

偉能集團 (1608 HK)

IBO 業務帶來高速增長

- ❖ **獨特的類公用事業企業，專注于分布式發電解決方案及電站投資。**偉能在港交所成功實現公開發行之後加速了 IBO 業務擴張，並將 IBO 業務作為主要的增長引擎。我們相信快速擴張的 IBO 業務將使偉能轉變為一家專注于分布式發電的類公用事業企業，并具備 4 項獨有特點：1) 較短的項目交付周期，2) 承擔較低的能源波動風險，3) 現金流穩定，以及 4) 資產可重新靈活部署。在中國電力供應過剩，以及新能源補貼面臨巨額缺口背景下，我們認為偉能將是電力板塊中具備吸引力的投資標的。公司在電力需求高速增長的發展中國家市場（一路一帶國家）具備清晰的發展策略，并且業務風險也處于良好的控制。
- ❖ **SI 業務：處在高于行業平均快車道。**由于偉能的 SI 業務主要覆蓋目前正處于高速發展的區域，我們相信公司能夠持續實現應收增長高于行業平均增速。2017 上半年公司錄得 SI 業務銷售收入同比增長 14.8%，顯著高于沙利文對於行業平均增長的預測。對於 2017 年下半年及未來幾年，我們認為公司在 SI 業務優異的表現將會持續。
- ❖ **IBO 業務：主要的淨利潤增長引擎。**IBO 業務，作為較新發展的業務板塊，已成為偉能集團業績增長主要的驅動引擎。截止 2017 上半年，公司在印尼、緬甸、孟加拉三國共計持有 561.1 兆瓦項目處于運營當中。公司同時也公布了 IBO 業務項目儲備，其中七個項目共計 455.3 兆瓦已簽署合同或諒解備忘錄，另還有 3 個項目共計 278.8 兆瓦目前正處于較深入的談判過程當中。
- ❖ **戰略合作及潛在項目收購將助推增長加速。**偉能計劃通過形成戰略合作夥伴關係以及潛在的項目收購以加速公司在業務步伐及業務版圖兩方面擴張。公司已公布多項公告，與 F.K. 集團和中信泰富籌組合資公司，并計劃在對海灣地區的同業目標公司進行收購。我們相信這些策略性布局將對公司未來的應收和淨利增長帶來明顯作用，并使公司業務擴張提速。
- ❖ **恢復覆蓋，給予買入評級。**我們通過 DCF 估值得到偉能股權公允價值為 162 億港元，即每股 6.33 港元，對應 2017E/2018E 預測市盈率分別為 41.1/19.6 倍。我們給予偉能的估值水平較全球發電設備及 SI 同業 2018 年市場一致預測市盈率 18.7 倍略高，并顯著高于公司的直接同業 Aggreko 公司。基于較高的業務增長預期，以及清晰可見的 IBO 項目儲備，我們認為偉能值得擁有較高的估值水平。我們恢復對偉能覆蓋，并給與買入評級，目標價每股 6.33 港元。

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	1,970	2,974	4,094
淨利潤 (百萬港元)	141	222	394	826	1,274
每股收益 (港仙)	7.06	10.79	15.39	32.26	49.77
每股收益變動 (%)	17.0	52.8	42.7	109.6	54.3
市盈率(x)	76.3	50.0	35.0	16.7	10.8
市帳率(x)	20.0	6.1	5.4	4.2	3.2
股息率 (%)	-	0.5	0.6	1.2	1.8
股本回報率 (%)	26.2	12.2	15.4	25.2	29.3
淨負債/股東權益比率(%)	124.9	淨現金	37.7	79.6	78.8

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入 (恢復覆蓋)

目標價	HK\$6.33
潛在升幅	+17.4%
當前股價	HK\$5.39

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

電力板塊

市值(百萬港元)	13,798
3月平均流通量(百萬港元)	3.78
52周最高/低(港元)	5.61/2.75
總股本(百萬)	2,560

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1月	3.9%	5.2%
3月	18.0%	10.9%
6月	9.2%	-3.9%

來源：彭博

股東結構

Energy Garden	70.6%
中信集團	8.0%
中國中車	3.0%
Millennium 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

