



2015年8月21日
公司研报
评级: 买入
目标价: HK\$ 3.55

H 股股价(港元) 3.16
预期股票回报 12.3%
预期股息收益率 1.6%
预期总回报 13.9%

前期报告评级及目标价 买入; HK\$3.55
前次报告日期 2015年3月20日

分析师:
陈宋恩
电话: (852) 2147 8805
电邮: philipchan@abci.com.hk

吴景荃
电话: (852) 2147 8869
电邮: kelvinng@abci.com.hk

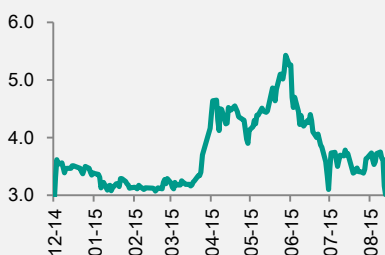
52 周高/低 (港元) 5.43/2.78
发行股数 (百万股) 45,448.7
H 股 (百万股) 11,163.6
内资股(百万股) 34,285.1
H 股总市值 (百万港元) 14,362
主要股东:
中国广核集团有限公司 64.2%
来源: 公司、彭博、农银国际证券

业务组合 (占收入百分比)

	2014 年	2015 上半年
销售收入构成:		
核电	93.0%	93.4%
服务收入	5.8%	5.6%
其他	1.2%	1.1%
总收入	100.0%	100.0%
销售及服务成本构成:		
税附加费	1.5%	1.8%
核燃料	14.9%	
乏燃料	3.7%	
折旧与摊销	12.6%	49.9%
其他	18.8%	
总销售及服务成本	51.5%	51.7%

来源: 公司、农银国际证券

1 年股价表现



来源: 彭博、农银国际证券

中广核电力 (1816 HK)
现时企业价值低于重置成本

- 上半年净利润同比增长 36.1%至 34.78 亿元人民币, 比我们之前预期的水平高 2.7%
- 权益装机容量同比增长 15.2%至 9,089MW, 权益并网发电同比增长 7.7%至 25,560GWh
- 半年稀释每股收益降至人民币 0.077。不派中期息。半年平均总资产回报率和平均股本权益回报率分别为 1.98%和 6.18%
- 六月底净负债/权益比率上升至 154%。考虑到预计全年 EBITDA 超过 13 亿元人民币, 我们认为集团的债务偿还能力相当充裕
- 收购台山核电站 41%股权的交易已完成。下一个并购目标将是防城港核电站 61%的股权, 我们预计该交易将在 2016 年上半年进行

盈利超出预期。12.9 亿元人民币的外汇收益是今年上半年的正面盈利惊喜。在 2014 年六月底, 集团的欧元计价的负债总额为 37 亿元人民币。在 2015 年上半年, 欧元对人民币贬值 8%。撇除外汇收益 (亏损) 的影响, 2015 年上半年, 调整后的营业利润同比下降 6.3%至 50.38 亿元人民币, 调整的税前利润同比上升 2.0%至人民币 37.38 亿元。

发电量。从 2014 年底至本年 6 月底, 总装机容量和权益装机容量分别增长 18.7%和 15.2%至 13,799MW 和 9,089MW。2015 年上半年, 权益并网发电量仅微涨 7.7%至 25,560GWh, 原因是正在维护的反应堆在增加。

健康的财务状况。购买台山核电厂 41%股权的交易已经完成。资产负债表已经调整以反映综合影响。资产净值在 6 月底为 1.17 元人民币/股, 而净负债比率上升至 154%。但利息支出仍在能力范围, 由于未偿还债务有 89%是长期的, 我们认为财务风险并不高。

下一步并购目标 - 防城港核电站 61%的股份。我们预计, 这一核电站将在 2016 年上半年开始进行商业运行。为了避免利益冲突, 中广核将在该核电站完工前向母公司收购股份。拥有超过 130 亿人民币的年 EBITDA, 中广核可以通过外部债务融资并购。我们预计权益装机容量在 FY15E/ FY16E/ FY17E 将分别增长 26%/43%/6.0%。

