

## 伟能集团 (1608 HK)

### 业务扩张趋向全球化

❖ **净利润同比增长 48.9%**。伟能公布 2017 财年年度业绩。营业额录得港币 17.46 亿元，同比上升 14.0%。收入增长主要由两线因素驱动：1) 系统集成业务 (SI) 销售收入增长 11.3%; 2) IBO 项目装机容量扩张带动业务部门销售收入增长 20.4%。尽管公司 2017 年业务发展步伐触及更多的海外市场项目，公司在销售和行政开支方面并没有因此而大举增加，费用控制依然良好。公司在年内确认两项主要的非经常收益，一项为可换股贷款所产生的公允值收益 9 千万港元，以及公司提前清偿 EPC 应付余额所产生的 4.9 千万港元收益，除上述项目以外，2017 年欧元持续升值为公司带来 8.8 千万港元汇兑损失。伟能 2017 年录得净利润同比上涨 48.9% 至 3.2 亿港元。若撇除一次性收益及外汇亏损，我们预计核心盈利为 2.791 亿港元，同比增长 25.5%，但较我们预期低 22.2%。

❖ **塑造全球系统化平台**。2017 年公司将其业务覆盖范围从亚洲大幅扩展到全球化运营平台，令人印象深刻。公司除了一直致力开发的发展中地区（东南亚和南美洲）类电力租赁市场市场以伴随电力需求快速增长以外，管理层也希望能够以电力辅助角色切入成熟的发达国际市场。管理层看好欧洲区域的电力辅助市场，预期高速增长的可再生能源电力消费增长将显著提升对于短时响应的分布式发电机组的需求。根据公司项目规划，英国或将成为公司在成熟市场扩张的第一站。对于如何协调海外多地业务扩张，管理层强调与现有长期 SI 客户展开广泛合作，并利用客户当地资源进入新的市场。公司在 2017 年建立了多个海外分支机构用以支持区域性的项目开发和管理。

❖ **未来三年 IBO 业务目标 1.2 吉瓦**。由于受到地方政府项目审核及推进步伐迟缓所制约，伟能的 IBO 项目进程也因此遭到拖延，公司的增长步伐受此影响也明显放缓。然而我们对于公司的业务发展仍然抱有信心。基于公司的项目储备信息更新，我们认为公司的 IBO 项目依然维持强健。对于 2018-2020 年业务发展规划，管理层给予总装机容量增长 1.2 吉瓦目标指引，并计划对储备项目情况做滚动更新。根据管理层给予的储备项目投运时间指引，我们判断公司已公布的 459 兆瓦项目储备中，大部分的投运时点将在 2018 年中后段，预期 2018 年有效装机容量增长约为 75 兆瓦。我们认为 2018 年新增 IBO 项目装机所带来的业绩贡献将在 2019 年获得较为全面的释放。

❖ **下调目标价至每股 5.63 港元**。基于更新后的 IBO 项目进度，我们将 2018/2019 年的净利预测分别下调 44.5%/34.5%，自 5.74/8.15 亿港元下调至 3.18/5.34 亿港元。我们相信公司新增项目利润释放的步伐较我们此前预期晚 1 年，预料项目的盈利贡献将自 2019 年开始释放。我们的 DCF 目标价也随之进行调整，目标价下调至每股 5.63 港元。我们更新后的目标价尚未置入公司于中信集团合作所带来的潜在增长，同时我们认为对于公司预测的主要风险仍然是 IBO 项目的投运时间进度。我们对伟能维持买入评级。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万港元)      | 1,531 | 1,746 | 2,128 | 2,776 | 3,225 |
| 净利润(百万港元)      | 222   | 331   | 318   | 534   | 633   |
| 每股收益(港仙)       | 10.80 | 12.93 | 12.44 | 20.86 | 24.73 |
| 每股收益变动(%)      | 52.7  | 19.7  | (3.8) | 67.7  | 18.6  |
| 市盈率(x)         | 44.6  | 37.3  | 38.7  | 23.1  | 19.5  |
| 市帐率(x)         | 5.5   | 5.0   | 4.6   | 3.9   | 3.4   |
| 股息率(%)         | 0.5   | 0.7   | 0.6   | 1.1   | 1.3   |
| 股本回报率(%)       | 12.2  | 13.4  | 11.8  | 17.0  | 17.4  |
| 净负债/股东权益比率(%)  | -0.2  | 14.4  | 46.9  | 62.8  | 67.4  |

资料来源：公司资料，招银国际预测

#### 买入 (维持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$5.63  |
| (此前目标价) | HK\$5.93) |
| 潜在升幅    | +18.5%    |
| 当前股价    | HK\$4.75  |

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 电力板块

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 12,169    |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 5.22      |
| 52 周最高/低(港元)   | 5.65/3.42 |
| 总股本(百万)        | 2,562     |

