

## 申购

## 招股数据

报告日期	2014.9.19
招股价(港元)	1.57-1.73
总股本(亿股)	41.3
发行后市值(亿港元)	65-72
每股净资产(港元)	1.11-1.15
PB (IPO后)	1.41-1.50
数据来源: 招股书、兴证香港	

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005  
(852) 3509-5999  
luhj@xyzq.com.hk

## 中广核美亚 (1811.HK)

## 中广核非核清洁能源全球唯一整合平台

## 投资要点:

- **亚洲多元化独立发电运营商。**中广核美亚(港股代码: 1811.HK)是一家电源种类和地理分布多元化的亚洲独立发电商, 公司的发电资产组合包括位于中国及韩国的燃气、燃煤、燃油、水电、热电及燃料电池发电项目以及一个蒸汽项目。通过收购及内生性发展, 公司当前总计有 14 个营运中的发电项目, 控股装机容量为 2,867.8 兆瓦, 权益装机容量为 3,659.5 兆瓦。
- **多元化发电组合, 致力于发展清洁能源发电。**公司多元化发电组合有助分散所面对使用单一发电来源的风险, 中韩两地项目分布有助于分散单一市场风险。公司的清洁及可再生能源发电项目(即燃气、水电及燃料电池项目)占权益装机容量约 51.6%, 而传统能源项目(即燃煤、燃油和热电项目)占权益装机容量约 48.4%。
- **中广核全球唯一非核清洁能源整合平台。**美亚电力定位为中广核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, 故公司计划于未来四年内分批次选择性地向中广核集团收购总装机容量 3.0GW-5.0GW 清洁能源及可再生能源发电项目。
- **建议投资者积极“申购”。**今年公司燃气发电权益装机增加 312.2MW, 燃煤发电权益装机增 333.2MW, 总体权益装机量比 2013 年年底增长 21.4%。预测 IPO 发行后每股未经审核的有形资产净值为 1.11 和 1.15 港元, 因此对应市净率 PB 约为 1.41-1.50 倍。公司作为中广核集团发展及经营非核清洁能源及可再生能源发电项目的全球唯一整合平台, 结合公司当前发电装机增长及经营状况, 我们建议投资者积极“申购”。

公司名称 中广核美亚

股票代码 1811.HK

招股截止时间 2014/9/24 上午 12:00

上市日期 10月3日

发行股数(百万股) 1,033.9

—香港发售数(百万股) 103.4

—国际配售数(百万股) 930.5

发行后总股本(百万股) 4,135.7

发行价范围(港元/每股) 1.57-1.73

发行后市值(百万港元) 6493.0-7154.8

保荐人 摩根士丹利

摩根士丹利、国泰君安国际、  
账簿管理人 J. P. Morgan、中银国际、汇丰、中  
银国际

会计师 德勤华永

### 中广核美亚—多元化的亚洲独立发电商：

中国广核美亚电力控股有限公司（简称：中广核美亚，港股代码：1811.HK）是一家电源种类和地理分布多元化的亚洲独立发电商，公司的资产组合包括位于中国及韩国的燃气、燃煤、燃油、水电、热电及燃料电池发电项目以及一个蒸汽项目。

公司专注于收购清洁及可再生能源发电项目，同时继续推进自身项目新建及扩建发展，以带来稳健回报及创造股东价值。

中广核集团为公司控股股东，美亚电力定位为中广核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，故公司计划于未来四年内分批次选择性地向中广核收购总装机容量 3.0GW-5.0GW 清洁及可再生能源发电项目。

### 公司的主营业务情况：

经营发电、售电是公司的主营业务，清洁能源及可再生能源收入占比为主。至 2014 年 4 月 30 日公司有 14 个发电项目，控股装机容量为 2,867.8 兆瓦及权益装机容量为 3,659.5 兆瓦的营运中发电项目及一个蒸汽项目。其中，清洁及可再生能源项目（即燃气、水电及燃料电池项目）占权益装机容量约 51.6%，而传统能源项目（即燃煤、燃油和热电项目）占权益装机容量约 48.4%。今年前四个月，公司的清洁及可再生能源项目占收入的 71.0%，而传统能源及蒸汽项目占收入的 29.0%。

