

电力

报告原因：深度报告

2011 年 12 月 20 日

市场数据：2011 年 12 月 20 日

总股本/流通股本(亿股)	11.5/8.7
收盘价(元)	3
流通市值(亿元)	7.3
	63.73

基础数据：2011 年 9 月 30 日

资产负债率	52.71%
毛利率	16.34%
净资产收益率(摊薄)	9.09%

相关研究

《通宝能源_600780_调研简报- 综合能源转型，“气化山西”领军企业》

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

通宝能源 (600780)

“气化山西”领军企业，综合能源转型，火电盈利改善 增持

公司研究/深度报告

投资要点：

⑤ **有望成熟一个注入一个，“气化山西”领军企业。**上市公司近期收购的山西国兴煤层气输配有限公司以及山西国际电力天然气有限公司。经过我们对集团燃气资产的现有状况分析，公司收购的山西国兴煤层气输配有限公司以及山西国际电力天然气有限公司的资产相对成熟，从长输管线看，建成部分基本被上市公司收购。预计集团未来采取成熟一个收购一个的方式将优质燃气资产放入上市公司。采取收购和新建的方式扩张，预计“十二五”末集团层面管网建设达到 1500 公里，根据山西省“十二五”规划建设 3300 公里管网，预计有望占领山西一半左右的市场份额。除了城市燃气、工业燃气供应外，公司还涉及加气站、LNG 液化，规划“十二五”末集团层面加气站达到 31 个。“十二五”山西省煤层气和天然气供气量达到 100 亿立方米，保守按照 1/2 的市场份额，集团供气量达到 50 亿立方米，增长空间巨大。

⑤ **煤价有望稳中有跌，火电有望保持稳定合理盈利。**从煤炭固定资产投资以及煤炭整合的情况来看，动力煤供给较为宽裕，此外电力企业向上游获得煤炭资源的量也逐步增大，煤炭的议价能力也逐步增强。而目前宏观经济有下行趋势，煤炭需求增速预计也有一定的下滑，煤价目前已到峰值，上涨动力减弱，预计未来煤价可能稳中有跌。公司上网电价上调 2.95 分/千瓦时，经测算本次上调电价增厚公司每股收益约 0.13 元，增厚幅度较大，公司火电资产有望保持稳定合理盈利。

⑤ **配电网业务有望持续保持高增速。**公司收购地电股份经营的地方电网位于山西省吕梁市、临汾市和朔州市的 12 个县（区），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。2000 年-2008 年覆盖地区 GDP 平均增长 23.4%，第二产业平均增长 29.8%，维持较高的增速，预计“十二五”仍维持 20%左右的高增长。而随着供电规模的增加，规模效应进一步体现，公司利润增速有望高于收入增速。

⑤ **盈利预测及投资评级。**根据我们的假设测算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.30 元、0.47 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 24 倍、15 倍和 12 倍，考虑到公司正在向综合能源转型，且目前处于初期，未来增长空间仍很大，我们看好公司的长期发展，而电力资产在经济下滑情况下防御性较强，给予“增持”的投资评级。

⑤ **投资风险。**我们在做盈利测算时假设未来 2 年煤价与今年持平，煤价超预期上涨，将影响公司的盈利；向综合能源转型的进度低于预期。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

一、	公司简介	3
二、	山西省实施“气化山西”战略	4
三、	“气化山西”领军企业	5
四、	短期业绩贡献有限，长期空间巨大	7
（一）	山西国兴煤层气输配有限公司	7
（二）	山西国际电力天然气有限公司	8
五、	煤价上涨动力减弱，火电资产有望保持稳定合理盈利	9
六、	配电网业务有望持续保持高增	10
七、	向上游扩张，参股煤矿，投资收益显著	11
八、	电低迷扩张较少，财务负担较低，具备扩张优势	11
九、	集团对公司支持较大	12
十、	盈利预测及投资评级	12
十一、	投资风险	14

一、公司简介

公司目前主营业务包括发电和配电两部分，其中发电资产为阳光发电，装机容量 4*30 万千瓦机组；配电资产是公司向控股股东山西国际电力集团有限公司及其全资子公司山西国际电力资产管理有限公司合计发行 27,356.15 万股，购买其共同持有的山西地方电力股份有限公司 100%股份。

