

1250.HK 北控清洁能源

港股通（深）

未评级

快速发展的清洁能源公司

2018年07月28日

市场数据

日期	2018/07/27
收盘价(港元)	0.188
总股本(百万股)	63,525
流通股本(百万股)	63,525
总市值(百万港元)	11,943
流通市值(百万港元)	11,943
净资产(百万港元)	9,004
总资产(百万港元)	35,996
每股净资产(港元)	0.13

主要财务指标

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017A
营业收入(百万港元)	211	289	2,894	10,043
同比增长(%)	-3.07	39.09	900.31	247.05
净利润(百万港元)	29	38	505	1,560
同比增长(%)	7.91	33.80	1,212.22	208.92
毛利率(%)	37.43	44.68	28.27	26.15
净利润率(%)	13.77	13.30	18.29	15.70
净资产收益率(%)	11.52	3.26	15.38	23.99
每股收益(港元)	0.09	0.00	0.01	0.03

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外能源、公用事业行业研究

分析师：

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SAC: S0190518020003

投资要点

- 公司目前是北控旗下的清洁能源项目开发及运维平台，主要从事投资、开发、建造、营运及管理光伏发电业务、风电业务及清洁供暖业务。北控清洁能源拥有控股股东的大力支持，公司的工程数量有一定保证。公司的营收从2016年的2,890百万港元增长到2017年10,039百万港元，增长247%；净利润从2016年的505百万港元增长到1,560百万港元，增长209%。
- 中国光伏新增装机快速提升，分布式光伏在2017年得到大发展。风电在我国发展了近十年，2013-2015年风电新增装机在补贴推动下得到加速提升，但此后由于弃风问题严重而下滑，但2017年至今改善明显。风电和光伏新政策后，已建成电站补贴不受影响，使之成为优质资产，部分企业有出售电站倾向，而此时拥有资金优势的企业能够趁势吸纳优良新能源电站。
- 公司光伏发电业务较快发展，风电发电业务开始起步。公司在中国持有的43座（2016年：26座）集中式光伏电站已投入运营，其并网总容量达1,784MW；分布式光伏并网容量441MW；风电并网容量48MW。公司清洁供暖业务也正处蓝海，截止2017年末，公司拥有超过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。
- 公司的竞争优势在于融资成本低，拿项目时的决策机制也比较科学，能够把项目的风险和收益充分加以论证；同时公司体制是混合所有制，优势是比较灵活。

风险提示：新能源发电行业政策发生重大变化；融资成本上升；现金流风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、公司概况：快速发展的清洁能源公司	3
1.1、北控集团控股，布局清洁能源领域	3
1.2、公司业绩大幅增长	5
2、中国新能源业发展迅猛，2018 年光伏、风电新政使平价上网加速来临	6
2.1、度电补贴政策下，中国光伏迎来大发展	6
2.2、风电在我国发展已较为成熟，弃风限电问题持续改善	7
2.3、2018 年光伏、风电新政加速补贴退坡，使平价上网即将来临	8
3、公司未来聚焦光伏、风电与清洁供暖三大业务	9
3.1、公司光伏发电业务较快发展，风电发电业务开始起步	9
3.2、EPC 业务在过去两年实现显著增长	10
3.3、公司清洁供暖业务正处蓝海	10
4、公司融资优势明显，管理层经营丰富	12
5、风险提示	14
图 1、北控清洁主要股东占比情况	3
图 2、北控清洁能源业务构成	4
图 3、北控清洁能源营业收入、毛利率	5
图 4、北控清洁能源净利润、净利率	5
图 5、北控清洁能源各部分收入占比	5
图 6、北控清洁能源各部分毛利润占比	5
图 7、历年中国光伏新增和累计装机容量	6
图 8、历年中国新增装机地面电站和分布式占比情况	6
图 9、历年中国光伏发电量	6
图 10、历年中国光伏发电量占比	6
图 11、历年中国风电新增和累计装机容量	7
图 12、历年中国风电发电量及占比	7
图 13、历年中国风电弃风电量和弃风率	7
图 14、历年中国风电行业平均利用小时	7
图 15、公司借款总额构成情况	13
图 16、公司资本开支情况	13
图 17、公司现金和尚未动用的银行融资额度情况	13
图 18、公司长期借款占比和净负债率情况	13
图 19、公司应收账款按类别构成情况	13
图 20、公司应收账款按账期构成情况	13
表 1、公司发展历史	3
表 2、发改委、能源局 2018 年 5 月底关于风电、光伏行业出台的政策	8
表 3、“531”新政之后上市公司公告的拟交易光伏电站情况	9
表 4、截止 2017 年底公司集中式光伏电站项目	9
表 5、国家清洁能源供暖相关的政策、文件	11
表 6、同行业对比	12
表 7、公司管理层简介	14

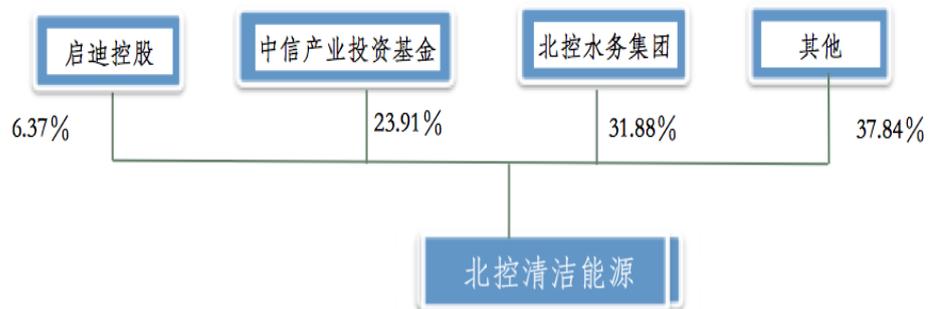
1、公司概况：快速发展的清洁能源公司

1.1、北控集团控股，布局清洁能源领域

北控清洁能源集团有限公司（1250.HK）公司前身金彩控股有限公司是一家香烟包装制造商，自2015年6月公司被北控水务集团（0371.HK）以每股0.079港币的价格反向并购整合。因香烟业务并非公司核心，该业务已于2018年1月17日以258,868,000港元的价格出售。清华科技园启迪控股以战略合作者的身份被引入，以每股0.17港元认购公司40.45亿股。截至2017年12月31日，北控水务、中信产业投资基金、启迪控股分别持有北控清洁能源总股本的31.88%、23.91%、6.37%。北控清洁能源可以利用北控水务强大的执行能力、中信证券的融资能力以及启迪控股的技术背景来发展其可再生能源业务。

