

伟能集团 (1608 HK)

近观缅甸合营项目

伟能集团在7月23日完成了现旧后新配售8,300万股，每股作价3.75港元。配售后股价表现转弱。我们认为配售整体对于公司的影响非常有限，因配售仅对每股盈利带来3.2%的稀释，相比较于公司2020/21财年净利润分别高达150.6%/64.5%几乎可忽略不计。对于缅甸合营项目，在陆续投产后我们对该合营项目进行了进一步测算。在目前LNG现货价格基础上，我们认为伟能的这个合营项目盈利测算抱有信心，同时我们认为盈利表现能在较好的燃料成本控制下能够更上一层楼。我们维持对于公司确信买入评级，同时将目标价轻微下调至每股5.47港元以反映配售所带来的盈利稀释。

- **配售影响几可忽略不计。**伟能在7月23日完成了现旧后新配售8,300万股。配售价每股3.75港元，较配售前收盘价折让13%。扣除费用后，公司通过配售净募资2.99亿港元，我们测算该金额将帮助公司把净负债率有2019年112.7%降低至2020年81.8%。股价在配售后经历了大幅回撤，反映市场对于公司及此次配售的顾虑。我们认为市场对此过渡反应，因此次配售仅带来3.2%的股权稀释，同时，我们认为配售有助于消除公司下半年进一步股权稀释的风险。
- **近观缅甸合营项目。**我们持续将关注重心置于公司在缅甸的标志性合营公司。我们预期该合营项目为总共1.06吉瓦装机规模的总投资超过55亿港元。根据缅甸时报信息，合营项目的电价约每千瓦时0.12美元。在我们的基准条件测算下，我们认为合营项目的内部回报率超过20%，较伟能目前所持有的IBO项目具有更佳的盈利水平。项目的主要风险敞口集中在1) LNG成本，2) 产能利用率，以及3) 合营公司发电机组的能效指标。我们认为公司将有很大机率通过对于上述三项的合理管控以进一步提升该项目的盈利表现。
- **有利的LNG市场环境。**我们认为公司抓住了有利的市场机遇拓展以LNG为燃料的分布式发电项目。目前亚洲LNG现货市场价格在三年低位，同时彭博的数据显示JKM期货价格水平仅为每百万英热值(MMBtu)2.6美元。我们相信充裕的LNG供应将帮助公司更容易地实现燃料成本管控，同时大规模的燃料需求规模将使公司在买方市场环境下具备有力的话语权。
- **重申高度确信买入。**我们对于公司在2020/21年实现高盈利增长具备信心。对于2020-22年每股盈利预测，我们轻微下调2.0-2.6%以反映股权稀释影响。我们对公司的DCF目标价略微下调至每股5.47港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	2,421	2,794	3,244	4,041	4,595
同比(%)	38.6%	15.4%	16.1%	24.5%	13.7%
净利润(百万港元)	213	284	711	1,169	1,286
每股盈利(港元)	0.08	0.11	0.27	0.44	0.49
每股盈利变动(%)	(35.6)	32.4	146.9	61.6	10.0
市场平均盈利预测(港元)	N/A	N/A	0.19	0.3	0.3
市盈率(倍)	35.7	27.0	10.9	6.8	6.1
市净率(倍)	3.0	2.7	2.1	1.7	1.4
股息率(%)	0.7	0.7	1.8	2.9	3.2
权益收益率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
净负债率(%)	123.2	112.7	81.8	61.0	46.0

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$5.47
(此前目标价)	HK\$5.50
潜在升幅	+82.9%
当前股价	HK\$2.99

分布式能源

萧小川

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

公司资料

市值(百万港元)	10,996
3月平均流通量(百万港元)	9.70
52周内股价高/低(港元)	4.56/2.00
总股本(百万)	2,563

数据源：彭博

股东结构

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

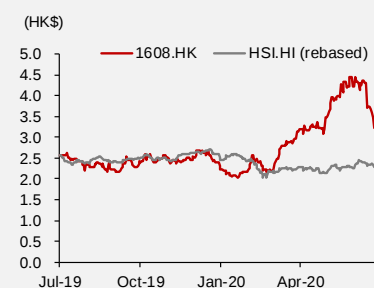
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-29.3%	-30.6%
3-月	-6.4%	-6.9%
6-月	29.0%	41.4%
12-月	14.1%	29.5%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

