

三一重工 - A (600031 CH)

掘挖機銷售增長加快，上調盈利預測及目標價

重申買入。9月份挖掘機銷售增長加快，再次加強了我們對行業上升周期的正面看法。我們認為三一重工的強大研發能力及管理層卓越的執行能力，有助其繼續提升市佔率。我們上調三一重工2020-22年度盈利預測5-6%，主要由於更高的銷售量假設。我們把估值基礎推至2021年，基於17倍目標市盈率，對應2021年度預測盈利增長17%，把目標價從26.4元人民幣上調至34.6元。

- **9月份挖掘機行業銷量增長加快。**根據中國工程機械工業協會最新數字，中國挖掘機行業銷量於9月份同比增長65%至2.6萬台，是5月份以來最高增速。9月份大型／中型挖掘機銷售同比增長53%/106%，反映基建及房地產建築對挖掘機的需求殷切。今年1-9月份累計，掘挖機銷量同比增長32%。
- **上調行業銷售預測。**根據恒立液壓(601100 CH, 買入)最新的液壓油缸排產量(參閱我們近期**相關報告**)，我們預料今年四季度挖掘機需求增長強勁而且確定性高。我們上調挖掘機行業2020/21年度銷量預測13%/10%，預期同比增長35%/3%，主要增長動力包括建築工程活動旺盛、人力替代趨勢持續，以及環保政策趨嚴。
- **三一重工增長繼續超越行業。**公司9月份挖掘機銷量同比大增85%，高於行業的65%。三一重工為國內少數能持續提升市佔率的生產商，其9月份市佔率達到28.5%，今年1-9月份累計達到26.3%。我們認為進口替代及出口市場是三一重工之兩大結構性增長動力。
- **三季度業績前預測：**三一重工將於10月29日公佈三季度業績，我們估計淨利潤同比增長60%，主要由收入增長(+44%)以及經營杠杆所拉動。
- **主要風險：**(1) 疫情影響海外業務；(2) 建築工程減慢；(3) 擴展融資業務風險。

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	94,682	103,771	109,855
同比增長(%)	46	36	25	10	6
淨收入(百萬元人民幣)	6,116	11,207	14,773	17,225	18,417
每股盈利(元人民幣)	0.79	1.36	1.75	2.04	2.18
每股盈利變動(%)	189.6	71.4	28.8	16.6	6.9
市場預測每股盈利(人民幣)	不適用	不適用	1.72	1.95	2.14
EV/EBITDA(x)	25.6	16.2	12.8	11.1	10.5
市盈率(倍)	34.5	20.1	15.6	13.4	12.5
市帳率(倍)	6.8	5.2	4.1	3.4	2.8
股息率(%)	1.0	1.6	2.0	2.3	2.5
權益收益率(%)	21.5	29.5	29.5	27.8	24.6
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、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	RMB34.60
(此前目標價)	RMB26.40)
潛在升幅	+27%
當前股價	RMB27.29

中國工程機械及設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元人民幣)	231,302
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,762
52周內股價高/低(人民幣)	28.34/13.21
總股本(百萬)	8,435
資料來源：彭博	

股東結構

三一集團	29.9%
香港中央結算	9.6%
梁穩根	3.4%
其他	57.1%

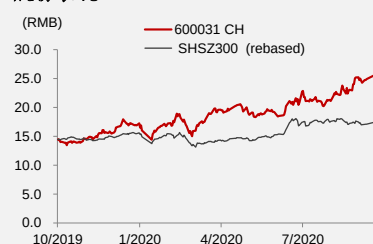
資料來源：上交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.3%	7.1%
3-月	30.9%	24.1%
6-月	39.2%	11.6%

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

截至12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入	55,822	75,666	94,682	103,771	109,855
銷售成本	(38,728)	(50,932)	(64,436)	(69,549)	(73,737)
毛利	17,094	24,733	30,246	34,221	36,118
稅金及附加	(326)	(371)	(379)	(311)	(330)
銷售費用	(4,447)	(5,488)	(5,965)	(6,330)	(6,701)
管理費用	(3,800)	(5,696)	(6,912)	(7,264)	(7,580)
公平值變動	(362)	290	300	0	0
資產減值	(1,095)	(1,259)	(1,326)	(1,557)	(1,648)
EBIT	7,063	12,209	15,965	18,759	19,860
淨財務收入/(支出)	(136)	46	331	660	1,074
財務收入	344	505	892	1,343	1,756
財務支出	(479)	(458)	(561)	(683)	(681)
其他收益	495	1,059	1,150	1,000	900
聯營企業和合營企業投資收	128	140	123	162	171
稅前盈利	7,550	13,454	17,569	20,582	22,006
所得稅費用	(1,247)	(1,960)	(2,495)	(3,005)	(3,213)
稅後盈利	6,303	11,494	15,074	17,577	18,793
少數股東	(187)	(288)	(301)	(352)	(376)
淨利潤	6,116	11,207	14,773	17,225	18,417
折舊和攤銷	1,932	2,020	2,065	2,097	2,127
EBITDA	8,995	14,230	18,030	20,857	21,987