目前公司进军燃气及煤层气业务，拟收购山西国兴煤层气输配有限公司以及山西国际电力天然气有限公司，逐步成为综合能源的投资商、运营商和服务商。

图 1：公司股权结构

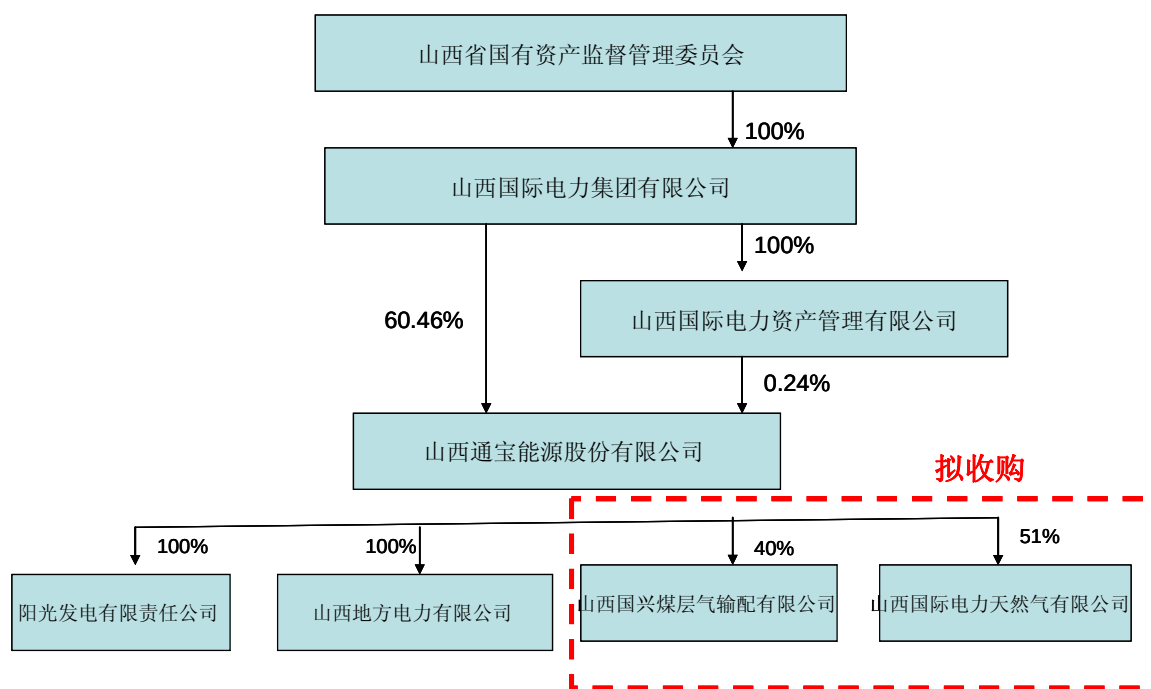


图 2：公司收入构成（2011 年中）

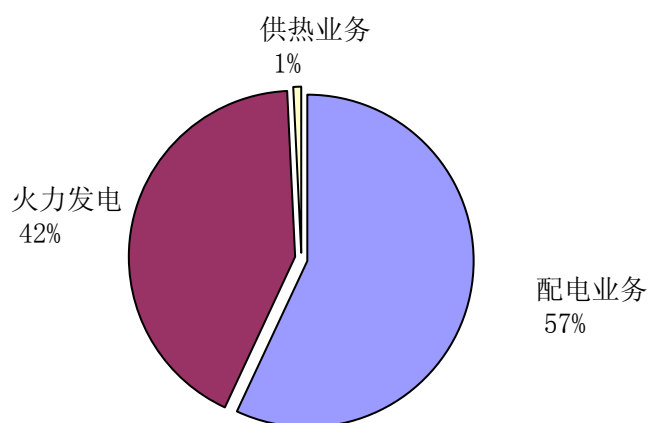
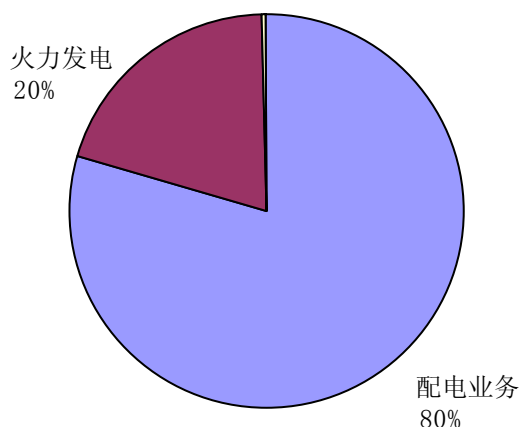


