

未评级

中广核电力 (1816.HK)

业绩符合预期，在建项目稳步推进

市场数据

报告日期	2015.03.20
收盘价(港元)	3.19
H 股流通股	111.64
总股本(亿股)	454.48
流通市值(亿港元)	356.12
总市值(亿港元)	1,449.81
净资产(亿元)	507.89
总资产(亿元)	1,569.26
每股净资产(元)	1.12

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	20,490	21,704	29,105	36,571
增长率(%)	19.72%	5.92%	34.10%	25.65%
净利润(百万元)	5,713	6,175	7,500	8,588
增长率(%)	36.19%	8.09%	21.46%	14.51%
毛利率	48.52%	48.28%	48.79%	49.90%
净利率	11.25%	14.55%	12.42%	112.42%
每股收益(元/股)	0.17	0.14	0.16	0.19

数据来源: Bloomberg、公司资料、兴证香港

相关报告

投资要点

- **2014 年业绩复合预期预期。**中广核电力(1816.HK)3月18日公告2014年经营业绩。其中营业收入为人民币(下同)207.9亿元,同比增长19.7%;税前利润78.0亿元,同比增长28.5%;股东应占利润增加36.2%至57.1亿元;每股基本盈利0.17元分,同比增长13.3%,每10股派0.025元末期股息。2014年公司并表售电收入增长主要是持有78.2%权益的阳江1号机组投产,联营和合营公司业绩增长主要是红沿河2号机组和宁德2号机组投产,公司2014年经营业绩基本符合之前市场一致预期。
- **核电市场份额稳固,在建核电装机按计划稳步推进。**截至2014年底,全国共有22台在运核电机组,总装机容量20,297吉瓦,中广核核电运营11台,总装机容量11,624兆瓦,市场份额57%。同时,全国共有26台在建核电机组,公司管理9台,另外有2台拟收购台山项目和受托管的防城港2台,总装机容量15,506兆瓦,市场份额54%,预计2015年公司将拥有4台新核电机组陆续投入商业运营。
- **核电机组运营良好,上网电量再创新高。**公司当前运营11台机组中,6台成熟机组运营指标中57%达到世界前10%水平,其中这6台成熟核电机组平均利用小时数为7,793小时。另外5台投运的新机组,53%的WANO指标进入世界前25%水平,其中平均利用小时数为6,939小时。管理的11台机组进行了7次换料大修,其中4次为十年换料大修,该4次中有2次是跨年度大修,2014年内换料大修日历天数为373天。2014年全年公司总上网电量达到734亿千瓦时,权益上网量达535亿千瓦时,均创历史新高。
- **提升安全技术水平,保持业务持续增长。**2014年公司完成大亚湾2号机组增容改造,装机容量从984兆瓦增加到999兆瓦。公司应用十八个月的换料技术,延长机组换料循环时间,提升机组能力因子。公司在大亚湾核电基地配置移动柴油发电机组,以备在丧失基地内全部交流电源时,可应急提供临时动力,提升整体的安全水平。大亚湾核电站还建成非能动应急高位冷却水源系统,提升核电站的安全性和可靠性。
- **我们的观点:**中广核电力作为中国最大的纯核电运营的上市公司,公司的业务性质具有较高的专业性和技术壁垒,随着中国的核电审批重启,中国的核电装机仍将有大幅提升的空间。公司2014年的PE静态估值约15倍,2015年有4台新机组投产,建议投资者积极关注。

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

- **风险提示：**核电运营安全；新审批的核电规模不及预期等。

图表 1 中广核电力 2014 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			
	2014年	2013年	同比变动	
营业额	20,793,287	17,365,016	19.7%	收入增长主要是阳江1号机组于2014年3月份投产
附加税	(304,153)	(255,384)	19.1%	
销售成本	(10,399,297)	(8,961,147)	16.0%	
毛利	10,089,837	8,148,485	23.8%	
其他收入	1,799,375	1,505,838	19.5%	
公允价值变动	(370,671)	157,276	-335.7%	
销售及分销开支	(4,049)	(4,107)	-1.4%	
其他开支	(223,246)	(175,278)	27.4%	
行政开支	(1,464,593)	(1,027,154)	42.6%	
其他收益及亏损	715,807	(24,064)		外汇收益净额大幅增加，出售一家附属公司
经营溢利	10,542,460	8,580,996	22.9%	
财务成本	(3,204,153)	(2,803,588)	14.3%	阳江1号投产，财务费用增加
分占联营公司业绩	232,871	148,808	56.5%	红沿河2号机组于2014年5月投产
分占合营公司业绩	228,430	143,516	59.2%	宁德2号机组于2014年5月投产
除税前溢利	7,799,608	6,069,732	28.5%	
所得税	(924,828)	(998,335)	-7.4%	岭东核电机组享受企业所得税优惠
期内溢利	6,874,780	5,071,397	35.6%	
应占溢利				
本公司权益股东	5,712,568	4,194,547	36.2%	
非控股权益	1,162,212	876,850		
基本EPS(元)	0.17	0.15	13.3%	

