

多产业协调发展 盈利大增可期

买入首次评级

目标价格：21 元

投资要点：

- 📖 实施多元化战略，形成电力和地产金融协调发展的产业结构
- 📖 电价上调、煤价下跌，电力主业基本面向好
- 📖 广州证券业务结构不断优化提升其盈利能力，越秀集团推动其并购重组
- 📖 锦泽园项目进展顺利，明年集中结算贡献丰厚收益

报告摘要：

- **区位优势明显，保持高平均利用小时和上网电价。**公司电厂是广州开发区内唯一的热源单位，用电需求强劲，处于全市的用电负荷中心，决定了公司机组具有高使用率，历年来平均利用小时都位居全省同业前三，2011 年达到 7,121 小时；同时公司机组核定上网电价较高，具有较强的竞争力。
- **电价上调、煤价下跌，多因素提升公司电力板块盈利能力。**公司 2012 年上网标杆电价相比去年前 11 个月上调 2.3 分/千瓦时，年内有望获得 0.8 分/千瓦时的脱硝电价；煤炭供需格局的变化使得煤价呈现下降趋势。
- **广州证券转型，股东支持并购进行扩展。**广州证券资本实力不断增强，经纪业务市场占用率出现回升，投行业务规模突飞猛进年内承销收入排行行业第九，年初自营投资规模较大；同时，在越秀集团的推动下，广州证券年内有望完成并购扩张。
- **锦泽园地产项目明年集中结算，带来丰厚盈利。**按规划容面积 23.74 万平方米计算，预计项目可获得约 32.8 亿元售房收入；公司披露数据显示，锦泽园项目预计总投资为 24.79 亿元；按穗恒运 A 持股 58% 股权计算，预计可获得税后净利润约 4.5 亿元。
- **首次给予“买入”评级。**预计未来 3 年 EPS 分别为 1.31 元、2.53 元和 1.74 元，对应当前股价 PE 为 9.48 倍、4.9 倍和 7.12 倍。看好公司主业电力基本面向好，地产和银行将带来相对固定的收益和分红，以及广州证券存在通过并购的方式做大做强。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	3334.67	3536.23	6966.23	3686.23
增长率(%)	10.60%	6.04%	97.00%	-47.08%
归属母公司股东净	70.59	447.44	865.06	595.34
增长率(%)	-47.83%	533.87%	93.34%	-31.18%
每股收益(EPS)	0.21	1.31	2.53	1.74
市盈率(P/E)	60.08	9.48	4.90	7.12

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

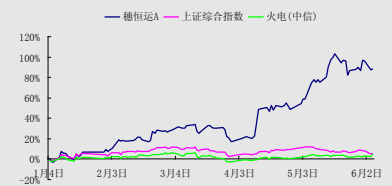
联系人：

许志方

电话：010-88013609

Email: xuzhifang@hysec.com

市场表现



相关数据

A 股收盘价(元)	12.38
总股本(万股)	34254
实际流通 A 股(万股)	33821
流通 A 股市值(亿元)	41.87

目录

一、公司概况：电力区位优势明显，择业布局金融地产.....	4
(一) 公司股权结构.....	4
(二) 公司业务结构：电力主业和地产金融协调发展.....	4
二、电力板块：电价和煤价等因素提升盈利能力.....	5
(一) 股权收购及增容改造提升权益装机容量.....	6
(二) 区位优势明显，保持高平均利用小时和上网电价.....	6
(三) 电价上调明显提升公司电力板块盈利能力.....	7
1、标杆电价上调.....	7
2、脱销电价.....	8
(四) 年内煤价呈下降趋势.....	8
1、煤炭价格同比出现下降.....	8
2、供需决定煤价呈下降趋势.....	8
3、公司业绩对煤价变化高度敏感.....	10
三、金融板块：银行分红稳定 证券投资收益弹性大.....	10
(一) 参股宜春农商行获稳定分红.....	10
(二) 持续增资扩股支持广州证券做大做强.....	11
1、持续增资扩股广州证券.....	11
2、广州证券—广州市金融平台核心资产.....	11
3、证券投资收益对穗恒运 A 影响较大.....	13
4、证券并购预期与行业创新增加持续发展能力.....	15
四、地产板块：收获季节将集中在 2013 年.....	16
五、盈利预测及投资评级.....	18
(一) 核心假设.....	18
(二) 盈利预测与估值.....	18
六、风险提示.....	18

插图

图 1: 穗恒运 A 股权结构.....	4
图 2: 穗恒运 A 利润构成.....	6
图 3: 穗恒运 A 平均利用小时.....	7
图 4: 秦皇岛港山西大混(5000K)价格走势图中.....	8
图 5: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额.....	9
图 6: 原煤产量及同比增长率.....	9
图 7: 广州证券组织结构图.....	12
图 8: 越秀集团旗下产业结构.....	12
图 9: 证券投资收益对穗恒运 A 利润影响.....	14
图 10: 广州证券主营业务收入与业务及管理费.....	14
图 11: 广州证券经纪业务规模及市场占有率.....	15
图 12: 科城山庄锦泽园规划图.....	17
图 13: 广州市新建商品住宅价格走势图中.....	17

表格

表 1: 穗恒运 A 产业结构.....	5
表 2: 穗恒运 A 上网电价.....	7
表 3: 煤炭价格变动对穗恒运 A 利润的影响.....	10
表 4: 穗恒运 A 增资扩股广州证券历程.....	11
表 5: 广州证券盈利预测.....	15
表 6: 穗恒运 A 盈利预测.....	18
表 7: 财务报表.....	19

一、公司概况：电力区位优势明显，择业布局金融地产

（一）公司股权结构

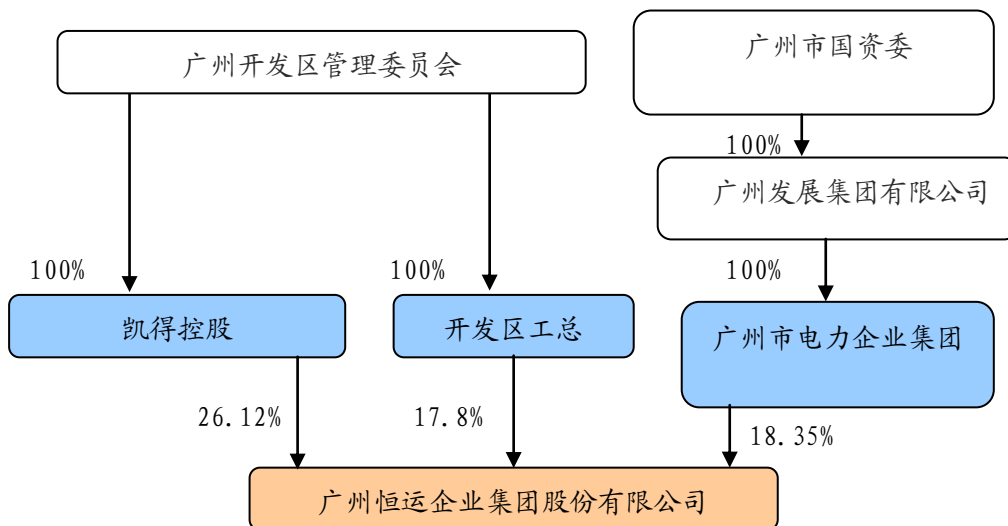
广州恒运企业集团股份有限公司（简称“穗恒运 A”），主营电力生产和集中供热，位于广州市开发区。随着广州开发区的高速发展，穗恒运经过 20 多年的创业发展，已从一家小型火电厂成长为拥有多家参、控股企业的大型企业集团，业务范围涉及电力、金融、房地产等产业。

