招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

伟能集团（1608 HK）

缅甸合资项目如期迈向商运

我们近期就公司缅甸项目的进展与公司进行了沟通。根据缅甸的新闻信息以及管理层的更新，我们认为公司自身及与中技公司合资的多个关键项目将如期在上半年投运，符合此前管理层给予指引。此外基于合资项目与缅甸政府固定电价 PPA 的预期，在目前较低的 LNG 价格水平下，我们认为伟能近期将新投运的多个项目将获得较好的回报。根据缅甸未来数年的电力发展规划，我们认为伟能在缅甸的 IBO 业务是可持续的，并仍有机会开发更多的项目。我们的 DCF 目标价上调至每股 4.8 港元，对应 2020/21 年预测市盈率 18.4/10.6 倍。维持买入评级。

- **缅甸项目大致如期，符合指引。**近期新闻报导显示，由于受到新冠疫情及控制措施的影响，多个 LNG 发电项目受到一定的延误。根据 The Irrawaddy 报导信息，缅甸能源部副部长在 5 月 19 日表示，公司 1）在 Thaketa 地区的 400 兆瓦合资项目将在 5 月底满负荷运转，2）在 Thanlyin 地区的 350 兆瓦合资项目将在 6 月份开始运行，3）在 Kyauphyu 地区的 150 兆瓦合资项目将延期至 9 月，4）在 Kyun Chaung 地区独资持有的 20.54 兆瓦项目已在 5 月 18-24 日当周商运。管理层预期这些项目的 PPA 将在未来数周内签订，而 PPA 的签订将是这些项目在上半年内实现商运的重要标志。
- **与中技公司签署合资协议。**公司就缅甸 900 合同项目规模与中技公司签署了合资协议。合资公司将共计投入 1.8 亿美元股本资金，其中伟能承担 9,000 万美元（对应 7.02 亿港元）。公司在 3 月底已投入 2.25 亿港元，并计划通过自有的资金及借贷资源来满足剩余的资本金投入需求。公司表示对于该合资项目投资，短期内没有股权融资需求。基于我们对合资项目中将有大部分产能在 6 月能够实现投产预期，我们认为合资项目在上半年将会为公司贡献部分盈利。
- **在缅甸探索更多的市场机遇。**我们注意到公司与中技公司的合资协议中设定了多个条款以确定伟能和中技公司双发的利益协调一致，其中包括合资公司股份转让限制，以及竞业禁止条款等。基于我们对于缅甸电力发展计划（用电量维持双位数增长），我们认为该合营企业将有空间在缅甸探索更多的 LNG 发电项目机遇。
- **较低的 LNG 现货价格有利于公司确保供应。**受新冠疫情影响，亚洲市场目前呈显著的供应过剩态势。根据日本经济产业省数据，1-4 月份 LNG 现货市场价格同比下跌 28.0-54.7%。我们认为较低的现货市场价格环境将有利于公司锁定 LNG 供应并降低价格风险。由于合资项目所持有的 3 个 LNG 项目具备 1）显著的规模效应，2）较紧的投运时间要求，以及 3）面临目前较宽松的 LNG 价格环境，我们认为合资公司的盈利表现将显著高于公司目前持有的 IBO 项目。

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	3,301	4,041	4,595
同比 (%)	38.6	15.4	18.1	22.4	13.7
净利润 (百万港元)	213	284	669	1,162	1,279
每股盈利 (港元)	0.08	0.11	0.26	0.45	0.50
每股盈利变动 (%)	(35.6)	32.4	135.8	73.7	10.1
市场平均盈利预测（港元）	N/A	N/A	0.21	0.38	0.46
市盈率 (倍)	31.3	23.7	10.0	5.8	5.2
市净率 (倍)	2.6	2.4	2.0	1.5	1.2
股息率 (%)	0.7	0.8	2.0	3.4	3.8
权益收益率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
净负债率 (%)	123.2	112.7	100.6	73.5	55.3

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$4.80
(此前目标价	HK$3.25)
潜在升幅	+50.0%
当前股价	HK$3.20

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)	7,971
3 月平均流通量 (百万港元)	3.82
52 周内股价高/低 (港元)	3.48/2.0
总股本 (百万)	2,563

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%

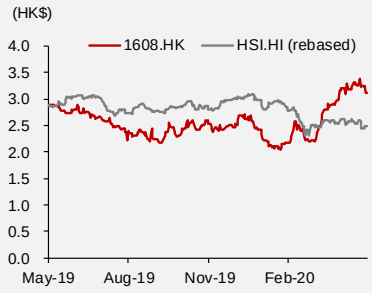
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.3%	4.1%
3-月	42.7%	60.0%
6-月	20.1%	38.6%
12-月	11.5%	31.1%

