

# 偉能集團(1608.HK)

買入(首次評級)

目標價: 4.89 港元

最新價: 2.81 港元

緬甸大型合資項目投產，業績迎高增長期

- 偉能集團為全球大型發電機組系統集成商之一，公司業務由兩大部分構成，分別為統集成(SI)業務和投資、建設及營運(IBO)業務。SI 業務為客戶設計、集成及銷售發動機式發電機組、配套設備及發電系統；IBO 業務專注於交付分佈式發電項目。
- 由於公司位於緬甸大型合資項目於今年中投產，加上其他 IBO 項目陸續投入營運，公司的總裝機規模大幅上升，預期來自 IBO 業務增長及合營企業貢獻將會提升，2020 至 2021 年度財務表現將迎來高增長期。
- 分佈式發電行業前景廣闊，特別是公司業務重心地—緬甸，目前通電率仍然低於其他周邊國家。該國早前推出「全國電氣化計劃」，目標在 2025 年之前全國通電率達到 75%，2030 年前通電比率達到百分百。隨著經濟發展和城鎮化推進，預期電力需求會持續高企，為公司 IBO 業務帶來更多機遇。中技偉能於緬甸項目成功投產，就分佈式電站可利用 LNG 作為燃料提供示範。在液化天然氣(LNG)低迷的環境下，有助吸引緬甸政府或其他承購商拓展更多 LNG 項目。

## 盈利預測及投資建議

- 預期公司 2020 和 2021 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 5.6 億和 10.3 億港元，相當於每股盈利 0.21 和 0.39 港元。根據我們的貼現現金流(DCF)模型，推算目標價為 4.89 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 12.5 倍，潛在上升空間約 74.0%。我們首次覆蓋，給予「買入」評級。
- 潛在下行風險: 新訂單增長不似預期；政策風險；主要業務國家/地區電力需求放緩

| 人民幣        | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(百萬元)    | 2794.0 | 3098.8 | 3244.8 | 3523.6 |
| 按年變動(%)    | 15.4%  | 10.9%  | 4.7%   | 8.6%   |
| 歸母淨利潤(百萬元) | 283.6  | 558.9  | 1029.9 | 1101.4 |
| 按年變動(%)    | 33.0%  | 97.1%  | 84.3%  | 6.9%   |
| 每股收益(元)    | 0.11   | 0.21   | 0.39   | 0.42   |
| 每股賬面值(元)   | 1.1    | 1.5    | 1.8    | 2.1    |
| 市盈率(倍)     | 25.3   | 13.3   | 7.2    | 6.8    |
| 市賬率(倍)     | 2.51   | 1.84   | 1.55   | 1.32   |

來源: 公司資料, 千里碩證券研究部

### 基本資料

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 總股數(百萬股)    | 2646.7          |
| 市值(億港元)     | 7436.1          |
| 行業          | 能源              |
| 52 週最高價(港元) | 4.52            |
| 52 週最低價(港元) | 1.96            |
| 發布日期        | 2020 年 12 月 4 日 |

### 分析員

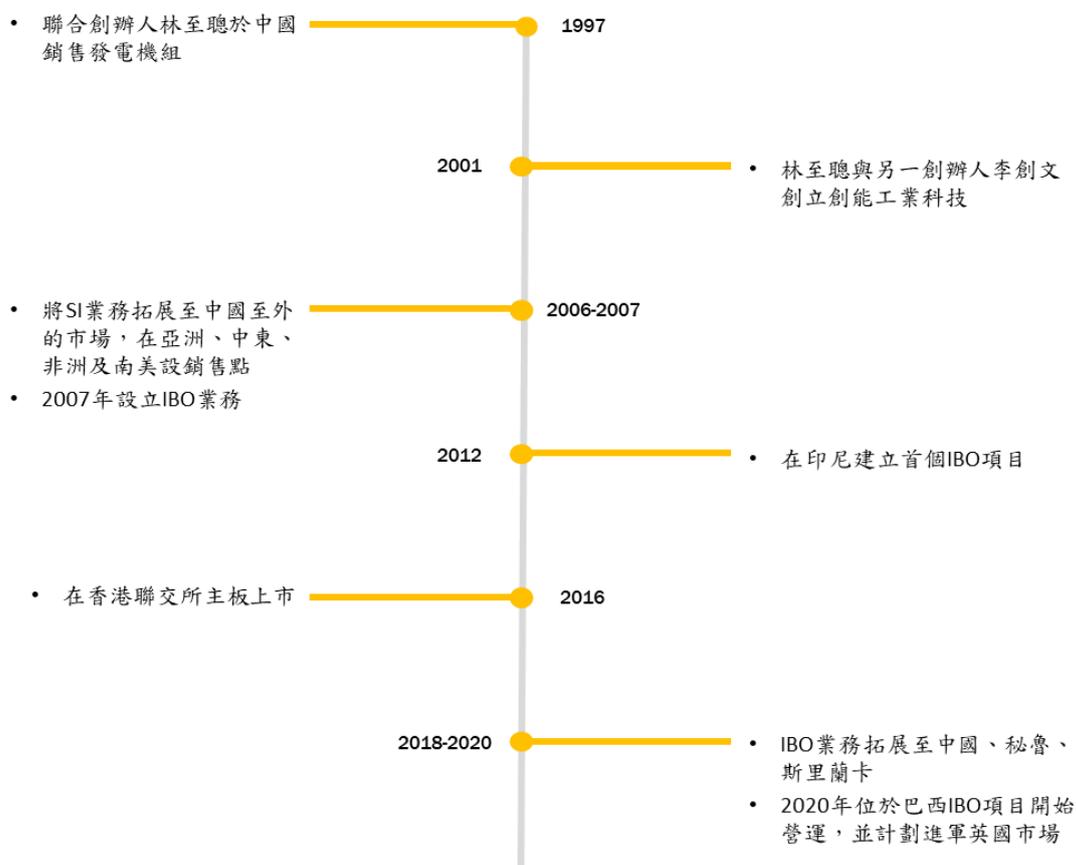
何啟俊 CFA, FRM  
Bevis.ho@elstone.com.hk  
+852 3725-4353

