

新能源	收盘价 港元 2.16	目标价 港元 2.50个	潜在涨幅 +15.7%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年6月13日

京能清洁能源 (579 HK)

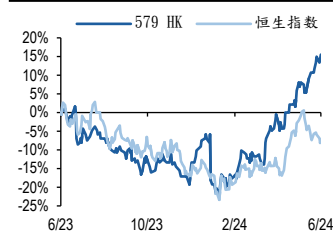
2025年盈利重回增长趋势预期不变，股息率仍为子行业中最高

- ⊕ **风/光发电量上半年与同业情况一致。**因公司没有披露月度运营数据，我们近期与公司更新了营运情况。现时我们预期公司年初至今风/光利用小时与其它同业的情况相若，即上半年仍较大机会出现中单位数的同比下跌。我们原预期公司对项目微调带来的利用小时上升，现时应基本被抵消。因此，我们下调公司2024/25年发电量预测约1%/2%以反映现时较保守的发电量预期。
- ⊕ **2024年仍较有可能在风/光装机量上取得突破。**虽然发电量应略低于预期，但我们认为公司今年风/光新增装机达2.7吉瓦的目标应如期完成（对比公司2023年新增装机为0.8吉瓦），推动2025年的盈利增长。公司在今年1季度已有1.69吉瓦的风/光在试运营中，公司早前已表示这部分的装机将较大机会在今年2-3季度开始正式运营。按公司股权激励的目标，我们目前仍维持公司2025/26年新增风/光装机每年4.2吉瓦的预测，我们认为实现这一目标将取决于2024年项目的利用率水平。
- ⊕ **轻微下调2024-25年盈利预测，分红应在未来两年维持。**因我们调整公司风/光利用小时及经营成本的预测，下调公司2024/25年盈利预测0.3%/0.7%。公司2023年的分红比例为38%（目前2024/25年股息率为7%），预期公司在2025-26年进一步加快装机的前提下，公司较有可能在2024-26年维持0.14元人民币的分红不变。我们认为管理层一直重视股东回报，或可因应现金流改善的程度适度提升每股分红。
- ⊕ **预期2025年盈利重回增长趋势，股息率仍在子板块中最高。**相比电改，我们认为公司加速新增装机的计划应带来较大利好。2024年盈利因气电电价调整而持平的因素应为市场广泛了解，我们认为公司盈利将在2025年重回增长的趋势。为更好反映公司盈利增长趋势，我们把公司估值基准移至2025年，维持5.2倍年盈率（5年历史平均）估值，上调目标价至2.50港元（前为2.1港元），维持买入评级。目前公司7.0%的股息率仍在运营商子板块中最高，对公司估值有支持作用。同时，随公司最近成交量的改善，我们认为这有助公司日后被纳入港股通的机会。

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)	2.16
52周低位 (港元)	1.46
市值 (百万港元)	6,112.11
日均成交量 (百万)	6.95
年初至今变化 (%)	24.86
200天平均价 (港元)	1.73

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	21,267	23,066	25,880
同比增长 (%)	7.4	2.1	4.0	8.5	12.2
净利润 (百万人民币)	2,948	3,150	3,132	3,662	4,640
每股盈利 (人民币)	0.35	0.37	0.37	0.43	0.55
同比增长 (%)	12.6	7.4	-0.6	17.4	27.4
前EPS预测值 (人民币)			0.37	0.44	0.57
调整幅度 (%)			-0.3	-0.7	-2.7
市盈率 (倍)	5.8	5.4	5.4	4.6	3.6
每股账面净值 (人民币)	3.47	3.72	3.95	4.24	4.65
市账率 (倍)	0.58	0.54	0.51	0.47	0.43
股息率 (%)	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0

