

三一重装国际 (631 HK)

订单强劲，预计22年增速加快

本周我们邀请了三一国际管理层与投资者分享了公司的最新发展。正面因素包括：
 (1) 公司所有细分业务板块的需求强劲，订单已经覆盖了未来5-6个月的产能；
 (2) 新产品及严格控本措施下，各细分业务板块的毛利率有所提升；(3) 智能化、电动化产品快速推出。我们将2021年/22年的盈利预测分别微调-4%/+2%。基于23倍的2022年预测市盈率不变，我们将目标价小幅上调至14.6港元。展望未来，我们预期三一国际在新能源领域具备拓展能力和机会。维持买入评级。

- **掘进机。**目前平均每月订单量达到70-80台，远高于去年初平均水平40-50台。订单可预见性提高至3个月，而以往仅为1-2个月。其中，智能化掘进机的毛利率为40-45%，占新订单总量的50%。由于无人化开采的趋势持续，我们预计智能化掘进机的订单占比将会进一步提高。
- **综采系列产品。**在手订单量累计至15亿元人民币，叠加待签订单3亿元，订单排期达到6个月。这将为综采业务在2022年上半年提供高度可预见性。
- **矿车。**2021年宽体车的交付量达到约1,900辆。去年12月，公司于内蒙古与客户签订了1,710辆宽体车的订单（单价：95-110万元人民币/辆）。公司计划今年交付800-1,000辆电动宽体卡车，并在未来3-5年内将电动化宽体卡车占比提高至50%以上。随着二代宽体车的逐步推出，我们预测宽体卡车的毛利率将得以提升。
- **物流装备。**大港机方面，随着海外经济复苏，大港机的需求强劲，订单金额达到18亿元人民币（其中海外订单为10亿元人民币）。小港机方面，订单金额达到6亿元人民币（其中海外订单为2亿元人民币），主要增长来自正面吊、重叉及电动集卡。
- **机器人业务。**三大主要产品线中，我们预计移动机器人（AGV）和电动叉车的业务增长将高于系统集成。对内销售方面，公司为三一集团完成了27个智能工厂的升级（总规划为46个）。对外销售方面，公司最近中标了中车的移动机器人项目。此外，公司已建立了分销体系，有助于提升对外销售量。目前，机器人业务的在手订单量达7-8亿元人民币，另有9亿元的意向订单目前在洽谈阶段。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	5,656	7,364	10,569	14,668	17,505
同比增长(%)	28.1	30.2	43.5	38.8	19.3
净收入(百万元人民币)	920	1,045	1,276	1,659	1,965
每股盈利(元人民币)	0.30	0.34	0.41	0.53	0.63
同比增长(%)	51.3	12.5	21.4	30.0	18.5
市场预期每股盈利	N/A	N/A	0.42	0.51	0.62
EV/EBITDA(x)	14.1	12.4	10.3	8.1	7.0
市盈率(倍)	23.5	20.0	15.8	12.1	10.2
市帐率(倍)	3.0	2.7	2.3	2.0	1.8
股息率(%)	1.6	2.0	2.5	3.3	3.9
权益收益率(%)	13.6	14.0	15.4	17.9	18.7
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$14.60
(此前目标价)	HK\$14.30)
潜在升幅	+89%
当前股价	HK\$7.71

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	24,318
3月平均流通量(百万港元)	21
52周内股价高/低(港元)	10.80/6.22
总股本(百万)	3,126

资料来源：彭博

股东结构

三一重装投资有限公司	67.7%
自由流通	32.3%

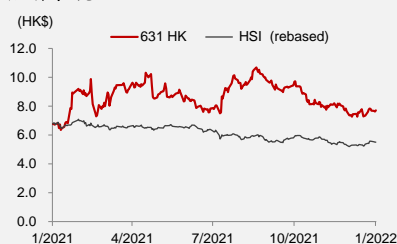
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	-4.1%
3-月	-19.2%	-14.8%
6-月	-2.6%	13.2%