企业价值 (EV) 意味着估值低于重置成本。现时股价为港币 \$3.16, 意味着企业价值/2016 年预测总安装容量的比例为 1,061 万元人民币/MW, 比第二代核电站的平均投资成本 1,200-1,300 万元人民币/MW 低 11-18%。我们将目标价设定为 HK\$ 3.55, 意味着 2016 年的企业价值/201 年 6 预测总安装容量的比例为 1,120 万元人民币/MW。

风险因素: 电力行业的产能过剩风险; 利用小时数下降; 操作安全; 建设风险; 燃料成本风险; 电价风险; 汇率和利率风险; 因并购发生的筹资活动。

业绩表现及估值

财年截止于12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
并网发电量 (GWh)	45,113	44,156	52,175	56,215	73,759
同比变化 (%)	11.34	(2.12)	18.16	7.74	31.21
收入 (百万人民币)	17,575	17,365	20,793	22,361	28,807
同比变化 (%)	10.67	(1.20)	19.74	7.54	28.82
净利润 (百万人民币)	4,145	4,195	5,713	6,658	7,049
同比变化 (%)	(12.33)	1.20	36.19	16.54	5.87
每股备考全面摊薄盈利 (人民币)	-	0.122	0.126	0.147	0.156
市盈率 P/E (倍)	-	-	20.75	17.81	16.72
每股账面值 (人民币)	-	0.670	1.308*	1.240	1.353
市净率 P/B (倍)	-	-	1.99	2.10	1.93
上市后每股股息 (人民币)	-	-	0.003	0.043	0.050
股息收益率 (%)	-	-	0.10	1.64	1.93
平均净资产收益率 (%)	24.56	21.32	12.71	11.50	12.03
净债务/总权益 (%)	294.83	220.74	120.50*	163.69	171.17

注: 并网发电是指量合并子公司出售电力给电网公司。报告的收入包括增值税。

*: 经审计及重列; 汇率: 1港元=0.8256元人民币; 来源: 公司, 农银国际证券



2015 年度上半年业绩回顾

2015 年度上半年业绩

截至 6 月 30 日止六个月 (人民币百万元)	2014	2015	同比 变动	评论
收入	9,745.3	9,590.2	-1.6%	由于较多的核反应堆定期保养和重新燃料
附加税	(121.3)	(172.7)	42.4%	
销售和服务成本	(4,489.5)	(4,784.6)	6.6%	维护成本增加
毛利	5,134.5	4,632.8	-9.8%	
其他的收入	997.4	1,107.1	11.0%	增值税退税下降, 但银行利息收入增长
从衍生品亏损	(107.5)	(60.8)	-43.5%	
销售及分销开支	(1.6)	(0.8)	-49.7%	
其它费用	(38.0)	(12.2)	-67.8%	
管理费用	(608.5)	(626.4)	2.9%	
其他收益 (损失)	(76.0)	1,288.3	-	欧元对人民币贬值的外汇增益
营业利润	5,300.4	6,328.0	19.4%	不包括外汇收益 (亏损) 的影响, 2015 年上半年营业利润同比下降 6.3%, 至 RMB5,037.8 百万元
联营企业	(39.3)	(90.4)	130.2%	由于红沿河核电站的产出下降
合资企业	(154.8)	274.1	-	由于宁德核电厂产出增加
财务费用	(1,515.2)	(1,483.0)	-2.1%	从降息中受益
税前利润	3,591.2	5,028.7	40.0%	
税项	(531.1)	(740.6)	39.5%	
集团净利润	3,060.1	4,288.1	40.1%	
归属于				
本公司拥有人	2,555.8	3,478.3	36.1%	
非控制性权益	504.3	809.8	60.6%	
中期息 (元/股)	0.0	0.0	-	
摊薄每股收益 (人民币元)	0.085	0.077	-9.9%	新发行股份的稀释效应
在期末发行股数 (百万股)	30,091.0	45,448.8	51.0%	
每股净资产 (人民币/股)		1.170		
总的折旧与摊销 (净资本化后)	(1,370.8)	(1,468.2)	7.1%	
EBITDA 及联营及合资前	6,671.3	7,796.3	16.9%	
主要比率:				
EBITDA 及联营及合资前利润率	68.5%	81.3%		外汇增益提振利润率
EBITDA 及联营及合资前利润率 (不包括外汇收益 (亏损))	69.2%	67.8%		不包括外汇收益 (亏损) 的影响, 利润率小幅下调
毛利润率	52.7%	48.3%		
有效税率	14.8%	14.7%		
净借款/总股本	194.8	154%		2014 年底为 120.5%
EBITDA 及联营及合资前/财务费用	4.40	5.26		利息的支付能力良好
EBITDA 及联营及合资前/(融资成本+短期借款)	-	0.48		年化率 < 1

来源: 中广核电力, 农银国际证券

2015 年上半年集团核电站发电量

并网发电量 (GWh)	总 发电量	占比	涨跌幅 (同比)	归属 发电量	占比	涨跌幅 (同比)
合并子公司:						
大亚湾核电站	6,367	17.5%	-22.86%	4,775	18.7%	-22.86%
岭澳核电站	7,506	20.7%	8.36%	7,506	29.4%	8.36%
岭东核电站	7,008	19.3%	-2.52%	6,532	25.6%	-2.52%
阳江核电站	3,209	8.8%	34.63%	2,510	9.8%	34.63%
小计	24,090	66.3%	-2.68%	21,322	83.4%	-1.66%
联营或合资企业:						
宁德核电站	7,232	19.9%	240.28%	2,335	9.1%	240.28%
红沿河核电站	4,987	13.7%	39.22%	1,902	7.4%	39.22%
小计	12,219	33.7%	114.09%	4,238	16.6%	106.44%
总计	36,309	100.0%	19.20%	25,560	100.0%	7.69%

来源: 中广核电力, 农银国际证券

15 年上半年收入同比下降 1.6% 至 95.90 亿元人民币, 实际收入比我们的预测高 1.28%。收入下降是由于越来越多的反应堆在上半年正在检修, 导致了合并子公司总发电量同比下降 2.68%。



营业利润同比增 19.4%至 63.28 亿元人民币,由于今年上半年汇兑收益增加了 12.9 亿元人民币(14 年上半年外汇亏损:7,370 万元人民币)。2015 年上半年,撇除外汇收益/(损失)的影响,调整后的营业利润为同比下降 6.3%,至 50.38 亿元人民币。现有的外币负债大部分是进口设备而产生的欧元计价的贸易债务。于 2015 年上半年,欧元对人民币贬值 8.2%,但六月底至 8 月 20 日期间反弹了 2.7%,现时欧元对人民币贬值 5.7%。离岸外汇市场暗示人民币可能会在 2015 年下半年对外国主要货币例如美元和欧元继续贬值,因此我们预计,2015 财年录得的集团总外汇收益将低于今年上半年的水平。

归属于母公司股东的净利润在上半年同比增长 36%,达到 34.78 亿元人民币,比我们的预测水平高 2.7%。每股稀释盈利为 0.077 元人民币,较我们预期高出 3.2%。不派中期息。上半年平均总资产回报率 and 平均股本权益回报率分别为 1.98%和 6.18%。

财务状况:2014 年的资产负债表进行了重列,以反映上半年完成收购台山核电站 41%的股权后的影响。在 2015 年 6 月底,账面净值为 1.17 元人民币/股。净负债/权益比率由 2014 年底的 120.5%升至 2015 年 6 月底的 154%,主要是由于台山核电站股权收购花费了 97 亿元人民币。短期借款占借款总额的 11.8%,而来自关联方的借款占借款总额的 11.0%。利息的支付能力充裕,但本集团短期贷款可能需进行再融资。

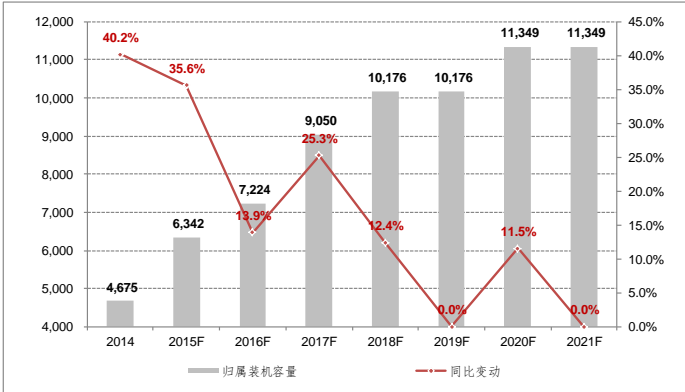
合并财务状况

(人民币百万元)	经审计及重列		(人民币百万元)	经审计及重列	
	31/12/2014	30/6/2015		31/12/2014	30/6/2015
非流动资产:			流动负债:		
物业, 厂房, 设备	155,923	161,212	贸易和其他应付款	6,655	5,905
无形资产	1,135	1,258	应付关连方款项	5,194	842
投资性房地产	697	665	控股公司的贷款	3,745	4,700
联营企业投资	7,062	7,109	附属公司的贷款	658	1,198
合营企业投资	4,831	5,105	应付最终控股公司	3,530	1,730
可供出售投资	110	110	银行贷款	7,338	6,202
递延所得税	125	135	金融机构的贷款	0	954
衍生金融工具	18	18	衍生金融工具	135	143
增值税采	5,286	5,176	拨备	770	361
预付租赁	2,331	2,427	应付所得税	442	233
物业、厂房及设备按金	767	1,079	流动负债合计	28,469	22,267
其他	12	12	非流动负债:		
非流动资产合计	178,298	184,307	银行贷款	91,573	93,884
流动资产:			应付票据	10,100	10,590
库存	9,346	10,512	金融机构的贷款	953	0
预付租赁	63	64	附属公司的贷款	4,471	4,225
贸易及应收票据	2,346	2,998	应付最终控股公司	2,000	1,993
预付款项及其他	882	1,369	衍生金融工具	260	255
应收关连方款项	687	781	拨备	1,526	1,692
贷款与同系附属公司	180	0	递延税项	1,695	1,959
衍生金融工具	35	40	递延收入	766	777
受到限制的银行存款	8	8	流动负债合计	113,345	115,376
现金	26,963	8,825	总负债	141,814	137,642
三个月以上的其他存款	2,081	2,728	净资产:		
流动资产合计	42,591	27,324	股本	45,449	45,449
总资产	220,888	211,631	储备	14,001	7,745
			归属于所有者权益	59,450	53,194
			非控制性权益	19,625	20,795
			权益总额	79,075	73,989
			发行股数(百万股)	45,449	45,449
			账面净值(人民币元/股)	1.308	1.170

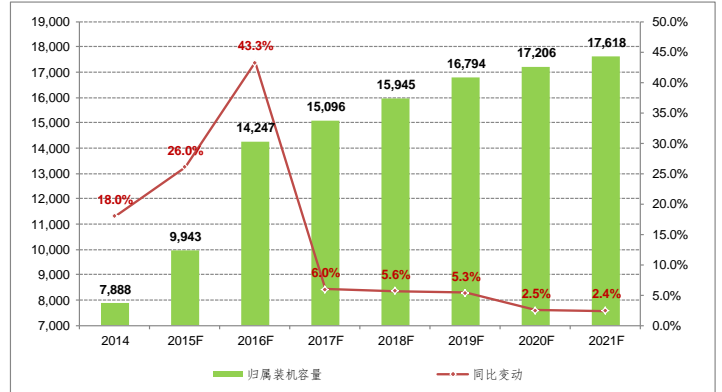
来源: 中广核电力

2014年至2021年装机容量增速展望

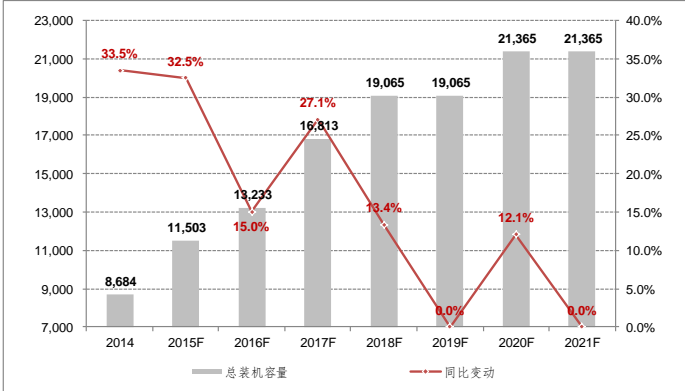
我们预测，中广核的总装机和权益装机容量在2015年的分别增长38.0%和26.0%，在2016年的分别增长48.9%和43.3%。由于滞后效应，产能增长是中广核在2015-17年期间的主要盈利增长动力。2016年后，装机容量增速将放缓至低个位数水平，主要受到高基数效应以及较少的新反应堆开始投入商业化运作的影响。盈利增长速度将来在2018-21年放缓。

中国核电电力股份有限公司 (CNNP), 601985.CH
归属 CNNP 期末核电装机容量 (MW)


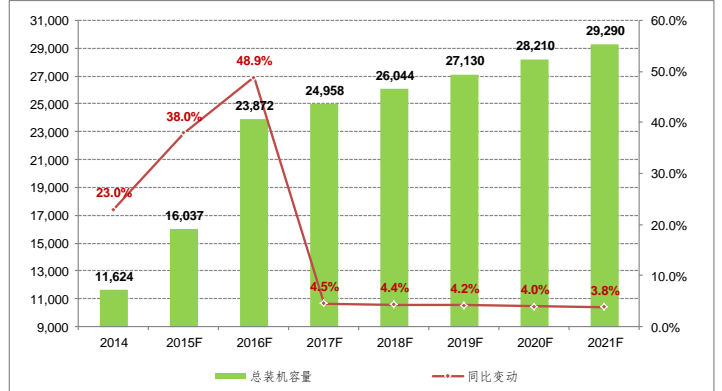
备注：根据建设核反应堆厂预计竣工时间；F：预测
 来源：中核电力，农银国际证券

中国广核电力股份有限公司 (CGNP), 1816.HK
归属 CGNP 期末核电装机容量 (MW)


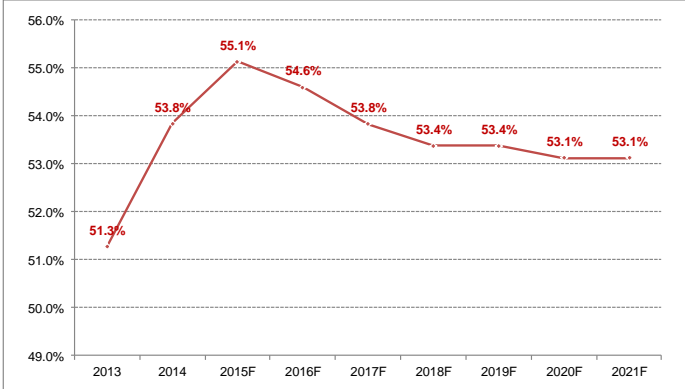
备注：根据建设核反应堆厂预计竣工时间；F：预测
 来源：中广核电力，农银国际证券

CNNP 期末总核电装机容量 (MW)


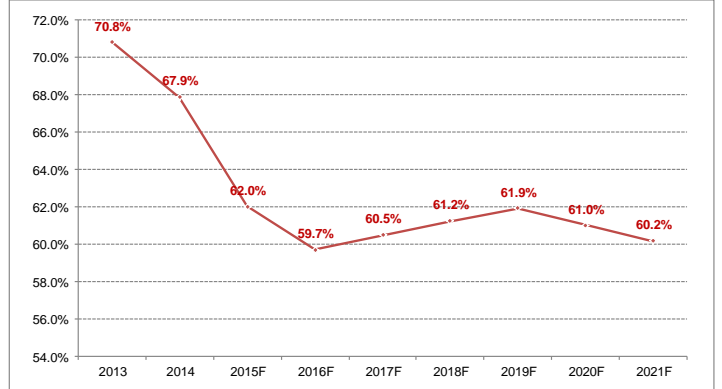
来源：中核电力，农银国际证券

CGNP 期末总核电装机容量 (MW)


