

战略布局完成 稳健与成长兼备

投资要点:

- 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。经过对证券、地产业务领域业务投资,以及电力定向增发事项的获批,公司新的业务布局基本形成。
- 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,公司未来发展兼具稳健性与成长性。
- 经过一年多时间的努力,公司定向增发收购电厂股权事项终获证监会核准。收购完成后,公司权益装机容量将提高 96%,实现跨越式增长。此次收购标的资产的定价较低,收购将显著增厚公司业绩。
- 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。
- 我们对公司电力、证券、房地产采取分部门估值方法进行估值。2010-2012 年公司综合的每股收益分别为 0.59 元、1.05 元和 1.43 元。我们给予发电业务 2011 年 18-20 倍市盈率,发电业务估值为 12.4-13.8 元;给予证券业务 2011 年 18-20 倍市盈率,证券业务估值 1.8-2.0 元;对房地产项目采用 RNVA 估值,合理估值为 2.04 元。综合各业务部门估值,公司合理价值为 16.24-17.84 元。我们维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2811	2890	2837	3535	4232
收入增长率%	29.40%	2.79%	-1.80%	24.58%	19.73%
EBITDA(百万元)	377	874	702	897	1142
净利润(百万元)	-53	253	157	360	490
EPS(元)	-0.20	0.95	0.59	1.05	1.43
PE	-26.16	18.43	22.73	12.75	9.37
EV/EBITDA(X)	13.04	10.21	11.62	10.39	7.75
PB	2.01	4.91	3.35	2.53	2.01
ROIC	2.23%	8.90%	6.32%	8.04%	10.96%

资料来源: 中国银河证券研究部

推荐 维持评级

合理估值区间 16.2-17.8 元

分析师



邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

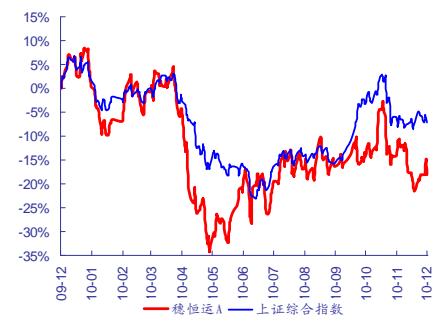
执业证书编号: S0130208061595

市场数据

时间 2010.12.23

A 股收盘价(元)	13.35
A 股一年内最高价(元)	17.85
A 股一年内最低价(元)	10.09
上证指数	2855
市净率	3.45
总股本(万股)	26652
实际流通 A 股(万股)	26652
限售的流通 A 股(万股)	0.08
流通 A 股市值(亿元)	37.05

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

电力领域。(1)2011年定向增发收购电力资产运作完成,公司权益装机容量同比增长96%。(2)2010年公司控股火电机组平均发电小时数同比变化幅度分别为5%;2011年和2012年发电小时数不变。(3)2010-2012年公司入炉标煤价格变化幅度为15%、0%和-3%。(4)2011-2012年公司上网电价不变。我们预计2010-2012年公司发电业务贡献的归属母公司净利润分别为1.24亿、2.37亿和2.7亿。

证券领域。(1)广州证券获得全业务资格。(2)开设新的营业部,经纪业务稳健增长。2011-2012年公司经纪业务收入年均增长15%。我们预计广州证券2010-2012年为公司贡献的权益净利润分别为2837万元、3400万元和4085万元。

房地产领域。(1)萝岗中心区项目从2011年开始实现销售收入,2012-2013年是结算高峰期。2011-2013年的结算比例分别为20%、40%和40%。(2)我们假设项目单位售价为12000元/平方米,楼面地价为1600元/平方米。我们预计萝岗中心区项目2011-2012年为公司贡献的权益净利润分别为0.89亿和1.78亿。

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。公司定向增发收购发电资产后,公司权益装机容量实现跨越式增长。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,2010-2012年公司每股收益将持续、快速增长。

公司估值与投资建议:

我们对公司电力、证券、房地产采取分部门估值方法(Sum-of-the-Parts)进行估值。2010-2012年公司综合的每股收益分别为0.59元、1.05元和1.43元。我们给予发电业务2011年18-20倍市盈率,发电业务估值为12.4-13.8元;给予证券业务2011年18-20倍市盈率,证券业务估值1.8-2.0元;对房地产项目采用RNVA估值,合理估值为2.04元。综合各业务部门估值,公司合理价值为16.24-17.84元。我们维持“推荐”的投资评级。

股价表现的催化剂:

- (1)收购完成,2011年第一季度合并报表。
- (2)2011年中期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)证券业务和房地产业务盈利的周期性波动大。

