

# 伟能集团(1608.HK)

买入(首次评级)

目标价: 4.89 港元

最新价: 2.81 港元

缅甸大型合资项目投产，业绩迎高速增长期

- 伟能集团为全球大型发电机组系统集成商之一，公司业务由两大部分构成，分别为统集成(SI)业务和投资、建设及营运(IBO)业务。SI 业务为客户设计、集成及销售发动机式发电机组、配套设备及发电系统；IBO 业务专注于交付分布式发电项目。
- 由于公司位于缅甸大型合资项目于今年中投产，加上其他 IBO 项目陆续投入营运，公司的总装机规模大幅上升，预期来自 IBO 业务增长及合营企业贡献将会提升，2020 至 2021 年度财务表现将迎来高速增长期。
- 分布式发电行业前景广阔，特别是公司业务重心地—缅甸，目前通电率仍然低于其他周边国家。该国早前推出「全国电气化计划」，目标在 2025 年之前全国通电率达到 75%，2030 年前通电比率达到百分百。随着经济发展和城镇化推进，预期电力需求会持续高企，为公司 IBO 业务带来更多机遇。中技伟能于缅甸项目成功投产，就分布式电站可利用 LNG 作为燃料提供示范。在液化天然气(LNG)低迷的环境下，有助吸引缅甸政府或其他承购商拓展更多 LNG 项目。

## 盈利预测及投资建议

- 预期公司 2020 和 2021 年归属于母公司股东净利润分别为 5.6 亿和 10.3 亿港元，相当于每股盈利 0.21 和 0.39 港元。根据我们的贴现现金流(DCF)模型，推算目标价为 4.89 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 12.5 倍，潜在上升空间约 74.0%。我们首次覆盖，给予「买入」评级。
- 潜在下行风险: 新订单增长不似预期；政策风险；主要业务国家/地区电力需求放缓

人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	2794.0	3098.8	3244.8	3523.6
按年变动(%)	15.4%	10.9%	4.7%	8.6%
归母净利润(百万元)	283.6	558.9	1029.9	1101.4
按年变动(%)	33.0%	97.1%	84.3%	6.9%
每股收益(元)	0.11	0.21	0.39	0.42
每股账面值(元)	1.1	1.5	1.8	2.1
市盈率(倍)	25.3	13.3	7.2	6.8
市账率(倍)	2.51	1.84	1.55	1.32

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部

### 基本数据

总股数(百万股)	2646.7
市值(亿港元)	7436.1
行业	能源
52 周最高价(港元)	4.52
52 周最低价(港元)	1.96
发布日期	2020 年 12 月 4 日

### 分析员

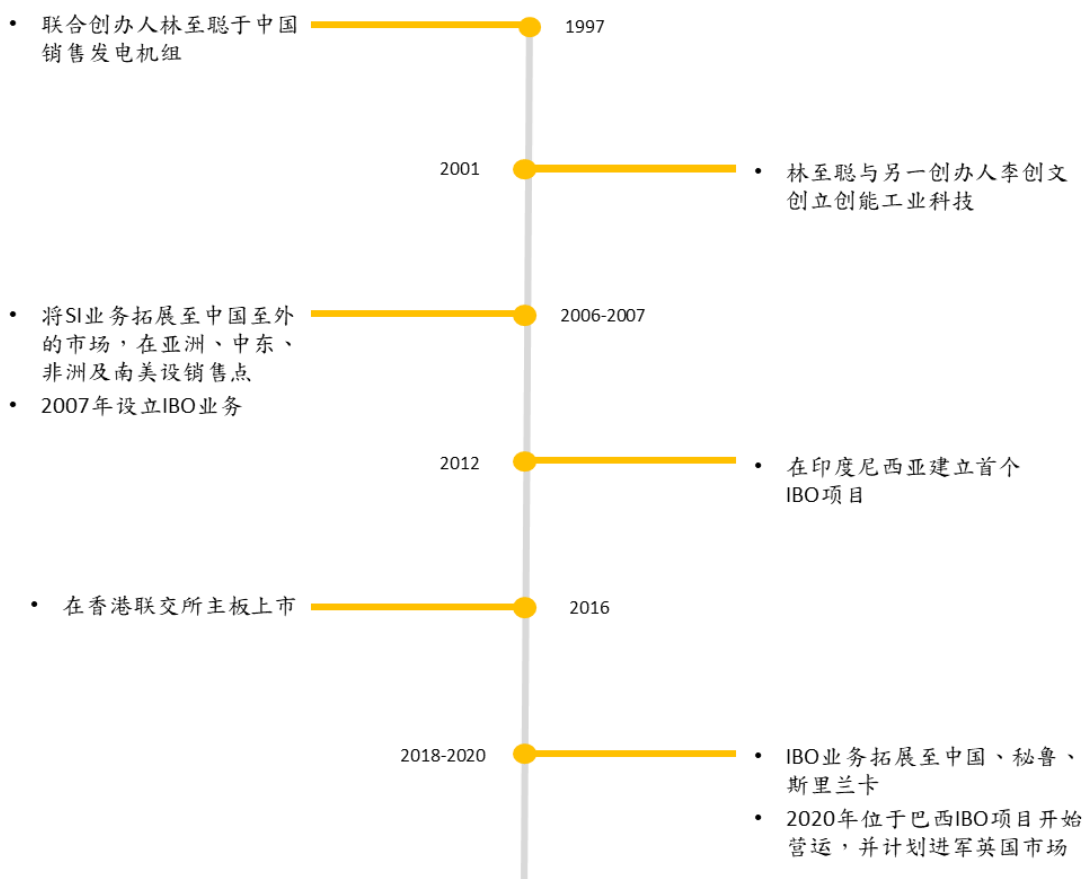
何启俊 CFA, FRM  
Bevis.ho@elstone.com.hk  
+852 3725-4353

