

通宝能源 (600780.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜
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

继续进军燃气领域，向综合能源商转型

事件：公司拟收购山西国电资产持有的山西国际电力天然气有限公司 51%的股权

- 11月14日，公司召开七届董事会十六次会议，审议通过了《关于拟收购山西国际电力天然气有限公司 51%股权的议案》，收购完成后公司将成为国电天然气的控股股东，具体收购价格依据经山西省国资委备案的评估值确定。
- ◆ 国电天然气是主营天然气（煤层气）投资、建设和经营管理的专业性公司，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。
- ◆ 目前，国电天然气注册资本为 6000 万元，其中国电资产占股权比例为 51%，山西天然气股份有限公司占股权比例为 49%。
 - 1) 国电资产是公司控股股东山西国际电力集团的全资子公司，经营范围包括：环保项目、物业管理、旅游项目的投资开发；企业管理咨询、策划等。
 - 2) 山西天然气是经营天然气和煤层气的大型国有专业化公司，是与山西国际电力集团共同“气化山西”的重要合作伙伴。

我们的点评与分析

继续进军燃气领域，向地区综合能源商转型

- 本次收购的国电天然气主要的运营区域为山西省孝义市和平陆县等，并且拥有平遥至孝义和运城至平陆的长输管线，考虑到当地矿产资源丰富以及未来的规划情况，我们认为伴随未来下游用户的开拓，当地的用气需求也会不断提升。
- ◆ 长输管线：平遥至孝义长输管线 42.4 公里于 2009 年 10 月底建成，已投入运营；运城至平陆长输管线 55 公里于 2011 年 10 月底建成，已具备通气条件。
- ◆ 城市燃气专营授权：根据孝义市政府出具的《关于授权山西国际电力天然气有限公司经营天然气（煤层气）的函》，公司独家为孝义市行政区域提供天然气（煤层气），经营期限 30 年；根据平陆县政府出具的《关于山西国际电力天然气有限公司经营平陆天然气管网工程建设的授权书》，公司独家经营平陆天然气管网工程建设，经营期限 30 年。
 - 1) 孝义市位于山西省中部，矿产丰富，品种较多，分布集中，便于开采，是中国第一批 50 个重点产煤地之一，也是国家铝工业的主要开发基地。根据孝义市“十二五”规划，将集中建设一批亿元以上产业转型重大项目，在现有铝工业基础上，建设全国一流新型铝工业基地。
 - 2) 平陆县位于山西省南端，矿藏丰富，现已探明的矿产资源种类达 26 种，总储量达 20 亿吨以上。其中铝矾土矿是山西省四大铝矿之一，总储量 1.6 亿吨。
- ◆ 公司目前开拓的主要用户有：孝义市兴安化工有限公司，年产 100 万吨 4A 沸石，目前年用气量 1 亿立方米；孝义天然气有限公司，主要从事孝义市民用城市燃气，目前年用气量约 1200 万立方米；郑煤集团武圣（山西）氧化铝项目，正在建设中，设计产能 80 万吨，年用气量约 8000 万立方米。

- 前期，公司已经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；而本次收购国电天然气，是公司进军燃气领域的又一步，也可以看出公司正在逐渐由电力供应商向综合能源供应商转型，同时也是实现集团成熟资产“整体上市”的又一举措。

略微增厚业绩，上调盈利预测

- 我们根据国电天然气的盈利情况以及预测气量测算了未来两年内对于公司业绩的增厚，根据国电天然气下游用户的气量预测，我们假设 12-13 年公司可销售气量分别为 1.4 亿立方米和 2 亿立方米，根据公司的历史业绩水平，我们假设公司单位天然气净利润约为 0.15 元，因此我们预测国电天然气 12-13 年实现净利润约为 2100 万元和 3000 万元，考虑 51%的权益后，预计 12-13 年对公司 EPS 贡献分别为 0.009 元和 0.013 元。
 - ◆ 截至 2010 年，国电天然气实现营业收入 6736.66 万元，实现净利润 222.57 万元；截至 2011 年三季度，国电天然气实现营业收入 13440.42 万元，实现净利润 1218 万元。
 - ◆ 国电天然气 2010 年实现销售气量为 3600 万立方米，2011 年前三季度累计销售气量 6700 万立方米，预计 2012 年可销售气量为 1.4 亿立方米。
- 由于之前收购国兴煤层气业绩仍具有不确定性，因此保守起见，在暂不考虑该部分业绩贡献的前提下，考虑到本次收购国电天然气对业绩的贡献，我们略微上调之前的盈利预测，预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别 0.334 元、0.440 元和 0.546 元，同比分别增长 1135.92%、31.84%和 24.07%。
- 我们对于之前公司收购国兴煤层气的盈利预测是：按照公司公告中预计的售气量情况以及我们的合理假设，预计该业务 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；如果考虑该部分业务贡献后，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.334 元、0.473 元和 0.601 元。（详细对于国兴煤层气的盈利预测请参见我们对于通宝能源的公司报告《产业布局合理、业绩稳健的地方能源供应商》）
- 考虑到国兴煤层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，略微上调目标价至 11.0 元，建议买入。