目 录

一、关键假设及盈利预测	1
(一) 分部门盈利预测	1
(二) 情景分析	2
二、估值分析	3
(一) 分部估值	3
(二) 相对估值矩阵	3
(三) 投资建议	4
三、战略定位：三驾马车保障公司持续发展	5
(一) 转型：天时地利人和	5
(二) 布局：稳健与成长互补	5
四、电力业务：跨越式增长	6
(一) 定向增发收购促增长	6
(二) 燃料成本优势	7
(三) 地处负荷中心，机组利用率高	10
(四) 上网电价存上调的可能	11
五、证券业务：乘区域金融业发展东风	11
(一) 广州证券进入快速发展期	11
(二) 广州市着力发展证券业	12
六、房地产业务：持续开发	13
(一) 立足萝岗中心区项目	13
(二) 可持续的房地产业务线	13
七、风险分析	14
(一) 燃料成本风险	14
(二) 证券、房地产业务的周期性	14

一、关键假设及盈利预测

(一) 分部门盈利预测

公司定向增发方案获批，新的业务布局基本完成。我们对其电力、证券、房地产业务分别进行盈利预测：

1、电力业务

(1) 2011 年定向增发收购电力资产运作完成，公司权益装机容量同比增长 96%。

(2) 2010 年公司控股火电机组平均发电小时数同比变化幅度分别为 5%；2011 年和 2012 年发电小时数不变。

(3) 2010-2012 年公司入炉标煤价格变化幅度为 15%、0%和-3%。

(4) 2011-2012 年公司上网电价不变。

我们预计 2010-2012 年公司发电业务贡献的归属母公司净利润分别为 1.24 亿、2.37 亿和 2.7 亿。

2、证券业务

(1) 广州证券获得全业务资格。

(2) 广州证券开设新的营业部，其经纪业务稳健增长。2011-2012 年公司经纪业务收入年均增长 15%。

我们预计广州证券 2010-2012 年的盈利分别为 1.3 亿、1.56 亿和 1.87 亿，对应为公司贡献的权益净利润分别为 2837 万元、3400 万元和 4085 万元。

3、房地产业务

(1) 萝岗中心区项目从 2011 年开始实现销售收入，2012-2013 年是结算高峰期。2011-2013 年的结算比例分别为 20%、40%和 40%。

(2) 我们假设项目单位售价为 12000 元/平方米，楼面地价为 1600 元/平方米。

我们预计萝岗中心区项目 2011-2012 年的净利润分别为 1.54 亿和 3.08 亿，对应为公司贡献的权益净利润分别为 0.89 亿和 1.78 亿。

4、综合

我们预计 2010-2012 年的归属净利润分别为 1.57 亿、3.6 亿和 4.9 亿，每股收益分别为 0.59 元、1.05 元和 1.43 元。

表 1: 公司总体盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2811	2890	2837	3535	4232
EBITDA(百万元)	377	874	702	897	1142
归属净利(百万元)	-53	253	157	360	490
EPS(元)	-0.20	0.95	0.59	1.05	1.43
PE(X)	-26.16	18.43	22.73	12.75	9.37
EV/EBITDA(X)	13.04	10.21	11.62	10.39	7.75
PB(X)	2.01	4.91	3.35	2.53	2.01
ROIC	2.23%	8.90%	6.32%	8.04%	10.96%
总股本(百万元)	267	267	267	343	343

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 公司分部盈利预测

	2010E	2011E	2012E
总股本(百万元)	267	343	343
电力业务权益净利润(百万元)	124	236	270
EPS(元)	0.47	0.69	0.79
证券业务权益净利润(百万元)	33	34	41
EPS(元)	0.12	0.10	0.12
房地产业务权益净利润(百万元)		89	178
EPS(元)		0.26	0.52

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 情景分析

公司的电力业务业绩对上网电价和煤价敏感。我们将公司 2011 年整体每股收益对上网电价和煤价的敏感性进行分析。

表 3: 2011 年每股收益对上网电价和标煤价格的敏感性分析

2011 年每股收益	上网电价调整幅度					
	-2%	-1%	0%	1%	2%	
标煤价格涨幅	-5%	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30
	-2.5%	1.03	1.08	1.13	1.18	1.23
	0%	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15
	2.5%	0.87	0.92	0.98	1.03	1.08
	5%	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00

资料来源: 中国银河证券研究部

2、房地产业务敏感性分析

房地产业务从 2011 年开始产生盈利贡献。我们将公司 2011 年整体每股收益对单位售价和单位建安成本的敏感性进行分析。

表 4: 2011 年每股收益对房地产项目单位售价和单位建安成本的敏感性分析

2011 年每股收益		单位售价				
		8000	10000	12000	14000	16000
单位建安成本	2000	0.85	1.02	1.18	1.35	1.51
	2500	0.79	0.95	1.12	1.28	1.45
	3000	0.72	0.89	1.05	1.22	1.38
	3500	0.65	0.82	0.98	1.15	1.31
	4000	0.59	0.75	0.92	1.08	1.25

