

买入 (首次)

北京京能清洁能源电力股份有限公司 (0579. HK)

目标价: 4.50 港元

现价 : 3.63 港元

雾霾治理提供历史发展机遇

预期升幅: 24.0%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2013.12.23

收盘价(港元)	3.63
总股本(百万股)	6,477
流通股本(百万股)	1,965
总市值(亿港元)	235.13
流通市值(亿港元)	71.33
净资产(百万元)	9,222
总资产(百万元)	31,109
每股净资产(元)	1.51

数据来源: 彭博资讯

相关报告

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,152	6,482	9,474	11,881
同比增长	6.31%	56.12%	46.16%	25.41%
净利润(百万元)	910	1,230	1,923	2,293
同比增长	13.28%	35.13%	56.40%	19.23%
经营利润率	37.31%	32.50%	32.94%	31.98%
净利润率	21.92%	18.97%	20.30%	19.30%
净资产收益率	10.72%	10.60%	10.62%	11.19%
每股收益(元)	0.15	0.20	0.30	0.35
市盈率	19.36	14.53	9.70	8.14
股息率	1.30%	1.38%	2.06%	2.46%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- 首次覆盖给予买入评级, 目标价 4.50 港元, 较现价有 24.0% 的上升空间。京能清洁能源是北京最大的燃气热电发电商及领先的风电运营商, 具有多元化的清洁能源业务结构。我们预测 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.24、0.37、0.45 港元, 我们给予京能清洁能源未来 12 个月内 4.50 港元的目标价。目标价约相当于 2013-2015 年 PE 为 18.8、12.0、10.1 倍, 目标价较现价 3.63 港元约有 24.0% 的上升空间, 故我们首次给予其“买入”投资评级。
- 雾霾天气治理引致清洁能源需求。近年来, 日益严重的雾霾天气唤起了民众对空气污染进行系统性治理的强烈诉求, 以治理 PM2.5 污染为目标的环保革命已刻不容缓。我们认为大力发展清洁能源并推进能源结构转型是应对国家长期发展需求和环境保护而需要的长远解决方案。
- 燃气发电装机容量爆发式增长。按照公司的扩产规划, 2014 公司燃气发电装机容量将由 2012 年的 2,028MW 提升到 4,430MW 装机容量。同时, 公司亦有多个分布式燃气电站储备项目, 因此未来 2-3 年, 京能清洁能源的燃气发电装机容量将呈爆发式增长, “走出去” 远期战略提供了可持续增长空间。
- 多元化发展的清洁能源战略。公司坚持“做大气电、做强风电、做多水电、做优光电”的清洁能源发展战略, 多元化的发展策略有助于公司抵御单一行业波动带来的风险, 并有望开拓未来潜在利润增长点。
- 催化剂: 国家出台治理雾霾和有利于清洁能源发展的行业政策。
- 风险提示: 天然气涨价无法获得相应财政补贴。

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

目 录

1、公司基本概况.....	- 4 -
1.1 中国领先的清洁能源供应商.....	- 4 -
1.2 京能清洁能源的发展历程.....	- 5 -
1.3 公司的股权结构及控股股东.....	- 5 -
1.4 过往业务发展概况.....	- 6 -
2、环保治理引致清洁能源需求.....	- 8 -
2.1 我国大气污染严重，雾霾天气频发.....	- 8 -
2.2 大气治理引致清洁能源发展的刚性需求.....	- 9 -
2.3 京畿重地，清洁能源先行.....	- 11 -
3、北京地区最大的燃气热电供应商.....	- 13 -
3.1 京能燃气热电面临高速发展良机.....	- 13 -
3.2 燃气发电机组装机容量爆发式增长.....	- 14 -
3.3 北京市天然气气源供应充足.....	- 14 -
3.4 政策补贴保证燃气发电项目收益率.....	- 15 -
4、多元化清洁能源发展战略.....	- 16 -
4.1 多元化发展的清洁能源生产商.....	- 16 -
4.2 风电业务快速发展.....	- 17 -
4.3 水电项目收购带来外延式快速增长.....	- 18 -
4.4 光伏发电受惠于新产业政策.....	- 19 -
5、创新发展提升企业核心竞争力.....	- 20 -
5.1 技术创新提升企业竞争力.....	- 20 -
5.2 优化生产经营管理，提升经营效益.....	- 21 -
5.3 联营公司业绩大幅提升.....	- 21 -
6、多元化融资渠道改善财务结构.....	- 22 -
7、盈利预测与估值.....	- 23 -
7.1 销售收入预测.....	- 23 -
7.2 经营费用及利润预测.....	- 24 -
7.3 目标价.....	- 25 -
7.4 同类公司估值比较.....	- 25 -
8、风险因素.....	- 25 -

图表目录

图表 1 公司清洁能源发电板块	- 4 -
图表 2 京能清洁能源的发展历程	- 5 -
图表 3 京能清洁能源发展过程中的里程碑事件	- 5 -
图表 4 公司主要股权结构	- 5 -
图表 5 主营收入和经营利润	- 6 -
图表 6 总体经营利润率和净利润率	- 6 -
图表 7 各分部业务的收入构成	- 6 -
图表 8 燃气发电和风电的经营利润率和净利润率	- 6 -
图表 9 燃气发电业务的天然气成本费用	- 7 -
图表 10 燃气发电业务的折旧摊销费用	- 7 -
图表 11 燃气发电业务的财务费用	- 7 -
图表 12 风力发电业务的折旧摊销费用	- 7 -
图表 13 风力发电业务的财务费用	- 7 -
图表 14 公司总员工开支及占比	- 7 -
图表 15 北京的雾霾天气	- 8 -
图表 16 我国多数地区遭受长时间雾霾天气	- 8 -
图表 17 大气质量检测和整治政策推进	- 9 -
图表 18 我国与全球一次能源结构图	- 10 -
图表 19 北京和上海的 PM2.5 来源	- 10 -
图表 20 清洁能源前景发展广阔	- 10 -
图表 21 燃气发电和燃煤发电排放物对比	- 10 -
图表 22 北京市 2015 年能源消费结构表	- 11 -
图表 23 北京市 2015 年市内发电结构	- 12 -
图表 24 2011 年北京市五环内的燃煤结构图	- 12 -
图表 25 北京市“十二五”时期供热布局图	- 12 -
图表 26 京能—北京最大的燃气发电供应商	- 13 -
图表 27 京能的燃气装机容量及规划	- 14 -
图表 28 “十二五”时期天然气设施分布图	- 15 -
图表 29 “十二五”时期天然气储气设施分布图	- 15 -
图表 30 公司的燃气采购价格及电价补贴	- 16 -
图表 31 京能的燃气发电上网电价	- 16 -
图表 32 多元化的清洁能源业务	- 17 -
图表 33 公司的装机容量	- 17 -
图表 34 风电售电量逐年提升	- 17 -
图表 35 京能的风电装机容量	- 17 -
图表 36 公司风电项目装机规划	- 18 -
图表 37 风电平均发电小时数	- 18 -
图表 38 2012 年的水电收购项目	- 19 -
图表 39 2013 年的水电项目规划	- 19 -
图表 40 京能的光伏发电项目规划	- 19 -
图表 41 近期我国发布的部分重要光伏政策文件	- 19 -
图表 42 公司具有全国首家风电集中监控系统	- 20 -
图表 43 京能清洁能源联营公司架构图	- 21 -
图表 44 财务结构稳健	- 22 -
图表 45 多元化的融资渠道	- 22 -
图表 46 收入预测明细表	- 23 -
图表 47 利润预测表	- 24 -
图表 48 同类公司估值比较	- 25 -

1、公司基本概况

1.1 中国领先的清洁能源供应商

北京京能清洁能源电力股份有限公司（简称“京能清洁能源”或“京能”，代码：0579.HK，2011年12月22日在港交所上市）是北京最大的燃气电力供货商及中国领先的风电运营商，公司从事燃气热电、风电、中小型水电及其它清洁能源项目等多元化清洁能源业务。

根据北京电力行业协会之统计，按2008-2012年的控股装机容量计算，京能是北京最大的燃气发电商；按中国水电报告，截至2011年9月末，京能控股的风电装机容量占全国风电装机容量的3.12%，是中国第七大风电运营商。

图表1 公司清洁能源发电板块



资料来源：公司资料，兴证香港

京能清洁能源主要从事电力生产，按销售收入来源分可分为燃气发电及供热、风力发电、水电及其他分部。

燃气发电及供热：京能是北京地区最大的燃气发电及供热运营商。公司当前管理和运营着3个燃气电厂，分别是太阳宫燃气电厂，京丰燃气电厂和京桥燃气电厂。截至2013年6月底，运营中的燃气发电及供热控股装机容量为2,028兆瓦。

风力发电：京能还是中国领先的风力发电运营商。公司的风电场主要位于中国风力资源较为丰富的内蒙、宁夏及北京等地区，同时公司还是北京地区唯一的风电运营商。截至2013年6月底，京能的风电控股装机容量为1,600.25兆瓦。

水力发电及其他：京能的中小型水电项目主要分布在中国西南地区，光伏发电主要分布在西北及华北地区。截至2013年6月底，公司的水电发电控股装机容量为368.89兆瓦；光伏发电控股装机容量为50兆瓦。

1.2 京能清洁能源的发展历程

图表 2 京能清洁能源的发展历程

1993	公司前身-北京能源投资成立
2003	公司进军风电行业
2006	北京京能科技根据公司法由其前身北京能源投资转为有限责任公司 在北京完成首个天然气发电项目
2007	于内蒙古完成首个风电场建设
2010	京能集团向公司注入与清洁能源有关的资产及业务，进行上市资产业务重组， 引入战略投资者；在重组完成后，公司成为外商投资股份有限公司
2011	公司成功在港交所上市，简称“京能清洁能源”，代码“0579.HK”

