

买入 (维持)

0579.HK 京能清洁能源

目标价: 3.18 港元

燃气发电业绩兑现, 风光带动稳健增长

现价: 2.36 港元

2016年05月18日

预期升幅: 34.8%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.05.18

收盘价(港元)	2.36
总股本(百万股)	6,870
流通股本(百万股)	2,358
总市值(亿港元)	162.14
流通市值(亿港元)	55.65
净资产(百万元)	14,097
总资产(百万元)	46,402
每股净资产(元)	2.05

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,346	14,825	15,345	16,727
同比增长	64.36%	3.34%	3.51%	9.01%
净利润(百万元)	1,911	2,166	2,423	2,833
同比增长	61.56%	13.08%	11.64%	16.64%
经营利润率	23.51%	24.37%	25.51%	26.34%
净利润率	13.61%	14.89%	16.06%	17.19%
净资产收益率	12.62%	12.54%	12.45%	12.78%
每股收益(元)	0.28	0.32	0.35	0.41
市盈率	7.14	6.30	5.63	4.82
股息率	3.44%	3.17%	3.55%	4.15%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **维持买入评级, 目标价 3.18 港元, 较现价有 34.8% 的上升空间。**我们认为京能清洁能源在风电、光伏的装机增量推动下经营业绩将稳健增长, 融资利率下行助推公司净利润增速快于营收增速。我们预测 2016-2018 年公司每股收益为 0.37、0.42 和 0.49 港元, 给予其未来 12 个月内 3.18 港元目标价, 对应 2016-2018 年 PE 估值为 8.5、7.6、6.5 倍, 现价约有 34.8% 的上升空间, 维持其“买入”的投资评级。
- **燃气板块装机量倍增后业绩兑现, 燃气发电业务积极异地拓展。**2015 年公司经营业绩良好, 兑现了燃气装机量倍增带来的业绩增长预期。2016 年 1 季度公司营收增长 18.5%, 股东净利润增长 38.6%, 这主要受益于去年风光板块的发电装机增量以及 2014 年底投产的新燃气机组在今年 1 季度可高效满负荷的投产。当前公司燃气发电业务正在积极出北京, 在全国范围内争取效益较好的燃气分布式项目, 奠定未来业绩增长的基础。
- **风电、光伏板块新增装机带动公司业绩稳健增长。**截止 2015 年底, 公司风电装机量为 1,915MW, 光伏装机量为 440MW, 预计公司每年约有 400-500MW 的风光新增装机量, 风光装机增量带动公司业绩稳健增长。
- **多业务板块协同发展, “做大气电, 做强风电, 做优水电, 做多光电”。**公司拥有多元化的发电业务结构, 可以分散单一能源发电的波动与风险, 坚持“做大气电, 做强风电, 做优水电, 做多光电”的发展策略。
- **风险提示:** 新投资项目投产延期; 风、光限电现象恶化。

## 相关报告

深度报告\_20131223  
 业绩点评\_20140324  
 调研纪要\_20140711  
 业绩点评\_20140822  
 会议摘要\_20141230  
 会议摘要\_20150202  
 业绩点评\_20150401

## 海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军  
 注册国际投资分析师 CIIA  
 luhj@xyzq.com.hk  
 SFC: AZF126  
 SAC: S0190515010004

## 报告正文

- **2015 年经营业绩兑现了燃气装机量倍增带来的业绩增长预期。**2015 年公司经营业绩:营业收入 143.46 亿元人民币(下同),同比增长 64.35%;税前利润 25.61 亿元,同比增长 62.97%;股东净利润为人民币 19.11 亿元,同比增长 58.12%,每股收益 0.278 分。公司 2015 年度经营业绩良好,基本兑现了燃气板块装机量倍增后市场对公司业绩增长的预期,也大致符合我们之前的业绩预测(预测营收 136 亿,预测净利润 21 亿,预测 EPS0.31 元)。

图 1、公司主要板块装机量

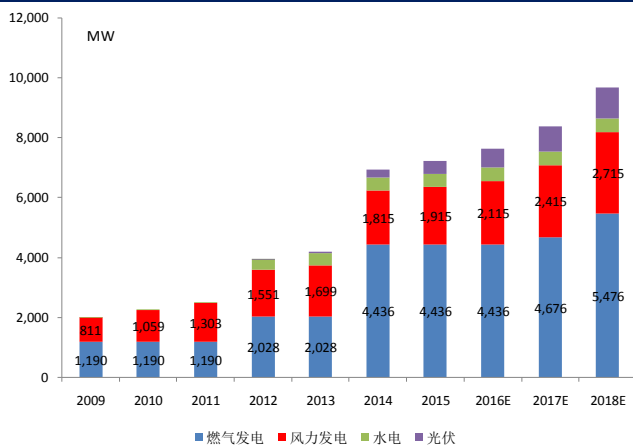
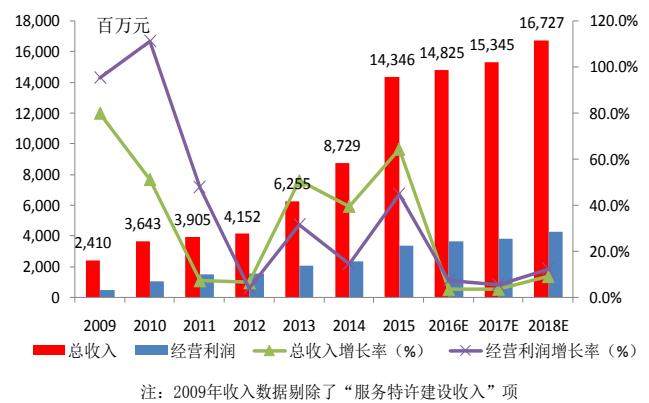


图 2、公司的收入和净利润



注：2009 年收入数据剔除了“服务特许经营收入”项

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **2016 年 1 季度业绩良好。**公司 4 月 29 日因发行债券披露 1 季度财务数据:1-3 月份,公司营业收入 46.06 亿元,同比增长 18.5%;税前利润 11.2 亿元,同比增长 38.4%;归属股东净利润 8.47 亿元,同比增长 38.6%。公司一季度业绩良好主要来自于 2015 年风光板块的发电装机增量以及 2014 年底投产的新燃气机组在今年 1 季度可以满负荷生产。
- **燃气发电立足北京,积极异地拓展。**截止 2015 年底,公司燃气发电装机总计 4,436M,包括北京 4 大燃气热电中心和太阳宫燃气热电、京丰燃气热电及未来城区域能源项目,总共 7 个电厂。公司的燃气发电在北京市场份额 60%以上,供热占比超过 70%。公司燃气热电立足北京,开始全国布局,并因地制宜的发展区域能源项目和分布式燃气发电项目。公司的北京上庄 240MW 区域能源项目预计 2017 年 1 季度建成投产,另外公司在深圳和珠海还储备燃气发电项目约 2.5GW。公司规划到 2020 年公司将新增 2.8GW 燃气发电装机量,达到 7.27GW。
- **天然气价格下调,财政补贴减少,有利于理顺燃气发电收入机制。**公司在北京的燃气发电补贴机制成熟,财政补贴额根据燃气价格变动进行调整。当前公

司在北京的燃气发电上网核定电价为 0.65 元/千瓦时，政府的核算度电成本价 0.71 元/千瓦时，即北京财政补贴为 0.06 元/千瓦时。按当前装机量规模和利用小时数，公司今年燃气消耗大约 40 亿立方米，燃气含税进价 2.51 元/立方米，发电近 200 亿千瓦时，财政补贴大约需 11 亿元左右。11 亿元补贴额相较于 2015 年 30 亿元左右的补贴额大大降低，因此可以解除投资者关于补贴额不能及时到位的担心（实际上补贴到位一直较好，甚至提前到账）。同时如果天然气价格在当前基础上再下降大约 0.3 元/立方米，公司的燃气发电将不再需要燃气补贴而运营，公司也将彻底摆脱依靠财政补贴经营的印象。实际上，我国的燃气发电上网电价在各地的电价为当地脱硫脱硝火电上网价格加 0.35 元，大约 0.75 元/千瓦时，而这个价格是高于公司在北京的燃气上网电价水平的。