# 公司概况

## 简介

- 伟能集团为全球大型发电机组系统集成商之一，公司业务由两大部分构成，包括向客户提供发电机组及发电系统的系统集成(SI)业务；以及向承购商提供电力的投资、建设及营运(IBO)业务。目前两项业务均在行内具有明显的领导地位，SI业务为东南亚燃气内燃机组集成的龙头企业，在全球则排名第五位；IBO业务则在东南亚、印度尼西亚和缅甸市场，拥有最多燃气发动机分布式发电站的私营企业兼营运商。
- 公司发展历史可追溯至1997年，联合创办人之一林至聪在中国销售发电机组，其后于2001年与另一联合创办人李创文创立伟能工业科技。发展初期，公司于中国销售燃柴油发电机组和设计发电系统，为SI业务奠下基础。2006年，SI业务进军至中国以外的地区，并于翌年开展IBO业务。2016年，伟能集团于香港主板上市。时至今日，公司的客户遍布于中国及香港、东南亚、中东以及南美等地。

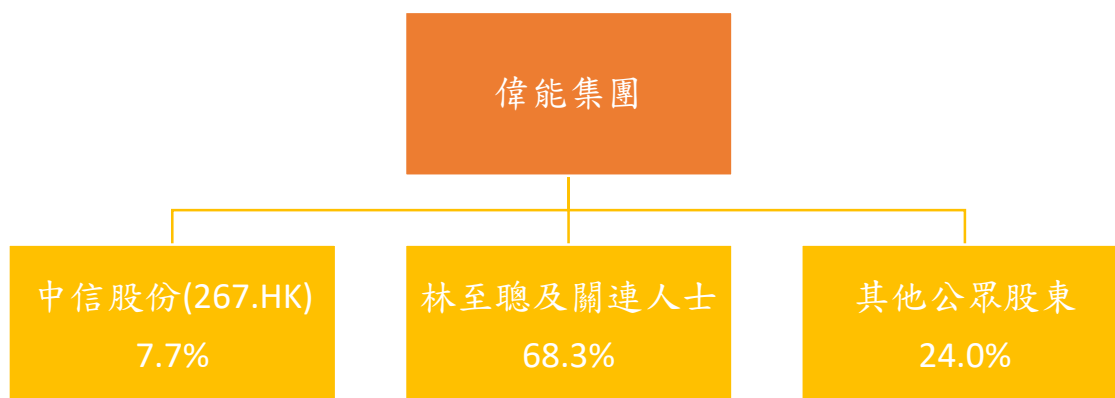
## 伟能集团发展流程图



来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

## 股权架构

- 截至2020年8月，公司大股东为联合创始人林至聪及关连人士，持有68.3%股权。第二大股东为中信股份(267.HK)，持股量为7.7%，为伟能集团首次公开招股的基石投资者。中信股份具有国企背景，为一间从事金融、资源能源、工程承包房地产等业务综合企业。

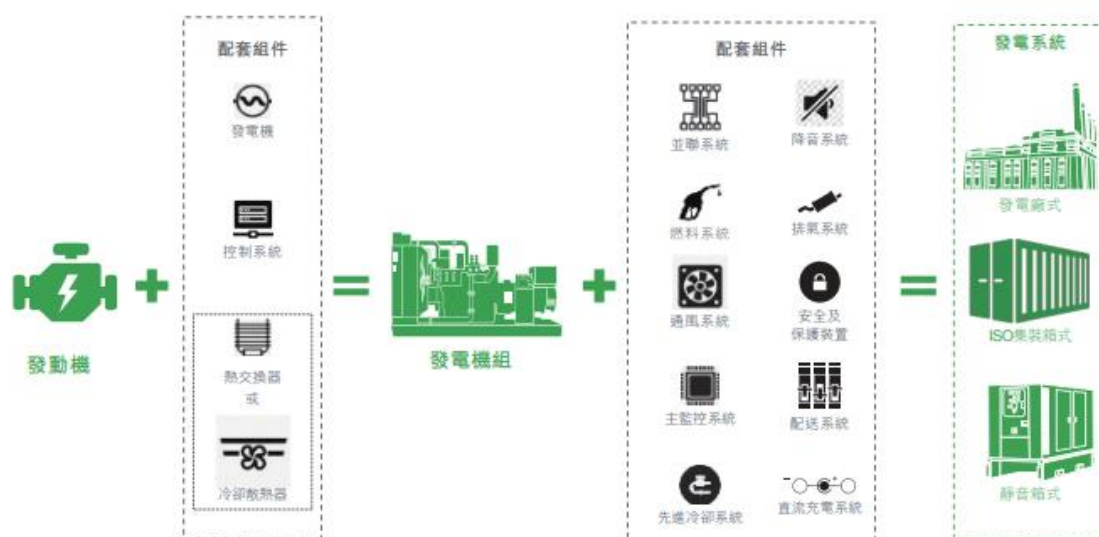


来源: 彭博, 经千里硕证券整理(资料截至2020年8月5日)

## 业务模式

- 承上文，公司业务分为两部分。SI业务为客户设计、集成及销售发动机式发电机组、配套设备及发电系统，同时提供维修及维护服务。SI业务的客户基础相当广泛，分布于中国、香港、新加坡、中东、英国等地，而且客户来自各行各业，包括工业级及电力级分布式、政府、住宅、商用物业、数据中心、铁路项目、电商物流中心及船用市场等，有助于公司分散地域或过份依赖特定行业客户之风险。

### SI 业务涉及的各种组件



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 发电机组通过内在的发动机产生机械能，进行发电，可用的燃料包括天然气、汽油、柴油、重燃油(HFO)、液化燃油(LFO)，甚至生物柴油等。伟能集团的发电机组主要利用燃气及燃柴油作为燃料，其发动机则采购自劳斯莱斯旗下的发动机生产商 MTU。顺带一提，2020 年伟能集团成为 MTU 的分销商。
- 发电机组会与一系列的组件，例如通风、冷却、监控、隔音等系统组装，形成一个发电系统，并安置于电力站、封闭式静音箱或 ISO 标准集装箱。公司主要销售置于集装箱的发电系统，具有方便运输、储存、安装及拆卸等特点。一般而言，集装箱长度为 20 呎或 40 呎。