# 公司概覽

## 簡介

- ▶ 偉能集團為全球大型發電機組系統集成商之一，公司業務由兩大部分構成，包括向客戶提供發電機組及發電系統的系統集成(SI)業務；以及向承購商提供電力的投資、建設及營運(IBO)業務。目前兩項業務均在行內具有明顯的領導地位，SI業務為東南亞燃氣內燃機組集成的龍頭企業，在全球則排名第五位；IBO業務則在東南亞、印尼和緬甸市場，擁有最多燃氣發動機分佈式發電站的私營企業兼營運商。
- ▶ 公司發展歷史可追溯至1997年，聯合創辦人之一林至聰在中國銷售發電機組，其後於2001年與另一聯合創辦人李創文創立偉能工業科技。發展初期，公司於中國銷售燃柴油發電機組和設計發電系統，為SI業務奠下基礎。2006年，SI業務進軍至中國以外的地區，並於翌年開展IBO業務。2016年，偉能集團於香港主板上市。時至今日，公司的客戶遍佈於中國及香港、東南亞、中東以及南美等地。

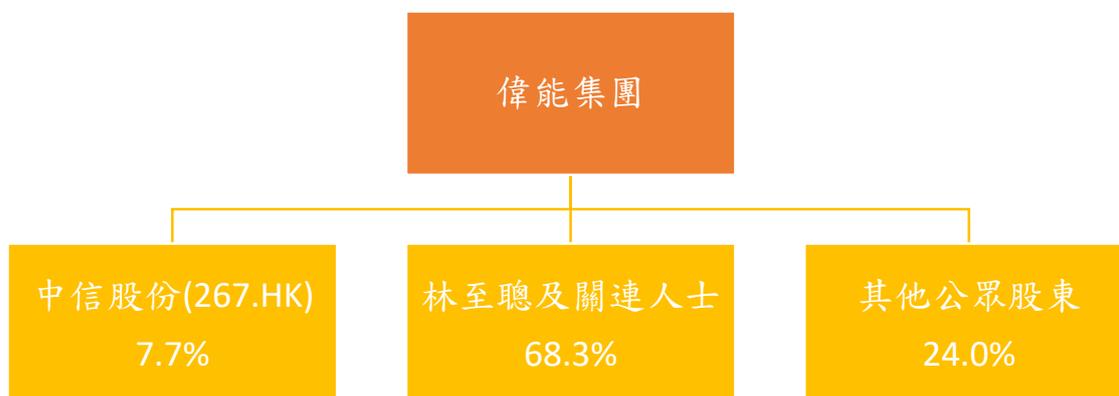
### 偉能集團發展流程圖



來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

## 股權架構

- 截至 2020 年 8 月，公司大股東為聯合創辦人林至聰及關連人士，持有 68.3% 股權。第二大股東為中信股份(267.HK)，持股量為 7.7%，為偉能集團首次公開招股的基石投資者。中信股份具有國企背景，為一間從事金融、資源能源、工程承包房地產等業務的綜合企業。

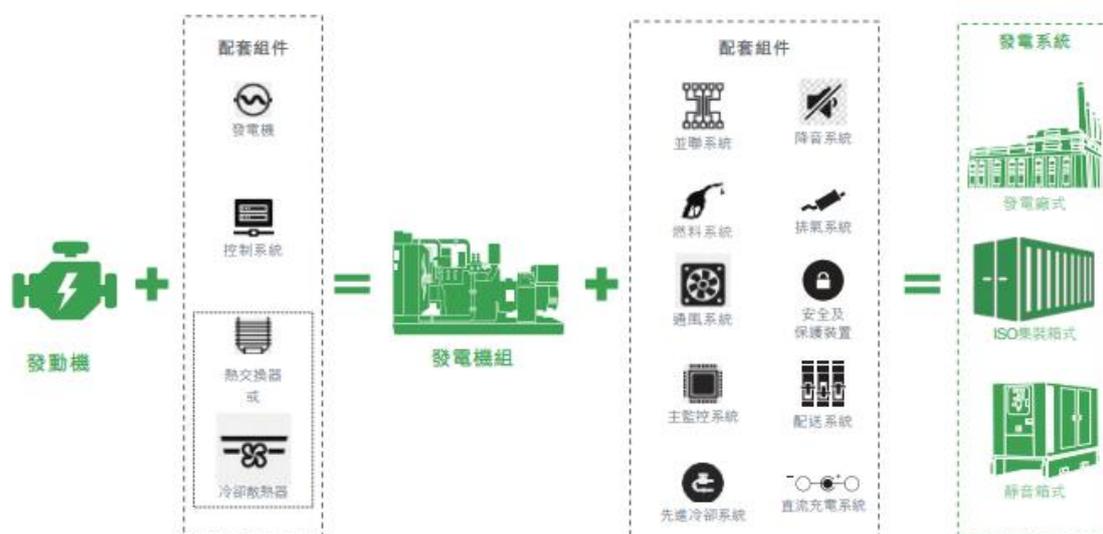


來源：彭博，經千里碩證券整理(資料截至 2020 年 8 月 5 日)

## 業務模式

- 承上文，公司業務分為兩部分。SI 業務為客戶設計、集成及銷售發動機式發電機組、配套設備及發電系統，同時提供維修及維護服務。SI 業務的客戶基礎相當廣泛，分布於中國、香港、新加坡、中東、英國等地，而且客戶來自各行各業，包括工業級及電力級分佈式、政府、住宅、商用物業、數據中心、鐵路項目、電商物流中心及船用市場等，有助於公司分散地域或過份依賴特定行業客戶之風險。

### SI 業務涉及之各種組件



來源：公司資料，經千里碩證券整理

- 發電機組通過內在的發動機產生機械能，進行發電，可用的燃料包括天然氣、汽油、柴油、重燃油(HFO)、液化燃油(LFO)，甚至生物柴油等。偉能集團的發電機組主要利用燃氣及燃柴油作為燃料，其發動機則採購自勞斯萊斯旗下的發動機生產商 MTU。順帶一提，2020年偉能集團成為 MTU 的分銷商。
- 發電機組會與一系列的組件，例如通風、冷卻、監控、隔音等系統組裝，形成一個發電系統，並安置於電力站、封閉式靜音箱或 ISO 標準集裝箱。公司主要銷售置於集裝箱的發電系統，具有方便運輸、儲存、安裝及拆卸等特點。一般而言，集裝箱長廩為 20 呎或 40 呎。

