

偉能集團 (1608 HK)

緬甸合資項目如期邁向商運

我們近期就公司緬甸項目的進展與公司進行了溝通。根據緬甸的新聞資訊以及管理層的更新，我們認為公司自身及與中技公司合資的多個關鍵專案將如期在上半年投運，符合此前管理層給予指引。此外基於合資項目與緬甸政府固定電價 PPA 的預期，在目前較低的 LNG 價格水準下，我們認為偉能近期將新投運的多個項目將獲得較好的回報。根據緬甸未來數年的電力發展規劃，我們認為偉能在緬甸的 IBO 業務是可持續的，並仍有機會開發更多的專案。我們的 DCF 目標價上調至每股 4.8 港元，對應 2020/21 年預測市盈率 18.4/10.6 倍。維持買入評級。

- **緬甸專案大致如期，符合指引。**近期新聞報導顯示，由於受到新冠疫情及控制措施的影響，多個 LNG 發電項目受到一定的延誤。根據 The Irrawaddy 報導資訊，緬甸能源部副部長在 5 月 19 日表示，公司 1) 在 Thaketa 地區的 400 兆瓦合資專案將在 5 月底滿負荷運轉，2) 在 Thanlyin 地區的 350 兆瓦合資專案將在 6 月份開始運行，3) 在 Kyauphyu 地區的 150 兆瓦合資專案將延期至 9 月，4) 在 Kyun Chaung 地區獨資持有的 20.54 兆瓦專案已在 5 月 18-24 日當周商運。管理層預期這些專案的 PPA 將在未來數週內簽訂，而 PPA 的簽訂將是這些項目在上半年內實現商運的重要標誌。
- **與中技公司簽署合資協議。**公司就緬甸 900 合同專案規模與中技公司簽署了合資協議。合資公司將共計投入 1.8 億美元股本資金，其中偉能承擔 9,000 萬美元（對應 7.02 億港元）。公司在 3 月底已投入 2.25 億港元，並計畫通過自有的資金及借貸資源來滿足剩餘的資本金投入需求。公司表示對於該合資項目投資，短期內沒有股權融資需求。基於我們對合資項目中將有大部分產能在 6 月能夠實現投產預期，我們認為合資項目在上半年將會為公司貢獻部分盈利。
- **在緬甸探索更多的市場機遇。**我們注意到公司與中技公司的合資協議中設定了多個條款以確定偉能和中技公司雙方的利益協調一致，其中包括合資公司股份轉讓限制，以及競業禁止條款等。基於我們對於緬甸電力發展計畫（用電量維持雙位數增長），我們認為該合營企業將有空間在緬甸探索更多的 LNG 發電項目機遇。
- **較低的 LNG 現貨價格有利於公司確保供應。**受新冠疫情影響，亞洲市場目前呈顯著的供應過剩態勢。根據日本經濟產業省資料，1-4 月份 LNG 現貨市場價格同比下跌 28.0-54.7%。我們認為較低的現貨市場價格環境將有利於公司鎖定 LNG 供應並降低價格風險。由於合資項目所持有的 3 個 LNG 項目具備 1) 顯著的規模效應，2) 較緊的投運時間要求，以及 3) 面臨目前較寬鬆的 LNG 價格環境，我們認為合資公司的盈利表現將顯著高於公司目前持有的 IBO 項目。

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	3,301	4,041	4,595
同比 (%)	38.6	15.4	18.1	22.4	13.7
淨利潤(百萬港元)	213	284	669	1,162	1,279
每股盈利(港元)	0.08	0.11	0.26	0.45	0.50
每股盈利變動 (%)	(35.6)	32.4	135.8	73.7	10.1
市場平均盈利預測(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
市淨率(倍)	2.6	2.4	2.0	1.5	1.2
股息率 (%)	0.7	0.8	2.0	3.4	3.8
權益收益率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
淨負債率 (%)	123.2	112.7	100.6	73.5	55.3

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\$4.80
(此前目標價)	HK\$3.25)
潛在升幅	+50.0%
當前股價	HK\$3.20

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)	7,971
3 月平均流通量(百萬港元)	3.82
52 週內股價高/低(港元)	3.48/2.0
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%

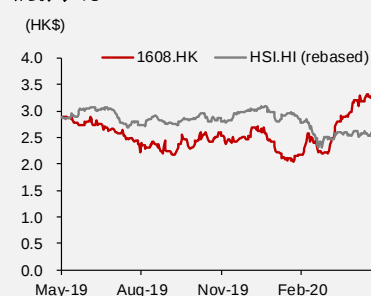
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.3%	4.1%
3-月	42.7%	60.0%
6-月	20.1%	38.6%
12-月	11.5%	31.1%

