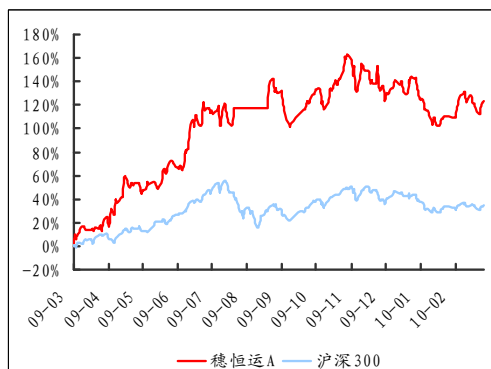


评级: **谨慎推荐 (首次)**

2010年3月22日

## 穗恒运 A (000531): 多元化经营, 提升公司发展潜力



投资要点:

- **煤炭采购成本是电力业务最大的不确定性** 公司机组位于广州经济开发区内, 高用电负荷决定了公司机组具有高使用率。同时, 机组核定上网电价较高, 具有较强的竞争力。但是, 作为典型的沿海电厂, 公司煤炭采购成本占营业收入的比重较大。虽然公司签订了一定比例的电煤合同, 但市场采购比例仍有 50%左右。此外, 运输成本也会影响公司的煤炭采购成本。因此, 我们认为, 2010 年煤炭采购成本变化是公司电力业务最大的不确定性。
- **预计证券业务 2010 年能获得稳定投资收入** 由于广州证券业务结构以经纪业务为主, 公司营业收入在很大程度上取决于证券市场成交量。从 2010 年前两个月情况看, 虽然两市成交量较 2009 年高峰时期有所下降, 但仍处于历史较高水平。此外, 从 2010 年开始, 广州证券的投资收益将全年计入报表。因此, 我们认为, 公司通过参股广州证券, 预计 2010 年仍能够获得较为丰厚的投资收益。
- **子公司 08 年底低价购地, 房地产业务收获在 2011-2013 年** 通过调研我们了解到, 锦泽公司的房地产项目目前正在做前期准备工作, 预计将于今年 4-5 月份开工建设。项目不对 2010 年贡献收入, 我们预计该项目的入账时间在 2011-2013 年。依目前总股本计算, 项目将为公司 2011-2013 年每年贡献每股收益 0.52 元。
- **投资建议** 预计穗恒运 A 2010-2011 年的每股收益分别为 0.822 元和 1.382 元。目前公司股价对应的动态 PE 水平, 显著低于当前电力行业的平均水平, 因而具有一定的估值优势。从目前基本面的角度来看, 公通过收购恒运 C、D 厂, 穗恒运 A 的权益装机容量规模将得到扩大, 未来发电资产盈利能力得到进一步增强。同时, 广州证券股权投资以及房地产业务, 将成为公司新的盈利增长点。因此, 我们看好公司未来的内生发展能力, 首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级, 在公司收购股权和房地产业务等事项进展明朗后, 再适时提高其评级。
- **风险提示** 1、市场煤价涨幅高于预期; 2、机组利用小时数大幅低于预期; 3、房地产项目收益的不确定性; 4、证券市场波动性的风险。

市场数据: 2010年3月19日

行业分类: 电力行业

沪深 300 指数: 3293.87

电力行业指数: 2421.16

研究员: 蔡文彬

电话: (0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·青年路8号

邮编: 030001

网址: [www.dtsbc.com.cn](http://www.dtsbc.com.cn)

相关研究:

## 目 录

一、地理优势明显的区域型电力公司	3
(一) 公司历史沿革	3
(二) 发电为主，涉足房地产开发	4
(三) 电厂位于用电高负荷的广州开发区	5
(四) 大股东非电力业务支持力较强	5
二、电力业务：收购股权增强控制力，盈利能力高于同行	6
(一) 装机容量小而精	6
(二) 收购恒运C厂、D厂剩余股权，增强控制力	7
(三) 未来机组利用率有保障	7
(四) 煤炭采购成本是最大的不确定性	8
三、房地产业务：收获在 2011-2013 年	9
(一) 子公司 08 年底低价购地	9
(二) 项目回报可观	9
(三) 项目将于二季度开工	10
四、证券业务：预计 2010 年投资收入较稳定	10
(一) 合理价格收购广州证券股权	10
(二) 营业收入以手续费和佣金为主	11
(三) 预计 2010 年证券市场景气度依然较高	11
五、历史经营业绩分析	13
(一) 装机规模扩大，保障营收增长	13
(二) 财务费用和管理费用比例较高	13
(三) 负债率有所上升，但负债水平不高	15
六、盈利预测及投资评级	16
(一) 关键假设	16
(二) 盈利预测	17
(三) 行业估值比较	17
(四) 首次给予“谨慎推荐”投资评级	18
七、风险提示	18

## 图表目录

图表 1 穗恒运A股权结构.....	3
图表 2 公司主营业务收入组成结构.....	4
图表 3 公司控股和参股企业.....	4
图表 4 恒运C厂、D厂利用小时数对比.....	5
图表 5 公司机组平均上网电价（不含增值税）.....	6
图表 6 公司到厂原煤综合价（元/吨，含税）.....	8
图表 7 恒运C厂、D厂燃料成本比例.....	8
图表 8 公司房地产项目地块位置.....	9
图表 9 广州证券营业收入组成.....	11
图表 10 广州证券手续费及佣金收入组成.....	11
图表 11 A股市场成交量和成交金额变化.....	12
图表 12 2009 年公司利润总额组成.....	12
图表 13 2003-2009 年主营收入和利润变化.....	13
图表 14 2003-2009 年经营成本比例变化.....	14
图表 15 主要成本比率的行业对比.....	14
图表 16 2003-2009 年三项费用比例变化.....	15
图表 17 2003-2009 年公司资产负债率变化（%）.....	15
图表 18 资产负债率的行业对比（%，2009 年三季报）.....	16
图表 19 盈利预测结果.....	17
图表 20 估值水平的行业对比.....	17

