

主营业务缺乏新增长点, 房地产业务进入收获期

穗恒运 A (000531) 调研简报

谨慎推荐 (首次)

风险评级: 一般风险

投资要点:

一、公司简介。公司全称广州恒运企业集团股份有限公司, 简称穗恒运A, 是广州市属国有控股上市企业。位于珠三角中心-广州经济开发区, 公司前身是一小型火力发电厂, 目前发展成为拥有多家发电企业和参控股企业的大型能源企业, 主营电力、热力的生产和销售业务, 其中发电业务为公司利润的主要来源, 同时开展房地产业务和投资金融公司业务等其他业务, 经营发展趋于多元化。具体来看, 公司拥有两家热电联产火电厂, 装机规模共计102万千瓦, 规模较小。控股两家供热企业和两家房地产公司, 同时参股广州证券(持股24.48%)和江西宜春农商行(持股10%)。

二、2012年报数据细则(分业务)

1、电力业务

电力业务增长乏力, 2013年上网电量很可能继续下降。2012年公司上网电量共计60.17亿千瓦时, 同比下降11.18%。主要是由于: ① 西电东输影响, 这是主要的影响因素, 尤其是贵州、云南、四川等地水力发电量增多, 而经济下行使得当地用电量减少, 导致输出外省的电量大幅提升, 挤压广东火电上网电量; ② 最近广东新增大机组投产较多, 由于上网电量统一由电网调度分配, 这就挤压了公司上网电量的指标。2013年公司获得的上网电量指标为58.05亿千瓦时, 按照此测算2013年上网电量将继续下降3.5%, 这将使得2013年主营收入再打折扣。

机组利用率下降很快, 装机未来3年将零增长。2012年上半年公司发电机组利用率较高, 下半年尤其是四季度机组利用率下降较快, 2012年全年平均利用小时数仅有6300-6400小时, 同比下降超过10%, 缘由与上网电量下降的原因相同。而且公司装机未来3年几乎没有新增机组投产的可能性, 因此也无法弥补因机组利用率下降带来的营业收入减少。若宏观经济面恢复较慢, 用电需求得不到很好的改善, 加上西电东输电量依旧增多情况下, 公司被动性较大, 因此主营业务新的增长点暂时看不到。

公司旗下电厂均为纯火电, 对煤价变化幅度敏感性高。公司旗下火电厂所用的燃煤热值为5000大卡, 小部分需要5500大卡热值的煤进行掺烧, 2012年燃煤用量300多万吨。燃煤主要供应商依然是神华能源、中煤能源等, 与他们签订的煤合同是和五大发电集团一起签订。虽然煤炭需求不旺, 煤炭企业议价能力减弱, 但几个大型的煤炭企业依然有一定的价格垄断优势, 因此电煤价格并不能以秦皇岛港口煤价为基准。另外, 现在已经没有合同煤和市场煤之分, 统一以年为单位一起签合同。

2013年4月24日

俞春燕

SAC 执业证书编号:
S0340511010001

研究助理: 饶志

电话: 0769-22119416

邮箱: raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013年4月23日

收盘价(元)	10.99
总市值(亿元)	37.65
总股本(百万股)	342.54
流通股本(百万股)	338.21
ROE (TTM)	12.26%
12月最高价(元)	14.77
12月最低价(元)	8.85

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

目前公司所用燃煤到厂价格 2012 年为 900 多元/吨（折标煤含税），同比下降 100 元/吨左右，幅度在 10%左右。电厂维持 15-30 天、平均 20 多天的保证安全生产煤库存量。2012 年燃煤成本已由原来的 80%（占营业成本比例）下降到 70%左右。在运输成本方面，公司的电煤全部经过海运，近年来海运费不断下降，使公司的运费成本下降较快，占营业成本比例不断缩小。加上电煤到达广州开发区西基码头后，由于公司电厂就建在西基码头附近，有自己的传送带。因此公司直接通过传送带将港口的电煤运输到电厂，省去了二次运输成本。

