

伟能集团 (1608 HK)

缅甸项目如期进展，高速增长在望

伟能集团与中国技术进出口 (CNTIC) 组成合营企业，共同在缅甸开发三个产能共计 900MW 的 IBO 发电项目。管理层预期这些项目将在 2Q20 陆续投运，并在 2020 年 7 月实现满产。在新冠疫情影响方面，公司仅受轻微影响，少量员工因疫情阻隔无法返回缅甸复工，同时位于中国的系统集成 (SI) 组装业务业务延迟复工。整体而言，受东南亚区域强劲的电力需求增长支持，我们认为伟能集团将释放其增长动能，并且公司将如期在 2020/21 财年释放盈利增长。重申买入。

- **结强大伙伴，共筑缅甸项目。**伟能与中国技术进出口公司通过 EPC 工程服务有超过 10 年的合作关系。在中国政府的支持下，中国技术进出口公司拥有强劲的融资能力，并在多个发展中国家市场具备长期项目经验。在中国技术进出口公司的支持下，公司能够通过自身有限的资源来撬动发展缅甸大型项目。根据我们测算 900MW 的装机容量，占缅甸总发电装机 18.0%。与伟能目前已运营项目合并，公司将参与缅甸发电总装机容量超过 22%。
- **项目及储备情况更新：大致如期进行。**在斯里兰卡，伟能签署了两个新的发电项目，在这个新开发的国家市场获得了近 100MW 项目规模。印尼及巴西项目则略有延期。在英国的调峰项目机组方面，管理层预计 Doncasater 20.3MW 项目将在 2020 年现年投运，其余超过 100MW 项目储备将视英国脱欧进展将延期至 2021 年。我们预期伟能将在 2020 年实现 150MW 新增 IBO 项目。加上缅甸 450MW 权益装机，我们认为公司将在 2020 年实现可观的 IBO 项目规模增长。
- **2020/21 年实现高盈利增速。**对于 2019 年，我们预期伟能将实现净利润 2.49 亿港元。基于更加保守的新增并表产能假设，我们将 2020 年新增并表产能预期自 190MW 下调至 150MW。我们的 EPS 预测大致维持不变，我们预期公司在 2020/21 年将实现 EPS 增速分别为 65.8%/57.9% 至 0.161/0.254 港元。
- **重申买入。**公司股价经历了显著调整后，目前交易估值仅为 2020/21 年预测市盈率的 13.3/8.4 倍。公司将在 3 月 30 日发布财报。随着公司管理层对于未来业务发展及盈利释出更多的信息及指引，我们认为公司将获得价值重估。我们对公司的目标价维持 3.25 港元不变，对应 2020/21 年预测市盈率 20.2/12.8 倍。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万港元)	1,746	2,421	2,636	3,397	4,153
同比 (%)	14.0%	38.6%	8.9%	28.9%	22.2%
净利润 (百万港元)	332	213	249	412	651
每股盈利 (港仙)	12.99	8.36	9.71	16.11	25.44
每股盈利变动 (%)	20.4	(35.6)	16.1	65.8	57.9
市盈率 (倍)	17.7	27.5	22.0	13.3	8.4
市净率 (倍)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.5
股息率 (%)	1.4	0.8	1.1	1.8	2.8
权益收益率 (%)	13.5	8.3	8.9	13.2	17.9
净负债率 (%)	7.7	123.2	125.3	97.9	91.2

资料来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.25
(此前目标价)	HK\$3.25)
潜在升幅	+49.1%
当前股价	HK\$2.18

分布式能源

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	5,586
3 月平均流通量 (百万港元)	2.1
52 周内股价高/低 (港元)	3.12/2.00
总股本 (百万)	2,562