公司目前是北控旗下的清洁能源项目开发及运维平台，主要从事投资、开发、建造、营运及管理光伏发电业务、风电业务及清洁供暖业务。北控清洁能源拥有控股股东的大力支持，公司的工程数量有一定保证。

图1、北控清洁主要股东占比情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司发展历史

时间	主要内容
2014.12	北控水务、中信产业投资基金等多家公司以每股0.079港币的价格认购北控清洁能源的优先股及普通股。
2015.02	与河北省政府签订首个大框架光伏发电项目协议（2015到2020年实现3吉瓦）。
2016.05	获得河北省首个扶贫项目（25兆瓦）。
2016.08	清华科技园启迪控股以战略投资者身份被引入，认购公司40.45亿股，每股0.17港元。
2016.08	成功获得首个山东风电项目（48兆瓦）。
2016.09	获得包头市首个领跑者项目（50兆瓦）。
2017.06	山东省济宁市光伏领跑技术基地建设的设计规模50兆瓦集中式光伏电站成功并网发电。
2017.09	山东省新泰市采煤深陷区光伏领跑技术基地100兆瓦集中式光伏电站成功并网发电，其中N型双面双玻组件及平单轴跟从支架相结合的安装容量共计65兆瓦，是目前国内最大的双面组件+跟踪支架+农业大棚的光伏项目。
2017.12	位于西藏自治区海拔4700米的一项20兆瓦时的储能项目进入运行。
2018.01	位于南澳的首个海外集中式光伏发电项目并网。
2018.03	公司中标3个第三批领跑者项目，总装机规模345MW。

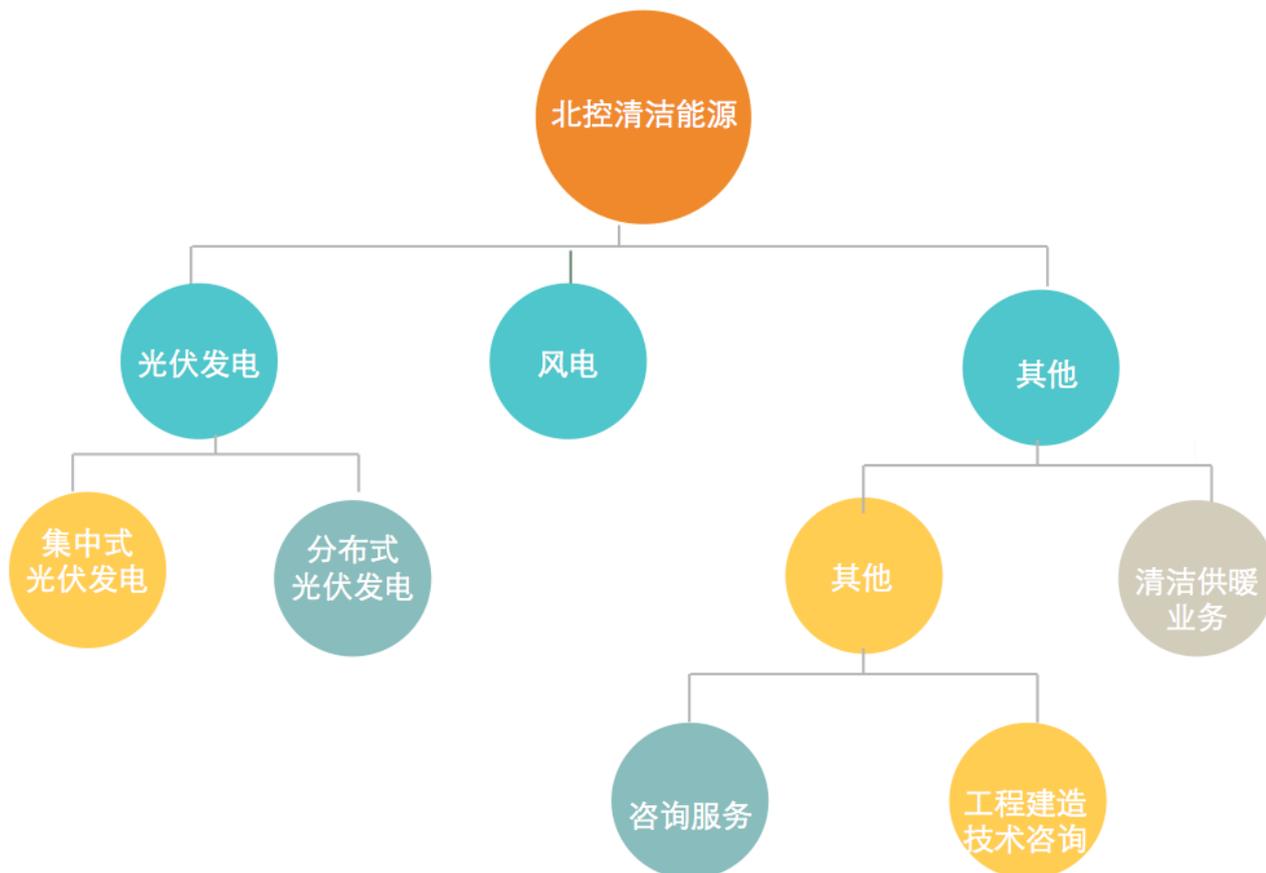
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务分为三个板块：光伏电站的开发和运维、风电项目的开发和运维以及提供高效稳定的清洁供暖服务。

公司在业务平台转型伊始，通过收购获得了颇具实力的工程能力，并随后承接了不少光伏及风电 EPC 项目。截至 2017 年 12 月 31 日，公司通过自主开发、联合开发及收购等形式实现并网、在建及筹建的集中式光伏电站约 2200 兆瓦。已持有的集中式地面光伏电站共 43 个项目，装机容量为 1784 兆瓦，持有或管理的已投运分布式光伏电站装机容量约为 441 兆瓦。另外，本集团投资的首个海外集中式光伏发电项目也开始建设，截至 2018 年 1 月完成 6 兆瓦规模的建设。

