

## 公司纪要

**京能清洁能源** 0579 HK

**增长确定，估值低洼**

- 继2014年12月24日《SBI每日快报》中我们推荐投资者关注京能清洁能源 (0579 HK) 以来，股价已从低点累计上涨9.3%。我们认为当前价格仍然具有足够的安全边际，上升空间较大，仍具吸引力

**北京的大气污染给公司提供了历史性的发展机遇：**北京雾霾天数在2013年已经超过80天，大气治理刻不容缓。北京政府大力推进能源结构调整，未来燃气发电将会逐步替代燃煤发电。公司母公司京能集团的最终控制人为北京市国资委，同时公司又是北京市最大的燃气发电商，将在未来的大气治理中扮演重要角色。

**燃气装机量扩张带动业绩增长：**随着京西和高安屯燃气项目逐步落地，公司燃气发电装机容量将大幅提升，使其14年末的权益装机容量增长至6409兆瓦，较上年年末增长53%，为公司15年的业绩增长提供保障。

**估值低于行业平均：**按照WIND一致预期，公司14-16年市盈率分别为12倍、8倍和6.5倍。我们参照传统燃煤发电、节能环保以及其他清洁能源发电的行业估值，认为公司的合理估值应该在15年13倍左右，对应目标价4.81港元/股，较当前价格仍有57%的上升空间。

### 研究团队

(852) 2533 3700  
research@sbichinacapital.com

### 公司资料 (579 HK)

建议	未有评级
现价 (港元)	3.06
目标价 (港元)	n.a.
过去12个月波动区间 (港元)	2.8-5.15
市值 (百万港元)	21,023.5
每日成交额 (百万港元)	49,188,560.8
公众持股量 (%)	84.3

数据来源: 彭博

图1. 基本财务信息

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14E
总收入 (百万人民币)	4,050.7	4,151.6	6,254.8	3,293.5
收入增长率 (YoY)	11.2%	2.5%	50.7%	12.1%
税前收入 (百万人民币)	1,134.2	1,111.9	1,449.8	848.8
税前收入增长率 (YoY)	96.5%	-2.0%	30.4%	9.6%
净利润 (百万人民币)	845.8	910.1	1,145.5	670.8
净利润增长率 (YoY)	73.0%	7.6%	25.9%	5.5%
每股收益 (人民币分)	16.8	14.8	18.4	10.4
每股股利 (人民币分)	0.9	3.8	4.4	-
P/E (x)	14.6	16.5	13.3	-
股息率	0.4%	1.5%	1.8%	-

来源：软库中华、公司资料

## 公司背景

京能清洁能源 ( 0579 HK ) 是北京最大的燃气发电供应商和全国领先的风电运营商，同时涉足光伏、水电和垃圾发电业务。截止 2013 年末，公司权益装机容量合计 4176 兆瓦，其中燃气发电 1898 兆瓦、风电 1699 兆瓦、光伏 210 兆瓦、水电 368 兆瓦 ( 表 1 )。预计 14、15 年末权益装机容量将分别增长至 6409 兆瓦和 7970 兆瓦，三年 CAGR 逾 38%，其中燃气对增长的贡献为 85.7%。因此，燃气发电是对公司业绩影响最大的业务，也是未来两年的主要增长点。

图2. 京能清洁能源装机容量分布 ( 单位：兆瓦 )

	2013年末	2014年末	2015年末	占比	CAGR	增长贡献
燃气	1,897.9	4,050.9	5,150.9	64.6%	64.7%	85.7%
风电	1,699.3	1,748.8	2,021.4	25.4%	9.1%	8.5%
光伏	210.0	241.1	351.1	4.4%	29.3%	3.7%
水电	368.4	368.4	446.8	5.6%	10.1%	2.1%
合计	4,175.5	6,409.1	7,970.1	100.0%	38.2%	100.0%

来源：WIND 资讯、软库中华

## 投资亮点

**北京的大气污染给公司提供了历史性的发展机遇。**北京雾霾天数在 2013 年已经超过 80 天，大气治理刻不容缓。北京政府大力推进能源结构调整，未来燃气发电将替代燃煤发电。公司母公司京能集团的最终控制人为北京市国资委，同时公司又是北京市最大的燃气发电商，将在未来的大气治理中扮演重要角色。

