

偉能集團 (1608 HK)

緬甸市場闊步前進

偉能集團10月9日作自願公告，稱公司與一個戰略合作夥伴共組聯合體在緬甸競得3個LNG發電項目，總容量為900兆瓦，而公司本身競得20兆瓦天然氣發電項目。我們相信這將是公司在緬甸市場業務拓展所邁出的重大一步，920兆瓦的項目規模對應2018年末緬甸電力市場裝機總規模達18.5%。這一批新項目將在2020年上半年投入運營，我們預期這些新的項目將在2020/21E年為公司貢獻利潤85.3/171.3百萬港元。

■ **在5個招標中獲得4個項目中標。**根據緬甸電力和能源部信息，緬甸國家發電企業（Electric Power Generation Enterprise, EPGE）在2019年7月就1,040兆瓦天然氣發電項目進行邀請招標。偉能及戰略合作夥伴共組聯合體成功競得3個LNG發電項目，項目為5年期規模共計900兆瓦，而偉能本身則獨家獲得了20兆瓦的天然氣發電項目。結合偉能目前在緬甸已經投運的項目，公司合共將在緬甸運營及參與1,284兆瓦項目，占公司目前在運及已確認項目總規模的77.8%。我們認為公司及其參與的聯合體成功競標顯示了公司在東南亞發展中國家市場提供發電服務的強勁的市場競爭力。

■ **新項目將自2020年上半年末投運，貢獻將主要來自聯營利潤分享。**根據公司信息，緬甸項目聯合體重的策略性合作夥伴將是一家中國國有企業，該企業除了對項目提供財務資源以外，還將參與到項目的日常運營當中，意味偉能將可能在900兆瓦項目公司中持少數股權。由於緬甸新項目體量較大，我們認為持有少數股權將使公司免於承擔過重的財務負擔。我們測算新項目將對偉能在2020/21年帶來有效權益裝機分別為231/462兆瓦，對應2019年中的裝機規模分別增長31.6/63.3%。

■ **2020年盈利增速將顯著加快。**基於偉能緬甸項目情況的更新，我們測算公司將在2020/21年分貨從該批項目中獲得聯營公司利潤分別為85.7/171.3百萬港元。我們據此將公司2020/21年每股盈利分別上調22.1/29.3%至16/26港仙。我們對公司原業務的DCF估值大致不變，並對新增緬甸項目的估值為每股0.34港元。我們將偉能目標價上調12.4%至每股3.25港元，對應2020/21年市盈率分別為20.3/12.7倍，重申買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬港元)	1,746	2,421	2,636	3,406	4,197
同比(%)	14.0%	38.6%	8.9%	29.2%	23.2%
淨利潤(百萬港元)	332	213	249	412	659
每股盈利(港仙)	12.99	8.36	9.71	16.11	25.74
每股盈利變動(%)	20.4	(35.6)	16.1	65.8	59.8
市盈率(倍)	17.7	27.5	23.7	14.3	8.9
市淨率(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.6
股息率(%)	1.4	0.8	1.0	1.7	2.7
權益收益率(%)	13.5	8.3	8.9	13.2	18.1
淨負債率(%)	7.7	123.2	125.3	104.9	97.0

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$3.25
(此前目標價)	HK\$2.90
潛在升幅	+41.3%
當前股價	HK\$2.30

分布式能源

蕭小川

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

公司數據

市值(百萬港元)	5,893
3月平均流通量(百萬港元)	1.92
52周內股價高/低(港元)	3.61/2.15
總股本(百萬)	2,562

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%

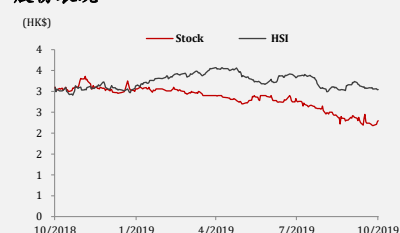
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.6%	-0.9%
3-月	-19.8%	-12.2%
6-月	-21.7%	-8.1%
12-月	-26.3%	-24.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

- **緬甸市場將對公司帶來長期價值。**根據緬甸國家電力及能源部，緬甸目前電力普及率僅為 37.2%，處於較低水平。緬甸政府正致力於提高電力普及率，對 2020/25/30 年提出普及率提高至 47%/76%/100% 的長期規劃目標。基於政府計劃，電力及能源部預測每年的電力需求增速為 15-17%。緬甸政府需要在短期內增加發電裝機規模以滿足快速增長的電力需求，而基於目前緬甸全國發電裝機規模 4,976 兆瓦，我們測算該國每年將需要新增裝機超過 750 兆瓦以上。基於偉能發電機組的 1) 高度靈活特點，2) 較短的項目實施時間，3) 較高的燃料利用效率，以及 4) 較低的運營成本，我們認為偉能的 IBO 業務非常適合目前緬甸的能源發展階段，同時能夠為該國的長期電力規劃、設計、項目融資和建設提供充裕的緩衝時間以滿足短期電力需求。
- **為亞洲電力行業投資提供具備高增長的替代標的。**過去較長的時間，投資人一直將市場關注焦點集中於中國的電力公用事業部門以尋求高增長股票，而當下，中國的電力公用行業正面臨著與日俱增的挑戰，包括 1) 政策轉變，2) 經濟增長放緩，以及 3) 尚未獲得解決的新能源補貼敞口問題。在中國工業企業產業向東南亞國家外溢的過程中，東南亞國家將獲得較快的電力需求增長，我們相信偉能及其分布式電力業務將成為電力增長股份較好的替代標的。我們認為偉能是覆蓋一路一帶國家機遇的較為獨特的企業，公司在緬甸的成功競標顯示出公司在東南亞地區電力服務的競爭力。目前公司的 2020/21 年估值為分別 14.3/8.9 倍，我們認為估值相當吸引。
- **主要風險：**1) 項目延期，2) 發展中國家市場及政治局勢不穩。