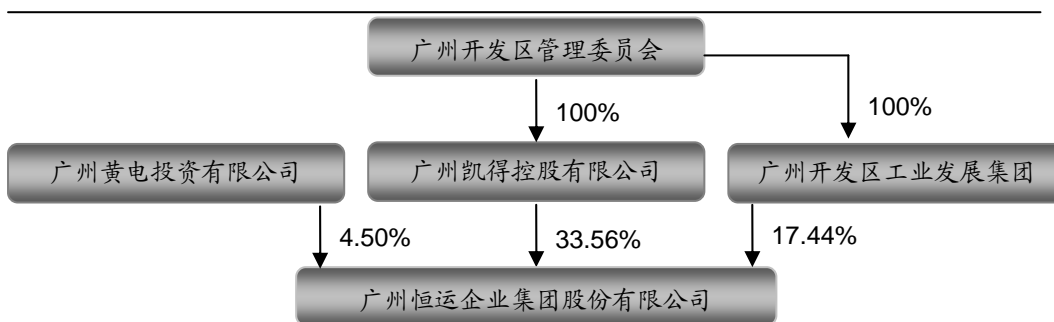
## 一、地理优势明显的区域型电力公司

### （一）公司历史沿革

广州恒运企业集团股份有限公司（原“广州恒运热电股份有限公司”，简称“穗恒运 A”）是于 1992 年 11 月 30 日，由广州经济技术开发区工业发展总公司（现“广州开发区工业发展集团”）、广州经济技术开发区国际信托投资公司和广州经济技术开发区黄电电力技术发展公司，以广州经济技术开发区恒运热电厂现有资产存量折为法人股投入，加上内部职工参资入股共同募集设立的股份制公司。公司 1993 年 10 月向社会公开发行股票，并于 1994 年 1 月 6 日在深圳证券交易所挂牌上市交易。

公司原股东广州经济技术开发区国际信托投资公司于 1999 年 8 月 25 日与广州凯得控股有限公司签订了《股权转让合同》，以协议方式向广州凯得控股有限公司出让其持有的公司部分法人股 42,673,921 股，占公司股本的 16.01%，转让价格为每股人民币 2.3 元；公司原股东广州经济技术开发区工业发展总公司于 1999 年 10 月 28 日与广州凯得控股有限公司签订了《股权转让合同》，以协议方式向广州凯得控股有限公司出让其持有的公司部分法人股 53,304,252 股，占公司股份的 20%，转让价格为每股人民币 2.3 元。股东变更后，公司的总股本不变，广州凯得控股有限公司合计持有公司 95,978,173 股，占公司总股本的 36.01%，成为公司的第一大股东。

图表 1 穗恒运 A 股权结构



资料来源：大同证券研究部、公司公告

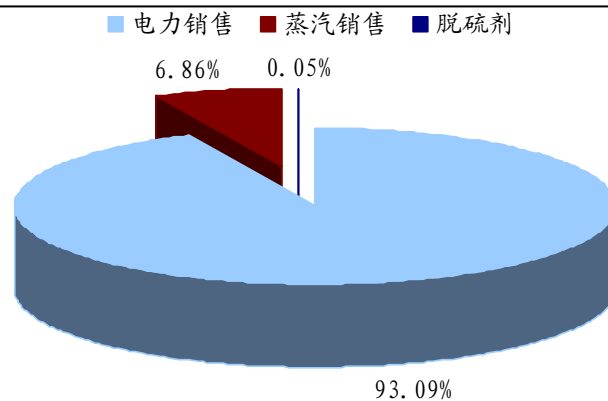
目前，广州凯得控股有限公司（简称“凯得控股”）所持股份占穗恒运 A 股本总额的 33.56%，仍是公司的第一大股东；公司还有两家法人股东，广州开发区工业发展集团有限公司（简称“开发区工总”）持股 17.44%，广州黄电投资有限公司持股 4.50%。广州开发区管理委员会通过凯得控股、开发区工总合计持有上市公司约 13,593 万股，占发行前总股本的 51%，是公司的实

际控制人。

## (二) 发电为主，涉足房地产开发

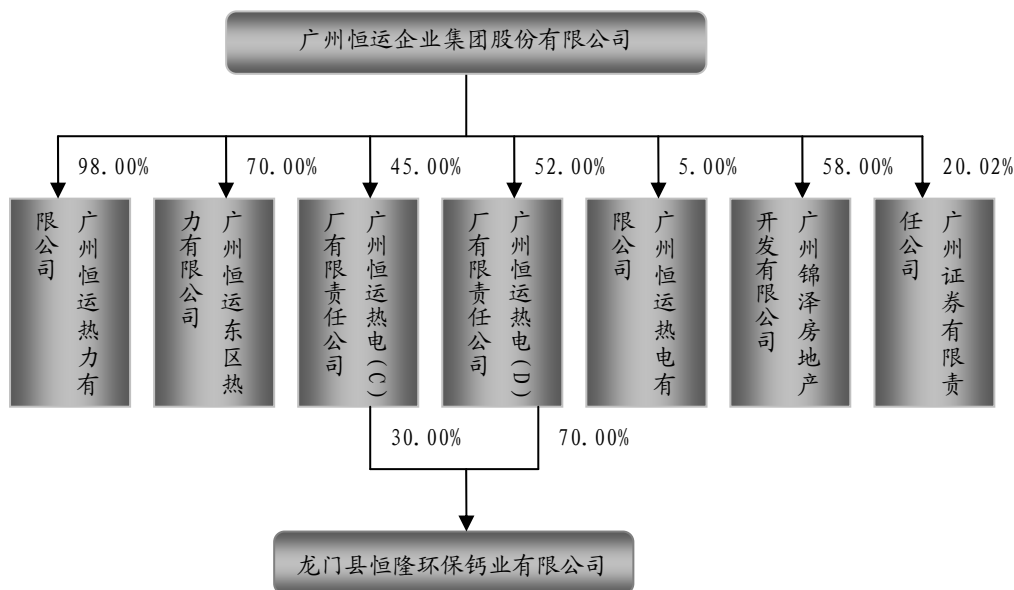
发电业务是穗恒运 A 的主业，2009 年上半年该业务贡献了超过九成的营业收入和营业利润。在做大做强热电主业的基础上，公司积极推进“立足主业，择业发展”战略。2008 年公司成立锦泽房地产公司进入房地产行业。2009 年公司完成广州证券 20.02% 股权的收购事宜，并随后对广州证券进行增资扩股，增资后持有其 21.82% 的股权。

图表 2 公司主营业务收入组成结构



资料来源：大同证券研究部

图表 3 公司控股和参股企业



资料来源：大同证券研究部、公司公告

相比于盈利能力受制于国家管制电价的发电业务，房地产和证券行业目前正经历高速增长

期，盈利能力十分强劲。因此，进入房地产和金融领域，可以改变公司单一业务结构，迅速增强公司的盈利能力。当然，作为周期性行业，房地产和证券业务受宏观经济影响较大，公司业绩的波动幅度也可能加大。

