

买入(维持)

京能清洁能源 (0579.HK)**燃气发电装机倍增，进军垃圾发电领域****市场数据**

报告日期	2014.12.30
收盘价(港元)	3.14
总股本(百万股)	6,870
流通股本(百万股)	2,358
总市值(亿港元)	215.72
流通市值(亿港元)	74.04
净资产(百万元)	11,067
总资产(百万元)	39,041
每股净资产(元)	1.61

数据来源: Wind

相关报告

雾霾空气治理提供历史发展机遇-首发报告-20131223
2013年业绩点评-20140324
调研纪要-20140711
更新报告-20140822

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

事件:

我们于2014年12月30日参加了京能清洁能源投资者电话会议,公司管理层就近期公司的经营状况与参加电话会议的投资者做了沟通交流。

我们的观点:

公司的燃气热电装机今年年底实现倍增(2013年底为2,028MW,现在装机为4421MW)。京西项目1,308MW装机今年贡献一点业绩,东北热电中心高安屯845MW、未来科技城240MW今年尚无实质业绩贡献。这些项目将在2015年贡献全年业绩,2015年燃气业绩将大增。后续还将有一些区域能源分布式项目,另外集团的深圳燃气项目未来也可能注入到上市公司。

风电装机容量增长到1,900MW,以后每年100-200MW的装机递增。光伏项目装机高速增长,公司最近收购了京能集团的格尔木项目,今年年底装机达到350MW,明年预计达到550MW。公司还进军了垃圾发电项目,预计日处理3,000吨的北京垃圾发项目2015年开工建设,垃圾发电将成为公司未来业绩增长点。

尽管公司2015年之后较大的燃气发电项目减少,但公司业务特性具备了多点业绩增长的特性,总体装机容量将稳步增长。从估值上看,我们预计2014年公司业绩对于当前股价PE约12倍左右,2015年的公司业绩将显著增长,PE约为8倍,我们仍旧维持之前公司评级,建议买入。

公司基本情况

公司是北京最大的燃气电力供货商及中国领先的风电运营商,从事燃气热电、风电、中小型水电及其它清洁能源项目等多元化清洁能源业务。

最新公告:公司12月29日公告关联收购交易,公司收购控股股东-京能集团(持有本公司已发行股本62.41%)所持格尔木京能新能源100%的股权,对价为人民币138,763,200元。格尔木新能源现有60MW地面光伏电站,在建地面电站项目10MW。

会议要点如下:

1、公司新投产燃气发电装机进展情况?

公司主营业务是燃气热电，风电水电等业务，燃气板块去年装机容量 2,028MW，京西和高安屯项目已经投产（东北热电中心高安屯 845MW 和西北热电中心京西项目 1,308MW），燃气装机总容量增加到 4,421MW。

新投产的两个项目供暖情况现在还处于磨合期和调试期。因为燃煤机组还没有彻底退出供热，还处于热备状态，有的还在低负荷的供热，因为怕新上的热电中心有问题而需要调整。明年燃煤机组彻底退役后，这两个新建热电中心的作用就发挥出来了。今年京西燃气热电项目有一点财务贡献，高安屯和未来科技城项目没有业绩贡献（也没有运营亏损）。

明年燃气发电产能理论上差不多翻番，但具体效益上还有一些其他问题，不会准确就翻一倍，但也差不多。配套的电送出、热送出建设都结束了，就剩下切换问题，燃煤机组现在还没有全部退出，现在就是一个过渡时期。明年供热季肯定没问题，煤机全退出了。

2、原有的燃气电厂的利用小时和发电状况?

现在原有的燃气电站利用小时数大概在 4,500 小时左右，和去年差不多。因为这个数每年根据供热情况由政府的计划情况来定的，基本上下浮动在这个范围之内。原有的电厂太阳宫、京桥供热运营良好。京西刚开始运营，还没有满负荷供。

去年北京是暖冬，今年比去年稍冷些，虽然也算暖冬，但还是比去年供热量大一些。气耗都差不多，变化不是很大。盈利水平上京桥比去年多一些，因为去年京桥不是完整年份，太阳宫和去年差不多。

3、燃气电厂新老项目的运营效益差异?

