

## 增发收购推动主业成长 择业发展带来丰厚利润

### 投资要点:

- **明确“立足主业，择业发展”的发展战略。**公司积极推进定向增发收购电力资产，增发后公司权益装机容量将增长96%，实现跨越式增长。公司投资广州证券可以获得可观的投资收益。公司以极低的投资成本进行房地产项目开发，预计将收获丰厚利润。
- **新的业务布局基本形成，各业务部门具有互补性。**公司的电力业务进入成熟期，贡献稳定的利润和现金流，并成为支持证券、地产业务发展的基础。证券、地产业务具有顺经济周期特征，可以增强公司的成长性。
- **电力业务具有竞争优势。**公司力求与大型煤炭企业建立长期、稳定的合作关系。这一策略有助于公司锁定燃料成本，并确保机组盈利能力优于行业平均水平。公司电厂地处用电负荷中心，临海，且拥有自己的煤炭码头，具有显著的区位优势。随着电网输电工程竣工，困扰公司的“窝电”问题得以解决，公司机组出力增加。
- **证券、地产业务带来丰厚利润。**公司以低成本进入证券、地产业务领域。随着净资本的增加和股东支持力度的提高，广州证券步入扩张期，成长性可期。地产项目的土地投资成本低，为项目后续开发、盈利奠定了良好基础。
- **盈利预测与投资建议。**2009-2011年公司每股收益预计为0.92元、1.05元和1.57元。我们给予发电业务2010年16-18倍市盈率，给予证券业务2010年18-20倍市盈率，对房地产项目采用RNVA估值。综合各业务部门估值，公司合理价值为20.5-22.5元。我们维持“推荐”的投资评级。

### 主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2172	2811	2800	2964	4127
EBITDA(百万元)	711	307	831	798	1084
归属净利(百万元)	10	-53	246	360	537
摊薄 EPS(元)	0.04	-0.20	0.92	1.05	1.57
PE(X)	440.10	-26.16	17.03	14.94	10.01
EV/EBITDA(X)	10.17	16.04	9.95	11.55	8.09
PB(X)	5.66	2.01	4.76	3.42	2.57
ROIC	4.88%	2.23%	8.90%	8.45%	11.84%
总资产周转率	0.52	0.57	0.51	0.52	0.70

资料来源：中国银河证券研究所

## 推荐 维持评级

合理价值：20.5-22.5 元

### 分析师

邹序元

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

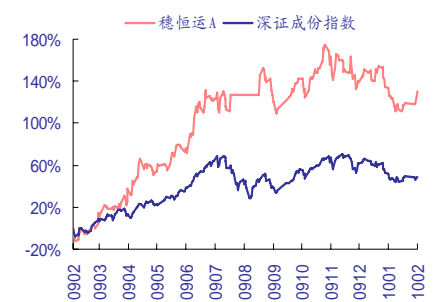
☎: (8610) 6656 8668

执业证书编号: S0130208061595

### 市场数据 时间 2010.02.24

A 股收盘价(元)	15.68
A 股一年内最高价(元)	19.87
A 股一年内最低价(元)	5.93
上证指数	3005.79
市净率	4.75
总股本(万股)	26652
实际流通 A 股(万股)	26652
流通 A 股市值(亿元)	41.79

### 公司股价及深证指数表现



资料来源：中国银河证券研究所

### 相关研究

1. 公司简评：立足主业，择业发展，对公司再认识 09.11.17
2. 公司简评：证券业务利润贡献超预期 09.08.21
3. 行业动态研究：从装机规模增长走向利润增长 09.04.09

## 投资概要

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

电力领域。主要假设: (1) 2010 年定向增发收购电力资产运作完成, 公司权益装机容量增加 48 万千瓦, 同比增长 96%。(2) 2010 年输电工程竣工, D 厂机组出力大幅增加, 公司控股火电机组平均发电小时数为 6756 小时, 同比上升 8%。2011 年发电小时数与 2010 年持平。(3) 2009-2011 年公司入炉标煤价格变化幅度为-24%、10%和 0%。(4) 2010 年公司上网电价不变。(5) 2009 年公司总股本 26652 万元, 2010 年定向增发完成后总股本增至 34254 万元。我们预计 2009-2011 年公司发电业务贡献的每股收益预计分别为 0.62 元、0.86 元和 0.86 元。

证券领域。随着净资本的提高, 广州证券将获得全业务资格, 其经纪业务稳健增长。预计证券业务贡献的每股收益分别为 0.30 元 (含因收购形成的评估增值收益)、0.18 元和 0.20 元。

房地产领域。萝岗中心区住宅项目从 2011 年开始贡献利润。我们假设项目单位售价为 8000 元/平方米。由于楼面地价低, 我们预计项目的净利润率有望达到 26%, 公司获得权益净利润 3.46 亿元, 折合每股收益 1 元。假设项目结算期为 2011 年和 2012 年两年, 预计 2011 年地产业务贡献 0.51 元每股收益。

### 我们与市场不同的观点:

市场认为, 公司未来在发电业务方面缺乏在建和储备项目, 成长性不足。我们认为, 公司明确“立足主业, 择业发展”的发展战略, 直面可持续发展议题, 并进行着积极的努力。公司着力推进定向增发事项, 增发后公司权益装机容量将增长 96%, 实现跨越式增长。公司投资广州证券可以获得可观的投资收益。公司以极低的成本投资房地产项目, 预计将收获丰厚利润。在增发完成的情景下, 2009-2012 年公司每股收益将持续、快速增长。三年之后, 在中新知识城项目的推动下, 广州开发区将迎来持续发展的黄金年代。作为开发区控股的核心企业, 公司有望获得新的发展契机。

### 公司估值与投资建议:

2009-2011 年公司每股收益预计为 0.92 元、1.05 元和 1.57 元。我们给予发电业务 2010 年 16-18 倍市盈率, 发电业务估值为 13.8-15.5 元; 给予证券业务 2010 年 18-20 倍市盈率, 证券业务估值 3.2-3.6 元; 对房地产项目采用 RNVA 估值, 合理估值为 3.45 元。综合各业务部门估值, 公司合理价值为 20.5-22.5 元。我们维持“推荐”的投资评级。

### 股价表现的催化剂:

- (1) 2010 年第一季度发电量同比大幅增长。
- (2) 2010 年中期定向增发趋近完成。
- (3) 2010 年第四季度萝岗中心区住宅项目进入预售期。

