

电力行业

报告原因: 年报点评

2010 年 3 月 10 日

基础数据: 2010 年 3 月 10

收盘价(元)	16.02
每股净资产(元)	3.55
资产负债率%	65.73
总股本/流通 A 股(亿)	2.7/2.7
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

穗恒运 A (000531)

买入

房地产将进入收获期, 增发收购增厚明显, 具备估值优势

公司研究/研究报告

投资要点:

● **定向增发增持 C 厂和 D 厂股权, 增厚收益明显:** 公司发行股份所购买资产为恒运 C 厂 50% 股权和恒运 D 厂 45% 股权, 本次交易完成后, 公司将拥有恒运 C 厂 95% 股权 (原持股比例 45%) 和恒运 D 厂 97% 股权 (原持股比例 52%)。经我们测算未考虑收购公司 2010-2011 年分别实现每股收益 0.41、0.59 元。考虑收购公司 2010-2011 年分别实现每股收益 0.72、1.02 元, 收购后 2010 年业绩增厚 0.31 元 (增厚 75%); 2011 年业绩增厚 0.43 元 (增厚 72%), 收购后业绩增厚十分明显。

● **热电期待煤电联动, 恢复真实盈利水平:** 2010 年合同煤较 2009 年普遍上涨 30-50 元/吨, 同比上涨 5%-10%, 全国多数火电企业又将进入微利状况, 部分燃料成本管理较差的企业将又进入亏损, 在目前电价水平下又触动了煤电联营点, 考虑到火电企业的盈利压力预计未来电价上调的可能性很大。2010 年测算业绩是根据目前的电价和煤价水平测算, 并不能代表公司热电业务的盈利水平; 2011 年我们假设电价上调了 5%, 基本符合煤电联动的上调幅度, 2011 年业绩基本反映了公司热电业务的盈利水平 (经我们测算不考虑房地产 2011 年每股收益 1.02 元)。

● **房地产项目贡献收益可观, 期待持续发展。** 2008 年 12 月 2 日, 公司出资 2900 万元控股 58% 股权的恒运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 133956 平方米净用地 KXC-P6-2 地块使用权, 总建筑面积 ≤ 34 万平方米, 容积率 ≤ 1.77。按建筑面积测算, 每平方米价格约 1559 元/平米, 相对该地区约 10000 元/平方米的楼价来说, 预计该项目未来的盈利空间巨大。根据目前房价简单测, 房地产项目贡献公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.64 元、1.07 元、0.43 元, 贡献收益明显。考虑到目前未看到公司房地产业务的持续性, 我们按照现金流量折现法测算该项目的价格约为 1 元/股。如若公司房地产开发品牌价值形成, 未来持续增长, 房地产业务的价值巨大。

● **广州证券贡献稳定投资收益:** 公司按每股 2.5 元/股收购广州证券 16360 万股, 共占广州证券公司 20.02% 股权, 成为其第一大股东。广州证券 2009 年实现营业收入 71127.36 万元, 净利润 26299.17 万元, 贡献公司投资收益 5266 万元, 预计未来将贡献稳定投资收益, 但受资本市场波动影响较大。

● **投资建议:** 我们认为公司定向增发成功收购股权的可能性很大, 如若收购成功不考虑房地产贡献的收益公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.72、1.02 元, 对应目前 PE 水平分别为 22 倍和 16 倍, 2011 年业绩考虑了煤电联动基本反映公司真实收益水平具备较大参考意义, 此外考虑到 1、目前房地产项目的价值; 2、房地产开发形成品牌价值未来持续增长价值巨大, 公司估值优势明显, 给予“买入”的投资评级。

