

## 伟能集团 (1608 HK)

### IBO 项目进展如期, 投资始见协同效应

- ❖ **IBO 项目进展如期。**我们近期与伟能集团进行了业务信息更新。管理层对于 SI 发电装备板块位置销售收入增长约 12% 指引, 并且对于外来 2-3 年维持稳定增速展望。对于 IBO 业务, 公司透露主要项目进展如期。今年截止目前, 公司在秘鲁和中国分别新增 IBO 装机容量 80 及 8.2 兆瓦, 并预期将有 218.9 兆瓦项目 (可执行度较高项目) 计划于 2019 年投入运营。我们预计公司的有效装机容量 (年等效满发装机) 增长将在 2018 年有明显放缓, 但项目储备将于 2019 年开始有效释放。我们测算伟能集团在 2018-20E 期间的有效装机增速分别为 16.2/40.3/38.5%。
- ❖ **战略投资始见协同效应。**伟能与中信泰富(267 HK) 合资筹组了一支首期规模为 1.6 亿美元基金。该基金已投资两个项目, 分别名为 Byrne Equipment Rental LLC, 一家立足于中东地区的电力租赁服务提供商, 以及 Orcan International, 一家通过有机朗肯循环 (ORC) 技术提供能源效率解决方案的德国企业。根据新闻报道, 伟能计划在 109.7MW 缅甸 Myingyan II IBO 项目中使用 ORC 技术, 我们认为公司战略投资已开始展现协同效应。管理层透露, ORC 设备可实现余热利用, 将公司目前发电装置的废热转换为电能, 而这将使整体的系统效率提升 8-10%。我们认为 Orcan 的技术将增强伟能在分布式能源业务的竞争力, 同时对 Byrne 的投资公司业务进一步通过其销售渠道拓展至中东市场。
- ❖ **解决负债问题以实现可持续发展。**我们预期伟能 2018 年盈利将受 1) IBO 业务装机增速放缓以及 2) 负债扩张速度远超 IBO 产能增速所拖累。受上述原因影响, 上半年末净负债率同比上涨了 100 个百分点。由于公司未来在 IBO 业务端的扩张仍需要大幅增加负债规模, 我们认为公司对于负债率的控制对公司的发展尤为重要。管理层希望通过多种方式降低负债率, 包括 1) 加速应收款项回收, 2) 在项目层面引入新的投资人以实现项目股本金回流, 以及 3) 新的 IBO 项目或将采用合作开发方式。公司展望将中期净负债率控制在 60-70% 区间。
- ❖ **长期展望维持乐观。**基于更为保守的 IBO 业务新增装机预测, 我们将 2018-20E 年盈利预测分别下调 3.9/20.8/13.8%, 自 2.87/4.49/5.66 亿港元下调至 2.76/3.56/4.88 亿港元。基于对 IBO 储备项目仍在按计划执行的判断, 我们认为公司的长期业务价值仍然完好。我们对伟能的 DCF 目标价维持每股 4.16 港元。维持买入评级。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万港元)	1,531	1,746	2,115	2,518	3,038
净利润 (百万港元)	222	331	276	356	488
每股收益 (港仙)	10.80	12.93	10.77	13.89	19.06
每股收益变动 (%)	52.7	19.7	(16.7)	28.9	37.2
市盈率 (x)	30.8	25.8	30.9	24.0	17.5
市帐率 (x)	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6
股息率 (%)	0.8	1.0	0.8	1.0	1.4
股本回报率 (%)	12.2	13.4	10.4	12.1	14.7
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	7.7	85.6	117.2	135.0

资料来源: 公司资料, 招银国际预测

#### 买入 (维持)

目标价	HK\$4.16
(此前目标价)	HK\$4.16)
潜在升幅	+23.8%
当前股价	HK\$3.36

#### 萧小川

电话: (852) 3900 0849

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

#### 电力板块

市值(百万港元)	8,604
3月平均流通量(百万港元)	1.89
52周最高/低(港元)	5.54/2.81
总股本(百万)	2,562

Source: Bloomberg

#### 股东结构

Energy Garden	70.6%
中信集团	8.0%
流通股	21.4%

来源: 港交所

#### 股价表现

	绝对	相对
1月	8.9%	9.6%
3月	-9.3%	-1.8%
6月	-17.5%	1.5%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: [www.vpower.com](http://www.vpower.com)

**利润表**

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>1,531</b>	<b>1,746</b>	<b>2,115</b>	<b>2,518</b>	<b>3,038</b>
系统集成	1,063	1,183	1,339	1,487	1,635
投资、建设及营运	468	563	776	1,032	1,403
销售成本	(1,033)	(1,169)	(1,396)	(1,594)	(1,876)
<b>毛利</b>	<b>498</b>	<b>577</b>	<b>719</b>	<b>924</b>	<b>1,163</b>
销售费用	(24)	(29)	(33)	(37)	(41)
行政费用	(201)	(205)	(222)	(242)	(270)
其他收益	54	190	59	29	28
其他费用	(4)	(99)	(63)	(25)	(30)
<b>息税前收益</b>	<b>322</b>	<b>435</b>	<b>459</b>	<b>650</b>	<b>849</b>
财务费用	(69)	(77)	(166)	(272)	(330)
<b>税前利润</b>	<b>253</b>	<b>358</b>	<b>293</b>	<b>378</b>	<b>519</b>
所得税	(31)	(26)	(18)	(23)	(31)
非控制股东权益	-	(1)	1	1	1
<b>净利润</b>	<b>222</b>	<b>331</b>	<b>276</b>	<b>356</b>	<b>488</b>