1999 年广州凯得控股有限公司分别受让公司原股东广州经济技术开发区国际信托投资 16.01% 的股份和广州经济技术开发区工业发展总公司 20% 的股份，从而持有穗恒运 A 36.01% 的股份，成为公司的第一大股东。同时，广州开发区管理委员会通过开发区工总持有公司 17.44% 的股权，实现开发区管理委员会对穗恒运 A 的绝对控股。

2011 年，公司通过定向增发收购恒运 C 厂和恒运 D 厂的剩余股权，股权结构方式变化。目前，实际控制人广州开发区管理委员会通过凯得控股、开发区工总、黄陂农工商持有上市公司约 14,027 万股，持股比例由定向增发前的 51% 下降到约为 40.95%，由绝对控股变为相对控股。

同时，2011 年定向增发过程中，广州市电力企业集团有限公司以所持有恒运 C 厂 44% 的股权和恒运 C 厂 45% 股权，占有穗恒运 A 目前 18.35% 的股权，成为公司第二大股东，实现其对公司的战略持股。目前广州市电力企业集团有限公司的实际控制人广州发展集团有限公司拟实现整体上市，将其持有的 18.35% 的穗恒运 A 的股权注入上市公司——广州发展实业控股集团股份有限公司。

图 1：穗恒运 A 股权结构



资料来源：公司公告、宏源证券

（二）公司业务结构：电力主业和地产金融协调发展

穗恒运 A 下属电力企业地处广州开发区内，并作为区内唯一的热源单位向广州开发区的众多大型企业集中供电，并面向广州开发区内 80 余家企业销售热力产品。在发展历程中，公司依托广州开发区，持续建设广州开发区内的电源项目，目前公司总装机容量达到 102 万千瓦，开发区内的电源项目较为饱和；而且公司在广州开发区以外争取电源项目的能力较弱，公司未来继续在电力领域扩张的难度较大。

基于长期、持续发展的考虑，公司提出了“立足主业、择业发展”的发展战略，并选择金融、地产作为择业发展的方向。近年，穗恒运积极推进“立足主业，择业发展”的发展战略，实现电力、金融、房地产业务协调发展，构筑其产业结构。

截止 2012 年 5 月末，穗恒运现有四台燃煤热电联产机组，总装机容量为 102 万千瓦，装机容量在广州市地方发电企业中名列第二；通过不断收购恒运 C 厂和恒运 D 厂的剩余股权，公司权益装机容量达到 100.2 万千瓦，夯实了公司电力主业。

公司控股广州锦泽开发有限公司，占股 58%，开发广州市萝岗区科城山庄二期工程，总计容面积约 23.74 万平方米。

同时，公司目前持有广州证券 24.48% 股权，为其第二大股东；持股江西宜春农村商业银行股份有限公司 10% 股权，为并列第一大股东。

表 1：穗恒运 A 产业结构

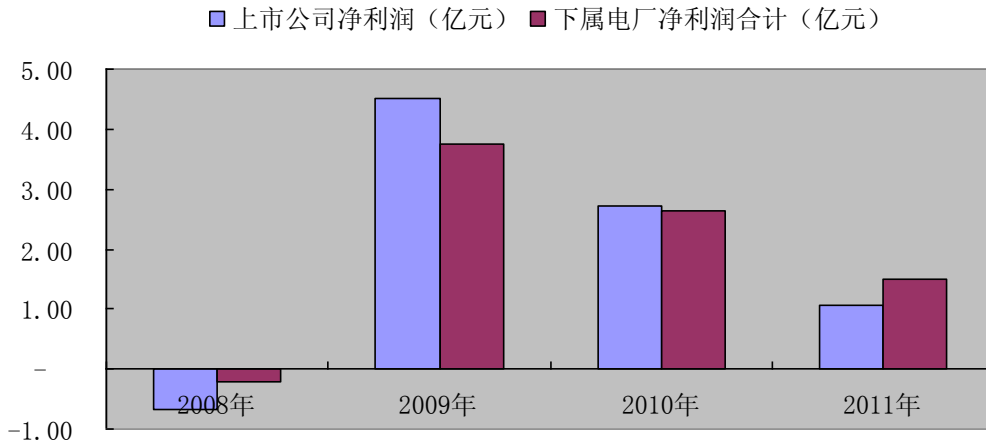
产业板块	主要公司	持股比例
电力板块	广州恒运热电（C）厂有限责任公司	100%
	广州恒运热电（D）厂有限责任公司	97%
	广州恒运热力有限公司	98%
	广州恒运东区热力有限公司	70%
地产板块	广州锦泽房地产开发有限公司	58%
金融板块	广州证券有限责任公司	24.48%
	江西宜春农村商业银行股份有限公司	10%

资料来源：公司公告 宏源证券

二、电力板块：电价和煤价等因素提升盈利能力

目前，穗恒运 A 资产结构主要包括：电力资产、房地产以及金融资产等。锦泽公司房地产项目目前还未结算，销售收入未能体现为营业收入；广州证券和宜春农村商业银行以参股形式获取投资收益。目前，公司营业收入主要来源是电力业务，利润在近几年主要来源于电力业务和广州证券的投资收益。

图 2: 穗恒运 A 利润构成



资料来源: 宏源证券

(一) 股权收购及增容改造提升权益装机容量

2009年, 穗恒运 A 关停 2 台 5 万千瓦机组和恒运 B 厂 1 台 5 万千瓦机组后, 其主要电力资产是恒运 C 厂和 D 厂, 控股装机容量 102 万千瓦, 权益装机容量 50.1 万千瓦。

2011 年穗恒运 A 完成资产重组, 定向增发购入恒运 C 厂 50% 的股权和 D 厂 45% 的股权, 从而公司持有恒运 C 厂和恒运 D 厂的股比分别增至 95% 和 97%, 公司权益装机规模大幅提升至 98.1 万千瓦, 较之前增加 95.81%。

2012 年 1 月 17 日公司董事会决议, 穗恒运 A 以不超过 1233 万元 (包含广东电力设计院在广州恒运热电 (C) 厂未领取的已分配应得股利 342.36 万元) 的价格通过竞拍购买广东电力设计院持有的广州恒运热电 (C) 厂 1% 的股权。

2012 年 5 月 31 日, 公司公告拟以自有资金 3181.68 万元受让广州同诚建设持有的广州恒运热电 (C) 厂 4% 股权, 受让完成后, 公司将持有恒运热电 (C) 厂全部股权。

通过多次运作, 公司电力业务的经营规模大幅提升, 夯实了公司电力主业, 理顺了公司股东与控股子公司股东间的关系, 提升了公司管理能力。权益装机容量提升至目前的 100.2 万千瓦, 将从根本上改善上市公司的盈利能力。

2012 年 3 月, 穗恒运 A 与成都东方电气集团签署协议, 对恒运热电 (D) 厂两台 30 万千瓦机组开始实施增容降耗改造, 通过改造穗恒运 A 的机组容量将增加 6 万千瓦, D 厂单台机组的煤耗最少可以降低 15g/kw.h, 年节约标煤约 5.4 万吨。

