招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

偉能集團（1608 HK）

儘管受疫情影響，盈利仍維持高速增長

我們近期與偉能集團進行了業務資訊更新。IBO 項目進展及緬甸合營項目受東南亞新冠疫情加劇影響在四季度經歷了一些延誤，而 SI 系統集成業務的出貨量則在 2020 年全年維持穩定增長。我們將 2020-21 年盈利展望分別下調 28.9%/35.1% 以反映 IBO 新增裝機放緩以及高於我們此前預期的 LNG 採購價格。我們預料公司 2020 年盈利增速仍將達到 78.3%。我們對公司的 DCF 目標價據此下調 26.9% 至每股 4.00 港元。目前公司的市值處於 8.7 倍 2021 年前瞻市盈率，我們認為公司的估值吸引。維持買入評級。

- **疫情影響在四季度開始顯現。**隨著東南亞國家新冠感染人數增加，公司的 IBO 業務在緬甸、斯里蘭卡和印尼遭遇到了一些延誤。而 IBO 業務所覆蓋地區的電力需求也受到一定程度的拖累，導致部分專案的發電量受到的影響。在英國的燃氣調峰機組則是受到了當地封城措施及脫歐進程的影響。我們認為偉能集團的 IBO 項目儲備出現了 3-6 個月的延期，我們將公司的新增產能預估調慢至更為保守的預期。
- **緬甸合營項目將帶動盈利增速。**儘管緬甸專案產能釋放進程受新冠疫情影響遭遇了一些延誤，我們認為合營項目進展仍舊有條不紊地朝目標進程前進。在 2020 年 11 月，昂山素季和她所領導的民主聯盟成功連任，有望進一步穩固公司的合營專案運營，因合營公司的三個項目對緬甸來說是非常重要的電力供應來源。除了有利的選舉結果以外，合營專案在 2020 年 11 月末在緬甸迎來了其定制的浮式儲存單元（FSU），標誌著該項目重要的項目里程碑。基於更為保守的合營項目利用率以及 LNG 採購價格假設，我們將合營項目 2020/21 年的盈利貢獻分別下調 25.9%/44.7%至 2.3/4.23 億港元。
- **系統集成業務銷售加速。**公司與 MTU 在中國地區的發電機業務銷售簽署了分銷協議。過去數年，公司在系統集成業務收入端錄得穩定增長。展望未來，隨著資料中心、5G 基站、船用燃氣輪機以及可再生能源調峰機組的需求日益提升，我們預期公司的系統集成業務將維持良好的增長動能。我們預計公司 2020-21 年的系統集成業務將保持低雙位數增長。
- **2020 年盈利將增長 78.3%。**我們將公司 2020-22 年盈利展望下調 28.9%-35.1%，以體現受疫情影響以及更為保守的業務假設。儘管盈利下調，但因緬甸項目和新的 IBO 業務已帶來盈利貢獻，我們預料公司仍將在 2020 年實現較快的盈利增速。我們預測公司 2020/21 年盈利增長分別達 78.3%/50.1%。預計公司在短期內將發佈盈利預喜。我們對公司維持買入評級，目標價下調 26.9%至每股 4.00 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬港元)	2,421	2,794	3,383	4,091	4,668
同比 (%)	38.6%	15.4%	21.1%	20.9%	14.1%
淨利潤 (百萬港元)	213	284	505	759	860
每股盈利 (港元)	0.08	0.11	0.19	0.29	0.33
每股盈利變動 (%)	(35.6)	32.4	75.6	47.4	13.3
市場平均盈利預測（港元）	N/A	N/A	0.220	0.390	0.360
市盈率 (倍)	29.9	22.6	12.9	8.7	7.7
市淨率 (倍)	2.5	2.3	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	0.8	1.1	1.9	2.8	3.2
權益收益率 (%)	8.3	10.1	14.6	18.3	17.9
淨負債率 (%)	123.2	112.7	90.6	78.1	68.4

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$4.00
(此前目標價	HK$5.47)
潛在升幅	+55.6%
當前股價	HK$2.57

分散式能源

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

公司資料

市值(百萬港元)	6,803
3 月平均流通量 (百萬港元)	9.58
52 周內股價高/低 (港元)	4.54/1.98
總股本 (百萬)	2,647

資料來源：彭博

股東結構

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

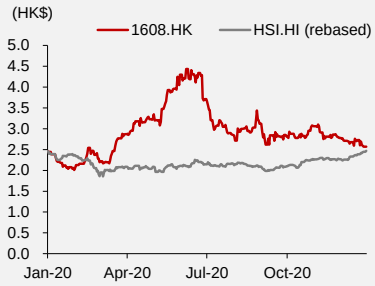
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.6%	-15.1%
3-月	-9.8%	-23.8%
6-月	-30.7%	-39.8%
12-月	0.6%	1.3%