资料来源：公司资料，兴证香港

1.3 公司的股权结构及控股股东

2012 年 1 月 17 日，京能清洁能源在港交所上市并行使超额配股权后，公司总股本约 61.50 亿股，其中非流通国有股约 45.12 亿股，流通 H 股约 16.38 亿股。

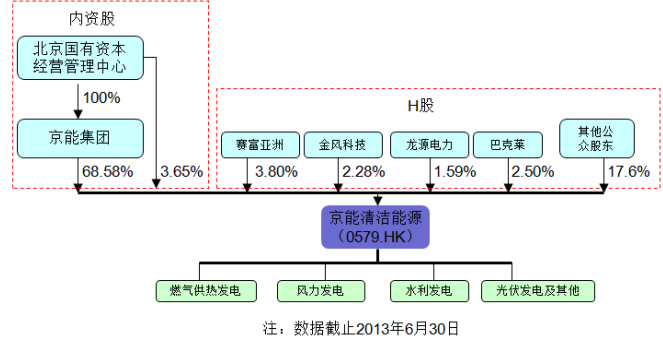
截至 2013 年 6 月 30 日，京能清洁能源的股权结构如图 4 所示：

图表 3 京能清洁能源发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料，兴证香港

图表 4 公司主要股权结构



资料来源：公司资料，兴证香港

2013 年 10 月 16 日，公司配售 327,508,000 股 H 股，配售价格 2.82 元，募集总资金约 9.24 亿港元，用于一般营运资金。此次配售完成后，控股股东北京能源投资(集团)有限公司持有约 42.88 亿(占总股份数 66.2%)的国有法人股，北京国有资本经营管理中心持有约 2.24 亿(占总股份数 3.46%)国有法人股；H 股流通股总股数上升到约 19.65 亿股(占总股份数 30.34%)。

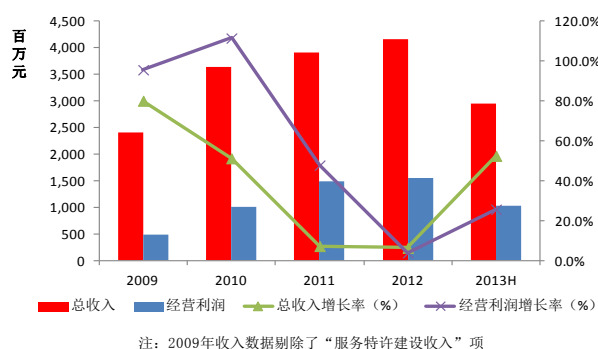
控股股东—北京能源投资(集团)有限公司(简称“京能集团”)成立于 2004 年，是北京市人民政府出资设立的国有独资公司，注册资本 130 亿元，北京国有资本经营管理中心拥有京能集团 100% 股权。作为北京市政府电力能源的投资建设主体，京能集团经营和管理北京市政府电力、节能等相关的投资基金，担负着首都电力、热力等能源项目的投资、建设以及节能与环保技术的开发等领域的工作。

1.4 过往业务发展概况

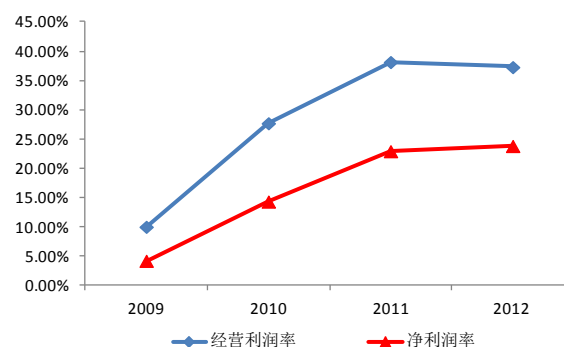
京能清洁能源的各项经营业绩如售电量、营业收入、净利润均保持稳步增长，2009-2012 年，公司售电量复合增长 22%，营业收入复合增速约为 19.88%，经营利润复合增速为 48.05%，股东净利润复合增速达 71.77%。

2012 年公司经营业绩：其中营业收入为 41.52 亿元，同比增长 2.49%；股东所占利润 9.10 亿元，同比增长 7.60%，基本每股收益 0.148 元。

图表 5 主营收入和经营利润



图表 6 总体经营利润率和净利润率



资源来源：公司资料，兴证香港

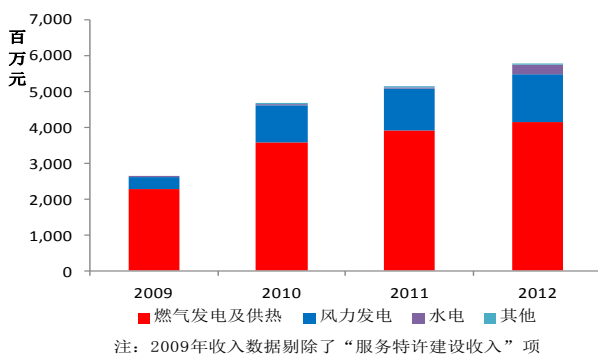
资源来源：公司资料，兴证香港

基于产品和服务类型，公司的产品主要可分为四个业务板块：

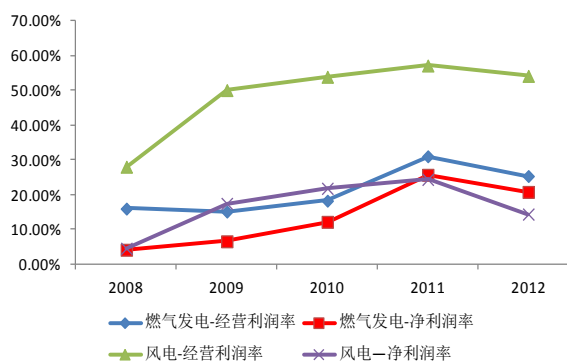
(1) 燃气发电及供热。(2) 风力发电。(3) 水力发电。(4) 其他，如光伏发电等。

四个业务板块的收入构成和总体经营利润率、净利润率走势如下图所示：

图表 7 各分部业务的收入构成



图表 8 燃气发电和风电的经营利润率和净利润率



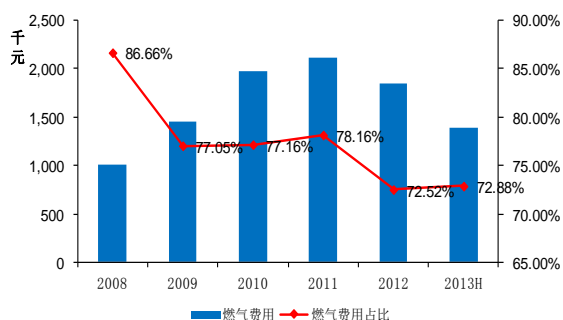
资源来源：公司资料，兴证香港

资源来源：公司资料，兴证香港

公司过往几年中，各板块业务均实现快速增长，尤其是燃气发电和风电业务。截止 2012 年年底，燃气发电业务收入 25.39 亿元，占比为 61.15%；风电业务收入 13.18 亿元，占比 31.76%；2012 年水电业务收入实现明显提升，占比 6.83%；光伏业务及其他业务相对占比较小。公司整体的经营利润率和净利润率也逐年提升到合理水平。

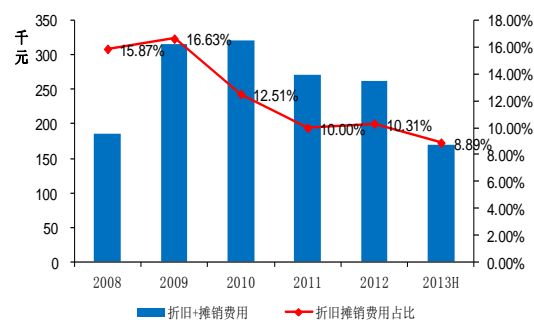
公司的燃气发电业务主要成本是燃气成本、折旧摊销和财务费用。天然气成本占燃气发电业务的 72%以上(2011 年 12 月, 燃气上网电价从 0.538 元/度提升至 0.573 元/度, 故燃气消费占比从 2011 年 78.16%下降到 2012 年的 72.52%), 折旧费用占比随着机组的发电效率的提升稳步下降。

图表 9 燃气发电业务的天然气成本费用



资源来源: 公司资料, 兴证香港

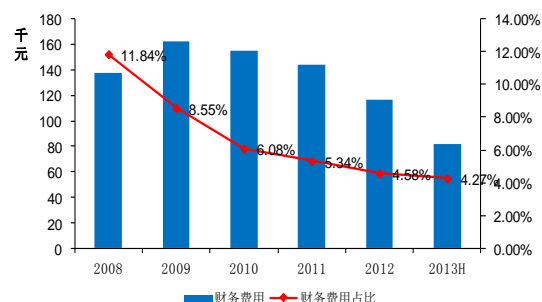
图表 10 燃气发电业务的折旧摊销费用



资源来源: 公司资料, 兴证香港

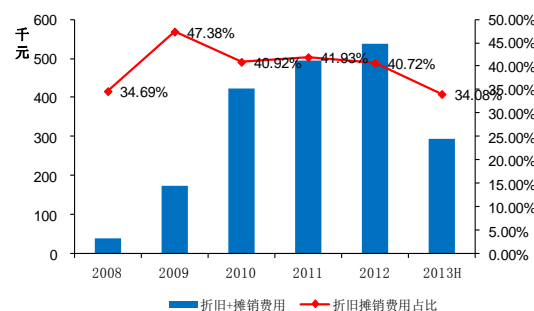
风电业务是重资产的业务, 生产成本的主要构成是风机等设备的折旧成本, 一般达到了生产成本的 9 成以上, 折旧和摊销费用占营业收入约 40%。