### ISO 標準集裝箱式發電系統



來源：公司資料，經千里碩證券整理

- 目前 SI 業務的重心區域為亞洲地區(不包括中國內地及香港)。2020 年上半年，來自亞洲地區的收入貢獻佔 SI 業務的 51.9%，其次為中國內地及香港。

### SI 業務按地區劃分的收入比重

| 百分比(%)  | FY17  | FY18  | FY19  | 1H20  |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 中國及香港   | 38.3  | 29.2  | 31.4  | 46.1  |
| 其他亞洲地區* | 54.6  | 60.9  | 57.1  | 51.9  |
| 其他國家    | 7.2   | 9.9   | 11.5  | 2.0   |
| 合計      | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

來源：公司資料，經千里碩證券整理

\*其他亞洲國家包括新加坡、阿拉伯聯合酋長國、緬甸、印尼、南韓、孟加拉、馬來西亞及以色列

- IBO 業務專注於交付分佈式發電項目，為承購商提供即時，穩定及可靠的電力供應。業務針對擁有半永久電力需求的客戶，例如建成大型發電站或基礎設施前需要過渡電力的電力企業，通常在新興國家較常見。偉能集團為東南亞、印尼和緬甸市場中，擁有最多燃氣發動機分佈式發電站的私人企業兼營運商。
- 公司會參與整個分佈式發電項目的流程，由項目採購、開發、建設及融資，

以至日常營運及提供維護服務。公司會按照與承購商約定提供的發電量及合約容量收費，例如涵蓋最低訂約電力承購金額；或每月固定收費，另加實際發電量計的可變金額。至於經營協議的期限有相當大彈性，由6個月至5年不等，甚至有少部分項目的協議期限長達15至20年。

#### 位於緬甸的 Kyauk Phyu I 及 Kyauk Phyu II 分佈式發電項目



來源：公司資料

- 截至2020年6月底止，公司營運的IBO項目共21個(連同合營中技偉能的3個緬甸項目)，合計裝機容量達到1874.2兆瓦。項目分布於東南亞、中國內地及拉丁美洲。其中緬甸及印尼的裝機容量分別為1446.4兆瓦及169.3兆瓦，佔總裝機容量77.2%及9.0%。

#### IBO 業務正營運的項目

| 項目             | 合約期(月) | 裝機容量(兆瓦)      | 佔總裝機容量(%)   |
|----------------|--------|---------------|-------------|
| 緬甸             |        |               |             |
| 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          |             |
| 中技偉能項目         | 60     | 1095.5        |             |
| 小計             | -      | <u>1446.4</u> | <u>77.2</u> |
| 印尼             |        |               |             |
| Teluk Lembu I  | 12     | 20.3          |             |
| Teluk Lembu II | 12     | 65.8          |             |
| Jambi          | 60     | 56.4          |             |
| Rengat         | 36     | 20.3          |             |
| Muko           | 24     | 6.5           |             |
| 小計             | -      | <u>169.3</u>  | <u>9.0</u>  |

| 拉丁美洲              |        |               |              |
|-------------------|--------|---------------|--------------|
| Iquitos           | 240    | 79.8          |              |
| Amazons State     | 60-180 | 70.3          |              |
| 小計                | -      | <u>150.1</u>  | <u>8.0</u>   |
| 斯里蘭卡              |        |               |              |
| Hambantota        | 6      | 28.1          |              |
| Horana            | 6      | 26.8          |              |
| Galle & Pallekele | 6      | 38.8          |              |
| 小計                | -      | <u>93.7</u>   | <u>5.0</u>   |
| 中國                |        |               |              |
| 山東 I              | 180    | 8.2           |              |
| 山東 II             | 180    | 6.2           |              |
| 小計                | -      | <u>14.4</u>   | <u>0.8</u>   |
| 總裝機容量             | -      | <u>1874.2</u> | <u>100.0</u> |

來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

- 按地區收入劃分, 截至 2020 年上半年, 秘魯和緬甸分別貢獻 IBO 收入佔比 34.6% 和 42.7%。由於中技偉能的大型項目投入營運, 來自緬甸的收入貢獻增多,

#### IBO 業務按地區劃分的收入比重

| 百分比(%) | FY17  | FY18  | FY19  | 1H20  |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 秘魯     | 32.5  | 39.6  | 43.3  | 34.6  |
| 緬甸     | 54.2  | 30.5  | 39.8  | 42.7  |
| 印尼     | -     | 20.5  | 13.3  | 6.8   |
| 斯里蘭卡   | -     | -     | 2.1   | 2.5   |
| 中國     | -     | 1.6   | 1.5   | 2.0   |
| 孟加拉    | 13.3  | 7.8   | -     | -     |
| 巴西     | -     | -     | -     | 11.4  |
| 合計     | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

#### 與中技公司戰略合作

- 2020 年 2 月份, 偉能集團宣布與中國技術進出口集團有限公司(中技公司) 建立戰略合作夥伴關係, 雙方成立合資企業, 各自持有五成股權。合資將會發展及營運緬甸電力和能源部旗下三個液化天然氣(LNG)發電項目(即 Thaketa、Thanlyin 以及 Kyauk Phyu 項目), 合約期為 60 個月。其中 Thaketa 項目已於 6 月中旬正式投入運作, 電力會通過電網配送到緬甸各地, 尤其是仰光地區。

### 合營位於緬甸的項目(左起: Thanlyin, Thaketa, Kyauk Phyu)



來源: 公司資料

- 事實上，雙方自 2010 起建立業務合作，中技公司為偉能擔任工程總承包商。中技公司具有國企背景，業務包括重大技術裝備和成套設備進出口、國內外工程承包和項目管理、貿易、招標、商務、技術諮詢及投融資等。
- 通過合營開發緬甸的液化天然氣發電項目，有助減輕偉能集團的財政負擔以及降低風險，主要是上述項目為緬甸首次引入液化天然氣作為發電燃料，有別於以往的 IBO 項目，除供應和營運發電機組外，同時要兼顧從海外進口液化天然氣、物流、儲氣和再氣化等環節。為確保液化天然氣的穩定供應，合營配備一艘液化天然氣船，名為「中技偉能能源」，全長 272 米，容積總噸達到 10.6 萬平方米。

