

买入 (维持)

0579.HK 京能清洁能源

目标价: 3.18 港元

现价: 2.37 港元

发电量平稳增长, 业绩符合预期

2016年08月27日

预期升幅: 34.2%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.08.27

收盘价(港元)	2.37
总股本(百万股)	6,870
流通股本(百万股)	2,358
总市值(亿港元)	162.83
流通市值(亿港元)	55.89
股东净资产(百万元)	14,646
总资产(百万元)	48,118
每股净资产(元)	2.13

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,346	14,879	15,345	16,727
同比增长	64.36%	3.72%	3.13%	9.01%
净利润(百万元)	1,911	2,075	2,374	2,879
同比增长	61.56%	9.88%	13.97%	20.65%
经营利润率	23.51%	24.38%	25.49%	26.64%
净利润率	13.61%	14.42%	15.93%	17.63%
净资产收益率	12.62%	12.11%	12.20%	12.84%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.35	0.42
市盈率	7.33	6.75	5.90	4.86
股息率	3.35%	2.96%	3.39%	4.11%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **中期业绩稳健, 符合预期。**京能清洁能源(0579.HK)8月23日公告中期业绩: 营收67.39亿元, 同比增长8.62%; 股东净利润为人民币10.18亿元, 同比增长6.30%, 每股收益14.72分。由于相较于去年同期没有较大的装机量变化, 所以中期业绩稳定, 符合预期。售电收入增长主要是燃气机组运行良好, 发电小时数提高。投资持股由浮盈至浮亏和联营火电企业利润减少大幅抵减了发电量增长和融资成本下降所带来的利润增长贡献。
- **总发电量同比增5.97%, 唯风电板块受限电影响微降。**公司上半年总发电量116.5亿千瓦时, 同比增长5.97%, 除风电外, 其余板块发电量均实现正增长。作为主力发电板块的燃气发电及供热机组运营良好, 发电量85.8亿千瓦时, 同比增6.45%, 平均利用小时1,934。
- **多业务板块协同发展, “做大气电, 做强风电, 整合水电, 做多光电, 突破垃圾发电”。**今年上半年, 公司新增光伏控股装机38MW, 其余板块无新增装机, 当前公司总装机容量为7,278MW。
- **维持“买入”投资评级, 目标价3.18港元不变, 约有34.2%的上升空间。**我们预测2016-2018年公司营业收入分别为148.8亿、153.5亿、167.3亿元, 每股收益为0.35、0.40和0.49港元。我们维持其“买入”投资评级, 目标价3.18港元不变, 对应2016-2018年PE估值为9、8、6.5倍, 目标价较现价2.37港元约有34.2%的上升空间。
- **风险提示:** 新投项目投产延期; 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
 跟踪报告-20160518