### （三）电厂位于用电高负荷的广州开发区

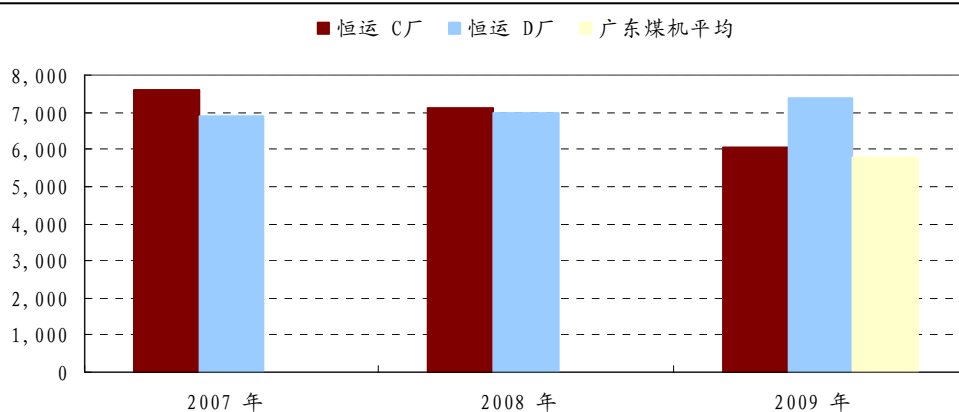
穗恒运 A 的主要电厂包括恒运 C 厂、恒运 D 厂，均位于我国经济发达的珠三角地区—广州经济技术开发区内，是广州开发区管理委员会下面唯一的发电和供热企业，也是开发区最大的发电企业，因而在开发区内具有不可替代的地理和资源优势。

作为我国首批经济开发区，2008 年广州开发区实现地区生产总值 1140.29 亿元，按可比价格计算，同比增长 20.33%，比广州市增长速度高出 8 个百分点，占广州市生产总值的 13.9%，经济总规模在全国开发区中连续 5 年位居首位。如果说，广州市是珠三角地区的用电负荷中心，那么广州开发区又处于用电负荷中心的中心。

由于作为广州市东部最大的电厂，和广州开发区内的主力电厂，恒运 C 厂、恒运 D 厂均处于用电负荷中心。因此，从用电负荷来看，核心的区位优势，使得公司所属电厂的发电设备利用率远高于行业平均。

此外，公司电厂临近码头，电煤从秦港海运至广州码头后，可以从码头由皮带直接输送到煤仓，因而可以大大减少燃煤二次运输的成本支出，对提高利润也有一定的支撑作用。

图表 4 恒运 C 厂、D 厂利用小时数对比



资料来源：大同证券研究部

### （四）大股东非电力业务支持力较强

此次定向增发完成后，穗恒运 A 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，持股比例由增发前的 51% 下降到约 40.95%，由绝对控股变为相对控股，但不会导致公司控制权发生变化。

一般观点认为，由于大股东为非大型电力集团，因此，穗恒运 A 未来的外生扩张能力受到了限制，成长能力会减弱。不同于以上观点，我们认为，虽然大股东对公司电力主业的支持有限，但广州开发区作为全国最大的经济开发区，大股东凯得控股作为该开发区国有资产的主要管理者，将来可为公司非电力主业方面提供了非常好的发展空间。

## 二、电力业务：收购股权增强控制力，盈利能力高于同行

### （一）装机容量小而精

在 2009 年关停 2 台 5 万千瓦机组和恒运 B 厂 1 台 5 万千瓦机组后，目前穗恒运 A 主要电力资产是恒运热电 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。虽然公司装机容量较小，但所属发电机组的盈利能力均较强。

首先，公司机组位于广州经济开发区内，且是开发区的主要供电企业，高用电负荷决定了公司机组具有高使用率。目前公司机组利用小时数大幅高于广东省平均水平，在省内燃煤机组中排名前三甲。

其次，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 0.4962 元 / 千瓦时，#7 机组的含税上网电价为 0.5503 元 / 千瓦时；恒运 D 厂机组的含税上网电价为 0.4962 元 / 千瓦时。

此外，公司机组能耗较低，与同类型机组相比具有竞争力。2009 年恒运 C 厂发电标准煤耗为 325.63 克 / 千瓦时，低于全国同类型机组 334 克 / 千瓦时的平均水平；恒运 D 厂发电标准煤耗为 313.92 克 / 千瓦时，低于全国同类型机组 321 克 / 千瓦时的平均水平。

图表 5 公司机组平均上网电价（不含增值税）

机组名称	2007年	2008年	2009年
恒运C厂#6机组	0.3874元/千瓦时	0.4063元/千瓦时	0.4362元/千瓦时
恒运C厂#7机组	0.4336元/千瓦时	0.4525元/千瓦时	0.4714元/千瓦时
恒运D厂#8机组	0.3745元/千瓦时	0.3884元/千瓦时	0.4174元/千瓦时
恒运D厂#9机组	—	0.4004元/千瓦时	0.4172元/千瓦时

资料来源：大同证券研究部、公司公告



## （二）收购恒运 C 厂、D 厂剩余股权，增强控制力

恒运 A 拟发行股份购买市电力、开发区工总等小股东持有的恒运 C 厂剩余 50%股权和恒运 D 厂剩余 45%股权。公司将于 3 月 30 日股东大会上讨论该议案，预计通过的可能性很大，我们初步估计，整个交易完成的时间在二季度末。

经评估，恒运 C 厂 50%股权的净资产账面价值为 48,375.34 万元，股权评估值为 67,566.90 万元，增值率为 39.67%；恒运 D 厂 45%股权的净资产账面价值为 40,155.78 万元，净资产评估值为 50,492.40 万元，增值率为 25.74%。增值部分反映了，1、土地使用权等无形资产随着所在区域土地开发市场及经济的发展，价值有所提升；2、投产时间较长的恒运 C 厂，其固定资产经济寿命年限长于企业的折旧年限。因此，给予一定溢价具有其合理性。

本次公司拟发行股份数量为 7,602 万股，发行价格为 15.53 元/股。按照 2009 年度的经营情况测算，这部分资产对应的每股收益为 2.37 元/股，每股净资产 12 元/股。该发行价格对应的市盈率和市净率分别为 6.55 倍和 1.29 倍，远低于目前 A 股市场的估值水平。因此，综合考虑到电厂 2009 年的经营情况，我们认为，公司以较为合理的价格购入了优质资产，增强了公司的盈利能力。