### 主要风险因素:

(1) 公司签订重点合同煤锁定了燃料成本。但是如果市场煤价格飙升有可能导致重点合同煤兑现率下降, 价格上升。

(2) 公司积极推进重大资产重组工作进程, 但是预计完成时间尚未确定。

(3) 证券业务和房地产业务盈利的周期性波动大。

## 目 录

一、估值分析.....	2
(一) 分部估值.....	2
(二) 相对估值矩阵.....	3
(三) 投资建议.....	3
二、立足主业，择业发展.....	4
三、电力业务：盈利能力强，收购促规模增长.....	5
(一) 依托已投运电力资产.....	5
(二) 定向增发促规模跨越式增长.....	6
(三) 锁定燃料成本，经营优势体现.....	7
(四) 公司机组利用率高.....	8
(五) 上网电价存在上调可能.....	10
四、证券业务：步入扩张期.....	11
五、房地产业务：贡献丰厚利润.....	12
六、盈利预测与情景分析.....	13
(一) 分部门盈利预测.....	13
(二) 情景分析.....	14
七、风险分析.....	15
(一) 燃料成本风险.....	15
(二) 定向增发完成时间未确定.....	15
(三) 证券、房地产业务的周期性.....	15

## 一、估值分析

### (一) 分部估值

公司遵循“立足主业，择业发展”的发展战略，新的业务布局基本形成。我们对其电力、证券、房地产采取分部门估值方法（Sum-of-the-Parts）进行估值。

**电力领域。**预计 2010 年定向增发收购电力资产运作完成，公司权益装机容量增长 96%；公司签订重点合同煤，锁定燃料成本。预计 2009-2011 年公司发电业务贡献的每股收益预计分别为 0.62 元、0.86 元和 0.86 元。（2010-2011 年每股收益按增发后股本计算，下同。）

**证券领域。**随着净资本的提高，广州证券获得全业务资格，其经纪业务稳健增长。预计证券业务为公司贡献的每股收益预计分别为 0.30 元（含因收购形成的评估增值收益）、0.18 元和 0.20 元。

**房地产领域。**萝岗中心区住宅项目从 2011 年开始贡献利润。我们假设项目单位售价为 8000 元/平方米。由于楼面地价低，我们预计项目的销售净利润率有望达到 26%，公司获得权益净利润 3.46 亿元，折合每股收益 1 元。假设项目结算期为 2011 年和 2012 年两年，则 2011 年房地产业务贡献 0.51 元每股收益。从土地储备重估增值角度看，以目前同区域土地成交价格计算，公司项目土地楼面重估价值为 6000 元/平方米。以增发后股本计算，公司享有此地块的 RNVA 估值为 3.45 元/股。

2009-2011 年公司综合的每股收益预计为 0.92 元、1.05 元和 1.57 元。我们给予发电业务 2010 年 16-18 倍市盈率，发电业务估值为 13.8-15.5 元；给予证券业务 2010 年 18-20 倍市盈率，证券业务估值 3.2-3.6 元；对房地产项目采用 RNVA 估值，合理估值为 3.45 元。综合各业务部门估值，公司合理价值为 20.5-22.5 元。

**表 1: 分部门估值 (Sum-of-the-Parts)**

业务部门			
市盈率	2010 年 EPS	目标 PE (X)	合理估值 (元)
发电	0.86 元	16-18	13.76-15.48
证券	0.18 元	18-20	3.24-3.60
RNVA 估值	公司楼面地价	重估楼面地价	RNVA 估值 (元)
房地产	1559 元/平方米	6000 元/平方米	3.45
合计			20.5-22.5

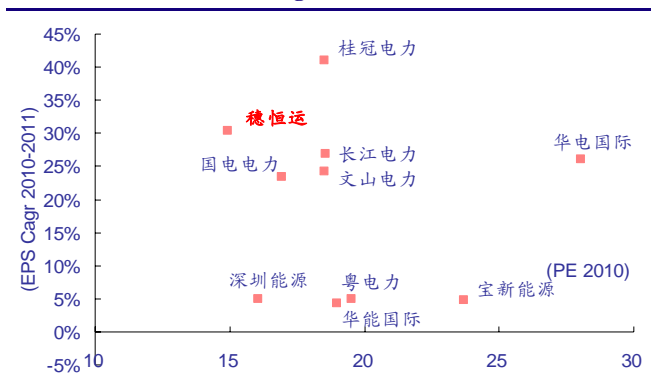
资料来源：中国银河证券研究所

## (二) 相对估值矩阵

我们将公司与电力行业中的重点公司进行比较。公司 2009-2011 年动态市盈率分别为 17 倍、15 倍和 10 倍；2010 年动态市净率为 3.4 倍，ROE 为 29%。

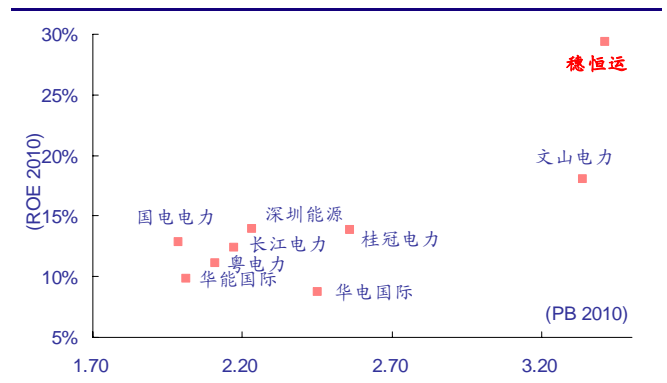
通过观察 PE-EPS Cagr 估值矩阵和 PB-ROE 估值矩阵，我们认为公司的市盈率估值具有明显的吸引力，且公司的净资产收益率明显高于其他重点公司，可以享受较高的市净率估值水平。

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵



注: 2008 年电力行业出现极端业绩变化, 因此我们选取 2010-2011 年的 EPS 复合增长率作为估值指标

## (三) 投资建议

公司确定“立足主业，择业发展”的发展战略直指未来的持续发展，并进行着积极的努力。公司推进定向增发，增发后公司权益装机容量将增长 96%，实现跨越式增长。公司投资广州证券可以获得可观的投资收益。公司以极低的成本投资房地产项目，预计将收获丰厚利润。

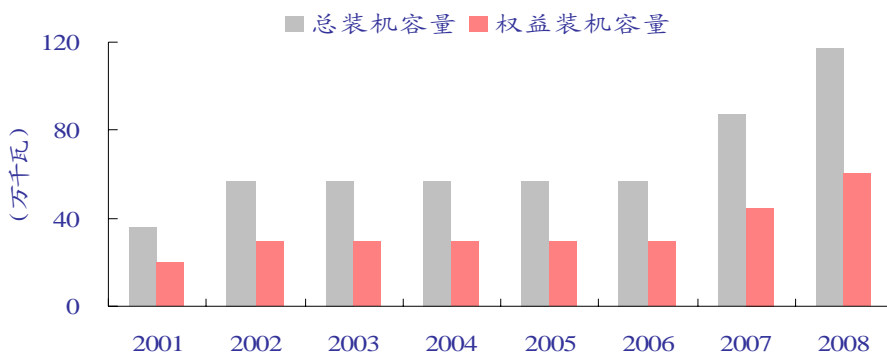
在增发完成的情景下，2009-2012 年公司每股收益预计持续、快速增长。三年之后，在中新知识城项目的推动下，广州开发区将迎来又一个发展的黄金年代。作为开发区控股的核心企业，公司有望获得新的发展契机。

