

三一重裝國際 (631 HK)

銷售增長及利潤率擴張推動今年復甦

- ❖ **投資要點。**我們繼續看到三一國際處於復甦的趨勢之中：(1) 煤機需求強勁，現時訂單能見度達 2-3 個月；(2) 礦用車在手訂單達 10 億元人民幣，將推動 2018-19 年的收入增長；(3) 利潤率今年將進一步擴張。我們相信現時三一仍處於早期的復甦階段，並相信在股權激勵下管理層有相當動力於未來數年實現盈利目標。
- ❖ **2017 年是週期復甦的起點。**三一 2017 年淨利潤達 2.3 億元人民幣，相較 2016 年 6.4 億元的虧損大幅好轉，主要由於煤機板塊復甦，特別是掘進機收入大幅上升 115% 至 7 億元（相當於 28% 總收入）。煤機板塊收入去年下半年同比及環比分別上升 73% 及 19% 至 6.9 億元，下半年的分部利潤率從上半年的 6.3% 擴大至 11.6%，我們對於煤機收入及利潤率同時回升感到鼓舞。三一去年的經營現金流高達 6 億元，同比上升 90%。公司今年二月分派每股 HK\$0.18 的特別股息，為 2012 年以來首次派息。
- ❖ **強勁訂單支撐今年增長。**受惠強勁的替換需求，三一現時煤機訂單能見度達 2-3 個月，高於之前的 1-2 月。此外，現時礦用車訂單高達 10 億元（約 200 輛），我們預期當中約 60% 於今年確認收入，成為今年的增長動力。
- ❖ **單價上調以及產能利用率提升拉動利潤率。**三一正逐漸提升煤機的產品均價，此外，我們預期礦用車銷售大幅上升將帶動營運槓桿。港口機械方面，去年分部利潤率同比下跌 2.9 個百分點至 11%，然而三一有信心於今年把利潤率提升，主要由於大型港機在訂單強勁下於今年開始已回復盈利。
- ❖ **穩健的資產負債表有助支持併購活動。**截至去年年底，三一維持 4 億元的淨現金以及 6.8 億元的可出售投資。公司在今年二月份分派了 5.47 億港元（約 4.54 億元人民幣），但我們相信公司仍然維持淨現金水平，加上預期今年經營現金流強勁，足以支持公司推行潛在收購計劃。
- ❖ **授出購股權激勵計劃。**三一國際於去年 12 月兩次向管理層及員工授出購股權，數量相當於現時股本的 4.54%。第一次授出 1.359 億股，行使價為 HK\$1.22，第二次授出 240 萬股，行使價為 HK\$1.71。行使購股權必須達致若干表現目標方可作實，包括：2018 年的淨利潤較 2017 年增長最少 20%（50% 購股權可生效）；2019 年的淨利潤較 2017 年增長最少 40%（25% 購股權可生效）；2020 年的淨利潤較 2017 年增長最少 60%（餘下的 25% 購股權可生效）。
- ❖ **風險因素：**(1) 煤炭需求下滑；(2) 國際貿易轉弱。

財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬元人民幣)	2,202	1,842	2,481
淨利潤 (百萬元人民幣)	18	-644	229
EPS (元人民幣)	0.01	(0.21)	0.08
EPS 變動 (%)	-89.3	n/a	n/a
EV/EBITDA (x)	24.5	n/a	10.7
市盈率 (x)	339.5	n/a	26.8
市帳率 (x)	0.9	1.0	1.0
股息率 (%)	0.0	0.0	8.9
權益收益率 (%)	0.3	-10.1	3.7
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$2.38

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值 (百萬元港元)	7,238
3 月平均流通量 (百萬元港元)	11.5
52 周內股價高/低 (港元)	2.57/1.06
總股本 (百萬)*	3,041

*如三一重裝投資有限公司轉換手上的可換股優先證券，將令三一國際增發約 4.8 億新股。
資料來源：港交所，彭博

股東結構

三一重裝投資有限公司#	70.19%
自由流通	29.81%

#如三一重裝投資有限公司轉換手上的可換股優先證券，其持股量將為 74.25%
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.5%	14.0%
3-月	4.3%	10.7%
6-月	73.4%	64.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.sanyhe.com

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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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)2000 年英國不時修訂之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。