

新股簡介

北京京能清潔能源電力股份有限公司(00579)

2011年12月12日

公司上市資料	
(以下為不獲行使超額配股權之資料)	
發售股份數目	1,135,420,000
配售部分	1,021,876,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	113,544,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	1.59-1.75
每手股數：	2000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	高盛、瑞士銀行、中銀國際

事項	日期
公開招股時間	12月12日-12月15日
預計定價日	12月15日
公佈申請結果	12月21日
掛牌交易	12月22日

回撥機制	
超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途	投入資金
(假設以中位數發售)	(百分比)
投資建設風力及燃氣發電	50.0%
現有項目購買重要設備及	20.0%
零部件	
償還銀行貸款	20.0%
補充營運資金	10.0%

投資要點

- 公司是燃氣電力供應商及風電運營商，根據裝機容量計算，2010年公司是北京最大燃氣發電商及中國第八大風電運營商，市場佔有率分別為61%及2.4%。
- **經營行業：**01-10年中國全社會電力消耗總量複合增長率為12.37%，發電量複合增長率為12.32%，發電總裝機容量複合增長率達到12.30%。06-10年中國風電裝機容量複合增長率達到104%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長：**中電聯預估2011年全社會用電量同比增長12%，隨著煤炭價格上漲、日本核電事故，火力及核電發電量增長受限，預估新能源裝機容量及發電量佔比將逐步提高；(2) **或需要通過再融資擴大產能：**11-13年資本開支分別為60億元、130億元及80億元，截至2010年底，銀行借債高達116億元，上市以後可能需要再次融資獲得資本，擴大產能；(3) **內蒙古風電發電上網受阻：**內蒙古風電場存在風電裝機容量發展速度快於電網發展，出現“東部缺電西部窩電”的情況，2010年公司裝機容量的89%風電場受到電網阻塞影響，公司風電平均利用時數高於行業平均，上漲空間有限；(4) **上網電價受政府引導：**公司發電上網價格由發改委統一釐定，政府為控制通脹壓力，預估上網電價提升空間有限，同時天然氣採購成本可能提升。
- **估值：**預估11年盈利將不少於到8.019億元人民幣（約9.78億港元），同比增長54%，按照招股價中位數HK\$1.67（市值HK\$100.74億元），對應11市盈率為10.3x。公司估值屬於行業平均，基於可再生能發電量提高、產能擴大所需資本開支、內蒙古風電上網受阻及上網電價受政府引導，予以**中性評級**

風險

- 公司無法將天然氣成本上漲及時轉嫁予客戶，將對盈利產生不利影響。
- 風電盈利主要依賴於支持可再生能源政策。

營業紀錄

年度(人民幣千元)	2008年	2009年	2010年	1H 2011年
收入	2,256,653	4,785,453	3,642,818	1,892,255
經營盈利	244,064	477,300	1,009,044	708,902
除稅前盈利	69,189	216,737	577,083	511,342
淨利潤	49,235	198,947	520,803	435,069

同業對比	股份名稱	股價	當前	2010年	2011年	市值
		HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
京能清潔能源	(579.HK)	1.59-1.75	1.67-1.80	15.1-16.6	9.7-10.7	95.91-105.56
大唐新能源	(1798.HK)	1.4	1.0	12.8	9.6	102.02

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月12日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

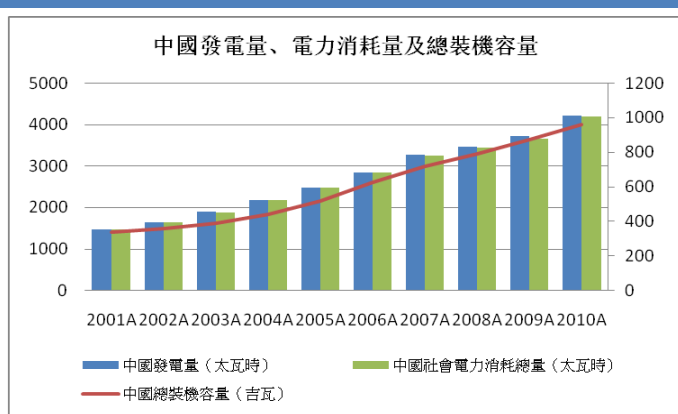
公司簡介

公司是燃氣電力供應商及風電運營商，主要從事燃氣熱電、風電、中小型水電及其他清潔能源項目，根據控股裝機容量計算，2010 年公司是北京最大燃氣發電商及中國第八大風電運營商，燃氣及風電裝機容量分別佔北京燃氣裝機容量及中國風電裝機容量的 61%及 2.4%。