### ISO 标准集装箱式发电系统



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 目前 SI 业务的重心区域为亚洲地区(不包括中国内地及香港)。2020 年上半年，来自亚洲地区的收入贡献占 SI 业务的 51.9%，其次为中国内地及香港。

### SI 业务按地区划分的收入比重

百分比(%)	FY17	FY18	FY19	1H20
中国及香港	38.3	29.2	31.4	46.1
其他亚洲地区*	54.6	60.9	57.1	51.9
其他国家	7.2	9.9	11.5	2.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0

来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

\*其他亚洲国家包括新加坡、阿拉伯联合酋长国、缅甸、印度尼西亚、南韓、孟加拉国、马来西亚及以色列

- IBO 业务专注于交付分布式发电项目，为承购商提供实时，稳定及可靠的电力供应。业务针对拥有半永久电力需求的客户，例如建成大型发电站或基础设施前需要过渡电力的电力企业，通常在新兴国家较常见。伟能集团为东南亚、印度尼西亚和缅甸市场中，拥有最多燃气发动机分布式发电站的私人企业兼营运商。
- 公司会参与整个分布式发电项目的流程，由项目采购、开发、建设及融资，



以至日常营运及提供维护服务。公司会按照与承购商约定提供的发电量及合约容量收费，例如涵盖最低订约电力承购金额；或每月固定收费，另加实际发电量计的可变金额。至于经营协议的期限有相当大弹性，由6个月至5年不等，甚至有少部分项目的协议期限长达15至20年。

#### 位于缅甸的 Kyauk Phyu I 及 Kyauk Phyu II 分布式发电项目



来源: 公司资料

- 截至2020年6月底止，公司营运的 IBO 项目共 21 个(连同合营中技伟能的 3 个缅甸项目)，合计装机容量达到 1874.2 兆瓦。项目分布于东南亚、中国内地及拉丁美洲。其中缅甸及印度尼西亚的装机容量分别为 1446.4 兆瓦及 169.3 兆瓦，占总装机容量 77.2% 及 9.0%。

#### IBO 业务正营运的项目

项目	合约期(月)	装机容量(兆瓦)	占总装机容量(%)
缅甸			
Kyauk Phyu I	60	49.9	
Kyauk Phyu II	60	49.9	
Myingyan I	60	149.8	
Myingyan II	60	109.7	
Yangon	48	4.7	
Kyun Chaung	24	23.2	
中技伟能项目	60	1095.5	
小计	-	<u>1446.4</u>	<u>77.2</u>
印度尼西亚			
Teluk Lembu I	12	20.3	
Teluk Lembu II	12	65.8	
Jambi	60	56.4	
Rengat	36	20.3	
Muko	24	6.5	
小计	-	<u>169.3</u>	<u>9.0</u>

拉丁美洲			
Iquitos	240	79.8	
Amazons State	60-180	70.3	
小计	-	<u>150.1</u>	<u>8.0</u>
斯里兰卡			
Hambantota	6	28.1	
Horana	6	26.8	
Galle & Pallekele	6	38.8	
小计	-	<u>93.7</u>	<u>5.0</u>
中国			
山东 I	180	8.2	
山东 II	180	6.2	
小计	-	<u>14.4</u>	<u>0.8</u>
总装机容量	-	<u>1874.2</u>	<u>100.0</u>

来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 按地区收入划分, 截至 2020 年上半年, 秘鲁和缅甸分别贡献 IBO 收入占比 34.6% 和 42.7%。由于中技伟能的大型项目投入营运, 来自缅甸的收入贡献增多,

#### IBO 业务按地区划分的收入比重

百分比(%)	FY17	FY18	FY19	1H20
秘鲁	32.5	39.6	43.3	34.6
缅甸	54.2	30.5	39.8	42.7
印度尼西亚	-	20.5	13.3	6.8
斯里兰卡	-	-	2.1	2.5
中国	-	1.6	1.5	2.0
孟加拉国	13.3	7.8	-	-
巴西	-	-	-	11.4
合计	100.0	100.0	100.0	100.0

来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

#### 与中技公司战略合作

- 2020 年 2 月份, 伟能集团宣布与中国技术进出口集团有限公司(中技公司)建立战略合作伙伴关系, 双方成立合资企业, 各自持有五成股权。合资将会发展及营运缅甸电力和能源部旗下三个液化天然气(LNG)发电项目(即 Thaketa、Thanlyin 以及 Kyauk Phyu 项目), 合约期为 60 个月。其中 Thaketa 项目已于 6 月中旬正式投入运作, 电力会通过电网配送到缅甸各地, 尤其是仰光地区。

### 合营位于缅甸的项目(左起: Thanlyin, Thaketa, Kyauk Phyu)



来源: 公司资料

- 事实上, 双方自 2010 起建立业务合作, 中技公司为伟能担任工程总承包商。中技公司具有国企背景, 业务包括重大技术装备和成套设备进出口、国内外工程承包和项目管理、贸易、招标、商务、技术咨询及投融资等。
- 通过合营开发缅甸的液化天然气发电项目, 有助减轻伟能集团的财政负担以及降低风险, 主要是上述项目为缅甸首次引入液化天然气作为发电燃料, 有别于以往的 IBO 项目, 除供应和营运发电机组外, 同时要兼顾从海外进口液化天然气、物流、储气和再气化等环节。为确保液化天然气的稳定供应, 合营配备一艘液化天然气船, 名为「中技伟能能源」, 全长 272 米, 容积总吨达到 10.6 万平方米。

