

买入 (维持)

京能清洁能源 (0579.HK)

目标价: 4.58 港元

现价 : 3.75 港元

预期升幅: 22.1%

2014 年底燃气发电装机容量实现倍增

市场数据

报告日期 2014.03.24

收盘价(港元)	3.75
总股本(百万股)	6,477
流通股本(百万股)	1,965
总市值(亿港元)	242.90
流通市值(亿港元)	73.69
净资产(百万元)	10,964
总资产(百万元)	38,493
每股净资产(元)	1.65

数据来源: 彭博资讯

相关报告

主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,255	7,572	11,335	13,997
同比增长	50.66%	21.06%	49.69%	23.49%
净利润(百万元)	1,146	1,531	2,350	3,082
同比增长	25.87%	33.62%	53.56%	31.14%
经营利润率	32.58%	36.17%	35.00%	36.52%
净利润率	18.31%	20.21%	20.74%	22.02%
净资产收益率	11.20%	12.18%	14.16%	13.66%
每股收益(元)	0.18	0.24	0.36	0.48
市盈率	16.14	12.59	8.20	6.25
股息率	1.46%	1.59%	2.44%	3.20%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **2013 年业绩略逊于我们之前预期。**京能清洁能源(0579.HK)3月19日公告2013年经营业绩,其中营业收入为人民币(下同)62.55亿元,同比增长50.66%;税前利润14.50亿元,同比增长30.39%;股东应占利润11.46亿元,同比增长25.87%;每股盈利0.1844元(2012年为0.1481元),董事会建议每股派息4.34分。其中营业收入和净利润均略逊于我们之前的业绩预测(我们预测收入64.8亿,股东净利润12.3亿,EPS0.20元)。
- **2014 年燃气发电部分新项目投产时点滞后于市场预期。**2013年公司没有新增燃气机组投产,维持原有2,028MW装机容量。2014年预计投产项目包括:1、京西项目1,308MW,因外部条件因素,包括送热管道和电网线路建设,预计只能在2015年年初正式投产。2、高安屯项目845MW,目前内部安装差不多了,预计在今年供热季前调试完毕。3、未来科技城的240MW,目前进入调试状态,预计在5-6月份调试完毕,进入营运状态。京西项目的投产滞后将影响在2014年燃气业务的营业收入,根据装机投产预期时间,我们降低了公司2014年的燃气业务收入,预计同比增长20%-25%左右。
- **风电、水电项目稳健增长,光伏装机量快速提升。**2013年公司投产两个49.5MW的风电项目,风电利用小时数2,174小时,同比增长342小时。公司计划2014年新增投产约200MW风电装机。公司水电装机容量从2013年378.9MW增长到418.9MW。公司加速光伏装机,公司的光伏装机容量从2012年底的50MW增长至2013年底的170MW,同时公司已核准在建项目约为180MW,还有储备项目100MW。

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)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

- **积极拓展燃气分布式项目，奠定燃气业务未来增长基础。**在北京四大热电中心建设完后，北京没有特大的燃气发电项目，公司将致力于分布式能源的项目建设，目前北京市内规划中的分布式能源项目基本都是公司的项目，包括TBD、亦庄、台湖、二机场、首钢、包括即将开工的海淀北项目，已在建的未来城等项目，都公司未来拓展的分布式能源项目。另外，公司对“走出去”也在项目储备和准备工作。
- **雾霾治理提供历史发展机遇。**华北地区日益严重的大气污染(如雾霾天气)造成的环保治理压力和国家对天然气、风电等清洁能源的政策支持奠定了公司未来持续增长的基础，京能清洁能源也正面临清洁能源业务高速发展的历史机遇。当前政府对于大气治理的决心和力度不断加强，加快发展清洁能源已成为我国能源电力发展的重大战略选择，出台大气治理的级别和频率不断上升。
- **投资建议：**预期京西项目投产时间将延后至 2015 年年初，因此我们下调之前预测的 2014 年公司业绩，其业绩贡献将在 2015 年体现。我们预测 2014-2016 公司营收分别为 75.7 亿、113.4 亿、140.0 亿元，EPS 分别为 0.24、0.36、0.48 元(折合港币为 0.30、0.46、0.60 港元)。考虑到北京治理雾霾空气的决心和公司的清洁能源装机容量的发展，我们给予京能清洁能源未来 12 个月内目标价至 4.58 港元。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 15.4、10.1、7.6 倍，目标价较现价 3.75 港元约有 22.1% 的上升空间，故重申对其“买入”的投资评级。
- **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。

图表 1 京能清洁能源 2013 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币，千元)			
	2013年	2012年	同比变动	点评
营业收入	6,254,824	4,151,630	50.7%	各分部投产装机容量增加导致售电量增加。
其他收入净额	1,462,121	733,211	99.4%	燃气价格上涨导致清洁能源生产的政府补贴及补助增加。
总收入	7,716,945	4,884,841	58.0%	
运营开支				
折旧和摊销	(1,102,715)	(854,438)	29.1%	投产装机容量增加。
燃气消耗	(3,659,648)	(1,841,308)	98.8%	1、燃气价格上涨。2、投产装机容量增加。
员工成本	(347,436)	(249,147)	39.5%	人员增加。
维修保养	(248,961)	(151,208)	64.6%	燃气分部投产装机容量增加。
其他开支	(427,864)	(291,320)	46.9%	
其他利得及亏损	107,237	51,387	108.7%	联营公司配售股份产生视作收益所致。
经营利润	2,037,558	1,548,807	31.6%	
财务收入	29,636	27,890		
财务费用	(905,371)	(708,468)	27.8%	新建项目投产利息支出费用化增加。
联营利润或亏损	288,012	243,710	18.2%	参股热电厂因煤炭价格下降致净利润增加。
税前利润	1,449,835	1,111,939	30.4%	
所得税开支	(222,352)	(123,533)	80.0%	新增燃气项目所得税费用增加所致。
净利润	1,227,483	988,406	24.2%	
本公司拥有人	1,145,534	910,101	25.9%	
少数股东权益	81,949	78,305		
基本EPS(分)	18.44	14.81	24.5%	