### 合營配置的液化天然氣船



來源: 公司資料

### 首次進行配股集資

- 2020 年 7 月 14 日，公司宣布以先舊後新方式配售 8,300 萬股，佔擴大後股本 3.14%。每股配售價為 3.75 元，較前收市價(7 月 13 日)4.31 港元折讓 12.99%，為公司上市以來首次進行配股。集資所得淨額約為 3.0 億港元，用於投資緬甸合營、其他潛在 IBO 項目、償還債務及一般營運資金。

## 前景展望

### 緬甸通電率低，電力需求持續高企

- 緬甸是中南半島國土面積最大之國家，首都位於內比都(Nay Pyi Taw)，人口逾 5,400 萬人，為東協經濟共同體(AEC)及《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)成員。以往緬甸受到軍政府長期統治及國際制裁，嚴重窒礙經濟發展，目前被聯合國界定為低度開發國家。
- 自 2011 年起緬甸結束軍政府治國，全國進行經濟改革開放。緬甸經濟快速起飛，2014 至 2019 年期間 GDP 增長大致保持在 6% 以上。撇除今年受到疫情影響，國際貨幣基金組織(IMF)預測緬甸 2021 年的 GDP 增長會達到 7.5%，較鄰近國家為高。

#### 緬甸與鄰國的 GDP 增長

| 百分比(%)    | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020E*     | 2021E*     |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>緬甸</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        |
| 老撾        | 7.6        | 7.3        | 7.0        | 6.8        | 6.3        | 4.7*       | 0.7        | 5.6        |
| 泰國        | 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        |
| 斯里蘭卡      | 6.4        | 7.0        | 6.7        | 6.9        | 7.1        | 7.0        | 2.7        | 7.0        |

\*由 IMF 估算

來源: IMF (World Economic Outlook Database), 經千里碩證券整理

- 伴隨經濟起飛，緬甸的用電需求逐漸提高。惜當地能源發展相對緩慢，電力長期處於供不應求的狀態，導致居民生活和經濟活動均受到不良影響，成為緬甸發展的絆腳石。
- 根據國際能源機構(IEA)於 2020 年 10 月發表 World Energy Outlook-2020 的數據顯示，2019 年緬甸全國通電率為 51%，城市及偏遠地區的通電率分別為 76% 及 39%。然而，相對於其他東南亞國家或發展中亞洲國家的平均水平，明顯偏低。
- 有見及此，緬甸推出「全國電氣化計劃」，目標在 2025 年之前全國通電率達到 75%，2030 年前通電比率達到百分百。至於能源結構方面，緬甸計劃在 2030 年，全國有 57% 電力來自水力發展；燃煤發電則佔 30%；天然氣佔 8%，餘下為風電和太陽能發電。考慮到緬甸經濟會保持較快增長，對電力需求只會有增無減，加上通電率偏低，預料會為偉能的 IBO 業務帶來更多機遇。

緬甸與鄰國的通電率

| 百分比(%) | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2019 | 2019 Urban | 2019 Rural |
|--------|------|------|------|------|------|------------|------------|
| 緬甸     | 5    | 13   | 24   | 30   | 51   | 76         | 39         |
| 汶萊     | >99  | >99  | >99  | >99  | >99  | >99        | >99        |
| 柬埔寨    | 4    | 12   | 23   | 49   | 75   | >99        | 67         |
| 老撾     | 43   | 57   | 75   | 91   | 95   | 98         | 93         |
| 馬來西亞   | 97   | 98   | >99  | >99  | >99  | >99        | >99        |
| 菲律賓    | 74   | 77   | 80   | 90   | 96   | >99        | 93         |
| 泰國     | 82   | >99  | >99  | >99  | >99  | >99        | >99        |
| 越南     | 76   | 95   | 97   | 99   | >99  | >99        | 99         |
| 斯里蘭卡   | 62   | 68   | 77   | 99   | >99  | >99        | >99        |