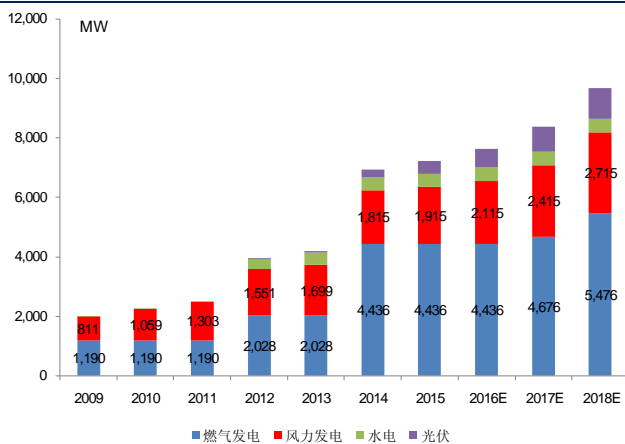
海外新能源研究

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

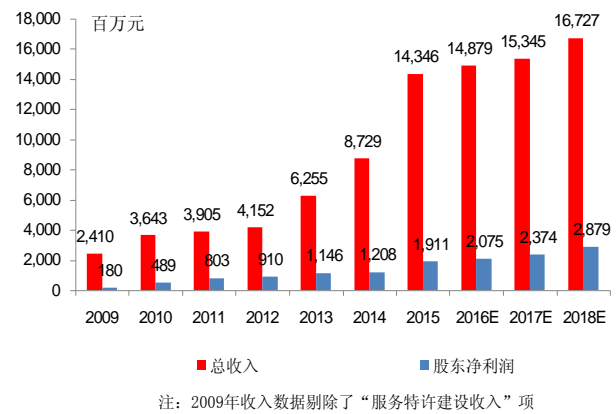
- **中期业绩稳健，符合预期。**京能清洁能源(0579.HK)8月23日公告中期业绩：营业收入67.39亿元人民币(下同)，同比增长8.62%；税前利润14.0亿元，同比增长6.99%；股东净利润为人民币10.18亿元，同比增长6.30%，每股收益14.72分。由于相较于去年同期没有较大的装机量变化，所以公司中期业绩稳健增长，符合预期。售电收入增长主要是燃气机组运行良好，发电小时数提高。投资持股由浮盈至浮亏和联营火电企业利润减少大幅抵减了发电量增长和融资成本下降所带来的利润增长贡献。

图 1、公司主要各板块装机量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、营业收入和归属股东净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **总发电量同比增 5.97%，唯风电板块受限电影响微降。**公司上半年总发电量116.5亿千瓦时，同比增长5.97%，除风电外，其余板块发电量均实现正增长。作为主力发电板块的燃气发电及供热机组运营良好，发电量85.8亿千瓦时，同比增6.45%，平均利用小时1,934。风电发电量下降0.3%至20.3亿千瓦时，平均利用小时1,059。水电受来水较多影响，发电量增15.88%至6.9亿千瓦时，平均利用小时1,545小时。光伏发电同比增长14.4%至3.5亿千瓦时，利用小时764小时。
- **多业务板块协同发展，“做大气电，做强风电，整合水电，做多光电，突破垃圾发电”。**今年上半年，公司新增光伏控股装机38MW，其余板块无新增装机，公司总装机容量7,278MW。新项目方面，北京上庄240MW区域能源项目预计2017年1季度建成投产，其余继续推进的项目有亦庄120MW、昌平科技园180MW的区域能源项目，澳大利亚昆州360MW燃气调峰项目。
- **燃气发电立足北京，积极异地拓展。**当前公司燃气发电装机总计4,436M，包

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。
- **融资产品多元化，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。公司在 2016 年上半年发行 4 期超短融债券，利率在 2.70-3.02% 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 港元不变，较现价有 34.2% 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、光伏等清洁能源业务，并进军垃圾发电领域。公司当前的总控股装机量 7.28GW。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 148.8 亿、153.5 亿、167.3 亿元，每股收益为 0.35、0.40 和 0.49 港元（假定汇率：1 人民币元=1.1631 港元），考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们维持 3.18 港元目标价不变，目标价约对应 2016-2018 年 PE 估值为 9、8、6.5 倍，目标价较现价 2.37 港元