资料来源: 中国银河证券研究部

二、估值分析

(一) 分部估值

我们对公司电力、证券、房地产采取分部门估值方法 (Sum-of-the-Parts) 进行估值。

2010-2012 年公司综合的每股收益分别为 0.59 元、1.05 元和 1.43 元。我们给予发电业务 2011 年 18-20 倍市盈率, 发电业务估值为 12.4-13.8 元; 给予证券业务 2011 年 18-20 倍市盈率, 证券业务估值 1.8-2.0 元; 对房地产项目采用 RNVA 估值, 合理估值为 2.04 元。综合各业务部门估值, 公司合理价值为 16.24-17.84 元。

表 5: 分部门估值 (Sum-of-the-Parts)

业务部门			
发电	2011 年 EPS	目标 PE (X)	合理估值 (元)
	0.69 元	18-20	12.4-13.8
证券	2011 年 EPS	目标 PE (X)	合理估值 (元)
	0.10 元	18-20	1.8-2.0
房地产	项目权益净利润	年折现率	RNVA 估值 (元)
	7.04 亿	8%	2.04

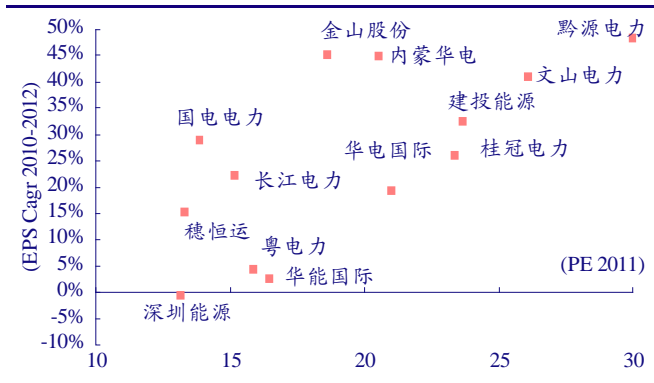
资料来源: 中国银河证券研究部

(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 2010-2012 年动态市盈率分别为 23 倍、13 倍和 9 倍; 2011 年动态市净率为 2.5 倍, ROE 为 20%。

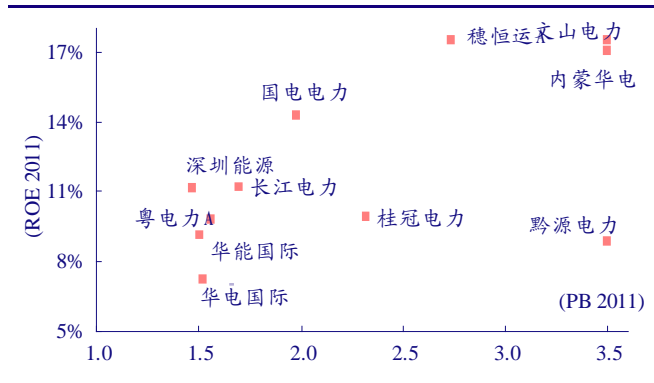
通过观察 PE-EPS Cagr 估值矩阵和 PB-ROE 估值矩阵,我们认为公司的市盈率估值具有明显的吸引力,且公司的净资产收益率明显高于其他重点公司,可以享受较高的市净率估值水平。

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵



(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。公司电力主业在完成定向增发后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,并分享区域金融业发展的机会,预期可以获得可观的投资收益。公司萝岗中心区的房地产项目即将进入结算期,预计将收获丰厚利润。

我们维持对公司“推荐”的投资评级。

三、战略定位：三驾马车保障公司持续发展

（一）转型：天时地利人和

公司位于广州开发区，是广州开发区控股（市属国有控股）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。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。

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。

在电力主业方面，公司提出了定向增发收购存量电厂少数股东股权的方案。此方案在 2010 年 12 月 21 日获得证监会核准，预计在较短时期内可以完成。收购完成后，公司权益装机容量跨越式增长。

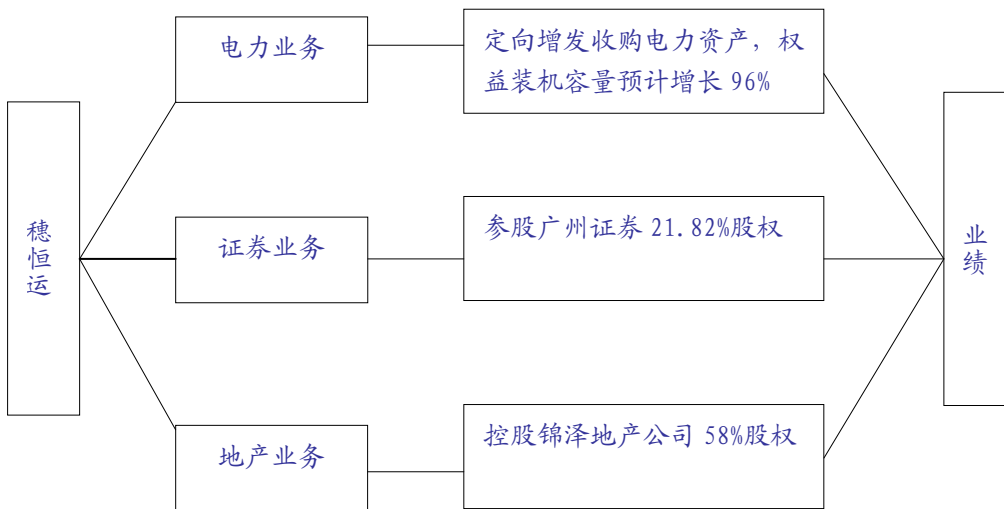
经过对证券、地产业务领域业务投资，以及电力定向增发事项的获批，公司新的业务布局基本形成。