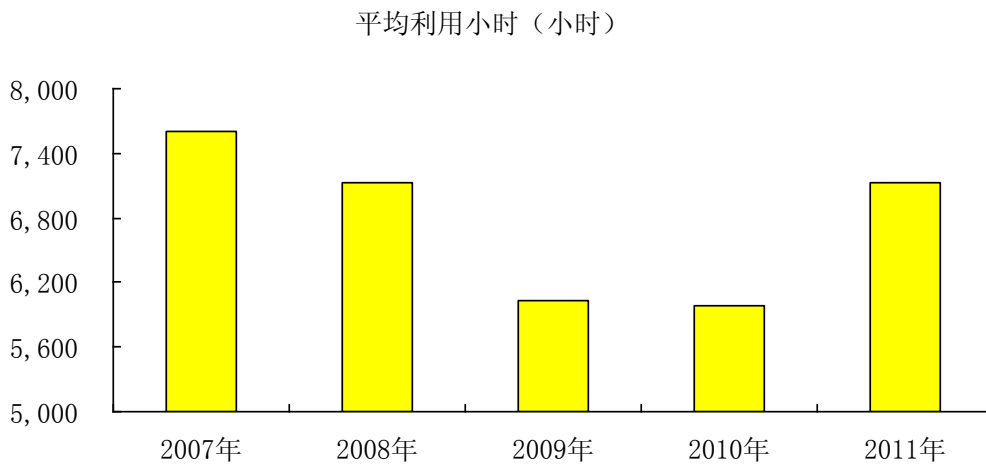
(二) 区位优势明显, 保持高平均利用小时和上网电价

恒运 C 厂、恒运 D 厂地处我国经济发达的珠三角地区, 作为广州开发区内唯一的热源单位向广州开发区的众多大型企业集中供电、供热, 用电需求强劲, 处于全市的用电负荷中心。

首先, 高用电负荷决定了公司机组具有高使用率, 历年来穗恒运 A 下属电力企业发

电机组利用效率都位居全省同业前三名。公开数据显示，2009 年全省煤机平均利用小时数 5,780 小时,穗恒运 A 下属电厂的实际机组利用小时数高达 6,751 小时,超出全省平均数 971 小时,在全省火力发电企业中排名第二; 2011 年公司机组平均利用小时达到 7,121 小时,上网电量 67.74 亿瓦超额完成计划任务 7%。

图 3: 穗恒运 A 平均利用小时



资料来源: 公司网站 宏源证券

其次, 公司机组核定上网电价较高, 具有较强的竞争力。目前, 恒运 C 厂 #6 机组的含税上网电价为 0.521 元 / 千瓦时, #7 机组的含税上网电价为 0.5751 元 / 千瓦时; 恒运 D 厂机组的含税上网电价为 0.521 元 / 千瓦时。

再次, 恒运 C 厂、恒运 D 厂均靠近码头, 发电所需燃料全部从码头堆场直接输送到煤仓, 这大大降低了燃料的二次运输成本。我们了解到, 公司今年与煤炭公司签署销售合同改为到仓价, 减少了公司所需煤炭在码头堆场的使用费用。

(三) 电价上调明显提升公司电力板块盈利能力

1、标杆电价上调

近年, 公司上网电价经历了三次调整, 2009 年 11 月 20 日执行电价在之前的基础上下调 0.8 分/千瓦时; 2010 年 1 月 1 日执行电价在之前电价的基础上上调 0.18 分/千瓦时 (2011 年 6 月文件); 2011 年 12 月 1 日开始执行电价再次上调 2.3 分/千瓦时 (不含脱销电价)。

表 2: 穗恒运 A 上网电价

公司名称	调整后的含税上网电价
广州恒运热电 (C) 厂有限责任公司 #6 机组	0.521 元 / 千瓦时 (含脱硫电价)
广州恒运热电 (C) 厂有限责任公司 #7 机组	0.5751 元 / 千瓦时 (含脱硫电价)
广州恒运热电 (D) 厂有限责任公司 #8 机组	0.521 元 / 千瓦时 (含脱硫电价)
广州恒运热电 (D) 厂有限责任公司 #9 机组	0.521 元 / 千瓦时 (含脱硫电价)

资料来源: 公司公告 宏源证券

公司接到广东省经济信息化委员会下达的 2012 年下属恒运 C 厂和恒运 D 厂合计上网

电量的生产计划为 65.02 亿千瓦，从公司多年的生产情况来看，将能确保完成计划。按照公司 2012 年上网电量计划测算，电价上调 2.3 分/千瓦时，预计将增加公司年营业收入约 1.5 亿元，将明显提升公司电力板块的盈利能力。

2、脱销电价

根据广东省物价局文件《关于提高燃煤电厂上网电价的通知》（粤价〔2011〕283 号文），广东省在上调燃煤机组上网电价 2.3 分/千瓦时的同时，试行脱硝电价政策，对于安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业并经国家或省级环保部门验收合格的，可申请脱硝电价，电价标准为 0.8 分/千瓦时。

公司根据环保要求，已经将公司所有机组建成全脱硝的环保机组，并顺利通过全年各次环保检查工作。如果从年初开始施行脱硝电价，按照公司 2012 年 65.02 亿千瓦的上网电量计划测算，脱硝电价将增加公司年营业收入约 5200 万元。

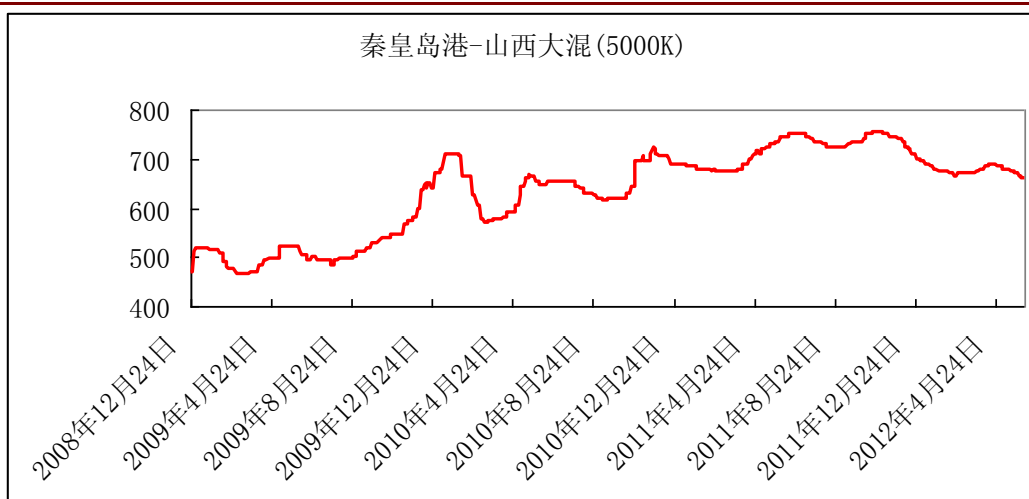
（四）年内煤价呈下降趋势

1、煤炭价格同比出现下降

火电企业的上游主要为煤炭行业，煤炭价格在发电企业生产成本中占据了很大比重，煤炭价格将会直接影响火电企业的生产经营。过去几年，铁路运力瓶颈造成的“以运定产”现象的存在、全球经济复苏对大宗商品需求的上升以及河南、山西等地资源整合造成的产能抑制，使得煤炭价格一直保持在高位运行。以秦皇岛港山西大混(5000K)为例，在 2011 年平仓价长期在 700 元/吨以上运行，最高达到 755 元/吨，去年均价达到约 720 元/吨。

