

偉能集團 (1608 HK)

上半年盈利勝預期；下半年持續高增長

偉能集團上半年交出了強勁業績，盈利同比增長 84.6% 至 2.63 億港元。公司上半年新增 IBO 項目 138.8 兆瓦，同時實現了令人驚訝的 SI 業務銷售量，在上半年受疫情影響帶來挑戰的背景下交出了靚麗答卷。緬甸合營企業共計 1.06 吉瓦項目亦在 9 個月內完成安裝投入生產。我們預期公司上半年的多項付出將在下半年獲得豐厚回報，並使盈利增速顯著加快，尤其是來自緬甸聯營公司的盈利分享。我們重申對於偉能集團的買入評級，目標價維持每股 5.47 港元不變。

- **上半年盈利超我們預期 7.5%。**收入出乎意料同比增長 70.4% 至 20.5 億港元，增長主要受 SI 業務超预期高增速及 IBO 業務穩定增長所致。其它收入及收益錄得 8,800 萬港元，主要包含諮詢收入及資產處置收益分別為 6,200 萬及 1,400 萬。由於公司僱傭了更多的員工來處理 LNG 相關業務，期內管理費用錄得同比增長 42.6%。財務成本隨負債規模下降同比實現 8.5% 降幅，顯示公司對負債成本及杠桿率（含 7 月份配售融資後，淨負債率下降至 74.5%）的良好控制。上半年淨利潤實現 2.63 億港元，同比增長 84.6%，高於我們預期 7.5%。公司宣佈派發股息 1.51 港仙，對應上半年每股盈利派發率為 14.6%。
- **SI 業務實現超预期銷售。**SI 業務部門收入同比增長 104.6%，較我們預期高 96.7%。管理層透露在中國及亞洲市場需求較強，同時上半年有一些臨時性的機組需求拉動上半年收入快速增長的主要原因。SI 業務毛利同比下降 5.4 百分點至 17.6%，主要受疫情影響帶來運輸受阻，公司為實現 SI 機組交付花費了額外成本所致。管理層預期下半年 SI 業務銷售恢復正常水準，預期全年 SI 業務實現高單位數收入增長。
- **IBO 業務擴張如期進展。**IBO 業務毛利率同比下滑 8.7 百分點至 37.7%，主要由於公司在巴西新增了含燃料成本在內的運營機組。除此因素外，管理層解釋在亞洲大多數不含燃料成本的項目毛利率維持穩定。緬甸合營項目在不足 1 個月的運營期間內實現了 2300 萬港元利潤分享，再一次確認該項目的盈利性。展望下半年，我們預期 IBO 業務貢獻持續穩定的運營利潤增長，緬甸合營項目全年將帶來 3.1 億港元利潤分享貢獻。
- **下半年盈利增速加快，重申買入評級。**我們對盈利預測及目標價不作調整。我們認為公司下半年盈利釋放具有較高的可見度。公司目前估值處於 2020/21 年預測市盈率 10.8/6.7 倍，價值顯著低估。在股價大幅回檔後，我們認為目前是很好的買入時機。

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	3,244	4,041	4,595
同比 (%)	38.6%	15.4%	16.1%	24.5%	13.7%
淨利潤 (百萬港元)	213	284	711	1,169	1,286
每股盈利 (港元)	0.08	0.11	0.27	0.44	0.49
每股盈利變動 (%)	(35.6)	32.4	146.9	61.6	10.0
市場平均盈利預測 (港元)	N/A	N/A	0.19	0.3	0.3
市盈率 (倍)	35.1	26.5	10.8	6.7	6.0
市淨率 (倍)	2.9	2.7	2.1	1.7	1.4
股息率 (%)	0.7	0.9	2.3	3.7	4.1
權益收益率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
淨負債率 (%)	123.2	112.7	82.9	63.4	49.3

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\$5.47
(此前目標價)	HK\$5.47)
潛在升幅	+86.1%
當前股價	HK\$2.94

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)	7,780
3 月平均流通量 (百萬港元)	20.43
52 周內股價高/低 (港元)	4.54/1.99
總股本 (百萬)	2,646

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%

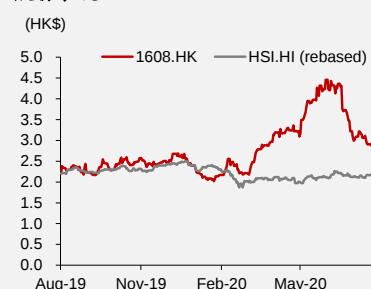
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.7%	-11.5%
3-月	-8.8%	-16.3%
6-月	35.6%	42.0%
12-月	25.0%	25.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