其次，公司还向中广核集团拥有权益的若干电力项目提供管理服务。公司向 23 个由中广核能源及华美控股拥有权益的营运中发电项目提供管理服务。

另外，公司还为一间投资控股公司湘投国际提供管理服务，该公司持有中广核集团拥有权益的部分电力项目。

图表 1、公司主营业务—多元化发电业务



资料来源：招股说明书、公司网站、兴证香港

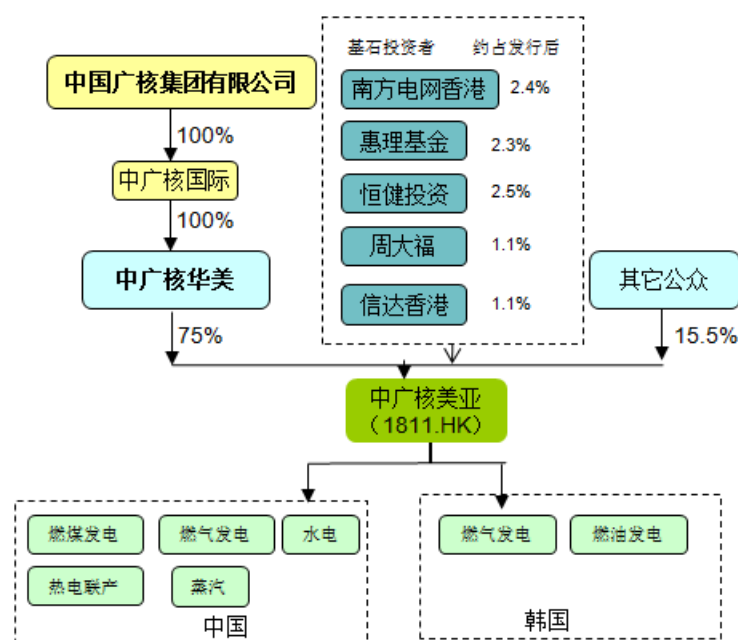
## 公司的股权结构：

2010 年 11 月，中广核透过其间接全资附属公司中广核华美收购本公司的全部股本，并成为公司的控股股东。紧随全球发售完成后，中广核将透过中广核华美拥有本集团经扩大股本（假设超额配售权未获行使）75%。

此次 IPO 发行，共计有 6 家基础投资者将认购的股份总数将为 391,206,000 股股份，占全球发售后的已发行股本总额约 9.5%（不计及将根据超额配售权发售的股份）。基础投资者在公司股票上市后 6 个月的股份禁售期。

假设本次 IPO 发行后超额配股权未获行使，则公司在 IPO 全球发售后的股本如下图所示：

图表 2、公司股权结构



资料来源：招股说明书、公司网站、兴证香港

**控股股东—中广核集团。**中广核于 1994 年 9 月 29 日成立，为大型清洁能源集团，受中国政府国有资产监督管理委员会监管。中广核集团主要从事生产及销售电力、建造、经营及管理核能、清洁及可再生能源电力项目。中广核集团是中国仅有 3 家核电业务牌照的企业之一。

于 2014 年 4 月 30 日，中广核核能运营总装机容量约为 9.41 吉瓦，占中国核电总装量的约一半。另外，中广核营运中风电、水电及太阳能发电控股装机容量分别为 4.92 吉瓦、1.30 吉瓦及 0.52 吉瓦。

## 多元化的发电投资业务

公司当前的发电资产组合包括位于中国及韩国的燃气、燃煤、燃油、水电、热电及燃料电池发电项目以及一个蒸汽项目。公司总计 14 个营运中的发电项目，控股装机容量为 2,867.8 兆瓦，权益装机容量为 3,659.5 兆瓦。