图表 11 燃气发电业务的财务费用



资源来源: 公司资料, 兴证香港

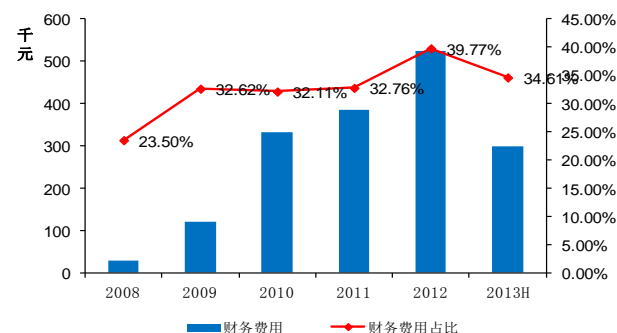
图表 12 风力发电业务的折旧摊销费用



资源来源: 公司资料, 兴证香港

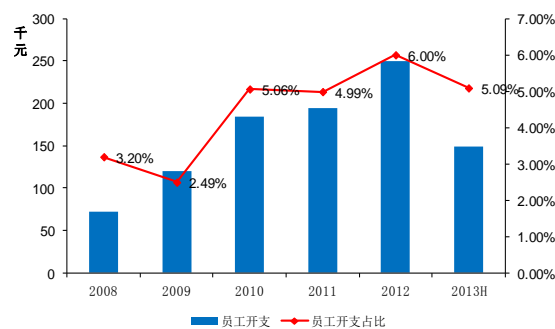
经营数据显示风电业务财务费用约占营收比例在 30%以上, 风电业务的净利润在 20%左右。随着公司总体规模的提升和人工成本的上升, 员工开支占比逐步提升。

图表 13 风力发电业务的财务费用



资源来源: 公司资料, 兴证香港

图表 14 公司总员工开支及占比



资源来源: 公司资料, 兴证香港

2、环保治理引致清洁能源需求

2.1 我国大气污染严重，雾霾天气频发

近些年来随着工业化的发展和城镇化的加速，以及人们生活水平的提高，大量的人涌入城市，但由于我国能源结构的不合理和环保治理不重视，我国的大气、水资源等生态系统出现了各种各样的严重污染问题。

近些年来全国已经有很多城市都接连出现了雾霾天气。在早上或夜间相对湿度较大的时候，形成的是雾；在白天气温上升、湿度下降的时候，逐渐转化成霾。雾霾天气可以引致人体呼吸系统、心血管系统等多种疾病，如引起鼻炎、支气管炎等病症，长期处于这种环境还会诱发肺癌。雾霾还会造成城市里能见度低，影响交通安全等其他问题。

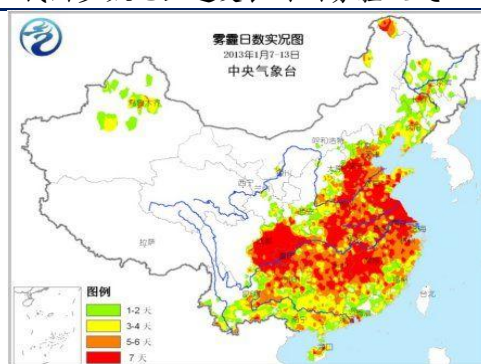
我国雾霾气象频发。今年1月全国中东部地区陷入严重的雾霾和污染天气，中央气象台将大雾蓝色预警升级至黄色预警，北京甚至发布了北京气象史上首个霾橙色预警，北京的空气污染指数接近了1000。进入12月月，另一场罕见的大范围雾霾笼罩着我国，从华北到东南沿海、甚至是西南地区，全国有25个省份、104个城市重度雾霾污染，覆盖了我国将近一半的国土。

图表 15 北京的雾霾天气



资源来源：互联网，兴证香港

图表 16 我国多数地区遭受长时间雾霾天气



资源来源：中央气象台，兴证香港

国家气候中心监测显示，1961—2012年，全国平均的年霾日数呈显著增加趋势。本世纪以来，全国霾日数增加明显，中东部地区霾日数有显著增多趋势。据环保部门最新统计，目前一些大城市的灰霾天数，已经达到全年的30%以上，有的甚至达到全年的一半左右。

空气中悬浮颗粒物的增加是雾霾的形成关键因素。雾霾主要是空气中悬浮的大量微粒和气象条件共同作用的结果。空气中的悬浮颗粒物肉眼是看不见的，且不同大小的颗粒物都能降低能见度。与粗颗粒物相比，细颗粒物（PM2.5）降低能见度的能力更强，是形成雾霾的主要原因。

注：细颗粒物又称细粒、细颗粒。PM_{2.5}：指环境空气中空气动力学当量直径小于等于 2.5 μm 的颗粒物，也称细颗粒物。这个值越高，就代表空气污染越严重。可吸入颗粒物又称为PM₁₀，指空气动力学当量直径在10微米以下的颗粒物。

空气中的悬浮颗粒，如 PM_{2.5} 细颗粒的主要来源是人为排放。人类既直接排放PM_{2.5}，也排放某些气体污染物，其可以在空气中转变成 PM_{2.5}。直接排放主要来自燃烧过程，比如化石燃料（煤、汽油、柴油）的燃烧、生物质（秸秆、木柴）的燃烧、垃圾焚烧。在空气中转化成 PM_{2.5} 的气体污染物主要有二氧化硫、氮氧化物、氨气、挥发性有机物。其他的人为来源包括：道路扬尘、建筑施工扬尘、工业粉尘等。

图表 17 大气质量检测和整治政策推进

2011年1月	《环境空气PM ₁₀ 和PM _{2.5} 的测定重量法》	首次对PM _{2.5} 的测定进行了规范
2012年2月	《环境空气质量新标准》	增加了PM _{2.5} 值监测。环保部明确提出了新标准实施的“三步走”目标。
2012年5月	《空气质量新标准第一阶段监测实施方案》	要求全国74个城市在10月底前完成PM _{2.5} “国控点”监测的试运行。
2013年9月	《大气污染防治行动计划》	当前和今后一个时期全国大气污染防治工作的行动指南

资料来源：环保部网站，兴证香港

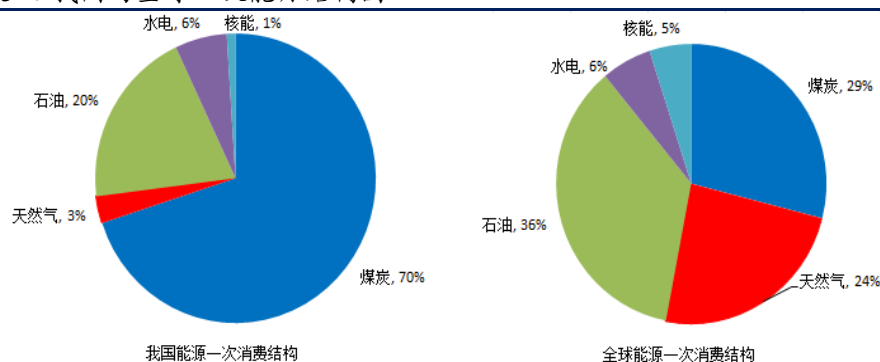
雾霾天气唤起了民众对空气污染进行系统性治理的强烈诉求，以治理 PM_{2.5} 污染为目标的环保革命已刻不容缓。政府首先加强了空气质量的检测推进，按照国务院批准的环境空气质量新标准分“三步走”的方案，第一阶段，2012年在京津冀、长三角、珠三角等重点区域以及直辖市、省会城市和计划单列市开展监测。目前，上述地区的74个城市（496个点位）已实现了6项指标的实时监测和信息发布。第二阶段10月底前，116个城市要依据新空气质量标准开展监测并发布监测数据。据悉第二阶段已有40个城市共172个国家环境空气监测网监测点位已建成或改造完毕，投入监测试运行并发布相关信息。

2.2 大气治理引致清洁能源发展的刚性需求

当前我国正处于工业化中后期和城镇化加速发展的阶段，不少地区污染排放严重超过环境容量，一些地区生态环境质量甚至倒退了几十年。而且以水泥、钢铁、焦化等重化工业为主的产业结构，对资源环境造成的压力还在持续增大。

中国社科院发布的《气候变化绿皮书：应对气候变化报告（2013）》指出，社会化石能源消费增多造成的大气污染物排放逐年增加，是我国近年雾霾天气增多的最主要原因。

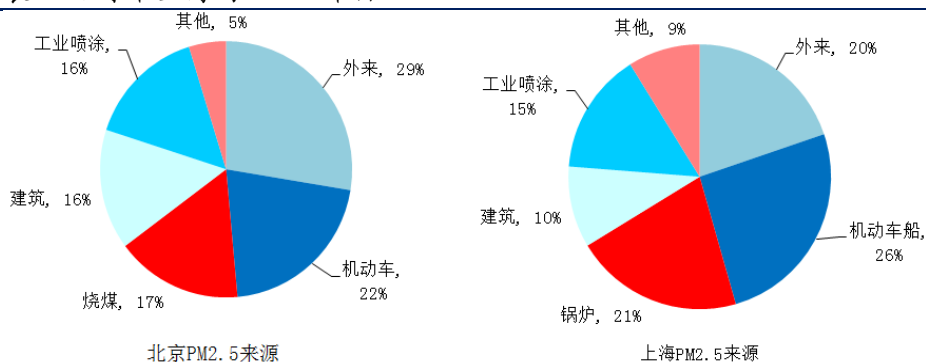
图表 18 我国与全球一次能源结构图



资源来源：兴证香港

同时，燃煤电厂、机动车尾气排放等方面的氮氧化物正是可以在空气中转化成PM2.5的气体污染物之一。我们认为我国大气环保治理需进行经济结构转型升级，并大力进行能源结构调整，因此清洁能源对煤电的替代已是大势所趋。