图 3：营业利润构成（2011 年中）



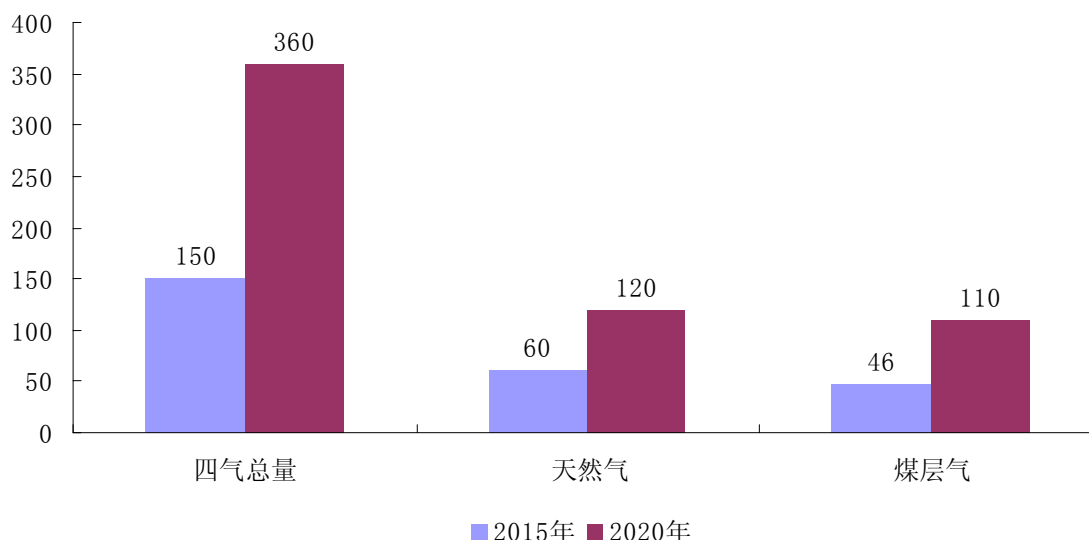
资料来源：Wind

二、山西省实施“气化山西”战略

山西拥有丰富的煤层气、焦炉煤气、煤制天然气和过境天然气等能源，目前探明 2000 米以下的煤层气资源总量约 10 万亿立方米，占全国的 1/3，每年可产生煤层气 190 亿立方米左右，焦炉煤气可利用量为 150 亿立方米，是全国洁净气体能源最为富集的地区。建设“气化山西”，是建设资源节约型社会的必然要求，是实现节能减排的重要举措，是调整能源消费结构的现实选择。

山西省确定了以“煤层气、天然气”为两条主线，计划 2015 年全省四气供气总量达到 150 亿立方米，其中天然气 60 亿立方米、煤层气 46 亿立方米；2020 年达到 360 亿立方米，其中天然气 120 亿立方米、煤层气 110 亿立方米。到“十二五”末，预计完成投资 50 亿元，建成管网 3300 公里，管网覆盖 119 县（市、区），1098 个新农村，惠及 1220 万人口，加快建设通达大中城市、重点工业企业和园区、重点矿区、重点城镇、新农村和旅游景点的支线管线，全面增强“四气”输气能力。