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,746	2,421	2,636	3,406	4,197
系統集成	1,183	1,579	1,407	1,520	1,641
投資、建設及營運	563	842	1,229	1,886	2,556
銷售成本	(1,169)	(1,714)	(1,774)	(2,392)	(2,928)
毛利	577	707	862	1,014	1,269
銷售費用	(29)	(26)	(31)	(33)	(36)
行政費用	(205)	(273)	(285)	(307)	(357)
其他收益	190	40	13	15	17
其他費用	(99)	(32)	(34)	(44)	(55)
利潤分享	-	6	11	101	187
息稅前收益	434	422	536	746	1,026
財務費用	(77)	(191)	(251)	(273)	(269)
稅前利潤	357	231	285	473	757
所得稅	(26)	(30)	(37)	(62)	(98)
非控制股東權益	(1)	(12)	1	1	1
淨利潤	332	213	249	412	659

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前收益	357	231	285	473	757
折舊及攤銷	168	200	271	343	416
營運資金變動	(590)	(1,521)	(130)	(444)	(404)
稅務開支	(23)	(26)	(33)	(62)	(98)
其他	3	(46)	(4)	15	17
經營活動所得現金淨額	(85)	(1,162)	390	325	687
購置固定資產	(407)	(1,735)	(999)	(96)	(849)
其他	(84)	90	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(491)	(1,645)	(999)	(96)	(849)
募集資金	(29)	(9)	-	-	-
淨銀行借貸	350	2,361	598	883	208
股息	(103)	(83)	(36)	(75)	(123)
其他	(0)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	217	2,315	554	810	87
現金增加淨額	(359)	(492)	(55)	1,039	(74)
年初現金及現金等價物	1,392	1,033	541	487	1,526
外匯匯率變動的影響	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,033	541	487	1,526	1,451
資產負債表的現金	1,034	541	487	1,526	1,451

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,803	2,947	4,094	4,804	5,236
固定資產	2,189	1,812	2,528	3,223	3,639
投資性房地產	-	25	25	25	25
存款和其他應收款	609	164	593	593	593
遞延所得稅資產	5	15	6	6	6
其它非流動資產	-	931	942	958	973
流動資產	3,123	4,447	4,378	5,135	5,703
現金及現金等價物	1,034	541	487	1,526	1,451
抵押存款	166	48	376	435	445
受限制現金	-	81	81	81	81
存貨	712	1,249	923	1,192	1,469
應收賬款和票據	781	1,071	1,183	1,529	1,884
其它流動資產	431	1,455	1,329	372	372
流動負債	2,290	3,288	2,226	2,453	2,637
短期借款	532	2,384	1,200	1,250	1,250
應付帳款	904	395	422	456	492
其他應付款	832	493	563	698	836
應交稅金	18	6	26	30	34
其他流動負債	4	3	9	14	19
非流動負債	1,176	1,490	3,426	4,327	4,606
長期借款	857	585	3,148	3,981	4,189
遞延所得稅負債	6	20	15	15	15
其他長期負債	313	105	263	331	402
少數股東權益	(1)	46	38	40	42
股東權益	2,461	2,570	2,782	3,118	3,653
淨資產總值	2,461	2,616	2,820	3,158	3,695

主要比率

年結: 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷量組合 (%)					
系统集成	68	65	53	45	39
投資、建設及營運	32	35	47	55	61
偉能集團	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	14.0	38.6	8.9	29.2	23.2
毛利	15.9	22.5	22.0	17.7	25.1
經營利潤	34.9	(2.8)	27.0	39.1	37.4
淨利潤	49.5	(35.7)	16.6	65.8	59.8
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	33	29	33	30	30
毛利率	20	10	11	14	18
稅前利率	19	9	9	12	16
淨利潤率	7	13	13	13	13
有效稅率	-	-	-	-	-
資產負債比率	1.4	1.4	2.0	2.1	2.2
流動比率 (x)	1.4	1.4	2.0	2.1	2.2
平均應收賬款周轉天數	155.6	139.6	156.1	145.3	148.4
平均應付帳款周轉天數	247.1	64.0	106.5	62.5	56.1
平均存貨周轉天數	196.4	208.9	223.4	161.4	165.9
淨負債/總權益比率 (%)	7.7	123.2	125.3	104.9	97.0
回報率 (%)					
資本回報率	13.5	8.3	8.9	13.2	18.0
資產回報率	5.6	2.9	2.9	4.1	6.0
每股數據					
每股盈利(港幣,分)	12.96	8.32	9.67	16.06	25.68
每股股息(港幣,分)	3.23	1.95	2.32	3.86	6.17
每股賬面值(港幣)	0.96	1.00	1.09	1.22	1.43

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。

本報告基於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。