睿智投資

偉能集團 (1608 HK)

業務擴張趨向全球化

- **淨利潤同比增長 48.9%。**偉能公布 2017 財年年度業績。營業額錄得港幣 17.46 億元，同比上升 14.0%。收入增長主要由兩綫因素驅動：1）系統集成業務（SI）銷售收入增長 11.3%; 2）IBO 項目裝機容量擴張帶動業務部門銷售收入增長 20.4%。儘管公司 2017 年業務發展步伐觸及更多的海外市場項目，公司在銷售和行政開支方面幷沒有因此而大舉增加，費用控制依然良好。公司在年內確認兩項主要的非經常收益，一項爲可換股貸款所產生的公允值收益 9 千萬港元，以及公司提前清償 EPC 應付餘額所產生的 4.9 千萬港元收益，除上述項目以外，2017 年歐元持續升值爲公司帶來 8.8 千萬港元匯兌損失。偉能 2017 年錄得淨利潤同比上漲 48.9%至 3.2 億港元。若撇除一次性收益及外匯虧損，我們預計核心盈利爲 2.791 億港元，同比增長 25.5%，但較我們預期低 22.2%。

- **塑造全球系統化平臺。**2017 年公司將其業務覆蓋範圍從亞洲大幅擴展到全球化運營平臺，令人印象深刻。公司除了一直致力開發的發展中地區（東南亞和南美洲）類電力租賃市場市場以伴隨電力需求快速增長以外，管理層也希望能够以電力輔助角色切入成熟的發達國際市場。管理層看好歐洲區域的電力輔助市場，預期高速增長的可再生能源電力消費增長將顯著提升對于短時響應的分布式發電機組的需求。根據公司項目規劃，英國或將成爲公司在成熟市場擴張的第一站。對于如何協調海外多地業務擴張，管理層强調與現有長期 SI 客戶展開廣泛合作，幷利用客戶當地資源進入新的市場。公司在 2017 年建立了多個海外分支機構用以支持區域性的項目開發和管理。

- **未來三年 IBO 業務目標 1.2 吉瓦。**由于受到地方政府項目審核及推進步伐遲緩所制約，偉能的 IBO 項目進程也因此遭到拖延，公司的增長步伐受此影響也明顯放緩。然而我們對于公司的業務發展仍然抱有信心。基于公司的項目儲備信息更新，我們認爲公司的 IBO 項目依然維持强健。對于 2018-2020 年業務發展規劃，管理層給予總裝機容量增長 1.2 吉瓦目標指引，幷計劃對儲備項目情況做滾動更新。根據管理層給予的儲備項目投運時間指引，我們判斷公司已公布的 459 兆瓦項目儲備中，大部分的投運時點將在 2018 年中後段，預期 2018 年有效裝機容量增長約爲 75 兆瓦。我們認爲 2018 年新增 IBO 項目裝機所帶來的業績貢獻將在 2019 年獲得較爲全面的釋放。

- **下調目標價至每股 5.63 港元。**基于更新後的 IBO 項目進度，我們將 2018/2019 年的淨利預測分別下調 44.5%/34.5%，自 5.74/8.15 億港元下調至 3.18/5.34 億港元。我們相信公司新增項目利潤釋放的步伐較我們此前預期晚 1 年，預料項目的盈利貢獻將自 2019 年開始釋放。我們的 DCF 目標價也隨之進行調整，目標價下調至每股 5.63 港元。我們更新後的目標價尚未置入公司于中信集團合作所帶來的潛在增長，同時我們認爲對于公司預測的主要風險仍然是 IBO 項目的投運時間進度。我們對偉能維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	1,531	1,746	2,128	2,776	3,225
淨利潤 (百萬港元)	222	331	318	534	633
每股收益 (港仙)	10.80	12.93	12.44	20.86	24.73
每股收益變動 (%)	52.7	19.7	(3.8)	67.7	18.6
市盈率(x)	44.6	37.3	38.7	23.1	19.5
市帳率 (x)	5.5	5.0	4.6	3.9	3.4
股息率 (%)	0.5	0.7	0.6	1.1	1.3
股本回報率（%）	12.2	13.4	11.8	17.0	17.4
淨負債/股東權益比率(%)	-0.2	14.4	46.9	62.8	67.4

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK$5.63
(此前目標價	HK$5.93)
潛在升幅	+18.5%
當前股價	HK$4.75

蕭小川
電話：(852) 3900 0849
郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

電力板塊

市值(百萬港元)	12,169
3 月平均流通量 (百萬港元)	5.22
52 周最高/低 (港元)	5.65/3.42
總股本 (百萬)	2,562

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.4%	-1.9%
3 月	-3.0%	-6.8%
6 月	-4.4%	-14.5%

