

新能源	收盘价 港元 1.74	目标价 港元 2.10个	潜在涨幅 +20.7%	2024年4月1日
-----	----------------	-----------------	----------------	-----------

## 京能清洁能源 (579 HK)

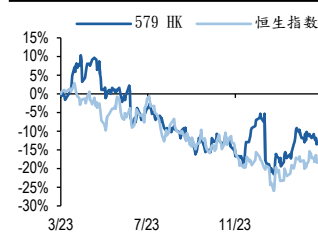
### 今年风光装机进度有惊喜，8.7% 预期股息率为子行业中最高

- 因电站资产减值，2023 年盈利略低于预期。京能 2023 年净利润同比上升 7.4% 至 30.6 亿元（人民币，下同），略低于我们预期 5%，原因包括：1）水电板块因利用小时下跌，录得 0.13 亿元经营亏损（原预期盈利 1.3 亿元）；以及 2）公司期内个别电站计提资产减值约 3.6 亿元。2022 年公司每股派息大幅提升 70% 后，2023 年公司继续提升派息比率 3 个百分点至 38%，每股派息 0.14 元（同比上升 16%）。
- 装机进度优于预期，较高机率完成 2024 年目标。管理层预期 2024 年总装机目标仍按股权激励方案 12.5 吉瓦进行，公司目前 1.69 吉瓦的风/光已在试运营中，管理层表示这部份的装机将较大机会在今年 2-3 季度开始正式运营。同时另有 1.58 吉瓦的在建项目，目前的整体建设进度对投资者来说应有惊喜。我们预期公司在 2024 应较大概率在年底新增 2.7 吉瓦的风/光装机（清洁能源装机达 12.5 吉瓦）。至于 2025/26 年 21/23 吉瓦的装机目标，我们仍预期公司在 2025/26 年自建项目应在每年 4.2 吉瓦左右，同时需要加入并购方案以达到 2026 年的装机目标。
- 2024 年风/光进度快于预期，抵消气电盈利下跌影响。盈利端，北京市今年起下调气电电价，是次调整对公司气电板块收入没有影响，调整将在板块其它收入中的电价补贴部份。我们预期公司 2024 年气电板块经营利润同比降 29%。但由于风/光新增装机有望在年中开始正式运营，应能抵消气电板块的盈利下跌，我们预期公司整体经营利润仍有 2% 的同比增幅。
- 8.7% 预期股息率为子行业中最高，估值仍有提高空间。综上，我们上调公司 2024 年盈利预测 2%。在 2025-26 年公司加快装机速度的预期下，估计公司 2023-26 年间每股盈利复合增长达 15%。基于 5.2 倍 2024 年市盈率（5 年平均值），我们上调公司目标价至 2.1 港元（原 1.94 港元）。目前 8.7% 的股息率在我们覆盖的运营商中最高。我们认为公司风光装机进展优于预期应推动估值进一步提升，维持买入评级。

### 个股评级

#### 买入

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	2.05
52周低位 (港元)	1.46
市值 (百万港元)	4,923.64
日均成交量 (百万)	14.18
年初至今变化 (%)	0.58
200天平均价 (港元)	1.61

资料来源: FactSet

### 郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1810

### 文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3667

### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	20,030	20,446	21,416	23,430	26,589
同比增长 (%)	7.4	2.1	4.7	9.4	13.5
净利润 (百万人民币)	2,948	3,150	3,143	3,685	4,766
每股盈利 (人民币)	0.35	0.37	0.37	0.44	0.57
同比增长 (%)	12.6	7.4	-0.2	17.8	30.1
前EPS预测值 (人民币)			0.36	0.45	
调整幅度 (%)			2.0	-4.2	
市盈率 (倍)	4.7	4.3	4.3	3.7	2.8
每股账面净值 (人民币)	3.47	3.72	3.95	4.25	4.67
市账率 (倍)	0.46	0.43	0.41	0.38	0.34
股息率 (%)	7.5	8.7	8.7	8.7	8.7

