

偉能集團 (1608 HK)

上半年業績持平，負債激增

❖ **淨利潤同比微增 3.2%。**偉能上半年錄得收入港幣 10.89 億元，同比上升 16.3%。毛利同比增長 13.6%，慢於收入增長，毛利率同比下降 0.8 個百分點至 34.3%。管理層解釋毛利率下跌主要因秘魯 Iquitos 項目并表所致，因該項目包含燃料費用毛利較低，從而降低了公司整體的毛利率。銷售和管理費方面，由於偉能自 2017 年下半年起開始為配合全球化業務拓展開始設立區域性辦公室，因此銷售和管理費用有所增長，銷售費用則與收入增長趨勢保持一致。財務費用高於預期，同比增長 104.8% 至 8 千萬港元。偉能集團上半年確認兩項一次性收益，分別為提前清償欠款帶來港元 1 千 1 百萬收益，以及以及沒收定金帶來約港元 1 千 3 百萬收益。公司上半年實現淨利潤 1.55 億港元，同比增長 3.2%。公司宣布派發中期股息每股 1.47 分港元，對應中期股息派發率為 24.3%

❖ **業務覆蓋已拓展至拉丁美洲。**公司于 2018 年 2 月合併秘魯 Iquitos 項目，總規模為 79.8 兆瓦。我們相信 Iquitos 項目對公司拉美區域 1.42 億港元收入帶來重大貢獻。對於其它區域的 IBO 項目開發情況，管理層維持 2018-2020 年 3 年期新增 1.2GW 項目目標。對於 2019 年，根據管理層項目信息更新，我們預期以下項目成為亮點，包括 1) 緬甸 Myingyan II 項目，共計 109.7 兆瓦將計劃於 2019 年 2 月交付投運；2) 巴西亞馬遜州 5 個共計 70.3 兆瓦項目將於 2019 年上半年陸續投運，以及 3) 英國唐克斯特 20.3 兆瓦調峰項目，公司將以此項目為標志切入發達國家電力調峰市場。根據管理層指引，我們預期偉能將於 2019 年新增超過 280 兆瓦 IBO 項目規模，我們認為公司將隨這些項目陸續投運重回快速增長軌道。

❖ **負債率短期內快速上漲。**公司淨負債率在上半年錄得快速上漲，自 2017 年末 7.7% 上漲 100 個百分點至 2018 年中期 107.7%。負債率迅猛增加主要歸因於 1) Iquitos 項目合併報表後帶來 1.07 億美元長期債務增加以及 2) 管理層增加了負債以提前清償 EPC 應付帳款，同時為未來新增項目作資金準備。展望下半年，管理層預期負債率將隨應收款的獲得回收而明顯降低，同事在負債機構方面，管理層也將對約 8 億港元短期負債進行續貸，續貸後這些借貸將轉為長期。管理層認為長期淨負債處於 60% 左右為比較合適水平。

❖ **下調目標價至每股 4.16 港元。**基於上半年運營情況更新，我們將公司財務成本較快增長以及更新後的 IBO 項目投運計劃置入模型測算。我們將 2018-20 年的淨利預測自 3.18/5.34/6.33 億港元分別下調 9.8/15.9/10.7% 至 2.87/4.49/5.66 億港元。我們的 DCF 目標價更新至 2019 年，更新後的目標價為每股 4.16 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	1,531	1,746	2,154	2,805	3,258
淨利潤 (百萬港元)	222	331	287	449	566
每股收益 (港仙)	10.80	12.93	11.23	17.54	22.09
每股收益變動 (%)	52.7	19.7	(13.2)	56.2	26.0
市盈率 (x)	31.1	26.0	29.9	19.2	15.2
市帳率 (x)	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5
股息率 (%)	0.8	1.0	0.8	1.3	1.6
股本回報率 (%)	12.2	13.4	10.7	14.8	16.2
淨負債/股東權益比率 (%)	-0.3	7.7	43.2	60.8	66.3

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.16
(此前目標價)	HK\$5.63)
潛在升幅	+23.8%
當前股價	HK\$3.14

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

電力板塊

市值 (百萬港元)	8,044
3 月平均流通量 (百萬港元)	2.29
52 周最高/低 (港元)	5.65/3.01
總股本 (百萬)	2,562

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.6%	-4.8%
3 月	-3.2%	8.6%
6 月	-36.9%	-31.9%

來源：彭博

股東結構

Energy Garden	70.6%
中信集團	8.0%
流動股	21.4%

來源：港交所

過去一年股價



來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.vpower.com

- ❖ **外匯風險整體可控。**偉能與上半年確認匯兌損失 4,100 萬港元，同比下跌 32.8%。由于公司與歐洲供應商有大量採購訂單，因此歐元是公司的主要匯兌風險敞口，公司也一直對歐元採取較為積極的匯價對沖措施。在新興市場貨幣波動方面，公司大部分 IBO 項目均以美元計價，其餘大部分通過借入、收入和支付當地貨幣進行自認對沖。具體對於新興市場 IBO 項目區，公司在 1) 緬甸和孟加拉國的合同以美元計價，沒有外匯風險; 2) 秘魯項目合同以美元計價，收取秘魯比索并及時兌換美元; 3) 中國和巴西項目合同采用自然對沖; 4) 只有印尼項目存在完全貨幣風險敞口，主要因為印尼盾的對沖成本較高。根據上半年的業績，公司僅有 8.2% 的收入來自印尼。因此，我們認為整體外匯風險處於可控狀態。

