

通宝能源 (600780.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

山西电价上调预期增强，利好当地优质电企

事件：山西多家电厂亏损，赴京要求调高电价

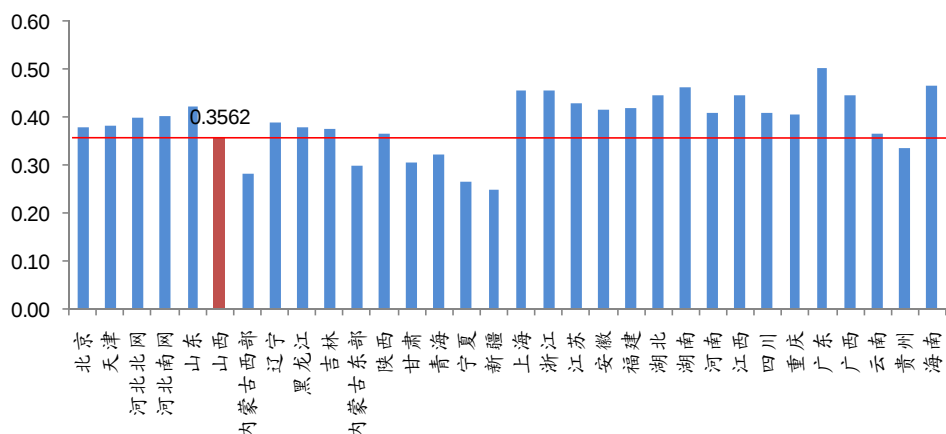
- 近期，据经济参考报报道，在冬季供暖开始，煤价高居不下的背景下，原本就面临亏损的火电企业处境更加艰难，在多次“联名上书”无果后，近日山西多家电厂负责人集体进京，代表山西部分电厂向国家相关部门提出了提高电价的建议。
- ◆ 作为年产超 8 亿吨的煤炭大省，山西却是全国发电企业亏损最严重的省份之一，其中南部地区更是“重灾区”。
- ◆ 在山西省中南部 13 家电厂上报山西省电力行业协会的文件中提到，13 家火电企业今年 1 至 10 月累计亏损 32.89 亿元，平均资产负债率已达 111%，资不抵债企业数量上升至 10 家。电厂无钱买煤，无钱存煤，平均存煤量仅够一周左右，一些电厂因缺煤停机现象严重。
- ◆ 临近年底，由于燃料欠款、工程欠款、职工欠薪以及银行到期还贷压力各个方面的矛盾愈发突出。在局势继续恶化之下，山西多家电厂进京，希望上调电价以解当前困境。

我们的点评与分析

低电价高煤价导致山西电企巨亏，上调电价迫在眉睫

- 山西是产煤省，因此其电厂较少占据国家重点合同煤名额，多是以市场煤为主，并且由于山西多以钢铁、冶金、玻璃、水泥等高耗能产业为主，考虑到该部分产业对高电价的承受能力较弱，因此其上网电价远低于全国平均水平，导致山西地区电厂亏损面加剧。
- ◆ 高煤价：《山西省统调机组电煤基本情况调查汇总表》显示，今年 6-9 月，山西统调机组的到厂标煤价已经达到 708.82 元/吨；如果去掉煤电一体化的发电机组，进厂标煤价已达到 781.51/吨；1-10 月份，在电煤价格更高的山西省中南部地区，电厂的平均进厂标煤价则已经超过了 816 元/吨。
- ◆ 低电价：山西省由于是煤炭产地和自身的产业结构特点，导致了上网电价普遍低于全国水平，仅高于西北部地区。
- ◆ 亏损面加剧：在山西省中南部 13 家电厂上报山西省电力行业协会的文件中提到，13 家火电企业今年 1 至 10 月累计亏损 32.89 亿元，平均资产负债率已达 111%，资不抵债企业数量上升至 10 家。

图表1：山西省上网电价明显低于全国水平（单位：元/千瓦时）



来源：国金证券研究所，注：均为含脱硫电价（2011年）

利好当地优质电企，推荐通宝能源

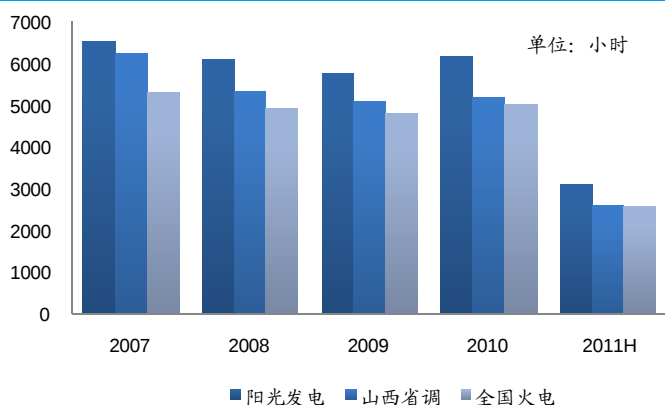
■ 在山西省低电价高煤价的背景下，综合考虑当地火电企业长期亏损的经营现状，我们认为此次赴京要求提高电价获批的可能性很大，考虑到当地的煤炭成本，我们认为山西省调价幅度可能在 2.5-3 分/千瓦小时左右，并且考虑到国家对于煤价调控的决心，我们认为将很大程度缓解地区电厂的亏损。

