

伟能集团 (1608 HK)

缅甸市场阔步前进

伟能集团10月9日作自愿公告，称公司与一个战略合作伙伴共组联合体在缅甸竞得3个LNG发电项目，总容量为900兆瓦，而公司本身竞得20兆瓦天然气发电项目。我们相信这将是公司在缅甸市场业务拓展所迈出的重大一步，920兆瓦的项目规模对应2018年末缅甸电力市场装机总规模达18.5%。这一批新项目将在2020年上半年投入运营，我们预期这些新的项目将在2020/21E年为公司贡献利润85.3/171.3百万港元。

■ **在5个招标中获得4个项目中标。**根据缅甸电力和能源部信息，缅甸国家发电企业（Electric Power Generation Enterprise, EPGE）在2019年7月就1,040兆瓦燃气发电项目进行邀请招标。伟能及战略合作伙伴共组联合体成功竞得3个LNG发电项目，项目为5年期规模共计900兆瓦，而伟能本身则独家获得了20兆瓦的天然气发电项目。结合伟能目前在缅甸已经投运的项目，公司合共将在缅甸运营及参与1,284兆瓦项目，占公司目前在运及已确认项目总规模的77.8%。我们认为公司及其参与的联合体成功竞标显示了公司在东南亚发展中国家市场提供发电服务的强劲的市场竞争力。

■ **新项目将自2020年上半年末投运，贡献将主要来自联营利润分享。**根据公司信息，缅甸项目联合体的策略性合作伙伴将是一家中国国有企业，该企业除了对项目提供财务资源以外，还将参与到项目的日常运营当中，意味伟能将在900兆瓦项目公司中持少数股权。由于缅甸新项目体量较大，我们认为持有少数股权将使公司免于承担过重的财务负担。我们测算新项目将对伟能在2020/21年带来有效权益装机分别为231/462兆瓦，对应2019年中的装机规模分别增长31.6/63.3%。

■ **2020年盈利增速将显著加快。**基于伟能缅甸项目情况的更新，我们测算公司将在2020/21年分货从该批项目中获得联营公司利润分别为85.7/171.3百万港元。我们据此将公司2020/21年每股盈利分别上调22.1/29.3%至16/26港仙。我们对公司原业务的DCF估值大致不变，并对新增缅甸项目的估值为每股0.34港元。我们将伟能目标价上调12.4%至每股3.25港元，对应2020/21年市盈率分别为20.3/12.7倍，重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万港元)	1,746	2,421	2,636	3,406	4,197
同比(%)	14.0%	38.6%	8.9%	29.2%	23.2%
净利润(百万港元)	332	213	249	412	659
每股盈利(港仙)	12.99	8.36	9.71	16.11	25.74
每股盈利变动(%)	20.4	(35.6)	16.1	65.8	59.8
市盈率(倍)	17.7	27.5	23.7	14.3	8.9
市净率(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.6
股息率(%)	1.4	0.8	1.0	1.7	2.7
权益收益率(%)	13.5	8.3	8.9	13.2	18.1
净负债率(%)	7.7	123.2	125.3	104.9	97.0

资料来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.25
(此前目标价)	HK\$2.90
潜在升幅	+41.3%
当前股价	HK\$2.30

分布式能源

萧小川

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

公司数据

市值(百万港元)	5,893
3月平均流通量(百万港元)	1.92
52周内股价高/低(港元)	3.61/2.15
总股本(百万)	2,562

资料来源：彭博

股东结构

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

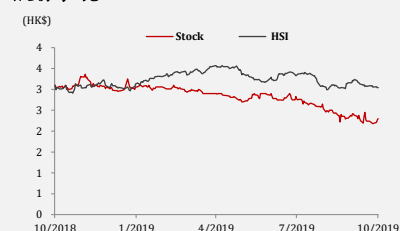
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.6%	-0.9%
3-月	-19.8%	-12.2%
6-月	-21.7%	-8.1%
12-月	-26.3%	-24.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：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) 較短的项目實施時間，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沖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。