本次交易完成后，公司新增权益装机容量 48 万千瓦，权益总装机容量达 98.1 万千瓦。其中，恒运 C 厂新增权益装机容量 21 万千瓦，恒运 D 厂新增权益装机容量 27 万千瓦。公司对恒运 C 厂、D 厂的持股比例也提高至 95%和 97%，接近完全持股。我们认为，在大股东电力主业支持有限的情况下，通过此次收购可以使公司权益装机规模得到大幅提升，为公司以后主营业务发展打开空间。

## （三）未来机组利用率有保障

虽然受到了金融危机的冲击，但从去年下半年开始，广州开发区经济景气度迅速恢复。2009 年全区 GDP 超 1,300 亿元，增长 17%以上；工业总产值达到 3,438 亿元，增长 18.89%；实际使用外资 11.65 亿美元，增长 12.63%。2010 年 1 月份，全区完成工业总产值 289.31 亿元，同比增长 29.32%；实际使用外资 0.53 亿美元，同比增长 13.54%。我们预计在去年低基数的作用下，广州开发区 GDP 增速今年将保持在较高的水平。

由于恒运 C 厂、D 厂是开发区内的主要电厂，因此，在开发区工业总产值快速增长的情况下，公司机组的利用小时数将有保障。此外，2009 年 12 月 30 日，恒运 D 厂 220KV 出线工程竣工送电，使恒运 D 厂两台 30 万千瓦机组不能满负荷发电的问题得到解决。而且，截至 2010 年 2 月，恒运 C 厂#6、#7 机组均已按规定完成大修。因此，综合考虑广东省发改委及广东省经

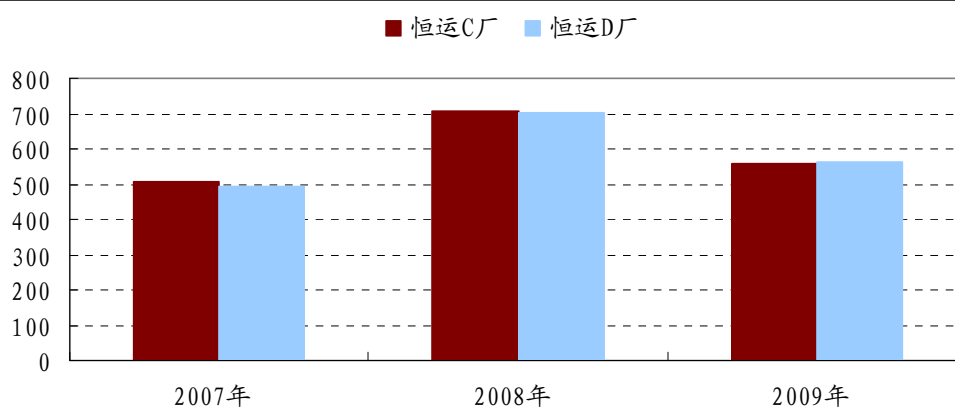


济信息化委员会下达给公司 2010 年 60.41 亿千瓦时上网电量的生产任务，我们预计 2010 年度 #6、#7 机组的利用小时数为 5,488 小时，预测上网电量为 230,500 万千瓦时；恒运 D 厂 #8、#9 机组的利用发电小时数为 6,226 小时，预测上网电量为 373,600 万千瓦时。

#### （四）煤炭采购成本是最大的不确定性

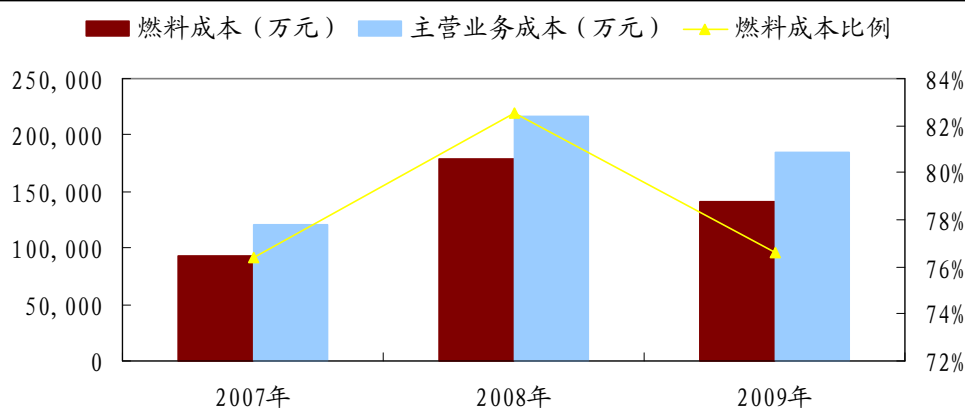
由于穗恒运 A 的发电机组地处煤炭资源缺乏，而需求十分旺盛的东南沿海，公司采购电煤主要通过秦皇岛港，再海运至广州港。公司煤炭采购成本包括了坑口价、铁路运费、港口装卸费以及海运费等。据测算，2009 年运输成本占公司到厂煤价的比重较高，大约在 18% 左右。因此，公司燃料成本比例相对于其它电力企业更高。在煤价最高的 2008 年，恒运 C 厂和恒运 D 厂燃煤成本占主营业务成本的比例分别为 83.43% 和 81.71%；2009 年，恒运 C 厂、D 厂燃煤成本占主营业务成本的比例也高达 76.59%。

图表 6 公司到厂原煤综合价（元/吨，含税）



资料来源：大同证券研究部

图表 7 恒运 C 厂、D 厂燃料成本比例



资料来源：大同证券研究部

鉴于燃煤成本的高比例，公司业绩对于煤炭采购成本波动十分敏感。2008年，恒运C厂、D厂煤炭采购价格分别为707元/吨、702元/吨，直接拖累公司陷入亏损。2009年恒运C厂、D厂煤炭采购价格降至508元/吨、492元/吨，燃料成本压力骤降使得公司快速摆脱了亏损。因此，我们认为，煤炭采购成本（包括海运费波动），是影响公司未来业绩的最大因素。

据我们调研了解到的情况是，公司与神华、同煤等煤炭大集团签订了2010年电煤合同，签订量预计占全年煤炭消耗量的50%左右，电煤（5000大卡）价格较2009年增加了30-35元左右。此外，在海运方面，公司也与运输行业前几大集团签订了运输合同。