请登录2020年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 我们对于缅甸合营项目 2020 年的盈利贡献测算

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	2020
收入测算													
利用率-%	0%	0%	0%	0%	2%	10%	30%	40%	50%	50%	70%	70%	27.0%
有效装机容量 - 兆瓦	-	-	-	-	18	90	270	360	450	450	630	630	243
发电量 - 兆瓦时	-	-	-	-	13,392	64,800	200,880	267,840	324,000	334,800	453,600	468,720	2,128,032
收入 - 百万港元	-	-	-	-	13	61	188	251	303	313	425	439	1,992
成本测算													
天然气月用量-千吨	-	-	-	-	2	12	36	48	58	60	81	84	381
以百万英热值衡量 ('000)	-	-	-	-	120	581	1,800	2,399	2,903	2,999	4,064	4,199	19063.62
燃料成本-百万港元	-	-	-	-	4.2	20.4	63.2	84.2	101.9	105.3	142.6	147.4	669
燃料成本占收入比重%	n/a	n/a	n/a	n/a	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%
变动成本-百万港元	-	-	-	-	2.6	12.6	39.2	52.2	63.2	65.3	88.5	91.4	415
变动成本占收入比重%	n/a	n/a	n/a	n/a	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
其它固定成本	-	-	-	-	1	5	31	42	52	52	52	52	287
其它股东成本占收入比重%	n/a	n/a	n/a	n/a	8.3%	8.6%	16.6%	16.6%	17.1%	16.6%	12.2%	11.9%	14.4%
项目利润-百万港元	-	-	-	-	5	22	54	73	86	91	141	148	621
伟能50%股权利润 - 百万港元	-	-	-	-	2	11	27	36	43	45	71	74	310

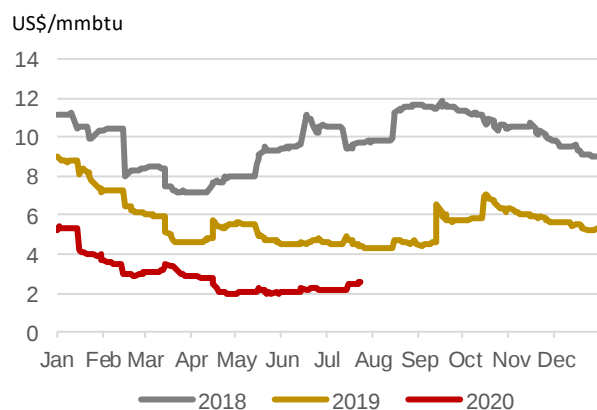
资料来源: 招银国际证券预测

图 2: 我们对于合营项目基准情形下年化盈利贡献测算

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Annual
收入测算													
利用率-%	100%	100%	100%	100%	100%	50%	50%	50%	50%	50%	70%	70%	74.0%
有效装机容量 - 兆瓦	900	900	900	900	900	450	450	450	450	450	630	630	666
发电量 - 兆瓦时	669,600	604,800	669,600	648,000	669,600	324,000	334,800	334,800	324,000	334,800	453,600	468,720	5,836,320
收入 - 百万港元	627	566	627	607	627	303	313	313	303	313	425	439	5,463
成本测算													
天然气月用量-千吨	126	113	126	122	126	61	63	63	61	63	85	88	1,094
以百万英热值衡量 ('000)	6,278	5,670	6,278	6,075	6,278	3,038	3,139	3,139	3,038	3,139	4,253	4,394	54,715.5
燃料成本-百万港元	244.8	221.1	244.8	236.9	244.8	118.5	122.4	122.4	118.5	122.4	165.8	171.4	2,134
燃料成本占收入比重%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%
变动成本-百万港元	130.6	117.9	130.6	126.4	130.6	63.2	65.3	65.3	63.2	65.3	88.5	91.4	1,138
变动成本占收入比重%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
其它固定成本	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	660
其它股东成本占收入比重%	8.8%	9.7%	8.8%	9.1%	8.8%	18.1%	17.6%	17.6%	18.1%	17.6%	13.0%	12.5%	12.1%
项目利润-百万港元	196.4	172.0	196.4	188.2	196.4	66.6	70.7	70.7	66.6	70.7	115.3	120.9	1,530.8
伟能50%股权利润 - 百万港元	98	86	98	94	98	33	35	35	33	35	58	60	765