综合起来，由于公司电厂均属于纯火电，对电煤成本的敏感度高，所以受益电煤价格的下跌和运输成本的控制，公司毛利率改善较好。

2、供热业务

供热业务比较稳定，仍有增长空间。公司供热业务按地区分两块，分别是广州经济开发区西区 and 东区，供热半径均为 15 公里左右。旗下两个热电联产的电厂恒运 C 厂和恒运 D 厂就在西区，为西区的企业供热。另外公司控股的两个供热企业——恒运热力和恒运东区热力均在东区。从地理位置上看，即使技术提升使得供热半径扩大，但由于 C 区受地理限制，已经趋于饱和，没有增长空间。而东区地理版图更大，公司有意建立西区和东区供热管道，使得西区过剩的蒸汽传输到东区，这样东区无需再新建新的锅炉或机组，就能使得供热半径有所扩大，大概能使供热半径扩展至 20 公里左右，仍有增长的空间。

2012 年公司销售蒸汽 152.85 万吨，同比下降 2.8%，由于蒸汽价格随着煤价以季度或半年联动，只经过经贸委指导批准，一般能保证 6-10%的利润率。而且客户主要是开发区内宝洁、安利、绿箭等跨国企业，抗风险能力强，所以整个供热业务比较稳定，不会出现大幅波动。但是供热业务收入占比还不到 10%，对整个营业收入影响较弱。

3、房地产业务

房地产业务 2013 年开始确认收入，但不确定性较大。公司控股 58%的锦泽房地产公司，开发的科城山庄二期锦泽园房地产项目，规划工 27 栋，18-22 层建筑物，总建筑面积约 34 万平米，总计算容积率建筑面积 23.74 万平米，容积率不高于 1.77。项目开发分两期，第一期 25 栋 18 层住宅楼，共 1800 多套，户型 34-266 平米不等，以 80、100 及 150 平米的户型居多，第一期 2011 年开始预售。截至 2012 年，锦泽房地产公司共推出 1614 套，认购套数 1538 套，签约 1439 套，签约价格在 13000 元/平米（2012 年初）-18000 元/平米（2012 年下半年），预收款达 15.7 亿元。公司尽量争取 2013 年竣工交房，但确认收入需要交钥匙后才行，中间相差 2 个月左右，因此 2013 年是否能确认收入或确认收入多少，不确定性依然较大，预计 2014 年是确认收入集中期。第二期 2 栋 22 层的 100 多套住宅建设，还在规划当中，预计到 2015 年才能竣工。

2012 年公司新成立一个壹龙房地产公司，用于开发 2012 年中标的位于广州科学城的中心商务区的地块，初步规划开发写字楼，但上没有开发具体时间表。

4、参股金融业务

公司目前参股广州证券比例为 24.48%，以 10%的比例参股江西宜春农商行，2012 年分别获得 6880 万和 605 万的投资收益，公司暂时没有进一步参股其他金融企业的打算。

三、2013 年一季报数据点评

4 月 23 日，公司 2013 年一季报数据显示，一季度实现营业收入 6.47 亿元，同比减少 19.66%；实现营业利润 0.96 亿元，同比减少 1.09%；实现归属上市公司净利润 0.65 亿元，同比减少 3.14%，基本每股收益 0.1911 元。业绩低于预期。

点评：

公司营业收入减少主要是上网电量的明显下降。除了广东地区新增机组投入运营、西电东输至广东地区电量增长的外因外，公司旗下恒运 D 厂的 8 号机组停机检修改造是主因，因为 8 号机组装机 30 万千瓦，占总装机量近 30%的比例，所以对发电量影响较大，进而影响上网电量。预计机组改造成功后，将恢复至原有水平，不至于有如此大的跌幅，属于暂时性因素。盈利方面，继续受益煤价下跌，一季度毛利率达 26%，净利润率上升超过 10%，有进一步提升。资本结构方面，资产负债率上升超过 1 个百分点达到近 67%，主要是预收账款增加引起，而这与房地产预售有关，确认后将直接转化为营业收入。

四、暂给予“谨慎推荐”评级

总体来看，公司在主营业务电力和供热方面，机组利用率和电价方面依然享有远高于全国水平的优势，但规模短期难有大的增长，因此受用电需求波动影响较大，主营业务短期缺乏新的增长点以规避这种风险。在拓展其他业务方面，房地产业务是看点，2013 年开始进入收获期。第一期房地产今年很可能竣工，不过预计只有一小部分确认收入 2014 年是确认收入集中期限。规划的第二期预计建设至竣工在 2015 年后，2016 年确认收入。金融业务方面，投资收益波动也比较大。因此，2013 年业绩没有太大的期望，2014 年业绩值得期待。给予公司“谨慎推荐”评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn