

买入 (维持)

京能清洁能源 (0579.HK)

目标价: 4.58 港元

现价 : 3.41 港元

预期升幅: 34.3%

燃气发电稳步推进, 光伏装机快速增长

市场数据

报告日期 2014.08.22

| | |
|-----------|--------|
| 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) | 11,067 |
| 总资产(百万元) | 39,041 |
| 每股净资产(元) | 1.65 |

数据来源: Wind

相关报告

雾霾空气治理提供历史发展机遇-首发报告-20131223
2013 年业绩点评-20140324
调研纪要-20140711

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

主要财务指标

| 会计年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,255 | 7,373 | 10,947 | 13,424 |
| 同比增长 | 50.66% | 17.88% | 48.47% | 22.62% |
| 净利润(百万元) | 1,146 | 1,438 | 2,080 | 2,551 |
| 同比增长 | 25.87% | 25.50% | 44.66% | 22.65% |
| 经营利润率 | 32.58% | 35.64% | 33.26% | 33.31% |
| 净利润率 | 18.31% | 19.50% | 19.00% | 19.00% |
| 净资产收益率 | 11.20% | 11.88% | 12.52% | 11.49% |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.22 | 0.32 | 0.39 |
| 市盈率 | 14.68 | 12.19 | 8.43 | 6.87 |
| 股息率 | 1.60% | 1.64% | 2.37% | 2.91% |

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **2014 年中期业绩符合预期。**京能清洁能源(0579.HK)8月19日公告2014年经营业绩,其中营业收入为人民币(下同)32.94亿元,同比增长12.10%;税前利润8.49亿元,同比增长9.62%;股东应占利润6.71亿元,同比增长5.50%;每股盈利0.1036元(2013年同期为0.1034元),不派发中期股息。
- **总发电量平稳增长,光伏分部发电量快速增长。**2014年上半年,公司总发电量同比增长4.82%至61.7亿兆瓦时,其中燃气发电同比增10.68%,占总发电量62%,售电收入增长21.14%,收入高于发电量增长主要是2014年1月20日上网电价自0.57元/度调到0.65元/度;风力发电因为平均风速下降而同比下降9.85%,占总发电量27%,售电收入下降10.51%;水力发电因为水量减少导致发电量同比下降9.42%,占总发电量8%,售电收入减少5.59%;光伏新增装机40MW至210MW,光伏发电量增长同比427.8%至1.86亿兆瓦时,光伏售电收入增加339.31%。
- **2014 年燃气发电项目建设稳步推进。**2014年上半年公司没有新增燃气机组投产,维持原有2,028MW装机容量。2014年公司的燃气发电项目进展:1、京西项目1,308MW、高安屯项目845MW完成节点目标建设,进入分阶段调试期。2、区域分布式能源项目-未来城240M已经于7月3日正式投产。3、上庄分布式项目于5月获得核准,进入全面工程建设期。
- **大力推进光伏发电建设。**2014年上半年公司新增光伏装机40MW,已运营的光伏装机量累计达到210MW。同时公司在多个省份积极开展项目前期工作,储备了大量优质光伏发电项目。

- **“走出去”战略收获海外并购第一单，海外业务正式扬帆起航。**公司7月9日与金风科技签约，以总对价约3.19亿港元(相当于约22.97亿港元)收购金风科技下属澳洲一风电场项目的75%的股权。此项目设计装机容量165.5MW，采用17台1.5MW和56台2.5MW金风科技直驱永磁机组。项目已于2012年8月正式开工，预计2014年下半年并网发电。此项目收购标志着京能海外市场拓展正式扬帆起航，开始踏足海外能源市场。
- **投资建议：**预期燃气项目中的京西项目和高安屯项目将在2015年贡献业绩，未来科技城240MW项目于7月3日投产。我们预测2014-2016公司营收分别为73.7亿、109.5亿、134.2亿元，EPS分别为0.22、0.32、0.39元(折合港币为0.28、0.40、0.50港元)。考虑到北京市治理雾霾空气的决心和公司的清洁能源装机容量的提升，我们维持京能清洁能源未来12个月内目标价4.58港元不变。目标价约相当于2014-2016年PE为16.4、11.3、9.2倍，目标价较现价3.41港元约有34.3%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2014年中期业绩主要财务指标变动情况

