

1811.HK 中广核美亚

未评级

首批资产注入落地，未来业绩增长可期

2015年08月21日

市场数据

报告日期	2015.8.21
收盘价(港元)	1.86
总股本(亿股)	42.91
总市值(亿港元)	79.81
净资产(亿美元)	7.5
总资产(亿美元)	24.02
每股净资产(美元)	0.17

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万美元)	772	954	1,060	1,385
同比增长(%)	-	23.56%	11.11%	30.61%
股东净利润(百万美元)	3	20	56	202
同比增长(%)	-	623.32%	176.88%	262.24%
ROE	0.43%	2.94%	7.17%	28.52%
净利润率(%)	0.36%	2.11%	5.26%	14.60%
每股收益(美元/股)	0.00	0.01	0.02	0.06

投资要点

相关报告

IPO 申购指南-20140919
调研纪要-20141107
业绩点评-20150320

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

- **2015 年中期业绩平稳增长。**中广核美亚(1811.HK)8月19日公告2015年中期经营业绩。其中合并报表营业收入为5.94亿美元,同比增长5.5%;运营利润0.83亿美元,同比增长40.1%;股东应占利润0.52亿美元,同比增长68.4%;每股基本盈利1.22美分,董事会不建议派发中期股息。公司经营利润和净利润增幅大于营收增速主要是煤炭燃料成本下降、IPO致财务费用下降、联营煤电厂盈利增加所致。
- **发电装机容量未变, 栗村二期项目致发电量同比正增长。**截至2015年6月底,公司控股装机容量3,660兆瓦,同比未变。今年上半年净发电量达到4,748.1吉瓦时,同比增长25.6%,主要是持股100%韩国栗村二期燃气项目于去年3月开始投产,今年则为全投产。2015年上半年公司出售的蒸汽总量为116.3万吨,较去年同期小幅上升2.4%。
- **多个发电板块利用小时出现下降。**公司主要业务位于中国及韩国电力市场。截止2015年6月30日,中国及韩国分别约占44.2%及55.8%。今年上半年,公司位于中国区的燃气发电利用小时下降39.6%,主要是和协电力于2014年5月起停运;中国区燃煤及热电板块利用小时下降因工业需求疲弱。韩国燃气发电板块因栗村二期去年3月投产而致利用小时同比上升43.2%,一定程度上弥补了其他发电板块发电量的下降。
- **中广核非核清洁能源全球唯一整合平台,首批资产项目注入落地。**美亚定位为中广核发展及经营非核清洁及可再生能源发电项目的全球唯一平台,计划未来四年内分批次选择性地中广核收购总装机容量3.0吉瓦至5.0吉瓦且具稳定回报的清洁及可再生能源项目。首批资产注入计划于2015年8月10日股东会获得批准,总计注入容量约1,400兆瓦资产,包括13家风电公司(16个项目),控股装机容量1,221兆瓦,权益装机1201.2兆瓦;6家太阳能公司(10项目),控股及权益装机容量180.9兆瓦。收购对价为39.655亿元,对应隐含收购PB为1.35倍。
- **我们的观点:**中广核美亚作为中广核集团开发及运营非核清洁及可再生能源发电项目的全球唯一平台,母集团中广核的清洁能源资产分批注入,有望推动美亚业绩快速增长,建议投资者密切关注公司中广核集团资产注入情况。

● **风险提示:** 母公司资产注入延期; 上网电价下降超预期。

图表 1 中广核美亚 2015 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千美元)		同比变动	点评
	2015年中期	2014年中期		
营业额	593,587	562,560	5.5%	栗村二期电力项目收入增加, 栗村一期及大山一期收入减少; 经营及管理服务收入增加。
经营开支	(507,418)	(493,906)	2.7%	
煤炭石油天然气	(396,963)	(386,448)	2.7%	天然气消耗量增加, 价格上升, 被中国煤价下跌抵消
折旧	(44,403)	(42,216)	5.2%	栗村二期电力项目有关折旧开支增加。
维修保养	(11,424)	(11,851)	-3.6%	
员工成本	(30,864)	(27,447)		
其他	(23,764)	(25,944)	-8.4%	
经营溢利	86,169	68,654	25.5%	
财务成本	(28,733)	(30,536)	-5.9%	银行借款的加权平均余额及关联公司借款减少。
联营公司业绩	19,185	15,467	24.0%	黄石二期发电量增加, 煤炭价格下降
合营公司业绩	0	0		
上市开支	0	(3,112)	-100.0%	本期无上市开支。
其他项目	6,733	9,021		
除税前溢利	83,354	59,494	40.1%	
所得税	(22,200)	(20,129)	10.3%	
期内溢利	61,154	39,365	55.4%	
应占溢利				
本公司权益股东	52,504	31,181	68.4%	
非控股权益	8,650	8,184		
基本EPS(美分)	1.22	1.01	20.8%	

注: 2014 年 7 月 1 日, 公司重组, 剥离部分业务给中广核集团。此图明确只比较剥离后可比业绩。

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

附: 8 月 20 日业绩发布会 Q&A

1、今年注入的风电资产的经营情况?

上半年收购的风电和太阳能的利用小时数比较正常。其中山东的利用小时数为 1,290 小时, 浙江 900 小时左右。甘肃大概 800 小时, 有两个电站今年 4 月份投运, 因此没有进折算。

2、上半年韩国栗村一期、栗村二期发电量、利润情况?

栗村一期由于 smp (韩国系统边际电价) 下降、今年上半年有 2 个月时间在大修, 所以利润相比去年同期有所下降; 栗村二期上半年实现全面的投产, 以及栗村二期是韩国到目前为止运营效率最高的企业, 因此栗村二期增幅非常大。栗村二期由于 smp 下降以及气价的下降, 所以总的收入有所下降, 但利润跟预算差不多。总体来说, 栗村一期栗村二期在韩国燃气企业中始终处在最好的水平。

3、目前气价下调, 韩国栗村二期每一度电的毛利?

量化的数据公司目前也在算, 很难把燃气下降比例和 smp 下降的比例做计算。总

的来说公司上半年的预算目标完成的非常好。

4、人民币贬值对公司并购资产价值的影响？

公司并购交易合同的币种为人民币，应该不存在此类问题。在此次人民币贬值之前，我们也有所关注。此次人民币贬值，我们也做了详细的测算，认为影响非常小。

5、今年上半年甘肃限电情况严重，公司第一批资产注入在甘肃的限电情况？对下半年预期？

甘肃的限电率大部分在 20%-30%左右，目前我们要求的是我们企业的平均利用小时数一定要在当地平均以上。第二我们甘肃整体注入资产的平均造价相对于其他企业来说是非常低的，因此运维成本也是比较低的。相信公司整个项目的权重 IRR 能保持在 10%以上。我们估计今年下半年建设与上半年基本相当，随着酒泉-株洲特高压输电线路建设，甘肃限电率在 2017 年会有所缓解，效益大幅提升。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。