资料来源：彭博

股份表现

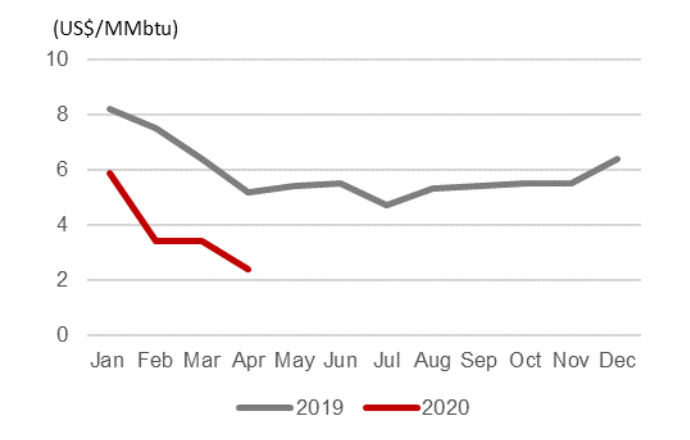


资料来源：万德

审计师：安永

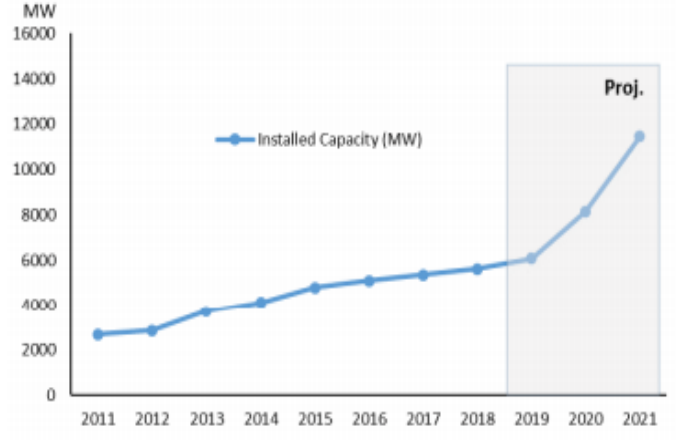
- **盈利增长将在 2020 年下半年加速**。除了缅甸新项目及合营企业进展以外，管理层也更新了其它 IBO 项目进展。整体而言，我们认为公司的 IBO 项目推进符合我们此前预期，我们对于公司的盈利展望维持不变。基于我们对于上下半年的营收及成本假设，我们预计上半年盈利 1.78 亿港元，同比增长 24.8%。在下半年，由于新项目的贡献以及缅甸合营企业的盈利贡献，我们认为公司的盈利增速将显著加快。
- **DCF 目标价上调 47.7%至每股 4.80 港元**。公司股价自我们此前更新后已上涨超过 40%，同时伴随显著的成交量放大（三月均成交金额自 4 月 1 日 227 万港元增长至 382 万港元）。我们认为公司在东南亚市场的 IBO 业务价值正在获得市场的认可。我们将公司在缅甸合营的贡献置入 DCF 模型预测，我们的 DCF 目标价上调 47.7%至每股 4.80 港元，对应 2020/21 年市盈率 18.4/10.6 倍，维持买入评级。