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年业绩亮点

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2022	2023	2023E	同比 (%)	差异 (%)
<b>收入</b>	<b>20,030</b>	<b>20,446</b>	<b>20,833</b>	<b>2.1</b>	<b>(1.9)</b>
其他收入	1,055	1,127	1,032	6.8	9.2
燃气消耗	(9,187)	(9,365)	(9,096)	1.9	3.0
折旧和摊销开支	(3,681)	(3,848)	(4,009)	4.5	(4.0)
员工成本	(1,227)	(1,353)	(1,250)	10.3	8.3
维修保养	(560)	(322)	(583)	(42.6)	(44.8)
其他开支	(1,055)	(1,205)	(1,315)	14.2	(8.4)
其他利得及亏损	(201)	(284)	0	40.9	NM
减值亏损确认/拨回净额	(3)	(8)	0	143.0	NM
<b>经营利润</b>	<b>5,171</b>	<b>5,188</b>	<b>5,612</b>	<b>0.3</b>	<b>(7.6)</b>
财务费用	(1,443)	(1,175)	(1,430)	(18.5)	(17.8)
联营公司利润	116	131	145	13.6	(9.6)
<b>税前利润</b>	<b>3,844</b>	<b>4,144</b>	<b>4,327</b>	<b>7.8</b>	<b>(4.2)</b>
所得税费用	(815)	(909)	(909)	11.5	(0.0)
非控股权益	(101)	(92)	(101)	(8.4)	(8.4)
永续票据	(81)	(85)	(92)	5.4	(7.5)
<b>净利润</b>	<b>2,847</b>	<b>3,058</b>	<b>3,225</b>	<b>7.4</b>	<b>(5.2)</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>装机容量(兆瓦)</b>					
风力发电	5,066	5,566	6,816	9,216	11,616
天然气发电	4,702	4,702	4,702	4,702	4,702
太阳能发电	3,532	3,818	5,318	7,118	8,918
水力发电	414	414	400	400	400
<b>总计</b>	<b>13,714</b>	<b>14,500</b>	<b>17,236</b>	<b>21,436</b>	<b>25,636</b>
变动	1,239	786	2,736	4,200	4,200
风电及光伏占比(%)	62.7	64.7	70.4	76.2	80.1
<b>电力销售(百万千瓦时)</b>					
风力发电	10,871	12,600	14,116	17,035	22,903
天然气发电	19,041	19,041	19,424	19,424	19,424
太阳能发电	5,020	5,291	6,158	8,333	10,909
水力发电	1,696	1,631	1,600	1,600	1,600
<b>总计</b>	<b>36,628</b>	<b>38,563</b>	<b>41,298</b>	<b>46,392</b>	<b>54,835</b>
变动(%)	12.1	5.3	7.1	12.3	18.2

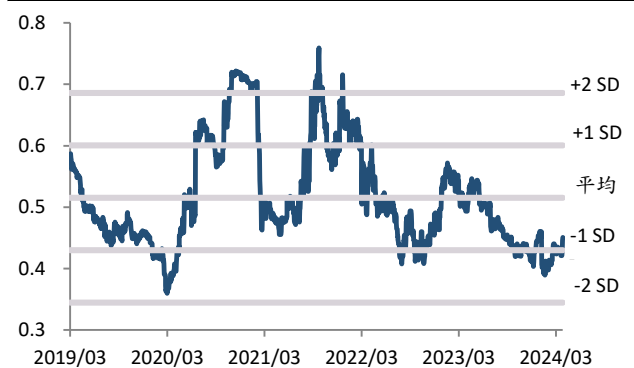
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 收入及经营利润预测

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>					
风力发电	4,318	4,512	5,004	5,979	7,957
天然气发电	12,466	12,568	12,673	12,673	12,673
太阳能发电	2,720	2,958	3,339	4,383	5,566
水力发电	368	323	313	310	307
其它	158	85	85	85	85
<b>总计</b>	<b>20,030</b>	<b>20,446</b>	<b>21,416</b>	<b>23,430</b>	<b>26,589</b>
<b>分部经营利润</b>					
风力发电	2,171	2,503	2,832	3,436	4,712
天然气发电	1,854	1,879	1,326	1,364	1,395
太阳能发电	1,479	1,342	1,410	1,778	2,166
水力发电	143	(13)	71	69	68
其它	(476)	(523)	(385)	(422)	(479)
<b>总计</b>	<b>5,171</b>	<b>5,188</b>	<b>5,255</b>	<b>6,226</b>	<b>7,862</b>

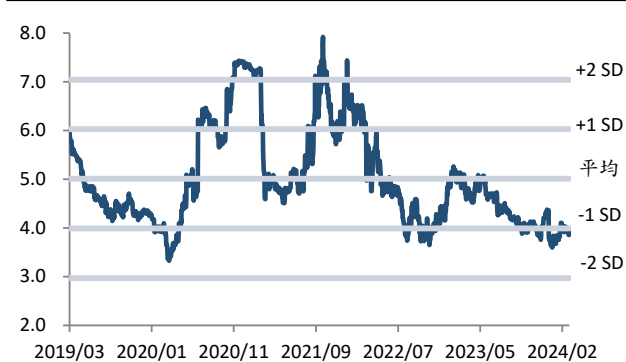
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 远期市净率 (倍)



