

# 三一重工 - A (600031 CH)

## 2019年淨利潤同比增長83%；憧憬2020年二季度強勁表現

三一重工去年淨利潤同比增長83%至112億元人民幣，符合我們預期的111億，以及公司在1月發盈喜時預期的108-118億。2019年公司經營現金流入同比增加26%至133億元人民幣，高於淨利潤，主要由於良好的營運資金管理。公司建議每股派息0.42元人民幣，相當於31.4%派息率，派息的絕對值創新高。公司目標在2020年實現850億元人民幣收入，同比增長12%。我們繼續看好三一重工，相信二季度挖掘機需求很可能超預期，成為帶動股價的催化劑。我們維持盈利預測不變。重申買入評級，目標價維持在23.5元人民幣，對應14.3倍2020年預測市盈率。

- **2019年業績亮點。**2019年收入同比增長36%至757億元人民幣。混凝土機/挖掘機/起重機收入同比增長37%/44%/50%。毛利率同比擴張2.1個百分點至32.7%，主要因混凝土機毛利率擴張4.6個百分點。收入增長強勁，但管理費用仍穩定維持在20億元人民幣，顯示公司成本控制得宜。三一重工繼續投資於智能生產和產品開發，研發開支因而同比上升108%至36億元人民幣。淨利潤同比大幅增長83%至112億元人民幣，創歷史新高。
- **表外負債增加，但仍屬可接受水平。**截至2019年底，表外的財務擔保金額同比增長49%至230億元人民幣，增長大致與收入增長一致。該金額仍遠低於2012年錄得367億元人民幣的高峰水平。我們認為目前整體風險仍可接受。
- **主要風險：**(1) 疫情未能受控；(2) 海外業務風險；(3) 原材料成本上升；(4) 風險延至融資業務。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	55,822	75,666	88,022	96,234	101,903
同比增長(%)	46	36	16	9	6
淨收入(百萬元人民幣)	6,116	11,207	13,692	15,503	16,511
每股盈利(元人民幣)	0.79	1.36	1.62	1.84	1.96
每股盈利變動(%)	189.6	71.4	19.8	13.2	6.5
市場預測每股盈利(人民幣)	N/A	N/A	1.584	1.764	2.153
EV/EBITDA(x)	18.1	11.4	9.2	8.4	8.1
市盈率(倍)	24.3	14.2	11.8	10.4	9.8
市帳率(倍)	4.8	3.6	3.0	2.5	2.1
股息率(%)	1.5	2.2	2.7	3.0	3.2
權益收益率(%)	21.5	29.5	27.7	25.8	23.1
淨資產負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	RMB23.50
(此前目標價)	RMB23.50)
潛在升幅	+22%
當前股價	RMB19.20

### 中國設備行業

#### 馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

### 公司數據

市值(百萬元人民幣)	162,200
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,697
52周內股價高/低(人民幣)	20.30/11.17
總股本(百萬)	8,375.6

資料來源：彭博

### 股東結構

三一集團	30.18%
香港中央結算	7.12%
梁穩根	3.41%
其他	59.28%

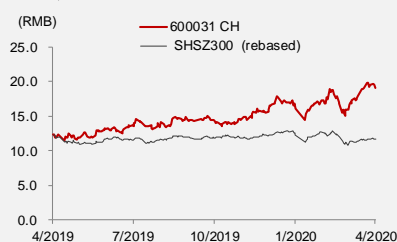
資料來源：上交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+22.6%	+16.7%
3-月	+15.4%	+24.2%
6-月	+34.5%	+36.5%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：瑞華會計師事務所

## 財務報表

### 損益表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	55,822	75,666	88,022	96,234	101,903
销售成本	-38,728	-50,932	-58,470	-64,126	-68,401
<b>毛利</b>	<b>17,094</b>	<b>24,733</b>	<b>29,552</b>	<b>32,108</b>	<b>33,501</b>
税金及附加	-326	-371	-440	-481	-510
销售费用	-4,447	-5,488	-5,985	-6,255	-6,522
管理费用	-3,800	-5,696	-6,162	-6,640	-6,929
公允价值变动	-362	290	0	0	0
资产减值	-1,095	-1,259	-1,408	-1,444	-1,529
<b>EBIT</b>	<b>7,063</b>	<b>12,209</b>	<b>15,556</b>	<b>17,288</b>	<b>18,012</b>
淨財務收入/(支出)	-136	46	387	832	1,341
財務收入	344	505	816	1,252	1,759
財務支出	-479	-458	-429	-420	-418
其他收益	495	1,059	300	300	300
联营企业和合营企业投资	128	140	202	200	177
<b>稅前盈利</b>	<b>7,550</b>	<b>13,454</b>	<b>16,444</b>	<b>18,619</b>	<b>19,830</b>
所得税费用	-1,247	-1,960	-2,401	-2,718	-2,895
<b>稅後盈利</b>	<b>6,303</b>	<b>11,494</b>	<b>14,044</b>	<b>15,901</b>	<b>16,935</b>
少数股东	-187	-288	-351	-398	-423
<b>淨利潤</b>	<b>6,116</b>	<b>11,207</b>	<b>13,692</b>	<b>15,503</b>	<b>16,511</b>
折舊和攤銷	1,932	2,020	2,031	2,043	2,053
<b>EBITDA</b>	<b>8,995</b>	<b>14,230</b>	<b>17,587</b>	<b>19,331</b>	<b>20,066</b>

