

伟能集团 (1608 HK)

IBO 业务扩张节奏略慢于计划

❖ **2017 年净利润至少增长 40%**。伟能发布了盈利预喜，初步财务信息显示 2017 年净利润至少达 3.1 亿港元，同比增长至少 40%。参考公司此前中期业绩报告盈喜公布，我们认为公司初步的业绩预告趋于保守。我们预期 2017 年净利润将大概率超过 3.5 亿港元。我们相信公司实现净利将略低于我们此前预期，因 1) 2017 年欧元持续升值导致公司有较多的汇兑损失，以及 2) IBO 项目扩张节奏略慢于预期。汇兑损失主要来自于公司的 SI 业务，伟能在财务年度内因持续从欧洲采购机械（主要为 MTU 的发动及发电机组）而累积较多应付，欧元升值则带来汇兑损失。至于汇兑对于 IBO 业务的影响，管理层解释公司已于 2017 年下半年开展欧元对冲，并且 IBO 项目的开发是基于成本确定项目定价的方式，因此对 IBO 项目的盈利性影响有限。

❖ **IBO 项目扩张慢于预期，但项目储备仍按计划推进**。我们预料 2017 年 IBO 项目容量增加 74.3 兆瓦。因多地政府程序影响，IBO 项目容量的扩张步伐略慢于我们预期。根据近期与公司的沟通，我们认为公司的项目储备仍旧在按计划推进，基于 1) 伟能近期已通过可转换贷款行权获得了秘鲁伊基托斯 80 兆瓦项目，以及 2) 管理层透露大多数项目仍处在正常推进的轨道上。我们认为，伟能目前持有 550 兆瓦的项目储备，将在 2018 年新增约 400 兆瓦的项目储备。基于较为保守的项目扩张预期，我们将 2017-2019 年 IBO 业务新增装机容量分别下调 47.4-65.2% 至 74/354/280 兆瓦。

❖ **建立多项业务合作剑指新市场及发展机遇**。伟能近期宣布与战略股东中信集团合资成立合营基金。管理层期望合营基金的灵活性将使伟能够借助中信集团强大的融资能力以探索更多的发展机遇。除此以外，对 AUA 和 F.K.集团的可转换贷款的行权将使公司在南美收获新的 IBO 并表项目，我们预期通过这些项目的成功落实，公司将有望在南美洲有更多的电力租赁业务实现落地，尤其是在电力需求与日俱增的发展中国家。

❖ **调低目标价至每股 5.94 港元**。基于 1) 较为保守的 IBO 装机增长预期，以及 2) SI 业务展望符合预期增长，我们将 2017/2018/2019 年盈利预测自 3.94/8.26/12.74 亿港元分别调低 8.9/30.5/36.0% 至 3.59/5.74/8.15 亿港元。我们的 DCF 估值目标价随之下调至每股 5.93 港元。我们的目标价并未将于中信集团的合作纳入估值测算，并且对于 IBO 业务装机容量的预期也较此前明显更为保守。随着更多储备项目落地运营，以及更多的项目合作开花结果，我们相信伟能未来在一路一带地区具备强劲的发展动能。据此，我们对伟能**维持买入评级**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	1,213	1,531	1,954	2,429	3,071
净利润(百万港元)	141	222	359	574	815
每股收益(港仙)	7.06	10.79	14.03	22.43	31.82
每股收益变动(%)	17.0	52.8	30.0	59.9	41.9
市盈率(x)	71.5	46.8	36.0	22.5	15.9
市帐率(x)	18.7	5.7	5.1	4.3	3.5
股息率(%)	-	0.5	0.6	0.9	1.3
股本回报率(%)	26.2	12.2	14.3	19.1	22.1
净负债/股东权益比率(%)	124.9	净现金	39.6	54.4	47.0

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.93
(此前目标价)	HK\$6.33)
潜在升幅	+17.4%
当前股价	HK\$5.05

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

电力板块

市值(百万港元)	12,973
3 月平均流通量(百万港元)	3.78
52 周最高/低(港元)	5.65/3.31
总股本(百万)	2,562

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.0%	3.4%
3 月	0.2%	-2.6%
6 月	-1.0%	-12.1%

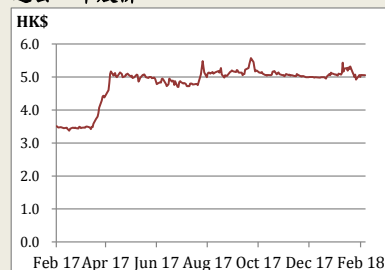
来源：彭博

股东结构

Energy Garden	70.6%
中信集团	8.0%
中国中车	3.0%
Millenium Fortune	3.0%
员工持股	2.1%
流通股	13.9%

来源：港交所

过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.vpower.com

利润表

年结:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,213	1,531	1,954	2,429	3,071
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)
毛利	344	498	726	975	1,323
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)
息税前收益	199	322	476	727	1,004
财务费用	(35)	(69)	(94)	(116)	(137)
税前利润	164	253	382	611	867
所得税	(23)	(31)	(23)	(37)	(52)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	141	222	359	574	815

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	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	2,513	2,806	3,612
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	-	-	-	-	-
流动负债	1,595	1,709	2,130	2,063	2,314
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
非流动负债	622	1,054	1,232	2,124	2,676
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
净资产总值	539	2,262	2,518	3,053	3,741
少数股东权益	-	-	-	41	49
股东权益	539	2,262	2,518	3,012	3,693

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万港币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前收益	164	253	382	611	867
折旧和摊销	71	115	163	240	351
营运资金变动	(72)	315	(218)	(119)	(114)
税务开支	(26)	(35)	(23)	(37)	(52)
其他	7	1	5	10	13
经营活动所得现金净额	16	128	309	705	1,064
购置固定资产	(376)	(1,135)	(1,556)	(1,307)	(1,036)
其他	213	583	(1)	-	-
投资活动所得现金净额	(162)	(551)	(1,557)	(1,307)	(1,036)
募集资金	168	1,501	0	0	-
净银行借贷	431	73	778	523	414
股息	-	-	(103)	(80)	(134)
其他	(248)	(43)	-	-	-
融资活动所得现金净额	351	1,530	674	484	287
现金增加净额	204	1,107	(574)	(118)	315
年初现金及现金等价物	83	287	1,392	818	700
外汇汇率变动的影响	(1)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	287	1,392	818	700	1,016
资产负债表的现金	287	1,392	818	700	1,016

来源：公司、招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销量组合 (%)					
系统集成	80	69	62	55	48
投资、建设及营运	20	31	38	45	52
伟能集团	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	30.4	26.2	27.6	24.3	26.4
毛利	38.5	44.7	45.9	34.2	35.8
经营利润	27.9	61.7	47.9	52.7	38.1
净利润	17.0	57.2	61.7	59.9	41.9
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	28	33	37	40	43
毛利率	14	17	20	25	28
税前利率	12	15	18	24	27
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	1.4	1.6
流动比率 (x)	1.1	1.8	1.2	1.4	1.6
平均应收账款周转天数	147.6	169.6	138.9	131.3	130.4
平均应付账款周转天数	238.2	146.7	120.4	113.3	102.8
平均存货周转天数	180.9	195.9	182.8	189.5	192.1
净负债/总权益比率 (%)	124.9	净现金	39.6	54.4	47.0
	-	-	-	-	-
回报率 (%)	37	16	15	21	24
资本回报率	7	6	7	8	9
资产回报率	-	-	-	-	-
每股数据					
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
每股账面值(港币)	0.27	0.88	0.98	1.18	1.44

来源：公司、招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。