### 三、房地产业务：收获在2011-2013年

#### （一）子公司08年底低价购地

2008年底，穗恒运A的控股子公司广州锦泽房地产开发有限公司（简称“锦泽公司”）以人民币5.3亿元竞得广州萝岗中心区北部地块（编号为：KXC-P6-2），地块面积133956平方米，总建筑面积≤34万平方米，容积率≤1.77。由于2008年底正处于房地产市场低迷时期，广州市政府降价卖地，因此公司购地价格较为实惠。

#### （二）项目回报可观

图表8 公司房地产项目地块位置



资料来源：大同证券研究部

该房地产项目位于广州市萝岗区中心地带，临近北二环高速，进入广州市中心十分便捷。我们以最大容积率计算出项目的最大规划建筑面积为 237102 平方米，折合成每平米楼面地价为 2235 元/平方米。而该区目前的平均房价已经超过一万，以附近的保利香雪山楼盘为例，该小区最新一期开盘均价超过了 12000 元/平方米。因此，我们认为该项目的盈利空间十分大。此外，考虑到未来中新知识城的建设，项目的升值空间也较大。

该项目将分期开发，小区全部竣工需 54 个月左右，其中，一期项目预计在 2011 年上半年竣工。因此，项目不对 2010 年贡献收入，我们预计该项目的入账时间在 2011-2013 年。如果按照 30% 的保守利润率，10000 元/平方米的销售价格，以及最大建筑面积计算，2011-2013 年期间该房地产项目将产生 7.12 亿元的利润，可为上市公司贡献利润 4.13 亿元。依目前总股本计算，项目将为公司 2011-2013 年每年贡献每股收益 0.52 元。因此，即使在没考虑新增项目的情况下，未来房地产业务将为公司贡献丰厚的利润。

### （三）项目将于二季度开工

通过调研我们了解到，锦泽公司的房地产项目目前正在做前期准备工作，预计将于今年 4-5 月份开工建设。

## 四、证券业务：预计 2010 年投资收入较稳定

### （一）合理价格收购广州证券股权

穗恒运 A 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。随后，公司以每股净资产 1.62 元/股增资广州证券 31,297 万股，广州证券增资扩股已经得到了中国证监会的批准。目前，广州证券注资工作已经完成，增资后公司持有其 21.82% 的股权，是公司的第二大股东。

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 13 家证券营业部和 4 家服务部，业务范围包含证券经纪业务、发行主承销业务、受托投资业务等所有综合性业务。目前，公司资产规模以及赢利能力均处于行业平均水平。2009 年广州证券实现了营业收入 71,124.32 万元，净利润 26,415.11 万元，公司相应取得投资收益 2,561.76 万元。

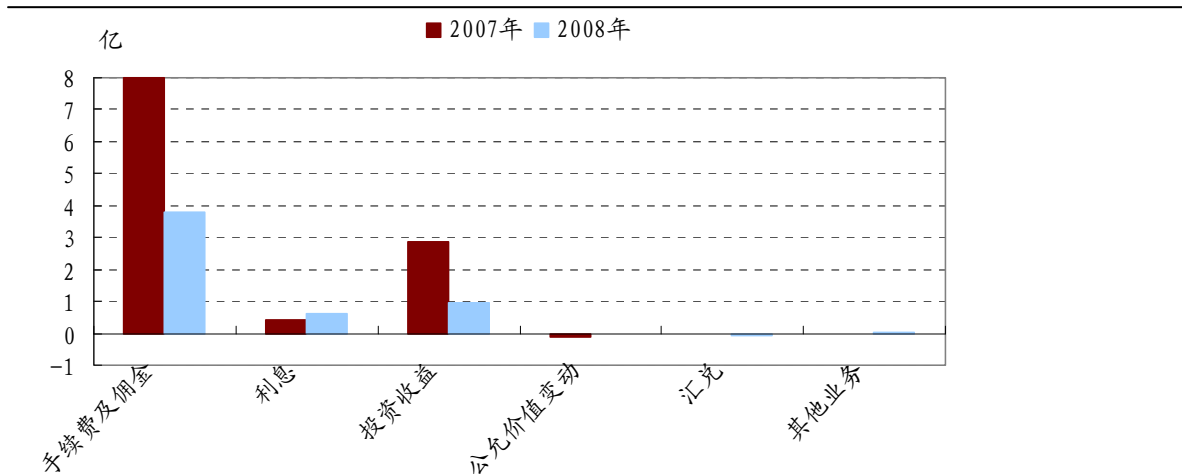
我们认为，公司在 2008 年“熊市”期间，以合适价格果断出手收购广州证券股权，使公

司得以进入证券行业。此次收购有利于公司分享广州市金融业发展的机遇，将经营模式由单一的产业经营向优质产业与金融产业结合转变，增强公司的竞争力。

## （二）营业收入以手续费和佣金为主

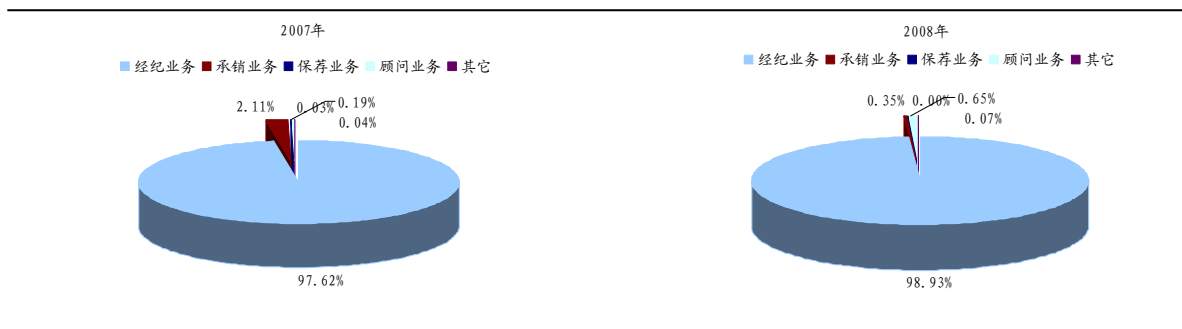
通过对广州证券 2007-2008 年营业收入的组成分析表明，公司以手续费及佣金作为主要收入来源，比重在 70%以上，其次是投资收益。而公司手续费及佣金收入主要是来自于传统的证券经纪业务，比重在 95%以上，投行业务的比重非常低。因此，我们认为，广州证券作为中型券商，其业务模式与其他同等规模券商一致，以传统证券经纪业务为主；未来经营业绩的波动性相对较小，主要依赖于 A 股市场成交量的变化。

