

穗恒运 A (000531)

电力/公用事业

发布时间: 2012-09-06

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次

电力主业深耕细作，地产金融蓄势待发

报告摘要:

依托广州开发区，立足主业、择业发展。穗恒运是广州市开发区管委会控股的重点电力上市公司，公司在利用现有优势精细化管理火电机组、做强主业的同时，积极寻求相近产业与延伸产业的发展，经过慎重的考虑，公司选择了地产、金融作为择业发展的方向。

利用地处负荷中心和近煤炭码头的优势，深耕细作电力热力主业。公司主要发电资产位于广州负荷中心，利用小时数可达 6500 小时以上，运行效率保持在广东省电厂前列；同时机组靠近华南地区最大的专业煤码头，燃料无二次运输，成本优势明显。基于以上优势，公司电力业务毛利率多年来保持较高水平。公司 2012 年上半年电力业务毛利高达 21.25%，远高于华能、粤电力等大型火电企业。

择业发展，地产金融双轮驱动，业绩贡献将逐步显现。2008 年，公司正式涉足房地产业务，由于进入时点正值国内房地产行业周期低点，拿地成本较低，如果销售顺利的话，房地产业务将成为公司未来业绩的重要增长点。公司参股的广州证券经过多年发展，已成为全业务综合类券商，在政府的大力支持下，广州证券还会有进一步的发展空间。届时，公司作为第二大股东也将分享到其发展的成果。

盈利预测和投资建议。公司电力主业盈利能力较强，房地产和金融业务将在下半年至明年显著增厚公司业绩，我们预计 2012-2014 年公司每股收益为 1.04 元、2.23 元、1.66 元。公司业务涉及电力、地产、金融，参考目前各行业市盈率水平，给予公司 15 倍市盈率，6 个月目标价 15.6 元。给予谨慎推荐评级。

风险提示。1) 下半年广东省用电量低于预期；2) 房地产销售结算慢于预期；3) 下半年煤炭价格大幅反弹

股票数据

2012-9-4

收盘价(元)	11.48
12 个月股价区间(元)	6.00 ~ 14.77
总市值(百万元)	3,932
总股本(百万股)	343
A 股(百万股)	343
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10%	-7%	21%
相对收益	-3%	7%	42%

相关报告

证券分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001
021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3015	3335	3220	6323	4978
(+/-)%	4.35%	10.60%	-3.44%	96.37%	-21.27%
净利润	135	71	356	762	570
(+/-)%	-46.42%	-47.83%	403.69%	114.40%	-25.23%
每股收益(元)	0.51	0.21	1.04	2.23	1.66
市盈率	28.61	54.83	10.89	5.08	6.79
市净率	3.57	1.96	1.64	1.23	1.03
净资产收益率(%)	12.47%	3.57%	15.07%	24.22%	15.23%
股息收益率(%)	0.00%	11.26%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	267	343	343	343	343

目 录

1. 依托广州开发区，立足主业、择业发展	3
2. 利用地处负荷中心和近煤炭码头的优势，深耕细作电力热力主业	3
3. 择业发展，地产金融双轮驱动，业绩贡献将逐步显现	4
4. 公司盈利预测和投资建议	5
4.1. 盈利预测核心假设	5
4.2. 分业务业绩预测	6
4.3. 投资建议	6
5. 风险提示	6

图表

表 1: 公司主要发电、供热资产	3
表 2: 公司房地产业务情况	4
表 3: 公司参股金融情况	5
表 4: 公司相关业务业绩预测	6
图 1: 公司四台机组上网电量及利用小时数情况	4
图 2: 主要火电上市公司毛利率比较	4

1. 依托广州开发区，立足主业、择业发展

穗恒运是广州市开发区管委会控股的重点电力上市公司，公司位于首批国家级经济技术开发区之一的广州开发区西区，濒临广州的母亲河珠江。多年来，伴随着广州开发区这一南粤经济排头兵的发展，公司从一家小火电企业逐步发展为拥有百万千瓦火电机组及多家控股、参股公司，业务涉及发电、供热、房产、金融等方面的企业集团。

随着国内电源装机容量的提高，发电企业面临日益剧烈的市场竞争，利润空间进一步缩小；此外公司受国家环保政策和所在地区需求的限制，火电装机容量存在明显的天花板，发展空间有限。面对现状，公司管理层审时度势，确立了“立足主业，择业发展”的发展战略，利用现有优势精细化管理火电机组、做强主业的同时，积极寻求相近产业与延伸产业的发展，经过慎重的考虑，公司选择了地产、金融作为择业发展的方向。