在风电领域，公司已并网的风电项目装机容量为 48 兆瓦，在建及筹建的风电项目规模约为 474 兆瓦。另外在政府积极政策的指引下，清洁供暖市场发展迅速且潜力巨大。公司 17 年在河南、河北、山西、陕西、辽宁等省份积极布局，通过深层地热、天然气、工业余热、水源热泵等清洁供热技术，以建设、并购及委托运营方式拓展供热业务。

图2、北控清洁能源业务构成



资料来源：公司 2017 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司业绩大幅增长

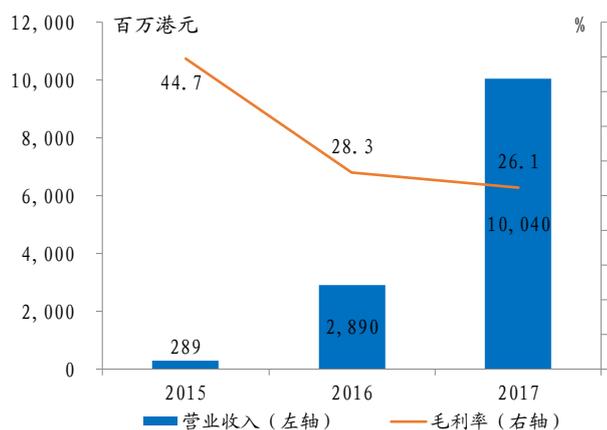
公司的营业收入从2016年的2,890百万港元增长到2017年10,039百万港元，增长率为247%，净利润从2016年的505百万港元增长到1,560百万港元，增长209%。

电力销售的毛利由2016年度134.7百万港元增加至2017年度1,058.2百万港元，占公司总毛利的40.3%。2016年仅占总毛利的16.5%，可以看出因为公司光伏及电力发电项目运营项目增加，电力销售对本集团总毛利的贡献比例大幅增加。

2017年公司建造服务收益占公司总毛利的45.4%，与16年的48.2%相比基本保持稳定。

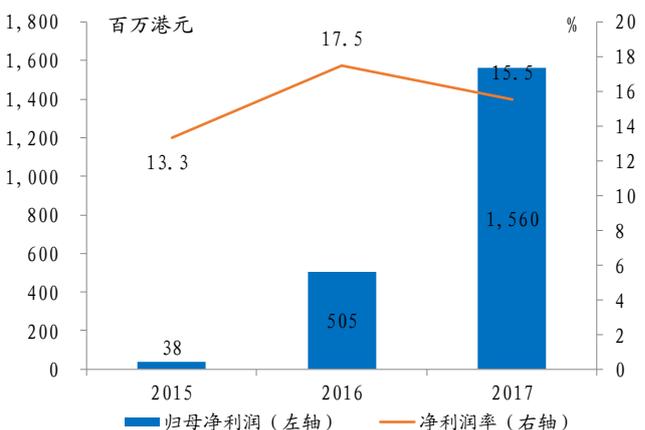
2017年卷烟包装销售数额为178.8百万港元，基本维持2016年的数额不变，该业务已于2018年1月17日出售。

图3、北控清洁能源营业收入、毛利率



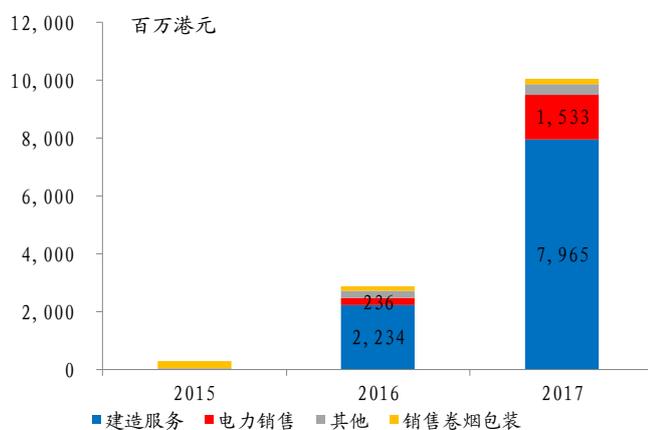
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、北控清洁能源净利润、净利率



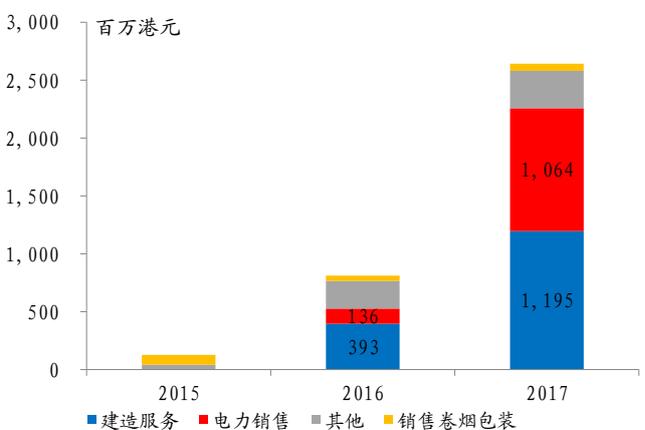
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、北控清洁能源各部分收入占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、北控清洁能源各部分毛利润占比



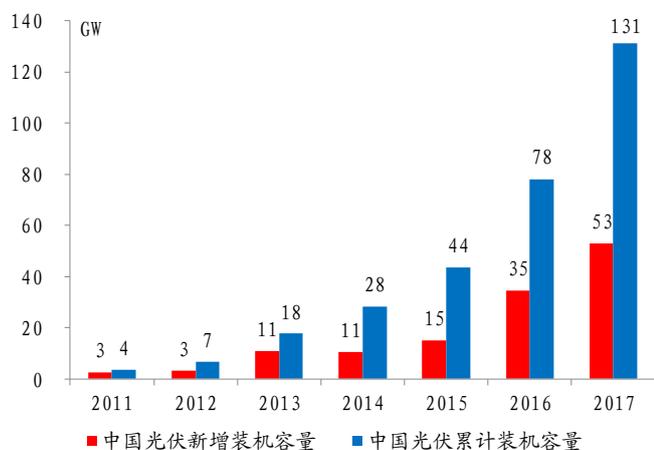
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中国新能源业发展迅猛，2018 年光伏、风电新政使平价上网加速来临