Source: Bloomberg

#### 股价表现

|     | 绝对    | 相对     |
|-----|-------|--------|
| 1 月 | -3.4% | -1.9%  |
| 3 月 | -3.0% | -6.8%  |
| 6 月 | -4.4% | -14.5% |

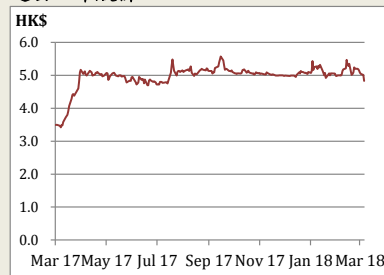
来源：彭博

#### 股东结构

|               |       |
|---------------|-------|
| Energy Garden | 70.6% |
| 中信集团          | 8.0%  |
| 流通股           | 21.4% |

来源：港交所

#### 过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：[www.vpower.com](http://www.vpower.com)

**利润表**

| 年结:12月31日 (百万港币) | FY16A        | FY17A        | FY18E        | FY19E        | FY20E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>        | <b>1,531</b> | <b>1,746</b> | <b>2,128</b> | <b>2,776</b> | <b>3,225</b> |
| 系统集成             | 1,063        | 1,183        | 1,313        | 1,457        | 1,603        |
| 投资、建设及营运         | 468          | 563          | 815          | 1,318        | 1,622        |
| 销售成本             | (1,033)      | (1,169)      | (1,408)      | (1,741)      | (2,017)      |
| <b>毛利</b>        | <b>498</b>   | <b>577</b>   | <b>720</b>   | <b>1,035</b> | <b>1,209</b> |
| 销售费用             | (24)         | (29)         | (33)         | (36)         | (40)         |
| 行政费用             | (201)        | (205)        | (234)        | (266)        | (287)        |
| 其他收益             | 54           | 190          | 29           | 28           | 28           |
| 其他费用             | (4)          | (99)         | (43)         | (56)         | (65)         |
| <b>息税前收益</b>     | <b>322</b>   | <b>435</b>   | <b>439</b>   | <b>705</b>   | <b>845</b>   |
| 财务费用             | (69)         | (77)         | (101)        | (137)        | (172)        |
| <b>税前利润</b>      | <b>253</b>   | <b>358</b>   | <b>339</b>   | <b>568</b>   | <b>674</b>   |
| 所得税              | (31)         | (26)         | (20)         | (34)         | (40)         |
| 非控制股东权益          | -            | (1)          | -            | -            | -            |
| <b>净利润</b>       | <b>222</b>   | <b>331</b>   | <b>318</b>   | <b>534</b>   | <b>633</b>   |

来源：公司、招银国际预测

**资产负债表**

| 年结:12月31日 (百万港币) | FY16A        | FY17A        | FY18E        | FY19E        | FY20E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,967</b> | <b>3,449</b> | <b>4,965</b> | <b>6,249</b> | <b>7,227</b> |
| 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          | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>流动资产</b>      | <b>3,058</b> | <b>3,123</b> | <b>3,007</b> | <b>3,548</b> | <b>4,144</b> |
| 现金及现金等价物         | 1,392        | 1,034        | 939          | 885          | 1,055        |
| 抵押存款             | 291          | 166          | 139          | 221          | 285          |
| 存货               | 546          | 712          | 745          | 972          | 1,129        |
| 应收账款和票据          | 708          | 781          | 959          | 1,250        | 1,453        |
| 预付款项，存款和其他应收款    | 102          | 315          | 109          | 105          | 105          |
| 其他流动资产           | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,709</b> | <b>2,290</b> | <b>1,952</b> | <b>2,209</b> | <b>2,407</b> |
| 短期借款             | 717          | 532          | 750          | 750          | 750          |
| 应付账款             | 408          | 904          | 487          | 541          | 595          |
| 其他应付款            | 556          | 832          | 688          | 883          | 1,018        |
| 应交税金             | 26           | 18           | 22           | 26           | 30           |
| 其他流动负债           | 1            | 4            | 5            | 9            | 14           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>1,054</b> | <b>1,176</b> | <b>1,934</b> | <b>2,721</b> | <b>3,470</b> |
| 长期借款             | 322          | 857          | 1,456        | 2,105        | 2,753        |
| 递延所得税负债          | 4            | 6            | 6            | 6            | 6            |
| 其他长期负债           | 729          | 313          | 471          | 610          | 711          |
| <b>净资产总值</b>     | <b>2,262</b> | <b>2,461</b> | <b>2,745</b> | <b>3,188</b> | <b>3,688</b> |
| <b>少数股东权益</b>    | <b>-</b>     | <b>(1)</b>   | <b>41</b>    | <b>49</b>    | <b>57</b>    |
| <b>股东权益</b>      | <b>2,262</b> | <b>2,461</b> | <b>2,703</b> | <b>3,138</b> | <b>3,631</b> |

