

新能源

收盘价

港元 2.04

目标价

港元 2.37↓

潜在涨幅

+16.2%

2024 年 10 月 21 日

京能清洁能源 (579 HK)

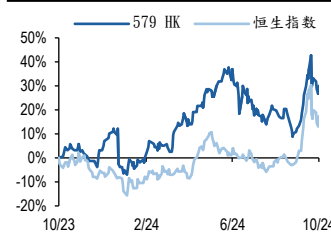
四川水电厂解网影响轻微，预期补偿款明年到位

- ⊕ **86 兆瓦水电装机因配合政策需退出运行。**公司近期收到四川省芦山县当地政府通知，为加强位于四川省的大熊猫国家公园的生态环境及景观的保护，减少国家公园内的电站运营对周边环境的不利影响，公司位于四川省芦山县的四座水电站（共 86.4 兆瓦装机）需尽快解网并退出运行。公司预计 2024 年内的水力发电量减少约 1.1 亿千瓦时，营业收入预计减少约 3 千万元（人民币，下同），同时预计相关减值金额在 7.5-8.5 亿元。
- ⊕ **预期补偿款 2025 年到位。**去年公司亦有两个位于四川的水电项目因成都市小水电清理退出政策而停止运营，相关减值项（商誉、经营权及设备）约为 2.1 亿元，于今年上半年已收到补偿款 2.3 亿元，应能覆盖减值金额。我们估计公司在年内核算减值金额后应与地方政府确认补偿款金额，并于 2025 年中收到补偿款，我们相信今次公司能得到合理的补偿款。
- ⊕ **2024 年将有一次性减值，2025-26 年核心盈利影响轻微。**因应公司因水电厂的减值项及解网后发电量减少，我们下调公司 2024 年盈利预测 12%，2025-26 年盈利预测分别下调 0.5%/0.4%，目前我们没有在盈利预测内计入补偿款，并将待公司确认后再作调整。我们认为今次减值属一次性影响，同时因公司目前资本开支仍集中在风/光项目，加上水电板块 2025-26 年经营利润占比只有 1%，相信不致影响公司未来盈利结构。
- ⊕ **预料公司 2024 年分红政策不变，维持买入。**另外，我们维持公司今年每股 0.14 元的分红预测，理由是减值项属非现金的调整，同时 2025 年应能收到补偿款（属现金项目），这次水电厂解网应对公司分红政策影响轻微。我们维持 5.2 倍 2025 年市盈率的估值不变（基于 5 年历史平均），目标价略微下调至 2.37 港元（前为 2.38 港元），维持**买入**。

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)	2.24
52周低位 (港元)	1.46
市值 (百万港元)	5,772.55
日均成交量 (百万)	2.93
年初至今变化 (%)	17.92
200天平均价 (港元)	1.93

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	20,867	22,696	24,982
同比增长 (%)	7.4	2.1	2.1	8.8	10.1
净利润 (百万人民币)	2,948	3,150	2,932	3,523	4,240
每股盈利 (人民币)	0.35	0.37	0.34	0.41	0.50
同比增长 (%)	12.6	7.4	-7.6	20.9	21.0
前EPS预测值 (人民币)			0.39	0.42	0.50
调整幅度 (%)			-12.2	-0.5	-0.4
市盈率 (倍)	5.4	5.0	5.4	4.5	3.7
每股账面净值 (人民币)	3.47	3.72	3.92	4.20	4.56
市账率 (倍)	0.54	0.50	0.48	0.44	0.41
股息率 (%)	6.4	7.5	7.5	7.5	7.5

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。

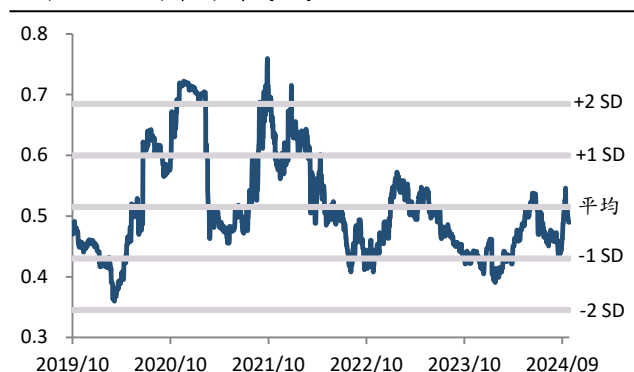
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 收入及经营利润预测

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	前预测			新预测			差异(%)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
电力销售(百万千瓦时)									
风力发电	13,836	16,367	21,569	13,836	16,123	19,986	0.0	0.0	0.0
天然气发电	19,424	19,424	19,424	19,230	19,843	19,843	0.0	0.0	0.0
太阳能发电	6,066	8,086	10,427	5,929	7,746	10,091	0.0	0.0	0.0
水力发电	1,600	1,600	1,600	1,465	1,176	1,176	(8.4)	(26.5)	(26.5)
总计	40,927	45,477	53,020	40,460	44,889	51,096	(0.3)	(0.9)	(0.8)
同比 (%)	6.1	11.1	16.6	4.9	10.9	13.8			
收入									
风力发电	4,756	5,487	6,734	4,756	5,487	6,734	0.0	0.0	0.0
天然气发电	12,622	12,947	12,947	12,622	12,947	12,947	0.0	0.0	0.0
太阳能发电	3,116	3,948	4,989	3,116	3,948	4,989	0.0	0.0	0.0
水力发电	313	310	307	287	228	226	(8.4)	(26.5)	(26.5)
其它	85	85	85	85	85	85	0.0	0.0	0.0
总计	20,893	22,778	25,063	20,867	22,696	24,982	(0.1)	(0.4)	(0.3)
分部经营利润									
风力发电	2,677	3,191	4,016	2,677	3,191	4,016	0.0	0.0	0.0
天然气发电	1,561	1,572	1,603	1,561	1,572	1,603	0.0	0.0	0.0
太阳能发电	1,315	1,606	1,950	1,315	1,606	1,950	0.0	0.0	0.0
水力发电	311	70	68	296	47	46	(4.7)	(32.6)	(32.8)
其它	(376)	(410)	(451)	(876)	(409)	(450)	132.8	(0.4)	(0.3)
总计	5,488	6,029	7,186	4,974	6,008	7,165	(9.4)	(0.4)	(0.3)