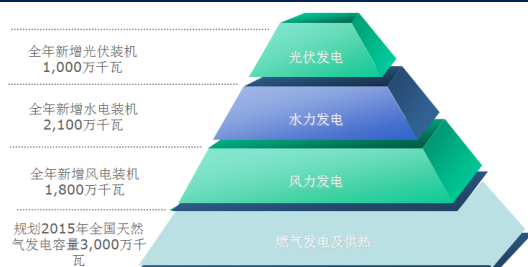
图表 19 北京和上海的 PM2.5 来源



资源来源：兴证香港

环保治理重压之下的国家政策将长期支持清洁能源和可再生能源的发展。清洁能源技术包括水力、风力、分布式能源、核能、太阳能、生物质和潮汐。可再生能源在自然界可以循环再生，不包括上述清洁能源定义中的分布式能源和核能

图表 20 清洁能源前景发展广阔



资源来源：国家统计局，兴证香港

图表 21 燃气发电和燃煤发电排放物对比

	燃气	煤炭	燃油
二氧化碳	117,000	208,000	164,000
一氧化碳	40	208	33
氮氧化物	92	457	448
二氧化硫	1	2,591	1,122
颗粒	7	2,744	84

资源来源：美国能源信息局 (EIA)，兴证香港

2007年9月，中国政府发布《可再生能源中长期发展规划》，提出在2020年之前将可再生能源在一次能源总消耗量中的比重提高到15%。2009年11月25日，中国政府宣布拟在2020年之前将每单位GDP的二氧化碳排放量较2005年的水平降低

40.0%至45.0%。2012年8月，中国国家能源局发布可再生能源“十二五”规划，到2015年，可再生能源年利用量达到4.78亿吨标准煤，其中商品化可再生能源年利用量达到4亿吨标准煤，能源消费比重达到9.5%以上。

燃气发电—清洁发电。燃气发电具有环保清洁、调峰能力突出等优势。经济发达地区从能源安全和改善大气环境质量角度，以燃气发电替代煤电发电可行。

我们认为，大力发展清洁能源是应对国家能源需求及环境保护需要的长远解决方案。因为一方面是国家经济增长产生对电力需求不断增加，另一方面是必须要面对资源短缺和环境治理的压力，欲协调二者的矛盾，就必须实行能源结构转型，大力发展清洁能源。

2.3 京畿重地，清洁能源先行

北京作为全国的首都，京畿之地其重要性不言而喻。然而多年以来，北京地区环境污染愈发严重，民众反应强烈。2013年1月份，北京地区持续雾霾天气，一个月北京市雾霾天气的天数达到25天，只有5天空气是相对比较干净的。

安全稳定的能源供应是城市功能正常运转和人民生活水平提高的基本保障，因而北京政府提出全面建设“人文北京、科技北京、绿色北京”的口号，并加快构建清洁高效低碳现代能源体系。

图表 22 北京市 2015 年能源消费结构表

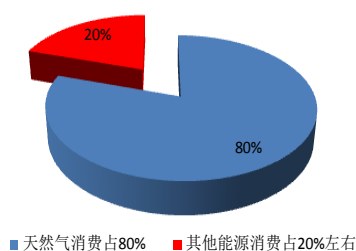
能源品种	年份	2010 年			2015 年		
		实物量	标准量 (万吨标准煤)	比重 (%)	实物量	标准量 (万吨标准煤)	比重 (%)
煤炭 (万吨)		2750	2100	30.3	2000	1500	16.8
调入电 (亿千瓦时)		533	1600	23.1	710	2200	24.4
天然气 (亿立方米)		75	910	13.1	180	2200	24.4
油品 (万吨)		1480	2110	30.3	1680	2550	28.3
新能源和可再生能源		—	220	3.2	—	550	6.1
合计		—	6940	100	—	9000	100

资料来源：《北京市“十二五”规划》，兴证香港

按照北京市制定的《北京市“十二五”时期能源发展建设规划》，到2015年，北京市的清洁能源消费比重达到80%以上，其中天然气比重超过20%，外地调入电力占比约四分之一，煤炭消费总量控制在2,000万吨以内，五环路内基本实现无煤化；新能源和可再生能源占能源消费的比重力争达到6%左右。

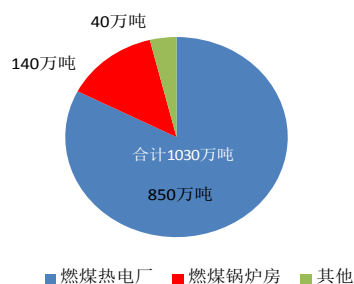
北京市计划“十二五”期间由内向外逐步取消燃煤设施，先行实施五环路以内无煤化工作。通过实施五环内“无煤化”，预计可削减燃煤790万吨。由此造成的供电、供热缺口，主要由燃气电厂补充。燃气电厂的建成投产时间提前一年，由原来的“十二五”末提前至2014年底。

图表 23 北京市 2015 年市内发电结构



■ 天然气消费占80% ■ 其他能源消费占20%左右

图表 24 2011 年北京市五环内的燃煤结构图



■ 燃煤发电厂 ■ 燃煤锅炉房 ■ 其他

资源来源：《北京市“十二五”规划》，兴证香港

资源来源：公司资料，兴证香港

保障首都北京的热力供应亦是一项政治任务。因为电力可以通过长距离的传输，还可以进行外地采购，而热力供应因具有区域性，必须本地供应。北京提出按照“在适度发展大管网供热的时候，多种方式解决区域供热问题”的总体部署，以清洁能源利用和新技术应用为主导方向，加快优化源点布局，加速完善供热网络，稳步推进综合调控，构建安全高效清洁的“1+4+N+X”供热体系。

预计到 2015 年，北京市供热面积达到 8.5 亿平方米，供热能源结构中，煤炭比例下降到 20%以下，天然气供热增加到 70%以上，基本满足城乡供热需求。

图表 25 北京市“十二五”时期供热布局图



资源来源：《北京市“十二五”规划》，兴证香港

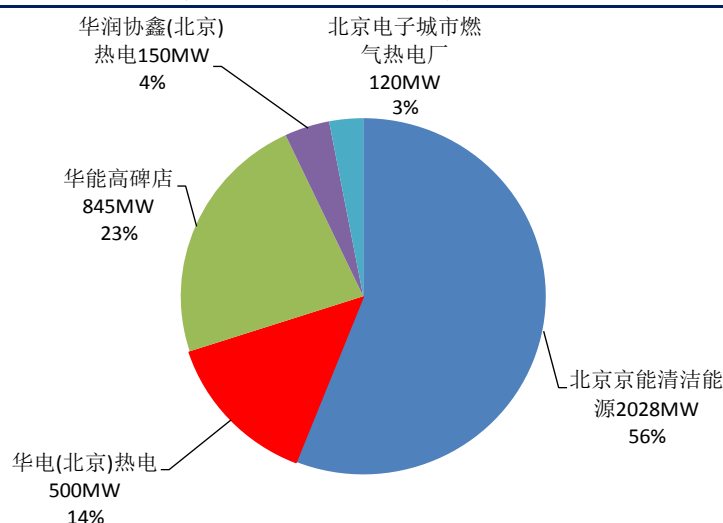
“1”是建设一个相对稳定的中心大网；
“4”是按照“两扩两迁，先建后拆”的原则，建设四大燃气热电中心，形成中心大网主力热源支撑；
“N”是按照与热电厂基荷 1: 1 配比建设燃气尖峰锅炉，作为辅助热源；
“X”是不与中心大网连接的满足区域供热需求的独立供热系统。

3、北京地区最大的燃气热电供应商

3.1 京能燃气热电面临高速发展良机

京能清洁能源是北京最大的燃气发电商，多年以来占北京总燃气发电装机容量约60%，公司的供热覆盖范围占北京燃气联产集中供热的约74%。而北京作为中国政治、经济及文化中心，对稳定能源、环保、节能减排制订有非常严格的标准，用以保障并提高能效、改善空气质量及提高生活水平。

图表 26 京能—北京最大的燃气发电供应商



资料来源：公司资料，兴证香港

与传统的燃煤电厂相比，燃气热电厂可频繁快速启动发电，因而可满足临时电力调度需求，并可在相对短时间内增加及有效调节发电量，使公司能够灵活应付高峰期的供电以及在电力需求陡增时销售更多电力。故燃气发电不仅环保，可应付突发性的需求，且可满足北京市冬季供暖需求，符合北京的电力需求。

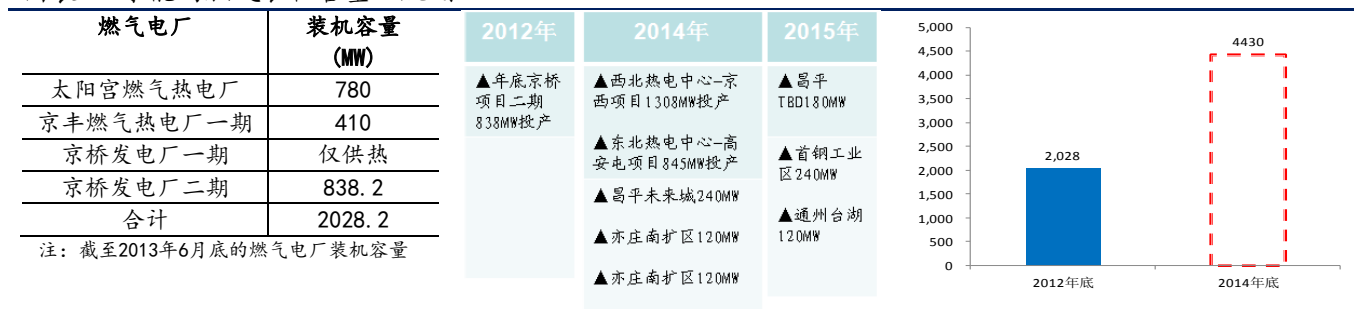
根据《北京市“十二五”时期能源发展建设规划》，北京已制定目标，将燃气占所有能源的使用率由2010年的13.1%提高至2015年的24.4%，燃气发电占北京本地发电的80%以上。

