

01811.HK 中广核新能源

港股通(深)

未评级

韩国项目持续下滑，风电光伏有所改善

2017年08月18日

市场数据

日期	2017.08.18
收盘价(港元)	1.07
总股本(百万股)	4,291
总市值(百万港元)	4,591
净资产(百万美元)	863
总资产(百万美元)	3,496
每股净资产(美元)	0.178

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2015A	2016	2016H1	1H2017
营业收入(百万美元)	1,157	1,074	566	525
同比增长	-16.5	-6.7	-4.7	-7.3
净利润(百万美元)	104	79	49	34
同比增长	-48.6	-24.0	-6.3	-0.3
ROE	14.3	10.9	13.5	4.6
ROA	3.9	2.2	3.9	1.0
净利润率	9.0	8.5	8.7	6.5
每股收益(美分)	2.42	1.85	1.15	0.79

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

IPO 申购指南-20140919

调研纪要-20141107

业绩点评-20150320

业绩点评-20150821

业绩点评-20160317

业绩点评-20160818

业绩点评-20170318

海外公用事业研究

高级分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

投资要点

- **收入和利润齐下滑。**公司 2017 年上半年共实现营业收入 525 百万美元,同比下降 7.3%; 归属股东净利润 34 百万美元, 同比下降 30.7%; EPS 为 0.79 美分, 同比下降 31.3%。公司不派中期股息。公司业绩下降主要是韩国电力供应过剩使得栗村二期项目发电量减少、普光项目因大修而发电量下降以及威刚项目自 2016 年 6 月停运所致, 而同时由于中国煤价上升使得经营开支扩大, 导致经营利润和净利润下滑较大。
- **韩国项目盈利持续下滑。**由于韩国电力市场从 2012 年以来持续供过于求(综合利用小时数从 2012 年 6,324 下降至 2015 年 5,545)、且韩国自 2014 年以来更多转向使用煤电和核电, 导致燃气电厂利用小时数持续下降, 公司的韩国燃气电厂利用小时数持续下降, 2017 年上半年为 1,894 小时, 同比下降 24.3%, 总体上韩国燃气电厂收入同比下降 12%至 305 百万美元, 归属股东利润从 15 百万美元下降至期内 12 百万美元。
- **中国风电光伏业务持续增长。**公司第一次资产注入的风电光伏项目运营表现在期内有所回升, 风电利用小时数同比提升 76 小时到 833 小时; 光伏利用小时数同比提升 43 小时至 745 小时, 其中东部地区提升 113 小时至 541 小时, 提升幅度较大。整体而言, 公司的风电光伏业务上半年贡献归母净利润约 24 百万美元, 同比提升 35%。
- **我们的观点:** 中广核新能源(1811.HK)是中广核集团旗下唯一可再生能源运营上市平台, 未来集团计划将可再生能源资产逐步分批注入上市公司, 是公司的主要看点; 现有资产中韩国燃气电厂和中国燃煤电厂等受累于燃料价格高企以及利用小时数下降而业绩下降, 而风电光伏资产收益有所提升。我们预计公司 2017 年 EPS 约为 1.7 美分左右, 对应目前股价 P/E 为 8 倍左右, 目前价格 PB 为 0.77 倍, 建议投资者一般关注。
- **风险提示:** 韩国电力过剩加剧, 资产注入进度低于预期。



报告正文

2017 年中期业绩点评

- **收入和利润齐下滑。**公司 2017 年上半年共实现营业收入 525 百万美元，同比下降 7.3% (1H2016: 566 百万美元); 归属股东净利润 34 百万美元，同比下降 30.7%(1H2016: 49 百万美元); EPS 为 0.79 美分, 同比下降 31.3%(1H2016: 1.15 美分)。公司不派中期股息。公司业绩下降主要是韩国电力供应过剩使得栗村二期项目发电量减少、普光项目因大修而发电量下降以及威刚项目自 2016 年 6 月停运所致，而同时由于中国煤价上升使得经营开支扩大，导致经营利润和净利润下滑较大。
- **韩国项目盈利持续下滑。**从上市以来韩国燃气电厂一直是公司主要收入和利润贡献项目，但由于韩国电力市场从 2012 年以来持续供过于求(综合利用小时数从 2012 年 6,324 下降至 2015 年 5,545)，且韩国自 2014 年以来更多转向使用煤电和核电，导致燃气电厂利用小时数持续下降，公司的韩国燃气电厂利用小时数持续下降, 2017 年上半年为 1,894 小时, 同比下降 24.3%(1H2016: 2,503 小时); 虽然韩国燃气加权平均电价上升 11.3%至 108 韩元/千瓦时，但仅可以抵消平均天然气价格上涨 11.1%至 529 韩元/方。总体上韩国燃气电厂收入同比下降 12%至 305 百万美元 (1H2016: 347 百万美元)，归属股东利润从 15 百万美元下降至期内 12 百万美元。
- **中国风电光伏业务持续增长。**公司第一次资产注入的风电光伏项目运营表现在期内有所回升，风电利用小时数同比提升 76 小时到 833 小时，其中山东省同比提升 41 小时至 1148 小时，浙江省同比下降 65 小时至 1107 小时，甘肃省同比提升 106 小时至 713 小时；光伏利用小时数同比提升 43 小时至 745 小时，其中东部地区提升 113 小时至 541 小时，提升幅度较大。整体而言，公司的风电光伏业务上半年贡献归母净利润约 24 百万美元，同比提升 35% (1H2016: 17.7 百万美元)。