來源: IEA (World Energy Outlook-2020), 經千里碩證券整理

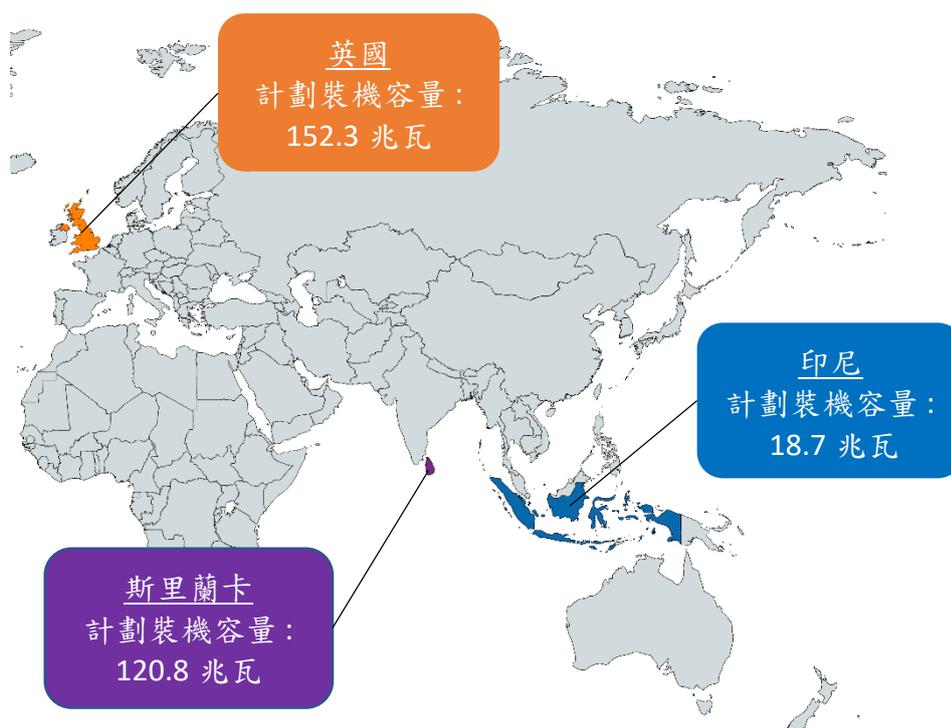
**東南亞國家積極改變能源組合**

- 中技偉能於緬甸項目成功投產，就分佈式電站可利用 LNG 作為燃料提供示範。在 LNG 價格低迷環境下，可降低燃料成本，有助吸引緬甸政府或其他承購商拓展更多 LNG 項目。
- 今年上半年，新冠肺炎疫情在全球肆虐，主要天然氣市場需求下滑，拖累液化天然氣價格持續走低。日本、韓國曾停止進口 LNG，亞洲 LNG 現貨價格年中一度跌穿 2 美元/mmBtu，為 5 年以來低位。
- 隨著冬季採暖季節來臨以及今年太平洋有概率出現「拉尼娜」現象，中國沿海城市及韓國地區冬天可能比往常寒冷，有助短期提振 LNG 需求和價格，近月亞洲 LNG 價格反彈。惟近年多國積極投資 LNG 產業，加上歐美地區的新冠肺炎疫情依然嚴峻，行業面臨產能過剩，認為 LNG 價格缺乏長期上升誘因。
- 縱使不少東南亞國家目前的通電率已經達到逾九成水平，但污染度較高的火電發電依然扮演重要的角色。在今年 11 月份舉行的全球能源互聯網（亞洲）大會清潔發展與亞洲轉型主題論壇上，與會專家均認同需要加快清潔能源大規模配置，推動各國能源基礎設施升級，以促進亞洲能源轉型。故此，天然氣發電作為清潔能源之一，在各國積極改變能源組合的過程中，天然氣佔能源比例會持續上升，勢推動對燃氣發電機組的需求。

## 計劃裝機容量持續擴大，為 IBO 業務提供動力

- 截至今年 6 月底，偉能集團已中標或簽訂有效合約的潛在項目分布於斯里蘭卡、印尼及英國，計劃裝機容量為 291.8 兆瓦。
- 隨著多個 IBO 項目陸續投入運作以及憧憬未來會接洽更多新項目訂單，IBO 業務收入增長會加快，收入佔比亦會提升。由於 IBO 業務的毛利率較 IS 業務為高，相信會拉動公司整體毛利率表現。