来源：中广核电力，农银国际证券

CNNP 归属 装机容量/总装机容量


来源：中核电力，农银国际证券

CGNP 归属 装机容量/总装机容量


来源：中广核电力，农银国际证券

企业价值比较

中国核能电力股份有限公司 (CNNP), 601985 CH

	股价		(RMB百万)
	(百万股)	(RMB)	
上市A股	3,891.00	10.17	39,571
锁定股票	11,674.43		118,729
股票总市值	15,565.43		158,300
净负债 (上市后)			147,658
少数股东权益			24,102
企业价值			343,251
在2015年年底总装机容量 (MW)			11,503
在2016年年底总装机容量 (MW)			13,233
在2017年年底总装机容量 (MW)			16,813
在2021年年底总装机容量 (MW)			21,365
企业价值/2015年年底总装机容量 (RMB百万/MW)			29.84
企业价值/2016年年底总装机容量 (RMB百万/MW)			25.94
企业价值/2017年年底总装机容量 (RMB百万/MW)			20.42
企业价值/2021年年底总装机容量 (RMB百万/MW)			16.07
市净率P/B (倍)			4.46
账面净值 (RMB/股)			2.28

来源: 中核电力, 农银国际证券

中国广核电力股份有限公司 (CGNP), 1816 HK

	股价		汇率	(RMB百万)
	(百万股)	(RMB)	(RMB/HK\$)	
上市H股	11,163.63	3.16	0.8256	29,126
未上市股份	34,285.13			89,450
股票总市值	45,448.75			118,575
净负债 (30/6/2015)				113,915
少数股东权益				20,795
企业价值				253,285
在2015年年底总装机容量 (MW)				16,037
在2016年年底总装机容量 (MW)				23,872
在2017年年底总装机容量 (MW)				24,958
在2021年年底总装机容量 (MW)				29,290
企业价值/2015年年底总装机容量 (RMB百万/MW)				15.79
企业价值/2016年年底总装机容量 (RMB百万/MW)				10.61
企业价值/2017年年底总装机容量 (RMB百万/MW)				10.15
企业价值/2021年年底总装机容量 (RMB百万/MW)				8.65
市净率P/B (倍)				2.23
账面净值 (30/6/2015) (RMB/股)				1.17

来源: 中广核电力, 农银国际证券

根据收盘价 HK\$ 3.16, 中广核的企业价值(EV)为 2,530 亿元人民币。EV/2015 年年底总装机容量比例及 EV/2016 年年底总装机容量比例分别为 1,579 万元人民币/MW 和 1061 万元人民币/MW。由于第二代核电站总成本约为 1,200-1,300 万元人民币/MW, 目前 EV/2015E 总装机容量的比例比单位重置成本较高。因此, 我们认为目前的股价对短线投资者而言稍贵。

然而, 目前的股价显示中广核的 EV/ 2016E 年年底总装机容量比例为 1,061 万元人民币/MW, 11-18% 低于重置成本。对于超过 12 个月的投资期限的投资者而言, 目前中广核股价蕴涵很好的投资价值。

对于 12 个月的投资期限来说, 我们预期股票的公允价值范围为 HK\$ 3.41-HK\$ 4.05, 表示 EV/ 2016E 年年底总装机容量在 1100 万元人民币-1200 万元人民币/MW。以慎重起见, 我们将目标定为 HK\$ 3.55, 表示 EV/2016E 年年底总装机容量在 1,122 万元人民币/MW。



财务报表

合并利润表 (2011 年实际 - 2016 年预测)

