

伟能集团 (1608 HK)

尽管受疫情影响，盈利仍维持高速增长

我们近期与伟能集团进行了业务信息更新。IBO 项目进展及缅甸合营项目受东南亚新冠疫情加剧影响在四季度经历了一些延误，而 SI 系统集成业务的出货量则在 2020 年全年维持稳定增长。我们将 2020-21 年盈利展望分别下调 28.9%/35.1% 以反映 IBO 新增装机放缓以及高于我们此前预期的 LNG 采购价格。我们预料公司 2020 年盈利增速仍将达到 78.3%。我们对公司的 DCF 目标价据此下调 26.9% 至每股 4.00 港元。目前公司的市值处于 8.7 倍 2021 年前瞻市盈率，我们认为公司的估值吸引。维持买入评级。

- 疫情影响在四季度开始显现。**随着东南亚国家新冠感染人数增加，公司的 IBO 业务在缅甸、斯里兰卡和印尼遭遇到了一些延误。而 IBO 业务所覆盖地区的电力需求也受到一定程度的拖累，导致部分项目的发电量受到的影响。在英国的燃气调峰机组则是受到了当地封城措施及脱欧进程的影响。我们认为伟能集团的 IBO 项目储备出现了 3-6 个月的延期，我们将公司的新增产能预估调慢至更为保守的预期。
- 缅甸合营项目将带动盈利增速。**尽管缅甸项目产能释放进程受疫情影响遭遇了一些延误，我们认为合营项目进展仍旧有条不紊地朝目标进程前进。在 2020 年 11 月，昂山素季和她所领导的民主联盟成功连任，有望进一步稳固公司的合营项目运营，因合营公司的三个项目对缅甸来说是非常重要的电力供应来源。除了有利的选举结果以外，合营项目在 2020 年 11 月末在缅甸迎来了其定制的浮式储存单元 (FSU)，标志着该项目重要的项目里程碑。基于更为保守的合营项目利用率以及 LNG 采购价格假设，我们将合营项目 2020/21 年的盈利贡献分别下调 25.9%/44.7% 至 2.3/4.23 亿港元。
- 系统集成业务销售加速。**公司与 MTU 在中国地区的发电机业务销售签署了分销协议。过去数年，公司在系统集成业务收入端录得稳定增长。展望未来，随着数据中心、5G 基站、船用燃气轮机以及可再生能源调峰机组的需求日益提升，我们预期公司的系统集成业务将维持良好的增长动能。我们预计公司 2020-21 年的系统集成业务将保持低双位数增长。
- 2020 年盈利将增长 78.3%。**我们将公司 2020-22 年盈利展望下调 28.9%-35.1%，以体现受疫情影响以及更为保守的业务假设。尽管盈利下调，但因缅甸项目和新的 IBO 业务已带来盈利贡献，我们预料公司仍将在 2020 年实现较快的盈利增速。我们预测公司 2020/21 年盈利增长分别达 78.3%/50.1%。预计在短期内将发布盈利预喜。我们对公司维持买入评级，目标价下调 26.9% 至每股 4.00 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	2,421	2,794	3,383	4,091	4,668
同比 (%)	38.6%	15.4%	21.1%	20.9%	14.1%
净利润(百万港元)	213	284	505	759	860
每股盈利(港元)	0.08	0.11	0.19	0.29	0.33
每股盈利变动 (%)	(35.6)	32.4	75.6	47.4	13.3
市场平均盈利预测(港元)	N/A	N/A	0.220	0.390	0.360
市盈率(倍)	29.9	22.6	12.9	8.7	7.7
市净率(倍)	2.5	2.3	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	0.8	1.1	1.9	2.8	3.2
权益收益率 (%)	8.3	10.1	14.6	18.3	17.9
净负债率 (%)	123.2	112.7	90.6	78.1	68.4

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

*本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$4.00
(此前目标价)	HK\$5.47
潜在升幅	+55.6%
当前股价	HK\$2.57

分布式能源

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	6,803
3 月平均流通量(百万港元)	9.58
52 周内股价高/低(港元)	4.54/1.98
总股本(百万)	2,647

数据源：彭博

股东结构

Energy Garden	70.5%
中信泰富	8.0%
流通股	21.4%

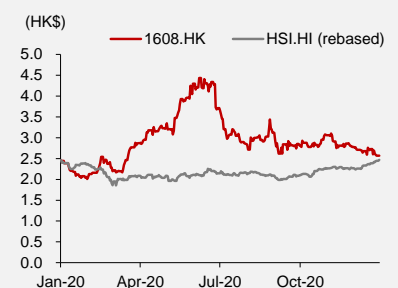
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.6%	-15.1%
3-月	-9.8%	-23.8%
6-月	-30.7%	-39.8%
12-月	0.6%	1.3%