图表 9 广州证券营业收入组成



资料来源：大同证券研究部

图表 10 广州证券手续费及佣金收入组成



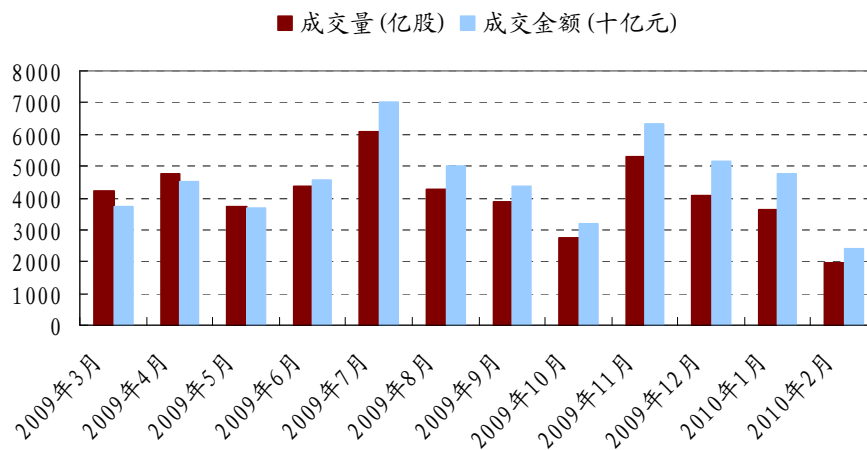
资料来源：大同证券研究部、公司公告

## （三）预计 2010 年证券场景气度依然较高

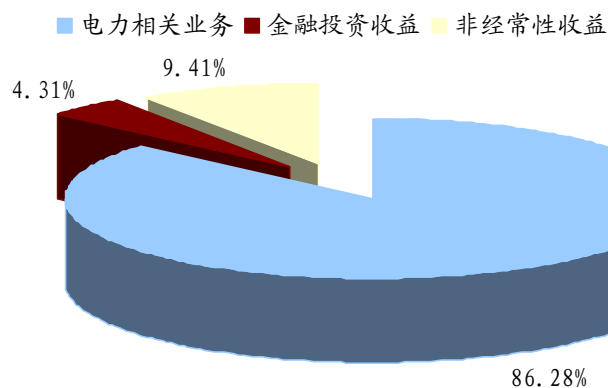
随着宏观经济从金融危机中复苏，证券行业的景气度也快速恢复，2009 年上证指数从 2000

点升至目前的 3000 点。由于今年经济增长较为确定，证券行业再次出现 2008 年低迷期的可能性微乎其微。同时，即将股指期货和融资融券，将进一步健全我国的证券市场，丰富证券投资品种。因此，我们预计 2010 年证券市场前景度依然较高。

由于广州证券业务结构以经纪业务为主，公司营业收入在很大程度上取决于证券市场成交量。从 2010 年前两个月看，虽然两市成交量较 2009 年高峰时期有所下降，但仍处于历史较高水平。因此，我们认为，通过参股广州证券，预计穗恒运 A2010 年仍能够获得较为丰厚的投资收益。

**图表 11 A 股市场成交量和成交金额变化**


资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

**图表 12 2009 年公司利润总额组成**


资料来源：大同证券研究部

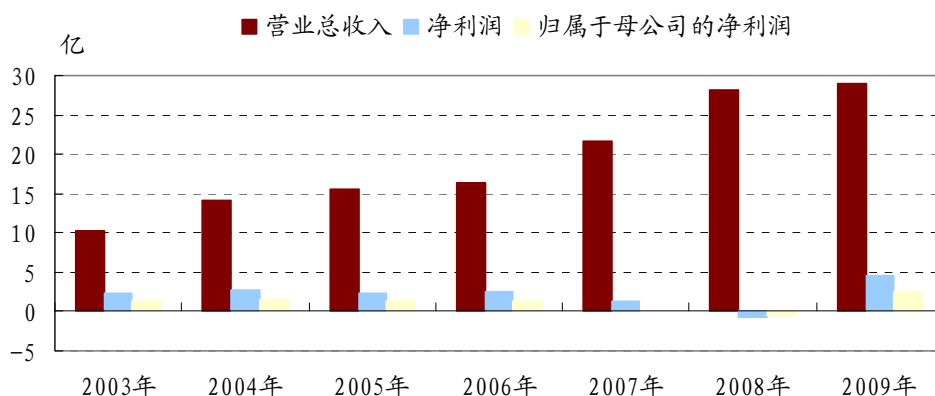
## 五、历史经营业绩分析

目前，穗恒运 A 的资产结构主要是由发电资产、房地产以及金融资产等组成。由于锦泽公司房地产项目尚未进入成熟期，而公司 2009 年才收购广州证券股权，主要以参股形式获取投资收益。因此，公司营业收入和利润的主要来源是发电业务，从 2009 年 5 月开始金融资产开始贡献投资收益。

### （一）装机规模扩大，保障营收增长

2003-2009 年穗恒运 A 的主营收入保持了稳定的增长，年平均增长率 19.69%。增长动力主要来自于公司装机容量规模的扩大和电价的上调。2003 年公司控股装机容量仅为 57 万千瓦，在恒运 D 厂完全投产后，目前公司控股装机容量已经达到了 102 万千瓦，权益装机容量 50.1 万千瓦。电价也得到了较大幅度的提高，其中恒运 C 厂 7 号机组的电价（不含税）由 0.3940 元/千瓦时，上调至目前的 0.4714 元/千瓦时。

图表 13 2003-2009 年主营收入和利润变化



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

但是，受电煤价格上涨的影响，公司净利润并没有随营业收入一起同步增加。尤其是在煤价疯涨的 2008 年，公司出现了较大幅度的亏损。此外，我们可以看到，公司的净利润和归属于母公司的净利润有较大差额。这是因为，公司对主要电厂（恒运 C 厂、D 厂）的控股比例较低，分别为 45% 和 52%，少数股东权益的比重较大。