### 現金流

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	7,550	13,454	16,444	18,619	19,830
融資成本	388	120	429	420	418
利息收入	-344	-505	-816	-1,252	-1,759
聯營及合資公司利潤	-128	-140	-202	-200	-177
公平值變動	-276	-673	0	0	0
資產撥備	-8	249	0	0	0
折舊和攤銷	1,932	2,020	2,031	2,043	2,053
已付所得稅	-1,247	-1,960	-2,401	-2,718	-2,895
營運資金變動	1,788	531	-1,240	-2,041	-653
其他	870	167	0	0	0
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>10,527</b>	<b>13,265</b>	<b>14,247</b>	<b>14,872</b>	<b>16,818</b>
購買物業、廠房及設備淨投資	-1,003	-2,157	-1,500	-1,000	-1,000
联营企业和合营企业投资	-648	-11	-50	-50	0
子公司投资	311	153	0	0	0
已收股息	13	14	20	20	0
已收利息	344	505	816	1,252	1,759
其他	-9,781	-10,485	-70	0	0
<b>投資活動所用現金淨額</b>	<b>-10,765</b>	<b>-11,981</b>	<b>-784</b>	<b>222</b>	<b>759</b>
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	1,584	1,756	-300	-200	100
已付股息	-1,233	-2,165	-3,516	-4,313	-4,884
已付利息	-479	-458	-429	-420	-418
其他	955	-283	0	0	0
<b>融資活動所得(所用)現金淨額</b>	<b>827</b>	<b>-1,151</b>	<b>-4,245</b>	<b>-4,933</b>	<b>-5,202</b>
現金及等同現金(減少)增加淨	589	134	9,218	10,161	12,375
年初之現金及等同現金項目	4,104	11,985	13,527	22,744	32,905
匯兌及其他	7,293	1,408	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	11,985	13,527	22,744	32,905	45,280

### 資產負債表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>21,879</b>	<b>22,041</b>	<b>21,169</b>	<b>21,178</b>	<b>19,603</b>
物業、廠房及設備	11,867	10,615	10,446	9,767	9,077
聯營及合資公司	2,328	2,985	3,217	3,447	3,624
商譽	51	49	49	49	49
應收賬	366	1,286	643	1,466	768
無形資產	3,880	3,339	3,048	2,683	2,319
投資	1,121	0	0	0	0
其他	1,115	2,656	2,656	2,656	2,656
遞延稅項資產	1,152	1,109	1,109	1,109	1,109
<b>流動資產</b>	<b>51,896</b>	<b>68,500</b>	<b>82,904</b>	<b>95,225</b>	<b>110,468</b>
存貨	11,595	14,252	14,583	17,041	16,691
應收賬	20,802	21,793	27,403	25,855	29,982
其他應收賬	1,704	3,030	2,275	3,525	2,617
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
銀行結餘及現金	11,985	13,527	22,744	32,905	45,280
<b>流動負債</b>	<b>33,935</b>	<b>42,149</b>	<b>45,452</b>	<b>46,494</b>	<b>48,112</b>
應付帳及其他應付款項	17,191	20,295	23,598	24,540	26,058
銀行借款	8,336	10,771	10,771	10,871	10,971
稅項負債	524	1,490	1,490	1,490	1,490
其他	3,567	4,162	4,162	4,162	4,162
<b>非流動負債</b>	<b>7,337</b>	<b>2,866</b>	<b>2,566</b>	<b>2,266</b>	<b>2,266</b>
銀行借款	5,974	1,303	1,003	703	703
遞延稅項負債	650	714	714	714	714
其他	471	728	728	728	728
<b>資本及儲備</b>	<b>32,502</b>	<b>45,527</b>	<b>56,054</b>	<b>67,642</b>	<b>79,693</b>
股東權益	31,485	44,421	54,598	65,788	77,416
非控股權益	1,017	1,106	1,457	1,854	2,278

### 主要比率

YE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Sales mix (%)</b>					
混凝土機械	30%	31%	32%	33%	33%
挖掘機械	34%	37%	36%	35%	35%
起重機械	17%	18%	19%	19%	20%
梳工機械	8%	6%	6%	6%	5%
路面機械	4%	3%	3%	2%	2%
其他	4%	3%	3%	2%	2%
其他業務	3%	2%	2%	2%	2%
總數	100%	100%	100%	100%	100%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	30.6	32.7	33.6	33.4	32.9
息稅前利潤率	12.7	16.1	17.7	18.0	17.7
淨利潤率	11.3	15.2	16.0	16.5	16.6
<b>增長率 (%)</b>					
收入	45.6	35.5	16.3	9.3	5.9
毛利	48.3	44.7	19.5	8.6	4.3
息稅前利潤	n/a	72.9	27.4	11.1	4.2
淨利潤	192.3	83.2	22.2	13.2	6.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
平均應收賬款周轉天數	133	107	106	105	104
平均存貨周轉天數	91	93	90	90	90
平均應付帳款周轉天數	133	134	137	137	135
淨負債/總權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資產回報率	9.3	13.6	14.1	14.1	13.4
資本回報率	21.5	29.5	27.7	25.8	23.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.79	1.36	1.62	1.84	1.96
每股賬面值(人民幣)	4.04	5.27	6.47	7.80	9.18
每股股息(人民幣)	0.28	0.43	0.51	0.58	0.62

資料來源：公司及招銀國際證券預測

## 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並無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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責任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。