資料來源：Wind

股份表現



資料來源：Wind

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**2,421**	**2,794**	**3,383**	**4,091**	**4,668**
系統集成	1,579	1,757	1,970	2,069	2,234
投資、建設及營運	508	1,038	1,413	2,023	2,434
銷售成本	(1,714)	(2,057)	(2,485)	(2,981)	(3,384)
毛利	**707**	**737**	**898**	**1,111**	**1,284**
銷售費用	(26)	(31)	(33)	(36)	(38)
行政費用	(273)	(339)	(338)	(409)	(467)
其他收益	40	144	154	34	34
其他費用	(32)	(5)	(85)	(20)	(23)
息稅前收益	**416**	**506**	**595**	**679**	**789**
利潤分享	6	67	238	437	437
財務費用	(191)	(249)	(252)	(244)	(238)
稅前利潤	**231**	**323**	**582**	**872**	**989**
所得稅	(30)	(41)	(76)	(113)	(129)
非控制股東權益	(12)	(1)	1	1	1
淨利潤	**213**	**284**	**505**	**759**	**860**

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前收益	**231**	**323**	**582**	**872**	**989**
折舊和攤銷	200	269	345	409	481
營運資金變動	(1,602)	957	(568)	(258)	(155)
稅務開支	(26)	(42)	(75)	(114)	(128)
其他	994	(8)	(11)	3	3
經營活動所得現金淨額	**(203)**	**1,500**	**272**	**913**	**1,189**
購置固定資產	(1,735)	(1,628)	(1,162)	(794)	(1,047)
其他	141	0	(122)	-	-
投資活動所得現金淨額	**(1,593)**	**(1,628)**	**(1,283)**	**(794)**	**(1,047)**
募集資金	(9)	-	299	-	-
淨銀行借貸	2,361	247	867	78	155
股息	(83)	(40)	(93)	(152)	(198)
其他	(983)	153	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**1,332**	**359**	**1,076**	**(72)**	**(42)**
現金增加淨額	**(465)**	**231**	**65**	**47**	**101**
年初現金及現金等價物	1,034	541	772	837	884
外匯匯率變動的影響	(27)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	**541**	**772**	**837**	**884**	**985**
資產負債表的現金	**541**	**772**	**837**	**884**	**985**

資產負債表

年結: 12 月 31 日 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	**2,947**	**4,995**	**6,084**	**6,474**	**7,049**
固定資產	1,812	3,761	4,268	4,638	5,190
投資性房地產	25	25	24	24	23
存款和其他應收款	164	147	150	155	164
聯營合營企業投資	15	15	15	15	15
其它非流動資產	931	1,029	1,608	1,622	1,637
流動資產	**4,447**	**3,956**	**4,225**	**4,746**	**5,206**
現金及現金等價物	541	772	837	884	985
抵押存款	48	62	60	61	63
受限制現金	81	82	82	82	82
存貨	1,249	886	1,015	1,227	1,400
應收賬款和票據	1,071	1,226	1,450	1,714	1,909
其它流動資產	1,455	928	781	777	768
流動負債	**3,288**	**3,501**	**3,338**	**3,405**	**3,482**
短期借款	2,384	1,783	1,850	1,758	1,670
應付帳款	395	739	788	827	894
其他應付款	493	805	644	759	853
應交稅金	6	18	22	26	30
其他流動負債	3	127	5	6	6
非流動負債	**1,490**	**2,592**	**3,399**	**3,633**	**3,928**
長期借款	585	1,450	2,249	2,420	2,662
遞延所得稅負債	20	19	19	19	19
其他長期負債	105	352	358	422	474
少數股東權益	**46**	**37**	**40**	**42**	**44**
股東權益	**2,570**	**2,822**	**3,533**	**4,139**	**4,801**
淨資產總值	**2,616**	**2,859**	**3,573**	**4,181**	**4,845**

主要比率

年結: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷量組合 (%)					
系統集成	65.2	62.9	58.2	50.6	47.9
投資、建設及營運	21.0	37.1	41.8	49.4	52.1
偉能集團	**86.2**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
增長 (%)					
收入	38.6	15.4	21.1	20.9	14.1
毛利	22.5	4.3	21.8	23.7	15.6
經營利潤	(4.2)	21.5	17.8	14.1	16.2
淨利潤	(35.7)	32.9	78.3	50.1	13.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.2	26.4	26.5	27.1	27.5
稅前利率	9.5	11.6	17.2	21.3	21.2
淨利潤率	8.8	10.1	14.9	18.5	18.4
有效稅率	13.0	12.7	13.0	13.0	13.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.1	1.3	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	139.6	150.0	144.3	141.1	141.7
平均應付帳款周轉天數	64.0	159.3	110.0	94.6	91.7
平均存貨周轉天數	208.9	189.5	139.6	137.3	141.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	123.2	112.7	90.6	78.1	68.4
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	10.0	14.3	18.3	17.9
資產回報率	2.9	3.2	4.9	6.8	7.0
每股數據					
每股盈利(港幣,分)	8.3	11.1	19.1	28.7	32.5
每股股息(港幣,分)	2.0	2.8	4.8	7.1	8.1
每股帳面值(港幣)	1.00	1.10	1.34	1.56	1.81

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級
優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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資訊，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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 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。接收本報告之行為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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。