我们维持对公司“推荐”的投资评级。

## 二、立足主业，择业发展

公司位于广州经济开发区，是广州开发区控股（市属国有控股）的以电力生产和集中供热为主业的上市企业。在发展历程中，公司依托广州开发区，紧握“上大压小”等电力产业政策，持续建设广州开发区内的电源项目。随着恒运 D 厂 2×30 万千瓦机组的投产，公司 2009 年末的总装机容量达到 112 万千瓦。但是与五大发电集团、地方能源集团（如粤电力）等公司相比，公司在广州开发区以外争取电源项目的能力较弱。随着恒运 D 厂的投产，开发区内的电源建设渐趋饱和，公司未来继续在电力领域扩张的难度不断加大。

图 3：2007-2008 年是公司装机投产的高峰期



资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

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，并选择了金融、地产作为择业发展的方向。公司在 2008 年 4 月确定投资参股广州证券，并于 2009 年参与广州证券增资扩股。2008 年末，公司成立房地产开发有限责任公司，通过竞拍取得了广州开发区内萝岗中心区的住宅用地，正式进入房地产领域。公司在金融、地产行业处于阶段性周期底部的时候进入，投资成本低，时机把握较佳。

表 2：投资证券、房地产的时机较佳

时间	对象	事项
2008 年 4 月	广州证券	董事会决议计划投资不超过 5.5 亿元，收购广州证券 20.02% 股权
2008 年 12 月	锦泽房地产	控股子公司广州锦泽房地产开发有限公司以 5.3 亿元竞得广州萝岗中心区（即广州开发区中心区）北部地块
2009 年 5 月	广州证券	收到中国证监会核准公司受让广州证券股权的批复
2009 年 7 月	广州证券	参与广州证券增资扩股。完成后持有广州证券 21.82% 股权

资料来源：公司公告

公司新的业务布局基本形成：

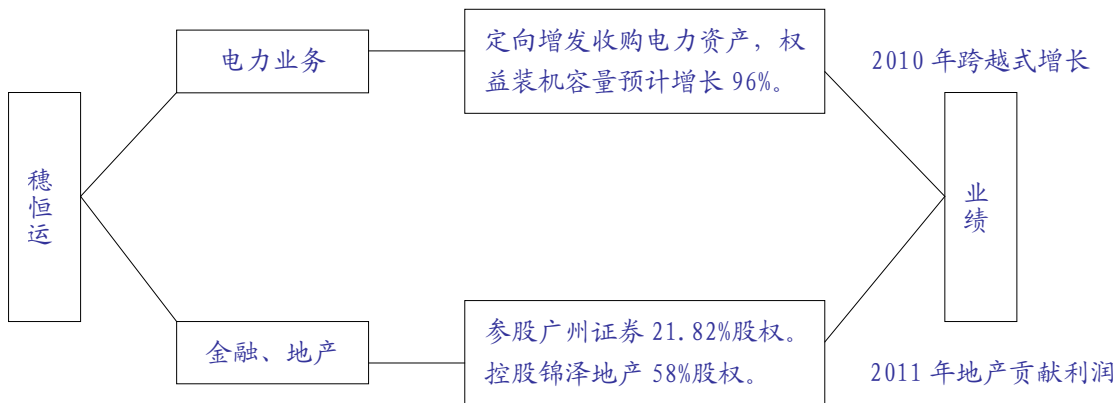
- 公司将立足电力主业，控股运营恒运 C 厂、D 厂的 102 万千瓦火电机组（小机组已经关停），并积极运作定向增发事项，拟对恒运 C 厂、D 厂少数股东增发股票，收购其持有的电厂股权，提高权益装机容量。
- 公司持有广州证券 21.82% 的股权，为第二大股东。广州证券未来的发展定位是：立足珠三角，面向华南，区域领先，特色经营，利用三年左右时间（2009-2011），初步发展成为

珠三角乃至华南地区综合实力领先、业务特色鲜明、核心竞争力突出的优质券商。

- 公司控股广州锦泽房地产开发有限公司，立足于开发萝岗中心区的住宅用地，计划 2010 年年底实现少量销售，2011 年进行全面销售。

公司发展战略已经明确，新的业务布局基本形成。从新的战略布局分析，公司的电力业务进入成熟期，可以提供稳定的现金流，并成为金融地产业务持续发展的基础和保障。而金融地产业务的顺经济周期特征则可弥补电力业务的成长性欠缺。因此，公司业务的稳健与成长具有互补性。

图 4: 发展战略及业务布局



资料来源：中国银河证券研究所

### 三、电力业务：盈利能力强，收购促规模增长

#### (一) 依托已投运电力资产

公司前身是于 1987 年 8 月成立的广州开发区恒运热电厂。在 20 余年的发展历程中，公司依托广州开发区，持续扩建机组。1998 年至 2002 年恒运 C 厂两台 21 万千瓦热电机组投产；2007 年至 2008 年恒运 D 厂两台 30 万千瓦热电机组投产。截至 2009 年末，公司控股装机容量达到 102 万千瓦，权益装机容量 50.1 万千瓦。（4#、5#机组已经于 2009 年底关停，由于公司已经在 2007 年计提了相应的资产减值准备，因此关停不会产生非经常性损失。）

表 3: 公司已投运电力资产情况

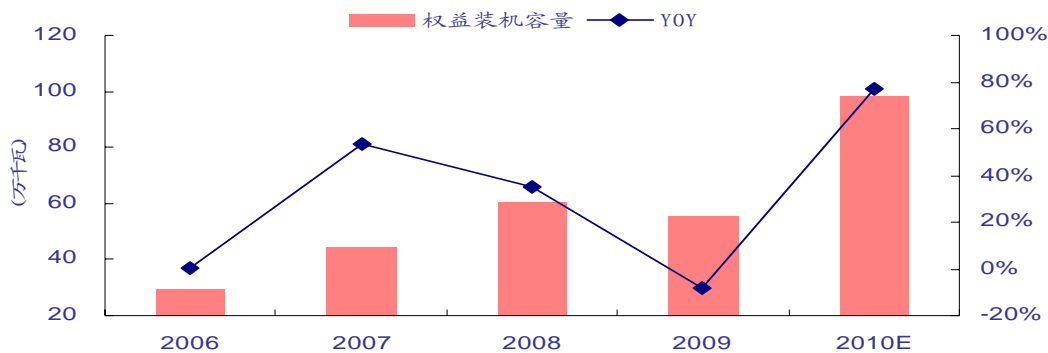
电厂	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	投产时间
恒运 C (6#)	燃煤	21	45%	9.45	1998
恒运 C (7#)	燃煤	21	45%	9.45	2002
恒运 D (8#)	燃煤	30	52%	15.60	2007
恒运 D (9#)	燃煤	30	52%	15.60	2008
全资及控股合计		102		50.1	