（二）布局：稳健与成长互补

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，公司未来发展兼具稳健性与成长性。

- 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。收购完成后，公司权益装机容量将达到 98.1 万千瓦。
- 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。预计此项目将从 2011 年开始实现销售业绩，2012 年进入结算高峰期。公司未来将依托开发区的区位优势，借助中新知识城建设和广州三旧改造的契机，在房地产业务领域持续发展。

图 3: 发展战略及业务布局



资料来源: 中国银河证券研究部

四、电力业务: 跨越式增长

(一) 定向增发收购促增长

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。截至目前, 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。

表 6: 公司已投运电力资产情况 (截至到 2010 年 11 月)

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; 中国银河证券研究部

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 年发布董事会决议公告, 计划通过对少数股东定向增发的方式提高对已投运电厂的持股比例。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。经过一年多时间的努力, 2010 年 12 月 21 日, 证监会核准了此项定向增发收购。

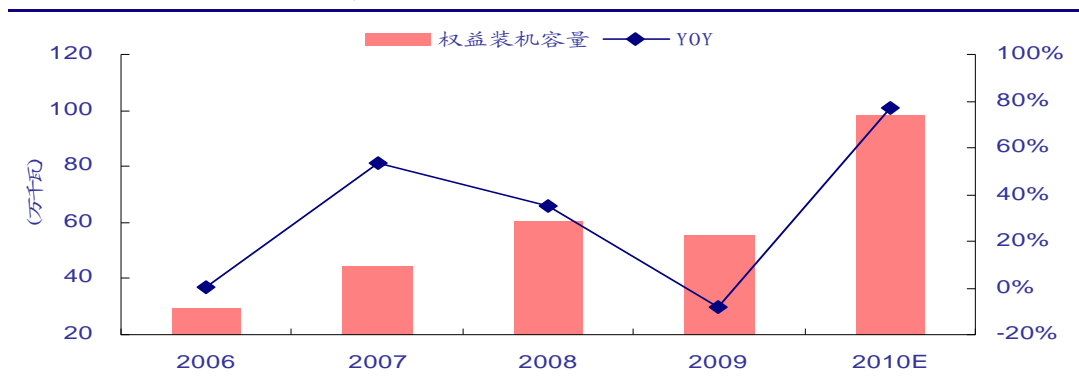
表 7: 经过一年多时间的努力, 资产重组获得证监会核准

时间	事项
2009-9-11	发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》
2010-3-10	董事会审议通过《关于广州恒运企业集团股份有限公司发行股份购买资产的议案》
2010-3-26	重大资产重组项目获得广东省国资委批复
2010-3-31	股东大会审议通过《公司发行股份购买资产的议案》
2010-9-30	重大资产重组项目通过国家环保部上市环保核查
2010-12-21	重大资产重组获得证监会核准

资料来源: 公司公告

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%, 实现跨越式增长。此次收购标的资产的定价较低, 收购市盈率为 13 倍, 明显低于市场中火电行业 18 倍的市盈率估值水平。收购将增厚公司业绩。

图 4: 收购促公司权益装机容量跨越式增长



资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究部

(二) 燃料成本优势

1、合同煤比例高

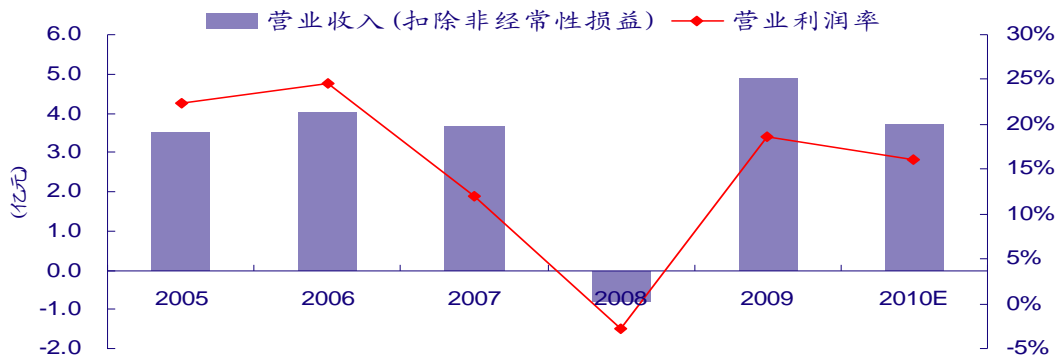
公司均为燃煤电厂, 业绩受煤价及运价影响大。2005-2007 年煤炭价格比较平稳, 公司盈利能力较好且稳定 (在不考虑因关停小机组而进行资产减值的情景下)。2008 年, 公司承受了巨大的燃料成本压力, 其中第三季度公司到厂原煤价格曾达到 1200 元/吨。煤价飙升直接造成了 2008 年公司盈利能力大幅下降, 并出现净亏损。随着煤价的回落, 公司 2009 年盈利能力显著恢复。