约有 34.2% 的上升空间，维持其“买入”的投资评级。

- **风险提示：**新投项目投产延期；风、光限电现象恶化。

表 1、京能清洁能源 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)		同比变动	点评
	2016年中期	2015年中期		
营业收入	6,738,867	6,204,052	8.6%	燃气发电运行小时数增加, 售电售热增加
其他收入净额	608,777	1,467,208	-58.5%	燃气价格下降导致政府补贴和补助减少
总收入	7,347,644	7,671,260	-4.2%	
运营开支				
折旧和摊销	(918,832)	(883,217)	4.0%	风电和光伏部分投产机组同比有增加
燃气消耗	(3,916,960)	(4,439,810)	-11.8%	燃气价格下降导致燃气成本减少
员工成本	(229,985)	(207,785)	10.7%	新投产项目员工成本费用化
维修保养	(171,580)	(181,088)	-5.3%	燃气机组运行良好, 维修费用下降
其他开支	(236,012)	(261,268)	-9.7%	
其他利得及亏损	(82,387)	82,308		持有的中广核H股股票, 由浮盈转至浮亏
经营利润	1,791,888	1,780,400	0.6%	
财务收入	10,528	37,428	-71.9%	利率下行, 资金成本降低, 发行4期总计40亿超短融,
财务费用	(486,335)	(668,181)	-27.2%	资金利率2.70-3.02%
联营利润或亏损	84,025	159,371	-47.3%	参股的京能国际能源下属热电公司净利润减少
立占共同控制体业绩		(400)		
税前利润	1,400,106	1,308,618	7.0%	
所得税开支	(303,022)	(274,549)	10.4%	燃气发电及供热部分税费增加, 实际税率从去年20.98%
净利润	1,097,084	1,034,069	6.1%	提升到21.64%
本公司拥有人	1,011,538	976,331	3.6%	
永续票据持有人	38,301			
少数股东权益	47,245	57,738		
基本EPS(分)	14.72	14.21	3.6%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资产负债表					利润表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元					单位: 百万元				
现金及等价物	2,115	2,733	2,751	2,480	收入	14,346	14,879	15,345	16,727
应收帐款	2,994	2,232	2,302	2,509	燃气消耗	(10,545)	(8,822)	(8,830)	(9,416)
存货	134	149	153	167	其他收入及收益	3,248	1,394	1,364	1,435
其他流动资产	1,809	1,936	2,083	2,262	员工成本	(551)	(606)	(636)	(681)
总流动资产	7,052	7,050	7,289	7,418	折旧摊销	(1,871)	(1,998)	(2,101)	(2,332)
固定资产	30,858	33,944	37,338	41,072	其他开支	(56)	(53)	0	0
无形资产	4,154	4,154	4,154	4,154	经营利润	3,373	3,627	3,911	4,456
其他非流动资产	11,390	11,525	12,068	12,575	融资成本	(1,143)	(936)	(821)	(714)
总资产	46,402	49,622	53,560	57,801	税前利润	2,561	2,840	3,237	3,884
银行借款	3,558	3,913	4,305	4,735	所得税	(528)	(615)	(712)	(855)
应付帐款	3,807	4,569	5,482	6,579	税后利润	2,033	2,226	2,525	3,030
其他流动负债	6,824	6,714	6,850	6,925	少数股东权益	81	81	80	80
总流动负债	14,189	15,196	16,637	18,239	股东净利润	1,911	2,075	2,374	2,879
递延收入	373	299	336	336	EBITDA	4,432	4,838	5,338	6,217
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	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
负债总额	30,294	31,251	32,865	34,205	盈利能力				
股本	6,870	6,870	6,870	6,870	经营利润率 (%)	23.5%	24.4%	25.5%	26.6%
储备	7,226	9,394	11,601	14,363	净利率 (%)	14.2%	15.0%	16.5%	18.1%
每股净资产 (元)	2.05	2.37	2.69	3.09	营运表现				
营运资金	(7,137)	(8,146)	(9,347)	(10,820)	员工成本/收入 (%)	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%
少数股东权益	482	579	695	834	实际税率 (%)	20.6%	21.6%	22.0%	22.0%
股东权益	14,097	16,265	18,472	21,234	股息支付率 (%)	24.6%	20.0%	20.0%	20.0%
					存货周转天数	3	4	5	4
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	应付账款天数	122	128	151	168
单位: 百万元					应收账款天数	39	28	27	27
EBITDA	4,432	4,838	5,338	6,217	财务状况				
融资成本(收入)	(1,143)	(936)	(821)	(714)	负债/权益	207.8%	185.5%	171.5%	155.0%
营运资金变化	4,254	1,261	746	307	收入/总资产	30.9%	30.0%	28.6%	28.9%
所得税	(528)	(615)	(712)	(855)	总资产/权益	3.18	2.95	2.79	2.62
营运现金流	6,503	6,861	6,742	7,073	盈利对利息倍数	2.24	3.03	3.94	5.44
资本开支	(4,549)	(4,321)	(4,754)	(5,229)	总资产收益率	4.4%	4.5%	4.7%	5.2%
其他投资活动	105	193	194	198	净资产收益率	12.6%	12.1%	12.2%	12.8%
投资活动现金流	(4,444)	(4,128)	(4,560)	(5,031)	估值比率 (倍)				
已付股息	(363)	(519)	(579)	(680)	PE	7.3	6.7	5.9	4.9
其他融资活动	(3,289)	(980)	(874)	(778)	PB	1.0	0.9	0.8	0.7
融资活动现金流	(3,652)	(1,499)	(1,453)	(1,458)					
现金变化	(2,086)	619	18	(271)					
汇兑调整	(6)	0	0	0					
期初持有现金	4,207	2,115	2,733	2,751					
期末持有现金	2,115	2,733	2,751	2,480					

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@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
朱元贱	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	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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 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。