京能清洁能源面正临燃气发电装机高速发展的历史良机。今年北京及华东等地区持续的雾霾天气使PM2.5防控目标迫在眉睫，北京政府所规划的“四大热电中心”、区域能源项目及“五环内无煤化”的目标均为公司的燃气发电业务增长提供了历史良机。

3.2 燃气发电机组装机容量爆发式增长

截至2013年6月30日，京能在运营中的燃气发电及供热控股装机容量为2,028兆瓦。其中包括：太阳宫燃气热电厂、京丰燃气热气热电厂和京桥一期、二期电厂，其中京桥一期仅供热，并无电力销售。2012年年底，京桥二期正式投产。

图表27 京能的燃气装机容量及规划



资料来源：公司资料，兴证香港

按照公司的扩产规划，西北热电中心—京西项目1,308MW预计于2014年2季度投产，东北热电中心—高安屯项目845MW预计2014年三季度投产，届时装机容量将从2012年底的2,028MW提升到2014年底的4,430MW。同时公司亦有多多个分布式燃气电站项目储备，公司燃气发电装机容量呈爆发式增长态势。

远期“走出去”大战略提供公司长远增长空间。公司在深圳、珠海拓展分布式燃气项目，在安徽做项目的前期工作。空气治理不能仅靠一个城市就能解决的，全国多个地方都有燃气热电项目的规划。如天津在建的天然气发电项目为天津陈塘庄热电厂，计划2014年一季度建成。天津市并规划到2015年年底，天津市将建成不少于5个天然气发电项目。而包围京津的河北省至今没有一个燃气发电厂。我们认为，京能作为成熟运营燃气发电的龙头企业，具有走出北京寻求合作项目的潜力，这为公司长远发展提供了足够的增长空间。

3.3 北京市天然气气源供应充足

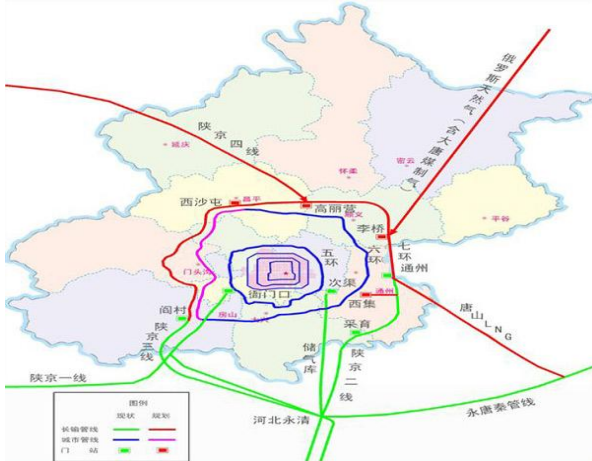
燃气热电联产的主要使用能源是天然气，京畿之地的地缘优势使得北京在天然气的供应上有充足的保障。

整体上看，我国天然气资源和供应长期处于紧张状态，对外依存度不断加大，资源风险依然存在。但从北京周边天然气资源情况看，“十二五”期间，将建成陕京三线、四线(含煤制气)、大唐煤制气进京和唐山LNG，年输气总能力达到600亿立方米，可以满足北京市2015年预测当年180亿立方米的用气需求。同时，为了避免采暖高峰时段用气紧张，国家还在河北规划了曹妃甸和华北两个调峰储气库

的建设。

从北京市“十二五”时期天然气规划设施分布图可以看出，国家保障北京天然气气源供应力度很大，提供了多元化的气源供应。

图表 28 “十二五”时期天然气设施分布图



资源来源：《北京市“十二五”规划》，兴证香港

图表 29 “十二五”时期天然气储气设施分布图



资源来源：《北京市“十二五”规划》，兴证香港

3.4 政策补贴保证燃气发电项目收益率

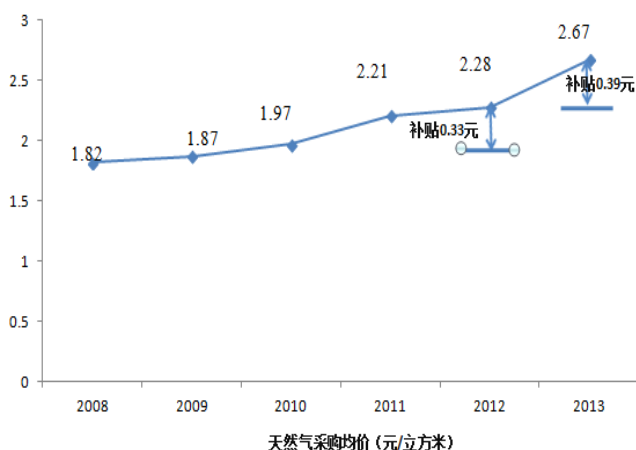
京能清洁能源所获的政府补助和补贴具有持续性。一方面，该补贴补偿清洁能源生产商有关上网电价的控制价格与能源生产合理成本之间的差额；另一方面为清洁能源公用公司提供合理收入及回报（且非仅为补偿损失），用于保证发电项目的IRR不低于8%。

京能所获补贴主要由北京市政府财政提供。根据《关于印发北京市城市公用企业补贴资金使用管理暂行办法的通知》，由于电力及热力均为城市公用产品，因此燃气发电企业可获政府补贴。根据北京市发改委颁布《北京市发展和改革委员会关于燃气电价补贴机制有关问题的函》，规定位于北京的燃气热电厂将持续获得北京市政府的补贴，以贴补国家发改委制定的临时结算价格与北京市政府审定且批准的上网电价的差价。

燃气发电项目的补贴分为两个部分：天然气气价补贴和电价补贴。京能的燃气热电厂均从北京燃气集团（北京城市燃气管道的独家营运商）采购燃气，生产发电全部销售给国家电网。按之前电价政策，公司销售的燃气上网电价太阳宫为0.6177元/度，京丰为0.686元/度，其中国家电网支付0.573元/度，二者之间的价差由北京市财政提供补贴。

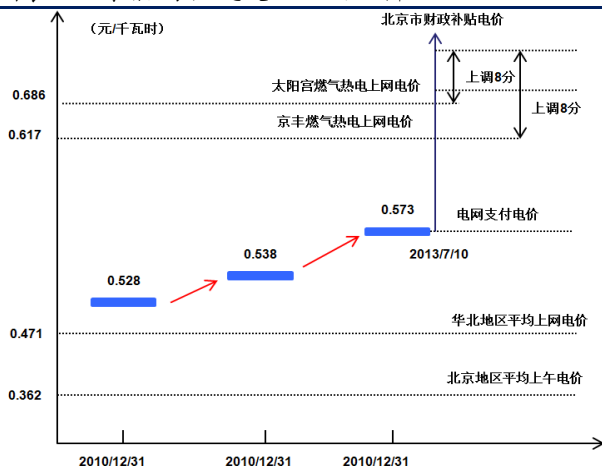
2013年6月28日，国家发改委公告了天然气价格调整方案，调整后全国平均门站价格由每立方米1.69元提高到每立方米1.95元，幅度为15%，方案自2013年7月10日起执行。其中北京市调价之后工商业用气是3.23元/立方米，燃气发电用气是2.67元/立方米。

图表 30 公司的燃气采购价格及电价补贴



资源来源：公司资料，兴证香港

图表 31 京能的燃气发电上网电价



资源来源：公司资料，兴证香港

调价前的燃气采购价格 2.28 元/立方米，含电价补贴 0.33 元/立方米。此次天然气调价 0.39 元/立方米至 2.67 元/立方米，而相应的上网电价补贴提高 8 分/度，按照 1 立方气发 5 度电，基本上此次电价补贴覆盖了天然气调价带来的成本上升。

我们认为天然气调价可以通过获得政府的价格补贴来对冲，因此不会对公司的经营产生实质的影响，而北京市也具有支付相应价格补贴的财政能力。

4、多元化清洁能源发展战略

4.1 多元化发展的清洁能源生产商

京能清洁能源具有多元化的清洁能源业务结构。除了作为北京地区最大的燃气发电及供热运营商外，公司还是中国领先的风力发电运营商，另外公司还涉及了中小型水电业务和光伏发电领域。

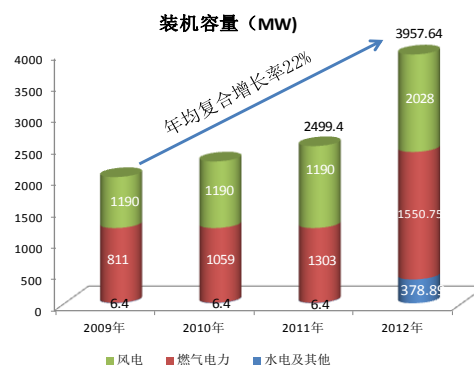
公司抓住历史机遇，积极抢占新兴能源及区域能源市场，加大优质资源的收购兼并力度，通过不断优化，战略布局更加合理。截止 2012 年年底，在已投产发电装机容量中，燃气、风电、水电和光伏发电比例为 51.2%、39.2%、9.3% 和 0.3%，燃气发电集中在北京地区，占据得天独厚的地域优势；风电、水电、光伏项目主要分布在资源富集的京外省区，具有较强的成本优势和广阔的发展前景。