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), 且当年的合同煤兑现率好。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。但是 2010 年市场煤价格大幅上涨, 且市场煤价格远高于合同煤价格。这一情况也造成了 2010 年合同煤兑现率降低, 实

际燃料成本较 2009 年上涨 15%左右。

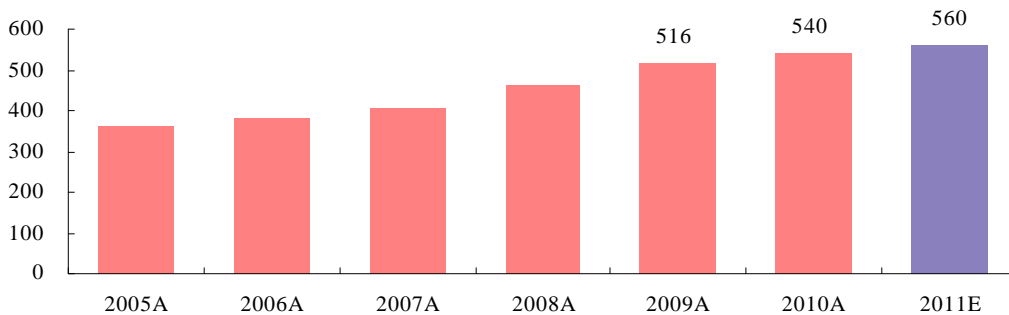
图 5: 公司盈利变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

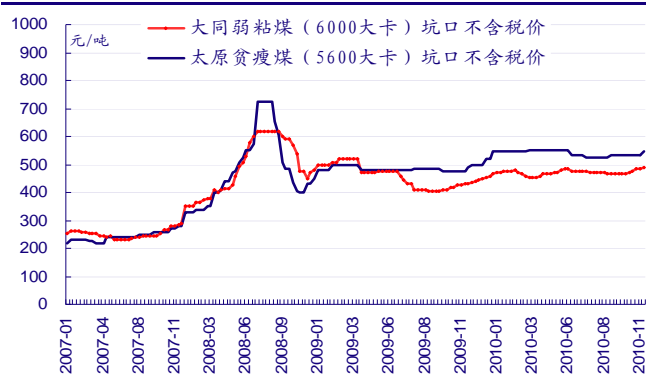
2011 年我国煤炭供需整体仍是紧平衡态势。在供需偏紧的情况下, 煤价仍然呈现上涨趋势。此外, 流动性和通胀预期因素则成为引起煤炭价格波动的重要因素。我们预计 2011 年动力煤企业的合同价预计涨幅 5%。以动力煤龙头企业中国神华为例, 其 09 年 5500 大卡合同动力煤下水价为 540 元/吨, 2010 年为 570 元/吨, 预计 2011 年有望涨至 590 元/吨。市场煤价格的季节性波动在所难免。

图 6: 2011 年中国神华长约合同下水煤价 (FOB) 预计小幅上涨



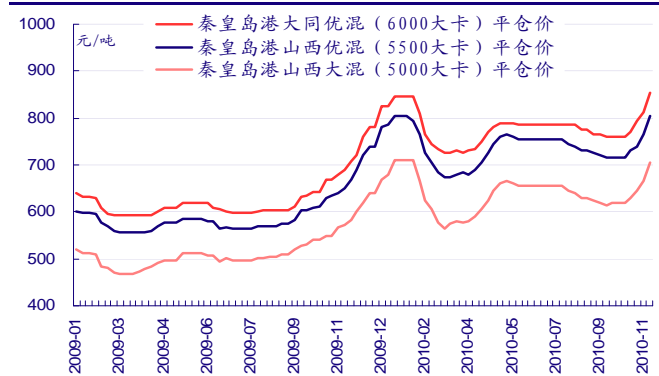
资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 山西主要动力煤产地价格高位运行



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 8: 10 月后秦皇岛动力煤价格上涨



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

我们预计 2011 年重点合同煤价格将比 2010 年年初上涨 5%，同时重点合同煤的兑现率提高。对公司而言，虽然合同煤价格有所上涨，但是用量比例增加，预计实际燃料成本价格与 2010 年相当。

表 8: 煤炭成本及预测

煤价	2009	2010E	2011E	2012E
综合煤价-下水煤	540	620	620	600
热值	5500	5500	5500	5500
运费	60	70	70	70
增值税率-煤炭	17%	17%	17%	17%
增值税率-运费	7%	7%	7%	7%
标煤合计	659	758	758	736
YoY	-24%	15%	0%	-3%