利潤表

年結：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,213	1,531	1,970	2,974	4,094
系统集成	966	1,063	1,215	1,336	1,470
投资、建设及营运	247	468	755	1,638	2,624
销售成本	(869)	(1,033)	(1,233)	(1,657)	(2,128)
毛利	344	498	736	1,317	1,966
销售费用	(25)	(24)	(24)	(36)	(49)
行政费用	(131)	(201)	(158)	(238)	(328)
其他收益	46	54	27	24	23
其他费用	(34)	(4)	(69)	(59)	(82)
息税前收益	199	322	513	1,008	1,531
财务费用	(35)	(69)	(94)	(129)	(176)
税前利润	164	253	419	879	1,355
所得税	(23)	(31)	(25)	(53)	(81)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	141	222	394	826	1,274

来源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万港币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	990	1,967	3,449	4,965	6,249
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	-	-	-	-	-
流动资产	1,766	3,058	2,559	2,713	3,658
现金及现金等价物	287	1,392	853	205	269
抵押存款	131	291	104	182	281
存货	563	546	689	1,011	1,351
应收账款和票据	715	708	785	1,186	1,633
预付款项，存款和其他应收款	31	102	108	109	105
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	1,595	1,709	2,135	2,227	2,621
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	637	942	1,278
应交税金	10	26	30	34	38
其他流动负债	7	1	4	5	9
非流动负债	622	1,054	1,235	2,703	3,821
长期借款	410	322	803	2,058	2,944
递延所得税负债	4	4	4	4	4
其他长期负债	208	729	429	640	874
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总值	539	2,262	2,553	3,272	4,345
股东权益	539	2,262	2,553	3,272	4,345

来源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年结：12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
税前收益	164	253	419	879	1,355
折旧和摊销	71	115	167	358	573
营运资金变动	(72)	315	(222)	(245)	(265)
税务开支	(26)	(35)	(25)	(53)	(81)
其他	7	1	5	10	13
经营活动所得现金净额	16	128	343	949	1,594
购置固定资产	(376)	(1,135)	(1,556)	(2,482)	(2,214)
其他	213	583	(1)	-	-
投资活动所得现金净额	(162)	(551)	(1,557)	(2,482)	(2,214)
募集资金	168	1,501	-	-	-
净银行借贷	431	73	778	992	885
股息	-	-	(103)	(107)	(201)
其他	(248)	(43)	-	-	-
融资活动所得现金净额	351	1,530	674	885	684
现金增加净额	204	1,107	(539)	(648)	64
年初现金及现金等价物	83	287	1,392	853	205
外汇汇率变动的影响	(1)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	287	1,392	853	205	269
资产负债表中的现金	287	1,392	853	205	269

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
销量组合 (%)					
系统集成	80	69	62	45	36
投资、建设及营运	20	31	38	55	64
伟能集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	30.4	26.2	28.6	51.0	37.7
毛利	38.5	44.7	47.9	78.9	49.3
经营利润	27.9	61.7	59.5	96.4	51.9
净利润	17.0	57.2	77.5	109.6	54.3
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	28	33	37	44	48
毛利率	14	17	21	30	33
税前利率	12	15	20	28	31
净利润率	14	12	6	6	6
有效税率	-	-	-	-	-
资产负债比率	1.1	1.8	1.2	1.2	1.4
流动比率 (x)	1.1	1.8	1.2	1.2	1.4
平均应收账款周转天数	147.6	169.6	138.4	121.0	125.7
平均应付帐款周转天数	238.2	146.7	119.5	91.4	80.6
平均存货周转天数	180.9	195.9	182.8	187.3	202.6
净负债/总权益比率 (%)	124.9	净现金	37.7	79.6	78.8
	-	-	-	-	-
回报率 (%)	37	16	16	28	34
资本回报率	7	6	7	12	15
资产回报率	-	-	-	-	-
每股数据					
每股盈利(港币,分)	7.06	8.67	15.39	32.26	49.77
每股股息(港币,分)	-	2.57	3.08	6.45	9.95
每股账面值(港币)	0.27	0.88	1.00	1.28	1.70

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：香港中環夏愨道 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。