图表 32 多元化的清洁能源业务



资源来源：公司资料，兴证香港

图表 33 公司的装机容量



资源来源：公司资料，兴证香港

公司坚持“做大气电、做强风电、做多水电、做优光电”的清洁能源发展战略，多元化的发展策略有助于公司抵御单一行业波动带来的风险，并有望开拓未来潜在利润增长点。

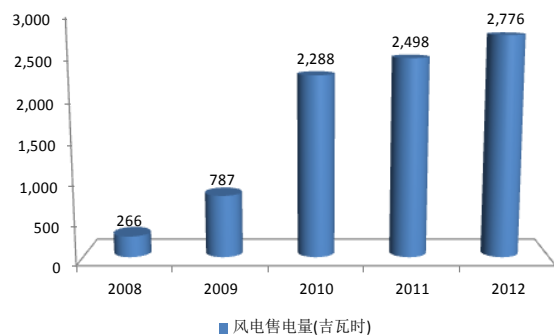
4.2 风电业务快速发展

京能清洁能源是中国领先的风力发电运营商。据 2010 年中国水电报告，公司风电控股装机容量在中国位列第八。公司的风电场主要位于中国风力资源较为丰富的内蒙、宁夏及北京等地区，同时公司还是北京地区唯一的风电运营商。截至 2013 年 6 月 30 日，京能的风电控股装机容量为 1,600.25 兆瓦。

风电装机容量快速提升。伴随着风电装机容量的提升，公司风电售电量迅速增长，从 2008 年的 266 吉瓦时提升到 2011 年的 2,474 吉瓦时。

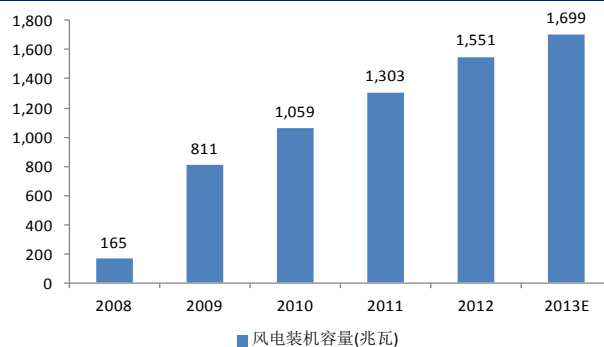
“十二五”期间，国家将进一步提高电网接纳风电的能力，逐步解决限电问题，风电行业将进入稳健、高质量的发展阶段。京能 2012 年装机容量新增 247.5MW，同比增幅 19%；预计 2013 年风电新增装机 148.5MW，同比增幅 9.6%。

图表 34 风电售电量逐年提升



资源来源：公司资料，兴证香港

图表 35 京能的风电装机容量



资源来源：公司资料，兴证香港

京能是北京地区唯一的风电运营商。公司旗下的北京官厅风电场是北京地区唯一的风电场，已经运营中有两期，总装机容量为135MW，加上延庆风电场15MW，北京地区合计风电场有150MW，预计2013年官厅三期有49.5MW容量投产。

官厅风电上网电价为0.75元/度，远高于全国其它地区上网电价。其它省的风电场实行的全国统一的四类风电上网电价，即其他省份的上网划分为四个风能区，位于同一区的所有风电项目采用相同的标准上网电价（含增值税）（电价每度分别为0.510元、0.540元、0.580元或0.610元）。

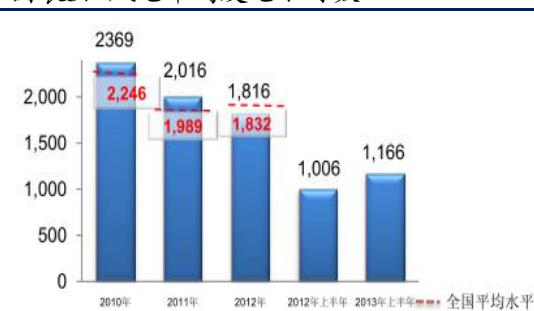
京能清洁能源还具有丰富的风电项目储备。除了2013年计划投产项目外，公司的储备项目中，已经拿到核准计划的装机容量已达1,100MW，项目多分布在内蒙、新疆和陕西等风力资源丰富的省份。

图表36 公司风电项目装机规划

2013年力保投产风电项目	装机容量	储备风电项目	装机容量
宁夏灵武三期	49.5 MW	内蒙巴林右二期	49.50 MW
内蒙赛汗三期	49.5 MW	内蒙赛汗四期	49.50 MW
北京官厅三期	49.5 MW	陕西榆林府谷田家寨风场	49.50 MW
		新疆第六师北塔山风电一期	49.50 MW
		新疆第六师北塔山风电二期	49.50 MW
		北京官厅四-八期	247.00 MW
		内蒙呼和马场	300.00 MW
		内蒙凉城风电项目	300.00 MW

资料来源：公司资料，兴证香港

图表37 风电平均发电小时数



资料来源：公司资料，兴证香港

4.3 水电项目收购带来外延式快速增长

京能清洁能源的水电项目通过自建和收购两种方式快速发展。2012 年通过自建那邦水电和收购大川及众能水电项目，公司的水电装机容量爆发式增长，截至2012 年年底，公司水电装机容量已达 368.89MW。

自建水电项目：

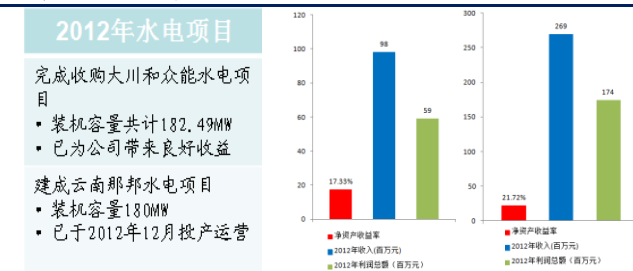
2011 年底已营运中的四川黑水三联一扎窝一级水电站，装机容量为 6.4MW。

2012 年 12 月份，公司自建的云南那邦水电项目投产，装机容量 180MW。

收购水电项目：

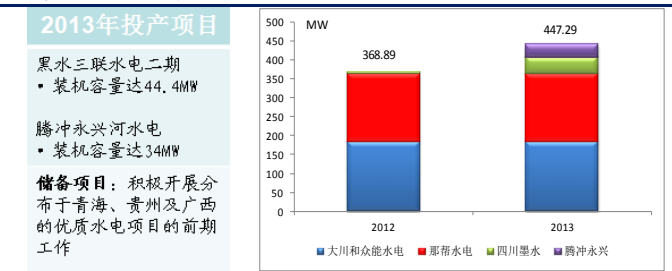
2012 年 11 月份，京能从控股股东-京能集团手中收购了四川大川和四川众能两个水电项目的全部股权，收购代价分别为人民币 12.8 亿和 5.59 亿元人民币。其中大川水电站机组装机总容量 122MW，众能水电站机组装机总容量 60MW。这两个水电项目的基本经营数据如下图 29 所示：

图表38 2012年的水电收购项目



资料来源：公司资料，兴证香港

图表39 2013年的水电项目规划



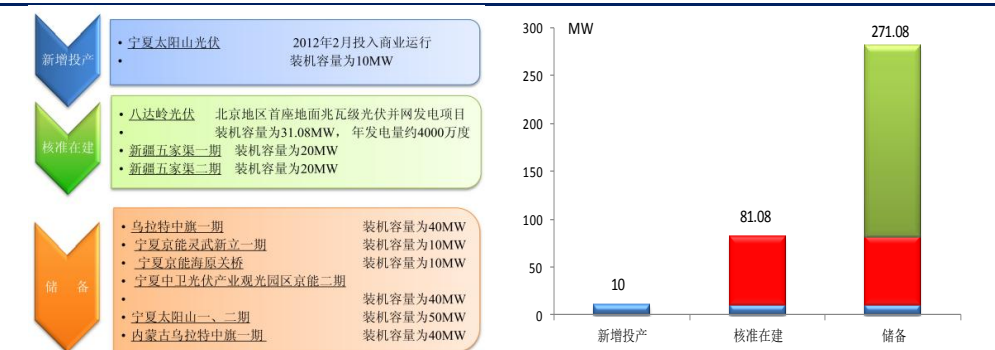
资料来源：公司资料，兴证香港

2013年公司计划投产四川黑水三联水电二期(装机容量44.4MW)和云南腾冲永兴河水电项目(装机容量34MW)。另外公司还积极开展分布于青海、贵州及广西的优质水电项目的前期工作。

4.4 光伏发电受惠于新产业政策

2012年，京能清洁能源光伏装机实现重要突破。公司位于宁夏太阳山光伏电站投入商业运营，装机容量10MW。2013年公司核准在建光伏项目高达71.8MW，预期2013年底建成装机容量100MW。另外公司有200多兆瓦的项目储备。

图表40 京能的光伏发电项目规划



资料来源：公司资料，兴证香港

当前中国的光伏产业面临新的产业政策和机遇，大力发展光伏终端市场应用，包括地面光伏电站和分布式光伏是中国光伏未来发展的方向，前景巨大。

图表41 近期我国发布的部分重要光伏政策文件

7月15日	《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	我国光伏行业发展的纲领性文件，文件上调我国的国内光伏装机目标，提出到2015年实现35GW累计装机容量。
8月20日	发改委《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	文件规定我国分布式发电补贴确定为0.42元/度，大型地面电站将全国按光照资源区分为三类，标杆上网电价分别为0.9元/度、0.95元/度和1元/度。补贴标准原则发放20年。
9月29日	财政部《关于光伏发电增值税政策的通知》	销售自产太阳能产品实行增值税即征即退50%的政策，目前光伏电站增值税为17%，为光伏电站减税.5%的增值税。

资料来源：政府网站，兴证香港

5、创新发展提升企业核心竞争力

5.1 技术创新提升企业竞争力

京能清洁能源是中国首家设有集中监控系统的风电运营商。通过该系统在一个中心位置就可以实时监控相关风电场运行的风电机组，经营效率大为提升。

- ▶ 打破传统运营模式，实现了对蒙西地区10家风电场的集中统一调度。
- ▶ 结合功率预测系统，实现风场有功和无功的精确控制，满足电网大规模风场调峰运行要求。
- ▶ 减少风场运行人员和运营成本。
- ▶ 提高风机协调性，增加上网电量。