截至12月31日 (人民币百万元)	2011	2012	2013A	2014	2015预测	2016预测
收入总额	15,881	17,575	17,365	20,793	22,361	28,807
电力销售	14,972	16,514	16,268	19,327	21,186	27,611
服务收入	755	796	843	1,214	896	902
销售其他货品	154	265	254	252	280	294
减: 附加税	221	250	255	304	342	432
减: 销售及服务成本	7,987	9,155	8,961	10,399	11,065	14,573
毛利	7,674	8,170	8,148	10,090	10,954	13,802
减: 销售及行政开支	812	921	1,031	1,469	2,362	3,379
加: 增值税退税	1,009	1,263	1,299	1,600	1,793	2,592
加: 净其他收入(开支)	255	310	3	162	500	-
营业利润	8,125	8,823	8,419	10,384	10,884	13,015
加: 应占联营公司及合营公司业绩	153	(9)	293	461	1,054	1,755
减: 净财务费用	1,946	2,946	2,642	3,045	2,922	5,113
税前利润	6,332	5,868	6,070	7,800	9,016	9,657
减: 所得税	936	890	998	925	1,081	1,159
集团净利润	5,396	4,977	5,071	6,875	7,935	8,498
归属于:						
非控股权益	669	833	877	1,162	1,277	1,448
本公司拥有人	4,727	4,145	4,195	5,713	6,658	7,049
备考全面摊薄每股收益(人民币) ¹			0.122	0.126	0.147	0.155
上市后每股的股利(人民币) ²				0.0025	0.045	0.051

注1: 2014年每股收益为备考的基础。2014至16年的每股收益用上市后454.49亿已发行股份计算。

注2: 在2014年每股分红不包括派发给上市前股东的特别股息

来源: 公司, 农银国际证券估算

合并资产负债表 (2011 年实际 - 2016 年预测)

于12月31日 (人民币百万元)	2011	2012	2013	2014A	2015预测	2016预测
				重列		
流动资产	26,287	27,096	21,761	42,591	31,412	30,807
现金及等价	12,347	7,734	9,400	29,052	17,654	9,577
贸易及应收账款票据	1,659	1,837	1,629	2,346	1,940	3,813
库存	7,531	7,514	8,384	9,346	10,065	15,488
其他流动资产	4,749	10,011	2,347	1,847	1,753	1,929
非流动资产	87,421	95,167	105,914	178,298	216,359	234,441
物业, 厂房及设备	70,068	79,185	87,042	155,923	195,468	212,682
无形资产	1,059	1,697	1,772	1,135	1,784	1,790
长期投资	329	2,289	2,658	3,101	3,411	3,752
对联营企业和合营企业的利益	13,980	9,197	11,093	11,893	11,778	11,952
其他非流动资产	1,983	2,800	3,350	6,246	3,917	4,264
总资产	113,708	122,263	127,675	220,888	247,771	265,248
流动负债	40,546	39,887	26,462	28,469	47,868	53,124
贸易和票据应付账款	1,761	3,678	2,161	6,655	2,490	4,697
建设应付款	5,225	6,695	7,246	3,303	8,264	9,000
短期借款	11,125	23,589	13,098	15,271	29,280	30,808
其他流动负债	22,434	5,925	3,958	3,240	7,835	8,619
非流动负债	49,619	58,226	69,521	113,345	121,247	127,769
长期借款	41,712	49,802	60,721	109,098	117,121	123,230
其他非流动负债	7,907	8,424	8,800	4,247	4,126	4,538
总负债	90,165	98,114	95,983	141,814	169,115	180,892
权益:						
非控股权益	6,091	7,845	8,640	19,625	21,763	22,281
本公司拥有人应占权益	17,452	16,304	23,052	79,075	56,892	62,076
每股账面价值(人民币)			0.670	1.308	1.240	1.353