图 4：山西“气化山西”规划（单位：亿立方米）



资料来源：山西证券整理

三、“气化山西”领军企业

集团层面“四气运营”规划宏伟。山西国电燃气业务是由山西燃气产业集团有限公司负责统一运作和管理，目前主要从事煤层气（天然气）管道和相关设施的投资、建设和经营管理，已成为山西省燃气产业发展的主体之一，依托山西极为丰富的煤层气资源，规划建设了一批煤层气综合利用项目，其下属公司详细见图，将为“气化山西”做出重要贡献。采取收购和新建的方式扩张，预计“十二五”末集团层面管网建设达到 1500 公里，根据山西省“十二五”规划建设 3300 公里管网，预计有望占领山西一半左右的市场份额。除了城市燃气、工业燃气供应外，公司还涉及加气站、LNG 液化，规划“十二五”末集团层面加气站达到 31 个，详细见表 1。“十二五”山西省煤层气和天然气供气量达到 100 亿立方米，保守按照 1/2 的市场份额，集团供气量达到 50 亿立方米，增长空间巨大。

成熟部分已放入上市公司，预计成熟一个注入或收购一个。上市公司近期收购的山西国兴煤层气输配有限公司以及山西国际电力天然气有限公司。经过我们对集团燃气资产的现有状况分析，公司收购的山西国兴煤层气输配有限公司以及山西国际电力天然气有限公司的资产相对成熟，从长输管线看，建成部分基本被上市公司收购。预计集团未来采取成熟一个收购一个的方式将优质燃气资产放入上市公司。

为消除同业竞争，未来有望统一放入上市公司。为了快速占领市场，公司与集团将同时扩张市场，而通宝能源作为山西电力集团国内唯一的资本平台，为了消除同业竞争，预计未来燃气业务有望整体进入公司。

图5：山西燃气产业集团有限公司旗下企业情况

山西国际电力天然气有限公司	已收购或拟收购 山西国兴煤层气输配有限公司
山西忻州国祥煤层气输配有限公司	山西国宏燃气工程技术有限公司
山西国运液化天然气发展有限公司	山西国电定襄燃气有限公司
山西国临煤层气开发有限公司	山西金达丰天然气开发有限公司
山西国强天然气输配有限公司	山西国电科莱天然气有限公司
山西国际电力吕梁加气站项目筹备处	山西国际电力太原燃气项目筹备处
山西国际电力朔州燃气项目筹备处	山西国际电力神池燃气项目筹备处
山西国际电力临县煤层气液化项目筹备处	

资料来源：公司网站，山西证券整理

表 1：集团层面燃气及煤层气现状及规划

项目	现状及规划
长输管线	获准建设贯穿河东煤田全部煤层气区块、途经 40 余个县(区)，总长度 1500 余公里的省级煤层气主管网。已建成投运平遥-孝义、运城-平陆天然气输气管线，总长 80 公里；在建临县-临汾、临县-保德、保德-原平、原平-五台、离石-太原煤层气输气管线，阳曲-太原、西气东输 92#阀室-临汾、陕京三线 16#阀室-忻府区天然气输气管线，总长 1200 余公里。
城市燃气	目前，已取得太原小店区、古交市，吕梁中阳县、交口县、方山县、柳林县、孝义市，忻州神池县、定襄县、五台县，运城平陆县，临汾尧都区、浮山县等 22 个市（县、区）的燃气特许经营权。
加气站	“十二五”末，在全省建成加气站 31 座，其中，太原市 10 座、吕梁市 13 座、忻州市 4 座、高速公路 4 座。 目前，已投入运营的加气站 4 座，在建加气站 10 座。
煤层气液化	依托河东煤田煤层气资源，分别在临县、保德、柳林、吉县建设规模为日处理 100 万立方的煤层气液化工厂各 1 座，同时在煤层气区域内建设多个小型液化工厂。

焦炉煤气制天然气

公司与沁县华安焦化有限公司、西南化工研究设计院 合作建设焦炉煤气制天然气项目，年产规模 1 亿方。

资料来源：公司网站，山西证券整理

四、短期业绩贡献有限，长期空间巨大

（一）山西国兴煤层气输配有限公司

公司收购山西国兴煤层气输配有限公司 40%的股权，按照相关公司现有客户作保守测算，山西国兴煤层气输配有限公司 2012-2013 年分别贡献公司每股收益 0.02、0.03 元，后续仍有望保持年均 40%左右的增速。项目有在建 100 万立方米/日 LNG 液化工厂；兴县、保德县、原平市、交口县等 7 个县 CNG、LNG 加注站。我们简单测算了加气站的盈利，详见表 7，保守测算一个加气站的一年税后利润在 1602 万左右。未来 LNG 液化工厂、CNG、LNG 加注站等对公司的盈利也贡献明显。