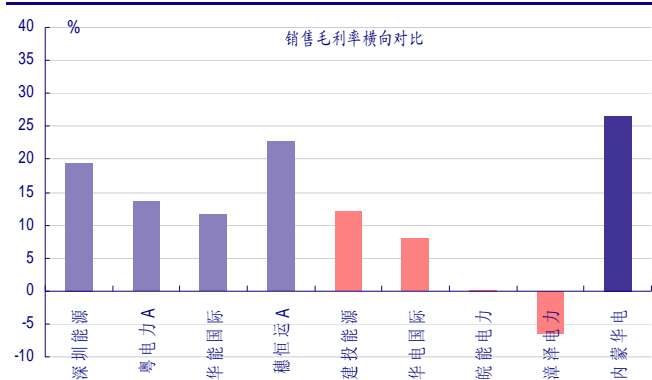
资料来源: 中国银河证券研究部

2、区位优势转化为燃料成本优势

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。

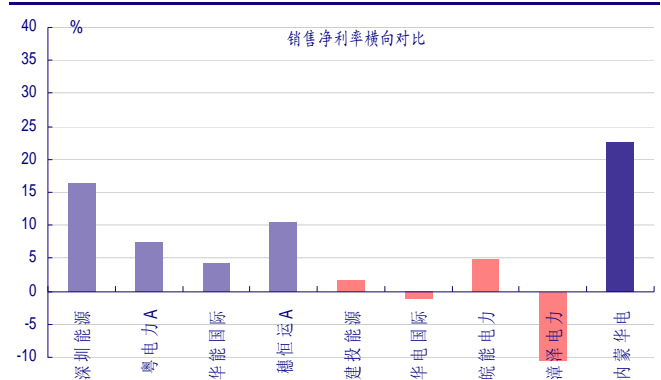
通过与同行业的火电公司进行对比，我们可以看到，公司的盈利能力优于同类上市公司。

图 9: 销售毛利率横向对比 (前三季度)



资料来源: 中国银河证券研究部, 公司公告

图 10: 销售净利率横向对比 (前三季度)



资料来源: 中国银河证券研究部, 公司公告

(三) 地处负荷中心, 机组利用率高

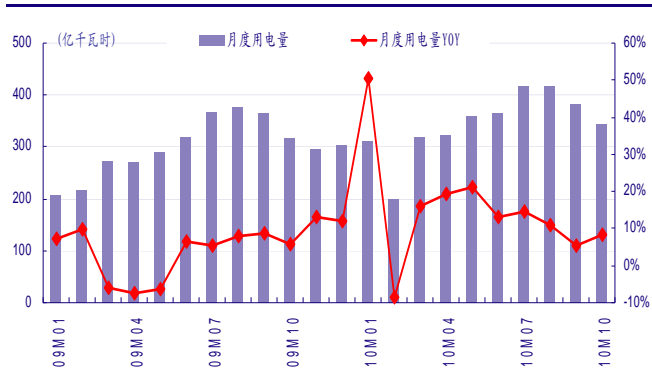
公司机组长期以来保持较高的利用率水平。这一方面得益于广东省整体火电机组利用率水平较高, 另一方面也受益于广州开发区经济发展所形成的用电负荷中心。

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。截至 2010 年 10 月底, 广东省累计用电量达 3425 亿千瓦时, 位居全国首位。09 年上半年受经济危机影响, 广东省用电量下降。随着经济回暖, 省内用电需求快速回升。2009 年 11 月以来, 广东省月度用电量基本保持了 10% 以上的同比涨幅 (除去春节因素)。我们假设 2011 年广东省用电需求弹性为 1, 省内用电需求增速为 10%。

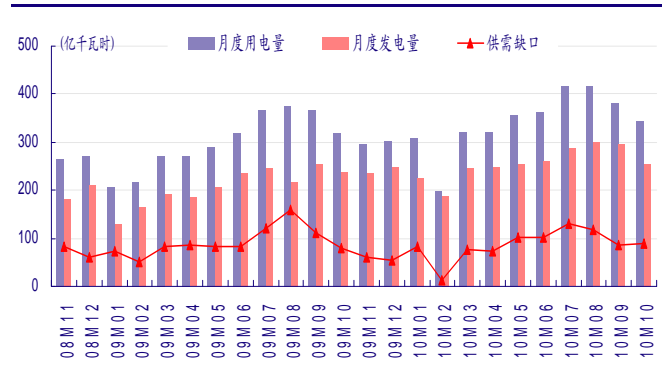
由于广州省用电需求大且增长平稳, 省内电力市场长期以来供不应求。2009 年以来, 广东省月度电力供需缺口平均值约为 85 亿千瓦时。

图 11: 广东省月度用电量及同比变化 (截至 10 年 10 月)



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 12: 广东省月度用电量供需变化 (截至 10 年 10 月)



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

2010 年广东省电力需求平稳增长, 截至 10 月份省内发电设备利用率为 4225 小时, 其中火电机组利用率为 4328 小时, 同比上升 484 小时, 增幅为 12.6%。我们预计 2011 年广东省整体的火电发电小时数将保持平稳。

