

偉能集團 (1608 HK)

近觀緬甸合營項目

偉能集團在7月23日完成了現舊後新配售8,300萬股，每股作價3.75港元。配售後股價表現轉弱。我們認為配售整體對於公司的影響非常有限，因配售僅對每股盈利帶來3.2%的稀釋，相比較於公司2020/21財年淨利潤分別高達150.6%/64.5%幾乎可忽略不計。對於緬甸合營項目，在陸續投產後我們對該合營項目進行了進一步測算。在目前LNG現貨價格基礎上，我們認為偉能的這個合營項目盈利測算抱有信心，同時我們認為盈利表現能在較好的燃料成本控制下能夠更上一層樓。我們維持對於公司確信買入評級，同時將目標價輕微下調至每股5.47港元以反映配售所帶來的盈利稀釋。

- **配售影響幾可忽略不計。**偉能在7月23日完成了現舊後新配售8,300萬股。配售價每股3.75港元，較配售前收盤價折讓13%。扣除費用後，公司通過配售淨募資2.99億港元，我們測算該金額將幫助公司把淨負債率有2019年112.7%降低至2020年81.8%。股價在配售後經歷了大幅回撤，反映市場對於公司及此次配售的顧慮。我們認為市場對此過度反應，因此次配售僅帶來3.2%的股權稀釋，同時，我們認為配售有助於消除公司下半年進一步股權稀釋的風險。
- **近觀緬甸合營項目。**我們持續將關注重心置於公司在緬甸的標誌性合營公司。我們預期該合營項目為總共1.06吉瓦裝機規模的總投資超過55億港元。根據緬甸時報資訊，合營專案的電價約每千瓦時0.12美元。在我們的基準條件測算下，我們認為合營項目的內部回報率超過20%，較偉能目前所持有的IBO專案具有更佳的盈利水準。項目的主要風險敞口集中在1) LNG成本，2) 產能利用率，以及3) 合營公司發電機組的能效指標。我們認為公司將有很大機率通過對於上述三項的合理管控以進一步提升該專案的盈利表現。
- **有利的LNG市場環境。**我們認為公司抓住了有利的市場機遇拓展以LNG為燃料的分散式發電項目。目前亞洲LNG現貨市場價格在三年低位，同時彭博的資料顯示JKM期貨價格水準僅為每百萬英熱值(MMBtu)2.6美元。我們相信充裕的LNG供應將幫助公司更容易地實現燃料成本管控，同時大規模的燃料需求規模將使公司在買方市場環境下具備有力的話語權。
- **重申高度確信買入。**我們對於公司在2020/21年實現高盈利增長具備信心。對於2020-22年每股盈利預測，我們輕微下調2.0-2.6%以反映股權稀釋影響。我們對公司的DCF目標價輕微下調至每股5.47港元。

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)	35.7	27.0	10.9	6.8	6.1
市淨率(倍)	3.0	2.7	2.1	1.7	1.4
股息率(%)	0.7	0.7	1.8	2.9	3.2
權益收益率(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
淨負債率(%)	123.2	112.7	81.8	61.0	46.0

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\$5.50
潛在升幅	+82.9%
當前股價	HK\$2.99

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)	10,996
3月平均流通量(百萬港元)	9.70
52周內股價高/低(港元)	4.56/2.00
總股本(百萬)	2,563

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%

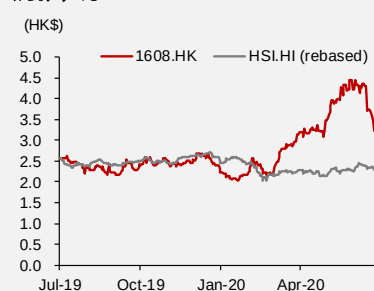
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-29.3%	-30.6%
3-月	-6.4%	-6.9%
6-月	29.0%	41.4%
12-月	14.1%	29.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 我們對於緬甸合營項目 2020 年的盈利貢獻測算

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	2020
收入測算													
利用率-%	0%	0%	0%	0%	2%	10%	30%	40%	50%	50%	70%	70%	27.0%
有效裝機容量 - 兆瓦	-	-	-	-	18	90	270	360	450	450	630	630	243
發電量 - 兆瓦時	-	-	-	-	13,392	64,800	200,880	267,840	324,000	334,800	453,600	468,720	2,128,032
收入 - 百萬港元	-	-	-	-	13	61	188	251	303	313	425	439	1,992
成本測算													
天然氣月用量-千噸	-	-	-	-	2	12	36	48	58	60	81	84	381
以百萬英熱值衡量 ('000)	-	-	-	-	120	581	1,800	2,399	2,903	2,999	4,064	4,199	19063.62
燃料成本-百萬港元	-	-	-	-	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%
變動成本-百萬港元	-	-	-	-	2.6	12.6	39.2	52.2	63.2	65.3	88.5	91.4	415
變動成本占收入比重%	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
其它股東成本占收入比重%	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%
項目利潤-百萬港元	-	-	-	-	5	22	54	73	86	91	141	148	621
偉能50%股權利潤 - 百萬港元	-	-	-	-	2	11	27	36	43	45	71	74	310