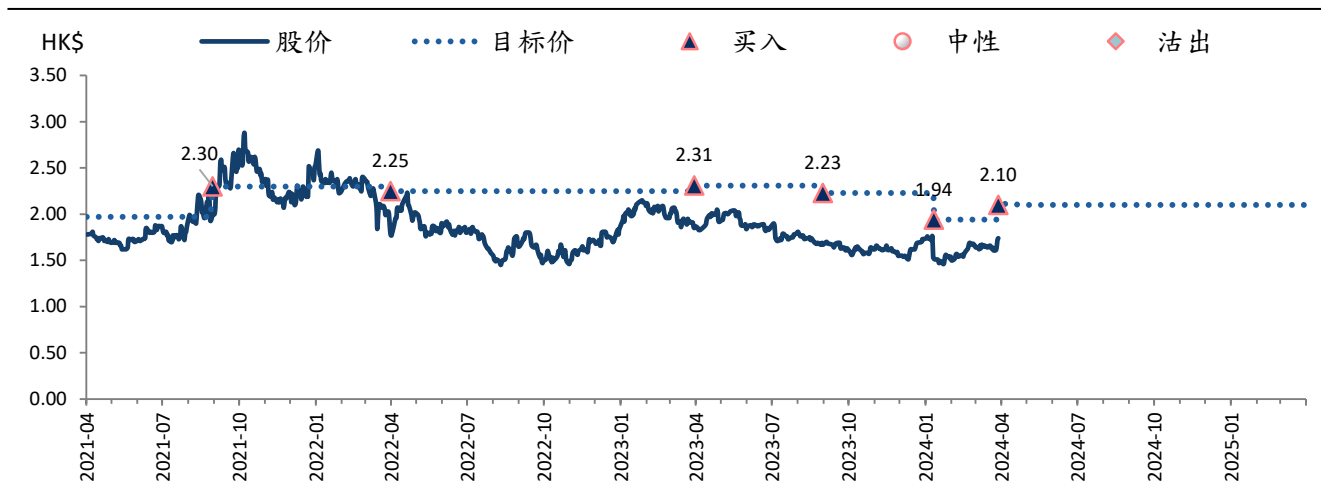
资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 远期市盈率 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 京能清洁能源 (579 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
579 HK	京能清洁能源	买入	1.74	2.10	20.7%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.61	2.00	24.2%	2024年03月28日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.48	7.38	34.7%	2024年04月01日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.21	3.90	21.5%	2024年03月25日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.26	22.70	24.3%	2024年03月20日	运营商
688390 CH	固德威	买入	100.53	135.60	34.9%	2024年03月11日	光伏制造(逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	103.80	125.50	20.9%	2024年03月11日	光伏制造(逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.46	12.80	22.4%	2024年03月27日	光伏制造(多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.28	1.67	30.5%	2024年03月18日	光伏制造(多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	6.06	5.93	-2.1%	2024年02月29日	光伏制造(光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	19.02	19.50	2.5%	2024年03月28日	光伏制造(光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	5.53	5.71	3.3%	2024年04月01日	光伏制造(光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.11	1.16	4.5%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: 交银国际预测, 收盘价截至2024年3月28日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	20,030	20,446	21,416	23,430	26,589
主营业务成本	(13,428)	(13,535)	(13,756)	(14,486)	(15,588)
<b>毛利</b>	<b>6,602</b>	<b>6,911</b>	<b>7,660</b>	<b>8,944</b>	<b>11,001</b>
销售及管理费用	(1,227)	(1,353)	(1,418)	(1,551)	(1,760)
其他经营净收入/费用	(204)	(370)	(987)	(1,168)	(1,379)
<b>经营利润</b>	<b>5,171</b>	<b>5,188</b>	<b>5,255</b>	<b>6,226</b>	<b>7,862</b>
财务成本净额	(1,443)	(1,175)	(1,260)	(1,525)	(1,748)
应占联营公司利润及亏损	116	131	139	145	153
<b>税前利润</b>	<b>3,844</b>	<b>4,144</b>	<b>4,133</b>	<b>4,846</b>	<b>6,266</b>
税费	(815)	(909)	(909)	(1,066)	(1,379)
非控股权益	(81)	(85)	(81)	(94)	(122)
<b>净利润</b>	<b>2,948</b>	<b>3,150</b>	<b>3,143</b>	<b>3,685</b>	<b>4,766</b>
归属于权益的分派	(101)	(92)	(92)	(92)	(92)
作每股收益计算的净利润	2,847	3,058	3,051	3,593	4,673