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,746	2,421	2,636	3,406	4,197
系统集成	1,183	1,579	1,407	1,520	1,641
投资、建设及营运	563	842	1,229	1,886	2,556
销售成本	(1,169)	(1,714)	(1,774)	(2,392)	(2,928)
毛利	577	707	862	1,014	1,269
销售费用	(29)	(26)	(31)	(33)	(36)
行政费用	(205)	(273)	(285)	(307)	(357)
其他收益	190	40	13	15	17
其他费用	(99)	(32)	(34)	(44)	(55)
利润分享	-	6	11	101	187
息税前收益	434	422	536	746	1,026
财务费用	(77)	(191)	(251)	(273)	(269)
税前利润	357	231	285	473	757
所得税	(26)	(30)	(37)	(62)	(98)
非控制股东权益	(1)	(12)	1	1	1
净利润	332	213	249	412	659

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	357	231	285	473	757
折旧和摊销	168	200	271	343	416
营运资金变动	(590)	(1,521)	(130)	(444)	(404)
税务开支	(23)	(26)	(33)	(62)	(98)
其他	3	(46)	(4)	15	17
经营活动所得现金净额	(85)	(1,162)	390	325	687
购置固定资产	(407)	(1,735)	(999)	(96)	(849)
其他	(84)	90	-	-	-
投资活动所得现金净额	(491)	(1,645)	(999)	(96)	(849)
募集资金	(29)	(9)	-	-	-
净银行借贷	350	2,361	598	883	208
股息	(103)	(83)	(36)	(75)	(123)
其他	(0)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	217	2,315	554	810	87
现金增加净额	(359)	(492)	(55)	1,039	(74)
年初现金及现金等价物	1,392	1,033	541	487	1,526
外汇汇率变动的影响	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,033	541	487	1,526	1,451
资产负债表的现金	1,034	541	487	1,526	1,451

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,803	2,947	4,094	4,804	5,236
固定资产	2,189	1,812	2,528	3,223	3,639
投资性房地产	-	25	25	25	25
存款和其他应收款	609	164	593	593	593
递延所得税资产	5	15	6	6	6
其它非流动资产	-	931	942	958	973
流动资产	3,123	4,447	4,378	5,135	5,703
现金及现金等价物	1,034	541	487	1,526	1,451
抵押存款	166	48	376	435	445
受限制现金	-	81	81	81	81
存货	712	1,249	923	1,192	1,469
应收账款和票据	781	1,071	1,183	1,529	1,884
其它流动资产	431	1,455	1,329	372	372
流动负债	2,290	3,288	2,226	2,453	2,637
短期借款	532	2,384	1,200	1,250	1,250
应付账款	904	395	422	456	492
其他应付款	832	493	563	698	836
应交税金	18	6	26	30	34
其他流动负债	4	3	9	14	19
非流动负债	1,176	1,490	3,426	4,327	4,606
长期借款	857	585	3,148	3,981	4,189
递延所得税负债	6	20	15	15	15
其他长期负债	313	105	263	331	402
少数股东权益	(1)	46	38	40	42
股东权益	2,461	2,570	2,782	3,118	3,653
净资产总值	2,461	2,616	2,820	3,158	3,695

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销量组合 (%)					
系统集成	68	65	53	45	39
投资、建设及营运	32	35	47	55	61
伟能集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	14.0	38.6	8.9	29.2	23.2
毛利	15.9	22.5	22.0	17.7	25.1
经营利润	34.9	(2.8)	27.0	39.1	37.4
净利润	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
税前利率	19	9	9	12	16
净利润率	7	13	13	13	13
有效税率	-	-	-	-	-
资产负债比率	1.4	1.4	2.0	2.1	2.2
流动比率 (x)	1.4	1.4	2.0	2.1	2.2
平均应收账款周转天数	155.6	139.6	156.1	145.3	148.4
平均应付账款周转天数	247.1	64.0	106.5	62.5	56.1
平均存货周转天数	196.4	208.9	223.4	161.4	165.9
净负债/总权益比率 (%)	7.7	123.2	125.3	104.9	97.0
回报率 (%)					
资本回报率	13.5	8.3	8.9	13.2	18.0
资产回报率	5.6	2.9	2.9	4.1	6.0
每股数据					
每股盈利(港币,分)	12.96	8.32	9.67	16.06	25.68
每股股息(港币,分)	3.23	1.95	2.32	3.86	6.17
每股账面值(港币)	0.96	1.00	1.09	1.22	1.43

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

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风险。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，请与我们联络。

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年证券交易法规则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。