燃气装机增长确定，顺价补贴机制到位。截止 2013 年年末，公司燃气权益装机容量为 1898 兆瓦，占北京市场份额 56%。而此前在建的京西 ( 1308MW ) 和高安屯 ( 845MW ) 燃气项目已经进入试用期，并将于 2014 年末供暖季开始前正式投产。届时，权益装机容量将增至 4051 兆瓦，较上年末同比增长 113%，为公司 15 年业绩增长提供保障。此外，北京市发改委按照 ( 气价变动金额 ( 元 ) \* 行业平均气耗 ( 0.2 立方米/千瓦时 ) ) 给予公司电价补贴，从而可以完全覆盖气价上涨带来的成本上涨。

**风电项目储备充足，行业“弃风限电”现象有所缓解。**根据公司已经建成的、在建的以及海外收购的风电项目，我们预计其 14、15 年的风电装机容量分别为 1749 兆瓦和 2021 兆瓦，年复增长 9.1%。而公司目前的储备项目约 945 兆瓦，有望加速风电板块的发展。2011-2013 年，行业内弃风率分别为 16%、17.1%、10.7%，2014 年 1-9 月弃风率进一步下降至 7.5%，显示弃风限电现象已经有所减轻。

**光伏、水电平稳，垃圾发电前景可期。**公司光伏和水电装机容量合计约占 10%，现阶段对业绩的影响有限，但公司仍然在稳步推行，预计 13-15 年装机容量 CAGR 分别为 29.3%和 10.1%。垃圾发电方面，目前公司有阿苏卫和高安屯两个大型垃圾发电项目，其中阿苏卫是国内目前最大的垃圾发电项目，预计总投资额将达到 34 亿元人民币。而目前该项目已经通过了第一轮环评，预计 2015 年 5 月前可以开工建设，将对 16 年以后的收入提供保障。

**股债结合降低融资成本，配售价格形成股价支撑。**公司所处重资产行业，加之后续两年装机容量持续扩张增加了其融资需求。上市以来公司积极寻找融资渠道，调节债务结构，其 12 月 17 日公告的三年期人民币担保债券，年利率仅为 4.3%，资金成本较低。与此同时，公司分别于 2013 年 10 月和 2014 年 9 月完成两次配股，配股价格分别为 2.82 港元/股和 3.23 港元/股，对股价有一定支撑作用。

估值合理。按照 WIND 一致预期，公司 14-16 年市盈率分别为 12 倍、8 倍和 6.5 倍。我们认为，清洁能源发电业务的估值当处于传统燃煤发电和环保节能之间，以绿色动力 ( 1330 HK )、光大国际 ( 0257 HK )、华润电力 ( 0836 HK ) 和大唐电力 ( 0991 HK ) 15 年的市盈率作为参照，平均值为 13 倍；若以风力发电作为参照，则同样对应 15 年市盈率 13 倍。借此认为，公司的合理价格应该在 4.81 港元/股左右，较目前价格仍有 64% 的上升空间。

图3. 估值比较

公司简称	证券代码	主营业务	总市值 (亿港元)	14EPS (港元/股)	15EPS (港元/股)	16EPS (港元/股)	CAGR (%)	14BPS (港元/股)	14PE (倍)	15PE (倍)	16PE (倍)	14PB (倍)	14PEG
京能清洁能源	0579.hk	燃气发电	210.2	0.25	0.37	0.45	34%	2.15	12.3	8.2	6.8	1.4	0.36
绿色动力环保	1330.hk	垃圾焚烧	45.8	0.18	0.30	0.38	43%	2.45	23.9	14.7	11.6	1.8	0.55
中国光大国际	0257.hk	环保水务、垃圾焚烧	504.0	0.39	0.53	0.65	29%	3.05	28.8	21.1	17.3	3.7	0.99
华润电力	0836.hk	火力发电	952.7	2.47	2.81	3.03	11%	14.02	8.0	7.1	6.6	1.4	0.75
大唐发电	0991.hk	火力发电	575.0	0.24	0.51	0.57	56%	4.21	18.2	8.5	7.5	1.0	0.33
龙源电力	0916.hk	风力发电	631.7	0.40	0.56	0.66	28%	5.00	19.4	14.0	11.9	1.6	0.71
华能新能源	0958.hk	风力发电	236.4	0.14	0.20	0.26	36%	2.00	17.3	12.3	9.4	1.2	0.48
平均			450.8	0.6	0.8	0.9	0.3	4.7	18.3	12.3	10.2	1.7	0.60

