

偉能集團 (1608 HK)

IBO 專案進展如期, 投資始見協同效應

- ❖ **IBO 項目進展如期。**我們近期與偉能集團進行了業務資訊更新。管理層對於 SI 發電裝備板塊位置銷售收入增長約 12% 指引, 並且對於外來 2-3 年維持穩定增速展望。對於 IBO 業務, 公司透露主要項目進展如期。今年截止目前, 公司在秘魯和中國分別新增 IBO 裝機容量 80 及 8.2 兆瓦, 並預期將有 218.9 兆瓦專案 (可執行度較高專案) 計畫於 2019 年投入運營。我們預計公司的有效裝機容量 (年等效滿發裝機) 增長將在 2018 年有明顯放緩, 但專案儲備將於 2019 年開始有效釋放。我們測算偉能集團在 2018-20E 期間的有效裝機增速分別為 16.2/40.3/38.5%。
- ❖ **戰略投資始見協同效應。**偉能與中信泰富(267 HK)合資籌組了一支首期規模為 1.6 億美元基金。該基金已投資兩個專案, 分別名為 Byrne Equipment Rental LLC, 一家立足於中東地區的電力租賃服務提供者, 以及 Orcan International, 一家通過有機朗肯迴圈 (ORC) 技術提供能源效率解決方案的德國企業。根據新聞報導, 偉能計畫在 109.7MW 緬甸 Myingyan II IBO 專案中使用 ORC 技術, 我們認為公司戰略投資已開始展現協同效應。管理層透露, ORC 設備可實現餘熱利用, 將公司目前發電裝置的廢熱轉換為電能, 而這將使整體的系統效率提升 8-10%。我們認為 Orcan 的技術將增強偉能在分散式能源業務的競爭力, 同時對 Byrne 的投資公司業務進一步通過其銷售管道拓展至中東市場。
- ❖ **解決負債問題以實現可持續發展。**我們預期偉能 2018 年盈利將受 1) IBO 業務裝機增速放緩以及 2) 負債擴張速度遠超 IBO 產能增速所拖累。受上述原因影響, 上半年末淨負債率同比上漲了 100 個百分點。由於公司未來在 IBO 業務端的擴張仍需要大幅增加負債規模, 我們認為公司對於負債率的控制對公司的發展尤為重要。管理層希望通過多種方式來降低負債率, 包括 1) 加速應收款項回收, 2) 在項目層面引入新的投資人以實現項目股本金回流, 以及 3) 新的 IBO 專案或將採用合作開發方式。公司展望將中期淨負債率控制在 60-70% 區間。
- ❖ **長期展望維持樂觀。**基於更為保守的 IBO 業務新增裝機預測, 我們將 2018-20E 年盈利預測分別下調 3.9/20.8/13.8%, 自 2.87/4.49/5.66 億港元下調至 2.76/3.56/4.88 億港元。基於對 IBO 儲備項目仍在按計劃執行的判斷, 我們認為公司的長期業務價值仍然完好。我們對偉能的 DCF 目標價維持每股 4.16 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	1,531	1,746	2,115	2,518	3,038
淨利潤 (百萬港元)	222	331	276	356	488
每股收益 (港仙)	10.80	12.93	10.77	13.89	19.06
每股收益變動 (%)	52.7	19.7	(16.7)	28.9	37.2
市盈率 (x)	30.8	25.8	30.9	24.0	17.5
市帳率 (x)	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6
股息率 (%)	0.8	1.0	0.8	1.0	1.4
股本回報率 (%)	12.2	13.4	10.4	12.1	14.7
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	7.7	85.6	117.2	135.0

資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.16
(此前目標價)	HK\$4.16)
潛在升幅	+23.8%
當前股價	HK\$3.36