资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

## (二) 定向增发促规模跨越式增长

目前公司控股恒运 C 厂 45% 股权，控股恒运 D 厂 52% 股权。公司于 2009 年 9 月发布董事会决议公告，计划通过对少数股股东定向增发的方式提高对已投运电厂的持股比例。从公告的增发预案看，公司拟以 15.53 元/股对恒运 C 厂、恒运 D 厂的少数股东定向增发 7602 万股，收购恒运 C 厂 50% 的股权、恒运 D 厂 45% 的股权。收购完成后，公司将持有恒运 C 厂 95% 股权、恒运 D 厂 97% 股权。公司总权益装机容量将提高 96%（已考虑小机组关停），再次实现跨越式增长。

图 5：收购促公司权益装机容量跨越式增长



资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

此次收购对标的资产的定价较低，对现有股东有利。标的资产收购市盈率（09 年市盈率）仅为 7 倍，明显低于市场中电力公司 20 倍市盈率的估值水平；标的资产收购市净率为 1.38 倍，也低于 2.2 倍的市场平均水平。

目前公司正在积极推动增发收购事项，我们预计此事项将在 2010 年年内完成。

表 4：公司定向增发预案及估值分析

定向增发注入资产预案	预计 2010 年上半年完成	
增发价格	15.53	元/股
股本增加	7602	万股
标的资产评估价值	118059	万元
权益容量增加	48	万千瓦
标的资产 09H 净利润	7895	万元
收购静态市盈率	7.48	倍
预计标的资产 09 年净利润	17000	万元
收购动态市盈率	6.94	倍
标的资产 09H 股东权益	85310	万元
收购市净率	1.38	倍

资料来源：公司公告；中国银河证券研究所

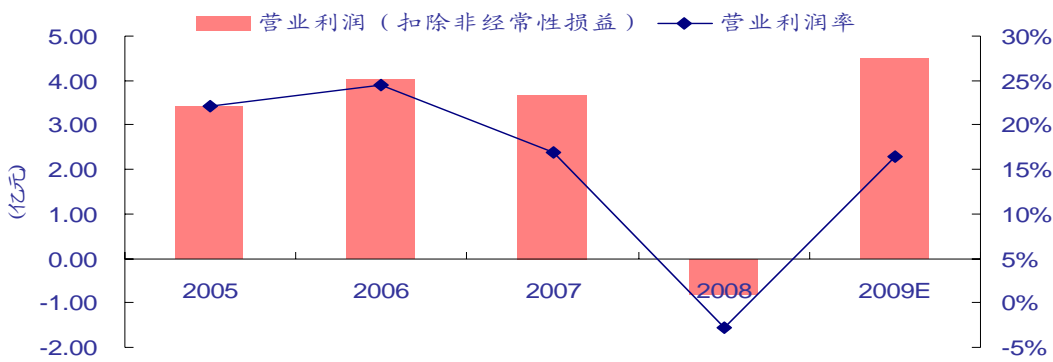


### (三) 锁定燃料成本，经营优势体现

#### 1、煤价左右公司业绩

公司均为燃煤电厂，业绩受煤价及运价影响大。2005-2007年煤炭价格比较平稳，公司盈利能力较好且稳定（在不考虑因关停小机组而进行资产减值的情景下）。2008年，公司承受了巨大的燃料成本压力，其中第三季度公司到厂原煤价格曾达到1200元/吨。煤价飙升直接造成了2008年公司盈利能力大幅下降，并出现净亏损。随着煤价的回落，公司2009年盈利能力显著恢复。

图6：公司盈利变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

#### 2、签订合同煤，锁定燃料成本

2008年煤价飙升给公司带来了巨大的经营压力，也促使公司开始转变煤炭采购方式。公司从2009年开始力求与大型煤炭集团建立长期、稳定的合作关系。2009年，公司与神华、中煤两大煤炭央企合作，重点合同煤协议采购量可以满足全年90%左右的用煤需求，协议价格为540元/吨（秦皇岛下水煤含税价格）。公司与大型煤企合作，锁定燃料成本，并实现盈利能力的显著恢复。

2010年，公司延续了向大型煤炭集团采购重点合同煤的策略。我们预计公司重点合同煤原煤价格（下水原煤价格）为570元/吨，上升30元/吨；秦皇岛至广州的海运费价格上涨30元/吨，至90元/吨；到厂标煤单价为727元/吨，同比上涨10%。

表5：煤炭成本及预测

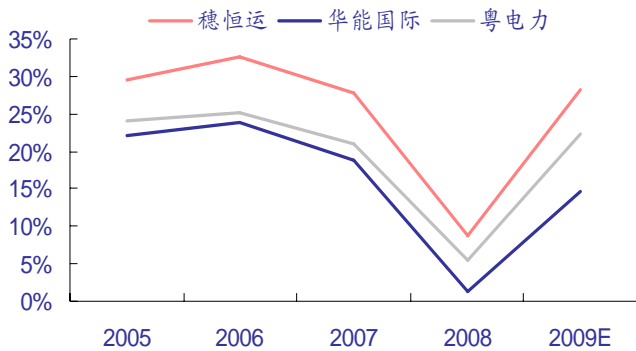
煤价	2008	2009	2010E	2011E
重点合同煤-下水煤		540	570	570
热值		5500	5500	5500
运费		60	90	90
增值税率-煤炭		17%	17%	17%
增值税率-运费		7%	7%	7%
标煤合计	870	659	727	727
YoY		-24%	10%	0%

资料来源：中国银河证券研究所

### 3、“下船即入炉”的区位优势

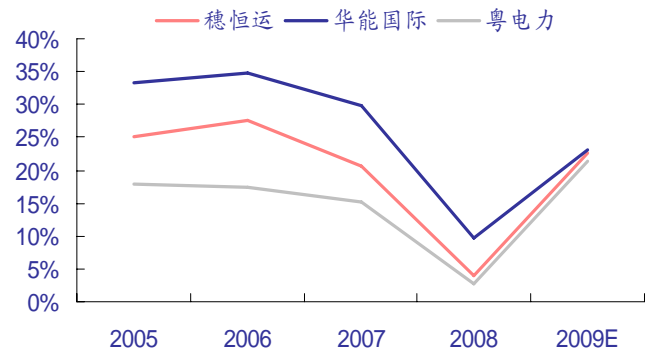
除通过重点合同煤锁定燃料成本外，公司还具有运输成本优势。公司位于广州开发区，临海，并拥有自己的煤炭装卸码头。运输船到达码头后，原煤无需卸载，可直接通过输煤皮带进入电厂，实现煤炭的“下船即入炉”。与广东省内其他内陆电厂相比，公司凭借此区位优势可以节省码头装卸、铁路运输等成本费用。因此，公司电厂的综合煤炭成本低，盈利能力较强。