来源：WIND 资讯、软库中华

## 风险因素

### 政府燃气补贴资金不到位

由于燃气发电总的营业开支高于上网电价收入，所以目前燃气发电业务对政府补贴较为依赖。2012-2014 年上半年，公司确认的政府燃气补贴分别为 4.53 亿、13.85 亿和 4.87 亿元人民币，分别占公司税前利润的 40.7%、95.5% 和 46.2%。若补贴资金不到位、补贴政策发生不利改变，则对公司影响较大。

### “弃风限电”影响加剧

公司风电业务中，大多数项目都在内蒙古，约占总装机容量的 70%，而内蒙古属于“弃风限电”的重灾区，13 年蒙东弃风率高达 19.5%，蒙西也有 12.2%。我们根据公司 14 年半年报中披露的风电业务收入 7.69 亿元和内蒙古风电上网电价 0.51 元/度，估计其上半年上网电量为 15.08 亿度，而公司上半年的实际发电量为 16.82 亿度，也就是说，弃风率在 10% 左右，低于内蒙古地区，但是高于上述行业平均。

### 风电上网电价下调风险

在 2014 年 9 月，发改委在“陆上风电价格座谈会”曾讨论陆上风力发电的上网电价下调方案，下调的幅度是 0.02-0.07 元/度，2015 年 6 月 30 日后投产的项目将受到这一调价的影响。公司的 945MW 风电储备项目或将于此时间节点后上线，可能会受到风电上网电价下调的影响。

图4. 利润表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
收入	<b>4,050.7</b>	<b>4,151.6</b>	<b>6,254.8</b>	<b>3,293.5</b>
其他收入	963.1	733.2	1,462.1	519.3
燃气消耗	(2,110.1)	(1,841.3)	(3,659.6)	(1,757.7)
折旧和摊销	(801.5)	(854.4)	(1,102.7)	(591.9)
员工成本	(211.7)	(249.1)	(347.4)	(153.6)
其他成本	(328.3)	(391.1)	(569.6)	(169.5)
<b>经营溢利</b>	<b>1,562.3</b>	<b>1,548.8</b>	<b>2,037.6</b>	<b>1,140.2</b>
财务费用	(575.1)	(680.6)	(875.7)	(471.8)
应占附属公司业绩	147.1	243.7	288.0	180.4
<b>税前溢利</b>	<b>1,134.2</b>	<b>1,111.9</b>	<b>1,449.8</b>	<b>848.8</b>
所得税	(196.8)	(123.5)	(222.4)	(129.7)
<b>年内溢利</b>	<b>937.4</b>	<b>988.4</b>	<b>1,227.5</b>	<b>719.1</b>
股东应占利润	<b>845.8</b>	<b>910.1</b>	<b>1,145.5</b>	<b>670.8</b>