資料來源：彭博

股份表現

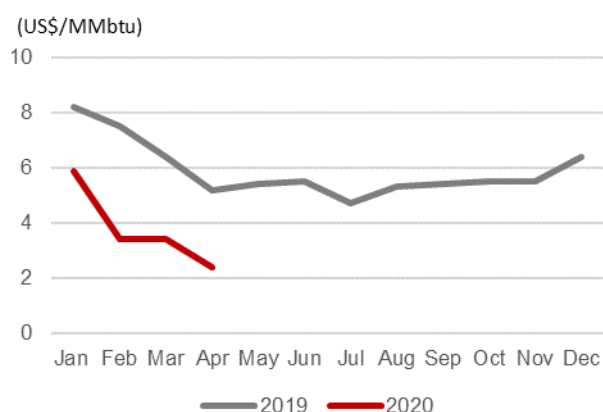


資料來源：萬德

審計師：安永

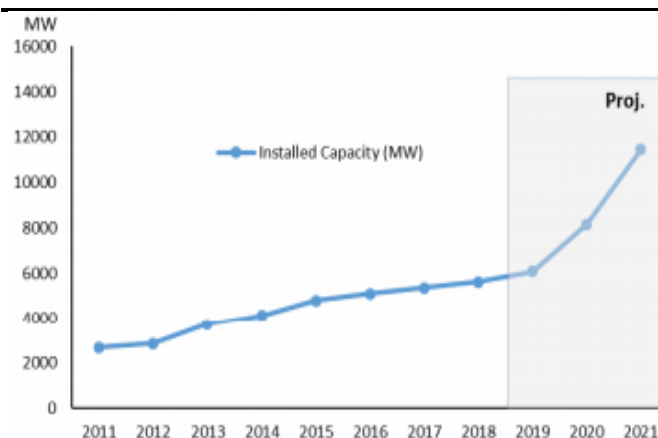
- **盈利增長將在 2020 年下半年加速。**除了緬甸新項目及合營企業進展以外，管理層也更新了其它 IBO 專案進展。整體而言，我們認為公司的 IBO 項目推進符合我們此前預期，我們對於公司的盈利展望維持不變。基於我們對於上下半年的營收及成本假設，我們預計上半年盈利 1.78 億港元，同比增長 24.8%。在下半年，由於新項目的貢獻以及緬甸合營企業的盈利貢獻，我們認為公司的盈利增速將顯著加快。
- **DCF 目標價上調 47.7%至每股 4.80 港元。**公司股價自我們此前更新後已上漲超過 40%，同時伴隨顯著的成交量放大（三月均成交金額自 4 月 1 日 227 萬港元增長至 382 萬港元）。我們認為公司在東南亞市場的 IBO 業務價值正在獲得市場的認可。我們將公司在緬甸合營的貢獻置入 DCF 模型預測，我們的 DCF 目標價上調 47.7%至每股 4.80 港元，對應 2020/21 年市盈率 18.4/10.6 倍，維持買入評級。

