

## 偉能集團 (1608 HK)

### IBO 業務擴張節奏略慢于計劃

❖ **2017 年淨利潤至少增長 40%**。偉能發布了盈利預喜，初步財務信息顯示 2017 年淨利潤至少達 3.1 億港元，同比增長至少 40%。參考公司此前中期業績報告盈喜公布，我們認為公司初步的業績預告趨于保守。我們預期 2017 年淨利潤將大概率超過 3.5 億港元。我們相信公司實現淨利將略低于我們此前預期，因 1) 2017 年歐元持續升值導致公司有較多的匯兌損失，以及 2) IBO 項目擴張節奏略慢于預期。匯兌損失主要來自于公司的 SI 業務，偉能在財務年度內因持續從歐洲採購機械（主要為 MTU 的發動及發電機組）而累積較多應付，歐元升值則帶來匯兌損失。至于匯兌對於 IBO 業務的影響，管理層解釋公司已于 2017 年下半年開展歐元對沖，并且 IBO 項目的開發是基于成本確定項目定價的方式，因此對 IBO 項目的盈利性影響有限。

❖ **IBO 項目擴張慢于預期，但項目儲備仍按計劃推進**。我們預料 2017 年 IBO 項目容量增加 74.3 兆瓦。因多地政府程序影響，IBO 項目容量的擴張步伐略慢于我們預期。根據近期與公司的溝通，我們認為公司的項目儲備仍舊在按計劃推進，基于 1) 偉能近期已通過可轉換貸款行權獲得了秘魯伊基托斯 80 兆瓦項目，以及 2) 管理層透露大多數項目仍處在正常推進的軌道上。我們認為，偉能目前持有 550 兆瓦的項目儲備，將在 2018 年新增約 400 兆瓦的項目儲備。基于較為保守的項目擴張預期，我們將 2017-2019 年 IBO 業務新增裝機容量分別下調 47.4-65.2% 至 74/354/280 兆瓦。

❖ **建立多項業務合作劍指新市場及發展機遇**。偉能近期宣布與戰略股東中信集團合資成立合營基金。管理層期望合營基金的靈活性將使偉能能夠借助中信集團強大的融資能力以探索更多的發展機遇。除此以外，對 AUA 和 F.K. 集團的可轉換貸款的行權將使公司在南美收穫新的 IBO 并表項目，我們預期通過這些項目的成功落實，公司將有望在南美洲有更多的電力租賃業務實現落地，尤其是在電力需求與日俱增的發展中國家。

❖ **調低目標價至每股 5.94 港元**。基于 1) 較為保守的 IBO 裝機增長預期，以及 2) SI 業務展望符合預期增長，我們將 2017/2018/2019 年盈利預測自 3.94/8.26/12.74 億港元分別調低 8.9/30.5/36.0% 至 3.59/5.74/8.15 億港元。我們的 DCF 估值目標價隨之下調至每股 5.93 港元。我們的目標價并未將于中信集團的合作納入估值測算，并且對於 IBO 業務裝機容量的預期也較此前明顯更為保守。隨著更多儲備項目落地運營，以及更多的項目合作開花結果，我們相信偉能未來在一路一帶地區具備強勁的發展動能。據此，我們對偉能維持買入評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	1,213	1,531	1,954	2,429	3,071
淨利潤 (百萬港元)	141	222	359	574	815
每股收益 (港仙)	7.06	10.79	14.03	22.43	31.82
每股收益變動 (%)	17.0	52.8	30.0	59.9	41.9
市盈率(x)	71.5	46.8	36.0	22.5	15.9
市帳率(x)	18.7	5.7	5.1	4.3	3.5
股息率 (%)	-	0.5	0.6	0.9	1.3
股本回報率 (%)	26.2	12.2	14.3	19.1	22.1
淨負債/股東權益比率 (%)	124.9	淨現金	39.6	54.4	47.0

資料來源：公司資料，招銀國際預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$5.93
(此前目標價)	HK\$6.33)
潛在升幅	+17.4%
當前股價	HK\$5.05

#### 蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 電力板塊

市值(百萬港元)	12,973
3月平均流通量(百萬港元)	3.78
52周最高/低(港元)	5.65/3.31
總股本(百萬)	2,562

Source: Bloomberg

#### 股價表現

	絕對	相對
1月	-1.0%	3.4%
3月	0.2%	-2.6%
6月	-1.0%	-12.1%

來源：彭博

#### 股東結構

Energy Garden	70.6%
中信集團	8.0%
中國中車	3.0%
Millenium Fortune	3.0%
員工持股	2.1%
流動股	13.9%

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](http://www.vpower.com)

**利潤表**

年结:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>1,213</b>	<b>1,531</b>	<b>1,954</b>	<b>2,429</b>	<b>3,071</b>
系统集成	966	1,063	1,215	1,336	1,470
投资、建设及营运	247	468	739	1,093	1,601
销售成本	(869)	(1,033)	(1,227)	(1,454)	(1,748)
<b>毛利</b>	<b>344</b>	<b>498</b>	<b>726</b>	<b>975</b>	<b>1,323</b>
销售费用	(25)	(24)	(23)	(29)	(37)
行政费用	(131)	(201)	(156)	(194)	(246)
其他收益	46	54	27	25	25
其他费用	(34)	(4)	(98)	(49)	(61)
<b>息税前收益</b>	<b>199</b>	<b>322</b>	<b>476</b>	<b>727</b>	<b>1,004</b>
财务费用	(35)	(69)	(94)	(116)	(137)
<b>税前利润</b>	<b>164</b>	<b>253</b>	<b>382</b>	<b>611</b>	<b>867</b>
所得税	(23)	(31)	(23)	(37)	(52)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>222</b>	<b>359</b>	<b>574</b>	<b>815</b>