资料来源：彭博

股东结构

Energy Garden	70.5%
中信泰富	8.0%
流通股	21.4%

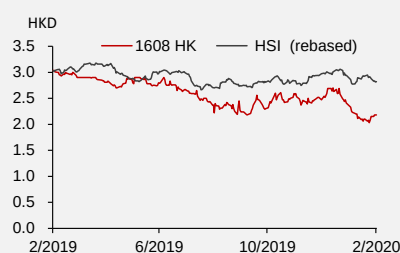
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.5%	-5.3%
3-月	-15.8%	-15.1%
6-月	-8.0%	-11.5%
12-月	-27.6%	-21.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,746	2,421	2,636	3,397	4,153
系统集成	1,183	1,579	1,407	1,520	1,641
投资、建设及营运	563	842	1,229	1,878	2,511
销售成本	(1,169)	(1,714)	(1,774)	(2,387)	(2,903)
毛利	577	707	862	1,011	1,250
销售费用	(29)	(26)	(31)	(33)	(36)
行政费用	(205)	(273)	(285)	(306)	(353)
其他收益	190	40	13	15	18
其他费用	(99)	(32)	(34)	(44)	(54)
利润分享	-	6	11	103	191
息税前收益	434	422	536	746	1,016
财务费用	(77)	(191)	(251)	(272)	(267)
税前利润	357	231	285	473	748
所得税	(26)	(30)	(37)	(62)	(97)
非控制股东权益	(1)	(12)	1	1	1
净利润	332	213	249	412	651

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	357	231	285	473	748
折旧和摊销	168	200	271	340	401
营运资金变动	(590)	(1,521)	(130)	(439)	(382)
税务开支	(23)	(26)	(33)	(62)	(97)
其他	3	(46)	(4)	15	17
经营活动所得现金净额	(85)	(1,162)	390	327	686
购置固定资产	(407)	(1,735)	(999)	120	(849)
其他	(84)	90	-	-	-
投资活动所得现金净额	(491)	(1,645)	(999)	120	(849)
募集资金	(29)	(9)	-	-	-
净银行借贷	350	2,361	598	862	208
股息	(103)	(83)	(36)	(75)	(122)
其他	(0)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	217	2,315	554	788	88
现金增加净额	(359)	(492)	(55)	1,235	(75)
年初现金及现金等价物	1,392	1,033	541	487	1,722
外汇汇率变动的影响	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,033	541	487	1,722	1,647
资产负债表的现金	1,034	541	487	1,722	1,647

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,803	2,947	4,094	4,591	5,039
固定资产	2,189	1,812	2,528	3,010	3,442
投资性房地产	-	25	25	25	25
存款和其他应收款	609	164	593	593	593
递延所得税资产	5	15	6	6	6
其它非流动资产	-	931	942	958	973
流动资产	3,123	4,447	4,378	5,324	5,861
现金及现金等价物	1,034	541	487	1,722	1,647
抵押存款	166	48	376	435	443
受限制现金	-	81	81	81	81
存货	712	1,249	923	1,189	1,454
应收账款和票据	781	1,071	1,183	1,525	1,864
其它流动资产	431	1,455	1,329	372	372
流动负债	2,290	3,288	2,226	2,452	2,630
短期借款	532	2,384	1,200	1,250	1,250
应付账款	904	395	422	456	492
其他应付款	832	493	563	696	828
应交税金	18	6	26	30	34
其他流动负债	4	3	9	14	19
非流动负债	1,176	1,490	3,426	4,305	4,581
长期借款	857	585	3,148	3,959	4,167
递延所得税负债	6	20	15	15	15
其他长期负债	313	105	263	331	399
少数股东权益	(1)	46	38	40	42
股东权益	2,461	2,570	2,782	3,118	3,646
净资产总值	2,461	2,616	2,820	3,158	3,688

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销量组合 (%)					
系统集成	68	65	53.4	44.7	39.5
投资、建设及营运	32	35	46.6	55.3	60.5
伟能集团	100	100	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	14.0	38.6	8.9	28.9	22.2
毛利	15.9	22.5	22.0	17.3	23.7
经营利润	34.9	(2.8)	27.0	39.0	36.2
净利润	49.5	(35.7)	16.6	65.8	57.9
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	33	29			
税前利润率	20	10	32.7	29.7	30.1
净利润率	19	9	10.8	13.9	18.0
有效税率	7	13	9.4	12.1	15.7
资产负债比率	-	-	13.0	13.0	13.0
流动比率 (x)	1.4	1.4			
平均应收账款周转天数	155.6	139.6	156.1	145.5	148.9
平均应付账款周转天数	247.1	64.0	106.5	62.7	56.8
平均存货周转天数	196.4	208.9	223.4	161.5	166.2
净负债/总权益比率 (%)	7.7	123.2	125.3	97.9	91.2
回报率 (%)					
资本回报率	13.5	8.3	8.9	13.2	17.8
资产回报率	5.6	2.9	2.9	4.1	6.0
每股数据					
每股盈利(港币,分)	12.96	8.32	9.7	16.1	25.4
每股股息(港币,分)	3.23	1.95	2.3	3.9	6.1
每股账面值(港币)	0.96	1.00	1.09	1.22	1.42

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招銀國際证券投资评级

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。