资料来源：公司数据、软库中华

图5. 资产负债表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
<b>非流动资产</b>				
固定资产	14,866.4	17,405.5	23,935.1	24,430.0
无形资产	4,795.8	4,656.1	4,494.6	4,399.9
于联营公司的投资	1,267.7	1,455.2	1,650.9	1,831.4
其他	2,176.0	2,730.2	2,010.1	2,198.6
<b>非流动资产总计</b>	<b>23,106.0</b>	<b>26,247.0</b>	<b>32,090.8</b>	<b>32,860.0</b>
<b>流动资产</b>				
存货	59.8	69.9	84.6	92.7
贸易应收款项及应收票据	1,440.0	1,475.2	1,858.6	1,833.5
其他应收款项、按金及预付款项	153.1	317.6	1,040.2	1,028.8
受限制银行存款	0.0	207.6	421.8	73.0
现金及现金等价物	2,747.3	2,178.0	2,319.5	2,712.3
其他	581.1	613.9	677.6	440.8
<b>流动资产总计</b>	<b>4,981.2</b>	<b>4,862.1</b>	<b>6,402.4</b>	<b>6,181.1</b>
<b>流动负债</b>				
贸易及其他应付款项	(1,578.8)	(1,915.1)	(4,797.6)	(3,102.1)
应付关联方款项	(242.6)	(1,339.3)	(304.7)	(534.5)
银行及其他借贷	(6,127.5)	(4,266.8)	(3,617.5)	(4,147.0)
短期融资券	0.0	0.0	(1,800.0)	(1,800.0)
其他	(257.0)	(83.6)	(126.1)	(101.6)
<b>流动负债总计</b>	<b>8,205.9</b>	<b>7,604.8</b>	<b>10,645.9</b>	<b>9,685.2</b>
<b>非流动负债</b>				
银行及其他借贷	(8,364.6)	(9,305.9)	(12,077.8)	(13,222.8)
中期票据	0.0	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
公司债券	0.0	(3,582.9)	(3,588.4)	(3,591.3)
其他	(68.5)	(293.2)	(216.8)	(214.1)
<b>资产净值</b>	<b>11,448.3</b>	<b>9,322.3</b>	<b>10,964.2</b>	<b>11,327.6</b>
<b>权益</b>	<b>11,448.3</b>	<b>9,322.3</b>	<b>10,964.2</b>	<b>11,327.6</b>

资料来源：公司数据、软库中华

图6. 现金流量表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY13/12	1H FY12/14
<b>经营活动产生的现金流</b>				
除税前溢利	1,134.2	1,111.9	1,449.8	848.8
折旧及摊销	801.5	854.4	1,102.7	591.9
应占联营公司业绩	(147.4)	(243.5)	(287.9)	(180.5)
财务费用	591.5	708.5	905.4	484.7
其他调整	(197.8)	(864.5)	1,460.7	(878.5)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>2,182.0</b>	<b>1,566.8</b>	<b>4,630.7</b>	<b>866.4</b>
<b>投资活动产生的现金流</b>				
购置资产	(3,633.7)	(4,067.5)	(6,925.8)	(2,030.3)
其他	135.7	620.2	21.8	362.9
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,498.0)</b>	<b>(3,447.3)</b>	<b>(6,904.0)</b>	<b>(1,667.4)</b>
<b>融资活动产生的现金流</b>				
新增银行及其他贷款	9,728.4	10,579.0	10,440.1	6,621.5
偿还银行及其他贷款	(7,101.0)	(11,204.0)	(8,317.4)	(4,945.8)
其他	799.3	1,936.3	319.1	(476.9)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>3,426.7</b>	<b>1,311.3</b>	<b>2,441.8</b>	<b>1,198.7</b>
<b>现金及现金等价物(减少)增加净额</b>	<b>2,110.7</b>	<b>(569.2)</b>	<b>168.5</b>	<b>397.8</b>
年初现金及现金等价物	640.6	2,747.3	2,178.1	2,319.5
年终现金及现金等价物	2,747.3	2,178.1	2,319.5	2,712.3

资料来源：公司数据、软库中华

软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：  
[research@sbichinacapital.com](mailto:research@sbichinacapital.com), [thomsononeanalytics.com](http://thomsononeanalytics.com), [factset.com](http://factset.com) and [multex.com](http://multex.com)

## SBI研究评级

### 软库中华金融的股票评级：

- 强烈建议购入** : 未来3个月绝对增长超过50%  
**建议购入** : 未来6个月绝对增长超过10%  
**建议持有** : 未来6个月绝对回报在-10%至+10%  
**建议售出** : 未来6个月绝对下降超过10%

投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

**分析员声明：**本报告中给出之观点准确反应了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

### 免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中资讯已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1) 在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告资讯或者依据此资讯行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多资讯，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构。

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。