

北控清潔能源 (1250 HK)

清潔能源發展三箭齊發

❖ **北控旗下快速發展中的清潔能源上市平臺。**北控清潔能源集團有限公司（北控潔能，1250 HK），是北控品牌旗下的清潔能源項目的開發及運維平臺。該平臺自2015年6月起被北控水務通過反向併購整合，並形成頗具特點的混合所有制控股結構。截止2017年底，北控水務（371 HK）、中信產業基金和啓迪控股分別持有北控潔能總股本的31.9%、23.9%和6.4%。公司自收購後開始啟動業務轉型，並通過獨特的光伏項目EPC+持有運營的業務組合實現快速擴張。公司于2017年取得杰出業績，收入及淨利潤分別實現同比上升247.4%及208.9%至100.4億港元及15.6億港元。

❖ **以清潔能源開發利用為目標，三箭齊發。**歷經2年的業務轉型期後，我們認為北控潔能逐漸塑造了較為清晰的業務綫條，即戰略性瞄準清潔能源開發利用的廣闊市場三箭齊發。這三支利箭分別為1) 太陽能光伏電站的開發和運維；2) 風電場項目的開發和運維；以及3) 提供高效穩定的清潔供暖服務。

❖ **新能源項目開發及EPC能力日漸強大。**儘管業務平臺轉型伊始，北控潔能的光伏和風電項目開發能力令人印象深刻。作為新能源項目開發的後來者，北控潔能一方面在較短的時間內通過收併購獲得了頗具實力的工程能力，並隨著市場發展承接了不少EPC項目；另一方面，公司在項目持有方面通過併購、合作開發以及內部開發多種模式在2017年末已累計獲得了2.2吉瓦光伏項目以及76兆瓦項目。在業務模式方面，我們相信EPC業務端較好的現金周轉以及盈利狀況將有助於公司緩解新能源補貼遲緩現狀。公司計劃未來2-3年在非限電地區每年分別開發併持有1吉瓦的光伏和風電項目。

❖ **清潔供暖：藍海業務。**在積極的政府政策指導下，清潔供暖市場正迅速發展。據政府數據統計，截止2016年底，中國的采暖市場規模約為206億平方米，但僅有34%的供暖市場實現了清潔供暖。目前居民用戶采暖市場高度分散，市場上最大的供暖服務商僅占不到3%的市場份額。我們預計清潔供暖業務將成為類似天然氣分銷商的業務，在供暖接駁階段收取初裝費，並在采暖季開始前收取預付款。公司預計清潔供暖項目投資成本能够在短期內獲得回收，並預期清潔供暖業務將為公司提供較為強勁的業務現金流。截止2017年末，北控潔能擁有超過2千萬平方米的清潔供暖項目儲備，公司目標在3年內成為清潔供暖領域的領軍企業。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬港元)	289	2,890	10,040
淨利潤(百萬港元)	38	505	1,560
每股收益(港仙)	0.3	1.4	2.7
每股收益變動(%)	n/a	411.3	94.4
市盈率(x)	90.18	17.64	9.07
市帳率(x)	2.06	2.36	1.83
股息率(%)	-	-	-
股本回報率(%)	2.3	13.4	20.2
淨負債/股東權益比率(%)	NET CASH	134.9	151.1

資料來源：公司資料，招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$0.247

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國新能源板塊

市值(百萬港元)	15,691
3月平均流通量(百萬港元)	28.80
52周最高/低(港元)	0.30/0.165
總股本(百萬)	63,525.4

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1月	-5.7%	-6.7%
3月	-5.7%	1.5%
6月	20.2%	10.5%

來源：彭博

股東結構

北控水務	31.9%
中信產業基金	23.9%
啓迪控股	6.4%
流通股	37.8%

來源：港交所

過去一年股價



來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.bece.com.hk

- ❖ **融資能力卓越。**在混合所有制國企持股和強大股東背景的支持下，我們認為北控潔能展現出卓越的融資能力。公司已經建立了多層次的資金支持，其中包括：
1) 長期銀行借款，利率成本位于基準利率附近（下浮 10-上浮 5 基點）；2) 融資租賃，8-10 年期利率區間為 5.8%-6.2%；3) 與金融機構合作組建產業基金投資可再生能源項目，公司以劣後級投資參與入夥（2017 年入夥 7 個基金及信托籌集 88.2 億元）；4) 境內外債券和股權融資。在新能源項目層面，公司採用較為溫和的借債比例，債務融資占比為 70%。在上市公司層面，公司以資產負債率不超過 80%作為負債規模的控制標準。2017 年，北控潔能平均融資成本僅為 4.1%，截止至 2017 年末負債資產比率為 75.0%。我們相信，低成本的融資可使北控潔能在項目收并購和新項目開發方面具有較高的靈活性，同時在市場競爭激烈的趨勢下仍然能夠維持較客觀的項目回報。
- ❖ **目前估值尚未反應長期增長潛力。**目前北控潔能對應的 2017 年市盈率為 9.1 倍。公司已於 2018 年初完成了原有捲烟包裝業務處置，并處于清潔能源發展平臺轉型的早期階段，我們相信北控潔能的盈利具備可持續性，同時未來多個業務綫條均具備高增長潛力。鑒于清潔能源項目投資需要大量資本投入，我們預計公司將持續具有股權融資需求，這可能導致盈利稀釋。基于公司目前所展現的高效執行力和卓越的融資能力，我們對於公司未來盈利增速持續快于盈利稀釋抱有信心。我們相信市場目前并未將公司的長期增長潛力納入當前估值，因此，我們認為公司目前股價吸引。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。