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,466	6,605	6,061	6,248	6,993
有价证券	232	258	258	258	258
应收账款及票据	11,554	11,599	11,735	12,839	14,569
存货	97	88	98	103	111
其他流动资产	1,227	1,262	1,236	1,252	1,277
<b>总流动资产</b>	<b>18,576</b>	<b>19,812</b>	<b>19,387</b>	<b>20,699</b>	<b>23,208</b>
物业、厂房及设备	55,939	60,400	68,524	81,729	93,568
无形资产	4,772	4,647	4,273	3,789	3,200
合资企业/联营公司投资	1,631	1,628	1,766	1,912	2,064
其他长期资产	7,077	7,108	7,108	7,108	7,108
<b>总长期资产</b>	<b>69,419</b>	<b>73,783</b>	<b>81,671</b>	<b>94,538</b>	<b>105,941</b>
<b>总资产</b>	<b>87,995</b>	<b>93,594</b>	<b>101,059</b>	<b>115,238</b>	<b>129,149</b>
短期贷款	19,639	14,680	15,654	17,691	19,604
应付账款	7,180	6,876	7,803	8,244	8,912
其他短期负债	543	656	756	976	1,263
<b>总流动负债</b>	<b>27,362</b>	<b>22,211</b>	<b>24,213</b>	<b>26,910</b>	<b>29,779</b>
长期贷款	26,747	35,241	38,619	47,446	54,710
其他长期负债	1,452	1,622	1,635	1,662	1,706
<b>总长期负债</b>	<b>28,199</b>	<b>36,863</b>	<b>40,254</b>	<b>49,109</b>	<b>56,416</b>
<b>总负债</b>	<b>55,561</b>	<b>59,074</b>	<b>64,467</b>	<b>76,019</b>	<b>86,195</b>
股本	8,245	8,245	8,245	8,245	8,245
储备及其他资本项目	20,357	22,434	24,332	26,772	30,293
<b>股东权益</b>	<b>28,601</b>	<b>30,678</b>	<b>32,576</b>	<b>35,017</b>	<b>38,538</b>
记作权益的金融工具	3,028	3,023	3,116	3,208	3,300
非控股权益	804	819	900	994	1,116
<b>总权益</b>	<b>32,434</b>	<b>34,521</b>	<b>36,592</b>	<b>39,219</b>	<b>42,954</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,844	4,144	4,133	4,846	6,266
合资企业/联营公司收入调整	(116)	(131)	(139)	(145)	(153)
折旧及摊销	3,681	3,848	4,047	4,746	5,798
营运资本变动	3,355	(399)	746	(644)	(1,031)
利息调整	1,443	1,175	1,260	1,525	1,748
税费	(657)	(733)	(734)	(860)	(1,112)
其他经营活动现金流	(189)	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,361</b>	<b>7,904</b>	<b>9,314</b>	<b>9,468</b>	<b>11,517</b>
资本开支	(9,142)	(8,480)	(11,797)	(17,467)	(17,047)
投资活动	(135)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(112)	68	69	71	72
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,390)</b>	<b>(8,412)</b>	<b>(11,728)</b>	<b>(17,397)</b>	<b>(16,975)</b>
负债净变动	(726)	3,942	4,352	10,864	9,177
权益净变动	0	(5)	0	0	0
股息	(580)	(991)	(1,153)	(1,153)	(1,153)
其他融资活动现金流	(443)	(1,300)	(1,330)	(1,596)	(1,821)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,750)</b>	<b>1,646</b>	<b>1,870</b>	<b>8,116</b>	<b>6,204</b>
汇率收益/损失	26	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>5,219</b>	<b>5,466</b>	<b>6,605</b>	<b>6,061</b>	<b>6,248</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,466</b>	<b>6,605</b>	<b>6,061</b>	<b>6,248</b>	<b>6,993</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.345	0.371	0.370	0.436	0.567
全面摊薄每股收益	0.345	0.371	0.370	0.436	0.567
每股股息	0.120	0.140	0.140	0.140	0.140
每股账面值	3.469	3.721	3.951	4.247	4.674
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	33.0	33.8	35.8	38.2	41.4
净利率	14.7	15.4	14.7	15.7	17.9
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.2	3.3	3.0	3.1	3.6
ROE	10.0	10.0	9.4	10.3	12.1
ROIC	3.6	3.7	3.4	3.5	4.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	126.2	125.5	131.8	150.2	156.7
流动比率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的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，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。