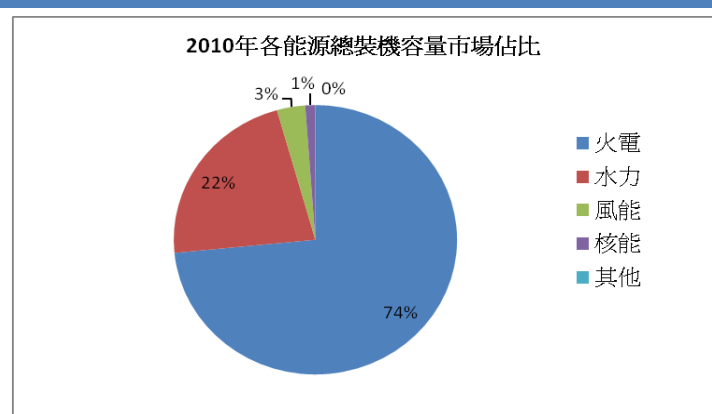
行業概覽

隨著中國國內生產總值增長、工業產值及固定資產投資幅度價格，中國電力消耗顯著增長，01-10 年中國全社會電力消耗總量複合增長率為 12.37%，發電量複合增長率為 12.32%，而同期發電總裝機容量複合增長率達到 12.30%。按裝機容量計算，2010 年中國能源佔比中火電、水力、風電佔比分別為 73.4%、22.2%及 3.2%。