● **投资风险:** 定向增发收购股权未能完成; 房地产项目低于预期; 资本市场低迷广州证券投资收益低于预期。

热电业务期待煤电联动，收购后增厚收益明显

- **定向增发增持C厂和D厂股权，权益装机容量大幅增长：**公司发行股份所购买资产为恒运C 厂50%股权和恒运D 厂45%股权，本次交易完成后，公司将拥有恒运C 厂95%股权（原持股比例45%）和恒运D 厂97%股权（原持股比例52%）。收购完成后虽然公司的可控装机容量保持不变，但权益装机容量实现了大幅增长，权益装机容量又原来50.1万千瓦的变为98.1万千瓦，增长 95.8%。收购成功后增厚公司每股收益明显，详见下文测算。
- **盈利预测假设：**
 - 1、分别假设收购成功和收购未成功进行了业绩测算，除了股权比例和股本外其他假设均相同，见假设2-6
 - 2、2010年单位燃料成本上涨10%，标煤价格759元/吨；2011年与2010年持平。
 - 3、2010年电价维持目前水平；考虑到目前已经触动了煤电联动点，假设2011年电价较2010年上调5%。
 - 4、2010年发电小时7000；2011年与2010年持平。
 - 5、广州证券2010-2011年贡献投资收益5000万。
 - 6、未考虑房地产开发产生的收益。
- **盈利预测结果——未考虑收购：**在我们的假设下，公司2010-2011年实现每股收益0.41、0.59元。
- **盈利预测结果——考虑收购：**在我们的假设下，公司2010-2011年实现每股收益0.72、1.02元，2010年业绩增厚0.31元（增厚75%）；2011年业绩增厚0.43元（增厚72%），收购后业绩增厚十分明显。
- **期待煤电联动，煤电联动后才能体现热电真实业绩水平：**2010年合同煤较2009年普遍上涨30-50元/吨，同比上涨5%-10%，全国多数火电企业又将进入微利状况，部分燃料成本管理较差的企业将又进入亏损，在目前电价水平下又触动了煤电联营点，考虑到火电企业的盈利压力预计未来电价上调的可能性很大。2010年测算业绩是根据目前的电价和煤价水平测算，并不能代表公司热电业务的盈利水平；2011年我们假设电价上调了5%，基本符合煤电联动的上调幅度，2011年业绩基本反映了公司热电业务的盈利水平（经我们测算不考虑房地产2011年每股收益1.02元）。

表1：盈利预测主要假设

	2008A	2009A	2010E	2011E
可控投产装机容量	100	102	102	102
平均发电小时	7246	6500	7000	7000
发电量（亿千瓦时）	72.46	66	71	71
上网电量（亿千瓦时）	67.17	62	66	66
平均电价（元/千瓦时）	0.4185	0.430	0.430	0.452
平均标煤电价（元/吨）	835	690	759	759

供电煤耗（克/千万时）	335	330	330	330
平均燃料成本（元/千瓦时）	0.2797	0.2277	0.2505	0.2505
厂电利用率		7.00%	7.00%	7.00%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（2010-2011 年收购未完成）

单位：百万元	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入	2,811.14	2889.53	2855.29	2998.05
毛利	8.77%	29.15%	21.79%	25.51%
营业成本	2,564.52	2,047.35	2233.17	2233.17
燃料	2,026.89	1,403.98	1,663.17	1,663.17
折旧	180.00	200.00	210.00	210.00
人工	150.00	155.00	160.00	160.00
其他	207.63	200.00	200.00	200.00
营业税金及附加	21.79	23.78	23	23
销售费用	2.05	3.54	3	3
管理费用	110.01	134.43	140.00	140
财务费用	191.92	166.8	170	170
资产减值损失	0.04	0.22	0	0
公允价值变动净收益	-13.81	0	0	0
投资净收益		25.62	50	50
营业利润	-79.19	539.04	336.12	478.88
营业外收入	4.76	61.47	0	0
营业外支出	1.09	5.46	0	0
利润总额	-75.53	595.05	336.12	478.88
所得税	-7.14	142.63	77.31	110.14
净利润	-68.39	452.42	258.81	368.74
少数股东损益	-14.9	199.89	116.46	165.93
归属母公司净利润	-53.49	252.52	142.34	202.81
股本	267	267.00	267.00	267.00
基本每股收益(元)	-0.2	0.95	0.41	0.59

资料来源：山西证券

表 3：盈利预测（2010-2011 年收购完成后盈利预测）

单位：百万元	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入	2,811.14	2889.53	2855.29	2998.05
毛利	8.77%	29.15%	21.79%	25.51%
营业成本	2,564.52	2,047.35	2233.17	2233.17
燃料	2,026.89	1,403.98	1,663.17	1,663.17
折旧	180.00	200.00	210.00	210.00
人工	150.00	155.00	160.00	160.00
其他	207.63	200.00	200.00	200.00
营业税金及附加	21.79	23.78	23	23
销售费用	2.05	3.54	3	3