资料来源：彭博

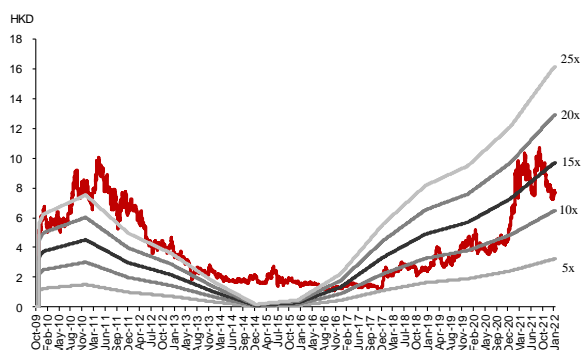
股份表现



资料来源：彭博

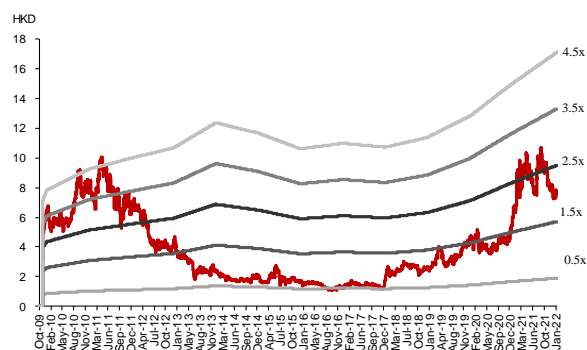
审计师：安永

图 1: 三一国际 - 动态 P/E



资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

图 2: 三一国际 - 动态 P/B



资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

- **主要风险因素:** (1) 矿业开采活动下降; (2) 新业务费用高于预期; (3) 原材料及运费成本增加。

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收益					
矿山装备	3,423	4,846	6,118	8,879	10,548
物流机械	2,233	2,518	3,371	4,493	5,337
总收益	5,656	7,364	10,569	14,668	17,505
销售成本	-3,987	-5,403	-7,999	-10,917	-13,108
毛利	1,669	1,961	2,570	3,751	4,397
其他收入	342	237	528	469	560
其他收益及亏损净额	121	257	137	147	175
分销与销售开支	-388	-430	-613	-851	-1,015
行政开支	-643	-707	-1,046	-1,452	-1,681
研发费用	-4	-31	-32	-44	-53
息税前收益	1,097	1,286	1,545	2,021	2,384
净财务收入/(费用)	-27	-96	-58	-57	-55
利息收入	58	36	54	56	57
融资成本	-85	-132	-112	-112	-112
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,070	1,190	1,487	1,964	2,329
所得税开支	-148	-139	-178	-255	-303
税后溢利	922	1,052	1,308	1,709	2,026
非控股权益	-2	-6	-33	-50	-61
净利润	920	1,045	1,276	1,659	1,965
折旧及摊销	249	249	293	328	349
EBITDA	1,346	1,535	1,838	2,348	2,733

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
经营活动所得现金净额	801	1,070	1,137	1,177	1,282
除税前溢利	1,070	1,190	1,487	1,964	2,329
融资成本	85	132	112	112	112
利息收入	-58	-36	-54	-56	-57
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	249	249	293	328	349
已付所得税	-100	-139	-178	-255	-303
营运资金变动	-22	237	-522	-916	-1,148
其他	-424	-563	0	0	0
投资活动所用现金净额	-2,311	-647	-446	-444	-243
购买物业、厂房及设备净投资	-216	-401	-500	-500	-300
已收利息	58	36	54	56	57
其他	-2,153	-282	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	1,527	-602	-520	-623	-776
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	1,860	-122	0	0	0
已付股息	-262	-338	-408	-510	-664
已付利息	-85	-132	-112	-112	-112
其他	15	-9	0	0	0
现金及等同现金(减少)增加净额	17	-179	171	111	263
年初之现金及等同现金项目	1,070	1,103	941	1,112	1,223
汇兑及其他	16	17	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	1,103	941	1,112	1,223	1,486

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	5,209	5,448	5,655	5,828	5,779
物业、厂房及设备	2,413	2,591	2,825	3,023	3,000
预付租赁款项	1,027	1,140	1,114	1,088	1,062
商誉	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
预付款	145	10	10	10	10
其他	146	282	282	282	282
递延税项资产	348	296	296	296	296
流动资产	10,338	12,016	13,937	16,293	18,296
预付租赁款项	615	359	359	359	359
存货	1,438	1,821	2,650	3,332	3,995
应收账款及其他应收款项	2,634	3,288	4,125	5,439	6,359
应收票据	424	595	679	928	1,086
可供出售投资	3,276	4,024	4,024	4,024	4,024
其他	844	988	988	988	988
已抵押银行存款	2	0	0	0	0
银行结余及现金	1,103	941	1,112	1,223	1,486
流动负债	6,421	7,938	9,166	10,496	11,088
应付账及其他应付款项	1,832	2,893	4,120	5,450	6,042
应付票据	1,535	1,917	1,917	1,917	1,917
借贷	2,512	2,645	2,645	2,645	2,645
税项负债	253	197	197	197	197
政府补贴	94	96	96	96	96
其他	195	191	191	191	191
非流动负债	1,980	1,667	1,667	1,667	1,667
借贷	747	493	493	493	493
递延税项负债	37	69	69	69	69
政府补贴	1,195	1,105	1,105	1,105	1,105
资本及储备	7,146	7,859	8,759	9,958	11,320
股东权益	7,132	7,839	8,707	9,855	11,157
非控股权益	14	20	53	102	163

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
矿山装备	61%	66%	58%	61%	60%
物流装备	39%	34%	32%	31%	30%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	27%	24%	26%	25%
EBITDA 利润率	24%	21%	17%	16%	16%
息税前利润率	19%	17%	15%	14%	14%
净利润率	16%	14%	12%	12%	12%
增长率 (%)					
收入	28%	30%	44%	39%	19%
毛利	29%	17%	31%	46%	17%
EBITDA	43%	14%	20%	28%	16%
息税前利润	52%	17%	20%	31%	18%
净利润	53%	14%	22%	30%	18%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	154	147	128	119	123
平均存货周转天数	136	110	102	100	102
平均应付帐款周转天数	167	160	160	160	160
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	6%	6%	7%	8%	9%
资本回报率	14%	14%	15%	18%	19%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.30	0.336	0.408	0.530	0.628
每股账面值(人民币)	2.30	2.52	2.78	3.15	3.57
每股股息(人民币)	0.11	0.131	0.163	0.212	0.251

注释: 现金净额计算包括金融资产。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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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(“招银国际证券”)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内容的分析员，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。