### 合营配置的液化天然气船



来源: 公司资料

### 首次进行配股集资

- 2020 年 7 月 14 日, 公司宣布以先旧后新方式配售 8,300 万股, 占扩大后股本 3.14%。每股配售价为 3.75 元, 较前收市价(7 月 13 日)4.31 港元折让 12.99%, 为公司上市以来首次进行配股。集资所得净额约为 3.0 亿港元, 用于投资缅甸合营、其他潜在 IBO 项目、偿还债务及一般营运资金。

## 前景展望

### 缅甸通电率低，电力需求持续高企

- 缅甸是中南半岛国土面积最大之国家，首都位于内比都(Nay Pyi Taw)，人口逾 5,400 万人，为东盟经济共同体(AEC)及《区域全面经济伙伴关系协议》(RCEP)成员。以往缅甸受到军政府长期统治及国际制裁，严重窒碍经济发展，目前被联合国界定为低度开发国家。
- 自 2011 年起缅甸结束军政府治国，全国进行经济改革开放。缅甸经济快速起飞，2014 至 2019 年期间 GDP 增长大致保持在 6%以上。撇除今年受到疫情影响，国际货币基金组织(IMF)预测缅甸 2021 年的 GDP 增长会达到 7.5%，较邻近国家为高。

#### 缅甸与邻国的 GDP 增长

百分比(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E*	2021E*
<b>缅甸</b>	<b>8.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>1.8</b>	<b>7.5</b>
柬埔寨	7.1	7.0	6.9	7.0	7.5	7.0*	-1.6	6.1
老挝	7.6	7.3	7.0	6.8	6.3	4.7*	0.7	5.6
泰国	5.0	5.0	4.5	3.6	3.3	2.3	-0.5	4.2
越南	1.0	3.1	3.4	4.1	4.2	2.4*	-6.7	6.1
斯里兰卡	6.4	7.0	6.7	6.9	7.1	7.0	2.7	7.0

\*由 IMF 估算

来源: IMF (World Economic Outlook Database)，经千里硕证券整理

- 伴随经济起飞，缅甸的用电需求逐渐提高。惜当地能源发展相对缓慢，电力长期处于供不应求的状态，导致居民生活和经济活动均受到不良影响，成为缅甸发展的绊脚石。
- 根据国际能源机构(IEA)于 2020 年 10 月发表 World Energy Outlook-2020 的数据显示，2019 年缅甸全国通电率为 51%，城市及偏远地区的通电率分别为 76%及 39%。然而，相对于其他东南亚国家或发展中亚洲国家的平均水平，明显偏低。
- 有见及此，缅甸推出「全国电气化计划」，目标在 2025 年之前全国通电率达到 75%，2030 年前通电比率达到百分百。至于能源结构方面，缅甸计划在 2030 年，全国有 57%电力来自水力发展；燃煤发电则占 30%；天然气占 8%，余下为风电和太阳能发电。考虑到缅甸经济会保持较快增长，对电力需求只会有增无减，加上通电率偏低，预料会为伟能的 IBO 业务带来更多机遇。



缅甸与邻国的通电率

百分比(%)	2000	2005	2010	2015	2019	2019 Urban	2019 Rural
缅甸	5	13	24	30	51	76	39
文莱	>99	>99	>99	>99	>99	>99	>99
柬埔寨	4	12	23	49	75	>99	67
老挝	43	57	75	91	95	98	93
马来西亚	97	98	>99	>99	>99	>99	>99
菲律宾	74	77	80	90	96	>99	93
泰国	82	>99	>99	>99	>99	>99	>99
越南	76	95	97	99	>99	>99	99
斯里兰卡	62	68	77	99	>99	>99	>99