2011年，公司的风电集中控制系统获得中华人民共和国实用新型专利。

另外，京能清洁能源的多项科技开发取得成果：

- ▶ 公司率先开展的“有关燃气热电联产项目CDM方法学开发研究”在国内外燃气热电联产方法学研究上具有里程碑意义。
- ▶ 东北热电中心-高安屯燃气热电烟气余热利用项目通过国家科技部审核立项。其构建的数字化电厂，循环水系统优化，烟气深度余热利用等多项优化设计系统，为机组安全运行奠定了基础。
- ▶ 北京未来城《城镇供热系统能效提升关键技术与示范》项目获得国家科技部“十二五”重点支撑项目。

北京未来科技城燃气热电项目评审入围国家能源局“十二五”期间发展分布式能源示范项目。

图表42 公司具有全国首家风电集中监控系统



资料来源：公司资料，兴证香港

5.2 优化生产经营管理，提升经营效益

京能清洁能源提出优化生产经营管理，通过精细化管理、规范化控制和系统化全面提升公司的经营效益。

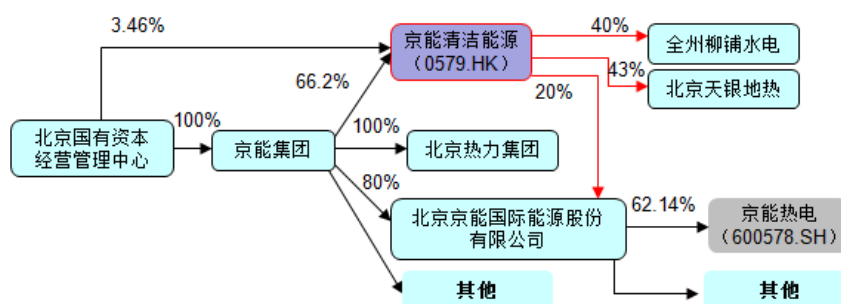
- ▶ 差异化竞争，各专业分工明确，全程负责制，专业分工下打造出一批精品示范工程。
- ▶ 全面提升融资能力，优化债务结构，提供资金保障，防控能力明显增强。
- ▶ 进一步完善内控制度，项目建设全程监控，全面实施规范化管理。
- ▶ 严格控制项目开发成本，加强招标管理，降低采购成本。
- ▶ 全力建设和培养人才队伍，熔铸经验丰富、技术过硬的开发团队、业务团队和管理团队，增强核心竞争力。
- ▶ 战略调整布局，系统优化结构，突显公司业务区位优势，结构优势，确保公司健康可持续发展。

5.3 联营公司业绩大幅提升

根据披露的相关资料，京能清洁能源还参股了3家联营公司，分别是全州柳铺水电、北京天银地热和北京京能国际能源股份。

北京京能国际能源股份有限公司（简称京能国际）是2007年以京能集团和北京京能能源科技投资有限公司为发起人，经批准正式成立的股份有限公司。京能国际的注册资本40亿元，经营范围为电力、能源的建设与投资管理，其控股北京地区最大的火力发电企业-京能热电（600578.SH）。

图表43 京能清洁能源联营公司架构图



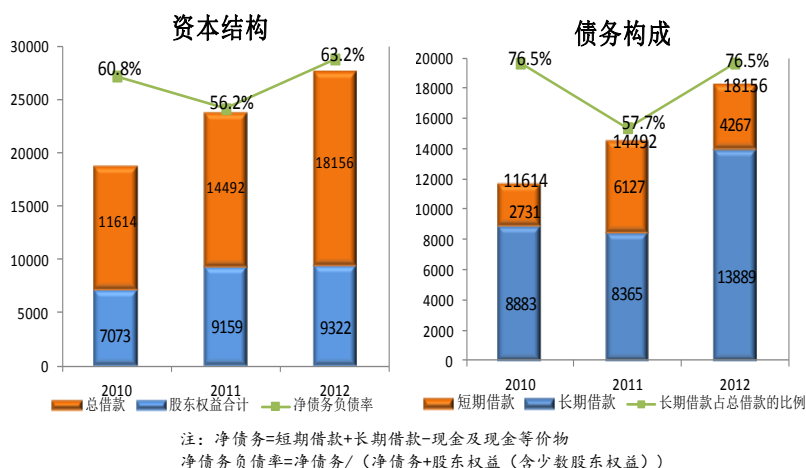
资料来源：公司资料，兴证香港

由于煤炭价格持续下降，今年煤炭发电企业的经营效益均大幅提升。据7月30日京能热电披露的2013年中期业绩，其净利润达到11.89亿，同比增长达60%。2013上半年仅京能热电就可以带来的联营收益达1.44亿元。因此，预计京能清洁能源联营公司业绩收入在今年将大幅提升。

6、多元化融资渠道改善财务结构

京能清洁能源通过多元化融资渠道有效改善财务结构。燃气发电和风电运营企业本身属于重资产行业，需要较多的资本融资进行项目拓展和改善财务结构。

图表44 财务结构稳健

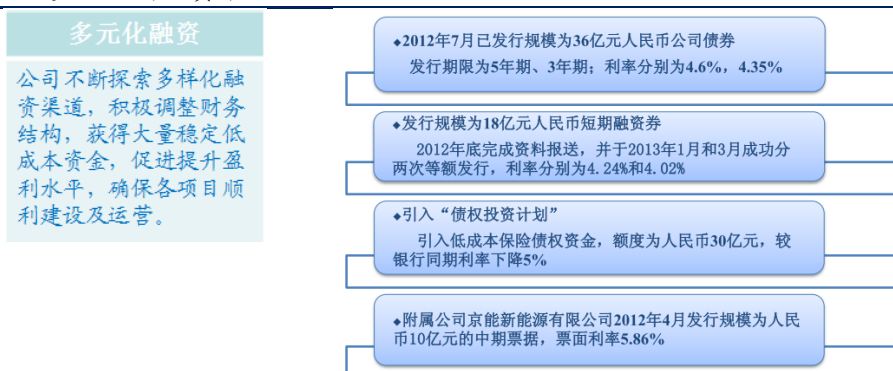


资料来源: 公司资料, 兴证香港

发电运营企业先期项目资本投资较大, 投入运营后通过电力销售获得的现金流营收稳定。2012 年公司在多个项目进行投资建设, 包括京桥二期电厂改造以及数个风电场的建设, 财务报表中显示的负债借款额上升较快, 其中净债务负债率从 2011 年的 56.2% 提升至 63.2%。

同时, 公司亦通过多元化渠道融资, 进行了财务结构调整。京能清洁能源通过发行中期票据和债券, 获得了大量稳定的低成本资金, 改善了财务结构, 公司负债结构中长期借款比例明显提升。

图表45 多元化的融资渠道



资料来源: 公司资料, 兴证香港

7、盈利预测与估值

7.1 销售收入预测

我们对京能清洁能源的各项售电收入预测主要基于以下假设：

- 1、首先，燃气发电量按公司公告的装机容量的规划进行预测，一般当年新增投产机组预计在当年冬季供热前调试好，次年可贡献全年业绩。截至 2012 年底的公司燃气热电机组为 2,028MW，预计 2014 年装机容量可达 3,000MW 和 4,430MW。考虑到机组的维修维护，我们预测燃气发电的年利用小时数一般在 4,300-4,500 小时。电网电价为 0.573 元/度，提价前上网电价为 0.617 和 0.686 元/度。燃气提价后每度电补贴 8 分，热力销售收入按装机容量增长同比例增长进行假设。
- 2、风电发电量按照公司公告的装机容量进行预测。2012 年新增投产约 248MW，装机容量达 1,550MW，同比增长 19%；2013 年预计新增投产容量 150MW，同比增长 9.6%。我们预测风力发电的年利用小时数较去年的 1,860 小时将有较大提升，正常年份风电年利用小时数一般在 2,100-2,300 小时。同时预测风电限电率随着电网建设完善而有所缓解。
- 3、水电业务在 2013 年预计新增投产容量为 108MW，同比增长 29%。水电机组的年利用小时数维持在 3,500 小时左右。
- 4、2012 年，公司光伏装机容量为 10MW，2013 年计划装机容量达 100MW，因此此部分售电增长迅速。光伏发电量按照 1-1.2 度/年，售电价格按照标杆电价 1.05 元/度计算。

图表 46 收入预测明细表

收入预测明细表						
单位：千元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
汇总						
营业总收入	3,905,030	4,151,630	6,481,657	9,473,745	11,881,466	
增长率	8.73%	6.31%	56.12%	46.16%	25.41%	
分部业务：燃气发电及供热						
营业收入	2,699,747	2,538,879	4,567,074	7,305,138	9,495,589	
增长率	5.72%	-5.96%	79.89%	59.95%	29.99%	
分部业务：风力发电						
营业收入	1,176,673	1,318,383	1,588,288	1,776,367	1,972,614	
增长率	13.96%	12.04%	20.47%	11.84%	11.05%	
分部业务：水电						
营业收入	10,212	283,735	326,295	392,240	413,264	
增长率	92.14%	2678.45%	15.00%	20.21%	5.36%	
分部业务：光伏及其他						
营业收入	18,398	10,633	35,600	53,400	85,440	
增长率	-64.10%	-42.21%	234.81%	50.00%	60.00%	

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上的假设，我们预测京能清洁能源于 2013-2015 的销售收入分别为 64.8 亿、94.7 亿和 118.9 亿元，同比分别增长 56.12%、46.16%和 25.41%，年均复合增长率约 41.98%。

7.2 经营费用及利润预测

我们对京能清洁能源利润表的预测主要基于以下假设：

(1) 预测燃气消耗与燃气发电量成一致比例增长，燃气发电量需考虑年新增装机容量容量和投产的时间。折旧和摊销随着 2012-2014 年较大的资本开支而增加。维修维护成本维持装机规模提升一致比例，员工成本随着经营规模的增长而略有下降。其他收入中的燃气补助随着燃气机组投产规模而同比例增长。