来源:公司、招銀國際預測

**資產負債表**

年结:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>990</b>	<b>1,967</b>	<b>3,449</b>	<b>4,965</b>	<b>6,249</b>
固定资产	911	1,931	3,413	4,929	6,213
投资性房地产	20	19	19	19	19
存款和其他应收款	57	11	11	11	11
递延所得税资产	2	6	6	6	6
其它非流动资产	-	-	-	-	-
<b>流动资产</b>	<b>1,766</b>	<b>3,058</b>	<b>2,513</b>	<b>2,806</b>	<b>3,612</b>
现金及现金等价物	287	1,392	818	700	1,016
抵押存款	131	291	104	182	234
存货	563	546	684	826	1,013
应收账款和票据	715	708	779	969	1,225
预付款项,存款和其他应收款	31	102	108	109	105
其他流动资产	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>1,595</b>	<b>1,709</b>	<b>2,130</b>	<b>2,063</b>	<b>2,314</b>
短期借款	556	717	1,014	750	750
应付账款	740	408	451	496	545
其他应付款	282	556	632	778	971
应交税金	10	26	30	34	38
其他流动负债	7	1	4	5	9
<b>非流动负债</b>	<b>622</b>	<b>1,054</b>	<b>1,232</b>	<b>2,124</b>	<b>2,676</b>
长期借款	410	322	803	1,589	2,003
递延所得税负债	4	4	4	4	4
其他长期负债	208	729	426	531	669
<b>净资产总值</b>	<b>539</b>	<b>2,262</b>	<b>2,518</b>	<b>3,053</b>	<b>3,741</b>
少数股东权益	-	-	-	41	49
<b>股东权益</b>	<b>539</b>	<b>2,262</b>	<b>2,518</b>	<b>3,012</b>	<b>3,693</b>

来源:公司、招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	164	253	382	611	867
折舊和攤銷	71	115	163	240	351
營運資金變動	(72)	315	(218)	(119)	(114)
稅務開支	(26)	(35)	(23)	(37)	(52)
其他	7	1	5	10	13
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>16</b>	<b>128</b>	<b>309</b>	<b>705</b>	<b>1,064</b>
購置固定資產	(376)	(1,135)	(1,556)	(1,307)	(1,036)
其他	213	583	(1)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(162)</b>	<b>(551)</b>	<b>(1,557)</b>	<b>(1,307)</b>	<b>(1,036)</b>
募集資金	168	1,501	0	0	-
淨銀行借貸	431	73	778	523	414
股息	-	-	(103)	(80)	(134)
其他	(248)	(43)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>351</b>	<b>1,530</b>	<b>674</b>	<b>484</b>	<b>287</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>204</b>	<b>1,107</b>	<b>(574)</b>	<b>(118)</b>	<b>315</b>
年初現金及現金等价物	83	287	1,392	818	700
外匯匯率變動的影響	(1)	(2)	-	-	-
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>287</b>	<b>1,392</b>	<b>818</b>	<b>700</b>	<b>1,016</b>
<b>資產負債表的現金</b>	<b>287</b>	<b>1,392</b>	<b>818</b>	<b>700</b>	<b>1,016</b>

來源:公司、招銀國際預測

**主要比率**

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷量組合 (%)</b>					
系統集成	80	69	62	55	48
投資、建設及營運	20	31	38	45	52
<b>偉能集團</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	30.4	26.2	27.6	24.3	26.4
毛利	38.5	44.7	45.9	34.2	35.8
經營利潤	27.9	61.7	47.9	52.7	38.1
淨利潤	17.0	57.2	61.7	59.9	41.9
	-	-	-	-	-
<b>盈利能力比率 (%)</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>43</b>
毛利率	14	17	20	25	28
稅前利率	12	15	18	24	27
淨利潤率	14	12	6	6	6
有效稅率	-	-	-	-	-
<b>資產負債比率</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
流動比率(x)	1.1	1.8	1.2	1.4	1.6
平均應收賬款周轉天數	147.6	169.6	138.9	131.3	130.4
平均應付帳款周轉天數	238.2	146.7	120.4	113.3	102.8
平均存貨周轉天數	180.9	195.9	182.8	189.5	192.1
淨負債/總權益比率 (%)	124.9	淨現金	39.6	54.4	47.0
	-	-	-	-	-
<b>回報率 (%)</b>	<b>37</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
資本回報率	7	6	7	8	9
資產回報率	-	-	-	-	-
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港币,分)	7.06	8.67	14.03	22.43	31.82
每股股息(港币,分)	-	2.57	2.81	4.49	6.36
每股賬面值(港币)	0.27	0.88	0.98	1.18	1.44

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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，并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，并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數據。報告中的信息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责任。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。

本報告基于我們認為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并不時自行及/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。本報告版權僅為本公司所有，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。

對於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。