图 7：重点公司毛利率比较



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

图 8：重点公司 EBIT Margin 比较



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

### (四) 公司机组利用率高

公司机组长期以来保持较高的利用率水平。这一方面得益于广东省整体火电机组利用率水平较高，另一方面也受益于广州开发区经济发展所形成的用电负荷中心。

表 6：恒运 C 厂和恒运 D 厂机组利用率情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
<b>恒运 C 厂</b>				
期末装机容量 (万千瓦)	42	42	42	42
发电量 (亿千瓦时)	31.36	31.97	29.93	12.30
上网电量 (亿千瓦时)	28.90	29.46	27.60	11.34
设备平均利用小时 (小时)	7468	7611	7127	2929
<b>恒运 D 厂</b>				
期末装机容量 (万千瓦)	-	30	60	60
发电量 (亿千瓦时)	-	14.79	32.20	16.92
上网电量 (亿千瓦时)	-	13.86	30.13	15.89
设备平均利用小时 (小时)	-	4928	5367	2820

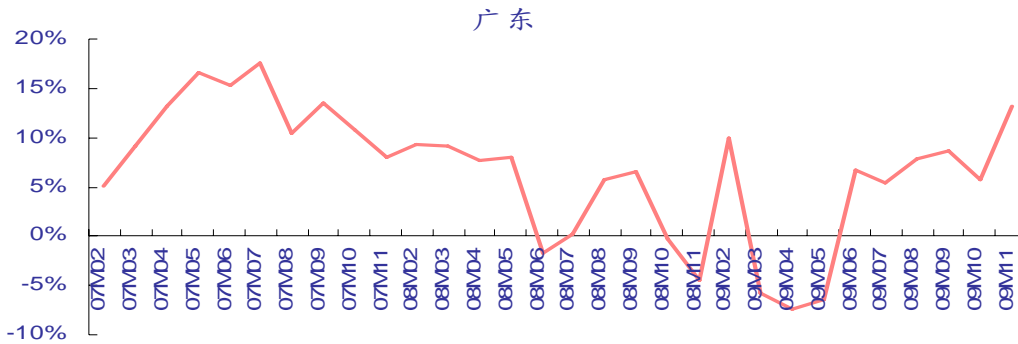
资料来源：公司公告

### 1、广东电力需求总量大

公司所属电厂的机组利用率受广东电力市场供需关系影响。从需求侧看，广东省经济发达，用电需求总量大。2009 年广东省累计用电量达 3600 亿千瓦时，位居全国首位。虽然受金融危机影响，09 年初广东用电量出现下降，但是随着经济回暖，省内用电需求快速回升。09 年 6

月以来，广东省月度用电量保持了5%以上的同比涨幅。进入09年11月，用电量出现两位数的增长。我们假设2010年广东省用电需求弹性为1，省内用电需求增速为10%。

图9：广东省月度用电量同比变化



资料来源：中国银河证券研究所

从电源供给侧看，根据中国电力企业联合会的统计，2009年末广东省机组容量达到6508万千瓦，比2008年末增长8%。在建电源方面，截至2009年8月底广东省在建电力装机容量1565万千瓦，其中核电在建规模1167万千瓦，火电在建规模379万千瓦。由于核电建设周期较长，因此短期内广东省新增基建机组仍然以火电为主，预计2010年广东省新增装机容量增速为7%，略低于需求增速。

表7：截至2009年8月底全国电力在建规模情况

	全部在建规模(万千瓦)	占全国在建规模比例	火电在建规模(万千瓦)	占全国在建火电比例	核电在建规模(万千瓦)
全国	20050	100.0%	8852	100.0%	3357
沿海及及相关省小计	8404	41.9%	4317	48.8%	3357
<b>广东省</b>	<b>1565</b>	<b>7.8%</b>	<b>379</b>	<b>4.3%</b>	<b>1167</b>
江苏省	1298	6.5%	1252	14.1%	-
浙江省	1112	5.5%	532	6.0%	580
辽宁省	909	4.5%	326	3.7%	448
福建省	870	4.3%	120	1.4%	632
河北省	620	3.1%	382	4.3%	-
山东省	582	2.9%	334	3.8%	200
上海市	418	2.1%	416	4.7%	-
天津市	333	1.7%	328	3.7%	-
安徽省	313	1.6%	213	2.4%	-
广西区	215	1.1%	-	-	200
海南省	169	0.8%	35	0.4%	130

资料来源：中电联

受09年上半年需求下降影响，广东省09年1-12月的发电设备利用率为4687小时，其中火电机组利用率为4759小时，同比下降79小时，降幅为1.63%。我们预计2010年广东省整体的火电发电小时数稳中有升。

## 2、地处负荷中心，D厂出线问题解决

### (1) 开发区形成用电负荷中心

公司地处广州开发区。广州开发区成立于1984年，是首批国家级经济技术开发区之一。目前，广州开发区共吸引外商投资项目2500多个，500强投资项目105个。开发区形成了电子信息、汽车、金属冶炼、生物、精细化工、食品饮料六大支柱产业集群，建成了全国最大的空调压缩机生产基地、线路板生产基地、不锈钢生产基地之一、全国第一个轿车出口生产基地、华南地区最大的TFT-LCD产业集群。

2009年1-9月，开发区实现地区生产总值983.37亿元，同比增长16.03%；完成工业总产值2439.83亿元，同比增长17.05%；实际使用外资8.56亿美元，同比增长11.85%；出口总额70.09亿美元，环比增长7.91%；累计实现固定资产投资156.65亿元，同比增长32.08%，其中基础（公共）设施投资56.45亿元，同比增长48.84%；财政收入累计完成229.31亿元，同比增长20.31%。全区经济总量、经济效益、经济增速在全国54个国家级开发区和全市各区县中名列第一或名列前茅。

开发区的经济发展带动了区域用电需求，并成为省内的负荷中心之一。公司作为重要的电源支撑点，其机组利用率明显高于广东省内平均水平。

### (2) 输电工程竣工，恒运D厂具备满发能力

恒运D厂是“上大压小”项目，在D厂落成后应关停恒运集团股份公司3#、4#机组和恒运B厂5#机组。但是由于各种原因，D厂的输电线路未能及时配套跟上，两台机组只能通过220千伏恒开甲线作为临时过渡发电上网。受临时线路容量的限制，D厂9#机组不能满发，存在严重的“窝电”问题，而且临时线路的安全性、稳定性、经济性都较差。

为解决“窝电”问题，广州供电局于2009年3月开工建设恒运D厂220千伏接入系统的建设，并于09年12月30日竣工。220千伏接入系统工程的竣工不仅解决了长期困扰公司的“窝电”问题，也进一步强化了广州东部地区的电网结构，缓解了广州东部地区电力供应紧张的局面。