| | 单位(人民币, 千元) | | | |
|----------|-------------|-------------|---------|---|
| | 2014年中期 | 2013年中期 | 同比变动 | 点评 |
| 营业收入 | 3,293,500 | 2,938,010 | 12.1% | 各分部投产装机容量增加导致售电量增加。 |
| 其他收入净额 | 519,343 | 277,872 | 86.9% | 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 | 3,812,843 | 3,215,882 | 18.6% | |
| 运营开支 | | | | |
| 折旧和摊销 | (591,871) | (517,713) | 14.3% | 投产装机容量增加。 |
| 燃气消耗 | (1,757,677) | (1,390,889) | 26.4% | 燃气价格上涨。 |
| 员工成本 | (153,580) | (149,462) | 2.8% | 人员增加及新投产项目增加员工开支。 |
| 维修保养 | (74,327) | (61,305) | 21.2% | 燃气分部投产项目增加维修费用，风电项目出质保期 |
| 其他开支 | (140,199) | (162,164) | -13.5% | 燃气发电的一次性摊销的生产准备费用减少 |
| 其他利得及亏损 | 45,016 | 85,548 | -47.4% | 计提的转让拨备转回 |
| 经营利润 | 1,140,205 | 1,019,897 | 11.8% | |
| 财务收入 | 12,891 | 15,156 | | |
| 财务费用 | (484,683) | (405,186) | 19.6% | 新建项目投产利息支出费用化增加。 |
| 联营利润或亏损 | 180,452 | 144,377 | 25.0% | 参股热电厂因煤炭价格下降致净利润增加。 |
| 占共同控制体业绩 | (93) | 24 | -487.5% | |
| 税前利润 | 848,772 | 774,268 | 9.6% | |
| 所得税开支 | (129,703) | (89,467) | 45.0% | 实际税率由去年11.56%提升至今年15.28%，主要是新投产燃气项目所得税费用增加所致。 |
| 净利润 | 719,069 | 684,801 | 5.0% | |
| 本公司拥有人 | 670,776 | 635,834 | 5.5% | |
| 少数股东权益 | 48,293 | 48,967 | | |
| 基本EPS(分) | 10.36 | 10.34 | 0.2% | 2013年10月23日，增发股份3.27亿股至64.77亿股。 |