圖：2001-2010 年 中國發電總量、消耗量及裝機容量

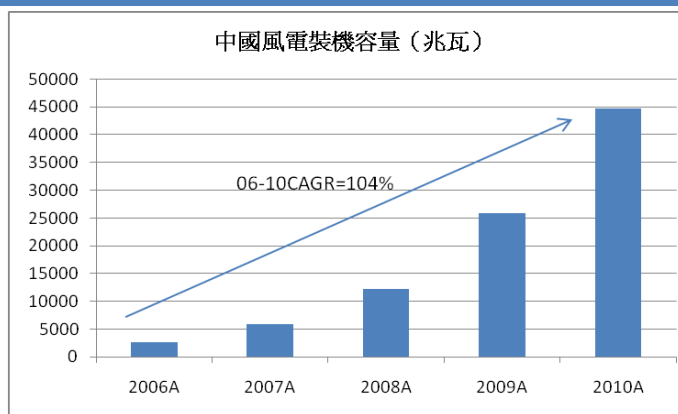


圖：2010 年各能源裝機容量市場佔比

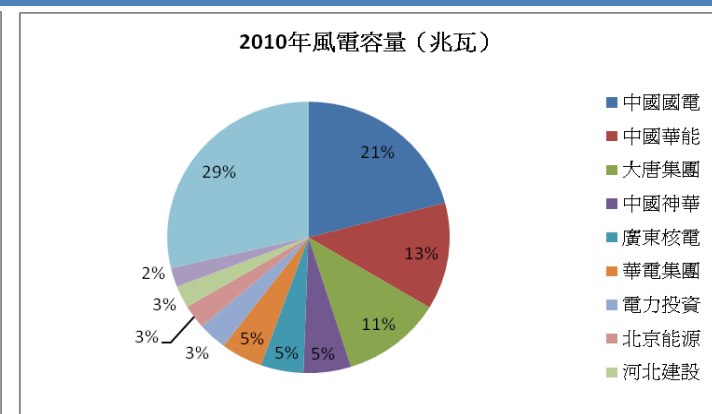


中國電力行業中，獨立電廠生產電力根據電力調度協議售予相關地區電網，再由電網公司將電力售予終端用戶，包括住宅、商業及工業用戶。發電公司向電網公司銷售電力之上網電價由定價局審核及批准。公司主要以燃氣及風力發電：(1) 天然氣發電市場：中國天然氣消耗量 00-09 年複合增長率為 15.37%，產量增長 9.1%。天然氣價格由中央政府統一釐定批核，2010 年 5 月工業用城鎮燃氣井口價格為 1.46 元/立方米。(2) 風電行業：風電行業作為全球發展最迅速的可再生能源行業，2010 年中國風電裝機容量達到 196630 兆瓦，佔全國 22.8%，為世界上最大風力發電市場。06-10 年中國風電裝機容量複合增長率達到 104%，中國八大風電場佔總裝機容量的 66.4%。

圖：2006-2010 年中國風電裝機容量 (兆瓦)



圖：2010 年風電容量市場佔有率



本報告中的信息均來源於已公開的資料，我對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司的盈利模式:

1. **主營業務收益:** 公司收益主要來自: (1) 燃氣發電及供熱業務 (2) 風電業務 (3) 水電業務及其他。2010 年公司燃氣及供熱、風電及水電收入分別佔總盈利的 70.1%、28.3% 及 1.6%。08-10 年燃氣、風電及水電收入複合增長率分別為 48%、199% 及 -2%。

圖: 2008-2010 年發電分部收入及經營盈利 (千元)

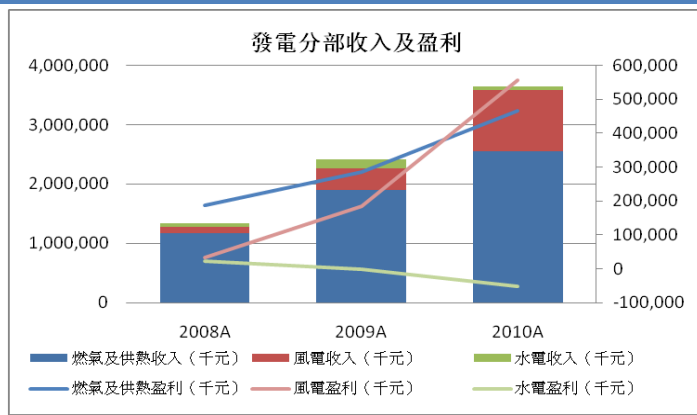
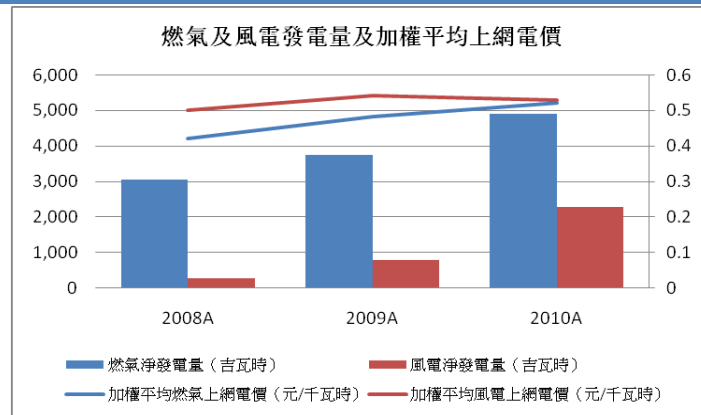