随着输电工程竣工，恒运D厂的发电能力将大幅上升。同时，30万千瓦机组的运营效率将显著优于两台5万千瓦机组。

### (五) 上网电价存在上调可能

2009年11月20日，国家发改委对广东省上网电价进行了调整。根据《国家发展改革委关于调整南方电网电价的通知》规定，广东省燃煤机组上网电价下调0.8分/千瓦时（含税）。恒运C厂、D厂上网电价均下调0.8分/千瓦时（含税），调整后的上网电价如下表。

表8：公司所属电厂上网电价

公司名称	调整后的含税上网电价
恒运热电（C）厂#6机组	0.4962元/千瓦时（含脱硫电价）
恒运热电（C）厂#7机组	0.5503元/千瓦时（含脱硫电价）
恒运热电（D）厂#8机组	0.4962元/千瓦时（含脱硫电价）

恒运热电 (D) 厂 #9 机组      0.4962 元 / 千瓦时 (含脱硫电价)

资料来源: 公司公告

此次电价调整的动因主要来自于电网方面。国家发改委对此次调价的解读是: 2008 年 8 月 20 日, 国家将全国火电机组上网电价平均每千瓦时提高 2 分钱, 但是电网企业销售电价没有同步调整, 导致购电成本剧增。2009 年 1-8 月国家电网和南方电网公司均出现亏损。如不及时疏导电价, 一方面会影响电网正常经营; 另一方面, 价格信号失真, 不利于引导电力需求。从发电方面看, 2009 年东部沿海地区发电企业盈利能力较强, 能够承受一定程度的电价调整。由于公司上网电价只下调了 0.8 分/千瓦时, 即下降 1.59%, 因此对公司盈利能力的影响并不大。

由于 2010 年的煤炭价格比 2009 年有所上涨, 我们认为, 在继续实施“煤电联动”的原则下, 2010 年广东省的上网电价存在上调的可能性。同时我们注意到, 2010 年 1 月国务院决定成立国家能源委员会, 温家宝任委员会主任。能源委的成立使我们看到了解决或缓解“煤电矛盾”的些许希望。无论能源委是从上网电价方面进行疏导, 还是在燃料成本方面进行价格控制, 都将对火电行业产生积极影响。

## 四、证券业务: 步入扩张期

在“立足主业、择业发展”的发展战略下, 2008 年公司收购了广州证券的股权 (2009 年完成收购, 目前持有 21.82% 股权), 正式进入证券行业。

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, 2001 年经中国证监会核准为全国综合性券商。广州证券的控股股东 (绝对控股) 是广州越秀集团有限公司, 其实际控制人是广州市政府。广州证券以经纪业务为主。2008 年广州证券实现净利润 2.22 亿元, 2009 年前三季度实现净利润 1.98 亿元。

**表 9: 广州证券经营业绩**

证券业务	注册资本	06A 净利润	07A 净利润	08A 净利润	09H 净利润	09Q3 净利润
广州证券	143428	5336	56400	22173	13205	6600

资料来源: 中国银河证券研究所; 单位: 万元

2009 年是广州证券快速发展的一年。发展首先体现在资金实力的增强。为了使公司净资产达到 20 亿元以上, 从而获得全业务资格, 广州证券的主要股东对公司进行了增资。增资后, 广州证券注册资本达到 14.34 亿元, 净资本超过 20 亿元。资本金的补充为公司进一步的发展奠定了坚实基础。

2009 年也是广州证券在经纪业务领域扩张的一年。2008 年末, 公司拥有 13 家营业部, 4 家服务部。2009 年, 公司将 4 家服务部升级为证券营业部, 并新设立了佛山南海和惠州两家证券营业部。公司目前拥有 19 家证券营业部, 营业网点的增加有助于 2010 年经纪业务的发展。

广州证券未来的发展定位是: 立足珠三角, 面向华南, 区域领先, 特色经营, 利用三年左右时间 (2009-2011), 初步发展成为珠三角乃至华南地区综合实力领先、业务特色鲜明、核心竞争力突出的优质券商。在净资本超过 20 亿元后, 公司具备了进一步扩张的基础。

**表 10: 广州证券营业部分布**

营业部	营业部
广州东园横路证券营业部	杭州建国北路证券营业部
广州番禺大岗证券营业部	花都桂花路证券营业部
广州丰乐中路证券营业部	花都建设路证券营业部
广州花都狮岭证券营业部	惠州麦地路证券营业部
广州环市中路证券营业部	增城荔城镇证券营业部
广州江南大道证券营业部	北京三里河东路证券营业部
广州西湖路证券营业部	番禺大石证券营业部
广州先烈中路证券营业部	番禺富华西路证券营业部
广州增城新塘证券营业部	佛山南海大道证券营业部
广州中山八路证券营业部	-

资料来源: 证券业协会

## 五、房地产业务: 贡献丰厚利润

公司于 2008 年末进入房地产领域。2008 年 12 月 2 日, 公司出资 2900 万元控股 58% 股权的锦泽房地产开发有限责任公司以 5.3 亿元竞标获得广州萝岗区 KXC-P6-2 地块使用权。KXC-P6-2 地块为普通住宅用地, 净用地为 13.3956 万平方米, 规划总建筑面积  $\leq 34$  万平方米, 容积率  $\leq 1.77$ 。

公司在 08 年房地产行业处于低迷期进入该领域, 竞购此地块的楼面地价仅为 1559 元/平方米。进入 2009 年, 广州开发区的土地竞买价格大幅上升, 09 年 10 月雅居乐公司在同区域竞价获得的住宅用地的楼面地价达到 7100 元/平方米。相比之下, 公司此地块的土地价值升值显著。

此地块已经于 2009 年 11 月开工建设, 预计 2010 年底开始少量销售, 2011 年进入结算高峰期。此项目的土地投资成本非常低, 为项目后续开发、盈利奠定了良好基础。

**表 11: 公司房地产业务**

房地产业务	普通股 (万元)	普通股 持股比例	竞拍地块	竞拍价格 (万元)	建筑面积	楼面地价 (元/平方米)	开发周期
广州锦泽房地产开发有限公司	5000	58%	广州萝岗中心 区北部地块	53000	$\leq 34$ 万平方米	1559	已开工; 预计 2010 年底开始 实现少量销售

资料来源: 中国银河证券研究所

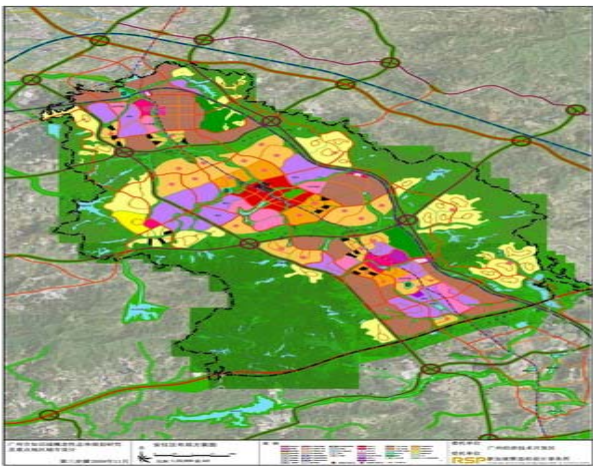
公司在房地产领域的定位不仅仅是一个项目公司, 而是希望将房地产业务作为持续经营的方向。锦泽房地产开发有限责任公司聘请了具有丰富房地产开发经验的高级管理人员进行专业化管理, 在开发萝岗区 KXC-P6-2 地块的同时也在寻找新的投资机会。其中, 广东省在广州开发区内规划的“中新知识城”项目为公司在房地产领域的发展创造了良好的契机。