2.1、度电补贴政策下，中国光伏迎来大发展

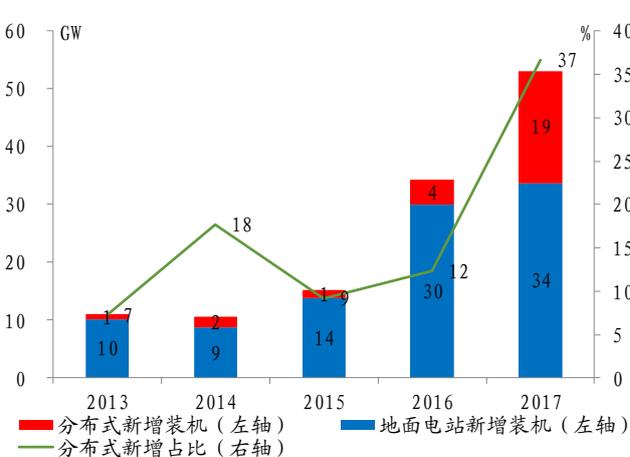
中国光伏新增装机快速提升，分布式光伏在 2017 年得到大发展。在 2013 年开始实施的光伏度电补贴政策后，中国光伏业得到大发展。2017 年全国新增光伏装机 53.06GW，同比增长 51%，累计装机达 131GW，占全世界累计装机比例达 32%，坐稳世界第一。其中，中国的分布式光伏在 2017 年爆发。2017 年分布式光伏新增装机容量 19.44GW，同比增长 356%，占全部新增装机量的 37%。

图7、历年中国光伏新增和累计装机容量



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

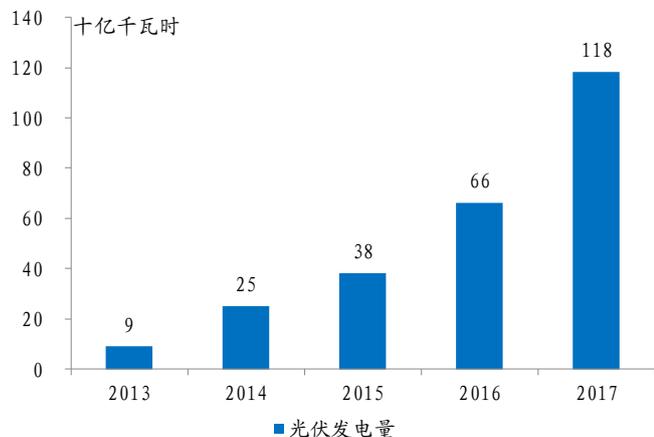
图8、历年中国新增装机地面电站和分布式占比情况



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

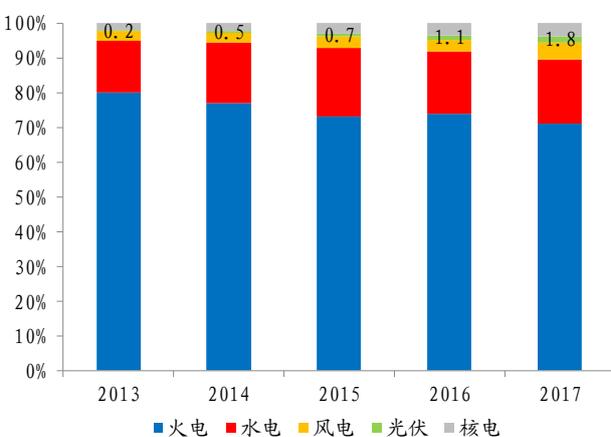
光伏发电量占比持续提升。2017 年中国光伏发电量达 1,182 亿千瓦时，占全社会发电量比例达 1.8%，光伏越来越成为可再生能源中举足轻重的发电电源。今后随着光伏装机量的持续提升以及火电新增装机的减少和落后产能的淘汰，光伏发电将继续提升占比。

图9、历年中国光伏发电量



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、历年中国光伏发电量占比

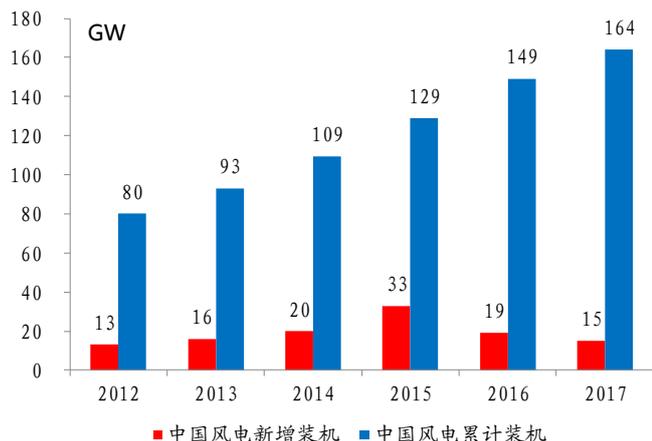


资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、风电在我国发展已较为成熟，弃风限电问题持续改善

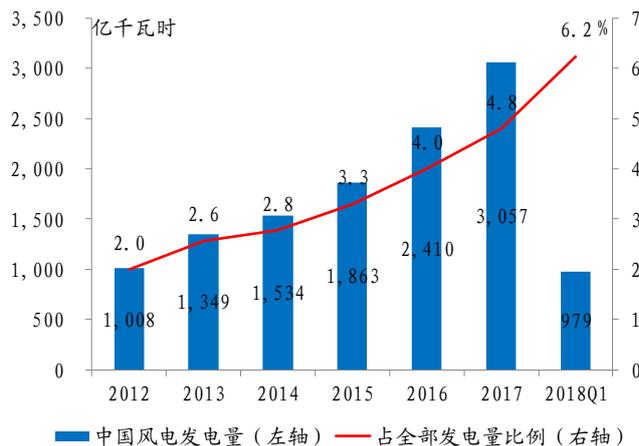
风电在我国已发展较为成熟，在总发电量中占有一定地位。风电在我国发展了近十年，2013-2015年风电新增装机在补贴推动下得到加速提升，但此后由于弃风问题严重而下滑，截止2017年底，全国风电累计装机已达164GW。风电发电量占比持续提升，2017年全年已占总发电量比例的4.8%，2018Q1已达到6.2%。