今年年初以来，煤炭价格开始出现下降的走势，截止目前煤炭的价格降幅明显。同样以秦皇岛港山西大混(5000K)为例，今年以来其平仓价均在 700 元/吨，截止目前价格为 660 元/吨，相比 2011 年高点下降 95 元/吨，年内均价约 680 元/吨。

图 4：秦皇岛港山西大混(5000K)价格走势



资料来源：宏源证券

2、供需决定煤价呈下降趋势

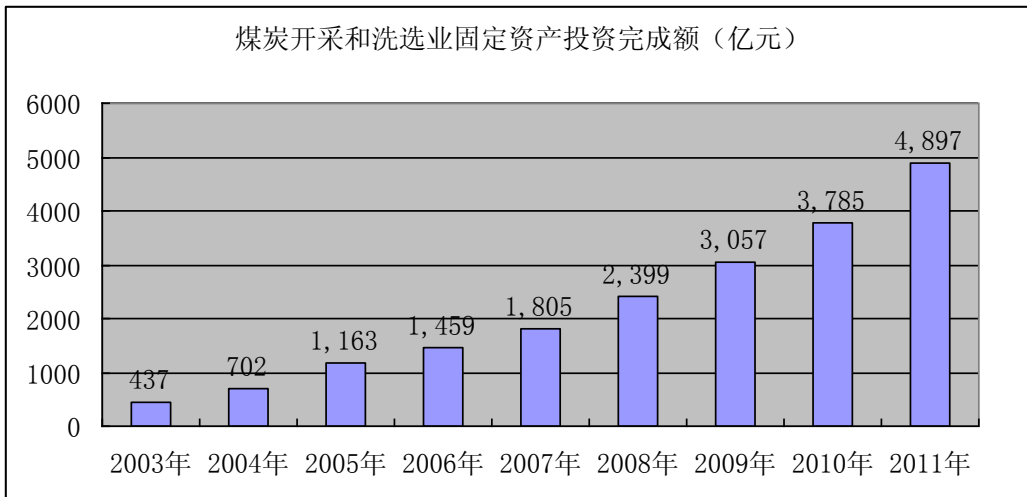
年初以来煤炭价格的下降，是我国煤炭供需格局变化的体现。随着国家经济增速放缓，新能源产业迅猛成长，以及煤炭生产规模的扩大和能力的提高，煤炭市场在未来供大于求

的趋势越来越明显，煤炭价格将呈现趋势化的下降通道。

经济增长放缓，煤炭需求增幅回落。未来几年全球经济将处于低速增长期，我国 GDP 在经历“十五”年均增长 9.5% 和“十一五”年均增长 11.2% 之后，已明确“十二五”国家经济发展速度回落式增长的基调。经济增速下降、经济结构调整以及转变发展方式，“十二五”期间煤炭需求增长将呈现受抑制的趋势。有关数据显示，2012 年四大行业耗煤约 30.56 亿吨左右，以四大行业占全部耗煤的 86.62% 来推算，2012 年全国的煤炭消耗量将在 35.2 亿吨左右，比 2011 年增加约 1.5 亿吨，增长 4%~5%，增幅回落 4 个百分点左右。

固定资产投资大幅增加，煤炭产能释放加速。“十五”期间和“十一”五期间煤炭采选业固定资产投资大幅增加，其中“十五”期间平均每年投资 450.6 亿元，“十一五”期间平均每年投资 2497.94 亿元。“十一五”期间煤炭采选业固定资产投资额相当于新中国成立 55 年煤炭投资总和的 2.8 倍。进入“十二五”，对煤炭采选业的固定资产投资仍延续上升势头，2011 年投资约 4897 亿元，同比增长 29.39%。

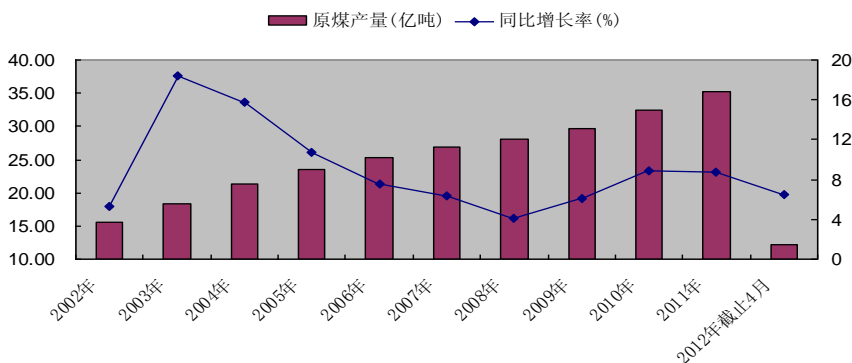
图 5：煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额



资料来源：宏源证券

全国煤炭采选业固定资产投资额的大幅持续增加，加上建井技术、开采技术及装备水平的革新与提升，大幅提升了煤炭的产量；同时过去几年新投资增加产能约 20 亿吨，在“十二五”期间将会释放 15 亿吨。

图 6：原煤产量及同比增长率



资料来源：宏源证券

同时，进入 21 世纪以来，我国以及其他国家纷纷将开放新能源作为国家能源发展的战略方向，积极培育和发展核能、氢能、风能、太阳能等新能源产业，并在国家战略层面制定了相关规划和政策，大力支持发展新能源。根据“十二五”有关专项发展规划和能源相关发展预测研究到 2015 年，我国风电装机容量达到 1 亿千瓦，占我国电力装机总容量的 7%；太阳能热利用面积将达到 4 亿平方米，太阳能发电装机容量达到 200 万千瓦；核电装机容量将达到 4300 万千瓦。预计到 2020 年，我国风电装机容量达到 1.8 亿千瓦；太阳能发电装机达到 2000 万千瓦；核电装机容量达到 8600 万千瓦；即时我国新能源发电装机容量至少为 2.9 亿千瓦，约为 7 亿吨左右煤炭的发电量。新能源的快速成长将相应挤压传统化石能源尤其是煤炭的生存空间，将进一步压缩煤炭的需求。

3、公司业绩对煤价变化高度敏感

公司 2011 年 3 月公告的《广州恒运企业集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》显示，恒运 C 厂、恒运 D 厂和上市公司的利润受煤价变动的较大影响。根据公司的预测，在 2010 年煤炭采购价格的基础上，当 2011 年煤炭价格涨跌 10 元/吨（含税）时，恒运 C 厂、恒运 D 厂和上市公司 2011 年利润总额将分别增减 760.39 万元、1,054.47 万元和 1,814.86 万元。

表 3：煤炭价格变动对穗恒运 A 利润的影响

上市公司利润指标变动(备考合并口径)	煤炭价格变动					
	+30 元/吨	+20 元/吨	+10 元/吨	-10 元/吨	-20 元/吨	-30 元/吨
燃煤价格变动	+30 元/吨	+20 元/吨	+10 元/吨	-10 元/吨	-20 元/吨	-30 元/吨
利润总额变动(万元)	-5,444.57	-3,629.72	-1,814.86	1,814.86	3,629.72	5,444.57
净利润变动(万元)	-4,083.43	-2,722.29	-1,361.14	1,361.14	2,722.29	4,083.43
其中归属于母公司的净利润变动(万元)	-3,926.71	-2,617.81	-1,308.90	1,308.90	2,617.81	3,926.71