图表 3、公司发电资产组合

	2011年	2012年 (兆瓦)	2013年	2014年4月30日	占总能源 组合百分 (%)
<b>清洁及可再生能源组合</b>					
燃气	824.4	824.4	1458.5	1770.7	48.4%
水电	119.3	119.3	119.3	119.3	3.3%
小计	943.7	943.7	1577.8	1890.0	51.6%
<b>传统能源组合</b>					
燃煤	854.4	854.4	854.4	1187.6	32.5%
燃油	507.0	507.0	507.0	507.0	13.9%
热电	78.0	75.0	75.0	75.0	2.0%
小计	1439.4	1436.4	1436.4	1769.6	48.4%
<b>总权益装机容量</b>	<b>2383.0</b>	<b>2383.0</b>	<b>3014.2</b>	<b>3659.5</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：招股说明书、兴证香港

**自建与收购并行发展。**通过收购及内生性发展，公司在过去 18 年已于中国及韩国建立庞大及多元化的优质电资产组合。于 2014 年 4 月 30 日，公司所收购发电项目及自行开发发电项目分别占总权益装机容量 24.8% 及 75.2%。

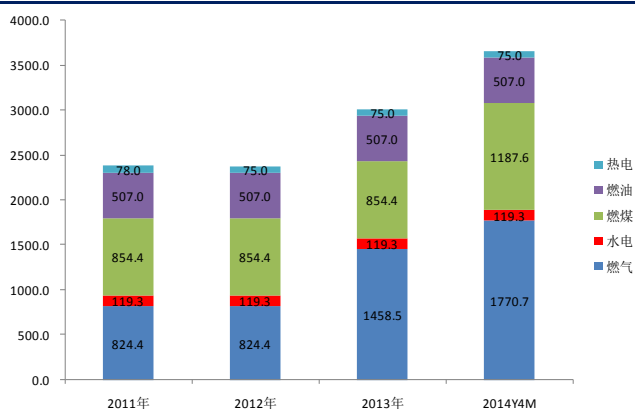
图表 4、公司发电资产运营数据

	截至12月31日年度			截至4月30日四个月	
<b>营运数据概要</b>	2011年	2012年	2013年	2013年	2014年
权益装机容量	2,383.00	2,380.00	3,014.20	2,380.00	3,659.50
中国	1,288.20	1,285.20	1,285.20	1,285.20	1,618.40
韩国	1,094.80	1,094.80	1,729.00	1,094.80	2,041.10
控股装机容量	1,924.50	1,921.50	2,555.70	1,921.50	2,867.80
中国	829.7	826.7	826.70	826.70	826.70
韩国	1,094.80	1,094.80	1,729.00	1,094.80	2,041.10
平均装机容量（兆瓦）	1,918.90	1,924.50	2,238.60	1,921.50	2,249.10
总发电量（吉瓦时）	5,923	6,535	7,462	2,094	2,127
净发电量（吉瓦时）	5,618	6,225	7,116	1,990	2,020
出售蒸汽（千吨）	2,676	2,687	2,744	1,043	1,020
加权平均等效可用系数（%）	93.50	93.20	93.60	93.20	97.40
按燃料类别划分的利用小时数					
燃气					
中国	1,763	1,130	2,004	766	663
韩国	4,752	5,400	4,258	1,719	1,157
燃煤	5,586	5,588	5,600	1,834	2,046
燃油	331	720	478	124	19
水电	4,157	4,669	4,784	942	1,040
热电	3,645	5,199	6,250	1,958	1,970