资料来源：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 | 2,348 | 2,391 | 3,023 |
| 应收帐款 | 1,475 | 1,859 | 2,286 | 3,284 | 4,027 |
| 存货 | 70 | 85 | 118 | 175 | 215 |
| 其他流动资产 | 1,104 | 2,140 | 2,379 | 2,866 | 3,326 |
| 总流动资产 | 4,827 | 6,402 | 7,131 | 8,716 | 10,591 |
| 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 | 11,246 | 13,091 | 15,189 |
| 总资产 | 31,109 | 38,493 | 46,856 | 54,925 | 64,490 |
| 银行借款 | 4,267 | 3,618 | 5,426 | 7,054 | 7,760 |
| 应付帐款 | 1,915 | 4,798 | 5,655 | 5,655 | 6,787 |
| 其他流动负债 | 1,423 | 2,231 | 587 | 658 | 748 |
| 总流动负债 | 7,605 | 10,646 | 11,669 | 13,368 | 15,294 |
| 递延收入 | 368 | 191 | 200 | 253 | 215 |
| 银行及其他借款 | 9,306 | 12,078 | 17,513 | 19,264 | 21,191 |
| 其他 | 4,608 | 4,615 | 4,619 | 4,634 | 4,644 |
| 负债总额 | 21,887 | 27,529 | 34,001 | 37,519 | 41,344 |
| 股本 | 6,150 | 6,477 | 6,477 | 6,477 | 6,477 |
| 储备 | 2,897 | 4,200 | 6,033 | 10,514 | 16,173 |
| 每股净资产(元) | 1.46 | 1.72 | 1.93 | 2.62 | 3.50 |
| 营运资金 | (2778) | (4244) | (4538) | (4652) | (4703) |
| 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 | 12,510 | 16,992 | 22,650 |
| 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 单位: 百万元 | | | | | |
| EBITDA | 1,966 | 2,553 | 3,014 | 3,914 | 4,602 |
| 融资成本(收入) | (681) | (876) | (1,111) | (1,334) | (1,600) |
| 营运资金变化 | (608) | 1,742 | 140 | (1,389) | 91 |
| 所得税 | (124) | (222) | (291) | (446) | (545) |
| 营运现金流 | 1,747 | 4,765 | 3,978 | 3,562 | 5,977 |
| 资本开支 | (4,067) | (6,926) | (7,272) | (5,818) | (4,654) |
| 其他投资活动 | 620 | 22 | (37) | 22 | 71 |
| 投资活动现金流 | (3,447) | (6,904) | (7,309) | (5,796) | (4,583) |
| 已付股息 | (672) | (331) | (306) | (436) | (532) |
| 其他融资活动 | 1,983 | 2,773 | 3,985 | 3,159 | 314 |
| 融资活动现金流 | 1,311 | 2,442 | 3,679 | 2,724 | (218) |
| 现金变化 | (569) | 169 | 28 | 43 | 632 |
| 汇兑调整 | 0 | (27) | 0 | 0 | 0 |
| 期初持有现金 | 2,747 | 2,178 | 2,320 | 2,348 | 2,391 |
| 期末持有现金 | 2,178 | 2,320 | 2,348 | 2,391 | 3,023 |

| 利润表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 收入 | 4,152 | 6,255 | 7,373 | 10,947 | 13,424 |
| 燃气消耗 | (1,841) | (3,660) | (4,698) | (7,915) | (10,138) |
| 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 | 2,628 | 3,641 | 4,472 |
| 融资成本 | (681) | (876) | (1,111) | (1,334) | (1,600) |
| 税前利润 | 1,112 | 1,450 | 1,819 | 2,625 | 3,205 |
| 所得税 | (124) | (222) | (291) | (446) | (545) |
| 税后利润 | 988 | 1,227 | 1,528 | 2,179 | 2,660 |
| 少数股东权益 | 78 | 82 | 90 | 99 | 109 |
| 归属于所有者的净利润 | 910 | 1,146 | 1,438 | 2,080 | 2,551 |
| EBITDA | 1,966 | 2,553 | 3,014 | 3,914 | 4,602 |

| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利润率(%) | 37.3% | 32.6% | 35.6% | 33.3% | 33.3% |
| 净利率(%) | 23.8% | 19.6% | 20.7% | 19.9% | 19.8% |
| 营运表现 | | | | | |
| 员工成本/收入(%) | 6.0% | 5.6% | 5.9% | 5.2% | 4.8% |
| 实际税率(%) | 3.0% | 3.6% | 3.9% | 4.1% | 4.1% |
| 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 | 205 | 181 |
| 应收账款天数 | 81 | 55 | 58 | 55 | 55 |
| 财务状况 | | | | | |
| 负债/权益 | 237.3% | 251.1% | 264.5% | 215.6% | 178.6% |
| 收入/总资产 | 13.3% | 16.2% | 15.7% | 19.9% | 20.8% |
| 总资产/权益 | 3.37 | 3.51 | 3.65 | 3.16 | 2.79 |
| 盈利对利息倍数 | 1.63 | 1.66 | 1.64 | 1.97 | 2.00 |
| 总资产收益率 | 3.2% | 3.2% | 3.3% | 4.0% | 4.1% |
| 净资产收益率 | 10.7% | 11.2% | 11.9% | 12.5% | 11.5% |
| 估值比率(倍) | | | | | |
| PE | 18.2 | 15.3 | 12.2 | 8.4 | 6.9 |
| PB | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |

资料来源: 公司资料、兴证香港

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。