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。

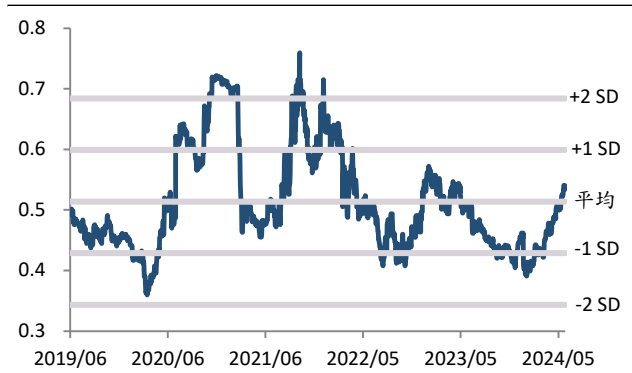
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	前预测			新预测			变动(%)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
装机容量(兆瓦)									
风力发电	6,816	9,216	11,616	6,816	9,216	11,616	0.0	0.0	0.0
天然气发电	4,702	4,702	4,702	4,702	4,702	4,702	0.0	0.0	0.0
太阳能发电	5,318	7,118	8,918	5,318	7,118	8,918	0.0	0.0	0.0
水力发电	400	400	400	400	400	400	0.0	0.0	0.0
总计	17,236	21,436	25,636	17,236	21,436	25,636	0.0	0.0	0.0
变动	2,736	4,200	4,200	2,736	4,200	4,200	0.0	0.0	0.0
风电及光伏占比(%)	70.4	76.2	80.1	70.4	76.2	80.1			
电力销售(百万千瓦时)									
风力发电	14,116	17,035	22,903	13,836	16,367	21,569	-2.0	-3.9	-5.8
天然气发电	19,424	19,424	19,424	19,424	19,424	19,424	0.0	0.0	0.0
太阳能发电	6,158	8,333	10,909	6,066	8,086	10,427	-1.5	-3.0	-4.4
水力发电	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	0.0	0.0	0.0
总计	41,298	46,392	54,835	40,927	45,477	53,020	-0.9	-2.0	-3.3
变动(%)	7.1	12.3	18.2	6.1	11.1	16.6			

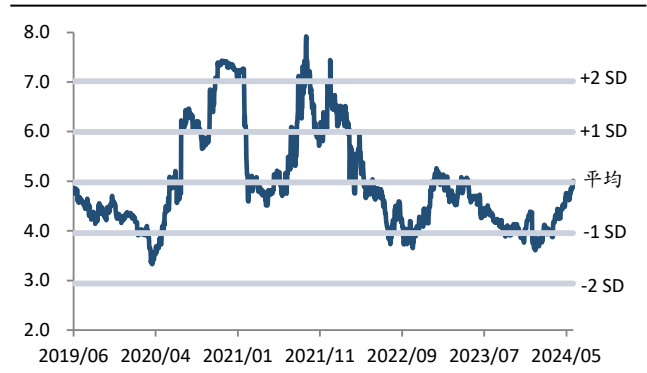
资料来源：公司资料, 交银国际预测

图表 2: 远期市净率(倍)



资料来源：FactSet, 交银国际预测

图表 3: 远期市盈率(倍)



资料来源：FactSet, 交银国际预测

图表 4: 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 5: 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	2.16	2.50	15.7%	2024年06月13日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.92	4.75	21.2%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.76	9.03	16.4%	2024年05月28日	运营商
836 HK	华润电力	买入	24.00	22.70	-5.4%	2024年03月20日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.12	2.21	4.2%	2024年06月13日	运营商
688390 CH	固德威	买入	67.86	81.07	19.5%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	68.84	88.93	29.2%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.72	12.04	38.1%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.37	1.62	18.2%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.57	4.98	9.0%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.29	6.65	55.0%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.88	19.50	40.5%	2024年03月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.14	1.16	1.8%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2024年6月13日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	20,030	20,446	21,267	23,066	25,880
主营业务成本	(13,428)	(13,535)	(13,705)	(14,350)	(15,364)
毛利	6,602	6,911	7,561	8,716	10,516
销售及管理费用	(1,227)	(1,353)	(1,408)	(1,527)	(1,713)
其他经营净收入/费用	(204)	(370)	(917)	(1,000)	(1,111)
经营利润	5,171	5,188	5,237	6,190	7,692
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
税前利润	3,844	4,144	4,115	4,810	6,096
税费	(815)	(909)	(902)	(1,055)	(1,337)
非控股权益	(81)	(85)	(80)	(94)	(119)
净利润	2,948	3,150	3,132	3,662	4,640
归于权益的分派	(101)	(92)	(92)	(92)	(92)
作每股收益计算的净利润	2,847	3,058	3,040	3,569	4,548

