

公司简评 穗恒运 A (000531.SZ)

► 2009 年 11 月 17 日

立足主业，择业发展 对公司“再认识”

推荐 上调评级

分析师: 邹序元 ✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn ☎: 010-66568668

1. 事件

公司确定的发展战略为“立足主业，择业发展”。经过慎重的研究和考虑，公司选择了金融、地产作为择业发展的方向。也正是基于公司发展战略和方向的变化，我们有必要对公司进行“再认识”。

2. 我们的分析与判断

(1) 发展战略调整，对公司“再认识”

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 2008 年末的总装机容量达到 117 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。经过慎重的研究和考虑，公司选择了金融、地产作为择业发展的方向。也正是基于公司发展战略和方向的变化，我们有必要对公司进行“再认识”。

表 1: 公司目前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
恒运集团股份公司 (3#)	燃煤	5	100%	5.00	
恒运集团股份公司 (4#)	燃煤	5	100%	5.00	
恒运 B (5#)	燃煤	5	5%	0.25	
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		117		60.35	

资料来源: 公司公告; 中国银河证券研究所

(2) 择业金融地产，电力业务再跨越

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 年获证监会核准，完成收购），正式进入证券行业。2009 年，为了使广州证券净资本达到 20 亿元以上，从而获得全业务资格，公司进一步参与广州证券增资。增资后，公司持有广州证券股权的比例提高至 21.82%。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。

表 2: 公司证券业务

证券业务	注册资本	持股比例	08A 净利润	09H 净利润	09Q3 净利润
广州证券	143428	21.82%	22173	13205	6600

资料来源: 中国银河证券研究所; 单位: 万元

经过慎重决策, 公司在 2008 年末房地产行业处于谷底的时期果断进入该行业。2008 年 12 月, 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。公司在行业低迷时期进入房地产领域的成本低, 竞购地块的楼面地价仅为 1559 元/平方米为项目奠定了良好的盈利基础。(2009 年 10 月, 雅安居公司在广州开发区竞价获得住宅用地的楼面地价为 7100 元/平方米)。

最值得关注的是, 公司在房地产领域的定位不仅仅是一个项目公司, 而是希望将房地产作为持续经营的方向。公司极低的进入成本和广州开发区内远期规划的“中新知识城”都为公司在房地产领域的发展创造了良好的环境和前景。

表 3: 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	≤ 34 万平方米	1559	已开工; 2010 年底力争开始 实现少量销售

资料来源: 中国银河证券研究所

在电力方面, 公司专注经营已投运电厂。同时, 公司计划通过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。对标的资产收购的动态市盈率 (09 年市盈率) 仅为 7 倍。预计 2010 年收购有望完成, 则公司权益装机容量将增长 80%, 再次实现跨越式增长。

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

(3) 稳健与成长互补

2008 和 2009 年是公司发展战略调整的关键时期, 而且公司准确把握了进入金融地产行业的最佳时机, 并通过资本资产运作将电力主业的发展潜力充分释放。随着电力资产注入完成, 证券公司增资后获得全业务资格, 房地产项目

推进，我们预计 2010 年公司的战略布局将更加清晰。

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。

3. 投资建议

公司战略布局已经发生变化，我们对其电力、证券、房地产业务采取分部估值方法（Sum-of-the-Parts）估值。

电力领域。公司与大型煤企合作锁定了燃料成本风险，机组盈利能力相对稳定。定向增发将增厚公司电力业务利润。假设：（1）2009-2011 年公司控股火电机组平均发电小时数分别为 6100 小时、6400 小时和 6400 小时。（2）2009-2011 年公司入炉标煤价格变化幅度为-24%、8%和 0%。（3）2010 年公司上网电价下降 7 厘/千瓦时。（4）2009 年总股本 26652 万元、2010 年总股本 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 0.73 元、0.97 元和 1.01 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、2.99 亿元和 3.44 亿元。证券业务为公司贡献的每股收益预计分别为 0.09 元（从 09 年 6 月开始合并报表）、0.19 元和 0.22 元。

房地产领域。萝岗中心区项目从 2011 年开始集中贡献利润。由于楼面地价低，我们预计项目的净利润率有望达到 35%，公司获得权益净利润 7.77 亿元，对应 2011 年每股收益 2.27 元/股。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，保守估计公司项目土地增值 4441 元/平方米。以增发后股本计算，RNVA 估值为 4.41 元/股。

我们给予发电业务 2010 年 17 倍市盈率、证券业务 2010 年 20 倍市盈率的估值水平，房地产项目采用 RNVA 估值方法。综合得到，公司合理估值 24.7 元。上调投资评级至“推荐”。

表 5：分部估值方法（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	0.97 元	17	16.49
证券	0.19 元	20	3.8
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	4.41
合计			24.7 元

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

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。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

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