资料来源: 招银国际证券预测

图 3: JKM 期货目前处在三年期低位



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 4: 盈利预测调整

	Old 原预测			New 新预测			Change(%) 变动-%		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
IBO新增装机-兆瓦	150	190	190	150	190	190	0.0%	0.0%	0.0%
收入-百万港元	3,244	4,041	4,595	3,244	4,041	4,595	0.0%	0.0%	0.0%
净利润-百万港元	714	1,160	1,278	711	1,169	1,286	-0.5%	0.8%	0.7%
每股盈利-港仙	27.9	45.3	49.9	27.3	44.2	48.6	-2.0%	-2.5%	-2.6%
一致预期							我们较一致预期		
净利润-百万港元				361	505	649	96.8%	131.5%	98.2%
每股盈利-港仙				14	19.5	25	95.3%	126.7%	94.5%

资料来源：彭博、招银国际证券预测

图 5: 我们对伟能的 DCF 估值

DCF估值 (百万港元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	4,041	4,595	5,062	5,581	6,021	6,426	6,858	7,319	7,810	8,334
收入增速-%	24.5%	13.7%	10.2%	10.3%	7.9%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
息税前利润	810	940	1,050	1,141	1,213	1,276	1,341	1,409	1,480	1,554
息税前利润率%	20.0%	20.4%	20.7%	20.4%	20.1%	19.8%	19.5%	19.2%	18.9%	18.6%
税率	13.0%	13.0%	13.0%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
所得税	(105)	(122)	(137)	(148)	(158)	(166)	(174)	(183)	(192)	(202)
折旧及摊销	416	500	583	678	590	648	713	785	863	949
运营资金投入	(304)	(152)	(98)	(217)	(184)	(172)	(189)	(208)	(229)	(252)
资本开支	(923)	(1,152)	(924)	(872)	(759)	(709)	(779)	(857)	(942)	(1,036)
自由现金流	(106)	14	475	582	701	877	911	945	980	1,014
缅甸联营公司盈利分享*	765	765	765	765	765	765	765	765	765	765
折现年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现率	0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.62	0.58	0.53	0.49	0.45
折现自由现金流及联营利润分享	609	665	978	982	988	1,022	964	909	857	807
终值**										16,621
永续增长率										2.0%
终值 EV/EBITDA										6.6

加权平均资本成本		估值-百万港元	
债权成本	6.5%	终值	16,621
税率	13.0%	永续增长率	2.0%
税后债权成本	5.7%	终值 EV/EBITDA	6.64
股权成本	10.3%	折现自有现金流及联营利润分享	8,782
经调整Beta	0.80	折现终值	8,835
市场风险溢价	11.9%	企业价值	17,616
无风险利率	0.8%	折现现金流占比	49.9%
债务融资比例	45.0%	终值占比	50.1%
加权平均资本成本	8.2%	加：现金及等价物	987
		减：负债	4,105
		少数股东权益	40
		股权价值-百万港元	14,458
		每股价值-港元/股	5.47

资料来源：招银国际证券预测

注：*我们在 2021-30 年 DCF 估值中将合营公司的利润分享纳入的模型测算之中。

**我们假设该合营项目在 2030 年结束，并在终值测算中未纳入合营项目盈利分享进行测算。

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	2,421	2,794	3,244	4,041	4,595
系统集成	1,579	1,757	1,791	1,881	2,031
投资、建设及营运	508	1,038	1,453	2,160	2,564
销售成本	(1,714)	(2,057)	(2,286)	(2,821)	(3,187)
毛利	707	737	958	1,220	1,407
销售费用	(26)	(31)	(30)	(33)	(35)
行政费用	(273)	(339)	(324)	(404)	(459)
其他收益	40	144	154	35	36
其他费用	(32)	(5)	(6)	(8)	(9)
息税前收益	416	506	751	810	940
利润分享	6	67	318	779	779
财务费用	(191)	(249)	(252)	(245)	(240)
税前利润	231	323	817	1,344	1,479
所得税	(30)	(41)	(106)	(175)	(192)
非控制股东权益	(12)	(1)	1	1	1
净利润	213	284	711	1,169	1,286