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,466	6,605	6,050	6,144	6,669
有价证券	232	258	258	258	258
应收账款及票据	11,554	11,599	11,653	12,639	14,181
存货	97	88	98	102	109
其他流动资产	1,227	1,262	1,235	1,249	1,271
总流动资产	18,576	19,812	19,293	20,392	22,489
物业、厂房及设备	55,939	60,400	68,533	81,748	93,600
无形资产	4,772	4,647	4,312	3,950	3,560
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
总长期资产	69,419	73,783	81,719	94,717	106,333
总资产	87,995	93,594	101,013	115,109	128,821
短期贷款	19,639	14,680	15,654	17,691	19,604
应付账款	7,180	6,876	7,772	8,162	8,774
其他短期负债	543	656	754	970	1,247
总流动负债	27,362	22,211	24,180	26,822	29,625
长期贷款	26,747	35,241	38,619	47,446	54,710
其他长期负债	1,452	1,622	1,633	1,657	1,696
总长期负债	28,199	36,863	40,252	49,104	56,406
总负债	55,561	59,074	64,432	75,926	86,031
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	24,321	26,738	30,134
股东权益	28,601	30,678	32,566	34,982	38,378
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	899	993	1,112
总权益	32,434	34,521	36,581	39,184	42,791

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,844	4,144	4,115	4,810	6,096
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	3,999	4,615	5,585
营运资本变动	3,355	1,341	795	(579)	(902)
利息调整	1,443	1,175	1,260	1,525	1,748
税费	(657)	(840)	(728)	(851)	(1,078)
其他经营活动现金流	(189)	(105)	0	0	0
经营活动现金流	11,361	9,432	9,303	9,375	11,297
资本开支	(9,142)	(8,762)	(11,797)	(17,467)	(17,047)
投资活动	(135)	(386)	0	0	0
其他投资活动现金流	(112)	467	69	71	72
投资活动现金流	(9,390)	(8,681)	(11,728)	(17,397)	(16,975)
负债净变动	(726)	2,855	4,352	10,864	9,177
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(580)	(991)	(1,153)	(1,153)	(1,153)
其他融资活动现金流	(443)	(1,488)	(1,330)	(1,596)	(1,821)
融资活动现金流	(1,750)	376	1,870	8,116	6,204
汇率收益/损失	26	13	0	0	0
年初现金	5,219	5,466	6,605	6,050	6,144
年末现金	5,466	6,605	6,050	6,144	6,669

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.345	0.371	0.369	0.433	0.552
全面摊薄每股收益	0.345	0.371	0.369	0.433	0.552
每股股息	0.120	0.140	0.140	0.140	0.140
每股账面值	3.469	3.721	3.950	4.243	4.655
利润率分析(%)					
毛利率	33.0	33.8	35.6	37.8	40.6
净利率	14.7	15.4	14.7	15.9	17.9
盈利能力(%)					
ROA	3.2	3.3	3.0	3.1	3.5
ROE	10.0	10.0	9.3	10.2	11.9
ROIC	3.6	3.7	3.4	3.5	3.9
其他					
净负债权益比(%)	126.2	125.5	131.8	150.6	158.1
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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年6月13日

京能清洁能源 (579 HK)

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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、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、山西省安装集团股份有限公司、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、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股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，并可能受送递延误、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。