图11、历年中国风电新增和累计装机容量



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

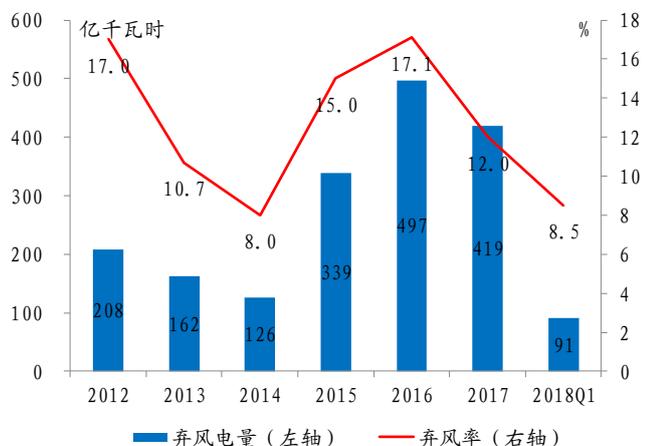
图12、历年中国风电发电量及占比



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

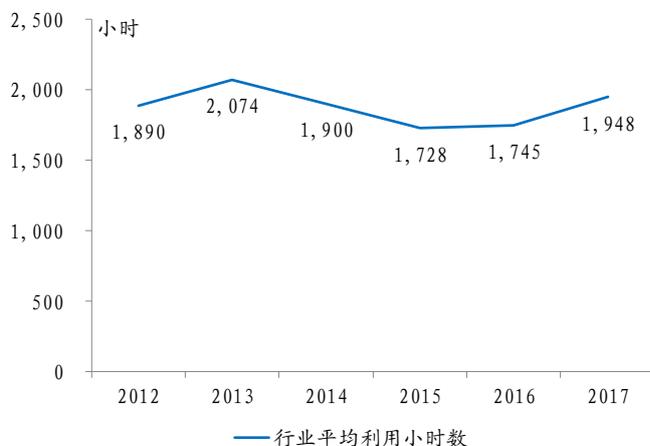
风电弃风问题持续改善中。由于前几年风电较多装在风力资源较好的西北部地区，而由于当地消纳不足出现了严重的限电问题，部分地区在高峰时限电率超过50%。从2016年底开始，解决弃风问题成为新能源发展的重要工作，国家能源局在《2017年能源工作指导意见》中提出的到2020年弃风率下降到5%。在各方推动下，2017年全年风电全行业限电率已经下降至12%，利用小时数较2016年回升203个小时。在2018年1-3月全国弃风量91亿千瓦时，弃风率8.5%，同比下降8个点，全国弃风电量和弃风率“双降”，消纳问题得到大幅改善。

图13、历年中国风电弃风电量和弃风率



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、历年中国风电行业平均利用小时



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、2018 年光伏、风电新政加速补贴退坡，使平价上网即将来临

新能源补贴缺口不断放大促使新政策出台加速补贴退坡。过去几年以风电和光伏为代表的新能源发电装机快速增加，使可再生能源补贴拖欠的数额已超 1,000 亿元，而政策发布前各方对新能源产业链的投资热情仍较高，使得补贴的缺口问题在未来并不明朗。2018 年 5 月 24 日和 2018 年 5 月 31 日，国家能源局和发改委、财政部、国家能源局分别印发了《关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知》和《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》。

表2、发改委、能源局 2018 年 5 月底关于风电、光伏行业出台的政策

编号	政策内容要点
	《关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知》
(1)	从本通知印发之日（5 月 18 日）起，尚未印发 2018 年风电度建设方案的省（自治区、直辖市）新增集中式陆上风电项目和未确定投资主体的海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价。同时从 2019 年起，各省（自治区、直辖市）新增核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价。分散式风电项目可不参与竞争性配置，逐步纳入分布式发电市场化交易范围。
(2)	《通知》提出将消纳工作作为首要条件，要求严格落实电力送出和消纳条件。《通知》要求新列入年度建设方案的风电项目，必须以电网企业承诺投资建设电力送出工程并确保达到最低保障收购年利用小时数（或弃风率不超过 5%，以下同）为前提条件，在项目所在地市（县）级区域内具备就地消纳条件的优先纳入年度建设方案。
(3)	随该《通知》一起发布的还有《风电项目竞争配置指导方案（试行）》，提出能源主管部门制定的竞争配置办法应包含企业能力、设备先进性、技术方案、已开展前期工作、接入消纳条件、申报电价等，可采取综合评分法，其中电价权重不得低于 40%。
	《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》
(1)	今年暂不安排普通光伏电站建设规模。
(2)	今年安排 10GW 左右规模用于支持分布式光伏项目建设，明确各地 5 月 31 日（含）前并网的分式光伏项目纳入国家认可的规模管理范围，未纳入国家认可规模管理范围的项目，由地方依法予以支持。
(3)	今年 6 月 1 日起，新投运光伏电站、“全额上网”分布式光伏上网电价降低至 0.5/0.6/0.7 元/度，“自发自用、余电上网”分布式光伏全电量补贴降至 0.32 元/度，村级扶贫电站（0.5MW 以下）标杆电价不变。
(4)	之后新建普通光伏电站上网电价全部通过竞争性招标形成，不再执行政府定价，招标确定的价格不得高于降价后的标杆上网电价；鼓励地方出台竞争性招标办法配置除户用光伏以外的分布式光伏发电项目。

资料来源：国家发改委，能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

新政策对风电行业整体影响较小，对光伏制造端影响较大。国内主要风电运营商在手已核准的项目普遍能够保证未来 2-3 年的新增装机，这些已经核准的项目只要在 2019 年年底前开工建设就不受新政策影响。同时整体来看，风电较光伏更多接近平价上网的要求，所以新政策会加速风电整体平价上网的进程，并一定程度上在制造端和运营端淘汰落后企业。而光伏新政策对全产业链的冲击都十分巨大，下游需求被限制之后会使上游产能过剩问题凸显，造成制造端部分产能在未来 1-2 年被迅速淘汰。