中新知识城项目是继苏州工业园区和天津生态城后, 中国与新加坡合作的第三项大型项目。知识城总的战略定位是: 立足珠三角, 辐射华南, 面向全球, 服务全国, 影响东南亚, 努

力建设成为中国自主创新的先行区、知识经济的高地、推动珠江三角洲产业转型的强大引擎和生态宜居的新城区。知识城规划起点高，并肩负了推动广东省实现经济转型的示范意义。

在各方的积极推动下，中新知识城项目进展迅速。2009年3月，广东省与新加坡政府签署“知识城”项目合作谅解备忘录，09年11月中新知识城的总体概念规划正式出炉。中新知识城选址在广州开发区（萝岗区九龙镇），初步规划面积123平方公里，其中规划建设用地面积50-60平方公里。知识城力争在“十二五”时期内，完成首期20平方公里建设。

图 10: 中新知识城总体规划



资料来源：广州开发区管委会

图 11: 中新知识城效果图



资料来源：广州开发区管委会

知识城项目直接提升了开发区的土地价值，同时也为开发区的远期发展描绘出宏大的蓝图。公司作为开发区管委会控股的核心企业，具有先发优势，有望在知识城的建设和开发区的持续发展中获得新的投资机会。

## 六、盈利预测与情景分析

### （一）分部门盈利预测

公司新的业务布局基本形成，我们对其电力、证券、房地产业务分别进行盈利预测：

电力领域。主要假设：（1）2010年定向增发收购电力资产运作完成，公司权益装机容量增加48万千瓦，同比增长96%。（2）2010年输电工程竣工，D厂机组出力大幅增加，公司控股火电机组平均发电小时数为6756小时，同比上升8%。2011年发电小时数与2010年持平。（3）2009-2011年公司入炉标煤价格变化幅度为-24%、10%和0%。（4）2010年公司上网电价不变。（5）2009年公司总股本26652万元，2010年定向增发完成后总股本增至34254万元。我们预计2009-2011年公司发电业务贡献的每股收益预计分别为0.62元、0.86元和0.86元。

证券领域。随着净资本的提高，广州证券获得全业务资格，且获得开办新营业部的资格，其经纪业务稳健增长。我们预计广州证券2009-2011年的盈利分别为2.6亿元、2.9亿元和3.2亿元。证券业务为公司贡献的每股收益预计分别为0.3元（含收购评估增值）、0.18元和0.20元。

房地产领域。萝岗中心区项目从 2011 年开始贡献利润。我们假设项目单位售价为 8000 元/平方米。由于楼面地价低，我们预计项目的净利润率有望达到 25.6%，公司获得权益净利润 3.46 亿元，折合每股收益 1 元。假设项目结算期为 2011 年和 2012 年两年，则 2011 年地产业务贡献 0.51 元每股收益。

综合计算，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益为 0.92 元、1.05 元和 1.57 元。

**表 12: 公司每股收益预测**

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2172	2811	2800	2964	4127
EBITDA(百万元)	711	307	831	798	1084
归属净利(百万元)	10	-53	246	360	537
总股本(百万元)	267	267	267	343	343
EPS(元)	0.04	-0.20	0.92	1.05	1.57

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所

## (二) 情景分析

### 1、电力业务敏感性分析

在定向增发完成的情景下，2010 年公司业绩主要来自于电力业务，我们将公司每股收益对上网电价和煤价的敏感性进行分析。我们的基本假设是 2010 年到厂标煤价格上涨 10%，上网电价不变，预计每股收益为 1.05 元。如果上网电价上调 1%，则每股收益增加 5.7%。

**表 13: 2010 年每股收益对上网电价和标煤价格的敏感性分析**

2010 年每股收益	上网电价调整幅度					
	-2%	-1%	0%	1%	2%	
5.0%	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	
标煤价格涨幅	7.5%	1.02	1.08	1.14	1.19	1.25
	10.0%	0.93	0.99	1.05	1.11	1.17
	12.5%	0.85	0.91	0.97	1.02	1.08
	15.0%	0.76	0.82	0.88	0.94	1.00

资料来源: 中国银河证券研究所

### 2、定向增发敏感性分析

虽然公司积极推进定向增发事项，但是此事项仍存在证监会审核等不确定因素。我们对定向增发未能完成的情景进行分析。对煤价和电价的假设如上，总股本为 2.6652 亿元，则预计 2010 年公司每股收益为 0.84 元。

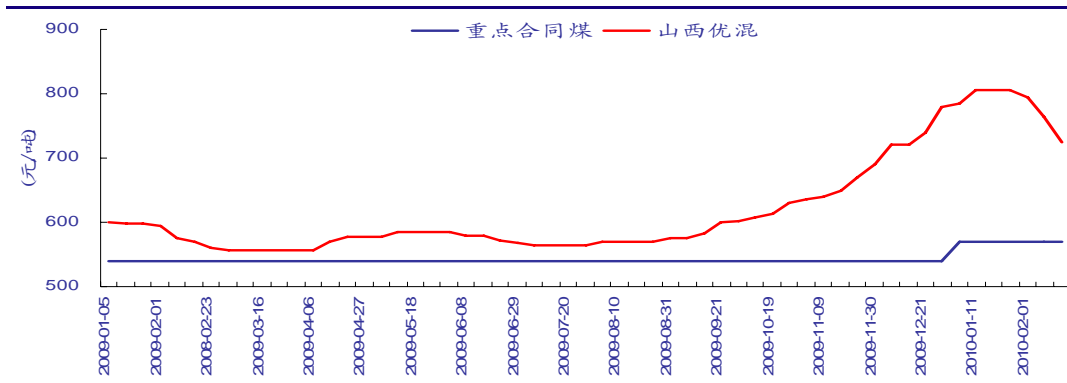


## 七、风险分析

### (一) 燃料成本风险

公司签订重点合同煤锁定了燃料成本。但是如果市场煤价格飙升有可能导致重点合同煤兑现率下降，或合同煤价格进一步上升。

图 12: 秦皇岛市场煤价格与重点合同煤价格比较



资料来源: 中国煤炭资源网, 中国银河证券研究所

### (二) 定向增发完成时间未确定

公司自发布《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预案》公告以来积极推进重大资产重组工作进程,但是预计完成时间尚未确定。此次重组需获得国有资产监督管理部门对于标的资产评估结果的备案或核准;中国证监会对本次重大资产重组行为的核准。因此,此交易方案能否取得政府主管部门的批准或核准存在不确定性。