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前收益	231	323	817	1,344	1,479
折旧和摊销	200	269	347	416	500
营运资金变动	(1,602)	957	(573)	(304)	(152)
税务开支	(26)	(42)	(106)	(175)	(192)
其他	994	(8)	(11)	3	3
经营活动所得现金净额	(203)	1,500	474	1,284	1,638
购置固定资产	(1,735)	(1,628)	(1,222)	(938)	(1,167)
其他	141	0	(122)	-	-
投资活动所得现金净额	(1,593)	(1,628)	(1,343)	(938)	(1,167)
募集资金	(9)	-	299	-	-
净银行借贷	2,361	247	873	92	173
股息	(83)	(35)	(91)	(179)	(242)
其他	(983)	153	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,332	359	1,084	(85)	(67)
现金增加净额	(465)	231	215	262	405
年初现金及现金等价物	1,034	541	772	987	1,249
外汇汇率变动的影响	(27)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	541	772	987	1,249	1,654
资产负债表中的现金	541	772	987	1,249	1,654

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	2,947	4,995	6,142	6,669	7,345
固定资产	1,812	3,761	4,326	4,833	5,486
投资性房地产	25	25	24	24	23
存款和其他应收款	164	147	150	155	164
递延所得税资产	15	15	15	15	15
其它非流动资产	931	1,029	1,608	1,622	1,637
流动资产	4,447	3,956	4,274	5,074	5,823
现金及现金等价物	541	772	987	1,249	1,654
抵押存款	48	62	60	62	63
受限制现金	81	82	82	82	82
存货	1,249	886	973	1,212	1,378
应收账款和票据	1,071	1,226	1,390	1,693	1,879
其它流动资产	1,455	928	781	777	768
流动负债	3,288	3,501	3,244	3,322	3,389
短期借款	2,384	1,783	1,850	1,758	1,670
应付帐款	395	739	716	752	812
其他应付款	493	805	621	751	841
应交税金	6	18	22	26	30
其他流动负债	3	127	5	6	6
非流动负债	1,490	2,592	3,393	3,649	3,960
长期借款	585	1,450	2,255	2,440	2,701
递延所得税负债	20	19	19	19	19
其他长期负债	105	352	346	417	468
少数股东权益	46	37	40	42	44
股东权益	2,570	2,822	3,740	4,730	5,775
净资产总值	2,616	2,859	3,780	4,772	5,819

主要比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销量组合 (%)					
系统集成	65.2	62.9	55.2	46.5	44.2
投资、建设及营运	21.0	37.1	44.8	53.5	55.8
伟能集团	86.2	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	38.6	15.4	16.1	24.5	13.7
毛利	22.5	4.3	30.0	27.3	15.3
经营利润	(4.2)	21.5	48.5	7.9	16.0
净利润	(35.7)	32.9	150.6	64.5	10.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.2	26.4	29.5	30.2	30.6
税前利率	9.5	11.6	25.2	33.3	32.2
净利润率	8.8	10.1	21.9	28.9	28.0
有效税率	13.0	12.7	13.0	13.0	13.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.1	1.3	1.5	1.7
平均应收账款周转天数	139.6	150.0	147.2	139.3	141.9
平均应付帐款周转天数	64.0	159.3	110.2	89.7	88.4
平均存货周转天数	208.9	189.5	148.4	141.4	148.3
净负债/总权益比率 (%)	123.2	112.7	81.8	61.0	46.0
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	10.0	19.0	24.7	22.3
资产回报率	2.9	3.2	6.8	10.0	9.8
每股数据					
每股盈利(港币,分)	8.3	11.1	26.9	44.2	48.6
每股股息(港币,分)	2.0	2.2	5.4	8.8	9.7
每股账面值(港币)	1.00	1.10	1.41	1.79	2.18

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

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資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。