利潤表

年結:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,531	1,746	2,154	2,805	3,258
系统集成	1,063	1,183	1,339	1,487	1,635
投资、建设及营运	468	563	815	1,318	1,622
销售成本	(1,033)	(1,169)	(1,425)	(1,751)	(2,017)
毛利	498	577	730	1,054	1,241
销售费用	(24)	(29)	(33)	(37)	(41)
行政费用	(201)	(205)	(226)	(269)	(290)
其他收益	54	190	62	36	35
其他费用	(4)	(99)	(65)	(56)	(65)
息税前收益	322	435	468	727	880
财务费用	(69)	(77)	(162)	(249)	(278)
税前利润	253	358	306	478	602
所得税	(31)	(26)	(18)	(29)	(36)
非控制股东权益	-	(1)	-	-	-
净利润	222	331	287	449	566

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,967	3,449	4,965	6,249	7,227
固定资产	1,931	3,413	4,929	6,213	7,191
投资性房地产	19	19	19	19	19
存款和其他应收款	11	11	11	11	11
递延所得税资产	6	6	6	6	6
其它非流动资产	-	-	-	-	-
流动资产	3,058	3,123	4,309	4,780	5,330
现金及现金等价物	1,392	1,034	2,220	1,963	2,085
抵押存款	291	166	139	351	416
存货	546	712	754	982	1,140
应收账款和票据	708	781	970	1,263	1,467
预付款项，存款和其他应收款	102	315	109	105	105
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	1,709	2,290	2,620	2,728	2,928
短期借款	717	532	1,400	1,250	1,250
应付账款	408	904	497	552	607
其他应付款	556	832	696	892	1,028
应交税金	26	18	22	26	30
其他流动负债	1	4	5	9	14
非流动负债	1,054	1,176	2,597	3,535	4,284
长期借款	322	857	2,114	2,913	3,561
递延所得税负债	4	6	6	6	6
其他长期负债	729	313	476	616	718
净资产总值	2,262	2,461	2,717	3,087	3,539
少数股东权益	-	(1)	41	49	57
股东权益	2,262	2,461	2,675	3,038	3,482

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前收益	253	357	305	477	601
折旧和摊销	115	168	223	351	446
營運資金變動	315	(590)	203	(342)	(141)
稅務開支	(35)	(23)	(19)	(29)	(36)
其他	1	3	13	13	15
經營活動所得現金淨額	128	(85)	725	470	885
購置固定資產	(1,135)	(407)	(1,633)	(1,298)	(1,298)
其他	583	(84)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(551)	(491)	(1,633)	(1,298)	(1,298)
募集資金	1,501	(29)	0	-	0
淨銀行借貸	73	350	2,125	648	649
股息	-	(103)	(73)	(86)	(121)
其他	(43)	-	(1)	-	-
融資活動所得現金淨額	1,530	218	2,094	570	535
現金增加淨額	1,107	(358)	1,186	(257)	122
年初現金及現金等价物	287	1,392	1,034	2,220	1,963
外匯匯率變動的影響	(2)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	1,392	1,034	2,220	1,963	2,085
資產負債表的現金	1,392	1,034	2,220	1,963	2,085

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷量組合 (%)					
系統集成	69	68	62	53	50
投資、建設及營運	31	32	38	47	50
偉能集團	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	26.2	14.0	23.4	30.2	16.1
毛利	44.7	15.9	26.5	44.4	17.8
經營利潤	61.6	34.9	7.6	55.5	21.0
淨利潤	57.1	48.9	(13.2)	56.2	26.0
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	33	33	34	38	38
毛利率	17	20	14	17	18
稅前利率	15	19	13	16	17
淨利潤率	12	7	6	6	6
有效稅率	-	-	-	-	-
資產負債比率	1.8	1.4	1.6	1.8	1.8
流動比率 (x)	1.8	1.4	1.6	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	169.6	155.6	148.4	145.3	153.0
平均應付賬款周轉天數	146.7	247.1	123.7	101.7	101.8
平均存貨周轉天數	195.9	196.4	187.8	180.9	192.0
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	7.7	43.2	60.8	66.3
回報率 (%)					
資本回報率	15.9	14.0	11.2	15.7	17.3
資產回報率	5.7	5.7	3.6	4.4	4.8
每股數據					
每股盈利(港币,分)	8.67	12.92	11.21	17.52	22.08
每股股息(港币,分)	2.57	3.23	2.74	4.28	5.39
每股賬面值(港币)	0.88	0.96	1.05	1.19	1.36

來源：公司、招銀國際預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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)2000 年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 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士。