圖: 2008-2010 年燃氣及風電發電量及加權平均上網電價



2. **發電量:** 裝機容量、發電器械平均利用時數及電網容量等影響公司銷售電量。(1) 燃氣: 公司燃氣發電及供熱集中在北京地區三間電廠, 08-10 年平均發電裝機容量增長 17% 及發電機械利用時數提高 8.8%, 燃氣淨發電量複合增長 27% (2) 風電: 公司風電場集中在內蒙古、北京及遼寧。08-10 年平均發電裝機容量增長 180% 及發電機械利用時數提高 5%, 風電淨發電量複合增長 193%。
3. **平均上網電價:** 公司將電力銷售予下游地方電網。平均上網電價定價如下: (1) 燃氣發電: 上網電價由國家發改委釐定, 08-10 年燃氣電廠加權平均上網電價為 0.4202 元/千瓦時、0.4825 元/千瓦時及 0.5211 元/千瓦時, 複合增長為 11% (2) 風電: 公司根據“政府定價”模式訂立風電上網電價, 08-10 年風電電廠加權平均上網電價為 0.5015 元/千瓦時、0.5412 元/千瓦時、0.5281 元/千瓦時及 0.5224 元/千瓦時, 複合增長為 9.1%。

圖: 2008-2010 年發電分部裝機容量 (兆瓦)

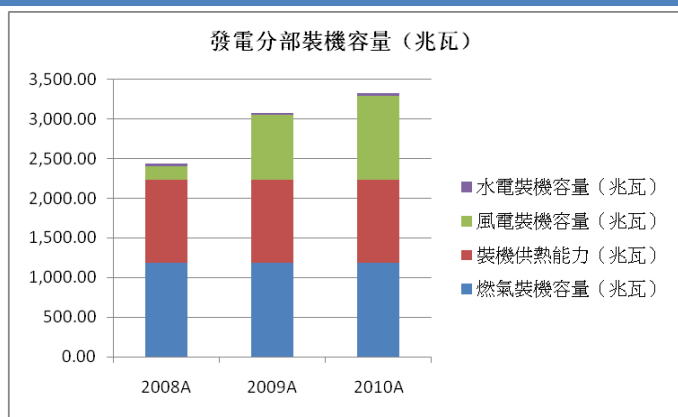
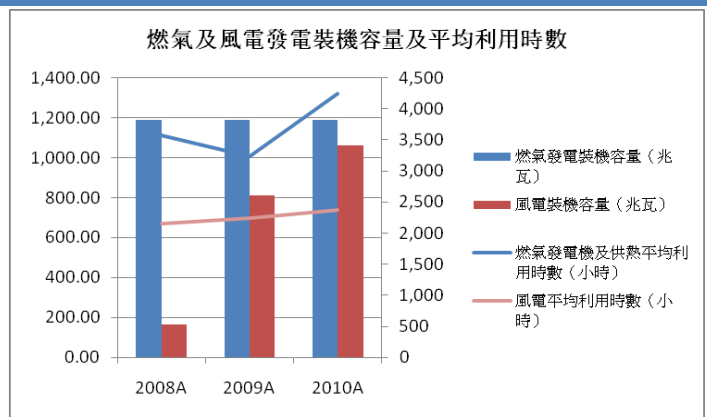


圖: 2008-2010 年燃氣及風電裝機容量及平均利用時數



4. **裝機容量及平均利用時數:** 截至 2010 年底, 公司燃氣、風電及水電裝機容量分別為 1190 兆瓦、1058.75 兆瓦及 6.40 兆瓦, 發電平均利用時數逐年提高, 2010 年平均利用時數分別為 4237 小時、2369 小時及 3438 小時, 風電利用時數略低, 主要是由於中國北部地區風電發電裝機容量增長速度遠高於電網投資, 公司 89% 的風電場受到電網阻塞影響。
5. **原材料:** 公司所有燃氣向北京燃氣集團訂立天然氣供應協議, 為期三年, 燃氣價格由北京發改委釐定, 08-10 年價格分別為 1.82 元/立方米、1.87 元/立方米及 1.97 元/立方米。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由粵海證券有限公司提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