(2) 由于煤炭价格持续低迷，京能参股的京能国际旗下的煤电企业有望带来明显的联营收益。我们预测 2013-2015 年联营收入为 3.16 亿、3.32 亿和 3.49 亿元。

(3) 所得税税率。公司燃气电站采用 25% 所得税税率，另外风电、水电及光伏享受“三免三减半”的优惠税率，预计 2013-2015 年公司的实际有效所得税税率在 15-17% 左右。

(4) 京能清洁能源下属子公司多数为 100% 股权，少数股东权益主要是太阳宫燃气电厂 24% 股份。

(5) 资本开支：面对发电厂这种重资产的建设，公司未来 2 年均面临庞大的资本开支。2012 年公司资本开支约 50 亿，今年我们预计需要约 60 多亿的资本开支，其中燃气电厂占三分之二，风电、水电及光伏项目占用剩余的资本开支。

图表 47 利润预测表

RMB 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,905	4,152	6,482	9,474	11,881
增长	7.2%	6.3%	56.1%	46.2%	25.4%
燃气成本	(2,110)	(1,841)	(3,707)	(6,334)	(8,317)
折旧和摊销	(768)	(854)	(987)	(1,087)	(1,177)
其它收入	962	733	1,178	2,077	2,485
其它营业开支	(195)	(291)	(355)	(323)	(339)
占销售收入比	5.00%	7.02%	5.48%	3.41%	2.86%
员工成本	(195)	(249)	(324)	(453)	(499)
占销售收入比	5.0%	6.0%	5.0%	4.8%	4.2%
经营利润	1,491	1,549	2,107	3,120	3,800
增长	47.7%	3.9%	36.0%	48.1%	21.8%
营业利润率	38.2%	37.3%	32.5%	32.9%	32.0%
财务费用	(567.25)	(680.58)	(875.24)	(1050.28)	(1260.34)
占联营公司损益	147.40	243.54	316.60	332.43	349.06
税前利润	1070.54	1111.96	1548.20	2402.66	2888.74
增长	85.5%	3.9%	39.2%	55.2%	20.2%
所得税	(176)	(124)	(232)	(384)	(491)
实际税率	16.4%	11.1%	15.0%	16.0%	17.0%
股东应占溢利	803	910	1,230	1,923	2,293
增长	64.3%	13.3%	35.1%	56.4%	19.2%
基本每股收益(元)	0.13	0.15	0.20	0.30	0.35

资料来源：公司资料，兴证香港预测

综合以上分析，我们预测京能清洁能源未来 3 年盈利有望快速增长，预测 2013-2015 年股东应占净利润为 12.3 亿、19.2 和 22.9 亿元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.20、0.30 和 0.35 元。

7.3 目标价

在节能环保产业已上升为国家支柱产业战略背景下，以大力发展清洁能源为目标，京能清洁能源正迎来行业发展的黄金机遇期。我们预测京能未来3年清洁能源装机量迅速提升，公司的盈利也有望保持高速增长，预测2013-2015年公司销售收入分别为64.8亿、94.7亿和118.9亿元，股东净利润为12.3亿、19.2和22.9亿元，对应EPS(每股基本收益)分别为0.20、0.30和0.35元(若按1.26港元/人民币汇率计算，相当于0.24、0.37、0.45港元)。

我们采用P/E相对估值法对京能清洁能源进行估值。我们预测2013-2015年公司燃气发电业务净利润分别为9.13、14.6和19.0亿元；风电业务净利润为2.86、3.20和3.55亿元。公司的发电业务都是政策上受惠的清洁能源发电领域，未来增长确定，参考港股的发电企业估值，给予2014年风电行业13倍PE，燃气发电11倍PE，综合考虑后给予京能清洁能源2014年12倍PE估值。因此，我们给予京能清洁能源未来12个月内4.50港元的目标价。目标价约相当于2013-2015年PE为19、12、10倍，股东净利润36.1%的年均复合增长率。目标价较现价3.63港元约有24.0%的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

7.4 同类公司估值比较

图表 48 同类公司估值比较

港股清洁能源类上市企业										
股票代码	公司名称	HKD		ROE				PE		
		股价	市值(亿)	(2012)	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
0916 HK	龙源电力	9.28	751.1	9.59%	0.49	0.63	0.76	19.72	15.25	12.62
1798 HK	大唐新能源	1.51	109.8	1.25%	0.08	0.12	0.18	19.15	12.45	8.64
0958 HK	华能新能源	3.49	294.8	4.82%	0.18	0.24	0.30	20.17	15.08	12.04
0816 HK	华电福新	3.00	228.7	9.97%	0.27	0.31	0.41	11.12	9.43	7.24
	平均			6.41%				17.54	13.05	10.14
0579.HK	京能清洁能源	3.63	222.0	10.72%	0.26	0.41	0.49	13.98	8.78	7.47

资料来源：Bloomberg，兴证香港预测

8、风险因素

市场风险

天然气涨价无法获得政府相应的补贴。

公司新建项目投产时间不及预期的进度。

系统风险

某些区域的风电限电因素继续存在并可能超出预期。

风电、水电机组的利用小时数目受限于自然条件而具有不可控因素。

附表

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元					
现金及等价物	2,443	2,178	2,453	1,805	2,057
应收帐款	1,402	1,475	2,074	2,937	3,564
存货	51	70	104	152	190
其他流动资产	462	1,104	1,609	2,436	2,828
总流动资产	4,359	4,827	6,240	7,330	8,639
固定资产	14,044	17,405	22,627	36,203	43,444
无形资产	3,628	4,656	5,122	5,122	5,122
其他非流动资产	7,629	9,047	10,616	13,087	15,393
总资产	25,301	31,109	38,364	54,412	63,959
银行借款	6,087	4,267	5,120	7,168	7,885
应付帐款	1,367	1,915	2,990	4,370	5,481
其他流动负债	487	1,423	1,903	2,287	2,494
总流动负债	7,941	7,605	10,013	13,826	15,860
递延收入	42	368	152	187	236
银行及其他借款	8,155	9,306	11,167	16,751	21,776
其他	4	4,608	4,622	4,640	4,654
负债总额	16,142	21,887	25,953	35,403	42,525
股本	6,032	6,150	6,150	6,150	6,150
储备	2,749	2,897	5,930	12,462	14,807
每股净资产(元)	1.82	1.51	2.00	2.93	3.31
营运资金	(3583)	(2778)	(3773)	(6496)	(7221)
少数股东权益	378	276	331	397	476
本公司权益拥有人应占权益	8,782	8,947	12,080	18,612	20,957

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元					
EBITDA	1,838	1,966	2,535	3,490	4,066
融资成本(收入)	(567)	(681)	(875)	(1,050)	(1,260)
营运资金变化	(147)	(608)	752	(332)	(108)
所得税	(176)	(124)	(232)	(384)	(491)
营运现金流	2,108	1,747	3,853	3,887	4,884
资本开支	(3,633)	(4,067)	(6,101)	(6,711)	(4,027)
其他投资活动	134	620	(282)	(350)	(252)
投资活动现金流	(3,499)	(3,447)	(6,383)	(7,061)	(4,279)
已付股息	(105)	(672)	(263)	(404)	(480)
其他融资活动	3,474	1,983	3,323	3,353	617
融资活动现金流	3,369	1,311	3,060	2,949	137
现金变化	1,807	(569)	275	(648)	252
汇兑调整	(4)	0	0	0	0
期初持有现金	641	2,747	2,178	2,453	1,805
期末持有现金	2,443	2,178	2,453	1,805	2,057

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元					
收入	3,905	4,152	6,482	9,474	11,881
燃气消耗	(2,110)	(1,841)	(3,707)	(6,334)	(8,317)
其他收入及收益	962	733	1,178	2,077	2,485
员工成本	(195)	(249)	(324)	(453)	(499)
折旧摊销	(768)	(854)	(987)	(1,087)	(1,177)
其他开支	(6)	51	24	23	33
经营利润	1,491	1,549	2,107	3,120	3,800
融资成本	(567)	(681)	(875)	(1,050)	(1,260)
税前利润	1,071	1,112	1,548	2,403	2,889
所得税	(176)	(124)	(232)	(384)	(491)
税后利润	895	988	1,316	2,018	2,398
少数股东权益	92	78	86	95	104
归属于所有者的净利润	803	910	1,230	1,923	2,293
EBITDA	1,838	1,966	2,535	3,490	4,066

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
--------	-------	-------	-------	-------	-------

盈利能力					
经营利润率(%)	38.2%	37.3%	32.5%	32.9%	32.0%
净利率(%)	22.9%	23.8%	20.3%	21.3%	20.2%

营运表现					
员工成本/收入(%)	5.0%	6.0%	5.0%	4.8%	4.2%
实际税率(%)	4.5%	3.0%	3.6%	4.1%	4.1%

股息支付率(%)	0.0%	25.2%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	5	7	6	6	6
应付账款天数	173	193	171	165	175
应收账款天数	66	81	59	57	55

财务状况					
负债/权益	176.2%	237.3%	209.1%	186.2%	198.4%
收入/总资产	15.4%	13.3%	16.9%	17.4%	18.6%
总资产/权益	2.76	3.37	3.09	2.86	2.98
盈利对利息倍数	1.89	1.63	1.77	2.29	2.29
总资产收益率	3.5%	3.2%	3.4%	3.7%	3.7%
净资产收益率	9.8%	10.7%	10.6%	10.6%	11.2%

估值比率(倍)					
PE	22.2	19.4	15.2	9.7	8.1
PB	1.6	1.9	1.4	1.0	0.9

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%之间
减持: 相对大盘涨幅小于-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】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了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，该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。