表2：建设管道情况

	长度（公里）	建设情况
临县—兴县—保德	150	基本建完
石口—回龙	35	基本建完
合计	185	

资料来源：公司公告

表3：大工业用户情况

	产量（万吨）	亿立方米
交口肥美铝业	240	2.4
同德铝业	120	1.2
中铝兴县项目	120	1.2
合计		4.8

资料来源：公司公告

表4：待签合同

	万吨	亿立方米
柳林森泽铝业	120	1.2

资料来源：公司公告

表5：城市燃气情况

	地区
已取得专营授权	交口县、神池县
正在整合收购专营授权的有	离石区、柳林县、方山县、中阳县、石楼县、保德县、偏关县、河曲县、吉县

资料来源：公司公告

表6：其他资产

项目	备注
----	----

LNG 液化工厂	100 万立方米/日
CNG、LNG 加注站	兴县、保德县、原平市、交口县等 7 个县

资料来源：公司公告

表 7：1 个加气站的盈利测算

项目	预测
每日售气量（万立方米）	3
天数（天）	356
年售气价格量（万立方米）	1068
售气价格（元/立方米）	4.6
每立方米净利润（元/立方米）	2
全年税前净利润（万元）	2136
全年税后净利润（万元）	1602

资料来源：山西证券

表 8：山西国兴煤层气输配有限公司盈利测算

	2012 E	2013 E
售气量（亿立方米）	3	5
售气价格（元/立方米）	2.2	2.2
营业收入（亿元）	5.64	9.40
净利率	10%	10%
净利润（亿元）	0.56	0.94
持股比例	40.00%	40.00%
归属母公司净利润（亿元）	0.23	0.38
每股收益（元）	0.02	0.03

资料来源：山西证券

（二） 山西国际电力天然气有限公司

公司收购山西国际电力天然气有限公司 51% 的股权，按照相关公司现有客户作保守测算，山西国兴煤层气输配有限公司 2012-2013 年分别贡献公司每股收益 0.02、0.03 元。

表 9：已建成管线情况

	长度（公里）	建成时间	投运情况
平遥至孝义	42.4	2009 年 10 月	已投运
运城至平陆	55	2011 年 10 月	已具备投运条件
合计	97.4		

资料来源：公司公告

表 10：现有工业用户

用户	项目情况	用气量 （万立方米）
孝义市兴安化工	年产 100 万吨 4A 沸石	10000

孝义天然气有限公司	孝义市民用城市燃气	1200
郑煤集团武圣（山西）氧化铝项目	80 万吨氧化铝	8000
合计		

资料来源：公司公告

表 11：签订城市燃气情况

城市	经营期限	起始日期	城市情况
孝义市	经营期限 30 年	2009	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。如山东信发集团铝电综合循环项目已签约。
平陆县	经营期限 30 年	2009	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。

资料来源：公司公告

表 12：山西国际电力天然气有限公司盈利测算

	2012 E	2013 E
售气量（立方米）	14000	20000
售气价格（元/立方米）	2.2	2.2
营业收入（万元）	26324.78	37606.83
销售净利率	10%	10%
净利润（万元）	2632.48	3760.68
持股比例	51%	51%
归属母公司净利润（万元）	1342.56	1917.95
每股收益（元）	0.01	0.02

资料来源：山西证券

五、 煤价上涨动力减弱，火电资产有望保持稳定合理盈利

煤价上涨动力减弱，火电资产有望保持稳定合理盈利。从煤炭固定资产投资以及煤炭整合的情况来看，动力煤供给较为宽裕，此外电力企业向上游获得煤炭资源的量也逐步增大，煤炭的议价能力也逐步增强。而目前宏观经济有下行趋势，煤炭需求增速预计也有一定的下滑，煤价目前已到峰值，上涨动力减弱，预计未来煤价基本保持平稳，甚至下跌。此外，发改委对煤炭价格进行限制，合同煤价在 5% 的幅度内可适当上涨，市场煤价 5500 大卡每吨不能超过 800 元，预计明年煤价有望稳定，甚至下跌。

