

偉能集團 (1608HK, HK\$3.49, 目標價: HK\$4.44, 買入) — IBO 項目推動收入增長

梁甫茵
(852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

❖ **2016 淨利潤符合我們預期。**偉能集團公佈其 2016 年全年收入為 15.31 億港元，比我們的預期少了 8.8%。這是由於發電機組集成和 IBO 業務的收入貢獻均低於預期。系統整合和 IBO 業務在 2016 年的收入達 10.63 億港元至 4.68 億港元，同比上升 10% 至 89%，但比我們的預期分別少了 8.2% 和 10.2%。IBO 業務收入遜於預期主要是由於位於印尼的項目總體實現的收入相比裝機容量增長要少，這可能是外匯波動帶來的影響。不過公司淨利潤為 2.22 億港元，同比增長 57.2%，基本符合我們的預期。毛利率和淨利率出現了明顯的改善，同比增長 415 個基點和 286 個基點，分別達到 32.5% 和 14.5%，這得益於利潤水準較好的 IBO 業務收入貢獻的提高。

❖ **儘管有一些項目延誤，IBO 項目時間表讓人興奮。**公司在本次分析師會議中透露了令人興奮的 2017 年將投產的 IBO 項目。到 2017 年底，總共有 7 個項目會投產，總裝機容量達 551 兆瓦。這些項目將位於印尼、緬甸、孟加拉、迦納、秘魯和中東地區。不過，一些新項目的計畫投產時間比我們預期的要晚，比如位於迦納的項目。因此有些項目在 2018 年和 2019 年之前不會有全年的收入貢獻。因此，我們降低了 2017 年和 2018 年的收入估計，並提升了 2019 年的收入估計。不過總的來說偉能集團的 IBO 業務將從 2017 年到 2019 年還會保持強勁增長，年複合增長率為 67.4%。

❖ **由於產品組合的變化，發電機組平均售價較預期低。**偉能集團在 2016 年交付了 470.2 兆瓦的發電機組和 PGS 產品，同比增長了 15.4%，而每兆瓦的收入同比下降了 4.6%，管理層表示這是由於產品組合的變化造成的。公司在 2016 年下半年開始銷售附加值較低的產品，這在一定程度上拖累了平均售價。不過，公司會保持高端產品的銷售價格，而產品組合的進一步變化在 2017 年不太可能發生。因此我們預計發電機組集成業務將繼續成為偉能集團的現金牛，並在 2017 年至 2019 年實現穩定增長，年均複合增長率為 10.5%。

❖ **目標價 4.44 港元，維持買入評級。**儘管如此，我們仍然喜歡偉能，因為其發展前景光明，盈利能見度高。我們將 2017 和 2018 年的每股盈利預測從 0.27 和 0.40 港幣調整至 0.24 和 0.42 港元。我們對偉能集團的目標價由 4.28 港幣上調至 4.44 港幣，意味著 2017 年動態市盈率為 15.3 倍，2018 年的市盈率為 12.4 倍，較現價有 27.1% 的上漲空間。我們維持偉能集團的買入評級。

偉能集團(1608 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.49
目標價	HK\$4.44
市值 (港幣百萬)	8,934
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	2.44
52 周高/低 (港幣)	3.65/2.75
發行股數 (百萬)	2,560.0
主要股東	Energy Garden(70.57%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.9%	-2.4%
3 月	7.5%	-3.9%
6 月	NA	NA

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港幣)	1,213	1,531	2,180	3,136	3,496
淨利潤 (百萬港幣)	141	222	500	855	950
每股收益 (港幣分)	7.1	10.8	24.3	41.5	46.2
每股收益變動 (%)	17.0	52.8	125.1	71.1	11.2
市盈率(x)	49.4	32.4	14.4	8.4	7.6
市賬率(x)	12.9	3.2	2.7	2.2	1.8
股息率 (%)	0.0	0.9	2.1	3.5	3.9
權益收益率 (%)	36.7	15.8	20.5	29.3	26.8
淨財務杠杆率 (%)	3.5	淨現金	30.1	64.5	57.2

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,213	1,531	2,180	3,136	3,496
系統集成	966	1,063	1,215	1,338	1,433
投資、建設及營運	247	468	965	1,798	2,063
銷售成本	(869)	(1,033)	(1,352)	(1,772)	(1,953)
毛利	344	498	828	1,364	1,542
銷售費用	(25)	(24)	(33)	(47)	(52)
行政費用	(131)	(201)	(236)	(332)	(370)
其他收益	46	54	62	60	56
其他費用	(34)	(4)	(6)	(9)	(9)
息稅前收益	199	322	615	1,036	1,167
財務費用	(35)	(69)	(48)	(69)	(93)
稅前利潤	164	253	566	966	1,074
所得稅	(23)	(31)	(67)	(112)	(124)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	141	222	500	855	950