2. 利用地处负荷中心和近煤炭码头的优势，深耕细作电力热力主业

公司主要发电资产为恒运 C 厂（2×21 万千瓦）和恒运 D 厂（2×30 万千瓦）四台热电联产燃煤火电机组，供电范围主要是广州地区。2011 年，公司以发行股份购买原股东资产的方式，分别获取 C 厂 45%的股权和 D 厂 52%的股权；2012 年上半年，公司又以自有资金受让 C 厂 5%的股权。截至目前，公司持有 C 厂 100%股权，D 厂 97%股权。热力业务方面，恒运热力公司供热区域是开发区西区，热力来自 C 厂热电联产机组，东区热力公司建有 5 台循环流化床锅炉，向开发区东区供热。

表 1：公司主要发电、供热资产

	运行方式	机组容量	股权比例
恒运 C 厂（#6、#7）	燃煤电厂，热电联产	2×21 万千瓦	100%
恒运 D 厂（#8、#9）	燃煤电厂，热电联产	2×30 万千瓦	97%
恒运热力公司	恒运 C 厂供热	-	98%
东区热力公司	独立锅炉供热	3×35 吨/小时、2×75 吨/小时	70%

数据来源：公司公告，东北证券

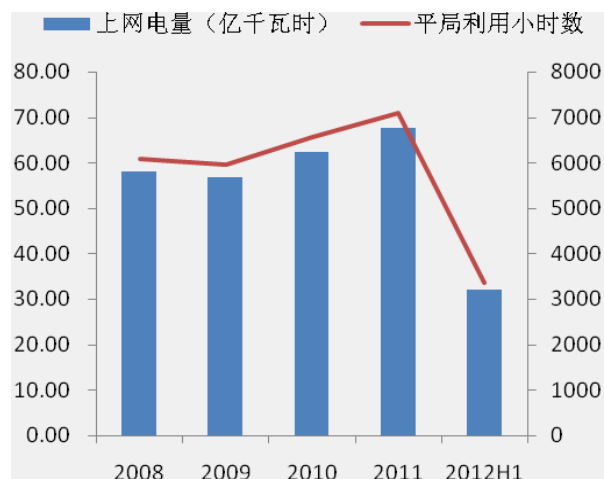
公司主要发电、供热资产位于广州开发区，地处用电用热负荷中心，机组利用小时数容易保证，全年利用小时数可达 6500 小时以上；此外广州东部的用电、用热企业用户素质较好，发电和供热都比较稳定。机组管理方面，公司根据电力需求的变化，统筹安排发电计划，将机组检修安排在用电负荷较小的时段，不断优化机组的运行方式，机组运行效率保持在广东省电厂前列。

公司 C 厂、D 厂机组靠近华南地区最大的专业煤码头（西基煤码头），发电所需燃料全部从码头堆场直接输送到公司煤场，没有二次运输，大大降低了燃料的物流成本。公司电煤采购主要与神华、中煤、伊泰等大型煤炭企业合作，其中合同煤占三分之一；由于公司机组容量较小，年煤耗不到 400 万吨，在煤炭价格高企时比较容易得到照顾，像神华的合同煤履约率曾经高达 100%。公司全面推行精细化管理，四台机

组 2012 年上半年平均度电煤耗为 320g, 在 20-30 万千瓦机组中综合供电煤耗低于同业平均。此外, C 厂热电联产也摊底了供电煤耗。在电力业务方面公司成本优势明显。

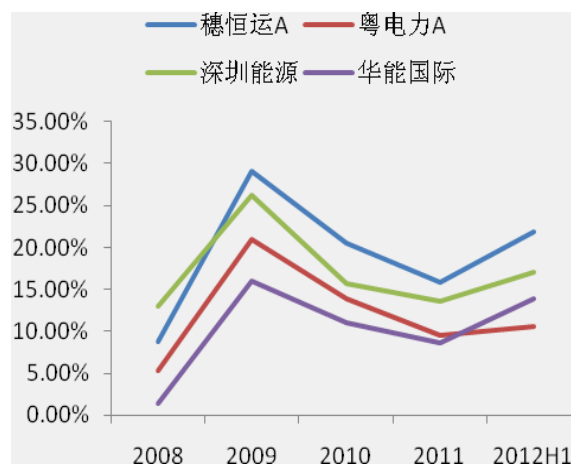
基于较高的利用小时数和明显的成本优势, 公司电力业务毛利率多年来保持较高水平。公司 2012 年上半年电力业务毛利高达 21.25%, 远高于华能、粤电力等大型火电企业。

图 1: 公司四台机组上网电量及利用小时数情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 2: 主要火电上市公司毛利率比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