图 1: LNG 现货市场价格在 2020 年 1-4 月期间显著下跌



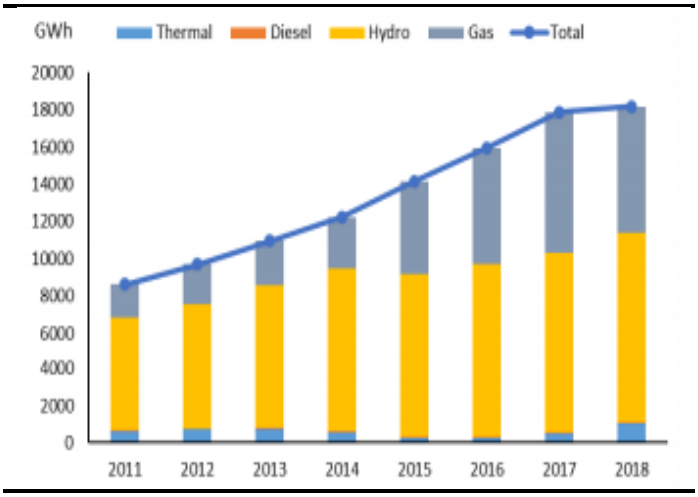
资料来源: 日本经济产业省, 招银国际证券

图 2: 缅甸的电力装机预计在 2020-21 年呈高速增长



资料来源: MoEE, ARMO

图 3: 燃气发电在缅甸的发电占比重要性愈发增加



资料来源: MoEE, ARMO

图 4: 伟能合营公司在 Thekata 地区的 400MW 项目蓄势待发

资料来源： Myanmar Times

图 5: 我们对于 2020 年上下半年的盈利预测

年结12月31日（百万港元）	1H19	2H19	FY19A	1H19/ FY19%	1H20E	2H20E	FY20E	1H20E/ FY20E%
收入	**1,203**	**1,591**	**2,794**	**43.1%**	**1,320**	**1,981**	**3,301**	**40.0%**
系统集成业务-SI	689	1,068	1,757	39.2%	716	1,075	1,791	40.0%
投资、建造及运营-IBO	515	523	1,038	49.6%	649	861	1,510	43.0%
销售成本	(806)	(1,250)	(2,057)	39.2%	(930)	(1,394)	(2,324)	40.0%
毛利	**397**	**340**	**737**	**53.9%**	401	**576**	**977**	**41.0%**
毛利率	**33.0%**	**21.4%**	**26.4%**	**N/A**	**30.3%**	**29.1%**	**29.6%**	**N/A**
销售费用	(11)	(20)	(31)	34.6%	(12)	(18)	(30)	40.0%
行政费用	(118)	(221)	(339)	34.7%	(132)	(198)	(330)	40.0%
其它收益	8	135	144	5.9%	40	49	88	45.0%
其它费用	-	(5)	(5)	0.0%	(3)	(4)	(7)	40.0%
息税前收入	**277**	**228**	**506**	**54.8%**	**293**	**405**	**698**	**42.0%**
息税前利润率	**23.0%**	**14.4%**	**18.1%**	**N/A**	**22.2%**	**20.4%**	**21.2%**	**N/A**
利润分享	(3)	69	67	-3.9%	26	297	323	8.0%
财务成本	(118)	(132)	(249)	47.2%	(113)	(138)	(252)	45.0%
税前利润	**159**	**164**	**323**	**49.3%**	**180**	**589**	**769**	**23.4%**
所得税	(14)	(27)	(41)	34.5%	(28)	(72)	(100)	28.0%
有效税率	8.9%	16.3%	12.7%	N/A	15.5%	12.2%	13.0%	N/A
减：少数股东权益	(0)	(1)	(1)	0.4%	(0)	1	1	40.0%
净利润	**145**	**138**	**284**	**51.2%**	**152**	**517**	**669**	**22.8%**

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 6: 我们对于伟能的 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**	**5,550**	**5,952**	**6,313**	**6,692**	**7,090**	**7,508**	**7,945**
收入增长（%）	22.4%	13.7%	10.2%	9.6%	7.2%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
息税前收入	**810**	**940**	**1,051**	**1,124**	**1,175**	**1,214**	**1,252**	**1,290**	**1,327**	**1,364**
息税前利润率	20.1%	20.5%	20.8%	20.3%	19.7%	19.2%	18.7%	18.2%	17.7%	17.2%
税率	13.0%	13.0%	13.0%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
所得税	(105)	(122)	(137)	(146)	(153)	(158)	(163)	(168)	(173)	(177)
折旧及摊销	415	498	581	676	590	648	713	785	863	949
运营资本投入	(277)	(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	**(80)**	**13**	**474**	**565**	**668**	**823**	**834**	**842**	**847**	**848**
合营项目盈利分享*	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**	**756**
折现年期	**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**
折现自由现金流及利润分享	**624**	**656**	**970**	**963**	**959**	**983**	**914**	**849**	**787**	**728**
终值**										**13,905**
永续增长率										**2.0%**
终值EV/EBITDA倍数										**6.0**

WACC测算	
负债成本	6.5%
税率	13.0%
除税后负债成本	5.7%
股权成本	10.3%
调整后Beta系数	0.80
市场风险溢价	11.9%
无风险利率	0.8%
资本负债比率	45.0%
加权平均资本成本	8.2%

估值（百万港元）	
终值	**13,905**
永续增长率	2.0%
终值EV/EBITDA倍数	6.01
折现现金流总额	8,435
折现终值总额	7,391
企业价值	15,826
折现现金流占比	53.3%
终值占比	46.7%
加：现金及等价物	623
减：有息负债	4,105
少数股东权益	40
股权价值（百万港元）	12,303
每股价值（港元/每股）	4.80