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	990	1,967	3,449	4,965	6,249
固定資產	911	1,931	3,413	4,929	6,213
投資性房地產	20	19	19	19	19
應收賬款	-	-	-	-	-
存款和其他應收款	57	11	11	11	11
遞延所得稅資產	2	6	6	6	6
其它非流動資產	-	-	-	-	-
流動資產	1,766	3,058	3,532	3,959	3,919
現金及現金等價物	287	1,392	1,051	565	1,116
抵押存款	131	291	291	291	291
存貨	563	546	945	1,124	1,298
應收賬款和票據	715	708	1,146	1,769	1,082
預付款項，存款和其他應收款	31	102	87	198	120
其他流動資產	40	19	12	12	12
流動負債	1,595	1,709	3,013	4,055	4,330
短期借款	556	717	1,217	1,717	2,117
應付賬款	740	408	1,182	1,181	1,424
其他應付款	282	556	586	1,129	762
應交稅金	10	26	26	26	26
其他流動負債	7	1	1	1	1
非流動負債	622	1,054	1,354	1,654	1,954
長期借款	410	322	622	922	1,222
遞延所得稅負債	4	4	4	4	4
其他長期負債	208	729	729	729	729
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總值	539	2,262	2,614	3,215	3,884
股東權益	539	2,262	2,614	3,215	3,884

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬港幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	164	253	566	966	1,074
折舊和攤銷	71	115	218	348	480
營運資金變動	(212)	(105)	(17)	(371)	467
利息支出	35	69	48	69	93
利息收入	(6)	(2)	(10)	(8)	(4)
稅務開支	(29)	(31)	(67)	(112)	(124)
其他	(7)	14	-	-	-
經營活動所得現金淨額	16	314	739	893	1,985
購置固定資產	(148)	(1,135)	(1,700)	(1,864)	(1,763)
購置固定資產的預付款	(5)	-	-	-	-
利息收入	3	2	10	8	4
其他	(12)	(137)	7	-	-
投資活動所得現金淨額	(162)	(1,270)	(1,683)	(1,856)	(1,759)
募集資金	313	1,567	-	-	-
淨銀行借貸	445	73	800	800	700
股息	(126)	(66)	(148)	(253)	(282)
已付利息	(21)	(69)	(48)	(69)	(93)
其他	(261)	514	-	-	-
融資活動所得現金淨額	351	2,019	604	477	326
現金增加淨額	204	1,062	(341)	(486)	551
年初現金及現金等價物	83	287	1,392	1,051	565
外匯匯率變動的影響	(1)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	287	1,349	1,051	565	1,116
資產負債表的現金	287	1,392	1,051	565	1,116

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷量組合（%）					
系統集成	79.6	69.4	55.7	42.7	41.0
投資、建設及營運	20.4	30.6	44.3	57.3	59.0
偉能集團	100	100	100	100	100
增長（%）					
收入	30.4	26.2	42.4	43.9	11.5
毛利	38.5	44.7	66.3	64.7	13.1
經營利潤	27.9	61.7	90.9	68.5	12.7
淨利潤	17.0	57.2	125.1	71.1	11.2
盈利能力比率（%）					
毛利率	28.4	32.5	38.0	43.5	44.1
稅前利率	13.6	16.5	26.0	30.8	30.7
淨利潤率	11.6	14.5	22.9	27.3	27.2
有效稅率	14.1	12.3	11.8	11.5	11.5
資產負債比率					
流動比率（x）	1.5	1.4	1.8	1.9	1.6
平均應收賬款周轉天數	12.0	10.5	10.8	10.8	10.9
平均應付帳款周轉天數	173.7	141.7	149.4	163.0	157.3
平均存貨周轉天數	10.6	6.4	4.7	4.5	4.3
淨負債/ 總權益比率（%）	125.9	淨現金	30.1	64.5	57.2
回報率（%）					
資本回報率	36.7	15.8	20.5	29.3	26.8
資產回報率	6.5	5.7	8.3	10.7	10.0
每股數據					
每股盈利（港幣）	0.071	0.108	0.243	0.415	0.462
每股股息（港幣）	-	0.032	0.072	0.123	0.137
每股賬面值（港幣）	0.270	1.099	1.270	1.562	1.887

來源：公司及招銀國際研究部

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並可能會受標的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，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，本公司及其僱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)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。

招銀國際證券有限公司及/或其多數附屬公司在過去 12 個月內向偉能集團 (1608 HK) 進行投資銀行業務。