公司目前供热范围主要是开发区西区和东区两个供热点, 供热半径 15 公里左右。公司销售蒸汽价格与电煤价格联动, 因此在煤价较高的时候也能获得可观的利润, 是电力业务一个很好的补充。为进一步提高 C 厂、D 厂热电联产机组的效率, 增大热力业务供热半径, 公司正在规划长距离供热项目。项目建成后 C 厂、D 厂热电联产蒸汽将输送至东区, 东区热电循环流化床锅炉供热半径将进一步提高。

3. 择业发展, 地产金融双轮驱动, 业绩贡献将逐步显现

2008 年末, 在择业发展战略的指导下, 公司成立控股子公司锦泽房地产公司, 竞拍获得广州开发区萝岗中心区内住宅地块, 正式涉足房地产。公司进入时点正值国际金融危机蔓延、国内房地产行业处于周期低点, 因而拿地成本较低, 土地面积不足 4000 元/平米, 折合楼面价不到 1600 元/平米; 而一年后的同区域住宅用地楼面价已突破 4000 元/平米。

表 2: 公司房地产业务情况

房产公司	竞拍地块	土地用途	土地面积	建筑面积	竞拍价格	项目进展
锦泽房地产公司	科学城 KXC-P6-2	居住用地	13.4 万平米	≤ 34 万平米	5.3 亿元	预计 2013 年开始确认收入
锦泽房地产公司	科学城 KXC-I4-3-1	商业用地	8131 平米	18701 平米	竞标起始价 7013 万	土地正在竞标

数据来源: 公司公告, 东北证券

2011 年末，公司开发的住宅地产项目进入预售期。截止 2012 年上半年 25 栋住宅楼中有 10 多栋（700 余套）已经完成预售，销售情况良好，平均单价 13000-14000 元/平米。预计剩余住宅楼将于下半年至 2013 年完成预售，并进入销售结算高峰。由于公司拿地成本较低，我们判断地产业务对公司 2013-2014 年业绩贡献明显，将成为公司业绩的重要增长点。

金融业是公司择业发展的另一方向。2009 年，公司完成对广州证券部分股权的收购，通过两次增资，目前公司持有广州证券 24.48% 的股权，为广州证券第二大股东。

表 3：公司参股金融情况

参股金融公司	注册资本	股权比例	2010 净利润	2011 净利润	2012H1 净利润
广州证券	133428 万元	24.48%	2.53 亿	亏 6656 万	1.55 亿
宜春农商行	55000 万元	10%	-	7563 万	1972 万

数据来源：公司公告，东北证券

经过几年的发展，广州证券已成为资本金规模超 20 亿、具有全业务资格的综合类券商，具备较强的抗风险能力，市场化运作也已经有了脱胎换骨的变化。目前，广州证券拥有营业部 19 家，其中 17 家分布在广东省内，经纪业务开展顺利；今年上半年投行业务进入收获期，股债并举，实现跨越式发展，成为其业绩同比大幅提升的主要驱动因素。上半年，广州证券实现净利润 1.55 亿，为公司贡献投资收益 3388 万元（占税前利润的 16%）。

目前珠三角地区资本市场与其经济发展程度尚不够协调。广州证券作为广州市为数不多的综合类券商，在政府的大力支持下，相信还会有进一步的发展空间。届时，公司作为第二大股东也将分享到其发展的成果。

4. 公司盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测核心假设

电力热力业务：1）2012-2014 年机组年利用小时数分别为 6500 小时、6700 小时、6700 小时；2）2012-2014 年机组上网电价 0.46 元（含脱硫脱销电价，税后）；3）2012-2014 年机组度电煤耗为 325 克，电煤成本分别同比变化-7%、+4%、+3%；4）2012-2014 年热力业务毛利率维持 21%-22% 水平。

房地产业务：1）锦泽园住宅地产项目 2013 年完成预售，并完成 65% 销售结算，剩余 35% 于 2014 年结算。

金融业务：1）广州证券经纪业务、投行业务稳健增长，2012-2014 年净利润分别为 2.5 亿、3 亿、3.5 亿；2）宜春农商行稳定分红，2012-2014 年实现现金分红均为 500 万元。

4.2. 分业务业绩预测

表 4: 公司相关业务业绩预测

(人民币百万元)	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
电力业务	营业收入	2695	2964	2852	2939	2939
	营业成本	2159	2532	2217	2334	2384
	毛利率	19.9%	14.6%	22.3%	20.6%	18.9%
热力业务	营业收入	266	316	330	360	390
	营业成本	222	256	257	284	308
	毛利率	16.4%	18.8%	22.0%	21.0%	21.0%
地产业务	营业收入	-	-	-	2984	1607
	营业成本	-	-	-	1611	868
	毛利率	-	-	-	46.0%	46.0%
金融业务	投资收益	55	(15)	63	78	91