■ 因此我们认为最为受益的将是当地发电资产优良并且煤炭成本控制能力较强的火电企业，推荐通宝能源。

- ◆ **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。
- ◆ **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。

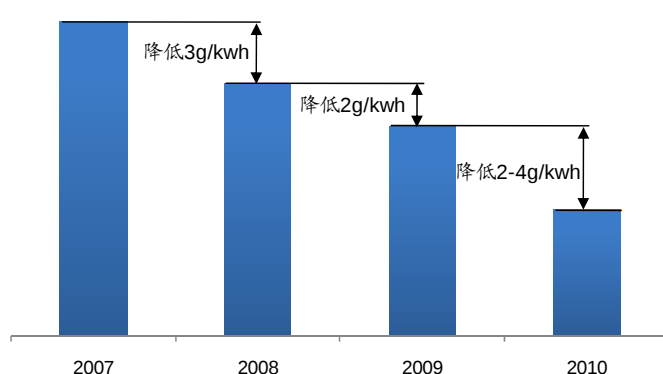
1) 榆树坡煤矿：榆树坡煤矿生产规模为 120 万吨/年，目前正处于基建状态，尚未投入正常运营，预计 13 年试产，14 年达产，未来随着建成投产，将优化公司的产业链结构，对保证未来煤炭的供给以及稳定购煤成本具有积极作用。

图表2：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3：公司供电煤耗持续降低



■ 由于目前正式调价通知仍未出台，保守起见，在不考虑国兴煤层气和调价的情况下，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%。

■ 如果本次成功调价，对于公司的盈利预测如下：

- ◆ 假设条件：考虑到山西地区煤炭的成本，我们认为合理的调价幅度约为 2.5-3 分/千瓦时；考虑到国家对于煤价的调控力度在加强，我们假设明年煤价的涨幅为 5%-8%之间；考虑到公司目前利用小时已经处于高位，假设明后年利用小时涨幅分别为 2%和 1%；由于配电业务相对稳定，假设不受到调价的影响。
- ◆ 按照我们的假设条件，对于公司的盈利情况进行了情景分析：

图表4：电价&煤价对于2012年盈利的情景分析

→：电价上调 ↓：煤价涨幅	电价&煤价对于2012年盈利的情景分析					
	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
5%	0.484	0.488	0.492	0.496	0.5	0.504
6%	0.474	0.478	0.482	0.485	0.489	0.493
7%	0.463	0.467	0.471	0.475	0.479	0.483
8%	0.453	0.449	0.445	0.441	0.437	0.433
9%	0.442	0.438	0.434	0.43	0.426	0.422
10%	0.432	0.428	0.424	0.42	0.416	0.412

来源：国金证券研究所，注：该盈利预测包含国电天然气

图表5：电价&煤价对于2013年盈利的情景分析

→：电价上调 ↓：煤价涨幅	电价&煤价对于2013年盈利的情景分析					
	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
5%	0.599	0.603	0.608	0.613	0.617	0.622
6%	0.586	0.591	0.595	0.600	0.605	0.609
7%	0.574	0.578	0.583	0.579	0.574	0.570
8%	0.561	0.557	0.552	0.548	0.543	0.539
9%	0.549	0.545	0.540	0.536	0.531	0.527
10%	0.536	0.532	0.527	0.523	0.518	0.514

来源：国金证券研究所，注：该盈利预测包含国电天然气

- ◆ 根据我们的情景分析，我们取调价区间为 2.7-2.8 分，煤价涨幅为 7%-8%这一区间为合理区域，在考虑了电价上调后，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.334 元、0.458 元和 0.565 元，目前股价对应 25×11PE 和 18×12PE。
- 综上，考虑到近期调价的可能性很大，并且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，在暂时不考虑国兴煤层气未来业绩贡献和调价影响的前提下，我们认为给予公司 25×12PE 的估值是合理的，目标价 11.0 元。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-11-14	买入	8.50	10.78 ~ 10.78
2	2011-11-15	买入	8.88	11.00 ~ 11.00

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B