已建成电站补贴不受影响，使之成为优质资产。国家相关部门多次表示，会加快推进新能源补贴发放，已经承诺的补贴基本不可能在未来被一次性砍掉。新政策推出之后，我们认为诸多持有风电、光伏电站的运营企业或由于补贴延迟造成资金周转出现问题，或是由于自身前期快速发展阶段负债率较高等问题，将部分出售自身已建成电站，而此时拥有资金优势的企业能够趁势吸纳优良新能源电站。

表3、“531”新政之后上市公司公告的拟交易光伏电站情况

出售方	收购方	电站规模 (MW)	单瓦价格 (元/瓦)
科陆电子	熊猫绿能	70	8.9
亚玛顿	北控清洁能源	50	7.34
隆基绿能	正泰电器	106.3	6.63
珈伟股份	东方日升	100	10.98
科陆电子	东方日升	30	9
兴业太阳能	陕西云合电力	25	8.16
爱康科技	这能电力	约 1,000	未知
总计		1,381	

资料来源：光伏门，兴业证券经济与金融研究院整理

3、公司未来聚焦光伏、风电与清洁供暖三大业务

3.1、公司光伏发电业务较快发展，风电发电业务开始起步

公司集中式光伏装机量快速提升。截止 2017 年 12 月 31 日，公司在中国持有的 43 座（2016 年：26 座）集中式光伏电站已投入运营，其并网总容量达 1,784MW（2016 年：946MW）。同时公司积极参与领跑者项目，于 2016 年底前获得四个领跑者项目，展示了公司的强大实力，其中位于山东微山县的 50MW 和位于山东新泰市的 100MW 项目已经在 2017 年投入运营，另外两个设计容量 150MW 的领跑者项目也预计将于 2018 年建成投入运营。

表4、截止 2017 年底公司集中式光伏电站项目

位置	光伏资源区	电站数目 (MW)	2017 年总并网容量 (MW)
附属公司:			
河北省	2/3	12	324
河南省	3	3	264
安徽省	3	7	249
山东省	3	5	235
陕西省	2	2	160
贵州省	3	3	155
江西省	3	3	125
宁夏回族自治区	1	1	100
湖北省	3	2	43
吉林省	2	1	30
西藏自治区	3	1	30
云南省	2	1	22
山西省	3	1	20
		42	1,757
合营企业:			
湖北省	3	1	27
总计		43	1,784

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司分布式光伏装机规模实现显著增长。截止 2017 年 12 月 31 日，公司持有或管理已运营的分布式项目装机容量达 441 兆瓦，主要分布于发改委划分的三类资源区（如：河南、安徽、山东、江苏和河北等）。

光伏技术优势明显。公司的光伏技术团队曾主导国内首个大型地面光伏特许项目，获得国内首个百兆级光伏电站集成技术省级科技奖，并制订业内领先的新能源电站建造及收购标准，建立了完善的建造及并购检测流程。

公司风电业务开始起步。截止 2017 年 12 月 31 日，公司通过自主开发、联合开发及收购等形式实现并网、在建及代建风电项目规模约 474 兆瓦，项目位于发改委划分的二类及四类资源区（如：山东、河北、西藏和内蒙古），其中持有已并网风电项目 48MW，位于山东省滨州市。

3.2、EPC 业务在过去两年实现显著增长

公司 EPC 业务在过去两年实现显著增长。公司在 2016 年度在中国提供的 EPC（工程、采购与建造服务）的光伏发电相关项目为 18 个，总容量超过 650MW，确认的收入合计为 2,234 百万港元，占当年收入的 77.3%。在 2017 年中国光伏新增装机大 53GW 的巨大增长下，公司的 EPC 业务确认收入 6,952.1 百万港元，较 16 年大幅提升 211.2%，占当年公司应收的 69.2%。公司在 EPC 业务端的核心竞争力在于经验和成本控制。我们展望 18 年和 19 年，预计公司 EPC 业务收入较难维持 2017 年的水平，主要因为光伏新政策限制了国内新增装机的规模。

3.3、公司清洁供暖业务正处蓝海

清洁供暖指通过天然气、电力、地热、生物质、光伏发电、工业余热、清洁化燃煤等能源生产低排放热力，并向终端用户供应该等热力。目前，我国北部地区 83% 的供暖地区仍采用燃煤作为供暖来源，提高清洁供暖使用比例将改善中国的空气污染问题。随着各级政府政策的扶持下，如《关于印发北方地区清洁供暖规划（2017-2021 年）的通知》的颁布，给清洁供暖业务带来了良好的业务前景。公司目标在 3 年内成为清洁供暖领域的领军企业，截止 2017 年末，公司拥有 6 个已营运的清洁供暖项目，于年内确认收入 20.4 港元。