数据来源: 公司公告, 东北证券

4.3. 投资建议

公司电力业务经营灵活, 盈利能力较强; 上半年煤炭价格的下跌将有利于公司进一步降低成本; 脱销电价的获得提高了机组的上网电价; 我们认为公司未来电力业务将维持较高毛利水平, 盈利能力将进一步提升。

热力业务作为电力业务的很好的补充, 毛利率稳定; 未来长距离供热为供热业务增长打开空间; 预计公司未来热力业务盈利将稳步增长。

地产业务是公司业绩重要的增长点。由于拿地成本较低, 如果销售和收入结算符合预期, 地产业务将显著增厚公司未来几年的业绩。

基于上述假设和分析, 我们预计 2012-2014 年公司每股收益为 1.04 元、2.23 元、1.66 元, 目前股价对应 2012-2014 年市盈率为 10.89 倍、5.08 倍、6.79 倍。公司业务涉及电力、地产、金融, 参考目前各行业市盈率水平, 给予公司 15 倍市盈率, 6 个月目标价 15.6 元。给予谨慎推荐评级。

5. 风险提示

- 1) 下半年广东省用电量大幅低于预期
- 2) 公司房地产销售结算慢于预期
- 3) 下半年煤炭价格大幅反弹

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	530	1093	1291	1523
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	334	392	1602	2003
存货	1043	1950	1050	400
其他流动资产	2	50	50	50
流动资产合计	1922	3519	4049	4017
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	841	927	1025	1135
固定资产	3516	3556	3586	3616
无形资产	69	67	64	62
商誉	11	11	11	11
非流动资产合计	4572	4503	4423	4357
资产总计	6494	8022	8471	8374
短期借款	1240	1402	1116	924
应付款项	218	195	300	254
预收款项	110	1011	411	50
一年内到期的非流动负债	1090	800	900	800
流动负债合计	2862	3599	3059	2300
长期借款	1363	1363	1263	1163
其他长期负债	47	48	46	44
长期负债合计	1410	1811	1709	1607
负债合计	4273	5410	4767	3906
归属于母公司股东权益合计	1979	2359	3147	3742
少数股东权益	242	253	558	726
负债和股东权益总计	6494	8022	8471	8374

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3335	3220	6323	4978
营业成本	2807	2474	4229	3560
营业税金及附加	25	26	324	187
资产减值损失	0	0	1	1
销售费用	4	16	32	25
管理费用	129	133	264	202
财务费用	185	179	173	148
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-15	63	78	91
营业利润	170	455	1379	945
营业外收支净额	4	16	19	10
利润总额	174	471	1397	955
所得税	69	105	330	217
净利润	105	367	1067	738
归属于母公司净利润	71	356	762	570
少数股东损益	35	11	305	168

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	105	367	1067	738
资产减值准备	0	0	1	1
折旧及摊销	205	195	201	206
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	191	184	182	160
投资损失	15	-63	-78	-91
运营资本变动	214	-166	-687	-204
其他	5	-44	0	0
经营活动净现金流量	739	483	676	805
投资活动净现金流量	-147	-29	-34	-45
融资活动净现金流量	-459	109	-444	-529
企业自由现金流	601	535	645	765

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.21	1.04	2.23	1.66
每股净资产 (元)	5.78	6.89	9.19	10.92
每股经营性现金流量 (元)	2.16	1.41	1.97	2.35
成长性指标				
营业收入增长率	10.60%	-3.44%	96.37%	-21.27%
净利润增长率	-47.83%	403.69%	114.40%	-25.23%
盈利能力指标				
毛利率	15.84%	23.17%	33.12%	28.49%
净利率	2.12%	11.04%	12.06%	11.45%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	39.13	44.42	0.00	0.00
存货周转率 (次)	121.03	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标				
资产负债率	65.80%	67.43%	56.27%	46.65%
流动比率	0.67	0.98	1.32	1.75
速动比率	0.30	0.43	0.96	1.55
费用率指标				
销售费用率	0.12%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	3.86%	4.12%	4.17%	4.06%
财务费用率	5.56%	5.56%	2.73%	2.98%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	11.26%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	54.83	10.89	5.08	6.79
P/B (倍)	1.96	1.64	1.23	1.03
P/S (倍)	1.16	1.20	0.61	0.78
净资产收益率	3.57%	15.07%	24.22%	15.23%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760