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	3,244	4,041	4,595
系統集成	1,579	1,757	1,791	1,881	2,031
投資、建設及營運	508	1,038	1,453	2,160	2,564
銷售成本	(1,714)	(2,057)	(2,286)	(2,821)	(3,187)
毛利	707	737	958	1,220	1,407
銷售費用	(26)	(31)	(30)	(33)	(35)
行政費用	(273)	(339)	(324)	(404)	(459)
其他收益	40	144	154	35	36
其他費用	(32)	(5)	(6)	(8)	(9)
息稅前收益	416	506	751	810	940
利潤分享	6	67	318	779	779
財務費用	(191)	(249)	(252)	(245)	(240)
稅前利潤	231	323	817	1,344	1,479
所得稅	(30)	(41)	(106)	(175)	(192)
非控制股東權益	(12)	(1)	1	1	1
淨利潤	213	284	711	1,169	1,286

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	817	1,344	1,479
折舊和攤銷	200	269	347	416	500
營運資金變動	(1,602)	957	(573)	(304)	(152)
稅務開支	(26)	(42)	(106)	(175)	(192)
其他	994	(8)	(11)	3	3
經營活動所得現金淨額	(203)	1,500	474	1,284	1,638
購置固定資產	(1,735)	(1,628)	(1,222)	(938)	(1,167)
其他	141	0	(122)	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,593)	(1,628)	(1,343)	(938)	(1,167)
募集資金	(9)	-	299	-	-
淨銀行借貸	2,361	247	873	92	173
股息	(83)	(35)	(91)	(179)	(242)
其他	(983)	153	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,332	359	1,084	(85)	(67)
現金增加淨額	(465)	231	215	262	405
年初現金及現金等價物	1,034	541	772	987	1,249
外匯匯率變動的影響	(27)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	541	772	987	1,249	1,654
資產負債表的現金	541	772	987	1,249	1,654

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	6,142	6,669	7,345
固定資產	1,812	3,761	4,326	4,833	5,486
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	763	853	1,432	1,446	1,461
其它非流動資產	193	219	218	218	218
流動資產	4,447	3,956	4,274	5,074	5,823
現金及現金等價物	541	772	987	1,249	1,654
抵押存款	48	62	60	62	63
受限制現金	81	82	82	82	82
存貨	1,249	886	973	1,212	1,378
應收賬款和票據	1,071	1,226	1,390	1,693	1,879
其它流動資產	1,455	928	781	777	768
流動負債	3,288	3,501	3,244	3,322	3,389
短期借款	2,384	1,783	1,850	1,758	1,670
應付帳款	395	739	716	752	812
其他應付款	493	805	621	751	841
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	3,393	3,649	3,960
長期借款	585	1,450	2,255	2,440	2,701
遞延所得稅負債	20	19	19	19	19
其他長期負債	105	352	346	417	468
少數股東權益	46	37	40	42	44
股東權益	2,570	2,822	3,740	4,730	5,775
淨資產總值	2,616	2,859	3,780	4,772	5,819

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	55.2	46.5	44.2
投資、建設及營運	21.0	37.1	44.8	53.5	55.8
偉能集團	86.2	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	38.6	15.4	16.1	24.5	13.7
毛利	22.5	4.3	30.0	27.3	15.3
經營利潤	(4.2)	21.5	48.5	7.9	16.0
淨利潤	(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
稅前利率	9.5	11.6	25.2	33.3	32.2
淨利潤率	8.8	10.1	21.9	28.9	28.0
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	1.5	1.7
平均應收賬款周轉天數	139.6	150.0	147.2	139.3	141.9
平均應付帳款周轉天數	64.0	159.3	110.2	89.7	88.4
平均存貨周轉天數	208.9	189.5	148.4	141.4	148.3
淨負債/總權益比率 (%)	123.2	112.7	81.8	61.0	46.0
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	10.0	19.0	24.7	22.3
資產回報率	2.9	3.2	6.8	10.0	9.8
每股數據					
每股盈利 (港幣, 分)	8.3	11.1	26.9	44.2	48.6
每股股息 (港幣, 分)	2.0	2.2	5.4	8.8	9.7
每股帳面值 (港幣)	1.00	1.10	1.41	1.79	2.18

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	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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士。

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編寫的報告。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。