电价上调,火电资产有望保持合理盈利。本次上网电价公司上调幅度 2.95 分/千瓦时,经测算本次上调电价增厚公司每股收益约 0.13 元,增厚幅度较大,考虑到煤价已经到达峰值,公司火电资产有望保持稳定合理盈利。

坑口电厂 成本优势明显。阳光发电厂地处我国煤炭资源丰富的山西阳泉煤矿区,与当地国有大型煤炭企业有着长期良好的合作关系,签订长期战略合作协议,确保了煤源、煤质、煤价的相对稳定。

表13. 公司投产电力资产统计

电厂名称	可控装机容量 (万千瓦)	股权比例益	权益装机容量	电价 (元/千瓦时)
阳光	120 (4*30)	100.00%	120	0.4104
合计	120		120	

资料来源: 山西证券

六、配电网业务有望持续保持高增

配电网业务有望持续保持高增速。公司收购地电股份经营的地方电网位于山西省吕梁市、临汾市和朔州市的 12 个县(区),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。2000 年-2008 年覆盖地区 GDP 平均增长 23.4%, 第二产业平均增长 29.8%, 维持较高的增速, 预计“十二五”仍维持 20%左右的高增长。而随着供电规模的增加, 规模效应进一步体现, 公司利润增速有望高于收入增速。

图 6: 公司售电量及增速

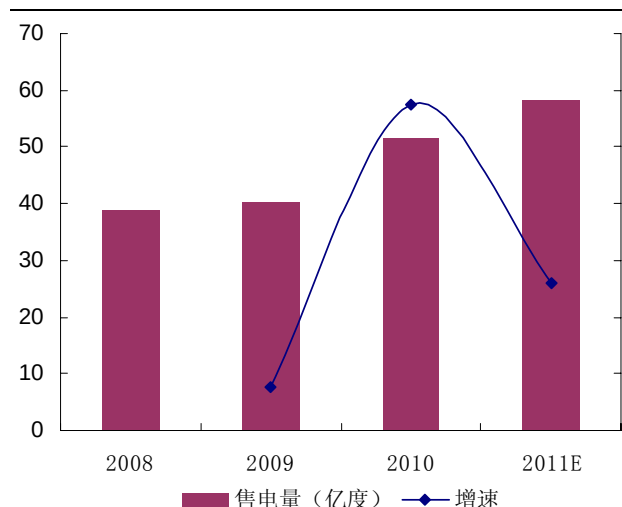
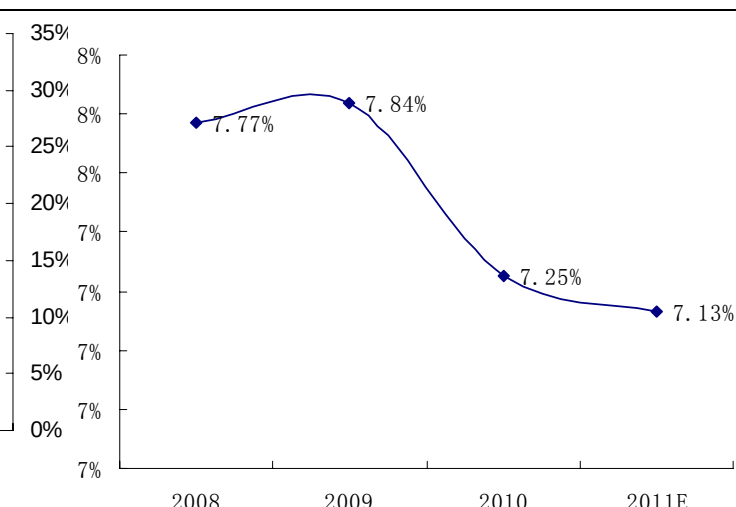