资料来源：招股说明书、兴证香港

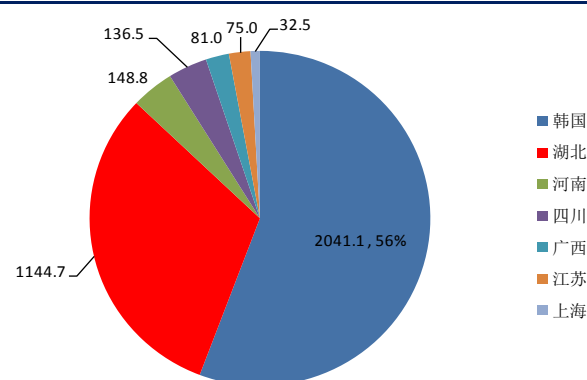
**多元化有助于分散发电行业的单一风险。**公司多元化发电组合有助分散所面对使用单一发电来源的风险。因为公司的业务涉及多类燃料，可减低因个别燃料来源价格上涨或供应的风险。例如，多元化的燃料基础可限制公司水电净发电量每年因天气情况（如降雨量）不同而变动的风险。

图表 5、公司各类发电项目装机比例



资源来源：招股说明书、兴证香港

图表 6、公司发电项目地域占比



资源来源：招股说明书、兴证香港

**力拓清洁能源和可再生能源发电业务。**公司的清洁及可再生能源业务（包括燃气、水电及燃料电池项目）占权益装机容量约 51.6%，可令公司受惠于为减少传统电力项目碳排放而更严格的环保法规（包括有利于环保电力项目调度的优先调度政策），以及减低公司对燃料价格及供应波动的风险。

**中韩两国资产分部有助于分散单一市场风险。**公司当期发电资产在北亚两个主要电力市场即中国及韩国拥有重大业务。截至 2014 年 4 月 30 日，中国及韩国分别约占公司权益装机容量 3,659.5 兆瓦的 44.2%及 55.8%。此外，公司在中国的业务分布四个省份、一个自治区及一个直辖市。在中国及韩国市场的地理多元化资产配置减低了承受单一市场的风险，并为公司提供稳定的盈利及现金流。

图表 7、公司发电资产的地理分部



资源来源：公司网站、兴证香港



## 定位为中广核非核清洁能源全球唯一整合平台

美亚电力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，公司有目的通过行使中广核授予本公司的不竞争契据项下的收购权，于未来四年内分批次选择性地向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。公司拟于 2015 年年底前进行首批收购，并于 2015-2018 年分批收购。

此项长期资产注入策略加上公司现有的资产组合，将令公司最终成为中广核非核清洁及可再生能源发电资产的唯一平台。为支持此策略，中广核已向公司授出权利，以收购所有由中广核控制的非核清洁及可再生能源发电项目的股权。

此外，当前公司透过经营及管理服务框架协议及个别经营及管理服务协议营运中广核多个发电项目包括中广核全部水电项目（包括抽水蓄能），有助公司日后顺利透过收购整合该等项目。项目收购将使公司得以优化营运效率，以及将公司过去及持续取得的成就以及在非核清洁及可再生能源发电的专业知识与中广核广泛及多元化发电资产基础结合，实现协同效益。

图表 8、中广核旗下的可注入清洁能源及可再生能源资产

风电	截至 2014 年 4 月 30 日，中广核集团拥有控股装机容量为 4.92 吉瓦的风电项目。此外，中广核集团拥有控股容量分别为 1.53 吉瓦及 2.21 吉瓦的在建或扩充及规划中的风电项目。
水电	截至 2014 年 4 月 30 日，中广核集团拥有控股装机容量为 1.30 吉瓦的水电项目。此外，中广核集团拥有控股容量分别为 0.21 吉瓦及 0.40 吉瓦的在建或扩充及规划中的水电项目。
太阳能	截至 2014 年 4 月 30 日，中广核集团拥有控股装机容量为 0.52 吉瓦的太阳能发电项目。此外，中广核集团拥有控股容量分别为 0.08 吉瓦及 0.14 吉瓦的在建或扩充及规划中太阳能项目。