2、广州开发区是负荷中心

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，全区实现地区生产总值1321.8亿元，比上年（下同）增长17.91%，比广州市增长速度快出6.41个百分点，占广州市生产总值的14.5%。2009年，全区地区生产总值中，第二产业实现增加值990.32亿元，增长16.69%；第三产业实现增加值331.47亿元，增长22.06%，比第二产业和全区增速分别高出5.37个、4.15个百分点。三次产业结构由上年的0:75.91:24.09调整为0:74.92:25.08，第三产业比重比上年比重提高1个百分点。

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。

（四）上网电价存上调的可能

电价调整受到国家调控。广东省的最近一次上网电价调整是2009年11月20日。国家发改委对广东省上网电价进行了调整，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9。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年大幅上涨，火电行业亏损面加大。因此我们认为2011年广东省的上网电价存在上调的可能性。

表9：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

五、证券业务：乘区域金融业发展东风

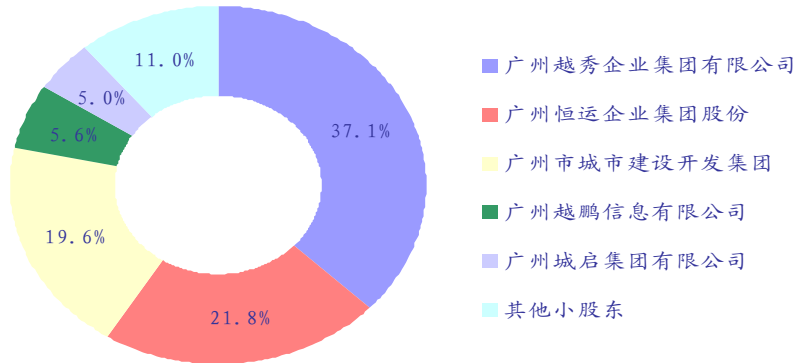
在“立足主业、择业发展”的发展战略下，2008年公司收购了广州证券的股权（2009年完成收购，目前持有21.82%股权），正式进入证券行业。

（一）广州证券进入快速发展期

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综合类券商。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。

图 13: 广州证券的股权结构



资料来源: 广州证券

近两年是广州证券快速发展的时期。发展首先体现在资金实力的增强。为了使公司净资本达到 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。

这一时期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

（二）广州市着力发展证券业

区域金融公司的发展离不开地方政府的支持。广州市已经将金融业的发展列为未来区域经

济发展的重点方向，并陆续出台了相关规划和政策细则。

广州市金融业发展规划中指出：广州市金融业发展不平衡，银行业、保险业相对发达，但证券市场发展相对滞后，创新力不足。广州地方金融机构实力相对较弱，核心竞争力、风险防范能力有待进一步提高。规划中提出了相应发展重点，即整合地方金融资源，组建金融控股集团。做大做强证券经营机构，对两家市属证券公司（广州证券和万联证券）通过引进战略投资者、整合资源等方式解决历史遗留问题。

为了发展区域金融业，广州市陆续出台了《关于大力发展广州金融业的意见》及其实施细则等文件，设立广州金融业发展专项资金，引导金融机构到珠江新城金融商务区聚集发展，构建促进金融业发展的长效机制。争取到 2015 年，金融业增加值占地区生产总值的比重达到 10%。

六、房地产业务：持续开发

（一）立足萝岗中心区项目

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 ≤ 34 万平方米，容积率 ≤ 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。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。

（二）可持续的房地产业务线

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。

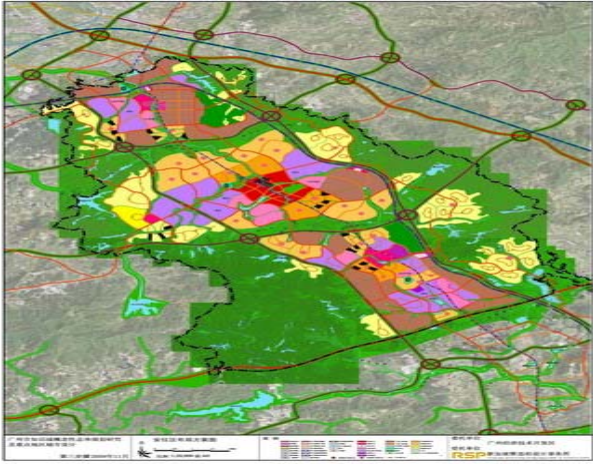
广东省在广州开发区内规划的“中新知识城”项目为公司在房地产领域的发展创造了良好的契机。中新知识城项目是继苏州工业园区和天津生态城后，中国与新加坡合作的第三项大型项目。知识城总的战略定位是：立足珠三角，辐射华南，面向全球，服务全国，影响东南亚，努力建设成为中国自主创新的先行区、知识经济的高地、推动珠江三角洲产业转型的强大引擎和生态宜居的新城区。知识城规划起点高，并肩负了推动广东省实现经济转型的示范意义。