### （二）财务费用和管理费用比例较高

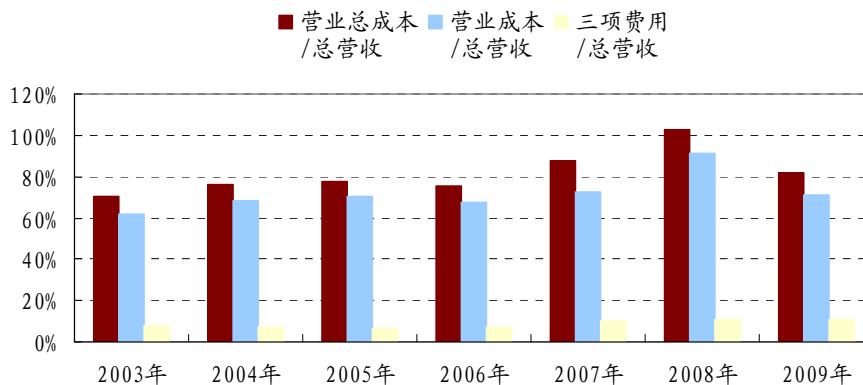
与其它大多数火电生产企业类似，由于没有自有煤矿，公司对煤炭成本的控制能力较弱。主要由煤炭采购成本组成的营业成本，占据了公司营业成本的 80% 左右。在煤价疯涨的 2008

年，营业成本的比重甚至超过了 100%。同时，受财务费用和管理费用增加的影响，公司三项费用的比重也有所提高，目前该比例控制在 10%左右。

从行业对比看，公司营业成本比例在行业中处于较低水平，在火电企业中具有较强的竞争力。这主要是因为公司在用电负荷较高的沿海地区，机组利用小时数有保障，且较高的电价保障了公司较高的营业收入；同时公司有 50%的市场煤，2009 年的煤价下跌降低了公司的煤炭采购成本。

但在管理费用和财务费用比例方面，公司处于行业下游水平。我们认为，管理费用增加反映了公司恒运 D 厂投产带来的管理成本上升；同时，尚未产生经营效益的锦泽房地产公司，也增加了管理费用。此外，作为沿海电厂，较高的工资福利水平也是公司管理费用较高的原因。而财务费用比例的上升，则反映了公司持续上升的负债比率。

图表 14 2003-2009 年经营成本比例变化



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 15 主要成本比率的行业对比

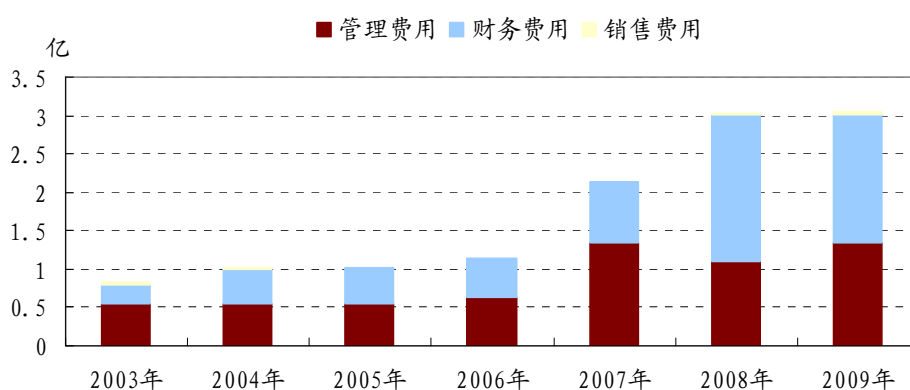
证券简称	总营业成本 / 营业总收入	营业成本 / 营业总收入	销售费用 / 营业总收入	管理费用 / 营业总收入	财务费用 / 营业总收入
长江电力	48.67%	35.11%	0.06%	3.04%	8.71%
穗恒运A	82.23%	70.85%	0.12%	5.66%	8.15%
深圳能源	84.08%	74.93%	0.25%	3.15%	3.89%
申能股份	86.29%	80.61%	0.02%	2.21%	2.15%
粤电力A	89.85%	77.73%	0.00%	4.13%	4.48%
内蒙华电	90.02%	76.57%	0.00%	0.18%	12.29%
国电电力	91.70%	80.36%	0.47%	2.41%	7.53%
华能国际	93.03%	84.17%	0.00%	2.67%	5.96%



国投电力	94.86%	82.03%	0.12%	2.75%	9.51%
大唐发电	94.91%	82.68%	0.37%	2.55%	8.49%
华电国际	95.49%	83.10%	0.00%	3.23%	8.37%
通宝能源	98.18%	89.68%	0.08%	4.99%	2.86%
上海电力	101.45%	90.12%	0.00%	3.70%	7.30%
漳泽电力	104.65%	97.55%	0.00%	0.95%	5.85%

资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 16 2003-2009 年三项费用比例变化

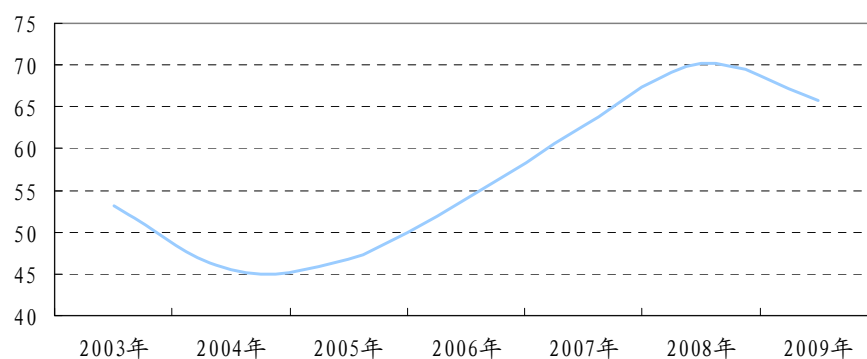


资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

### (三) 负债率有所上升，但负债水平不高

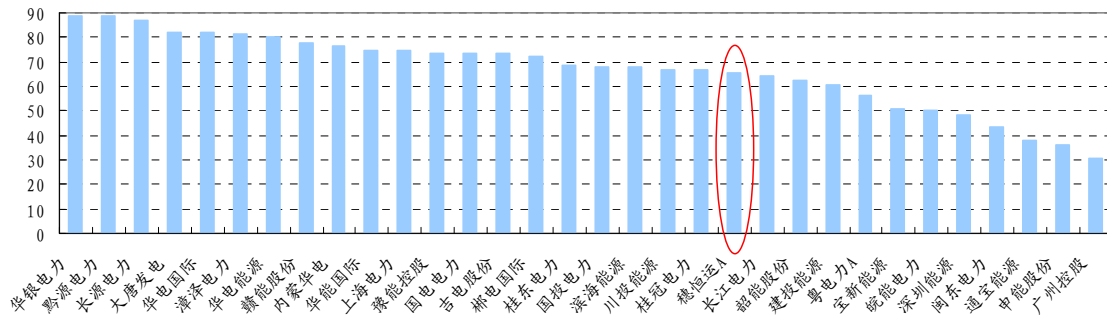
由于穗恒运 A 近年项目支出成本较多，包括恒运 D 厂建设、投资广州证券股权以及成立锦泽房地产公司等，增加了公司资金的需求。因此，公司银行贷款规模显著增加，整体资产负债率由 2004 年 45.45% 升至 2009 年的 65.73%。但从行业对比来看，公司的资产负债率在行业中仍处于较低水平。