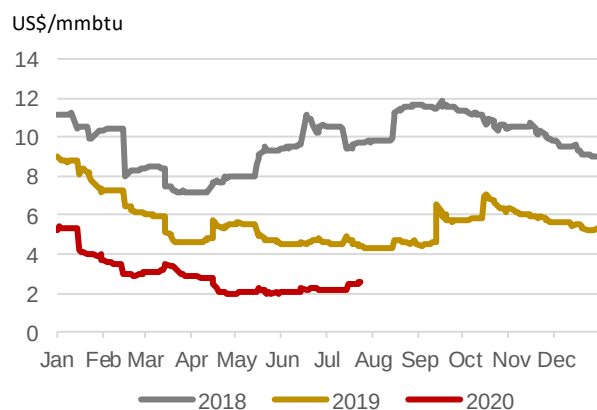
資料來源: 招銀國際證券預測

圖 2: 我們對於合營項目基準情形下年化盈利貢獻測算

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Annual
收入測算													
利用率-%	100%	100%	100%	100%	100%	50%	50%	50%	50%	50%	70%	70%	74.0%
有效裝機容量 - 兆瓦	900	900	900	900	900	450	450	450	450	450	630	630	666
發電量 - 兆瓦時	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 - 百萬港元	627	566	627	607	627	303	313	313	303	313	425	439	5,463
成本測算													
天然氣月用量-千噸	126	113	126	122	126	61	63	63	61	63	85	88	1,094
以百萬英熱值衡量 ('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	54715.5
燃料成本-百萬港元	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%
變動成本-百萬港元	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
變動成本占收入比重%	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
其它股東成本占收入比重%	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%
項目利潤-百萬港元	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
偉能50%股權利潤 - 百萬港元	98	86	98	94	98	33	35	35	33	35	58	60	765

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 3: JKM 期貨目前處在三年期低位



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 4: 盈利預測調整

	Old 原預測			New 新預測			Change(%) 變動-%		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
IBO新增裝機-兆瓦	150	190	190	150	190	190	0.0%	0.0%	0.0%
收入-百萬港元	3,244	4,041	4,595	3,244	4,041	4,595	0.0%	0.0%	0.0%
淨利潤-百萬港元	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%
一致預期							我們較一致預期		
淨利潤-百萬港元				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%

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

圖 5: 我們對偉能的 DCF 估值

DCF 估值 (百萬港元)	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%
息稅前利潤	810	940	1,050	1,141	1,213	1,276	1,341	1,409	1,480	1,554
息稅前利潤率%	20.0%	20.4%	20.7%	20.4%	20.1%	19.8%	19.5%	19.2%	18.9%	18.6%
稅率	13.0%	13.0%	13.0%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
所得稅	(105)	(122)	(137)	(148)	(158)	(166)	(174)	(183)	(192)	(202)
折舊及攤銷	416	500	583	678	590	648	713	785	863	949
運營資金投入	(304)	(152)	(98)	(217)	(184)	(172)	(189)	(208)	(229)	(252)
資本開支	(923)	(1,152)	(924)	(872)	(759)	(709)	(779)	(857)	(942)	(1,036)
自由現金流	(106)	14	475	582	701	877	911	945	980	1,014
緬甸聯營公司盈利分享*	765	765	765	765	765	765	765	765	765	765
折現年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折現率	0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.62	0.58	0.53	0.49	0.45
折現自由現金流及聯營利潤分享	609	665	978	982	988	1,022	964	909	857	807
終值**										16,621
永續增長率										2.0%
終值 EV/EBITDA										6.6

加權平均資本成本		估值-百萬港元	
債權成本	6.5%	終值	16,621
稅率	13.0%	永續增長率	2.0%
稅後債權成本	5.7%	終值 EV/EBITDA	6.64
股權成本	10.3%	折現自有現金流及聯營利潤分享	8,782
經調整 Beta	0.80	折現終值	8,835
市場風險溢價	11.9%	企業價值	17,616
無風險利率	0.8%	折現現金流占比	49.9%
債務融資比例	45.0%	終值占比	50.1%
加權平均資本成本	8.2%	加：現金及等价物	987
		減：負債	4,105
		少數股東權益	40
		股權價值-百萬港元	14,458
		每股價值-港元/股	5.47

資料來源：招銀國際證券預測

注：*我們在 2021-30 年 DCF 估值中將合營公司的利潤分享納入的模型測算之中。

**我們假設該合營項目在 2030 年結束，並在終值測算中未納入合營項目盈利分享進行測算。

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
遞延所得稅資產	15	15	15	15	15
其它非流動資產	931	1,029	1,608	1,622	1,637
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。