表5、国家清洁能源供暖相关的政策、文件

时间	政策、文件	主要内容
2016.05	国家发改委、能源局关于印发《关于推进电能替代的指导意见》	在居民采暖领域：在存在采暖刚性需求的北方地区和有采暖需求的长江沿线地区，重点对燃气（热力）管网覆盖范围以外的学校、商场、办公楼等热负荷不连续的公共建筑，大力推广碳晶、石墨烯发热器件、发热电缆、电热膜等分散电采暖代替燃煤采暖。
2016.06	国家能源局《关于推动东北地区电力协调发展的实施意见》	按照国家发展改革委、国家能源局等联合印发的《关于推进电能替代的指导意见》（发改能源[2016]1054号），在配电网建设改造、电网接入、峰谷电价、直接交易、辅助服务市场等方面给予电能替代支持政策，鼓励东北地区在居民采暖、生产制造领域，推广或试点电采暖、工业电锅炉（窑炉）等。
2017.04	国家能源局综合司《关于促进可再生能源供热的意见》	到2020年，全国可再生能源取暖面积达到35亿平方米左右，比2015年增加约28亿平方米，可再生能源供热总计约1.5亿吨标准煤。在京津冀及周边地区，可再生能源供暖面积达到10亿平方米，长三角地区可再生能源供暖（制冷）面积达到5亿平方米。在城镇和农村地区实现较大规模的可再生能源替代民用散煤取暖。
2017.05	国家发改委《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》	中央财政支持试点城市推进清洁方式取暖代替散煤燃烧取暖，并同步开展既有建筑节能改造。鼓励地方政府创新体制机制、完善政策措施，引导企业和社会加大资金投入，实现试点地区散烧煤供暖全部“销号”和清洁替代，形成示范带动效应。试点示范期为三年，中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定，直辖市每年安排10亿元，省会城市每年安排7亿元，地级城市每年安排5亿元。
2017.06	国家能源局综合司《关于开展北方地区可再生能源清洁取暖实施方案编制有关工作的通知》	提出2017-2021年可再生能源清洁取暖的重大工程，列出各地区今年启动的可再生能源清洁取暖工程，争取一部分工程在2017年度供暖季前完工投入使用。1、地热能供热技术。具备中深层地热资源的地区，要整体规划、集约化开发，尽可能按集中供暖方式建设；因地制宜应用各类热泵供暖技术。对已有城镇集中供暖难以到达地区或农村，因地制宜推行空气源、地源等热泵供暖；根据电力、燃气、余热条件，使用电热泵、燃气、余热等适宜的热泵设备。2、生物质能供热。生物质发电尽可能实行热电联产集中供暖，不具备建设生物质热电厂条件的地区，可推广生物质锅炉供暖或生物质成型燃料。
2017.08	国家能源局综合司《关于开展生物质热电联产县域清洁供热示范项目建设的通知》	生物质热电联产项目具有绿色低碳环保的特点，是治理县域燃煤污染的有效途径，此次组织开展生物质热电联产示范项目建设，将为治理县域散煤、特别是农村散煤开辟新路子，为探索生物质发电全面转向热电联产道路、完善生物质热电联产政策提供依据。对示范新建项目优先核准，保障示范项目享受各地清洁供热支持政策，建成后优先获得国家可再生能源发电补贴。
2017.09	国家发改委《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》	推行季节性差价政策，运用市场化交易机制等方式，综合降低清洁供暖用气成本，重点支持农村“煤改气”。因地制宜健全供热价格机制。科学合理制定供热价格，协调好不同供暖方式的比价关系，既让企业有积极性开发清洁供暖项目，也让居民可承受，保障清洁取暖顺利推进。
2018.03	北京市人民政府办公厅对外发布《北京市蓝天保卫战2018年行动计划》	提出2018年北京市将进一步推进能源清洁化进程，基本实现全市平原地区村庄“无煤化”。

资料来源：国务院，国家发改委，能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

4、公司融资优势明显，管理层经营丰富

公司的竞争优势在于融资成本低，光伏装机排名前几位除了国电投都是地方国企、民营企业，融资成本都较高，而公司仅经过两年多的发展就在国内拿到了 AA+ 的评级。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%。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。低成本的融资可使北控洁能在项目收购和新项目开发方面具有较高的选择性与良好的收益。

表6、同行业对比

	北控清洁能源 (1250.HK)	协鑫新能源 (451.HK)	熊猫绿能 (686.HK)	信义光能 (968.HK)
简介	拥有强大的国企背景和管理团队。比同行更好的项目收购和融资能力来推动增长。	拥有强大项目开发团队的顶尖非国有企业。集团公司是光伏行业领军企业。	因公司扩张放缓和融资成本高，盈利增长缓慢。	低开发成本企业，在安徽有坚实的区域影响力，正在分拆光伏发电业务准备上市
2017 建造成本（人民币 / 瓦）	7.0	6-6.5	8.0	5-5.5
17 年总并网容量（MW）	2,273	6,000	2,087	1,754
18 年扩张目标（MW）	1,500	500-600	300-500	400
地理分布	2、3 类地区	1,2,3 类地区，海外市场（美国、日本）	1,2,3 类地区，海外市场（英国）	2、3 类地区
平均利用小时	1,200	1,260	1,300	1,100
限电率	0%	3%	>9%	0%
项目补贴目录（前七批）	482MW	2,200MW	1,200MW	750MW
战略	抓住电力改革机遇，优化业务结构，深耕需求侧市场	关注发电项目，关注分布式项目。定期安排手头项目来加强财务状况	努力去杠杆，抓住国内“一代一路”机会	主要发展 3 类地区项目，投标扶贫项目
17 年资产负债率	74.99%	84.13%	77.52%	48.70%
主要股东	北控水务 (371.HK)、 中信产业投资基金	保利协鑫能源 (3800.HK)	招商新能源、欧力士	信义玻璃 (868.HK)

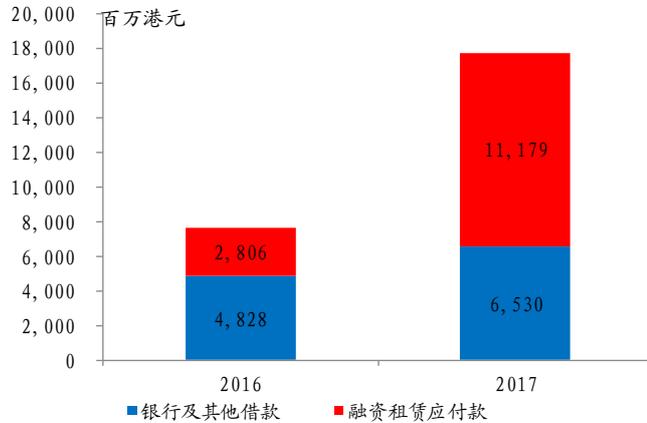
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止 2017 年底，公司计息银行借款及其他借款以及融资租赁应付款项合计 17,708.7 百万港元（2016 年：7,634.3 百万港元），增加主要由于发展光伏发电业务而提取银行借款和融资租赁应付款所致，其中 85% 的（2016 年：77%）的借款为长期借款。公司资本开支为 8,564.6 百万港元（2016 年：9,970.1 百万港元），包括建造及收购光伏及风力发电站项目、清洁供暖项目、物业厂房及设备、特许经营权、土地租赁款项、收购无形资产、投资等等。

截止 2017 年底，公司现金及现金等价物为 4,772.8 百万港元（2016 年：1,632.2 百万港元），尚未动用的银行融资额度为 925.9 百万港元（2016：约为 238.5 百万港元），年期介乎须按要求时偿还至 10 年（2016 年：1 至 12 年）。公司净负债率为 144%（2016 年：134%），净负债率的增加主要由于为发展光伏、风电发电业

