民用气交接价格为 1.72 元/立方米，工业用气交接价格为 2.27 元/立方米，其他用气交接价格为 1.85 元/立方米，直供大工业销售价格为 2.35 元/立方米。

图表15：2010 年 6 月调价后山西燃气城市门站价格

单位：元/立方米	陕京一线	陕京二线	西气东输
居民用户	1.68	1.67	1.72
工业用户	2.26	2.25	2.27
直供大工业用户	2.35	2.35	2.35
其他用户	1.84	1.83	1.85

来源：国金证券研究所

- ◆ 终端售气价格:
 - 1) 非工业用户气价: 终端用户价格在 2010 年 6 月调整后, 居民价格调整为 2.23 元/立方米左右。
 - 2) 工业用户气价: 一般在政府公布的价格基础上做相应调整 (通常比民用价格高出 0.4-0.6 元/立方米)。
- ◆ 盈利性分析: 我们判断短期 (1-2 年) 内, 公司售气量的增长主要依靠当地工业企业陆续开工拉动, 并且考虑到明年交口项目可能正式供气, 因此我们假设未来 1-2 年内公司的供气结构以工业用气为主, 对于公司未来两年燃气业务的盈利情况预测如下:
 - 1) 基本假设: 公司购气价格按照山西省城市门站价格测算; 居民用气价格按照当地平均水平测算, 工业用气价格较居民高出 0.6 元/立方米测算; 折旧费用按照每方气 0.15 元测算。
 - 2) 结论: 按照我们的基本假设, 预计明年开始售气后, 居民用气的单位购销差价和售气毛利 (考虑折旧) 约为 0.51~0.56 元/立方米和 0.36~0.41 元/立方米, 工业用气的单位购销差价和售气毛利 (考虑折旧) 约为 0.56~0.58 元/立方米和 0.41~0.43 元/立方米。

图表16: 山西地区天然气购销差价和售气毛利测算 (单位: 元/立方米)

类别	用户	陕京一线	陕京二线	西气东输
城市门站价	居民用气	1.68	1.67	1.72
	工业用气	2.26	2.25	2.27
售气价格	居民用气	2.23	2.23	2.23
	工业用气	2.83	2.83	2.83
购销差价	居民用气	0.55	0.56	0.51
	工业用气	0.57	0.58	0.56
售气毛利	居民用气	0.40	0.41	0.36
	工业用气	0.42	0.43	0.41

来源: 国金证券研究所

- ◆ 根据我们对山西当地天然气盈利性的测算, 以及公司公告中预计的售气量情况 (2012 年 3 亿立方米、2013 年 5 亿立方米), 并且假设未来供气量以工业为主, 我们预计收购通过后燃气业务 2012 年和 2013 年贡献毛利分别为 1.23~1.29 亿元和 2.05~2.15 亿元, 考虑权益 (40%) 后分别为 0.492~0.516 亿元和 0.82~0.86 亿元。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 在不考虑燃气业务贡献的情况下, 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别 0.334 元、0.431 元和 0.533 元, 同比分别增长 1135.92%、28.89%和 23.77%。
 - ◆ 预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 5216.92 百万元、5960.64 百万元和 6528.10 百万元, 同比分别增长 146.21%、14.26%和 9.51%。
 - ◆ 预测公司 2011-2013 年归属于母公司所有者的净利润分别为 383.04 百万元、493.69 百万元和 611.05 百万元, 同比分别增长 1135.92%、28.89%和 23.77%。
- 我们对于公司未来燃气业务的盈利预测是: 按照公司公告中预计的售气量情况 (2012 年 3 亿立方米、2013 年 5 亿立方米) 测算, 2012-2013 年净利润分别为 0.923~0.968 亿元和 1.538~1.613 亿元, 按照公司通过后 40% 股权比例计算, 对公司 2012 和 2013 年净利润贡献为 0.369~0.387 亿元和 0.615~0.645 亿元, 对 EPS 贡献为 0.0322~0.0338 元和 0.0536~0.0563 元, 短期内贡献业绩有限, 但长期成长可期; 考虑到燃气业务贡献后, 我

们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.334 元、0.464 元和 0.588 元（燃气业务贡献 EPS 取区间中值）。

■ 盈利预测假设：

◆ 阳光发电：

- 1) 考虑到目前公司利用小时已处于较高水平，因此假设 2011-2013 年公司利用小时增速分别为 3%、2%和 1%。
- 2) 由于今年 4 月上调上网电价，因此 11 年上网电价按照月份加权测算，12 年及之后的上网电价假设不变。
- 3) 由于公司合同煤比例高，假设公司 11 年煤价上涨 10%，12 年及之后暂与 11 年持平。
- 4) 其他假设参见盈利模型：