### 已中標或簽訂有效合約的潛在項目分布

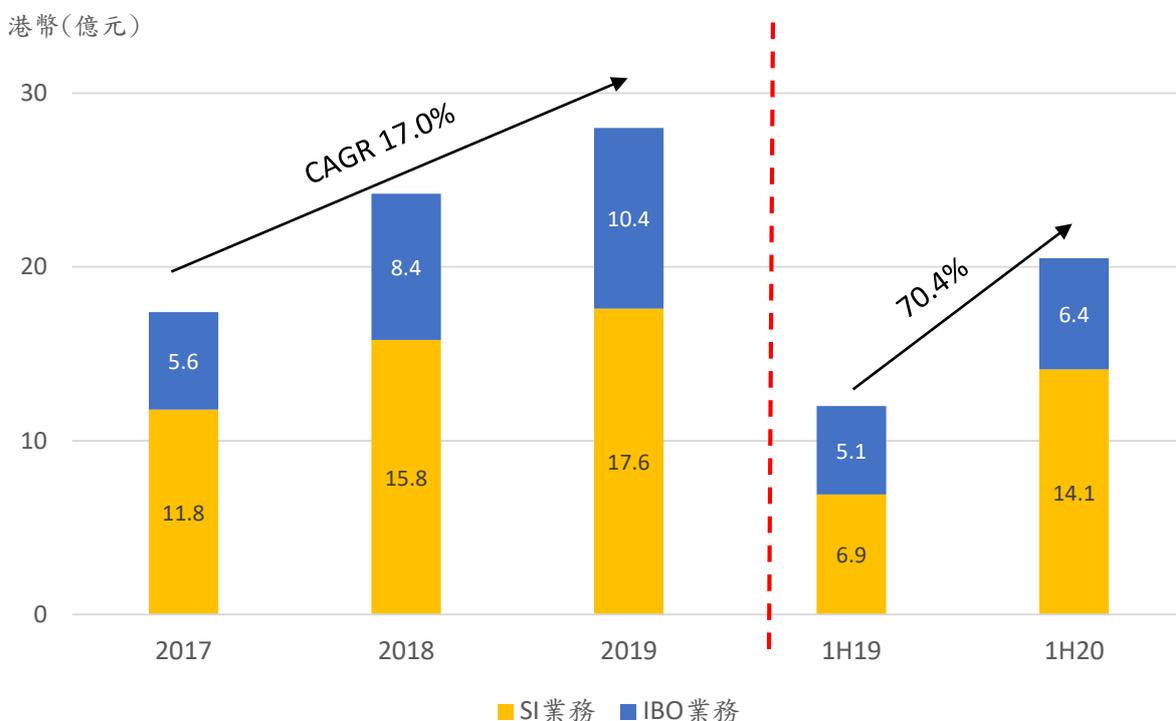


來源: <https://mapchart.net/>，經千里碩證券整理

## 財務分析

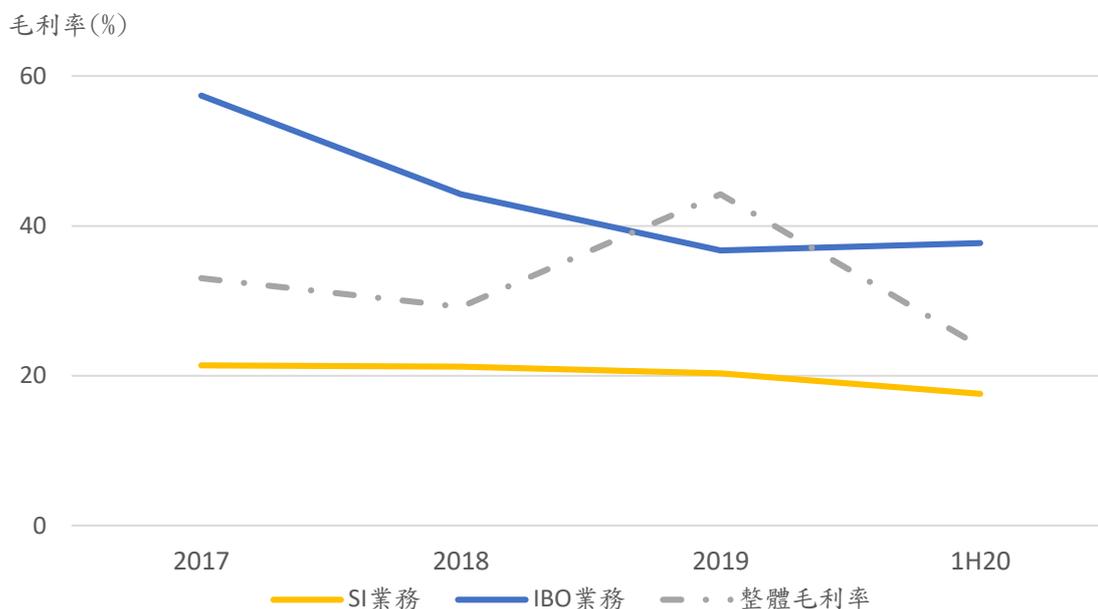
- 2017至2019年期間，偉能集團收入的複合年增長率為17.0%。2020年上半年，整體收入顯著增長70.4%至20.5億港元，歸因於兩項核心業務在疫情下，依然保持理想增長。SI業務增長動長來自於分佈式電力市場、數據中心及船用市場，分部收入同比急升104.6%至14.1億港元，佔收入比重68.7%；IBO業務因緬甸及巴西新項目投產，收入同比上升24.6%至6.4億港元。

### 公司收入增長及分部貢獻



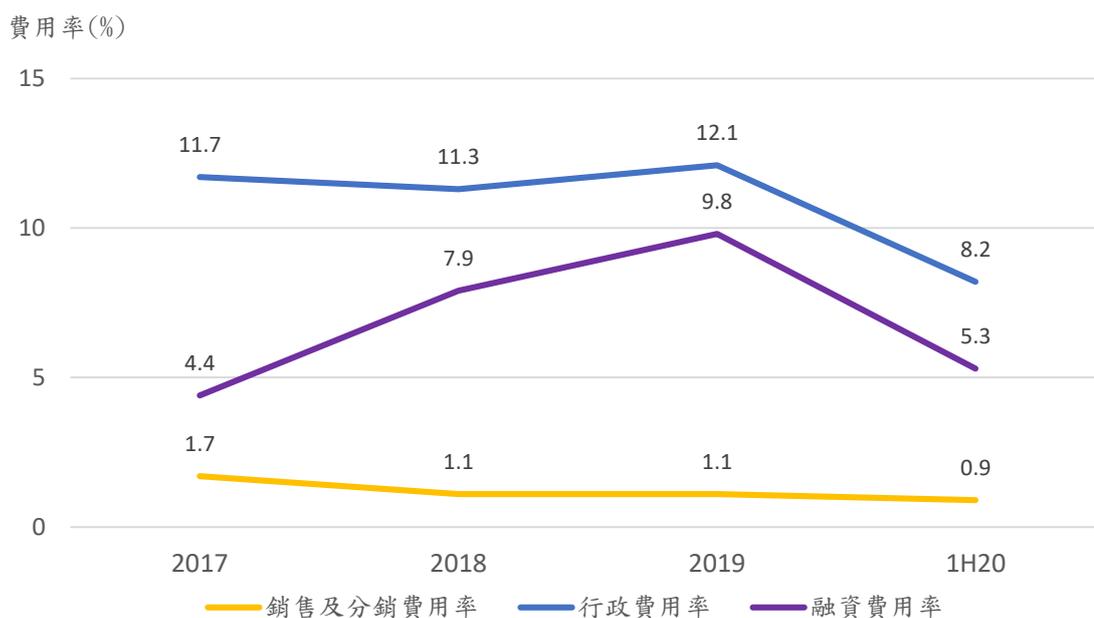
來源：公司資料，經千里碩證券整理

- 2017至2019年，公司整體毛利率表現相對波動，相信是收入結構轉變所致。其中SI業務毛利率相對穩定，維持在20%至22%之間。然而，IBO業務毛利率呈下跌趨勢，由2017年的57.4%，下滑至2019年的36.7%。
- 2020年上半年，因毛利率較低的SI業務收入增速較快，同時收入佔比提高，整體毛利率下跌9.1個百分點至23.9%(1H19: 33.0%)。SI業務毛利率下跌5.4個百分點至17.6%(1H19: 23.0%)；IBO業務則下跌8.7個百分點至37.7%(1H19: 46.4%)，歸因於轉嫁燃油成本上升及印尼之IBO項目的毛利率相對較低所致。