現金流

截至12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	7,550	13,454	17,569	20,582	22,006
融資成本	388	120	561	683	681
利息收入	(344)	(505)	(892)	(1,343)	(1,756)
聯營及合資公司利潤	(128)	(140)	(123)	(162)	(171)
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	2,065	2,097	2,127
已付所得稅	(1,247)	(1,960)	(2,495)	(3,005)	(3,213)
營運資金變動	1,788	531	(2,936)	(4,130)	(1,594)
其他	870	167	0	0	0
經營活動所得現金淨額	10,527	13,265	13,750	14,722	18,080
購買物業、廠房及設備淨投資	(1,003)	(2,157)	(1,500)	(3,000)	(3,000)
聯營企業和合營企業投資	(648)	(11)	(50)	(50)	0
子公司投資	311	153	(3,380)	0	0
已收股息	13	14	12	16	0
已收利息	344	505	892	1,343	1,756
其他	(9,781)	(10,485)	(70)	0	0
投資活動所用現金淨額	(10,765)	(11,981)	(4,096)	(1,690)	(1,244)
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	1,584	1,756	7,000	(200)	100
已付股息	(1,233)	(2,165)	(3,516)	(4,653)	(5,426)
已付利息	(479)	(458)	(561)	(683)	(681)
其他	955	(283)	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨額	827	(1,151)	2,924	(5,536)	(6,007)
現金及等同現金(減少)增加淨	589	134	12,577	7,495	10,828
年初之現金及等同現金項目	4,104	11,985	13,527	26,104	33,599
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	26,104	33,599	44,428

資產負債表

截至12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	21,879	22,041	24,590	27,522	29,341
物業、廠房及設備	11,867	10,615	13,792	15,059	16,296
聯營及合資公司	2,328	2,985	3,146	3,342	3,513
商譽	51	49	49	49	49
應收賬	366	1,286	789	2,622	3,397
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
流動資產	51,896	68,500	92,292	98,140	116,067
存貨	11,595	14,252	17,525	17,155	19,209
應收賬	20,802	21,793	30,088	27,910	33,489
其他應收賬	1,704	3,030	2,676	3,578	3,043
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
銀行結餘及現金	11,985	13,527	26,104	33,599	44,428
流動負債	33,935	42,149	49,930	46,087	52,466
應付帳及其他應付款項	17,191	20,295	28,076	24,133	30,412
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
非流動負債	7,337	2,866	9,866	9,566	9,566
銀行借款	5,974	1,303	8,303	8,003	8,003
遞延稅項負債	650	714	714	714	714
其他	471	728	728	728	728
資本及儲備	32,502	45,527	57,085	70,009	83,375
股東權益	31,485	44,421	55,678	68,250	81,241
非控股權益	1,017	1,106	1,407	1,759	2,135

主要比率

截至12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售佔比(%)					
混凝土機械	30%	31%	29%	30%	30%
挖掘機械	34%	37%	40%	39%	38%
起重機械	17%	18%	18%	18%	18%
樁工機械	8%	6%	6%	6%	6%
路面機械	4%	3%	3%	3%	3%
其他	4%	3%	3%	3%	3%
其他業務	3%	2%	2%	2%	2%
總數	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	30.6	32.7	31.9	33.0	32.9
息稅前利潤率	12.7	16.1	16.9	18.1	18.1
淨利潤率	11.3	15.2	15.9	16.9	17.1
增長率(%)					
收入	45.6	35.5	25.1	9.6	5.9
毛利	48.3	44.7	22.3	13.1	5.5
息稅前利潤	n/a	72.9	30.8	17.5	5.9
淨利潤	192.3	83.2	31.8	16.6	6.9
資產負債比率					
流動比率(x)	1.5	1.6	1.8	2.1	2.2
平均應收賬款周轉天數	133	107	104	108	112
平均存貨周轉天數	91	93	90	91	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
回報率(%)					
資產回報率	9.3	13.6	14.2	14.2	13.6
資本回報率	21.5	29.5	29.5	27.8	24.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.79	1.36	1.75	2.04	2.18
每股賬面值(人民幣)	4.04	5.27	6.58	8.07	9.60
每股股息(人民幣)	0.28	0.43	0.55	0.64	0.69

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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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。