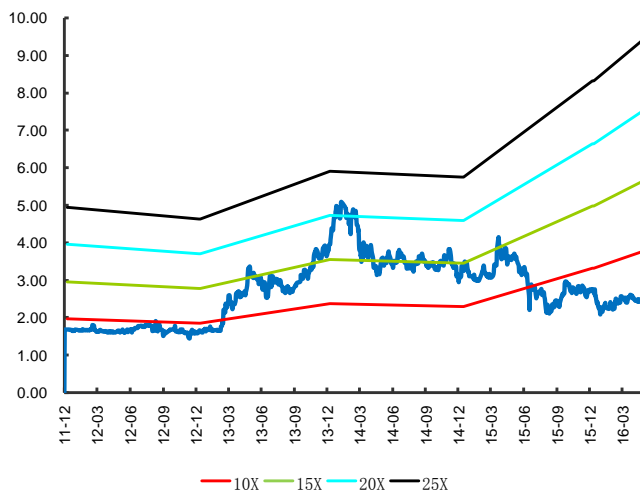
- **风电业务布局优化，风电利用小时高于全国平均水平。**公司风力发电业务装机量快速增长，截止 2015 年底，公司风电总装机量为 1,915MW，主要分布在内蒙古（19 处）和宁夏（2 处），北京（2 处）。虽然公司的风电厂都分布北方地区，也同样受行业弃风限电的影响，风场限电率多在 15-20%，但由于公司的风场布局和位置较优，公司 2015 年风电利用小时数为 1,966 小时，远高于全国平均 1,728 小时。以目前的储备和规划，公司计划每年新增 200-300MW 风电装机，长远规划到 2020 年新增装机 2.3GW，总风电板块装机量达到 4.3GW。
- **光伏业务增长迅速。**光伏业务是公司增长最为迅速的板块，从 2012 年 10MW 装机增长到 2015 年底的 440MW，光伏项目的分布区域较风电更为广泛。公司在 2015 年已经被国家认定为七个示范区领跑者之一。公司还在积极探索分布式光伏和农牧渔合作项目。公司计划未来每年新增 200MW 光伏装机量，并计划到 2020 年，新增光伏装机 2GW，总装机达到 2.44GW 装机量。
- **多业务板块协同发展，“做大气电，做强风电，做优水电，做多光电”。**公司拥有多元化的业务结构，可以分散单一能源发电的波动与风险。发展策略上，坚持“做大气电，做强风电，做优水电，做多光电”的发展策略。目前看，公司的各板块均衡发展，燃气项目因为投产了北京几个大的燃气发电项目后，目前正试图在全国其他地区进行业务拓展，而天然气价格下调为燃气项目发展带来极佳的历史机遇。风电和光伏属于公司积极发展板块，而且比能较清晰预见装机量增长的情况。光伏板块因为基数小，增速较快。水电由于资源限制，未来新增量较少，但可为公司提供一笔稳健的现金流。
- **融资结构合理多元化，融资成本持续降低。**作为北京市国资委的企业，京能清洁能源具有相对较高的资信评级，公司也充分发挥境内外多种融资方式，积

极开展了各种债权融资。公司在 2015 年发行了永续债 15 亿元，利率 5.15%；发行多期短融券和超短融债券，利率在 3.2-3.7% 之间。2015 年公司综合融资成本 4.89%，预计 2016 年融资成本在 4.2-4.3% 左右，对应总体约 250 亿元负债规模，仅利率下行就可以节约融资成本约 1.7 亿元。

- **维持买入评级，目标价 3.18 港元，较现价有 34.8% 的上升空间。**京能清洁能源是北京地区最大的燃气发电及供热供应商，同时公司还是中国领先的风电运营商，同时还有水电光伏发电等清洁能源业务，并进军了垃圾发电领域。公司当前的总控股装机量 7.24GW。我们认为公司在风电、光伏的装机增量推动下业绩将稳健增长，同时融资利率持续下行助推公司净利润增速快于营收增速。

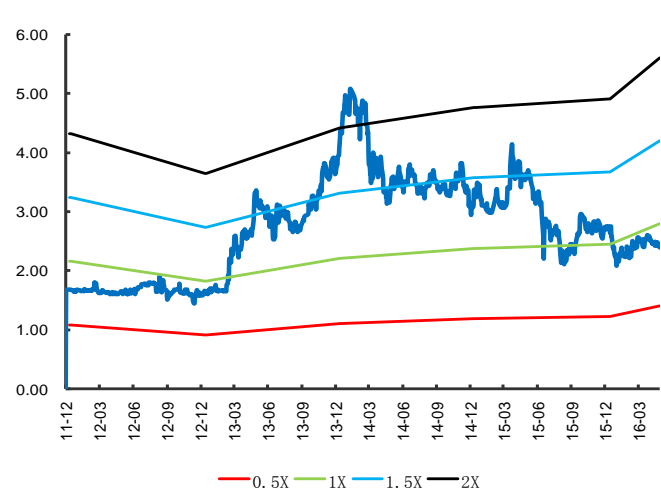
我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 148.3 亿、153.4 亿、167.3 亿元，每股收益为 0.37、0.42 和 0.49 港元（假定汇率：1 人民币元=1.1879 港元），考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们给予京能清洁能源未来 12 个月内 3.18 港元目标价，目标价约对应 2016-2018 年 PE 估值为 8.5、7.6、6.5 倍，目标价较现价 2.36 港元约有 34.8% 的上升空间，维持其“买入”的投资评级。

图 3、京能清洁能源历史 PE Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、京能清洁能源历史 PB Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 风险因素