图 7: 配电公司线损率情况



资料来源: 公司公告, 山西证券整理

七、 向上游扩张，参股煤矿，投资收益显著

在煤价居高不下、煤电矛盾难以有效缓解的大背景下，公司积极向上游产业链扩张，涉足煤炭领域，加快收购煤矿资源，从而加强对煤炭的控制力度。公司承接山西国际电力集团资产公司持有的山西武榆树坡煤业 23% 的股权，产能 120 万吨，资源储量 4 亿吨，为 6000 大卡优质动力煤。简单按照吨煤利润 100 元测算，120 万吨产能贡献公司投资收益 2760 万元，对应每股收益 0.024 元。此外，公司将择机继续向上游扩张，进一步增加煤矿储备。

表 14：山西武榆树坡煤业投资收益测算

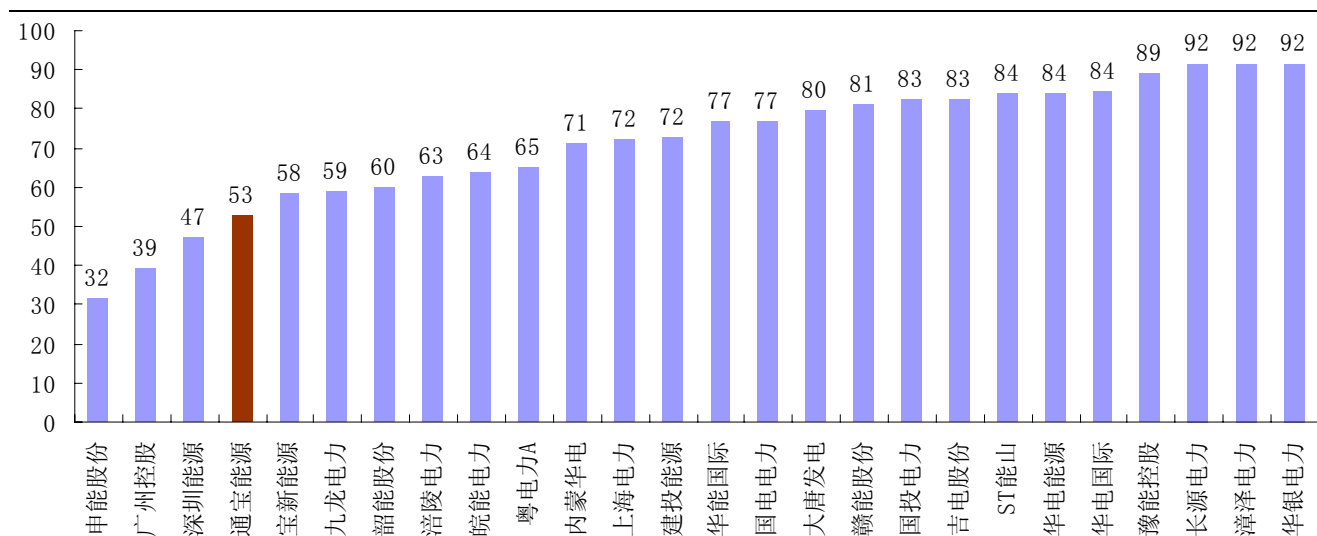
	产能（120 万吨）
持股比例	23%
权益产能（万吨）	27.6
吨煤利润（元）	100
贡献公司净利润（万元）	2760
贡献每股收益（元）	0.024

资料来源：山西证券

八、 电低迷扩张较少，财务负担较低，具备扩张优势

火电低迷扩张较少，财务负担较低，具备扩张优势。公司发电业务本身财务负担较小，在注入配电资产前期负债率仅 30% 左右，注入配电资产后的资产负债率 50% 左右，属于火电资产中较低的，详见图 1。在火电行业出现较大面积亏损的情况下，公司仍能保持盈利一方面体现了公司燃料成本控制能力，另一方面因为公司财务负担较轻，而较低的财务负债率也使得公司在行业好转后大规模扩展赢得先发优势。

图 8：火电行业资产负债率比较



资料来源：Wind

九、集团对公司支持较大

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。集团电力资产除了新能源外，还有部分在申请立项当中，集团承诺运营成熟后均注入上市公司。

