

伟能集团(1608 HK, HK\$3.49, 目标价: HK\$4.44, 买入) — IBO 项目推动收入增长

梁甫茵
(852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

❖ **2016 净利润符合我们预期。**伟能集团公布其 2016 年全年收入为 15.31 亿港元，比我们的预期少了 8.8%。这是由于发电机组集成和 IBO 业务的收入贡献均低于预期。系统整合和 IBO 业务在 2016 年的收入达 10.63 亿港元至 4.68 亿港元，同比上升 10% 至 89%，但比我们的预期分别少了 8.2% 和 10.2%。IBO 业务收入逊于预期主要是由于位于印尼的项目总体实现的收入相比装机容量增长要少，这可能是外汇波动带来的影响。不过公司净利润为 2.22 亿港元，同比增长 57.2%，基本符合我们的预期。毛利率和净利率出现了明显的改善，同比增长 415 个基点和 286 个基点，分别达到 32.5% 和 14.5%，这得益于利润水平较好的 IBO 业务收入贡献的提高。

❖ **尽管有一些项目延误，IBO 项目时间表让人兴奋。**公司在本次分析师会议中透露了令人兴奋的 2017 年将投产的 IBO 项目。到 2017 年底，总共有 7 个项目会投产，总装机容量达 551 兆瓦。这些项目将位于印度尼西亚、缅甸、孟加拉国、加纳、秘鲁和中东地区。不过，一些新项目的计划投产时间比我们预期的要晚，比如位于加纳的项目。因此有些项目在 2018 年和 2019 年之前不会有全年的收入贡献。因此，我们降低了 2017 年和 2018 年的收入估计，并提升了 2019 年的收入估计。不过总的来说伟能集团的 IBO 业务将从 2017 年到 2019 年还会保持强劲增长，年复合增长率为 67.4%。

❖ **由于产品组合的变化，发电机组平均售价较预期低。**伟能集团在 2016 年交付了 470.2 兆瓦的发电机组和 PGS 产品，同比增长了 15.4%，而每兆瓦的收入同比下降了 4.6%，管理层表示这是由于产品组合的变化造成的。公司在 2016 年下半年开始销售附加值较低的产品，这在一定程度上拖累了平均售价。不过，公司会保持高端产品的销售价格，而产品组合的进一步变化在 2017 年不太可能发生。因此我们预计发电机组集成业务将继续成为伟能集团的现金牛，并在 2017 年至 2019 年实现稳定增长，年均复合增长率为 10.5%。

❖ **目标价 4.44 港元，维持买入评级。**尽管如此，我们仍然喜欢伟能，因为其发展前景光明，盈利能见度高。我们将 2017 和 2018 年的每股盈利预测从 0.27 和 0.40 港币调整至 0.24 和 0.42 港币。我们对伟能集团的目标价由 4.28 港币上调至 4.44 港币，意味着 2017 年动态市盈率为 15.3 倍，2018 年的市盈率为 12.4 倍，较现价有 27.1% 的上涨空间。我们维持伟能集团的买入评级。

伟能集团(1608 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.49
目标价	HK\$4.44
市值(港币百万)	8,934
过去 3 月平均交易(港币百万)	2.44
52 周高/低(港币)	3.65/2.75
发行股数(百万)	2,560.0
主要股东	Energy Garden(70.57%)

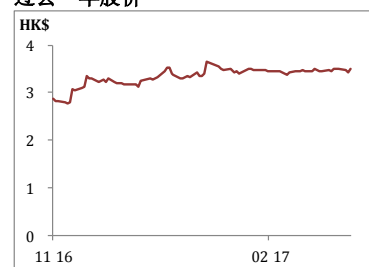
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.9%	-2.4%
3 月	7.5%	-3.9%
6 月	NA	NA

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港币)	1,213	1,531	2,180	3,136	3,496
净利润(百万港币)	141	222	500	855	950
每股收益(港币分)	7.1	10.8	24.3	41.5	46.2
每股收益变动(%)	17.0	52.8	125.1	71.1	11.2
市盈率(x)	49.4	32.4	14.4	8.4	7.6
市账率(x)	12.9	3.2	2.7	2.2	1.8
股息率(%)	0.0	0.9	2.1	3.5	3.9
权益收益率(%)	36.7	15.8	20.5	29.3	26.8
净财务杠杆率(%)	3.5	净现金	30.1	64.5	57.2