事实上每个电厂具体项目之间有差异，因为投入不一样，运营时间段也不一样，所以不可能准确一样。比如土地价格不同；机组不同气耗也不同；各企业管理水平也不一样。京西电厂要受煤机组退出的时点影响。高安屯项目在 11 月投产，明年磨合 1-2 个月之后也能满负荷转。等运行满一年之后才能得到准确效益数据，差异一定有，在一定范围内，但不会太大。

4、天然气涨价后的补贴资金和电价顺价问题?

2013 年的燃气涨价补贴今年上半年就到位了，2014 年的补贴也基本已到位。今年涨价的部分国家发改委会很快批下来，那就会从电价里面顺出去，不再需要财

政补贴。

气价价格上涨的问题确实取决于价格司的情况，价格司领导变动影响了批复进度，新领导到位后需要一个过程熟悉情况，但最后批复基本没有什么问题。

5、未来的区域能源中心发展情况？

北京四大燃气热电中心建好之后，可能每年会有一些小的区域能源中心项目，但是规模没有之前的大，比如上庄、亦庄、TBD项目、二机场等项目。这些都是区域能源项目，一般约240MW或更小的规模。

6、公司燃气项目未来走出北京的展望？

燃气发电目前北京的政策最明朗、最好的，其他省市的政策也在陆续出台，但落实还要一定的时间。我们现在先在各个省找一些项目，然后跟地方政府对接，做一些可研，在政策成熟之时我们马上切入。目前看项目成熟的省份不是很多，但有一些接近成熟。

有些省份出台了燃气发电的价格疏导政策，如浙江的价格制定的还是比较合理。现在北京市政府的补贴政策最终几年后也会退出，而由电价价格疏导来解决。价格疏导就意味着上网电价要合理定价，电价由有关部门核算好。

7、京能集团在广东的燃气项目进展情况？

广东的燃气项目由京能集团在做，成熟后才会注入上市公司。深圳御湖电厂的项目已运行，但还没有达到上市公司的要求，暂时没有注入。现在是大股东在替我们培育项目。

8、原油价格下降是否燃气价格下降因而导致燃气发电上网电价下调？

燃油和燃气价格关系，现在看燃油的降价并没有引起燃气的降价。但时间长了我估计也会引起燃气价格的降价，但现在还没有这种情况。因为国际上燃气都是长协，价格都是一定时期内锁死的。除非燃气涉及到期货或者现货交易，现货交易的话有可能降价。

9、公司的风电装机规划及今年利用小时数？

截止去年年底公司风电总装机1,699MW，今年底会到1,900MW，风电场的分布也逐渐扩展到全国各地。

2014年上半年是风电利用小时数1,000小时左右，2013年上半年是1,100小时左右。到现在为止应该到2,100小时左右，较去年略低。

10、澳大利亚风电项目进展？

澳大利亚的风电项目今年即将转入商业运营，明年才开始转入一个完整的年份，明年才有业绩贡献，该项目全年的权益贡献 IRR 大概在 10% 的样子。

11、风电上网电价下调的进展？

风电上网电价降价基本确定了。内容是不同区域降价不同，从每度电降 4 分到 2 分都有，还有不降的。最终的时点应该是在明年年底，也就是 14 年核准的，15 年年底建成的项目是不降电价的。其他新项目都要按新标准执行。

12、光伏装机规划及进展？

光伏前年装机 10MW，去年年底 50MW，今年达到 350MW，因为基数小，增长比较快，光伏过几年也可能会按风电一样都要降价，所以趁现在可以多做多储备项目。明年要达到 550MW 装机量，新增 200MW 有的在建有的已经核准。

13、格尔木光伏项目的具体情况？

格尔木光伏项目原来由集团直接做，由于存在同业竞争问题所以由上市公司将它收回（集团手里只有这一个光伏项目）。该项目收益良好，IRR 到 20% 左右，利用小时 1,600-1,700 小时左右。格尔木的光比较好。项目收回后对光伏板块有很好的支撑。目前格尔木厂已有 60MW 地面电站装机容量，在建 10MW。

格尔木项目有空间、光照也好，未来看电网的接纳能力跟国家的规划。如果国家有规划，电网也有接纳能力，那我们还会继续扩建。光伏近两年发展较快，政策比较好，目前公司没有做分布式光伏，只做了地面电站。