此外，公司在向综合能源转型过程中，集团依靠自身强大背景积极争取各种资源，支持公司发展。

表15：集团其他电力资产

表10：集团其他电力类

序号	发电类型	项目名称		装机规模（万千瓦）	项目阶段
			股份比例		
1	火力发电	山西大同热电有限责任公司	51.39%	2×5	已关停
2		山西蒲县发电有限责任公司	100%	2×0.3	已关停
3		阳泉辰光热电有限责任公司	100%	机组已拆除	已关停
4		山西耀光煤电有限责任公司	100%	2×20	申请立项阶段
5		山西国锦煤电有限公司	51%	2×30	申请立项阶段
6		山西国金电力有限公司	51%	2×35	申请立项阶段
7	新能源发电	山西天桥水电有限公司	100%	2×3.6+2×2.8	已投产
8		山西福光风电有限公司	100%	33×0.125+27×0.125	已投产
9		山西国际电力光伏发电有限公司	100%	1.5	工程基建
10		山西国益生物发电有限公司	100%	2×0.6	工程基建
合计				180.6	—

资料来源：山西证券

十、盈利预测及投资评级

根据我们的假设测算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.30 元、0.47 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 24 倍、15 倍和 12 倍，考虑到公司正在向综合能源转型，且目前处于初期，未来增长空间仍很大，我们看好公司的长期发展，给予“增持”的投资评级。



盈利预测核心假设

1. 标煤价格 2012-2013 年与 2011 年持平
2. 电价按照今年调整后的电价计算，未来不考虑电价上调
3. 地电供电按照 15% 的速度增加
4. 参股煤矿 2013 年生产 60 万吨
5. 山西国兴煤层气输配有限公司 2012 年销售燃气 1.4 亿立方米、2013 年销售燃气 2 亿立方米
6. 山西国际电力天然气有限公司 2012 年销售燃气 3 亿立方米、2013 年销售燃气 5 亿立方米
7. 天然气及煤层气销售毛利率 15%，销售净利率 10%

表 16：盈利预测假设

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
营业收入					
配电业务	0	0	296473.46	340944.47	392086.15
火力发电	185,641.92	206,033.96	226236.51	234875.00	234875.00
供热业务	0	0	4454.64	4454.64	4454.64
燃气销售	0	0	0	82700	131600
营业收入增速					
配电业务	-	-	20%	15%	15%
火力发电	-	-	9.81%	3.82%	0.00%
供热业务	-	-	-	3.82%	0.00%

资料来源：山西证券

表 17：盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	190,815.40	211,889.54	527164.61	662974.12	763015.79
营业收入增速		11.04%	148.79%	25.76%	15.09%
营业成本	171,276.57	192,021.66	441300.54	538073.57	614942.62
毛利率	10.24%	9.38%	16.29%	18.84%	19.41%
营业税金及附加	1,127.46	989.99	2837.94	3569.06	4107.62
销售费用	143.94	106.03	0	500	600
管理费用	12,265.66	11,986.58	30522.52	33919.20	38884.77
财务费用	5,149.77	2,651.48	6181.8	7,000.00	6,300.00
资产减值损失	116.24	47.02	465.84	0	0
公允价值变动净收益			0	0	0
投资净收益	2.4	20.62	0	0	1400
营业利润	738.15	4,107.40	45855.97	79912.29	99580.78
营业外收入	345.65	533.42	851.26	0	0

营业外支出	59.85	305.39	190.28	0	0
利润总额	1,023.95	4,335.43	46516.95	79912.29	99580.78
所得税	325.41	1,237.32	12094.41	20777.20	24397.29
净利润	698.54	3,098.11	34422.55	59135.10	75183.49
少数股东损益	-0.47	-1.15	-212.96	4962	6448.4
归属母公司净利润	699.01	3,099.27	34635.51	54173.10	68735.09
每股收益:	0.01	0.03	0.30	0.47	0.60
增速		343.38%	1017.54%	56.41%	26.88%

资料来源：山西证券

十一、投资风险

- (1) 我们在做盈利测算时假设未来 2 年煤价与今年持平，煤价超预期上涨，将影响公司的盈利；
- (2) 向综合能源转型的进度低于预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。