资料来源：公司资料，兴证香港

业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

1、宁德和红沿河(联营和合营)核电的利用小时看上去低，但利润率却高原因？

宁德和红沿河，两者的1号机组都是在2013年投产，2014年赶上大修，所以利用小时比较少。

核电站运营折旧的大头是折旧、燃料和财务费用。折旧和燃料是跟电量走的，不发电则不计提折旧。电量发的少，折旧和燃料费用就少。但财务费用是一直计提的。这两个基地的财务不并表，是反应在投资收益项目中收益。

核电站刚投产开始3-5年，利润是有的，但还本付息较高，过了还本付息高峰后，利润率会明显上升。现在有利润，但不那么高，只是比我们预期好一点而已。

2、台山核电站上网电价什么时候确定？

台山电站的电价在招股书说过，将由国家单独制订。由于2013年制订标杆电价时候，对第三代电站的上网电价没有确切的数字。我们跟踪其电价制订的进展，现在国家也在研究阶段，包括美国三代机的电价都在研究中，电价应该在投产初期确定下来，我们也希望早点确定下来，当前没有更新的信息。目前跟发改委的交流看，还是能定一个能保证核电站合理收益的价格。

3、2015 年能否给出利用小时的指引？红沿河电站的利用小时很低，新投产机组会不会利用小时数在 2015 年比 2014 年更低？

大亚湾成熟机组运营比较稳定，广东电力市场比较好，策略上我们保证机组可靠性，利用小时数稳定在同等水平。

目前新投产的机组，平均小时数比较低，主要是大修。2015 年要首次大修的就是去年新投产的，一次大修我们按计划 80-90 天，大家可以自己算，利用小时比较低，新机组设备可靠性要关注。我们专业化的能力、设备管理的统筹促使大修尽可能按工期完成。

同时利用小时，还得看当地电网调度情况。我们现在进入了以前不了解的市场。我们保证自己能力因子达到好的水平的同时，另外还要和外界电力市场进行沟通。根据不同市场的情况，比如红沿河冬季供暖，我们则尽可能把发电计划按电力市场的峰谷进行调整，今年把红沿河的 2 号机的一些夏天的维修工作提前。

总之提高负荷因子和利用小时数是我们经营管理的核心问题。

4、台山核电机组的具体进展？

台山 1 号机组建设目前处于安装尾声，调试逐渐上量的高峰阶段。目前所有设备、设计都已完成，设备到现场总量达到 95%，安装完成达到 85%，很快到 90%。3 月底 4 月开始系统联合调试，包括主控、仪表已可以显示现场的一些参数，进入系统联合调试，之后就可以做冷试。

2 号机组和 1 号机组间隔 10 个月，2 号机组进展和 1 号机组同期比更顺利一些。

5、核电电价 0.43 政策按火电基准，如果火电价格下调了，核电电价会否变化？

2013 年发改委制订的核电标杆电价时候，说的是与当地的煤电对比，就低不就高，但并没说变化。红沿河 1 号机投产时候，他当地的电价 0.4142/度，如果辽宁省煤电标杆电价下调，我们 2 号机组是没有下调的，要看 1 号机组投产时点的当地价格，电价没有和煤电的联动，所以不影响 2, 3, 4 号的电价。

煤电上网电价去年有一次调价，这只会影响后续新投产的第一个项目，主要是防城港项目，广西电价还是比较高的，0.44-0.45/度，估计投产时候 0.43 元还是有保证的。

6、电力行业改革对公司的可能影响？

电力改革和试点是我们关注的重点，我们也在积极研究和应对。可能是挑战也可能是机遇，我们将积极参与相关工作中。

7、公司的资本支出对财务的稳健有什么目标？

上市后，公司的负债率降低，更稳健可控。在资本支出方面，2014 年比 2013, 2012 年的支出都下降，因为合并报表只有阳江在建设。今年台山项目的合并，资本支出就大了，所以后续资本开支肯定比 14 年大。短期支付负担降低情况下，比以前更稳健，后续还会在上市后利用上市平台，在国际市场上融资以降低成本。另外连续降息也有助于我们的财务成本的降低。

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。