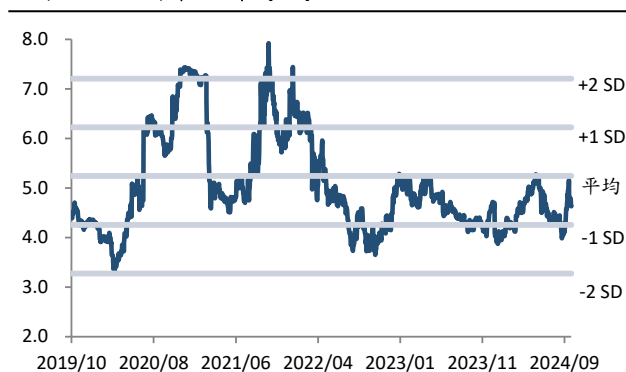
资料来源：公司资料，交银国际预测

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	2.04	2.37	16.2%	2024 年 10 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.56	8.35	27.3%	2024 年 10 月 17 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	20.50	26.83	30.9%	2024 年 08 月 28 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.66	4.56	24.6%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.22	1.92	-13.5%	2024 年 08 月 28 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	52.95	57.10	7.8%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	94.50	86.60	-8.4%	2024 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.40	9.93	34.2%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.14	1.31	14.9%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.24	3.36	-20.8%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.60	11.09	4.6%	2024 年 08 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.19	4.09	28.2%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.82	1.02	24.4%	2024 年 09 月 20 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 10 月 18 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	20,867	22,696	24,982
主营业务成本	(13,428)	(13,535)	(13,572)	(14,437)	(15,295)
毛利	6,602	6,911	7,294	8,260	9,687
销售及管理费用	(1,227)	(1,353)	(1,381)	(1,502)	(1,654)
其他经营净收入/费用	(204)	(370)	(940)	(750)	(868)
经营利润	5,171	5,188	4,974	6,008	7,165
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	3,852	4,628	5,569
税费	(815)	(909)	(845)	(1,015)	(1,221)
非控股权益	(81)	(85)	(75)	(90)	(109)
净利润	2,948	3,150	2,932	3,523	4,240
归于权益的分派	(101)	(92)	(106)	(106)	(106)
作每股收益计算的净利润	2,847	3,058	2,826	3,417	4,134

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	7,484	9,877	12,298
有价证券	232	258	258	258	258
应收账款及票据	11,554	11,599	11,434	12,436	13,689
存货	97	88	97	103	109
其他流动资产	1,227	1,262	1,231	1,246	1,264
总流动资产	18,576	19,812	20,504	23,920	27,618
物业、厂房及设备	55,939	60,400	67,012	77,868	87,568
无形资产	4,772	4,647	4,316	3,963	3,582
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	80,203	90,850	100,323
总资产	87,995	93,594	100,707	114,770	127,940
短期贷款	19,639	14,680	15,654	17,691	19,604
应付账款	7,180	6,876	7,691	8,196	8,711
其他短期负债	543	656	740	948	1,200
总流动负债	27,362	22,211	24,085	26,835	29,515
长期贷款	26,747	35,241	38,619	47,446	54,710
其他长期负债	1,452	1,622	1,627	1,652	1,684
总长期负债	28,199	36,863	40,246	49,099	56,394
总负债	55,561	59,074	64,331	75,933	85,908
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	24,107	26,372	29,353
股东权益	28,601	30,678	32,352	34,616	37,598
记作权益的金融工具	3,028	3,023	3,129	3,235	3,341
非控股权益	804	819	894	985	1,093
总权益	32,434	34,521	36,375	38,836	42,032

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	3,852	4,628	5,569
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	3,966	4,506	5,328
营运资本变动	3,355	1,341	929	(481)	(715)
利息调整	1,443	1,175	1,260	1,525	1,748
税费	(657)	(840)	(681)	(819)	(985)
其他经营活动现金流	(189)	(105)	500	0	0
经营活动现金流	11,361	9,432	9,687	9,213	10,793
资本开支	(9,142)	(8,762)	(10,747)	(15,007)	(14,647)
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)	(10,678)	(14,937)	(14,575)
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	7,484	9,877
年末现金	5,466	6,605	7,484	9,877	12,298

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	0.343	0.414	0.501
全面摊薄每股收益	0.345	0.371	0.343	0.414	0.501
每股股息	0.120	0.140	0.140	0.140	0.140
每股账面值	3.469	3.721	3.924	4.199	4.560
利润率分析(%)					
毛利率	33.0	33.8	35.0	36.4	38.8
净利率	14.7	15.4	14.1	15.5	17.0
盈利能力(%)					
ROA	3.2	3.3	2.8	3.0	3.2
ROE	10.0	10.0	8.7	9.9	11.0
ROIC	3.6	3.7	3.1	3.3	3.6
其他					
净负债权益比(%)	126.2	125.5	128.6	142.3	147.5
流动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，而并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。