资料来源：招银国际证券预测

注：*我们将合营项目的盈利分享置入 2021-2030 年的 DCF 模型预测当中；

**对于终值测算，我们没有将缅甸项目盈利分享纳入计算。

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**	**3,301**	**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	1,510	2,160	2,564
销售成本	(1,714)	(2,057)	(2,324)	(2,819)	(3,186)
毛利	**707**	**737**	**977**	**1,221**	**1,409**
销售费用	(26)	(31)	(30)	(33)	(35)
行政费用	(273)	(339)	(330)	(404)	(459)
其他收益	40	144	88	34	35
其他费用	(32)	(5)	(7)	(8)	(9)
息税前收益	**422**	**572**	**1,021**	**1,581**	**1,711**
利润分享	6	67	323	770	770
财务费用	(191)	(249)	(252)	(245)	(240)
税前利润	**231**	**323**	**769**	**1,336**	**1,471**
所得税	(30)	(41)	(100)	(174)	(191)
非控制股东权益	(12)	(1)	1	1	1
净利润	**213**	**284**	**669**	**1,162**	**1,279**

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**	**769**	**1,336**	**1,471**
折旧和摊销	200	269	346	415	498
营运资金变动	(1,602)	957	(600)	(277)	(152)
税务开支	(26)	(42)	(99)	(174)	(191)
其他	994	(8)	(11)	3	3
经营活动所得现金净额	**(203)**	**1,500**	**405**	**1,302**	**1,629**
购置固定资产	(1,735)	(1,628)	(1,222)	(938)	(1,167)
其他	141	0	0	-	-
投资活动所得现金净额	**(1,593)**	**(1,628)**	**(1,221)**	**(938)**	**(1,167)**
募集资金	(9)	-	(0)	-	-
净银行借贷	2,361	247	873	92	173
股息	(83)	(35)	(87)	(172)	(240)
其他	(983)	153	-	-	-
融资活动所得现金净额	**1,332**	**359**	**789**	**(78)**	**(66)**
现金增加净额	**(465)**	**231**	**(27)**	**287**	**397**
年初现金及现金等价物	1,034	541	772	745	1,031
外汇汇率变动的影响	(27)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	**541**	**772**	**745**	**1,031**	**1,428**
资产负债表的现金	**541**	**772**	**745**	**1,031**	**1,428**

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**	**6,143**	**6,672**	**7,350**
固定资产	1,812	3,761	4,327	4,836	5,491
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**	**3,951**	**4,734**	**5,475**
现金及现金等价物	541	772	623	909	1,306
抵押存款	48	62	60	62	63
受限制现金	81	82	82	82	82
存货	1,249	886	990	1,212	1,378
应收账款和票据	1,071	1,226	1,415	1,693	1,879
其它流动资产	1,455	928	781	777	768
流动负债	**3,288**	**3,501**	**3,253**	**3,322**	**3,389**
短期借款	2,384	1,783	1,850	1,758	1,670
应付账款	395	739	716	752	812
其他应付款	493	805	631	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**	**3,398**	**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	351	417	468
少数股东权益	**46**	**37**	**40**	**42**	**44**
股东权益	**2,570**	**2,822**	**3,404**	**4,393**	**5,432**
净资产总值	**2,616**	**2,859**	**3,444**	**4,435**	**5,475**

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	54.3	46.5	44.2
投资、建设及营运	21.0	37.1	45.7	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	18.1	22.4	13.7
毛利	22.5	4.3	32.5	25.0	15.4
经营利润	(2.8)	35.5	78.3	54.8	8.2
净利润	(35.7)	32.9	135.8	73.7	10.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.2	26.4	29.6	30.2	30.7
税前利率	9.5	11.6	23.3	33.1	32.0
净利润率	8.8	10.1	20.3	28.7	27.8
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	1.2	1.4	1.6
平均应收账款周转天数	139.6	150.0	146.0	140.4	141.9
平均应付账款周转天数	64.0	159.3	107.7	90.3	88.5
平均存货周转天数	208.9	189.5	147.3	142.6	148.4
净负债/ 总权益比率 (%)	123.2	112.7	100.6	73.5	55.3
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	10.0	19.6	26.4	23.5
资产回报率	2.9	3.2	6.6	10.2	10.0
每股数据					
每股盈利(港币,分)	8.3	11.1	26.1	45.3	49.9
每股股息(港币,分)	2.0	2.2	5.2	9.0	9.9
每股账面值(港币)	1.00	1.10	1.33	1.71	2.12

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之分析员，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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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责任。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。招银国际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)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，未经招银国际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。

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篇制的报告。 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责任。 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。