图表 17 2003-2009 年公司资产负债率变化 (%)



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 18 资产负债率的行业对比（%，2009 年三季报）



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

## 六、盈利预测及投资评级

### （一）关键假设

穗恒运 A 作为火力发电企业，其未来发电业务的收入主要取决于收购恒运 C 厂、D 厂的进度、煤炭采购价格、发售电量以及上网电价的调整等，而发售电量主要看公司机组的利用小时数。由于广州证券以经纪业务为主，公司证券业务的投资收入则取决于 A 股市场的整体成交量。此外，随着时间向前推进，从 2011 年开始，公司房地产项目将逐步进入收获期。因此，我们对公司未来的盈利预测主要基于以下几个方面的假设。

1、机组利用小时数：结合广东省发改委和广东省经济信息化委员会下达给公司 2010 年电量生产任务，我们预计 2010 年度恒运 C 厂、D 厂的利用小时数分别为 5,488 小时和 6,226 小时，2011 年机组利用小时数增长 2%。

2、采购煤炭成本：参考秦港动力煤价格走势，以及调研获取的合同煤价签情况，预计 2010-2011 年公司煤炭采购价格较 2009 年将上涨 10%和 5%。同时，假设煤炭运输成本基本与 2009 年持平。

3、上网电价：暂不调整，与 2009 年底一致。

4、收购恒运 C 厂、D 厂：假设在二季度末完成资产交割，从三季度开始按新的持股比例合并报表。

5、证券业务：假设 2010 年 A 股市场成交量与 2009 年相比降低 10%。

6、房地产业务：2010 年不能贡献收入，一期项目预计在 2011 年开始销售，该项目的收

入平分至 2011-2013 年。

## (二) 盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.822 元、1.382 元。

图表 19 盈利预测结果

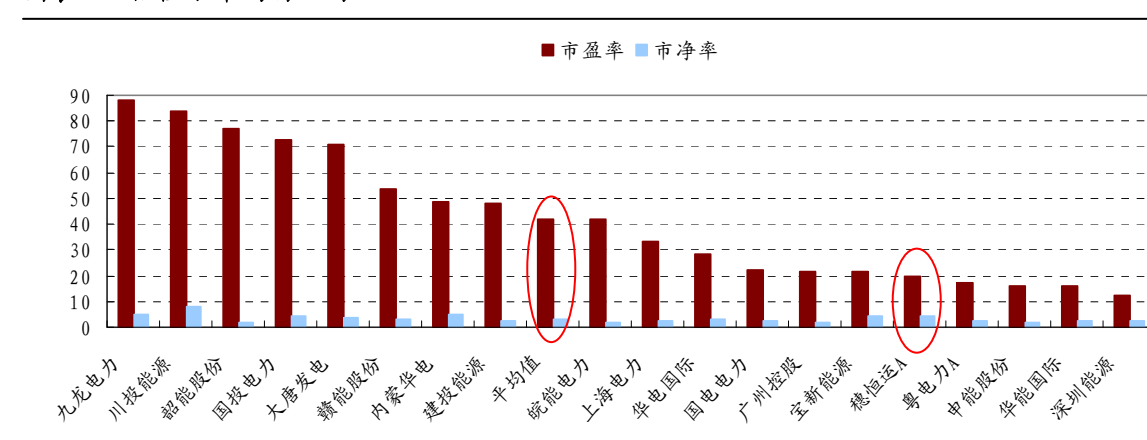
项目	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
主营收入 (元)	2,889,533,102.15	2,929,573,433.28	2,979,296,511.78
主营收入增长率	2.79%	1.39%	1.70%
EBITDA (元)	680,435,840.93	454,101,182.58	433,495,257.97
EBITDA 增长率	503.14%	-33.26%	-4.54%
净利润 (元)	252,524,838.37	281,462,331.64	298,613,722.85
净利润增长率	-572.09%	11.46%	6.09%
EPS (元/股)	0.947	0.822	1.382

资料来源：大同证券研究部

## (三) 行业估值比较

从穗恒运 A 目前股价对应的动态估值水平看，其 2010 年 19.12 倍的动态 PE 值显著低于当前电力行业的平均水平（35.54 倍），也大幅低于火电子行业估值水平（29.56 倍）；从市净率角度，其 3.31 倍的 PB 值与电力行业的平均水平基本一致（电力行业 PB：3.17 倍；火电子行业：2.98 倍）。因此，从目前估值水平的角度来看，公司的投资价值较为突出。

图表 20 估值水平的行业对比



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

#### （四）首次给予“谨慎推荐”投资评级

通过收购恒运 C、D 厂，穗恒运 A 的权益装机容量规模将得到扩大，未来发电资产盈利能力得到进一步增强。同时，在 A 股市场成交量正常的情况下，2010 年广州证券有望继续贡献稳定投资收益。此外，随着锦泽房地产项目动工建设，房地产业务即将成为公司的另一个盈利增长点。因此，我们看好公司未来的内生发展能力。综上所述，我们首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级，在公司收购股权和房地产业务等事项进展明朗后，再适时提高其评级。

### 七、风险提示

- 1、市场煤价涨幅高于预期；
- 2、机组利用小时数大幅低于预期；
- 3、房地产项目收益的不确定性；
- 4、证券市场波动性的风险。

**大同证券投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
股票短期 评级	强烈推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数10% - 20%以上
	中性	预计3个月内，股价表现介于市场基准指数-10%至+10%之间
	回避	预计3个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	+表示市场表现好于基准，-号表示市场表现落后基准	
股票长期 评级	看好	预计未来12个月内，股价表现强于公司所处的行业指数
	中性	预计未来12个月内，股价表现跟随公司所处的行业指数
	看淡	预计未来12个月内，股价表现弱于公司所处的行业指数

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: + - 号代表股票评级的微调

注4: 基准指数为沪深300指数

免责声明: 此报告所载资料的来源及观点的出处皆被大同证券认为可靠, 但大同证券不能担保其准确性或完整性, 而大同证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。大同证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表大同证券经纪有限责任公司。本报告版权仅为大同证券所有, 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, 需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。