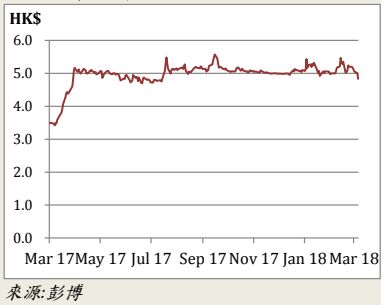
來源:彭博

股東結構

Energy Garden	70.6%
中信集團	8.0%
流動股	21.4%

來源:港交所

過去一年股價



來源:彭博

審計師: 安永

公司網站: www.vpower.com

利潤表

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	**1,531**	**1,746**	**2,128**	**2,776**	**3,225**
系统集成	1,063	1,183	1,313	1,457	1,603
投资、建设及营运	468	563	815	1,318	1,622
销售成本	(1,033)	(1,169)	(1,408)	(1,741)	(2,017)
毛利	**498**	**577**	**720**	**1,035**	**1,209**
销售费用	(24)	(29)	(33)	(36)	(40)
行政费用	(201)	(205)	(234)	(266)	(287)
其他收益	54	190	29	28	28
其他费用	(4)	(99)	(43)	(56)	(65)
息税前收益	**322**	**435**	**439**	**705**	**845**
财务费用	(69)	(77)	(101)	(137)	(172)
税前利润	**253**	**358**	**339**	**568**	**674**
所得税	(31)	(26)	(20)	(34)	(40)
非控制股东权益	-	(1)	-	-	-
净利润	**222**	**331**	**318**	**534**	**633**

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	**1,967**	**3,449**	**4,965**	**6,249**	**7,227**
固定资产	1,931	3,413	4,929	6,213	7,191
投资性房地产	19	19	19	19	19
存款和其他应收款	11	11	11	11	11
递延所得税资产	6	6	6	6	6
其它非流动资产	-	-	-	-	-
流动资产	**3,058**	**3,123**	**3,007**	**3,548**	**4,144**
现金及现金等价物	1,392	1,034	939	885	1,055
抵押存款	291	166	139	221	285
存货	546	712	745	972	1,129
应收账款和票据	708	781	959	1,250	1,453
预付款项，存款和其他应收款	102	315	109	105	105
其他流动资产					
流动负债	**1,709**	**2,290**	**1,952**	**2,209**	**2,407**
短期借款	717	532	750	750	750
应付账款	408	904	487	541	595
其他应付款	556	832	688	883	1,018
应交税金	26	18	22	26	30
其他流动负债	1	4	5	9	14
非流动负债	**1,054**	**1,176**	**1,934**	**2,721**	**3,470**
长期借款	322	857	1,456	2,105	2,753
递延所得税负债	4	6	6	6	6
其他长期负债	729	313	471	610	711
净资产总值	**2,262**	**2,461**	**2,745**	**3,188**	**3,688**
少数股东权益	**-**	**(1)**	**41**	**49**	**57**
股东权益	**2,262**	**2,461**	**2,703**	**3,138**	**3,631**

來源：公司、招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前收益	**253**	**357**	**338**	**568**	**673**
折旧和摊销	115	168	223	351	446
营运资金变动	315	(590)	201	(212)	(141)
税务开支	(35)	(23)	(21)	(34)	(40)
其他	1	3	13	13	15
经营活动所得现金净额	**128**	**(85)**	**755**	**686**	**952**
购置固定资产	(1,135)	(407)	(1,633)	(1,298)	(1,298)
其他	583	(84)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(551)**	**(491)**	**(1,633)**	**(1,298)**	**(1,298)**
募集资金	1,501	(29)	0	-	-
净银行借贷	73	350	817	648	649
股息	-	(103)	(76)	(99)	(140)
其他	(43)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	**1,530**	**218**	**783**	**557**	**516**
现金增加净额	**1,107**	**(358)**	**(95)**	**(54)**	**171**
年初现金及现金等价物	287	1,392	1,034	939	885
外汇汇率变动的影响	(2)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	**1,392**	**1,034**	**939**	**885**	**1,055**
资产负债表的现金	**1,392**	**1,034**	**939**	**885**	**1,055**

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销量组合 (%)					
系统集成	69	68	62	53	50
投资、建设及营运	31	32	38	47	50
伟能集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	26.2	14.0	21.9	30.4	16.2
毛利	44.7	15.9	24.8	43.8	16.8
经营利润	61.6	34.9	1.1	60.4	19.9
净利润	57.1	48.9	(3.8)	67.7	18.6
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	33	33	34	37	37
毛利率	17	20	16	20	21
税前利率	15	19	15	19	20
净利润率	12	7	6	6	6
有效税率	-	-	-	-	-
资产负债比率	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7
流动比率 (x)	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	169.6	155.6	149.2	145.2	153.0
平均应付帐款周转天数	146.7	247.1	123.4	100.3	99.8
平均存货周转天数	195.9	196.4	188.8	179.9	190.1
净负债/总权益比率 (%)	净现金	14.4	46.9	62.8	67.4
回报率 (%)					
资本回报率	15.9	14.0	12.3	18.3	18.7
资产回报率	5.7	5.7	4.4	6.0	6.0
每股数据					
每股盈利(港币,分)	8.67	12.92	12.43	20.85	24.72
每股股息(港币,分)	2.57	3.23	3.03	5.09	6.03
每股账面值(港币)	0.88	0.96	1.06	1.23	1.42

來源：公司、招銀國際預測

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

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 ：招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大厦 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”）爲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爲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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于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。

對于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。

對于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。接收本報告之行爲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。