来源: IEA (World Energy Outlook-2020), 经千里硕证券整理

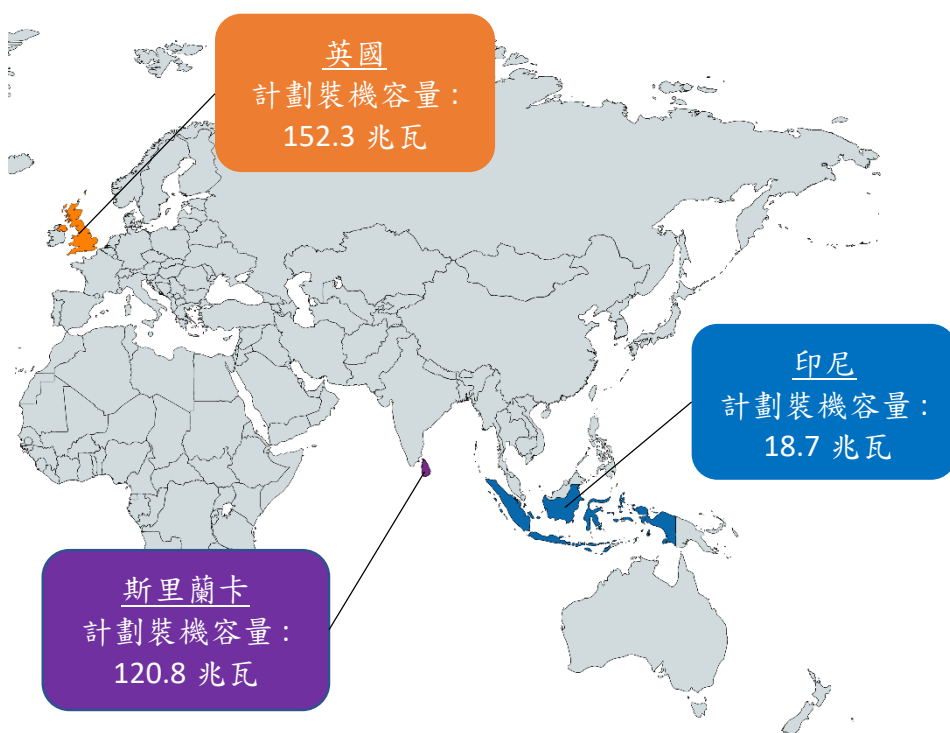
**东南亚国家积极改变能源组合**

- 中技伟能于缅甸项目成功投产，就分布式电站可利用 LNG 作为燃料提供示范。在 LNG 价格低迷环境下，可降低燃料成本，有助吸引缅甸政府或其他承购商拓展更多 LNG 项目。
- 今年上半年，新冠肺炎疫情在全球肆虐，主要天然气市场需求下滑，拖累液化天然气价格持续走低。日本、韩国曾停止进口 LNG，亚洲 LNG 现货价格年中一度跌穿 2 美元/mmBtu，为 5 年以来低位。
- 随着冬季采暖季节来临以及今年太平洋有概率出现「拉尼娜」现象，中国沿海城市及韩国地区冬天可能比往常寒冷，有助短期提振 LNG 需求和价格，近月亚洲 LNG 价格反弹。惟近年多国积极投资 LNG 产业，加上欧美地区的新冠肺炎疫情依然严峻，行业面临产能过剩，认为 LNG 价格缺乏长期上升诱因。
- 纵使不少东南亚国家目前的通电率已经达到逾九成水平，但污染度较高的火电发电依然扮演重要的角色。在今年 11 月份举行的全球能源互联网（亚洲）大会清洁发展与亚洲转型主题论坛上，与会专家均认同需要加快清洁能源大规模配置，推动各国能源基础设施升级，以促进亚洲能源转型。故此，天然气发电作为清洁能源之一，在各国积极改变能源组合的过程中，天然气占能源比例会持续上升，势推动对燃气发电机组的需求。

## 计划装机容量持续扩大，为 IBO 业务提供动力

- 截至今年 6 月底，伟能集团已中标或签订有效合约的潜在项目分布于斯里兰卡、印度尼西亚及英国，计划装机容量为 291.8 兆瓦。
- 随着多个 IBO 项目陆续投入运作以及憧憬未来会接洽更多新项目订单，IBO 业务收入增长会加快，收入占比亦会提升。由于 IBO 业务的毛利率较 IS 业务为高，相信会拉动公司整体毛利率表现。

### 已中标或签订有效合约的潜在项目分布

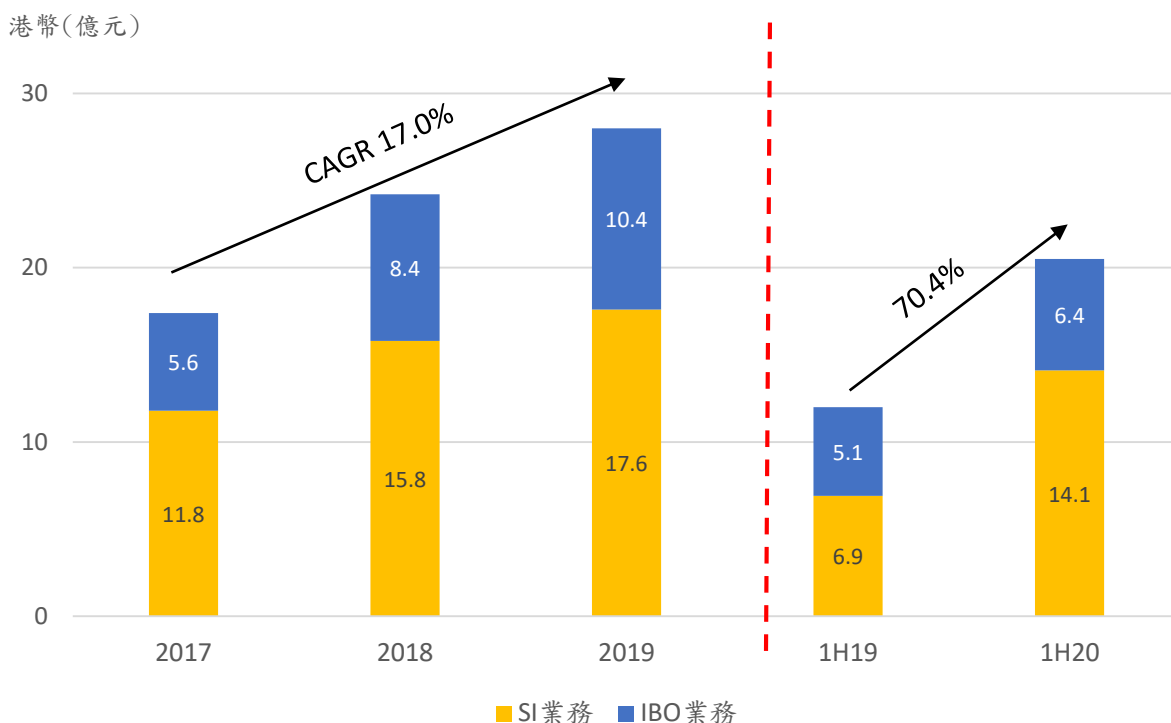


来源: <https://mapchart.net/>，经千里硕证券整理

## 财务分析

- 2017至2019年期间，伟能集团收入的复合年增长率为17.0%。2020年上半年，整体收入显著增长70.4%至20.5亿港元，归因于两项核心业务在疫情下，依然保持理想增长。SI业务增长动力来自于分布式电力市场、数据中心及船用市场，分部收入同比急升104.6%至14.1亿港元，占收入比重68.7%；IBO业务因缅甸及巴西新项目投产，收入同比上升24.6%至6.4亿港元。