公司整體毛利率及分部毛利率

來源：公司資料，經千里碩證券整理

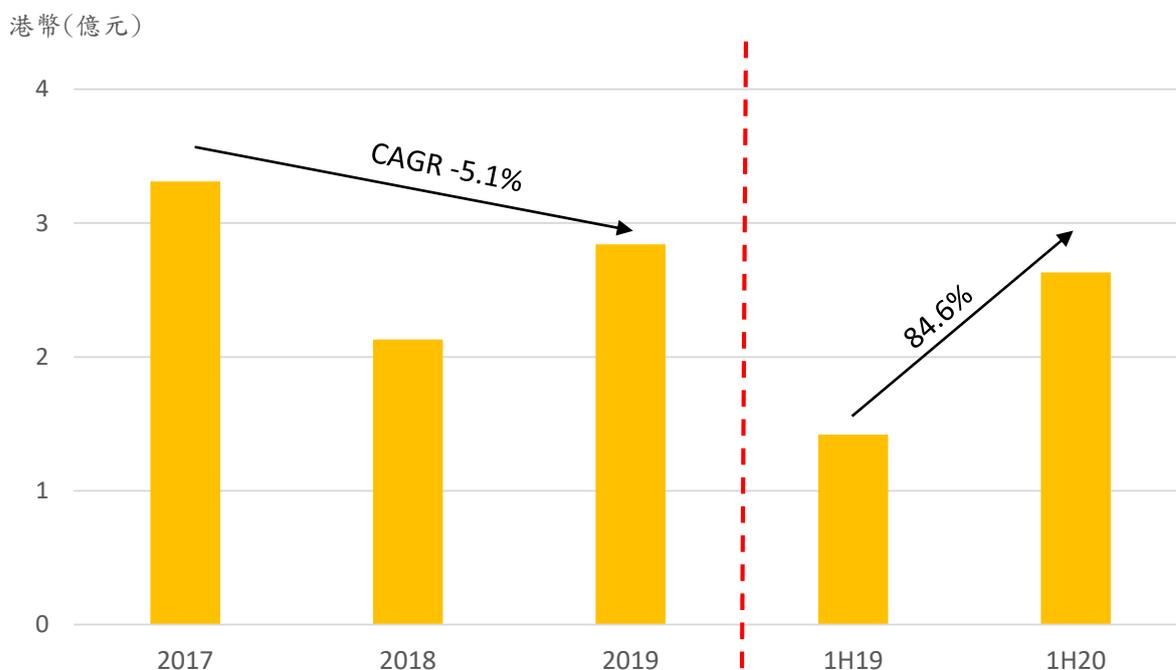
- 2020年上半年，公司的銷售及分銷費用率保持穩定，但行政費用率及融資費用率明顯下降。其中行政費用增速僅42.6%，明顯較收入增長的70.4%慢，相信是規模效應體現。而融資成本減少，得益於計息貸款金額減少以及平均借貸成本下降所致。

公司各項費用率

來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

- 2017至2019年期間, 歸屬於公司擁有人應佔溢利的複合年增長率為-5.1%。  
2020年上半年, 歸屬於公司擁有人應佔溢利同比增長84.6%至2.6億港元。

### 公司溢利增長



來源: 公司資料, 經千里碩證券整理

- 截至2020年6月底止, 公司手頭現金為10.2億港元, 當中有6792.5萬港元限制性現金以及3389.1萬港元。短期負債及長期負債分別為14.4億港元(其中2684.5萬港元為優先票據)和22.8億港元(其中7.5億港元為優先票據)。淨負債為27.2億港元, 淨負債比率為91.9%。
- 承如上文提及, 公司於7月中旬配售8,300萬股, 集資所得淨額約為3.0億港元。目前公司手頭現金增加至13.2億港元, 淨負債比率降至74.5%。

## 盈利預測及估值

- 隨著偉能集團陸續有新項目投產以及於緬甸的合資項目將提供全年貢獻，預期未來兩個財政年度盈利表現將大幅增長。預期 2019 至 2022 年收入和歸屬於母公司股東淨利潤之複合年增長率分別為 8.0%及 57.2%。毛利率方面，我們預計 2019 年已見底，並於隨後幾個財政年度出現改善，主要是 IBO 業務的毛利率回升。
- 預期公司 2020 和 2021 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 5.6 億和 10.3 億港元，相當於每股盈利 0.21 和 0.39 港元。根據我們的貼現現金流(DCF)模型，推算目標價為 4.89 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 12.5 倍，潛在上升空間約 74.0%。我們首次覆蓋，給予「買入」評級。
- 潛在下行風險: 新訂單增長不似預期；政策風險；主要業務國家/地區電力需求放緩

## 貼現現金流估值

| 港幣(百萬元)          | 2021E    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   |
|------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 稅前溢利             | 1169.9   | 1252.5  | 1284.5  | 1332.9  | 1372.9  | 1415.9  | 1462.1  | 1505.1  | 1550.9  | 1599.8  |
| 已付所得稅            | (145.1)  | (156.6) | (160.6) | (166.6) | (171.6) | (177.0) | (182.8) | (188.1) | (193.9) | (200.0) |
| 折舊及攤銷            | 490.0    | 529.0   | 477.2   | 482.7   | 488.4   | 494.4   | 500.6   | 507.1   | 513.8   | 520.8   |
| 營運資金轉變           | (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) |
| 經營現金流            | 883.1    | 921.5   | 924.9   | 985.7   | 1082.5  | 1141.4  | 1204.3  | 1286.5  | 1351.1  | 1419.5  |
| 資本開支             | (635.4)  | (442.2) | (518.9) | (524.9) | (531.2) | (537.7) | (544.4) | (551.5) | (558.9) | (566.6) |
| 自由現金流            | 247.7    | 479.2   | 405.9   | 460.8   | 551.3   | 603.7   | 659.9   | 735.1   | 792.2   | 852.9   |
| 合營盈利貢獻           | 760.0    | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   | 800.0   |
| 永續增長率            | 3.0%     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 折現年份             | 1        | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
| 折現率              | 0.91     | 0.82    | 0.74    | 0.67    | 0.61    | 0.55    | 0.50    | 0.45    | 0.41    | 0.37    |
| 折現自由現金流及合營盈利貢獻   | 912.8    | 1049.6  | 896.2   | 848.7   | 824.0   | 775.3   | 730.4   | 695.6   | 653.5   | 614.6   |
| 無風險收益率           | 0.78%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 風險溢價             | 12.80%   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 啤單系數             | 0.88     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 股票成本             | 13.80%   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 稅前債務成本           | 1.13%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 稅率               | 12.50%   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 稅後債務成本           | 1.36%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 債務/權益            | 35.00%   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 加權平均資本成本         | 10.4%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 2021-2030自由現金流現值 | 8000.7   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 折現終值             | 8553.9   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 加：現金及等值物         | 1087.0   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 減：負債             | (4692.4) |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 股權價值(百萬港元)       | 12949.2  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 每股價值(港元)         | 4.89     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