### (三) 证券、房地产业务的周期性

公司以低成本进入证券、房地产领域,预期可以获得丰厚回报。但是证券、房地产行业盈利的周期性波动大,如果证券、房地产行业持续低迷,公司收益可能低于预期。

**公司财务报表预测 (百万元)**
**附表 1: 公司财务预测及相对估值分析**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	423	363	280	296	619	营业收入	2172	2811	2800	2964	4127
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1569	2565	2020	2216	3080
应收账款	344	489	384	406	565	营业税金及附加	22	22	28	30	41
预付款项	29	19	19	19	19	销售费用	1	2	1	1	1
其他应收款	15	234	234	234	234	管理费用	134	110	140	140	140
存货	64	98	277	91	127	财务费用	79	192	167	170	159
其他流动资产	2	1	1	1	1	资产减值损失	108	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	502	502	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2898	3784	3672	3460	3248	投资收益	2	0	24	62	69
在建工程	716	50	550	550	550	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	262	-79	468	471	773
无形资产	70	67	63	60	57	营业外收支净额	4	4	56	5	5
长期待摊费用	1	95	90	85	81	税前利润	266	-76	524	475	778
资产总计	4601	5266	5636	5769	6066	减: 所得税	145	-7	125	103	177
短期借款	690	1098	1218	985	0	净利润	121	-68	399	372	601
应付票据	30	90	39	42	59	归属于母公司的净利润	10	-53	246	360	537
应付账款	226	364	133	146	203	少数股东损益	111	-15	153	12	63
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.04	-0.20	0.92	1.05	1.57
应付职工薪酬	10	10	10	10	10	稀释每股收益	0.04	-0.20	0.92	1.05	1.57
应交税费	84	69	69	69	69	<b>财务指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
其他应付款	21	78	78	78	78	成长性					
其他流动负债	49	29	30	21	-37	营收增长率	33.01%	29.40%	-0.40%	5.87%	39.21%
长期借款	1517	1642	1842	1842	2642	EBIT 增长率	-0.93%	-75%	442%	-5.33%	49.49%
预计负债	0	40	40	40	40	净利润增长率	-93.14%	-656%	-	46.50%	49.31%
负债合计	2890	3700	3732	3508	3338	盈利性					
股东权益合计	1711	1566	1904	2262	2728	销售毛利率	27.76%	8.77%	27.84%	25.25%	25.36%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	销售净利率	5.57%	-2.43%	14.24%	12.55%	14.56%
净利润	121	-68	399	372	601	归属 ROE	1.29%	-7.70%	27.96%	29.39%	33.01%
折旧与摊销	265	194	220	220	220	ROIC	4.88%	2.23%	8.90%	8.45%	11.84%
经营活动现金流	322	140	401	871	732	估值倍数					
投资活动现金流	-453	-455	-576	-438	69	PE	440.10	-26.16	17.03	14.94	10.01
融资活动现金流	368	255	92	-417	-478	P/B	5.66	2.01	4.76	3.42	2.57
现金净变动	237	-60	-83	16	322	P/S	1.95	0.50	1.49	1.81	1.30
期初现金余额	185	423	363	280	296	股息收益率	0.00%	0.00%	1.47%	1.67%	2.50%
期末现金余额	423	363	280	296	619	EV/EBITDA	10.17	16.04	9.95	11.55	8.09

资料来源: 中国银河证券研究所

## 公司战略与竞争力分析

### 公司基本情况介绍

公司位于广州经济开发区，是广州开发区控股（市属国有控股）的以电力生产和集中供热为主业的上市企业。在发展历程中，公司依托广州开发区，紧握“上大压小”等电力产业政策，持续建设广州开发区内的电源项目。随着恒运 D 厂 2×30 万千瓦机组的投产，公司 2009 年末的总装机容量达到 112 万千瓦。

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，并选择了金融、地产作为择业发展的方向。公司在 2008 年 4 月确定投资参股广州证券，并于 2009 年参与广州证券增资扩股。2008 年末，公司成立房地产开发有限责任公司，通过竞拍取得了广州开发区内萝岗中心区的住宅用地，正式进入房地产领域。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
<b>优势</b>	公司力求与大型煤炭企业建立长期、稳定的合作关系，有助于公司锁定燃料成本，并确保机组盈利能力突出。公司电厂地处用电负荷中心，临海并拥有自己的煤炭码头，具有显著的区位优势。随着电网输电工程竣工，困扰公司的“窝电”问题得以解决，机组出力增加。	分值：5.0
<b>劣势</b>	公司争取新电源项目的能力较弱。	分值：2.0
<b>机会</b>	公司以低成本进入证券、地产领域，有望获得丰厚回报。	分值：4.0
<b>威胁</b>	煤炭价格上涨对公司业绩影响较大；证券、地产行业的周期性波动。	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
<b>供应商力量</b>	与大型煤炭企业建立长期、稳定的合作关系，锁定燃料成本。	分值：4.0
<b>新进入壁垒</b>	区位优势明显，形成一定进入壁垒。	分值：3.0
<b>客户力量</b>	单一电源点，较弱。	分值：2.5
<b>替代产品</b>	短期内无替代产品	分值：4.0
<b>竞争对手</b>	区位优势明显，盈利能力高于竞争对手。	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

## 插图目录

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵.....	3
图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵.....	3
图 3: 2007-2008 年是公司装机投产的高峰期.....	4
图 4: 发展战略及业务布局.....	5
图 5: 收购促公司权益装机容量跨越式增长.....	6
图 6: 公司盈利变化.....	7
图 7: 重点公司毛利率比较.....	8
图 8: 重点公司 EBIT Margin 比较.....	8
图 9: 广东省月度用电量同比变化.....	9
图 10: 中新知识城总体规划.....	13
图 11: 中新知识城效果图.....	13
图 12: 秦皇岛市场煤价格与重点合同煤价格比较.....	15

## 表格目录

表 1: 分部门估值 (Sum-of-the-Parts).....	2
表 2: 投资证券、房地产的时机较佳.....	4
表 3: 公司已投运电力资产情况.....	5
表 4: 公司定向增发预案及估值分析.....	6
表 5: 煤炭成本及预测.....	7
表 6: 恒运 C 厂和恒运 D 厂机组利用率情况.....	8
表 7: 截至 2009 年 8 月底全国电力在建规模情况.....	9
表 8: 公司所属电厂上网电价.....	10
表 9: 广州证券经营业绩.....	11
表 10: 广州证券营业部分布.....	12
表 11: 公司房地产业务.....	12
表 12: 公司每股收益预测.....	14
表 13: 2010 年每股收益对上网电价和标煤价格的敏感性分析.....	14
附表 1: 公司财务预测及相对估值分析.....	16

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908