来源：公司、招银国际预测

**现金流量表**

| 年结:12月31日 (百万港币)  | FY16A        | FY17A        | FY18E          | FY19E          | FY20E          |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前收益              | 253          | 357          | 338            | 568            | 673            |
| 折旧和摊销             | 115          | 168          | 223            | 351            | 446            |
| 营运资金变动            | 315          | (590)        | 201            | (212)          | (141)          |
| 税务开支              | (35)         | (23)         | (21)           | (34)           | (40)           |
| 其他                | 1            | 3            | 13             | 13             | 15             |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>128</b>   | <b>(85)</b>  | <b>755</b>     | <b>686</b>     | <b>952</b>     |
| 购置固定资产            | (1,135)      | (407)        | (1,633)        | (1,298)        | (1,298)        |
| 其他                | 583          | (84)         | -              | -              | -              |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(551)</b> | <b>(491)</b> | <b>(1,633)</b> | <b>(1,298)</b> | <b>(1,298)</b> |
| 募集资金              | 1,501        | (29)         | 0              | -              | -              |
| 净银行借贷             | 73           | 350          | 817            | 648            | 649            |
| 股息                | -            | (103)        | (76)           | (99)           | (140)          |
| 其他                | (43)         | -            | -              | -              | -              |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>1,530</b> | <b>218</b>   | <b>783</b>     | <b>557</b>     | <b>516</b>     |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>1,107</b> | <b>(358)</b> | <b>(95)</b>    | <b>(54)</b>    | <b>171</b>     |
| 年初现金及现金等价物        | 287          | 1,392        | 1,034          | 939            | 885            |
| 外汇汇率变动的影响         | (2)          | -            | -              | -              | -              |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,392</b> | <b>1,034</b> | <b>939</b>     | <b>885</b>     | <b>1,055</b>   |
| <b>资产负债表中的现金</b>  | <b>1,392</b> | <b>1,034</b> | <b>939</b>     | <b>885</b>     | <b>1,055</b>   |

来源:公司、招银国际预测

**主要比率**

| 年结:12月31日         | FY16A      | FY17A      | FY18E      | FY19E      | FY20E      |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>销量组合 (%)</b>   |            |            |            |            |            |
| 系统集成              | 69         | 68         | 62         | 53         | 50         |
| 投资、建设及营运          | 31         | 32         | 38         | 47         | 50         |
| <b>伟能集团</b>       | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| <b>增长 (%)</b>     |            |            |            |            |            |
| 收入                | 26.2       | 14.0       | 21.9       | 30.4       | 16.2       |
| 毛利                | 44.7       | 15.9       | 24.8       | 43.8       | 16.8       |
| 经营利润              | 61.6       | 34.9       | 1.1        | 60.4       | 19.9       |
| 净利润               | 57.1       | 48.9       | (3.8)      | 67.7       | 18.6       |
|                   | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> | <b>33</b>  | <b>33</b>  | <b>34</b>  | <b>37</b>  | <b>37</b>  |
| 毛利率               | 17         | 20         | 16         | 20         | 21         |
| 税前利率              | 15         | 19         | 15         | 19         | 20         |
| 净利润率              | 12         | 7          | 6          | 6          | 6          |
| 有效税率              | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>资产负债比率</b>     | <b>1.8</b> | <b>1.4</b> | <b>1.5</b> | <b>1.6</b> | <b>1.7</b> |
| 流动比率 (x)          | 1.8        | 1.4        | 1.5        | 1.6        | 1.7        |
| 平均应收账款周转天数        | 169.6      | 155.6      | 149.2      | 145.2      | 153.0      |
| 平均应付账款周转天数        | 146.7      | 247.1      | 123.4      | 100.3      | 99.8       |
| 平均存货周转天数          | 195.9      | 196.4      | 188.8      | 179.9      | 190.1      |
| 净负债/总权益比率 (%)     | 净现金        | 14.4       | 46.9       | 62.8       | 67.4       |
| <b>回报率 (%)</b>    |            |            |            |            |            |
| 资本回报率             | 15.9       | 14.0       | 12.3       | 18.3       | 18.7       |
| 资产回报率             | 5.7        | 5.7        | 4.4        | 6.0        | 6.0        |
| <b>每股数据</b>       |            |            |            |            |            |
| 每股盈利(港币,分)        | 8.67       | 12.92      | 12.43      | 20.85      | 24.72      |
| 每股股息(港币,分)        | 2.57       | 3.23       | 3.03       | 5.09       | 6.03       |
| 每股账面值(港币)         | 0.88       | 0.96       | 1.06       | 1.23       | 1.42       |

来源:公司、招银国际预测

## 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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。