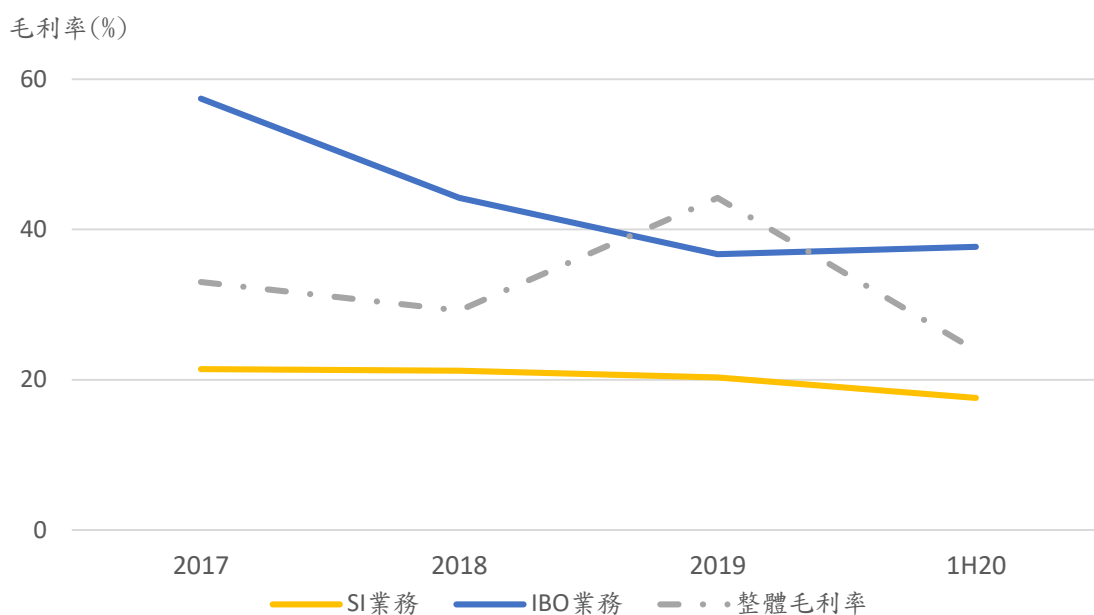
### 公司收入增长及分部贡献



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 2017至2019年，公司整体毛利率表现相对波动，相信是收入结构转变所致。其中SI业务毛利率相对稳定，维持在20%至22%之间。然而，IBO业务毛利率呈下跌趋势，由2017年的57.4%，下滑至2019年的36.7%。
- 2020年上半年，因毛利率较低的SI业务收入增速较快，同时收入占比提高，整体毛利率下跌9.1个百分点至23.9%(1H19: 33.0%)。SI业务毛利率下跌5.4个百分点至17.6%(1H19: 23.0%)；IBO业务则下跌8.7个百分点至37.7%(1H19: 46.4%)，归因于转嫁燃油成本上升及印度尼西亚之IBO项目的毛利率相对较低所致。

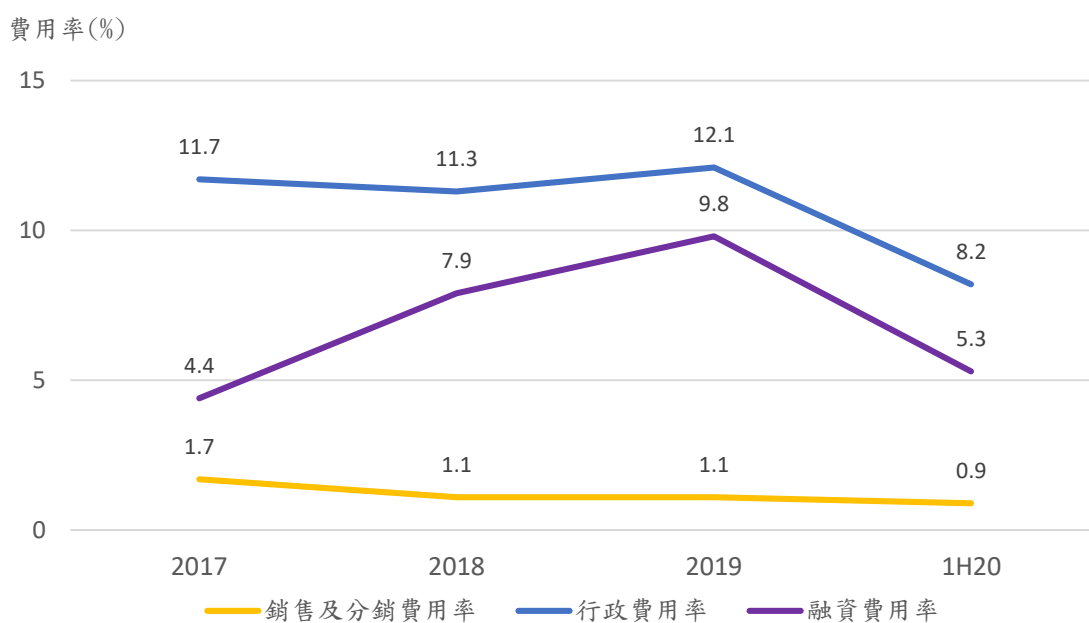
### 公司整体毛利率及分部毛利率



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 2020年上半年, 公司的销售及分销费用率保持稳定, 但行政费用率及融资费用率明显下降。其中行政费用增速仅42.6%, 明显较收入增长的70.4%慢, 相信是规模效应体现。而融资成本减少, 得益于计息贷款金额减少以及平均借贷成本下降所致。