资料来源：招股说明书、兴证香港

公司具备丰富的项目收购经验，有助于未来项目收购。公司资产收购政策规定，海外项目的目标股权内部回报率为 12.0%，中国项目则为 10.0%。公司在进行收购及开发电力项目方面有良好往绩，选定收购目标前公司会进行严格的尽职审查程序。公司拥有在电力行业丰富经验的董事会成员及高级管理层的专业知识，将有助于项目收购成功。公司自注册成立以来已完成多次收购，其中多个项目加强了收购实体的营运及财务表现。

## 营业收入平稳增长，经营效率持续提升

公司营业收入包括销售电、销售蒸汽、附属公司收取的接驳费、韩国项目及汉能电力项目的容量费以及栗村一期电力项目的启动费。

过往财报数据显示公司营收和经营利润稳健增长。公司的绝大部分营业收入售电业务。2011-2013 年，公司营业收入分别为 7.6 亿、9.3 亿和 10.4 亿美元；经营利润分别为 7,830 万、8,020 万、11,520 万美元；股东净利润分别为 1,130 万、2,900 万、5,530 万美元。下图为所示期间公司的利润简表：

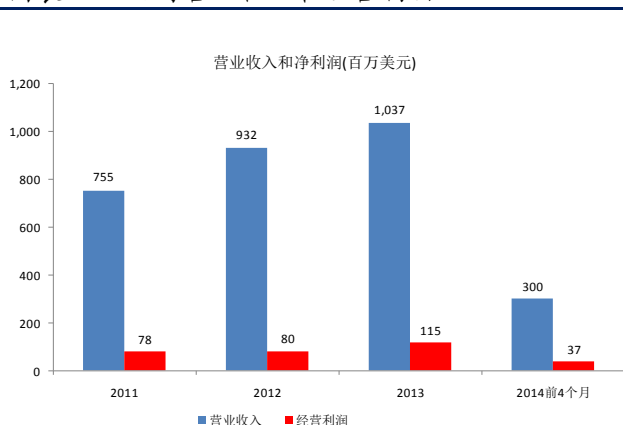
图表 9、综合收益表

单位：百万美元	FY2011	FY2012	FY2013	2013Y4M	2014Y4M
主营业务收入					
收益	754.7	932.4	1,037.3	299.5	311.2
经营开支					
煤、油及气	(523.0)	(682.4)	(736.7)	(208.4)	(205.8)
物业、厂房及设备折旧	(54.3)	(58.9)	(68.6)	(19.9)	(26.9)
保养与维修	(24.9)	(23.2)	(22.1)	(6.5)	(7.1)
员工成本	(33.9)	(39.1)	(43.4)	(13.8)	(16.9)
其他	(40.3)	(48.6)	(51.3)	(14.2)	(15.8)
经营利润	78.3	80.2	115.2	36.7	38.7
其它收入	8.5	13.6	12.1	3.0	3.6
其它损益	(5.0)	0.2	3.0	0.6	1.7
财务费用	(43.5)	(40.4)	(51.1)	(11.1)	(19.6)
应占联营公司业绩	(5.0)	11.3	37.4	9.9	9.3
上市费用			(6.9)		(1.2)
除税前溢利	33.3	64.9	109.7	39.1	32.5
所得税开支	(13.9)	(26.5)	(40.1)	(10.5)	(11.0)
主营业务年/期内纯利	19.4	38.4	69.6	28.6	21.5
归属母公司净利润	11.3	29.0	55.3	24.2	15.8
少数股东权益	8.1	9.4	14.3	4.4	5.7