资料来源：公司公告 宏源证券

从 2011 年年报来看，恒运 C 厂和恒运 D 厂合计净利润约 1.5 亿元，相比 2010 年合计净利润 2.6 亿元下降约 1.1 亿元；根据上表数据初步测算穗恒运 A 在 2011 年煤炭采购价格上涨约 80 元/吨。而 2011 年秦皇岛港山西大混(5000K)平均价格相比 2010 年均价上涨约 72 元/吨，与预测数据基本相符。

三、金融板块：银行分红稳定 证券投资收益弹性大

（一）参股宜春农商行获稳定分红

2011 年 2 月 23 日，公司第六届董事会第三十次会议审议通过了《关于参与袁州区农村信用合作联社增资扩股》的议案，公司以公司自有现金认购江西宜春市袁州区农村信用合作联社（简称“袁州联社”）股份不超过 5,500 万股（价格为 1.6 元/股），投资资金不超过 8,800 万元。

袁州联社此次增资扩股后拟改制成宜春农村商业银行股份有限公司（简称“宜春农商行”），2012 年 5 月 2 日，江西银监局批复同意宜春农村商业银行正式开业，穗恒运 A 目前占有宜春农村商业银行 10% 的股权，为并列第一大股东。

宜春农商行近年盈利能力稳定，2010 年净利润为 2,384 万元，2011 年净利润 7,562.84 万元。2012 年 2 月 27 日穗恒运 A 已从宜春农商行获得现金红利 605 万元。

宜春市位于江西省西北部，自汉代开始建县，迄今有 2200 多年的历史，现辖樟树、丰城、高安、上高、万载、宜丰、铜鼓、奉新、靖安、袁州三市六县一区，总面积 1.87 万平方公里，总人口 540 万。2011 年宜春市 GDP 达到 1077.98 亿元，可比增长 12.8%；财政总收入 149.14 亿元，同比增长 38.2%；规模以上工业增加值 386.5 亿元，同比增长 21.7%；城镇居民人均可支配收入达 16431.44 元，同比增长 14.6%，整体来看宜春市经济增速高于江西省平均水平。

宜春农商行是宜春市首家地方性银行，也是宜春市网点遍布最广、网络服务最宽、服务层面最深、支农力度最大的金融机构。截止 2012 年 4 月，该行各项存款余额 71 亿元，各项贷款余额 38 亿元，不良贷款率 1.96%。目前，宜春农商行有 7 家一级分行和 4 家二级分行。随着宜春市经济的发展，预计宜春农商行在未来几年将保持高速增长，公司可以分享宜春农商行的发展成果获得稳定分红，从而为公司开辟新的利润增长点。

（二）持续增资扩股支持广州证券做大做强

1、持续增资扩股广州证券

2008 年 4 月，穗恒运 A 拟以每股 2.5 元的价格分别受让了广州市富力地产股份有限公司、广州粤泰集团有限公司、广州城启集团有限公司持有的广州证券公司 4360 万股、8000 万股以及 4000 万股的股权。收购完成后，公司持有广州证券 20.02% 的股权，2009 年 6 月相关股权的过户手续已经完成。

2009 年，公司以每股净资产 1.62 元/股增资广州证券 14,937 万股，支付总金额为 24,198 万元。此次增资完成后穗恒运 A 持有广州证券公司 31,297 万股，股权比例为 21.82%，是广州证券的第二大股东。

2011 年，公司以每股以 1.84 元/股价格继续增资广州证券 17,115 万股，支付总金额为 31,491 万元。此次增资完成后穗恒运 A 持有广州证券公司 48,412 万股，股权比例增加至 24.48%，乃为广州证券的第二大股东。

表 4：穗恒运 A 增资扩股广州证券历程

项目	内容	持股比例	投资额（万元）
2008 年	2.5 元/股分别受让了富力地产、粤泰集团和城启集团持有的广州证券公司 4360 万股、8000 万股以及 4000 万股的股权	20.02%	31,391
2009 年	1.62 元/股，增资广州证券 14,937 万股	21.82%	24,198
2011 年	1.84 元/股，增资广州证券 17,115 万股	24.48%	31,491
合计	-	24.48%	86,589

资料来源：公司公告 宏源证券

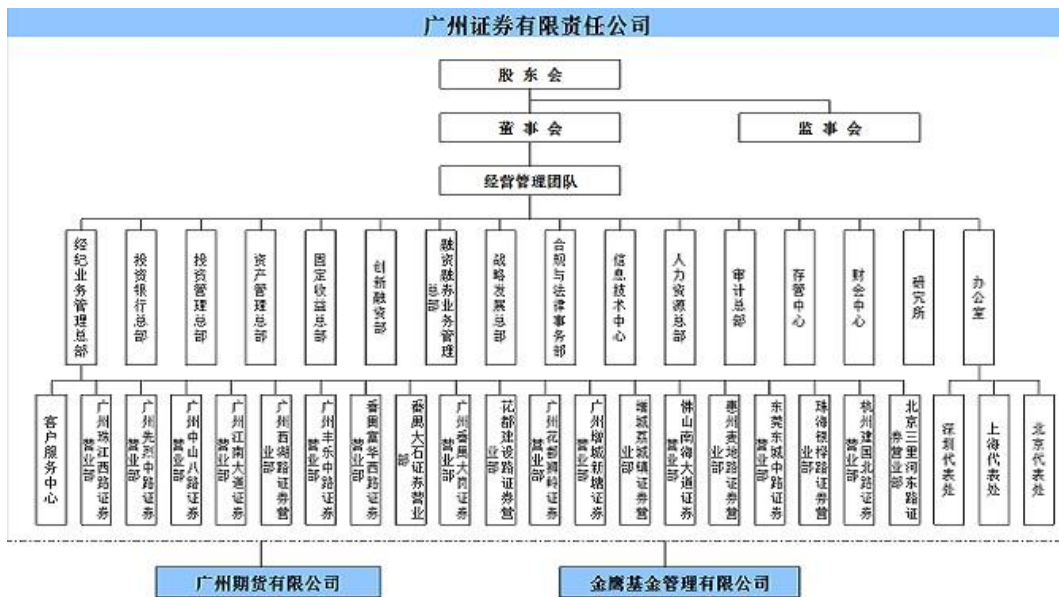
经过股权收购和两次对广州证券的增资扩股，穗恒运 A 合计已投入资金合计约 86,589 万元。

2、广州证券—广州市金融平台核心资产

广州证券有限责任公司前身为广州证券公司，1988 年经中国人民银行批准成立，是

全国最早成立的证券公司之一。1997 年增资改制为广州证券有限责任公司，2001 年经中国证监会核准为全国综合性券商，2012 年 3 月，经中国证监会核准，广州证券公司变更注册资本为 1,977,760,000 元，控股股东依然为越秀集团，持股比例 37.05%。

图 7: 广州证券组织结构图



资料来源：公司网站 宏源证券

广州证券是一家具备综合业务资质的中等规模券商，在全国设立了 19 家证券营业部和 4 家服务部，业务范围包含证券经纪、证券发行主承销业务、外资股业务、资产管理业务、证券投资咨询、基金管理等等所有综合性业务；全资控股广州期货有限公司，并持有金鹰基金 49% 的股权。截止 2011 年底，广州证券资产总规模约 124 亿元，净资产规模约 26 亿元。