### 公司各项费用率

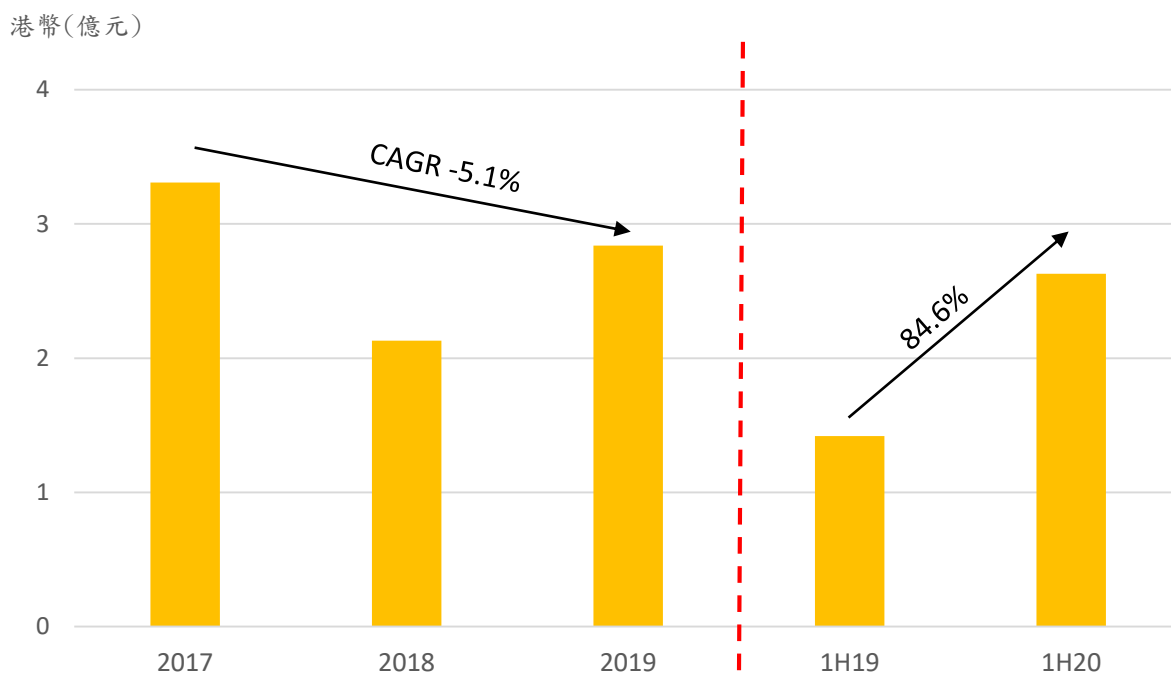




来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 2017至2019年期间, 归属于公司拥有人应占溢利的复合年增长率为-5.1%。  
2020年上半年, 归属于公司拥有人应占溢利同比增长84.6%至2.6亿港元。

### 公司溢利增长



来源: 公司资料, 经千里硕证券整理

- 截至2020年6月底止, 公司手头现金为10.2亿港元, 当中有6792.5万港元限制性现金以及3389.1万港元。短期负债及长期负债分别为14.4亿港元(其中2684.5万港元为优先票据)和22.8亿港元(其中7.5亿港元为优先票据)。净负债为27.2亿港元, 净负债比率为91.9%。
- 承如上文提及, 公司于7月中旬配售8,300万股, 集资所得净额约为3.0亿港元。目前公司手头现金增加至13.2亿港元, 净负债比率降至74.5%。

## 盈利预测及估值

- 随着伟能集团陆续有新项目投产以及于缅甸的合资项目将提供全年贡献，预期未来两个财政年度盈利表现将大幅增长。预期 2019 至 2022 年收入和归属于母公司股东净利润之复合年增长率分别为 8.0%及 57.2%。毛利率方面，我们预计 2019 年已见底，并于随后几个财政年度出现改善，主要是 IBO 业务的毛利率回升。
- 预期公司 2020 和 2021 年归属于母公司股东净利润分别为 5.6 亿和 10.3 亿港元，相当于每股盈利 0.21 和 0.39 港元。根据我们的贴现现金流(DCF)模型，推算目标价为 4.89 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 12.5 倍，潜在上升空间约 74.0%。我们首次覆盖，给予「买入」评级。
- 潜在下行风险: 新订单增长不似预期；政策风险；主要业务国家/地区电力需求放缓

## 贴现现金流估值

港币(百万元)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前溢利	1169.9	1252.5	1284.5	1332.9	1372.9	1415.9	1462.1	1505.1	1550.9	1599.8
已付所得税	(145.1)	(156.6)	(160.6)	(166.6)	(171.6)	(177.0)	(182.8)	(188.1)	(193.9)	(200.0)
折旧及摊销	490.0	529.0	477.2	482.7	488.4	494.4	500.6	507.1	513.8	520.8
营运资金转变	(115.7)	(158.6)	(152.7)	(169.3)	(138.0)	(149.0)	(161.0)	(149.3)	(159.6)	(170.7)
其他	(516.0)	(544.8)	(523.5)	(494.0)	(469.3)	(442.9)	(414.6)	(388.2)	(360.2)	(330.4)
经营现金流	883.1	921.5	924.9	985.7	1082.5	1141.4	1204.3	1286.5	1351.1	1419.5
资本开支	(635.4)	(442.2)	(518.9)	(524.9)	(531.2)	(537.7)	(544.4)	(551.5)	(558.9)	(566.6)
自由现金流	247.7	479.2	405.9	460.8	551.3	603.7	659.9	735.1	792.2	852.9
合营盈利贡献	760.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0
永续增长率	3.0%									
折现年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现率	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.50	0.45	0.41	0.37
折现自由现金流及合营盈利贡献	912.8	1049.6	896.2	848.7	824.0	775.3	730.4	695.6	653.5	614.6
无风险收益率	0.78%									
风险溢价	12.80%									
啤单系数	0.88									
股票成本	13.80%									
税前债务成本	1.13%									
税率	12.50%									
税后债务成本	1.36%									
债务/权益	35.00%									
加权平均资本成本	10.4%									
2021-2030自由现金流现值	8000.7									
折现终值	8553.9									
加: 现金及等值物	1087.0									
减: 负债	(4692.4)									
股权价值(百万港元)	12949.2									
每股价值(港元)	4.89									