在各方的积极推动下，中新知识城项目进展迅速。2009 年广东省与新加坡政府签署“知识城”项目合作谅解备忘录，2010 年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。

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。

图 14: 中新知识城总体规划



资料来源: 广州开发区管委会

图 15: 中新知识城效果图



资料来源: 广州开发区管委会

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。

(二) 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)
表 11: 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)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	363	621	284	353	423	营业收入	2811	2890	2837	3535	4232
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2565	2047	2188	2685	3131
应收账款	489	247	233	291	348	营业税金及附加	22	24	23	28	34
预付款项	19	16	16	16	16	销售费用	2	4	3	4	4
其他应收款	234	1	1	1	1	管理费用	110	134	140	140	140
存货	98	652	300	110	129	财务费用	192	167	186	189	181
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	762	1262	1262	1262	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3784	3669	3458	3248	3037	投资收益	0	26	28	34	41
在建工程	50	99	499	1299	1299	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-79	539	326	522	783
无形资产	67	70	66	63	59	营业外收支净额	4	56	5	5	5
长期待摊费用	95	98	93	88	83	税前利润	-76	595	330	527	787
资产总计	5266	6269	6248	6767	6693	减: 所得税	-7	143	75	123	187
短期借款	1098	1205	1079	685	174	净利润	-68	452	255	404	601
应付票据	90	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	-53	253	157	360	490
应付账款	364	255	144	177	206	少数股东损益	-15	200	98	44	111
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	-0.20	0.95	0.59	1.05	1.43
应付职工薪酬	10	29	29	29	29	稀释每股收益	-0.20	0.95	0.59	1.05	1.43
应交税费	69	87	87	87	87	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	78	25	25	25	25	成长性					
其他流动负债	29	22	27	-42	-112	营收增长率	29.40%	2.79%	-1.80%	24.58%	19.73%
长期借款	1642	2096	2096	2656	2656	EBIT 增长率	-74.76%	503%	-29%	40.19%	36.17%
预计负债	40	0	0	0	0	净利润增长率	-656.22%	-572%	-38%	129.11%	36.06%
负债合计	3700	4121	3884	4013	3461	盈利性					
股东权益合计	1566	2149	2364	2754	3232	销售毛利率	8.77%	29.15%	22.88%	24.04%	26.02%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-2.43%	15.66%	8.98%	11.42%	14.20%
净利润	-68	452	255	404	601	归属 ROE	-7.70%	26.67%	14.75%	25.51%	27.54%
折旧与摊销	265	194	219	219	219	ROIC	2.23%	8.90%	6.32%	8.04%	10.96%
经营活动现金流	140	535	886	873	844	估值倍数					
投资活动现金流	-455	-812	-872	-766	41	PE	-26.16	18.43	22.73	12.75	9.37
融资活动现金流	255	532	-351	-37	-815	P/B	2.01	4.91	3.35	2.53	2.01
现金净变动	-60	255	-337	70	70	P/S	0.50	1.61	1.26	1.30	1.08
期初现金余额	423	363	621	284	353	股息收益率	0.00%	0.00%	1.10%	1.96%	2.67%
期末现金余额	363	618	284	353	423	EV/EBITDA	13.04	10.21	11.62	10.39	7.75

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵.....	4
图 2: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵.....	4
图 3: 发展战略及业务布局.....	6
图 4: 收购促公司权益装机容量跨越式增长.....	7
图 5: 公司盈利变化.....	8
图 6: 2011 年中国神华长约合同下水煤价 (FOB) 预计小幅上涨.....	8
图 7: 山西主要动力煤产地价格高位运行.....	9
图 8: 10 月后秦皇岛动力煤价格上涨.....	9
图 9: 销售毛利率横向对比 (前三季度).....	10
图 10: 销售净利率横向对比 (前三季度).....	10
图 11: 广东省月度用电量及同比变化 (截至 10 年 10 月).....	10
图 12: 广东省月度用电量供需变化 (截至 10 年 10 月).....	10
图 13: 广州证券的股权结构.....	12
图 14: 中新知识城总体规划.....	14
图 15: 中新知识城效果图.....	14

表格目录

表 1: 公司总体盈利预测.....	2
表 2: 公司分部盈利预测.....	2
表 3: 2010 年每股收益对上网电价和标煤价格的敏感性分析.....	2
表 4: 2011 年每股收益对房地产项目单位售价和单位建安成本的敏感性分析.....	3
表 5: 分部门估值 (Sum-of-the-Parts).....	3
表 6: 公司已投运电力资产情况 (截至到 2010 年 11 月).....	6
表 7: 经过一年多时间的努力, 资产重组获得证监会核准.....	7
表 8: 煤炭成本及预测.....	9
表 9: 公司所属电厂上网电价.....	11
表 10: 广州证券营业部分布.....	12
表 11: 公司财务预测及相对估值分析.....	15

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 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
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