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,213	1,531	2,180	3,136	3,496
系统集成	966	1,063	1,215	1,338	1,433
投资、建设及营运	247	468	965	1,798	2,063
销售成本	(869)	(1,033)	(1,352)	(1,772)	(1,953)
毛利	344	498	828	1,364	1,542
销售费用	(25)	(24)	(33)	(47)	(52)
行政费用	(131)	(201)	(236)	(332)	(370)
其他收益	46	54	62	60	56
其他费用	(34)	(4)	(6)	(9)	(9)
息税前收益	199	322	615	1,036	1,167
财务费用	(35)	(69)	(48)	(69)	(93)
税前利润	164	253	566	966	1,074
所得税	(23)	(31)	(67)	(112)	(124)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	141	222	500	855	950

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	990	1,967	3,449	4,965	6,249
固定资产	911	1,931	3,413	4,929	6,213
投资性房地产	20	19	19	19	19
应收账款	-	-	-	-	-
存款和其他应收款	57	11	11	11	11
递延所得税资产	2	6	6	6	6
其它非流动资产	-	-	-	-	-
流动资产	1,766	3,058	3,532	3,959	3,919
现金及现金等价物	287	1,392	1,051	565	1,116
抵押存款	131	291	291	291	291
存货	563	546	945	1,124	1,298
应收账款和票据	715	708	1,146	1,769	1,082
预付款项，存款和其他应收款	31	102	87	198	120
其他流动资产	40	19	12	12	12
流动负债	1,595	1,709	3,013	4,055	4,330
短期借款	556	717	1,217	1,717	2,117
应付账款	740	408	1,182	1,181	1,424
其他应付款	282	556	586	1,129	762
应交税金	10	26	26	26	26
其他流动负债	7	1	1	1	1
非流动负债	622	1,054	1,354	1,654	1,954
长期借款	410	322	622	922	1,222
递延所得税负债	4	4	4	4	4
其他长期负债	208	729	729	729	729
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总值	539	2,262	2,614	3,215	3,884
股东权益	539	2,262	2,614	3,215	3,884

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
税前收益	164	253	566	966	1,074
折旧和摊销	71	115	218	348	480
营运资金变动	(212)	(105)	(17)	(371)	467
利息支出	35	69	48	69	93
利息收入	(6)	(2)	(10)	(8)	(4)
税务开支	(29)	(31)	(67)	(112)	(124)
其他	(7)	14	-	-	-
经营活动所得现金净额	16	314	739	893	1,985
购置固定资产	(148)	(1,135)	(1,700)	(1,864)	(1,763)
购置固定资产的预付款	(5)	-	-	-	-
利息收入	3	2	10	8	4
其他	(12)	(137)	7	-	-
投资活动所得现金净额	(162)	(1,270)	(1,683)	(1,856)	(1,759)
募集资金	313	1,567	-	-	-
净银行借贷	445	73	800	800	700
股息	(126)	(66)	(148)	(253)	(282)
已付利息	(21)	(69)	(48)	(69)	(93)
其他	(261)	514	-	-	-
融资活动所得现金净额	351	2,019	604	477	326
现金增加净额	204	1,062	(341)	(486)	551
年初现金及现金等价物	83	287	1,392	1,051	565
外汇汇率变动的影响	(1)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	287	1,349	1,051	565	1,116
资产负债表的现金	287	1,349	1,051	565	1,116

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
销量组合 (%)					
系统集成	79.6	69.4	55.7	42.7	41.0
投资、建设及营运	20.4	30.6	44.3	57.3	59.0
伟能集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	30.4	26.2	42.4	43.9	11.5
毛利	38.5	44.7	66.3	64.7	13.1
经营利润	27.9	61.7	90.9	68.5	12.7
净利润	17.0	57.2	125.1	71.1	11.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.4	32.5	38.0	43.5	44.1
税前利率	13.6	16.5	26.0	30.8	30.7
净利润率	11.6	14.5	22.9	27.3	27.2
有效税率	14.1	12.3	11.8	11.5	11.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.4	1.8	1.9	1.6
平均应收账款周转天数	12.0	10.5	10.8	10.8	10.9
平均应付帐款周转天数	173.7	141.7	149.4	163.0	157.3
平均存货周转天数	10.6	6.4	4.7	4.5	4.3
净负债/ 总权益比率 (%)	125.9	净现金	30.1	64.5	57.2
回报率 (%)					
资本回报率	36.7	15.8	20.5	29.3	26.8
资产回报率	6.5	5.7	8.3	10.7	10.0
每股数据					
每股盈利(港币)	0.071	0.108	0.243	0.415	0.462
每股股息(港币)	-	0.032	0.072	0.123	0.137
每股账面值(港币)	0.270	1.099	1.270	1.562	1.887

来源：公司及招银国际研究部

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。

招银国际证券有限公司及/或其多数附属公司在过去 12 个月内向伟能集团（1608 HK）进行投资银行业务。