14、公司在垃圾发电方面的进展？

北京的日处理 3,000 吨的垃圾发电项目，明年 5 月 1 号前可以开工，现在二次环评公告公示已经结束并通过，意味着开工没有问题了。该项目是 BOT 的项目，20 年后可以转让给政府，实际上到时候可以选择，不一定卖回给政府。

该项目投资额度按可研是 18 亿元，预计将来经过招标后数字可能要比这个小。2 年的投产建设期，试运营期 2 个月左右。这个项目是政府交给我们做的，公司是业主方，因此设备和施工队都要招标。项目是一次性做日处理 3,000 吨/日的规模，垃圾处理费大概在 150 块/吨。当然这个费用不可能全给到电厂这头，前边垃圾处理有一些工序要分一部分。

3,000 吨的体量大概能发 5 亿度电/年。该垃圾发电项目总的收益（IRR）在 10% 以上，收益包括售电收入、垃圾处理的收入和财政方面建设补助。

15、京能集团和京煤集团的重组情况？

京能集团的重组对我们没什么影响。京煤集团整体资产会划拨进来京能集团，京能集团加强了。因为京煤集团有煤有电有房地产等其他业务，其他业务板块也不错，对京能集团上下游的补充。

16、公司的几个板块的发展策略？

公司目前有 5 个业务板块，其中燃气板块最大，年底到 4,400 多 MW 的样子，风电 1,900MW。长远来讲，业务板块近些年燃气风电是主要的，其他板块会加速发展，只有水电会慢一些。光伏从前年开始，几乎年年翻番的样子。从 10MW，到今年 350MW，到明年 550MW。垃圾发电开始起步，后期也是主要发展业务板块。从业务板块来讲，这几年都在交替上升。公司要根据国家政策和市场走向来发展业务板块，明年肯定是光伏最快，其次是风电和燃气。四大热电中心建完之后，大燃气项目会少一些，但是区域性的能源项目还是有不少，我们希望燃气发电这块能走出去，外省市几个项目在做前期工作了。风电、光伏我们业务本来就分布在全国。垃圾业务从北京开始做，将来也要走向全国。水电受资源限制，大江大河瓜分的差不多了，是一些小项目，未来发展取决于机遇。

17、明年的资本开支计划？

今年资本开支计划 80 亿，明年资本开支差不多 80 个亿。明年的投资大部分在风电和光伏上。燃气发电部分大的投资已经基本结束了，还留下一部分上庄项目投资。大概风电可能投 40-50 亿，光伏 30 亿，燃气不到 20 亿，规划的数字大于报出的保守估计数字。

18、公司前期发行的境外债券以及公司的融资成本和规模、融资方式？

国内的贷款分为两部分，一部分是项目建设贷款，一部分是流动资金贷款。国内金融政策下，流动资金贷款是不可以置换建设资金贷款的。一般建设贷款周期长，利率高，一般年限 13 年以上，利率 6%以上。那次发债就是打算解决一部分建设资金贷款，解决一部分高利率的债务。发债可以规避流动资金贷款和建设资金贷款的比例问题。

19、公司的融资成本和规模、融资方式？

境外发行债券可以节约 2%融资利息。融资成本上，2013 年 5.3%左右，2014 年 5.4-5.5%左右的样子，明年通过发债等手段，使利率降低，可能降到 5.3%甚至更低。

明年贷款的整体额度新增 20 亿到 30 亿左右，包括发债、贷款等，对应有资产的

增长。增发，发债，银行等手段都有可能。主要看国内政策、国际市场情况，也看项目需求情况。需要具体判断，不好提前定好。比如本次发债，纯粹是降低财务费用，没有资金的硬需求，因为银行授信规模很大，我们实际随时可以贷出钱。

20、公司判断公司股价调整的原因？

恐怕市场就是对公司电价和补贴有顾虑，公司基本面没什么变化。市场上担心财政补贴的部分，今年其实比去年还好。去年年末政策落实，但是没到位。今年年底前补贴资金已经全部到位了，现在到位了8个多亿，早些投产的已经全部到位。新建的电厂的补贴正在沟通，应该也没有问题。估计是市场对这个问题有担心，但真的没有问题。15年气价上调的部分，调价疏导到15年一季度调价方案就能出来，这样可以把14年9月1号气价上涨的全部疏导解决了。利用这次疏导解决，把以前存量需要疏导的矛盾也多解决了，多了1分多钱。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之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，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。