资料来源：招股说明书、兴证香港

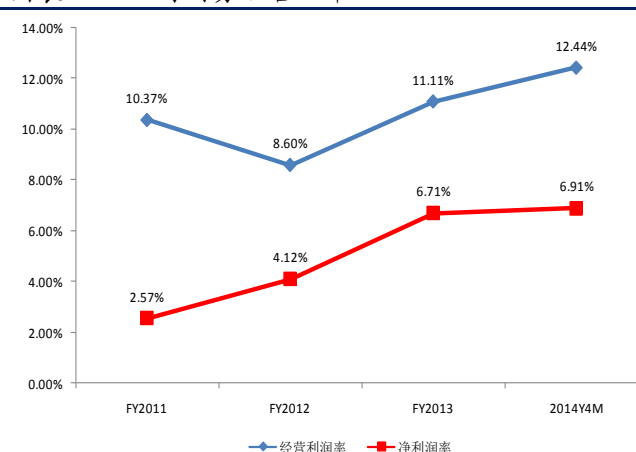
伴随着公司装机规模和营收增加，公司的经营利润率和净利润率稳步提升。

图表 10、公司营业收入和经营利润



资料来源：招股说明书、兴证香港

图表 11、公司财务经营比率



资料来源：招股说明书、兴证香港

公司归属股东的未经审核经调整每股有形资产净值 1.11 港元(按每股发售价 1.57 港元计算)或 1.15 港元(按每股发售价 1.73 港元计算)。

## 募投项目资金应用：

假设发售价为每股发售股份 1.65 港元（即按发售价范围的中位数），在超额配股权未获行使的假设下，全球发售收取所得款项净额约 15.32 亿港元（扣除全球发售中应付的包销及其它费用）。其中具体使用分配如下：

图表 12、募投资金项目应用

金额(亿港元)	百分比	用途
10.72	70%	用作选择性收购中广核的清洁及可再生能源电力项目。根据市场状况、取得监管批文及上市规则规定之独立股东批准后，预计 2015 年底前在任何情况下使用该等所得款项
4.60	30%	用作收购营运中的电力项目及开发收购独立第三方新建项目。根据市场状况、取得监管批文及上市规则规定之股东批准后，预计于短期内并无论如何于 2015 年底前使用该等所得款项。

资源来源：招股说明书、兴证香港

计划收购新疆风电项目。公司已与卖方订立协议，拟收购新疆一风电项目，此项目占地合共 36 平方公里，分六期开发，每期不超过 50 瓦，计划总装机容量 300 兆瓦。项目位于高度 70 米平均风速每秒 9.1 米的地区。估计总年度平均满负荷运行小时为 3,538 小时。此收购目前仍在协商之中，公司预期新疆项目如能成功，一期所需总投资额约为人民币 4.30 亿元。

## 估值与申购建议：

截至 2014 年 4 月 30 日止，公司营收 311.2 百万美元，同比增长 3.91%，股东净利润 1,580 万美元。今年公司燃气发电权益装机增加 312.2MW，燃煤发电权益装机增 333.2MW，总体权益装机量比 2013 年年底增长 21.4%。

按 2013 年经营利润和假设新股发行后全面摊薄计算，2013 年股东净利润为 5,530 万美元，折合 4.286 亿港元，EPS(按全部发行后 41.36 亿股算)10.36 港仙，若别按每股 1.57 和 1.73 港元发行价，2013 年经营业绩对应 PE 为 15.2-16.7 倍。

招股说明书并未明确提供公司 2014 全年度的净利润预测，而预测发行后每股未经审核的有形资产净值为 1.11 和 1.15 港元，因此对应市净率 PB 约为 1.41-1.50 倍。另外，公司预期向股东分派不少于 15%的可分派溢利。

美亚电力作为中广核集团运营非核清洁及可再生能源发电项目的全球唯一平台，未来四年内分批次选择性地对中广核收购总装机容量 3.0-5.0GW 且具稳定回报的清洁及可再生能源项目。结合公司当前发电装机容量增长及经营状况，考虑未来中广核清洁能源项目注入上市公司的前景，我们建议投资者积极“**申购**”。



## 风险提示

### 市场风险

宏观经济下行，用电需求不及预期。  
国家鼓励清洁能源发电政策发生变动。

### 经营风险

发电所需燃料如油、天然气、煤炭等价格大幅波动。  
项目投产不及预期。  
所发电力上网受限。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。