圖 1: LNG 現貨市場價格在 2020 年 1-4 月期間顯著下跌



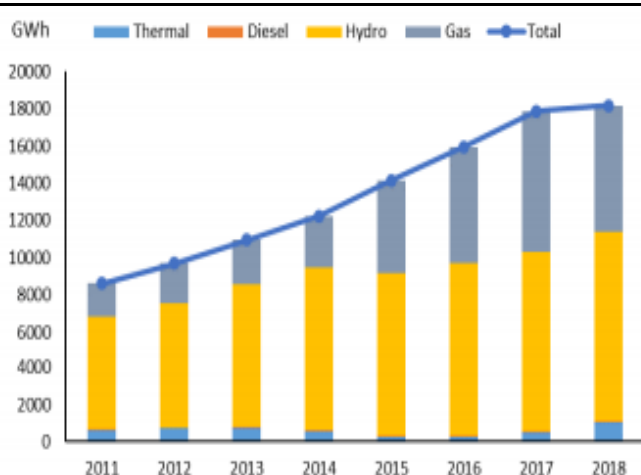
資料來源：日本經濟產業省，招銀國際證券

圖 2: 緬甸的電力裝機預計在 2020-21 年呈高速增長



資料來源：MoEE, ARMO

圖 3: 燃氣發電在緬甸的發電佔比重要性愈發增加



資料來源：MoEE, ARMO

圖 4: 偉能合營公司在 Thekata 地區的 400MW 專案蓄勢待發



資料來源：Myanmar Times

圖 5: 我們對於 2020 年上下半年的盈利預測

年結12月31日 (百萬港元)	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%
投資、建造及运营-IBO	515	523	1,038	49.6%	649	861	1,510	43.0%
銷售成本	(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
銷售費用	(11)	(20)	(31)	34.6%	(12)	(18)	(30)	40.0%
行政費用	(118)	(221)	(339)	34.7%	(132)	(198)	(330)	40.0%
其它收益	8	135	144	5.9%	40	49	88	45.0%
其它費用	-	(5)	(5)	0.0%	(3)	(4)	(7)	40.0%
息稅前收入	277	228	506	54.8%	293	405	698	42.0%
息稅前利潤率	23.0%	14.4%	18.1%	N/A	22.2%	20.4%	21.2%	N/A
利潤分享	(3)	69	67	-3.9%	26	297	323	8.0%
財務成本	(118)	(132)	(249)	47.2%	(113)	(138)	(252)	45.0%
稅前利潤	159	164	323	49.3%	180	589	769	23.4%
所得稅	(14)	(27)	(41)	34.5%	(28)	(72)	(100)	28.0%
有效稅率	8.9%	16.3%	12.7%	N/A	15.5%	12.2%	13.0%	N/A
減：少數股東權益	(0)	(1)	(1)	0.4%	(0)	1	1	40.0%
淨利潤	145	138	284	51.2%	152	517	669	22.8%

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 6: 我們對於偉能的 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

資料來源: 招銀國際證券預測

注: *我們將合營項目的盈利分享置入 2021-2030 年的 DCF 模型預測當中;

**對於終值測算, 我們沒有將緬甸項目盈利分享納入計算。

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	3,301	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	1,510	2,160	2,564
銷售成本	(1,714)	(2,057)	(2,324)	(2,819)	(3,186)
毛利	707	737	977	1,221	1,409
銷售費用	(26)	(31)	(30)	(33)	(35)
行政費用	(273)	(339)	(330)	(404)	(459)
其他收益	40	144	88	34	35
其他費用	(32)	(5)	(7)	(8)	(9)
息稅前收益	422	572	1,021	1,581	1,711
利潤分享	6	67	323	770	770
財務費用	(191)	(249)	(252)	(245)	(240)
稅前利潤	231	323	769	1,336	1,471
所得稅	(30)	(41)	(100)	(174)	(191)
非控制股東權益	(12)	(1)	1	1	1
淨利潤	213	284	669	1,162	1,279

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	769	1,336	1,471
折舊和攤銷	200	269	346	415	498
營運資金變動	(1,602)	957	(600)	(277)	(152)
稅務開支	(26)	(42)	(99)	(174)	(191)
其他	994	(8)	(11)	3	3
經營活動所得現金淨額	(203)	1,500	405	1,302	1,629
購置固定資產	(1,735)	(1,628)	(1,222)	(938)	(1,167)
其他	141	0	0	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,593)	(1,628)	(1,221)	(938)	(1,167)
募集資金	(9)	-	(0)	-	-
淨銀行借貸	2,361	247	873	92	173
股息	(83)	(35)	(87)	(172)	(240)
其他	(983)	153	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,332	359	789	(78)	(66)
現金增加淨額	(465)	231	(27)	287	397
年初現金及現金等價物	1,034	541	772	745	1,031
外匯匯率變動的影響	(27)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	541	772	745	1,031	1,428
資產負債表的現金	541	772	745	1,031	1,428

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	6,143	6,672	7,350
固定資產	1,812	3,761	4,327	4,836	5,491
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	3,951	4,734	5,475
現金及現金等價物	541	772	623	909	1,306
抵押存款	48	62	60	62	63
受限制現金	81	82	82	82	82
存貨	1,249	886	990	1,212	1,378
應收賬款和票據	1,071	1,226	1,415	1,693	1,879
其它流動資產	1,455	928	781	777	768
流動負債	3,288	3,501	3,253	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	631	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	3,398	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	351	417	468
少數股東權益	46	37	40	42	44
股東權益	2,570	2,822	3,404	4,393	5,432
淨資產總值	2,616	2,859	3,444	4,435	5,475

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	54.3	46.5	44.2
投資、建設及營運	21.0	37.1	45.7	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	18.1	22.4	13.7
毛利	22.5	4.3	32.5	25.0	15.4
經營利潤	(2.8)	35.5	78.3	54.8	8.2
淨利潤	(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
稅前利率	9.5	11.6	23.3	33.1	32.0
淨利潤率	8.8	10.1	20.3	28.7	27.8
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	1.2	1.4	1.6
平均應收賬款周轉天數	139.6	150.0	146.0	140.4	141.9
平均應付帳款周轉天數	64.0	159.3	107.7	90.3	88.5
平均存貨周轉天數	208.9	189.5	147.3	142.6	148.4
淨負債/總權益比率 (%)	123.2	112.7	100.6	73.5	55.3
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	10.0	19.6	26.4	23.5
資產回報率	2.9	3.2	6.6	10.2	10.0
每股數據					
每股盈利(港幣,分)	8.3	11.1	26.1	45.3	49.9
每股股息(港幣,分)	2.0	2.2	5.2	9.0	9.9
每股帳面值(港幣)	1.00	1.10	1.33	1.71	2.12

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。