图 1、公司上市以来各类型装机容量变化

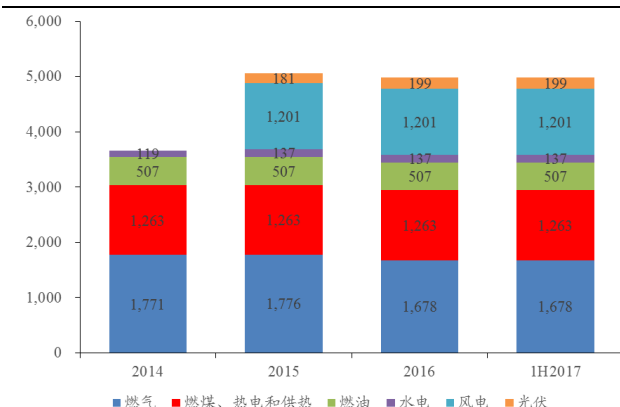
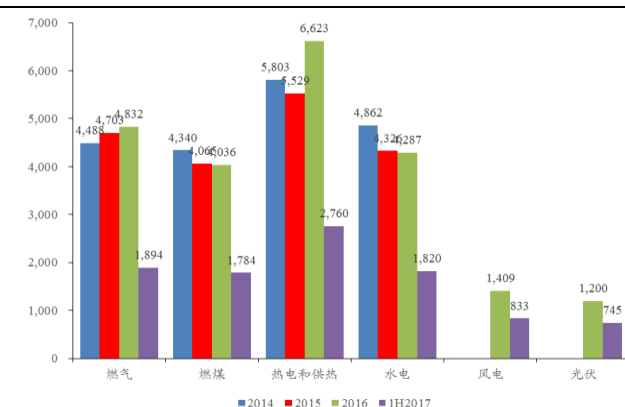


图 2、公司上市以来各类型能源利用小时数变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **装机容量持平，市场期待资产注入。**公司截止 2017 年上半年末装机容量和结构与 2016 年底相同，与 2015 年底基本持平，自公司 2015 年进行第一次资产注入以来，后续资产注入进度低于预期，目前公司净负债比例 60.5%，资产负债率 85%，负债率较高，且目前股价 PB 严重低于 1 倍，所以公司的资产注入计划面临困局，但市场仍期待公司的后续资产注入，源于中广核集团目前的风电光伏装机容量在国内位于前列，超过 15GW，且受惠于目前风电行业弃风限电改善，预计资产收益率情况有所提升。
- **我们的观点：**中广核新能源（1811.HK）是中广核集团旗下唯一可再生能源运营上市平台，未来集团计划将可再生能源资产逐步分批注入上市公司，是公司的主要看点；现有资产中韩国燃气电厂和中国燃煤电厂等受累于燃料价格高企以及利用小时数下降而业绩下降，而风电光伏资产收益有所提升。我们预计公司 2017 年 EPS 约为 1.7 美分左右，对应目前股价 P/E 为 8 倍左右，目前价格 PB 为 0.77 倍，建议投资者一般关注。
- **风险提示：**韩国电力过剩加剧，资产注入进度低于预期。

表 1：中广核新能源（1811.HK）2017 年和 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千美元)	1H2016	1H2017	YoY	点评
营业额		565,716	524,527	-7.3%	栗村二期和普光项目发电量下降
经营开支		(448,758)	(434,605)	-3.2%	
煤炭石油天然气		(297,840)	(283,481)	-4.8%	天然气使用量下降，但煤价上升
折旧		(74,914)	(68,175)	-9.0%	
维修保养		(16,288)	(18,717)	14.9%	机组增加
员工成本		(31,437)	(36,506)	16.1%	
其他		(28,279)	(27,726)	-2.0%	
经营溢利		116,958	89,922	-23.1%	
其他收入		5,552	5,420	-2.4%	
其他收益和亏损		(456)	(1,731)	279.6%	
财务成本		(58,373)	(50,470)	-13.5%	贷款余额减少
合营公司业绩		16,093	5,071	-68.5%	煤价上升使得合营公司业绩下降
除税前溢利		79,774	48,212	-39.6%	
所得税		(21,475)	(12,275)	-42.8%	
期内溢利		58,299	35,937	-38.4%	
应占溢利					
本公司权益股东		49,245	34,107	-30.7%	
非控股权益		9,054	1,830	-79.8%	
基本EPS(美分)		1.15	0.79	-31.3%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

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
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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					

国际机构销售经理					
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	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
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
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启浚 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@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					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【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(香港证监会中央编号: AYE823)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门、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。