数据源：Wind

股份表现



数据源：Wind

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	2,421	2,794	3,383	4,091	4,668
系统集成	1,579	1,757	1,970	2,069	2,234
投资、建设及营运	508	1,038	1,413	2,023	2,434
销售成本	(1,714)	(2,057)	(2,485)	(2,981)	(3,384)
毛利	707	737	898	1,111	1,284
销售费用	(26)	(31)	(33)	(36)	(38)
行政费用	(273)	(339)	(338)	(409)	(467)
其他收益	40	144	154	34	34
其他费用	(32)	(5)	(85)	(20)	(23)
息税前收益	416	506	595	679	789
利润分享	6	67	238	437	437
财务费用	(191)	(249)	(252)	(244)	(238)
税前利润	231	323	582	872	989
所得税	(30)	(41)	(76)	(113)	(129)
非控制股东权益	(12)	(1)	1	1	1
净利润	213	284	505	759	860

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前收益	231	323	582	872	989
折旧和摊销	200	269	345	409	481
营运资金变动	(1,602)	957	(568)	(258)	(155)
税务开支	(26)	(42)	(75)	(114)	(128)
其他	994	(8)	(11)	3	3
经营活动所得现金净额	(203)	1,500	272	913	1,189
购置固定资产	(1,735)	(1,628)	(1,162)	(794)	(1,047)
其他	141	0	(122)	-	-
投资活动所得现金净额	(1,593)	(1,628)	(1,283)	(794)	(1,047)
募集资金	(9)	-	299	-	-
净银行借贷	2,361	247	867	78	155
股息	(83)	(40)	(93)	(152)	(198)
其他	(983)	153	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,332	359	1,076	(72)	(42)
现金增加净额	(465)	231	65	47	101
年初现金及现金等价物	1,034	541	772	837	884
外汇汇率变动的影响	(27)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	541	772	837	884	985
资产负债表的现金	541	772	837	884	985

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	2,947	4,995	6,084	6,474	7,049
固定资产	1,812	3,761	4,268	4,638	5,190
投资性房地产	25	25	24	24	23
存款和其他应收款	164	147	150	155	164
联营合营企业投资	15	15	15	15	15
其它非流动资产	931	1,029	1,608	1,622	1,637
流动资产	4,447	3,956	4,225	4,746	5,206
现金及现金等价物	541	772	837	884	985
抵押存款	48	62	60	61	63
受限制现金	81	82	82	82	82
存货	1,249	886	1,015	1,227	1,400
应收账款和票据	1,071	1,226	1,450	1,714	1,909
其它流动资产	1,455	928	781	777	768
流动负债	3,288	3,501	3,338	3,405	3,482
短期借款	2,384	1,783	1,850	1,758	1,670
应付帐款	395	739	788	827	894
其他应付款	493	805	644	759	853
应交税金	6	18	22	26	30
其他流动负债	3	127	5	6	6
非流动负债	1,490	2,592	3,399	3,633	3,928
长期借款	585	1,450	2,249	2,420	2,662
递延所得税负债	20	19	19	19	19
其他长期负债	105	352	358	422	474
少数股东权益	46	37	40	42	44
股东权益	2,570	2,822	3,533	4,139	4,801
净资产总值	2,616	2,859	3,573	4,181	4,845

主要比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销量组合 (%)					
系统集成	65.2	62.9	58.2	50.6	47.9
投资、建设及营运	21.0	37.1	41.8	49.4	52.1
伟能集团	86.2	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	38.6	15.4	21.1	20.9	14.1
毛利	22.5	4.3	21.8	23.7	15.6
经营利润	(4.2)	21.5	17.8	14.1	16.2
净利润	(35.7)	32.9	78.3	50.1	13.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.2	26.4	26.5	27.1	27.5
税前利率	9.5	11.6	17.2	21.3	21.2
净利润率	8.8	10.1	14.9	18.5	18.4
有效税率	13.0	12.7	13.0	13.0	13.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.1	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	139.6	150.0	144.3	141.1	141.7
平均应付帐款周转天数	64.0	159.3	110.0	94.6	91.7
平均存货周转天数	208.9	189.5	139.6	137.3	141.7
净负债/总权益比率 (%)	123.2	112.7	90.6	78.1	68.4
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	10.0	14.3	18.3	17.9
资产回报率	2.9	3.2	4.9	6.8	7.0
每股数据					
每股盈利(港币,分)	8.3	11.1	19.1	28.7	32.5
每股股息(港币,分)	2.0	2.8	4.8	7.1	8.1
每股账面值(港币)	1.00	1.10	1.34	1.56	1.81

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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之分析员，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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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作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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。