管理费用	110.01	134.43	140.00	140
财务费用	191.92	166.8	170	170
资产减值损失	0.04	0.22	0	0
公允价值变动净收益	-13.81	0	0	0
投资净收益		25.62	50	50
营业利润	-79.19	539.04	336.12	478.88
营业外收入	4.76	61.47	0	0
营业外支出	1.09	5.46	0	0
利润总额	-75.53	595.05	336.12	478.88
所得税	-7.14	142.63	77.31	110.14
净利润	-68.39	452.42	258.81	368.74
少数股东损益	-14.9	199.89	12.94	18.44
归属于母公司所有者的净利润	-53.49	252.52	245.87	350.30
股本	267	267.00	343.00	343.00
基本每股收益(元)	-0.2	0.95	0.72	1.02

资料来源：山西证券

表 4：收购完成后公司电力资产情况（单位：万千瓦）

	装机结构	装机容量	收购前权益比例	收购后权益比例
恒运 C 厂	2*21	42	45%	95%
恒运 D 厂	2*30	60	52%	97%
合计		102		

资料来源：公司公告

房地产项目贡献收益可观

- 2008 年12 月2 日，公司出资2900 万元控股58%股权的恒运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133956 平方米净用地KXC-P6-2 地块使用权，总建筑面积≤34万平方米，容积率≤1.77。按建筑面积测算，每平方米价格约1559元/平米，相对该地区约10000元/平方米的楼价来说，预计该项目未来的盈利空间巨大，将成为公司2010年-2012收益的收益来源之一。
- **盈利预测假设：**
 - 1、 房地产销售价格2011-2013年10000元/平方米
 - 2、 2011年确认收入30%，2012年确认收入50%，2013年确认收入20%
 - 3、 根据增发后的股本3.43亿测算每股收益
 - 4、 其他假设见表
- **盈利测算结果：**根据我们的盈利预测假设，房地产项目在2011-2013年公司贡献每股收益分别为0.64元、1.07元、0.43元，公司业绩在房地产的推动下又进入新一轮的增长通道。
- **现金流折现法测算项目价值：**由于目前公司控股58%股权的恒运房地产开发有限责任公司的土地储备只有这一块，长期业绩尚无保障，但公司会根据房

地产市场情况择机取得土地。但考虑到目前房地产业务的长期成长性尚无保证，保守期间我们根据现金流折现模型测算该项目价值，经简单测算该项目产生的现金流折现价值为1元/股。

- **期待获得品牌价值，房地产业务持续增长：**如若公司房地产开发品牌价值形成，未来持续增长，按照 PE 估值房地产业务的价值巨大。

表5：房地产项目盈利预测

	2011E	2012E	2013E
确认收入百分比	30%	50%	20%
总建筑面积（万平方米）	34	34	34
销售面积（万平方米）	10.2	17	6.8
售价（元/平方米）	10000	10000	10000
地价（元/平方米）	1559	1559	1559
建筑费用（元/平方米）	2500	2500	2500
单位面积毛利（元/平方米）	5941	5941	5941
总销售毛利（万元）	60598.2	100997	40398.8
三项费用（万元）	10200	17000	6800
利润总额（万元）	50398.2	83997	33598.8
净利润（万元）	37798.65	62997.75	25199.1
持股比例	58%	58%	58%
归属母公司净利润（万元）	21923.217	36538.695	14615.478
股本（亿股）	343	343	343
每股收益（元）	0.64	1.07	0.43

资料来源：山西证券

广州证券贡献稳定投资收益

- 公司按每股 2.5 元/股收购广州证券 16360 万股，共占广州证券公司 20.02% 股权，成为其第一大股东。广州证券 2009 年实现营业收入 71127.36 万元，净利润 26299.17 万元，贡献公司投资收益 5266 万元，预计未来将贡献稳定投资收益，但受资本市场波动影响较大。

表6：2009年业绩情况

公司名称	营业收入(万元)	净利润(万元)	持股比例	投资收益	每股投资收益
广州证券	71,127.36	26299.17	20.025%	5,266.41	0.20

资料来源：山西证券

投资建议

- **投资建议：**我们认为公司定向增发成功收购股权的可能性很大，如若收购成功不考虑房地产贡献的收益公司2010-2011年每股收益分别为0.72、1.02 元，对应目前PE水平分别为22倍和16倍，2011年业绩考虑了煤电联动基本反映公司真实收益水平具备较大参考意义，此外考虑到1、目前房地产项目的价值；2、房地产开发形成品牌价值未来持续增长价值巨大，公司估值优势明显，给予“买入”的投资评级。

投资风险

- 定向增发收购股权未能完成；
- 房地产项目低于预期；
- 资本市场低迷广州证券投资收益低于预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。