

北控清洁能源 (1250 HK)

清洁能源发展三箭齐发

- ❖ **北控旗下快速发展中的清洁能源上市平台。**北控清洁能源集团有限公司（北控洁能，1250 HK），是北控品牌旗下的清洁能源项目的开发及运维平台。该平台自2015年6月起被北控水务通过反向并购整合，并形成颇具特点的混合所有制控股结构。截止2017年底，北控水务（371 HK）、中信产业基金和启迪控股分别持有北控洁能总股本的31.9%、23.9%和6.4%。公司自收购后开始启动业务转型，并通过独特的光伏项目EPC+持有运营的业务组合实现快速扩张。公司于2017年取得杰出业绩，收入及净利润分别实现同比上升247.4%及208.9%至100.4亿港元及15.6亿港元。
- ❖ **以清洁能源开发利用为目标，三箭齐发。**历经2年的业务转型期后，我们认为北控洁能逐渐塑造了较为清晰的业务线条，即战略性瞄准清洁能源开发利用的广阔市场三箭齐发。这三支利箭分别为1) 太阳能光伏电站的开发和运维；2) 风电场项目的开发和运维；以及3) 提供高效稳定的清洁供暖服务。
- ❖ **新能源项目开发及EPC能力日渐强大。**尽管业务平台转型伊始，北控洁能的光伏和风电项目开发能力令人印象深刻。作为新能源项目开发的后来者，北控洁能一方面在较短的时间内通过收并购获得了颇具实力的工程能力，并随着市场发展承接了不少EPC项目；另一方面，公司在项目持有方面通过并购、合作开发以及内部开发多种模式在2017年末已累计获得了2.2吉瓦光伏项目以及76兆瓦项目。在业务模式方面，我们相信EPC业务端较好的现金周转以及盈利状况将有助于公司缓解新能源补贴迟缓现状。公司计划未来2-3年在非限电地区每年分别开发并持有1吉瓦的光伏和风电项目。
- ❖ **清洁供暖：蓝海业务。**在积极的政府政策指导下，清洁供暖市场正迅速发展。据政府数据统计，截止2016年底，中国的采暖市场规模约为206亿平方米，但仅有34%的供暖市场实现了清洁供暖。目前居民用户采暖市场高度分散，市场上最大的供暖服务商仅占不到3%的市场份额。我们预计清洁供暖业务将成为类似天然气分销商的业务，在供暖接驳阶段收取初装费，并在采暖季开始前收取预付款。公司预计清洁供暖项目投资成本能够在短期内获得回收，并预期清洁供暖业务将为公司提供较为强劲的业务现金流。截止2017年末，北控洁能拥有超过2千万平方米的清洁供暖项目储备，公司目标在3年内成为清洁供暖领域的领军企业。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万港元)	289	2,890	10,040
净利润(百万港元)	38	505	1,560
每股收益(港仙)	0.3	1.4	2.7
每股收益变动(%)	n/a	411.3	94.4
市盈率(x)	90.18	17.64	9.07
市帐率(x)	2.06	2.36	1.83
股息率(%)	-	-	-
股本回报率(%)	2.3	13.4	20.2
净负债/股东权益比率(%)	NET CASH	134.9	151.1

资料来源：公司资料, 招银国际预测

未评级

当前股价 HK\$0.247

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国新能源板块

市值(百万港元)	15,691
3月平均流通量(百万港元)	28.80
52周最高/低(港元)	0.30/0.165
总股本(百万)	63,525.4

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1月	-5.7%	-6.7%
3月	-5.7%	1.5%
6月	20.2%	10.5%

来源: 彭博

股东结构

北控水务	31.9%
中信产业基金	23.9%
启迪控股	6.4%
流通股	37.8%

来源: 港交所

过去一年股价



来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.bece.com.hk

- ❖ **融资能力卓越。**在混合所有制国企持股和强大股东背景的支持下，我们认为北控洁能展现出卓越的融资能力。公司已经建立了多层次的资金支持，其中包括：
1) 长期银行借款，利率成本位于基准利率附近（下浮 10-上浮 5 基点）；2) 融资租赁，8-10 年期利率区间为 5.8%-6.2%；3) 与金融机构合作组建产业基金投资可再生能源项目，公司以劣后级投资参与入伙（2017 年入伙 7 个基金及信托筹集 88.2 亿元）；4) 境内外债券和股权融资。在新能源项目层面，公司采用较为温和的借债比例，债务融资占比为 70%。在上市公司层面，公司以资产负债率不超过 80%作为负债规模的控制标准。2017 年，北控洁能平均融资成本仅为 4.1%，截止至 2017 年末负债资产比率为 75.0%。我们相信，低成本的融资可使北控洁能在项目收并购和新项目开发方面具有较高的灵活性，同时在市场竞争激烈的趋势下仍然能够维持较客观的项目回报。
- ❖ **目前估值尚未反应长期增长潜力。**目前北控洁能对应的 2017 年市盈率为 9.1 倍。公司已于 2018 年初完成了原有卷烟包装业务处置，并处于清洁能源发展平台转型的早期阶段，我们相信北控洁能的盈利具备可持续性，同时未来多个业务线条均具备高增长潜力。鉴于清洁能源项目投资需要大量资本投入，我们预计公司将持续具有股权融资需求，这可能导致盈利稀释。基于公司目前所展现的高效执行力和卓越的融资能力，我们对于公司未来盈利增速持续快于盈利稀释抱有信心。我们相信市场目前并未将公司的长期增长潜力纳入当前估值，因此，我们认为公司目前股价吸引。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。