图 8: 越秀集团旗下产业结构



资料来源：公司网站 宏源证券

从股东结构来看，广州证券主要股东均为广州市有关国有企业，是广州市国资能控制

的两家证券公司之一(另外一家证券公司为由广州国际控股集团有限公司绝对控股的万联证券)。广州证券大股东越秀集团是广州市首个资产规模超千亿和第二个利润总额超百亿的国有企业,旗下拥有三家上市公司,并形成了以“地产、交通基建、金融”为核心的产融结合的现代产业布局。

今年年初,越秀集团以广州证券为主体成立越秀金融集团,管控旗下所有金融资产,包括广州证券、香港越秀证券、金鹰基金、广州期货及越秀产投等。越秀集团的目标是在“十二五”期间投入 50 亿元以上的资金全方位布局金融业务,其中信托、金融租赁和证券各有 10 亿元以上的并购计划,同时将谋求参股城商行;目标是将越秀金融集团打造成为综合金融服务集团。截至 2011 年底,越秀金融集团资产规模 123 亿元,净资产接近 40 亿元。

越秀集团以广州证券为平台打造金融控股平台,实现大金融发展战略,与目前广州正在加快建设区域金融中心的步伐相契合。广州是中国最主要的对外开放城市之一,2011 年广州市实现地区生产总值(GDP)12303.12 亿元,同比增长 11.0%,经济总量位居中国大陆城市第三位,人均生产总值达到 1.3 万美元,达到中等发达国家和地区水平。

对应实体经济的发展,广州市近年来金融业实现跨越式发展,“十一五”期间全市金融业增加值年均递增 23.6%,高于 GDP 年均增速 10.1 个百分点,2010 年广州金融业增加值达 671 亿元,占 GDP 比重 6.24%。而北京 2011 年金融增加值占 GDP 的比重达到 12.8%,上海为 11.6%,重庆为 7%,深圳为 13.6%;与广州市实体经济在国内的实力相比来看,广州市金融业具有较大的发展空间。

最新发布《广州市区域金融中心建设规划(2011-2020)》,广州市计划到 2015 年将金融业增加值占地区生产总值的比重提高到 9%,将发展 15 家左右具有全国影响力、综合实力位居同行业前列的金融机构,并培育 150 家-200 家上市公司,将广州打造成为以香港国际金融中心为龙头、具有全球影响力的国际金融中心区域的重要支点。

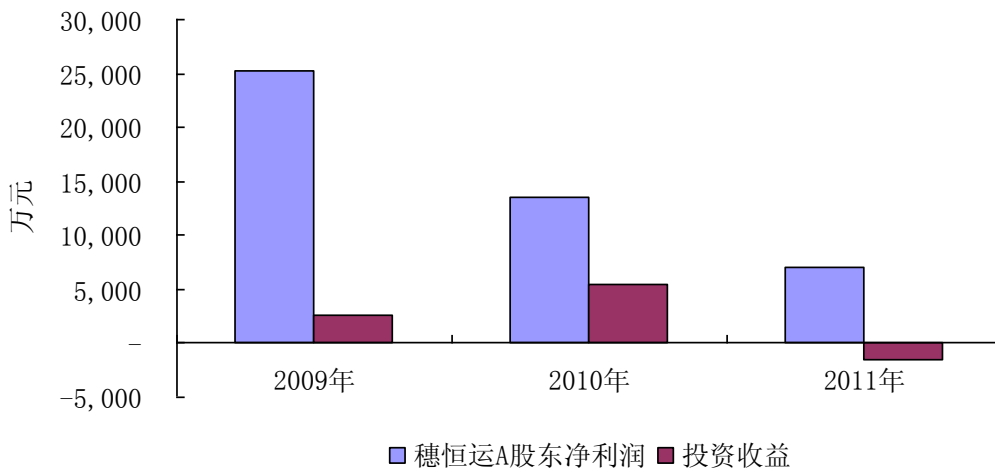
广州市加快建设区域金融中心,越秀金融集团作为广州市发展和利用资本市场的两大平台之一,将积极推动广州证券扩大业务规模,提升其经营水平和市场竞争力。

在股东的大力支持下,广州证券在近年实施积极扩张。一方面,广州证券规划在省内开设多家营业网点,进一步优化其辖区范围内布局,凸显广州证券的区域领先优势。另一方面,依靠地处广州和背靠广州市金融平台,积极推进广州证券投行业务在珠三角区域的影响力。同时,广州证券还积极完善资产管理产品线、推进融资融券业务、股指期货 IB 业务等其他业务。

3、证券投资收益对穗恒运 A 影响较大

穗恒运 A 收购广州证券股权后,从 2009 年开始以投资收益的形式对穗恒运净利润产生贡献,过去 3 年期间,广州证券投资收益对穗恒运 A 的净利润影响较大。

图 9: 证券投资收益对穗恒运 A 利润影响

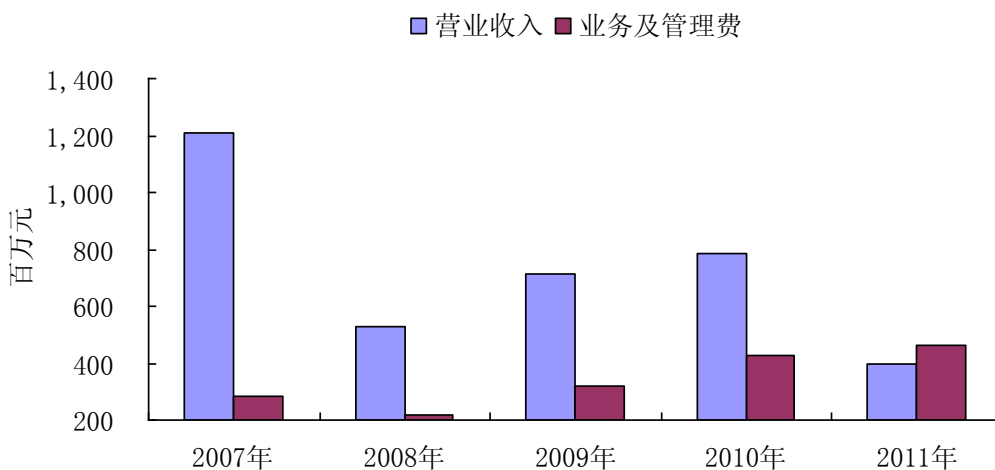


资料来源: 公司网站 宏源证券

从营业收入的结构来看, 经纪业务和自营投资收益是广州证券过去收入的主要来源。公司业绩受 A 股市场波动影响较大, 同时收佣金率下降的影响公司经纪业务收入加速下降, 广州证券 2011 年平均佣金率为 0.089%; 与此同时, 广州证券过去几年的业务及管理费高速增长, 增速远超过营业收入的增速, 导致广州证券的盈利能力不断下降, 在 2011 年股市单边下跌的情况下甚至出现了亏损。

为应对低迷的市场环境和日趋激烈的佣金战, 大部分中小券商正寻求业务转型。在股东不断增资增强公司资本金的支持下, 广州证券在增设网点、拓展创新业务的同时, 立足于珠三角经济区域中小企业的融资需求而大力推进公司投行业务。