來源:千里碩證券研究部

## 綜合收益表(截至12月底止)

| 人民幣(百萬元)         | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>        | <b>2794.0</b> | <b>3098.8</b> | <b>3244.8</b> | <b>3523.6</b> |
| 銷售成本             | (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         |
| 銷售及營銷開支          | (31.0)        | (31.0)        | (32.4)        | (35.2)        |
| 行政費用             | (339.0)       | (350.2)       | (360.2)       | (391.1)       |
| 其他開支-淨額          | (5.2)         | (6.2)         | (6.5)         | (7.0)         |
| 融資成本             | (249.3)       | (240.0)       | (248.7)       | (261.1)       |
| 應佔合營公司盈虧         | 66.9          | 285.0         | 760.0         | 800.0         |
| <b>所得稅前利潤</b>    | <b>323.2</b>  | <b>634.9</b>  | <b>1169.9</b> | <b>1252.5</b> |
| 所得稅開支            | (40.9)        | (78.7)        | (145.1)       | (156.6)       |
| 淨利潤              | 282.3         | 556.2         | 1024.8        | 1095.9        |
| 非控股權益            | 1.3           | 2.8           | 5.1           | 5.5           |
| <b>歸屬於母公司淨利潤</b> | <b>283.6</b>  | <b>558.9</b>  | <b>1029.9</b> | <b>1101.4</b> |

## 資產負債表(截至12月底止)

| 人民幣(百萬元)       | 2019A         | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 應收賬款及其他應收款     | 1225.6        | 1332.5         | 1362.8         | 1444.7         |
| 現金及現金等價物       | 772.4         | 991.7          | 1087.0         | 1385.1         |
| 其他             | 1957.9        | 2232.1         | 2334.2         | 3088.9         |
| <b>流動資產合計</b>  | <b>3956.0</b> | <b>4556.3</b>  | <b>4784.0</b>  | <b>5918.6</b>  |
| 物業、廠房及設備       | 3761.0        | 4170.3         | 4311.9         | 4221.3         |
| 無形資產           | 94.2          | 101.5          | 109.4          | 117.9          |
| 於合營的權益         | 853.0         | 898.1          | 898.1          | 898.1          |
| 其他             | 287.2         | 1186.8         | 1960.7         | 2255.4         |
| <b>非流動資產合計</b> | <b>4995.4</b> | <b>6356.7</b>  | <b>7280.1</b>  | <b>7492.6</b>  |
| <b>資產總計</b>    | <b>8951.3</b> | <b>10913.0</b> | <b>12064.1</b> | <b>13411.3</b> |
| 應付賬款及其他應付款     | 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>流動負債合計</b>  | <b>3500.6</b> | <b>3839.2</b>  | <b>3939.0</b>  | <b>4157.1</b>  |
| 優先票據           | 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>非流動負債合計</b> | <b>2592.1</b> | <b>3034.4</b>  | <b>3320.0</b>  | <b>3629.7</b>  |
| <b>負債總計</b>    | <b>6092.6</b> | <b>6873.6</b>  | <b>7259.0</b>  | <b>7786.8</b>  |
| 股本及儲備          | 2821.9        | 3997.8         | 4763.6         | 5583.0         |
| 非控股權益          | 36.8          | 41.5           | 41.5           | 41.5           |
| <b>權益總計</b>    | <b>2858.7</b> | <b>4039.3</b>  | <b>4805.1</b>  | <b>5624.5</b>  |

## 現金流量表(截至12月底止)

| 人民幣(百萬元)     | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 稅前利潤         | 323.2          | 634.9          | 1169.9         | 1252.5         |
| 折舊           | 277.9          | 345.1          | 487.0          | 525.7          |
| 其他           | (609.8)        | (39.3)         | (513.0)        | (541.6)        |
| 營運資金變動       | 1060.4         | (282.0)        | (115.7)        | (158.6)        |
| 息、稅開支        | (39.8)         | (78.7)         | (145.1)        | (156.6)        |
| <b>營運現金流</b> | <b>1011.9</b>  | <b>580.0</b>   | <b>883.1</b>   | <b>921.5</b>   |
| 資本開支         | (1373.2)       | (762.4)        | (636.5)        | (443.0)        |
| 其他           | 631.8          | 108.2          | 4.8            | 6.0            |
| <b>投資現金流</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)        |
| 借款變動         | 262.3          | 367.7          | 350.0          | 350.0          |
| 其他           | (271.5)        | 61.5           | (248.7)        | (261.1)        |
| <b>融資現金流</b> | <b>(35.4)</b>  | <b>289.5</b>   | <b>(156.2)</b> | <b>(186.4)</b> |
| 期初現金         | 541.4          | 776.5          | 991.7          | 1087.0         |
| 現金流變動        | 235.1          | 215.3          | 95.3           | 298.1          |
| <b>期末現金</b>  | <b>776.5</b>   | <b>991.7</b>   | <b>1087.0</b>  | <b>1385.1</b>  |

## 財務比率

|             | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成長能力</b> |        |       |       |       |
| 收入增長(%)     | 15.4%  | 10.9% | 4.7%  | 8.6%  |
| 毛利增長(%)     | 4.3%   | 10.2% | 13.6% | 9.5%  |
| 歸母淨利潤增長(%)  | 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% |
| 淨利潤率(%)     | 10.1%  | 18.0% | 31.7% | 31.3% |
| 股本回報率(%)    | 9.9%   | 13.8% | 21.4% | 19.6% |
| 資產回報率(%)    | 3.2%   | 5.1%  | 8.5%  | 8.2%  |
| <b>償付能力</b> |        |       |       |       |
| 負債比率(%)     | 68.1%  | 63.0% | 60.2% | 58.1% |
| 淨負債比率(%)    | 108.4% | 80.4% | 72.5% | 62.4% |
| 流動比率        | 1.1    | 1.2   | 1.2   | 1.4   |
| 速動比率        | 0.8    | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| <b>每股指標</b> |        |       |       |       |
| 每股盈利(元)     | 0.11   | 0.21  | 0.39  | 0.42  |
| 每股賬面值(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   |
| 市賬率(倍)      | 2.51   | 1.84  | 1.55  | 1.32  |
| 股息率(%)      | 1.0%   | 1.9%  | 3.5%  | 3.7%  |

## 免責聲明

本報告由千里碩證券有限公司(“千里碩”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，千里碩概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，千里碩及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，千里碩在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於千里碩所有。未經千里碩許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

*\*過去12個月，千里碩證券有限公司與偉能集團(1608.HK)有投資銀行業務關係\**

千里碩證券有限公司

地址: 香港中環干諾道中 168-200 信德中心西翼 16 樓 1601-1604 室

電話: (852)3725 4300

傳真: (852)3725 4399

電郵: enquiry@elstone.com