

未评级

中广核美亚 (1811. HK)

业绩符合预期，期待 2015 年资产注入

## 市场数据

报告日期	2015.03.20
收盘价(港元)	2.21
总股本(亿股)	42.91
总市值(亿港元)	94.83
净资产(亿美元)	7.09
总资产(亿美元)	24.87
每股净资产(美元)	0.17

数据来源: Wind

## 相关报告

IPO 申购指南\_20140919  
调研纪要\_20141107

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

## 主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万美元)	1,060	1,387	1,565	1,670
增长率(%)	18.22%	30.78%	12.88%	6.68%
股东净利润(百万美元)	56	202	107	116
增长率(%)	176.88%	262.24%	-47.27%	8.63%
ROE	7.39%	10.90%	11.43%	12.75%
净利润率	5.26%	22.19%	6.81%	6.94%
每股收益(美元/股)	0.02	0.06	0.02	0.03

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **2014 年业绩符合市场预期。**中广核美亚(1811. HK)3月18日公告2014年经营业绩。其中合并报表营业收入为 13.80 亿美元(包含因重组带来的剥离业务部分上半年的业绩,下同),同比增长 30.8%;运营利润 1.50 亿美元,同比增长 28.1%;股东应占利润增加 262.3%至 2.02 亿美元(含剥离收益 1.17 亿美元);每股基本盈利 5.97 美分(含剥离收益 3.46 美分),董事会不建议派发末期股息。公司 2014 年业绩基本符合市场的预期。
- **权益装机容量提升,售电量增长。**2014 年公司的在运权益装机量从 3,014 兆瓦提升至 3,660 兆瓦,主要是持股 100%韩国栗村二期 94.63MW 燃气电厂于 2014 年 4 月份投产,该项目运营 J 系列燃气轮机的装机容量为世界最大,且热效率为世界最高。另外,持股 49%湖北黄石二期煤电项目于 2014 年 4 月份投产。2014 年控股装机售电量同比增加 33.2%至 9,479 吉瓦时,供热量 268 万吨,小幅下降 2.3%。
- **多元化、跨地区的发电业务。**公司当前在中国有 3 个燃气发电项目,权益装机容量 236.6 兆瓦,其中 98.2 兆瓦的和协项目因位于天府新区中心,被规划为商业用地,当前正在资产处置出售当中。公司有 3 个煤电项目,权益装机 1,187.6 兆瓦。公司有 3 个水电项目,权益装机容量 119.3 兆瓦。公司还在江苏有 2 个热电联产项目和上海一个供热项目,权益装机 75 兆瓦。公司在韩国拥有 3 个燃气电站项目和 1 个燃油发电项目,权益装机容量 2,987.1 兆瓦。
- **中广核非核清洁能源全球唯一整合平台,资产注入可期。**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 1-1.5 吉瓦,并在 2015-2018 年分批进行收购。公司还将通过发展、扩充及向第三方收购清洁能源项目,提升装机容量,其中新疆项目计划总装机容量 300 兆瓦,第一期 49.5 兆瓦,大山二期燃气发电项目计划总装机容量 946 兆瓦。
- **我们的观点:**中广核美亚作为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,其未来由母集团中广核的清洁能源资产注入成为最大的亮点。建议投资者密切关注公司中广核集团资产注入的进展情况。

- **风险提示：**资产注入进展慢于预期。

图表 1 中广核美亚 2014 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(千美元)			
	2014年	2013年	同比变动	点评
营业额	1,379,552	1,054,523	30.8%	栗村二期电力项目投产，大山一期收入减少
经营开支	(1,229,651)	(937,536)	31.2%	
煤炭石油天然气	(996,629)	(742,926)	34.1%	天然气价格上升，同时大山一期耗油减少
折旧	(94,752)	(71,282)	32.9%	
维修保养	(23,525)	(22,521)	4.5%	
员工成本	(60,394)	(45,857)		
其他	(54,351)	(54,950)	-1.1%	
经营溢利	149,901	116,987	28.1%	
财务成本	(63,274)	(51,704)	22.4%	栗村二期项目投运，停止资本化
联营公司业绩	42,572	28,936	47.1%	黄石二期发电量增加，煤炭价格下降
合营公司业绩	21,016	55,946	-62.4%	
上市开支	(4,087)	(6,866)	-40.5%	
其他项目	111,152	(26,730)		
除税前溢利	257,280	116,569	120.7%	
所得税	(39,568)	(47,242)	-16.2%	栗村二期有关节能设备税项抵免
期内溢利	217,712	69,327	214.0%	
应占溢利				
本公司权益股东	202,203	55,817	262.3%	
非控股权益	15,509	13,510		
基本EPS(美分)	5.97	1.80	231.7%	