图 10: 广州证券主营业务收入与业务及管理费



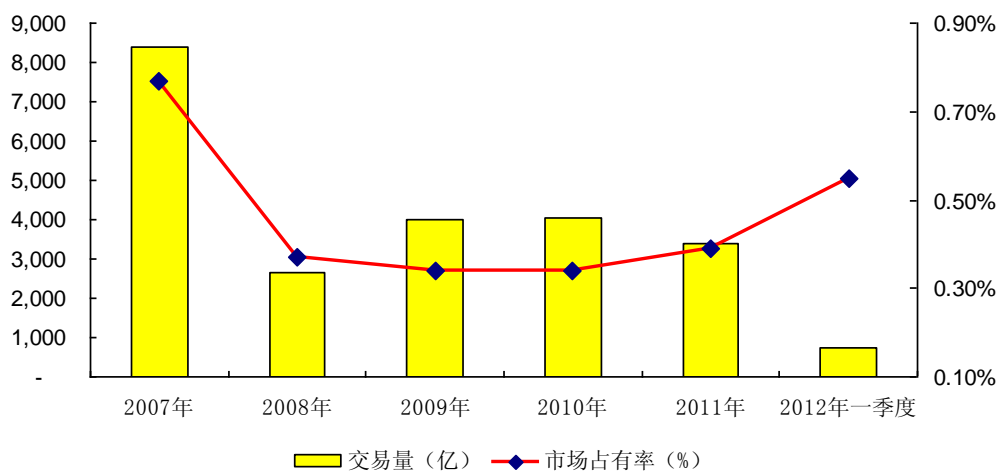
资料来源: 公司网站 宏源证券

截至 2012 年 5 月 31 日, 广州证券一举跻身今年前 5 个月投行保荐承销收入排名第九, 约 1.13 亿元, 另外由广州证券保荐承销的再融资项目还有数家已申报或即将申报。同时, 广州证券今年以来担任了 11 中粮 01、12 隆平债、12 中泰债、11 智光债、粤华包 B(200986) 公司债以及 12 年铁岭债券等 6 家信用债券发行的主承销商。随着投行业务的不断推进, 广州证券市场占用率有望得到大幅提升, 我们给予公司 0.6% 的估计; 同时在证券创新大

会提到要让证券公司在实体经济中发挥更大效用，我们预测 2012 年市场融资规模将增长 30%；综合承销费率方面我们取过去几年广州证券承销项目的平均水平，预测 2012 年承销业务净收入为 2.41 亿元。

经纪业务方面，2012 年一季度广州证券的市场份额较过去 4 年出现明显的增长，达到 0.55%；我们认为广州证券未来市场份额会有所提升，预计为 0.45%。同时，我们给予整个市场日均股票交易额 20% 的增幅，即 2100 亿元（恢复到 2010 年平市的水平）；公司佣金率在近 2 年下降已经明显趋缓，给予 10% 的降幅使得其综合佣金率达到 0.08% 的水平。经测算，2012 年广州证券代理买卖证券业务净收入为 3.73 亿元。

图 11: 广州证券经纪业务规模及市场占有率



资料来源：公司网站 宏源证券

券商资产管理业务方面，广州证券 2011 年 12 月发行了公司第一只集合资产管理计划（广州证券红棉 1 号），最新规模 6.98 亿元。

自营投资方面，其投资净收益对广州证券业绩影响较大。公司自营投资历史业绩较好，在 2007 年和 2010 年分别贡献利润 3.8 亿元和 3 亿元，是公司利润的主要来源；同时，广州证券自营规模相对较大，2011 年年底规模达到 57.47 亿元，占总资产规模达到 46.40%，其中债券占比 95%。今年以来股债均有较好表现，我们预计 2012 年广州证券将获得投资净收益约 4.77 亿元。

根据上述假设，我们预计 2012 年广州证券可实现净利润 2.76 亿元，2013 年实现净利润 2.99 亿元，2014 年实现净利润 4 亿元；穗恒运 A 按目前 24.48% 的持股比例，相应获得投资收益分别为 6700 万元、7300 万元和 9800 万元。

表 5: 广州证券盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	394	1,132	1,165	1,446
同比增长(%)	-49.94%	187.12%	2.94%	24.12%
净利润(百万)	-67	276	299	400

资料来源：宏源证券

4、证券并购预期与行业创新增加持续发展能力

今年 5 月召开的中国证券行业创新大会，为证券公司未来的创新发展明确了思路。对

于中小证券公司来说,创新业务的推出和管制的放松,为其提供了进行跨越式增长和培育核心竞争力提供了可能;但目前中小券商在创新业务方面已处于相对落后的位置,受公司资本实力和市场影响力的限制,证券公司监管的放松加大了市场的竞争程度,中小证券公司可以从业务创新的角度实现突破发展,而中小证券公司通过并购重组、增资扩股等外延扩张方式进行突破也是一种选择。

随着资本实力的增强,广州证券近年不断进行开拓创新,增加公司盈利点,调整公司收入结构。

2010年,广州证券开始加大对投行业务的投入,保荐人从年初的5个增加到现在的20人;2011年完成主承销4个项目,2011年截止目前已完成主承销8个项目;2010年2月重组并全资控股广州期货;2011年底,发行了公司第一只集合资产管理计划,开拓券商资产管理业务;2012年5月主承销粤华包B公司债,推动“暂停”8年以来B股上市公司首单再融资;2012年3月,根据《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)补充协议六(简称“CEPA6”)规定,联手恒生证券成立首家合资证券投资咨询公司——广州广证恒生证券投资咨询有限公司,广州证券占股67%,主要从事撰写证券及相关产品分析研究报告,与及进行证券市场研究调查等,向内地机构投资者及广东省的个人客户提供适时分析。

同时,广州证券大股东越秀集团在今年年初越秀金融集团成立大会上表示,在年内将积极推进广州证券的并购重组,从而实现广州证券外延伸的扩张。对此,我们的看法是:中小证券通过并购重组的方式实现跨越式发展符合证券行业创新的思路;越秀集团以广州证券为核心资产打造其金融产业平台,通过并购方式快速做大做强广州证券的意愿较为强烈;广州市政府积极推动区域金融中心的建设,将对旗下广州证券的发展提供强有力的支持,越秀集团做为广州市规模最大的国有企业具备推动广州证券并购重组的经济实力。

四、地产板块:收获季节将集中在2013年

2008年12月,公司进入地产行业,公司控股58%股权的锦泽房地产开发有限责任公司以5.3亿元竞标获得广州开发区13.4万平方米净用地KXC-P6-2地块使用权,总建筑面积≤34万平方米,为广州市萝岗区科城山庄二期锦泽园项目。

根据公司公告,科城山庄锦泽园项目相关施工证照已办理完毕,规划共27栋18-22层建筑物,总建筑面积约34万平方米,总计容面积约23.74万平方米,容积率不高于1.77,建筑密度不高于25%。

公司2011年年报披露,2011年年底锦泽园一期五栋楼共计304套住房开始销售,截止在2012年2月底已有超过233套住房签署了购房合同;2012年4月底,锦泽园二期再次推出约300套住房。穗恒运A积极推进科城山庄锦泽园房地产项目的施工进度,计划于2013年竣工验收交付使用;根据我们的调研情况显示,锦泽园项目预计在年内能全部达到预售条件,公司在年内还将向市场推出更多的住房。