资源来源：公司资料，兴证香港

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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
现金及等价物	2,178	2,320	2,882	2,318	3,256
应收帐款	1,475	1,859	2,347	3,400	4,199
存货	70	85	121	181	224
其他流动资产	1,104	2,140	2,393	2,892	3,365
总流动资产	4,827	6,402	7,743	8,792	11,043
固定资产	17,405	23,935	31,116	37,339	44,806
无形资产	4,656	4,495	4,495	4,495	4,495
其他非流动资产	9,047	10,063	11,858	13,167	15,641
总资产	31,109	38,493	47,469	55,001	64,943
银行借款	4,267	3,618	5,426	7,054	7,760
应付帐款	1,915	4,798	5,808	5,808	6,970
其他流动负债	1,423	2,231	596	686	803
总流动负债	7,605	10,646	11,831	13,549	15,532
递延收入	368	191	200	253	215
银行及其他借款	9,306	12,078	18,117	21,740	26,088
其他	4,608	4,615	4,620	4,636	4,647
负债总额	21,887	27,529	34,768	40,177	46,481
股本	6,150	6,477	6,477	6,477	6,477
储备	2,897	4,200	5,879	7,932	11,488
每股净资产(元)	1.46	1.72	1.91	2.22	2.77
营运资金	(2778)	(4244)	(4087)	(4756)	(4488)
少数股东权益	276	287	344	413	496
本公司权益拥有人应占权益	8,947	10,677	12,356	14,410	17,965
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
EBITDA	1,966	2,553	3,124	4,240	5,243
融资成本(收入)	(681)	(876)	(1,111)	(1,334)	(1,600)
营运资金变化	(608)	1,475	228	(1,447)	63
所得税	(124)	(222)	(309)	(502)	(654)
营运现金流	1,747	4,623	4,172	3,825	6,584
资本开支	(4,067)	(8,135)	(8,542)	(8,115)	(6,492)
其他投资活动	620	(285)	(354)	(257)	(177)
投资活动现金流	(3,447)	(8,420)	(8,896)	(8,372)	(6,669)
已付股息	(672)	(289)	(324)	(490)	(638)
其他融资活动	1,983	5,126	5,296	4,974	2,314
融资活动现金流	1,311	4,837	4,972	4,484	1,676
现金变化	(569)	796	(91)	(564)	937
汇兑调整	0	0	0	0	0
期初持有现金	2,747	2,178	2,974	2,882	2,318
期末持有现金	2,178	2,974	2,882	2,318	3,256

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
收入	4,152	6,255	7,572	11,335	13,997
燃气消耗	(1,841)	(3,660)	(4,786)	(7,976)	(10,070)
其他收入及收益	733	1,462	2,164	3,102	3,880
员工成本	(249)	(347)	(434)	(565)	(649)
折旧摊销	(854)	(1,103)	(1,195)	(1,289)	(1,398)
其他开支	51	107	51	70	76
经营利润	1,549	2,038	2,739	3,968	5,112
融资成本	(681)	(876)	(1,111)	(1,334)	(1,600)
税前利润	1,112	1,450	1,930	2,951	3,845
所得税	(124)	(222)	(309)	(502)	(654)
税后利润	988	1,227	1,621	2,450	3,191
少数股东权益	78	82	90	99	109
归属于所有者的净利润	910	1,146	1,531	2,350	3,082
EBITDA	1,966	2,553	3,124	4,240	5,243

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
经营利润率(%)	37.3%	32.6%	36.2%	35.0%	36.5%
净利率(%)	23.8%	19.6%	21.4%	21.6%	22.8%
营运表现					
员工成本/收入(%)	6.0%	5.6%	5.7%	5.0%	4.6%
实际税率(%)	3.0%	3.6%	4.1%	4.4%	4.7%
股息支付率(%)	25.2%	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	7	5	6	5	6
应付账款天数	193	229	289	209	187
应收账款天数	81	55	58	55	55
财务状况					
负债/权益	237.3%	251.1%	273.8%	271.0%	251.8%
收入/总资产	13.3%	16.2%	16.0%	20.6%	21.6%
总资产/权益	3.37	3.51	3.74	3.71	3.52
盈利对利息倍数	1.63	1.66	1.74	2.21	2.40
总资产收益率	3.2%	3.2%	3.4%	4.5%	4.9%
净资产收益率	10.7%	11.2%	12.8%	16.5%	17.3%
估值比率(倍)					
PE	20.0	16.8	12.6	8.2	6.3
PB	2.0	1.7	1.6	1.3	1.1

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】

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。