蕭小川

電話: (852) 3900 0849

郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

電力板塊

市值(百萬港元)	8,604
3月平均流通量(百萬港元)	1.89
52周最高/低(港元)	5.54/2.81
總股本(百萬)	2,562

Source: Bloomberg

股東結構

Energy Garden	70.6%
中信集團	8.0%
流動股	21.4%

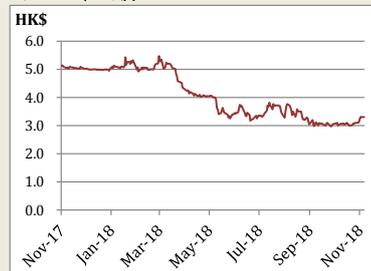
來源: 港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	8.9%	9.6%
3月	-9.3%	-1.8%
6月	-17.5%	1.5%

來源: 彭博

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

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,531	1,746	2,115	2,518	3,038
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)
毛利	498	577	719	924	1,163
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)
息税前收益	322	435	459	650	849
财务费用	(69)	(77)	(166)	(272)	(330)
税前利润	253	358	293	378	519
所得税	(31)	(26)	(18)	(23)	(31)
非控制股东权益	-	(1)	1	1	1
净利润	222	331	276	356	488

来源:公司、招銀國際預測

資產負債表

年结:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,967	3,449	4,965	6,249	7,227
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	-	-	-	-	-
流动资产	3,058	3,123	3,670	3,708	4,294
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	-	-	-	-	-
流动负债	1,709	2,290	2,966	2,746	2,731
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
非流动负债	1,054	1,176	2,421	3,480	4,846
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
净资产总值	2,262	2,461	2,700	2,982	3,371
少数股东权益	-	(1)	36	38	40
股东权益	2,262	2,461	2,664	2,943	3,331

来源:公司、招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万港币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前收益	253	357	292	377	518
折舊和攤銷	115	168	190	266	367
營運資金變動	315	(590)	(685)	(608)	(402)
稅務開支	(35)	(23)	(18)	(23)	(31)
其他	1	3	(337)	13	15
經營活動所得現金淨額	128	(85)	(557)	25	466
購置固定資產	(1,135)	(407)	(1,469)	(1,349)	(1,522)
其他	583	(84)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(551)	(491)	(1,469)	(1,349)	(1,522)
募集資金	1,501	(29)	(0)	-	0
淨銀行借貸	73	350	2,253	1,078	1,217
股息	-	(103)	(72)	(75)	(99)
其他	(43)	(0)	(1)	-	-
融資活動所得現金淨額	1,530	217	2,217	1,005	1,119
現金增加淨額	1,107	(359)	190	(318)	64
年初現金及現金等价物	287	1,392	1,033	1,224	905
外匯匯率變動的影響	(2)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	1,392	1,033	1,224	905	969
資產負債表的現金	1,392	1,034	1,224	905	969

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷量組合 (%)					
系統集成	69	68	63	59	54
投資、建設及營運	31	32	37	41	46
偉能集團	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	26.2	14.0	21.2	19.0	20.6
毛利	44.7	15.9	24.7	28.6	25.8
經營利潤	61.6	34.9	5.6	41.6	30.7
淨利潤	57.1	48.9	(16.7)	28.9	37.2
	-	-	-	-	-
盈利能力比率 (%)	33	33	34	37	38
毛利率	17	20	14	15	17
稅前利率	15	19	13	14	16
淨利潤率	12	7	6	6	6
有效稅率	-	-	-	-	-
資產負債比率	1.8	1.4	1.2	1.4	1.6
流動比率 (x)	1.8	1.4	1.2	1.4	1.6
平均應收賬款週轉天數	169.6	155.6	155.9	155.7	148.7
平均應付帳款週轉天數	146.7	247.1	118.5	149.9	116.0
平均存貨週轉天數	195.9	196.4	203.7	197.8	189.2
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	7.7	85.6	117.2	135.0
回報率 (%)					
資本回報率	15.9	14.0	10.8	12.7	15.6
資產回報率	5.7	5.7	3.6	3.8	4.5
每股數據					
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
每股賬面值(港币)	0.88	0.96	1.04	1.15	1.30

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 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士。