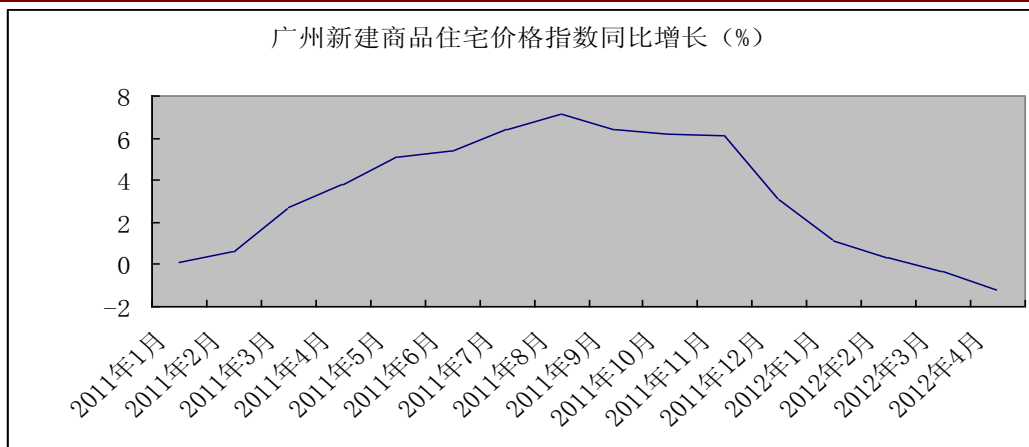
图 12: 科城山庄锦泽园规划图



资料来源：宏源证券

新浪房产数据显示，锦泽园目前均价为 13800 元/平米，从广州市新建商品住宅价格走势来看，广州市房价整体呈现平稳微降的走势，而科城山庄锦泽园处于萝岗区中心地带，目前销售均价相比周边房价弱低，因此我们预计后期推出的房价保持在 13800 元/平米的水平，按规划容积率 23.74 万平方米计算，预计项目可获得约 32.8 亿元售房收入；年报数据显示，锦泽园项目预计总投资为 24.79 亿元。按穗恒运 A 持股 58% 股权计算，预计可获得税后净利润约 4.5 亿元。

图 13: 广州市新建商品住宅价格走势



资料来源：宏源证券

同

时，穗恒运 A 在地产业务领域的定位不仅仅是一个项目公司，而是希望将房地产作为持

续经营的方向。公司目前在不断考察新的地产项目，预计随着锦泽园项目的不断推进和预收款的不回收，公司可能会有新的地产项目纳入旗下。

五、盈利预测及投资评级

（一）核心假设

- 1、装机容量 2012 年不变，年内完成增容工程后 2013 年装机容量达到 108 万千瓦；
- 2、平均小时利用保持平稳；煤耗 2012 年不变，2013 年 D 厂下降 15g/kw.h；
- 3、电价为 2011 年 12 月上调的上网电价，年内获得脱销电价；
- 4、用煤价格下降到与 2010 年持平；
- 5、锦泽园房产项目进展顺利，销售价格保持不变，2013 年全部进行结算，预计投资误差较小；
- 6、宜春农商行盈利稳定，保持稳定分红率
- 7、广州证券业绩符合预期（见上章）

（二）盈利预测与估值

基于以上假设，我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 1.31 元、2.53 元以及 1.74 元，对于当前股价市盈率分别为 9.48 倍、4.9 倍以及 7.12 倍。

表 6：穗恒运 A 盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	3334.67	3536.23	6966.23	3686.23
增长率(%)	10.60%	6.04%	97.00%	-47.08%
归属母公司股东净利润	70.59	447.44	865.06	595.34
增长率(%)	-47.83%	533.87%	93.34%	-31.18%
每股收益(EPS)（元）	0.21	1.31	2.53	1.74
销售净利率	3.16%	18.90%	18.55%	24.13%
市盈率(P/E)	60.08	9.48	4.90	7.12

资料来源：宏源证券

鉴于煤炭价格存在持续下跌的趋势，公司保持高利用小时和上网电价的基础上，公司未来几年业绩存在持续超预期的可能；地产项目的集中结算将给公司 2013 年带来丰厚了利润；宜春农商行持续给公司带来稳定的分红回报；广州证券在大股东越秀集团的倾力打造下通过内生业务创新发展和并购式外延扩张并举的方式实现跨越式发展。我们首次给予公司“买入”的评级，给予全年 16 倍估值，6 个月目标价为 21 元。

六、风险提示

- 1、机组平均利用小时大幅低于预期;
- 2、煤炭市场价格再次上涨;
- 3、政府下调上网电价;
- 3、房地产项目收益的不确定性;
- 4、证券市场波动性的风险。

表 7: 财务报表

利润表(单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3334.67	3536.23	6966.23	3686.23
减: 营业成本	2806.60	2450.00	4917.00	2420.00
营业税金及附加	25.22	26.74	52.68	27.88
营业费用	4.12	4.37	8.61	4.56
管理费用	128.76	141.45	278.65	147.45
财务费用	185.25	114.36	96.42	43.22
资产减值损失	0.13	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-14.52	67.00	80.00	105.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	170.06	866.31	1692.87	1148.13
加: 其他非经营损益	4.44	2.58	3.52	2.69
利润总额	174.50	868.89	1696.38	1150.81
减: 所得税	69.05	200.47	404.10	261.45
净利润	105.45	668.41	1292.29	889.36
减: 少数股东损益	34.86	220.97	427.22	294.02
归属母公司股东净利润	70.59	447.44	865.06	595.34
EPS	0.21	1.31	2.53	1.74
PE	60.08	9.48	4.90	7.12

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位: 百万)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	455.00	1250.46	1096.62	5978.99
应收和预付款项	347.76	506.87	1178.95	-291.35
存货	1042.60	210.65	2304.55	-1066.64
其他流动资产	1.51	1.51	1.51	1.51
长期股权投资	838.90	838.90	838.90	838.90
投资性房地产	2.47	2.15	1.83	1.51
固定资产和在建工程	3540.49	3006.85	2473.21	1939.57
无形资产和开发支出	79.88	70.32	60.76	51.21
其他非流动资产	104.07	52.03	0.00	0.00
资产总计	6412.67	5939.75	7956.32	7453.69
短期借款	1240.00	0.00	203.37	0.00
应付和预收款项	447.26	212.93	813.85	-269.78

长期借款	1363.00	1763.00	1763.00	1763.00
其他负债	1141.49	1141.49	1141.49	1141.49
负债合计	4191.75	3117.42	3921.71	2634.71
股本	342.54	342.54	342.54	342.54
资本公积	1221.82	1221.82	1221.82	1221.82
留存收益	414.49	861.93	1727.00	2322.34
归属母公司股东权益	1978.86	2426.30	3291.36	3886.70
少数股东权益	242.06	463.04	890.26	1184.28
股东权益合计	2220.92	2889.33	4181.62	5070.98
负债和股东权益合计	6412.67	6006.75	8103.32	7705.69
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	739.25	1747.89	-263.43	5126.95
投资性现金净流量	-147.26	1.93	2.64	2.02
筹资性现金净流量	-458.95	-954.36	106.95	-246.60
现金流量净额	133.04	795.47	-153.84	4882.37

分析师简介:

分析师姓名: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。