新建项目投产延期。

风况资源不佳，弃风限电现象继续恶化。

风电、光伏上网电价下调。

## 附表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
现金及等价物	2,115	2,626	2,489	1,999
应收帐款	2,994	2,224	2,302	2,509
存货	134	148	153	167
其他流动资产	1,809	1,935	2,083	2,262
<b>总流动资产</b>	<b>7,052</b>	<b>6,934</b>	<b>7,027</b>	<b>6,937</b>
固定资产	30,858	33,944	37,338	41,072
无形资产	4,154	4,154	4,154	4,154
其他非流动资产	11,390	11,408	11,806	12,094
<b>总资产</b>	<b>46,402</b>	<b>49,506</b>	<b>53,298</b>	<b>57,320</b>
银行借款	3,558	3,913	4,305	4,735
应付帐款	3,807	4,569	5,482	6,579
其他流动负债	6,824	6,720	6,852	6,917
<b>总流动负债</b>	<b>14,189</b>	<b>15,202</b>	<b>16,639</b>	<b>18,231</b>
递延收入	373	299	336	336
银行及其他借款	13,397	13,463	13,598	13,326
其他	2,336	2,292	2,295	2,305
<b>负债总额</b>	<b>30,294</b>	<b>31,257</b>	<b>32,867</b>	<b>34,198</b>
股本	6,870	6,870	6,870	6,870
<b>储备</b>	<b>7,226</b>	<b>9,272</b>	<b>11,337</b>	<b>13,890</b>
每股净资产(元)	2.05	2.35	2.65	3.02
营运资金	(7,137)	(8,268)	(9,611)	(11,294)
少数股东权益	482	579	695	834
<b>股东权益</b>	<b>14,097</b>	<b>16,143</b>	<b>18,208</b>	<b>20,760</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
单位: 百万元				
EBITDA	4,432	4,858	5,282	6,026
融资成本(收入)	(1,143)	(1,068)	(1,042)	(1,015)
营运资金变化	4,254	1,269	738	307
所得税	(528)	(572)	(636)	(739)
<b>营运现金流</b>	<b>6,503</b>	<b>6,855</b>	<b>6,737</b>	<b>7,023</b>
资本开支	(4,549)	(4,321)	(4,754)	(5,229)
其他投资活动	105	215	220	229
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,444)</b>	<b>(4,106)</b>	<b>(4,534)</b>	<b>(5,000)</b>
已付股息	(363)	(532)	(583)	(665)
其他融资活动	(3,289)	(1,134)	(1,122)	(1,110)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,652)</b>	<b>(1,665)</b>	<b>(1,705)</b>	<b>(1,775)</b>
<b>现金变化</b>	<b>(2,086)</b>	<b>512</b>	<b>(138)</b>	<b>(490)</b>
汇兑调整	(6)	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>4,207</b>	<b>2,115</b>	<b>2,626</b>	<b>2,489</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>2,115</b>	<b>2,626</b>	<b>2,489</b>	<b>1,999</b>

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
<b>收入</b>	<b>14,346</b>	<b>14,825</b>	<b>15,345</b>	<b>16,727</b>
燃气消耗	(10,545)	(8,783)	(8,830)	(9,416)
其他收入及收益	3,248	1,388	1,364	1,435
员工成本	(551)	(567)	(596)	(638)
折旧摊销	(1,871)	(1,998)	(2,101)	(2,332)
其他开支	(56)	49	30	8
<b>经营利润</b>	<b>3,373</b>	<b>3,613</b>	<b>3,915</b>	<b>4,406</b>
融资成本	(1,143)	(1,068)	(1,042)	(1,015)
<b>税前利润</b>	<b>2,561</b>	<b>2,860</b>	<b>3,181</b>	<b>3,694</b>
所得税	(528)	(572)	(636)	(739)
<b>税后利润</b>	<b>2,033</b>	<b>2,288</b>	<b>2,545</b>	<b>2,955</b>
少数股东权益	81	81	80	80
<b>股东净利润</b>	<b>1,911</b>	<b>2,166</b>	<b>2,423</b>	<b>2,833</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,432</b>	<b>4,858</b>	<b>5,282</b>	<b>6,026</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>盈利能力</b>				
经营利润率(%)	23.5%	24.4%	25.5%	26.3%
净利率(%)	14.2%	15.4%	16.6%	17.7%
<b>营运表现</b>				
员工成本/收入(%)	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%
实际税率(%)	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率(%)	24.6%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	3	4	5	4
应付账款天数	122	128	151	169
应收账款天数	39	28	27	27
<b>财务状况</b>				
负债/权益	207.8%	186.9%	173.9%	158.4%
收入/总资产	30.9%	29.9%	28.8%	29.2%
总资产/权益	3.18	2.96	2.82	2.65
盈利对利息倍数	2.24	2.68	3.05	3.64
总资产收益率	4.4%	4.6%	4.8%	5.2%
净资产收益率	12.6%	12.5%	12.5%	12.8%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	7.1	6.3	5.6	4.8
PB	1.0	0.8	0.7	0.7

### 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%;  
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

### 机构销售经理联系方式

#### 机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

#### 上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955

#### 北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220

#### 深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元盛	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017

#### 海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			

地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955

#### 私募及企业客户负责人

刘俊文 021-38565559 liujw@xyzq.com.cn

#### 私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。