2014 年经审计及重列

来源: 公司, 农银国际证券估算



合并现金流量表（2011年实际 - 2016年预测）

截至12月31日（人民币百万元）	2011	2012	2013A	2014	2015预测	2016预测
税前利润	6,332	5,868	6,070	7,800	8,516	9,657
改变折旧及摊销	2,633	2,704	2,488	3,364	3,580	4,472
营运资金的变动	39	(2,540)	(1,169)	(1,567)	(1,595)	(5,089)
财政收入	(168)	(172)	(161)	(159)	(465)	(272)
财务费用	2,114	3,118	2,804	3,204	3,387	5,385
其他	(732)	(318)	(539)	65	(1,457)	13
经营性净现金流	10,218	8,660	9,493	12,706	11,967	14,166
所收取的利息	168	172	162	159	465	272
支付物业，厂房及设备款	(12,436)	(7,805)	(9,932)	(11,877)	(14,621)	(20,000)
提高合资企业的股权	-	-	-	-	(12,924)	-
减少（增加）存款及其他	450	(7,346)	5,288	-	-	-
投资净现金流	(11,818)	(14,979)	(4,482)	(11,718)	(27,080)	(19,728)
注资	10,629	4,078	2,708	21,600	-	-
净债务融资	11,707	20,555	427	1,721	16,519	7,636
分红派息	(2,769)	(9,843)	(1,655)	(6,060)	(2,052)	(2,326)
已付利息	(3,030)	(4,329)	(5,179)	(4,866)	(10,098)	(11,235)
其他	(10,845)	(9,160)	(238)	6,688	(613)	3,180
融资净现金流	5,692	1,301	(3,937)	19,084	3,756	(2,745)
现金净变动	4,092	(5,018)	1,074	20,072	(11,357)	(8,306)
在年初的现金（不包括受限制存款）	6,195	10,453	5,434	6,640	26,712	15,356
汇率变动的的影响	166	(1)	132	-	-	-
在年底的现金	10,453	5,434	6,640	26,712	15,356	7,049

来源：公司，农银国际证券估算



附录：中广核电力的股东背景

中广核电力的实益拥有人

	发行股数 (百万股)	占总 发行股数	占总 H 股发行股数
内资股股东：			
中国广核集团有限公司	29,176.641	64.20%	
广东恒健投资控股有限公司(广东省政府代表)	3,428.513	7.54%	
中国核工业集团公司	1,679.971	3.70%	
总非上市股数	34,285.125	75.44%	
H 股股东：			
18 个基石投资者 [^]	3,713.105	8.17%	33.26%
全国社保基金	1,014.875	2.23%	9.09%
其他公众股东	6,435.645	14.16%	57.65%
总上市 H 股数	11,163.625	24.56%	100.00%
总发行股数	45,448.750	100.00%	

注[^]：在 2015 年 6 月 8 日锁定期满
来源：中广核电力

附录：中广核电力核电站的股东背景

中广核电力核电站的实益拥有人

核电站	在商业运营 反应堆数	在建设中 反应堆数	实益拥有人(股权)
大亚湾核电站	2	0	中广核电力 (75%) 中电控股 (25%)
岭澳核电站	2	0	中广核电力 (100%)
岭东核电站	2	0	中广核电力 (93.2%) CGN Fund Phase 1 非控股股东(6.8%)
阳江核电站	2	4	中广核电力(78.2%) 粤电集团(17.0%) CGN Fund Phase 1 非控股股东(4.8%)
宁德核电站	3	1	中广核电力 (32.29%) 大唐国际发电(44%) 福建能源集团(10%) CGN Fund Phase 1 非控股股东(13.72%)
红沿河核电站	2	2 + 2 (a)	中广核电力 (38.15%) 中国电力投资核电(45%) 大连建设投资(10%) CGN Fund Phase 1 非控股股东(6.85%)
台山核电站	0	2	中广核电力 (10%) 中广核集团(41%) EDF 国际(30%) 粤电集团(19%)
总数	13	11 (a)	

注 a：2015 年 3 月，中广核已获得国家发改委批准建额外 2 个反应堆
来源：中广核电力

权益披露

分析员，陈宋恩及吴景荃，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其任何附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183