認購建議：

- 行業增長：**01-10年中國社會電力消耗量複合增量率為12.37%，隨著國內生產總值、工業產值及固定資產投資增長，中國電力需求將持續增長，中電聯預估2011年全社會用電量達到4.7萬億千瓦時，同比增長12%。隨著煤炭價格上漲、日本核電事故，火力及核電發電量增長受限，中央積極拓展再生能源，預估新能源裝機容量及發電量佔比將逐步提高。
- 或需要通過再融資擴大產能：**截至2010年底，公司燃氣、風電及水電裝機容量分別為1190兆瓦、1058.75兆瓦及6.40兆瓦，根據公司在建裝機容量估算，新增燃氣、風電及水電裝機容量增長率為70%、40%及350%。11-13年資本開支分別為60億元、130億元及80億元，截至2010年底，銀行借債高達116億元，上市以後可能需要再次融資獲得資本，擴大產能。
- 內蒙古風電發電上網受阻：**內蒙古風電場存在風電裝機容量發展速度過快，並超過本地電網發展，出現“東部缺電西部窩電”的情況。2010年公司裝機容量的89%風電場受到電網阻塞影響。“十二五”規劃中，中央政府計劃投資1.58萬億元在電網，年均3000億元，較2010年下降12%，2010年公司風電平均利用時數為2369小時，高於全國風電平均利用時數2097小時，預估公司平均利用小時上升空間有限。
- 上網電價受政府引導：**公司發電上網價格受到發改委統一釐定，政府為控制通脹壓力，平均上網價格提速受限，預估上網電價提升空間有限。同時中國是天然氣稀缺國，主要依靠進口天然氣供給，天然氣採購成本可能隨著供給逐步緊缺而提高，公司可能無法將天然氣成本上漲及時轉嫁予政府釐定上網電價，將對盈利產生不利影響。

估值：

公司預估2011年盈利將不少於到8.019億元人民幣（約9.78億港元），同比增長54%，按照招股價中位數HK\$1.67（市值為HK\$100.74億元），對應2011市盈率為10.3x。目前公司估值屬於行業平均，基於可再生能發電量提高、產能擴大所需資本開支大、內蒙古風電上網受阻及上網電價受政府引導，予以**中性評級**。

同行對比：

公司名稱	股票代碼	現價 (HKD)	市值 (百萬港元)	P/E(x)			P/B(x)
				2010A	2011E	2012E	2010A
京能清潔能源	579 HK Equity	1.59-1.75	95.91-105.56	15.1-16.6	9.7-10.7	NA	1.7-1.8
大唐新能源	1798 HK Equity	1.4	10,202	12.8	9.6	7.1	1.0
華能新能源	958 HK Equity	1.83	15,487	16.4	9.3	7.4	1.6
中國電力新能源	735 HK Equity	0.38	2,998	11.8	11.9	10.0	0.5
平均				13.7	10.3	8.2	1.0

綜合盈利表：

(人民幣千元)	2008A	2009A	2010A	1H 2010A	1H 2011A
收入	2,256,653	4,785,453	3,642,818	1,972,638	1,892,255
其他收入	502,242	580,246	609,044	221,364	429,301
燃氣消耗	-1,008,461	-1,458,644	-1,970,455	-1,048,780	-1,027,237
服務特許權建設成本	-918,135	-2,375,681	0	0	0
折舊和攤銷	-253,618	-496,447	-758,117	-362,904	-391,610
員工成本	-72,103	-119,396	-184,343	-64,690	-81,204
維修保養	-76,026	-98,745	-104,497	-42,603	-36,163
其他開支	-196,779	-335,854	-253,186	-113,511	-76,745
其他利得及虧損	10,291	-3,632	27,780	-11,212	305
經營盈利	244,064	477,300	1,009,044	550,302	708,902
經營盈利率	11%	10%	28%	28%	37%
利息收入	21,912	17,974	12,707	6,385	9,178
財務費用	-214,348	-299,201	-500,259	-255,773	-283,755
應佔聯營公司業績	9,933	15,559	55,151	53,312	78,298
應佔合營公司業績	7,628	5,105	440	365	-1,281
除稅前盈利	69,189	216,737	577,083	354,591	511,342
所得稅開支	-19,954	-17,790	-56,280	-47,760	-76,273
年內盈利	49,235	198,947	520,803	306,831	435,069
淨利潤率	2%	4%	14%	16%	23%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。