资源来源：公司资料，兴证香港

## 业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

### 1、资产注入具体的时间表？

资产注入按计划推进，目前做了财务模型，请了中介做合法合规的事项处理，下边就是落实，还有审批程序进一步推进。时间上尽量往前推进。注入资产量、种类和分布，希望在 1-1.5GW，主要是风电、太阳能、水电，量最大的估计还是风电。

### 2、韩国栗村二期发电情况？今年利用小时和去年比栗村二期会有什么变化？

韩国栗村二期项目去年 4 月 29 日投产，韩国 2013-2015 年经历从缺电到正常，再到可能电力富余的转变过程。2013 年韩国极度缺电，备用容量低到 5%，属于比较危险的比例。去年备用容量回升，最低 11.5%，年底升到了 15-16%。

发电量取决于经济和天气。去年韩国比较寒冷，所以发电水平还不错，虽然备用容量上升，栗村二期投产是 4,622 小时，负荷因子 60-70%，利用水平还不错。今年韩国备用容量达到 15%以上，加上经济所谓新常态，也会成发电小时数增长受到限制。主要原因是其核电站在不断恢复发电运营，也有新的机组投入运营。

栗村二期项目的运行小时数，今年看和我们预期差不多，大山燃油的利用小时数下来了，说明气电调度越来越往前。也意味每年总用电量在下降，这对公司收入会有影响的，全年看现在还不好确定。希望今年全年能按照预算完成。

### 3、公司怎么理解煤炭市场以及煤电上网电价下降情况？

我们的定位是清洁能源，煤电是收购美亚时候的在里面的资产，所以上市也在里面，但不是主要的发展目标。

煤电上网电价呈下降趋势，今年我们判断煤炭产能的释放还在进行中，还是看不到煤价有反弹的迹象，我们还按此做预算。今年4月份可能有一个煤电价格的调整，这个在我们的预算中也有考虑。另外，我们希望采购方面挖潜优化，进一步降低煤炭成本，以来应对煤电价格的下调。

### 4、集团现在风电和水电的利润情况？

去年集团的风电、水电效益还是不错的，按已披露的信息，风电的利润总和是13亿元，水电及其他的没有披露。

### 5、集团风电效益较好的原因？

公司做产业注重核心能力的打造，把做核电的高标准要求移植到其他产业。风电方面项目核心能力包括：开发、建设、运行维护，其他的融资等其他的方面。理念上，可再生能源项目出生决定一生。包括很多技术方面的，如风资源的测算、宏观选址买回卫星数据我们自己算，评估。工程建设方面超期的很少，我们工期、造价等都有控制流程。运行维护狠抓信息化，项目融资、CDM开发也都有自己的特色。

### 6、股权激励时间表？

股权激励按计划推进中。因今年涉及清洁能源板块整合，首先这些管理层人员进入美亚，否则注入资产谁管理，现在已经进来了。股权激励方案已做好了，下边走一些流程，顺利推进中。

### 7、栗村一期的利用小时？韩国的电厂营业收入情况？

去年栗村一期的利用小时数是4,280小时。韩国电费收入跟中国不同，我们是上网电价乘以售电量就是收入，减去成本就是利润。栗村一期有长期购电协议安排的，其收入来自三方面，一个是CP(容量电费)，一个叫EP，与燃料挂钩，燃料涨它就涨，燃料跌，他就跌。还有一个SP(启动收费)，有热启动，冷启动等区别，启动一次收费一次。栗村一期的CP非常高，装机容量虽只有二期的一半，但它的CP和二期几乎相等，EP则覆盖了燃料的变动具有转嫁能力。因此，栗村项目有一个很稳定的收入和经营效益。

### 8、收购集团资产的定价机制？

收购定价考虑一按照国资委要求评估。第二希望和投资者达成共赢，增厚EPS。

## 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

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%

增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间

减持: 涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

**【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。