来源:千里硕证券研究部

## 综合收益表(截至12月底止)

人民币(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>2794.0</b>	<b>3098.8</b>	<b>3244.8</b>	<b>3523.6</b>
销售成本	(2056.8)	(2286.5)	(2322.1)	(2512.9)
<b>毛利</b>	<b>737.3</b>	<b>812.4</b>	<b>922.7</b>	<b>1010.8</b>
其他收入及收益	143.5	164.9	135.0	136.2
销售及营销开支	(31.0)	(31.0)	(32.4)	(35.2)
行政费用	(339.0)	(350.2)	(360.2)	(391.1)
其他开支-净额	(5.2)	(6.2)	(6.5)	(7.0)
融资成本	(249.3)	(240.0)	(248.7)	(261.1)
应占合营公司盈亏	66.9	285.0	760.0	800.0
<b>所得税前利润</b>	<b>323.2</b>	<b>634.9</b>	<b>1169.9</b>	<b>1252.5</b>
所得税开支	(40.9)	(78.7)	(145.1)	(156.6)
净利润	282.3	556.2	1024.8	1095.9
非控股权益	1.3	2.8	5.1	5.5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>283.6</b>	<b>558.9</b>	<b>1029.9</b>	<b>1101.4</b>

## 资产负债表(截至12月底止)

人民币(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
应收账款及其他应收款	1225.6	1332.5	1362.8	1444.7
现金及现金等价物	772.4	991.7	1087.0	1385.1
其他	1957.9	2232.1	2334.2	3088.9
<b>流动资产合计</b>	<b>3956.0</b>	<b>4556.3</b>	<b>4784.0</b>	<b>5918.6</b>
物业、厂房及设备	3761.0	4170.3	4311.9	4221.3
无形资产	94.2	101.5	109.4	117.9
于合营的权益	853.0	898.1	898.1	898.1
其他	287.2	1186.8	1960.7	2255.4
<b>非流动资产合计</b>	<b>4995.4</b>	<b>6356.7</b>	<b>7280.1</b>	<b>7492.6</b>
<b>资产总计</b>	<b>8951.3</b>	<b>10913.0</b>	<b>12064.1</b>	<b>13411.3</b>
应付账款及其他应付款	739.1	960.3	975.3	1055.4
借款	1782.6	1700.0	1750.0	1800.0
其他	978.9	1178.9	1213.7	1301.7
<b>流动负债合计</b>	<b>3500.6</b>	<b>3839.2</b>	<b>3939.0</b>	<b>4157.1</b>
优先票据	764.4	742.4	720.4	698.4
借款	1449.7	1900.0	2200.0	2500.0
其他	378.0	392.0	399.6	431.4
<b>非流动负债合计</b>	<b>2592.1</b>	<b>3034.4</b>	<b>3320.0</b>	<b>3629.7</b>
<b>负债总计</b>	<b>6092.6</b>	<b>6873.6</b>	<b>7259.0</b>	<b>7786.8</b>
股本及储备	2821.9	3997.8	4763.6	5583.0
非控股权益	36.8	41.5	41.5	41.5
<b>权益总计</b>	<b>2858.7</b>	<b>4039.3</b>	<b>4805.1</b>	<b>5624.5</b>

## 现金流量表(截至12月底止)

人民币(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	323.2	634.9	1169.9	1252.5
折旧	277.9	345.1	487.0	525.7
其他	(609.8)	(39.3)	(513.0)	(541.6)
营运资金变动	1060.4	(282.0)	(115.7)	(158.6)
息、税开支	(39.8)	(78.7)	(145.1)	(156.6)
<b>营运现金流</b>	<b>1011.9</b>	<b>580.0</b>	<b>883.1</b>	<b>921.5</b>
资本开支	(1373.2)	(762.4)	(636.5)	(443.0)
其他	631.8	108.2	4.8	6.0
<b>投资现金流</b>	<b>(741.4)</b>	<b>(654.2)</b>	<b>(631.7)</b>	<b>(437.0)</b>
支付股息	(26.3)	(139.7)	(257.5)	(275.4)
借款变动	262.3	367.7	350.0	350.0
其他	(271.5)	61.5	(248.7)	(261.1)
<b>融资现金流</b>	<b>(35.4)</b>	<b>289.5</b>	<b>(156.2)</b>	<b>(186.4)</b>
期初现金	541.4	776.5	991.7	1087.0
现金流变动	235.1	215.3	95.3	298.1
<b>期末现金</b>	<b>776.5</b>	<b>991.7</b>	<b>1087.0</b>	<b>1385.1</b>

## 财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
收入增长(%)	15.4%	10.9%	4.7%	8.6%
毛利增长(%)	4.3%	10.2%	13.6%	9.5%
归母净利润增长(%)	33.0%	97.1%	84.3%	6.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	26.4%	26.2%	28.4%	28.7%
净利润率(%)	10.1%	18.0%	31.7%	31.3%
股本回报率(%)	9.9%	13.8%	21.4%	19.6%
资产回报率(%)	3.2%	5.1%	8.5%	8.2%
<b>偿付能力</b>				
负债比率(%)	68.1%	63.0%	60.2%	58.1%
净负债比率(%)	108.4%	80.4%	72.5%	62.4%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>每股指标</b>				
每股盈利(元)	0.11	0.21	0.39	0.42
每股账面值(元)	1.1	1.5	1.8	2.1
每股派息(元)	0.028	0.053	0.097	0.104
<b>估值</b>				
市盈率(倍)	25.3	13.3	7.2	6.8
市账率(倍)	2.51	1.84	1.55	1.32
股息率(%)	1.0%	1.9%	3.5%	3.7%



## 免责声明

本报告由千里硕证券有限公司(“千里硕”)研究部刊发，内容基于其认为可靠的来源，但就其是否公平、准确、完整或正确，千里硕概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改，恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览，并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下，千里硕及其员工和亲属或联系人，可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸，以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意，投资的价值和证券的价格可以上升或下跌，过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见，千里硕在任何情况下，就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失，概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于千里硕所有。未经千里硕许可，任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点，由证监会持牌分析师拟备，并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露，否则于本报告刊发日期，就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券，本报告的分析师并无持有任何权益。

*\*过去12个月，千里硕证券有限公司与伟能集团(1608.HK)有投资银行业务关系\**

千里硕证券有限公司

地址: 香港中环干诺道中 168-200 信德中心西翼 16 楼 1601-1604 室

电话: (852)3725 4300

传真: (852)3725 4399

电邮: enquiry@elstone.com