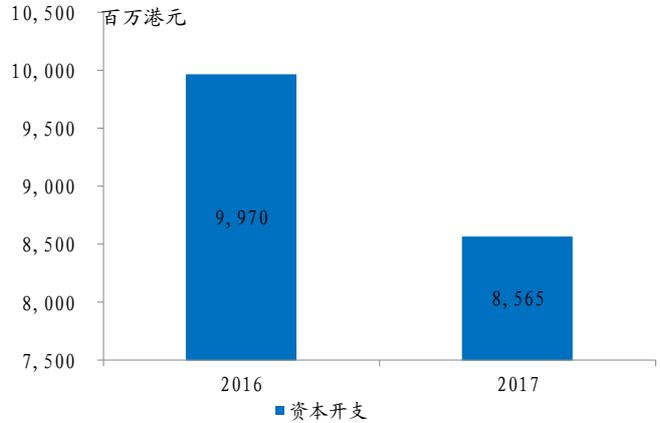
务和清洁供暖业务而增加的银行借款和融资租赁应付款。

图15、公司借款总额构成情况



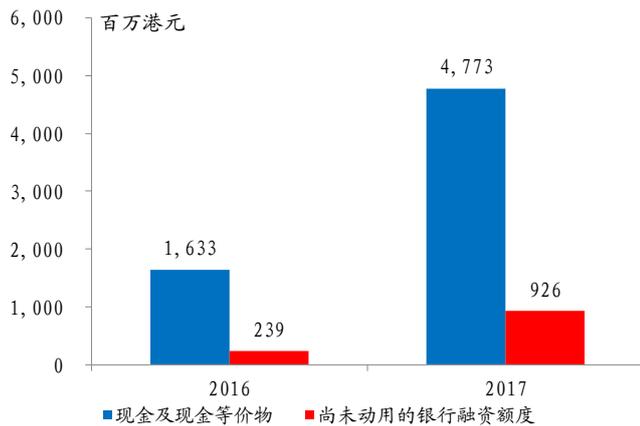
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司资本开支情况



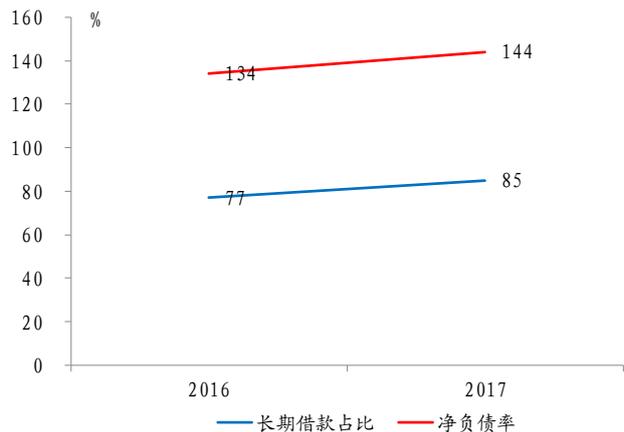
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、公司现金和尚未动用的银行融资额度情况



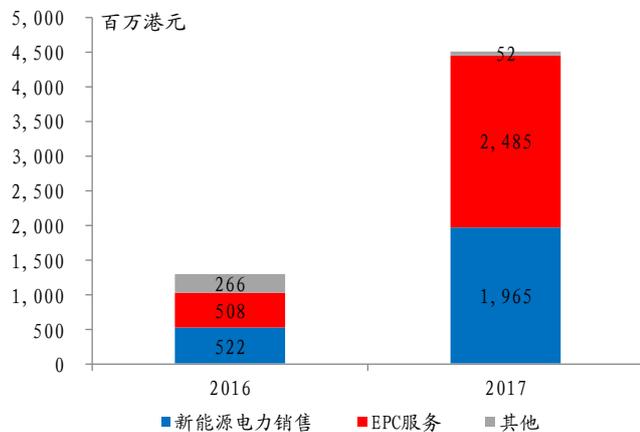
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司长期借款占比和净负债率情况



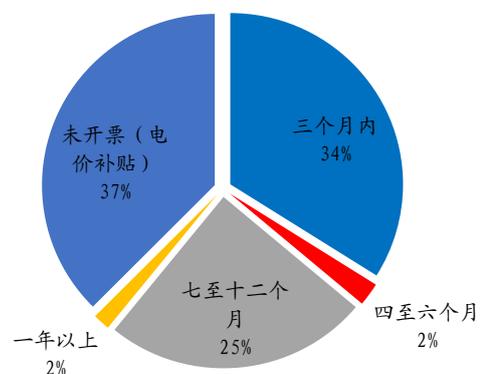
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、公司应收账款按类别构成情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、公司应收账款按账期构成情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司拿项目时的决策机制也比较科学，能够把项目的风险和收益充分加以论证；同时公司机制体制是混合所有制，优势是比较灵活。

表7、公司管理层简介

姓名	职位	经历	持股
胡晓勇	董事会主席、 执行董事	21年工商管理方面经验。 2001-2013担任中科成环保集团董事长。 2007至今，担任全国工商联环境服务业与商会副会长 2008-2016，北控水务集团名誉主席 北控医疗健康执行董事	3.87%
石晓北	执行董事、薪酬委员会成员	在香港及中国大陆银行及投资领域拥有14年经验。 2003-2004，大型私人银行麦格理担任经理 2012至今，担任中信产业投资基金管理有限公司国际投资部门主管	无
黄卫华	行政总裁、执行董事	能源相关及清洁能源的环保领域31年经营管理经验。 曾担任北京国投节能公司总工程师、北京可汗之风科技有限公司董事长。	无
王野	执行总裁	负责执行本公司光伏发电业务的发展策略。 在光伏发电行业拥有丰富经验，在中国负责建设了近30座光伏电站，总装机容量达到600兆瓦。参与光伏有关的研究项目，并曾参加编制多项光伏发电领域的中国国家标准。 多年清洁能源及环保领域经营及管理经验。	1.5%
文辉	执行董事	曾担任北京亚都科技股份有限公司副总经理及北京亚都室内环保科技有限公司总裁。现任北京启迪清风科技有限公司董事长、北京启迪清芸能源科技有限公司董事长、北京启迪清洁能源科技有限公司董事长及总裁。	无

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

- 1、新能源发电行业政策发生重大变化；
- 2、融资成本上升；
- 3、现金流风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。