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>1,967</b>	<b>3,449</b>	<b>4,965</b>	<b>6,249</b>	<b>7,227</b>
固定资产	1,931	3,413	4,929	6,213	7,191
投资性房地产	19	19	19	19	19
存款和其他应收款	11	11	11	11	11
递延所得税资产	6	6	6	6	6
其它非流动资产	-	-	-	-	-
<b>流动资产</b>	<b>3,058</b>	<b>3,123</b>	<b>3,670</b>	<b>3,708</b>	<b>4,294</b>
现金及现金等价物	1,392	1,034	1,224	905	969
抵押存款	291	166	139	364	472
存货	546	712	846	881	1,063
应收账款和票据	708	781	1,026	1,122	1,354
预付款项,存款和其他应收款	102	315	319	319	319
其他流动资产	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>1,709</b>	<b>2,290</b>	<b>2,966</b>	<b>2,746</b>	<b>2,731</b>
短期借款	717	532	1,600	1,500	1,400
应付账款	408	904	497	669	654
其他应付款	556	832	842	542	633
应交税金	26	18	22	26	30
其他流动负债	1	4	5	9	14
<b>非流动负债</b>	<b>1,054</b>	<b>1,176</b>	<b>2,421</b>	<b>3,480</b>	<b>4,846</b>
长期借款	322	857	2,042	3,220	4,537
递延所得税负债	4	6	6	6	6
其他长期负债	729	313	373	254	304
<b>净资产总值</b>	<b>2,262</b>	<b>2,461</b>	<b>2,700</b>	<b>2,982</b>	<b>3,371</b>
少数股东权益	-	(1)	36	38	40
<b>股东权益</b>	<b>2,262</b>	<b>2,461</b>	<b>2,664</b>	<b>2,943</b>	<b>3,331</b>

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前收益	253	357	292	377	518
折旧和摊销	115	168	190	266	367
营运资金变动	315	(590)	(685)	(608)	(402)
税务开支	(35)	(23)	(18)	(23)	(31)
其他	1	3	(337)	13	15
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>128</b>	<b>(85)</b>	<b>(557)</b>	<b>25</b>	<b>466</b>
购置固定资产	(1,135)	(407)	(1,469)	(1,349)	(1,522)
其他	583	(84)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(551)</b>	<b>(491)</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(1,349)</b>	<b>(1,522)</b>
募集资金	1,501	(29)	(0)	-	0
净银行借贷	73	350	2,253	1,078	1,217
股息	-	(103)	(72)	(75)	(99)
其他	(43)	(0)	(1)	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,530</b>	<b>217</b>	<b>2,217</b>	<b>1,005</b>	<b>1,119</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,107</b>	<b>(359)</b>	<b>190</b>	<b>(318)</b>	<b>64</b>
年初现金及现金等价物	287	1,392	1,033	1,224	905
外汇汇率变动的影响	(2)	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,392</b>	<b>1,033</b>	<b>1,224</b>	<b>905</b>	<b>969</b>
<b>资产负债表的现金</b>	<b>1,392</b>	<b>1,034</b>	<b>1,224</b>	<b>905</b>	<b>969</b>

来源:公司、招银国际预测

## 主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销量组合 (%)</b>					
系统集成	69	68	63	59	54
投资、建设及营运	31	32	37	41	46
<b>伟能集团</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>增长 (%)</b>					
收入	26.2	14.0	21.2	19.0	20.6
毛利	44.7	15.9	24.7	28.6	25.8
经营利润	61.6	34.9	5.6	41.6	30.7
净利润	57.1	48.9	(16.7)	28.9	37.2
	-	-	-	-	-
<b>盈利能力比率 (%)</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>38</b>
毛利率	17	20	14	15	17
税前利率	15	19	13	14	16
净利润率	12	7	6	6	6
有效税率	-	-	-	-	-
<b>资产负债比率</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
流动比率 (x)	1.8	1.4	1.2	1.4	1.6
平均应收账款周转天数	169.6	155.6	155.9	155.7	148.7
平均应付账款周转天数	146.7	247.1	118.5	149.9	116.0
平均存货周转天数	195.9	196.4	203.7	197.8	189.2
净负债/总权益比率 (%)	净现金	7.7	85.6	117.2	135.0
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	15.9	14.0	10.8	12.7	15.6
资产回报率	5.7	5.7	3.6	3.8	4.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(港币,分)	8.67	12.92	10.76	13.88	19.05
每股股息(港币,分)	2.57	3.23	2.62	3.38	4.64
每股账面值(港币)	0.88	0.96	1.04	1.15	1.30

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于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 及 46 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上责任。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，请与我们联系。

#### 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。