

三一重工 - A (600031 CH)

盈利上調 + 估值擴張

我們看到三一重工的潛在估值重估機會，鑒於以下原因：（1）挖掘機需求將繼續由結構性因素驅動，使未來銷售更具可持續性；（2）公司數位化轉型戰略將有助於擴大其競爭優勢；（3）海外擴張將提供巨大機會。因此，我們認為市場將逐步重估三一重工為增長型而非週期型股票。我們將 2020-22 年盈利預測上調 6-14%。基於 22 倍 2021 年預測市盈率（此前為 17 倍），我們的新目標價為 49.5 元人民幣。我們認為，2021 年第一季度對挖掘機的超預期需求將成為近期的強勁催化劑。重申買入評級。

- **數位化轉型增強全球競爭力。**公司數年前開始智慧製造數位化轉型，這使得其逐步實現了更高的生產效率。2019 年，公司人均收入達到 59 萬美元，超過卡特彼勒（CAT US）（53 萬美元）。展望未來，隨著更多燈塔工廠啟用和進一步數位化轉型，我們預計公司的全球競爭力將進一步增強。
- **海外機會。**多年來，卡特彼勒（Caterpillar）在美國以外地區產生約 60% 收入，而小松（6301 JP）在日本以外地區產生超過 70% 收入。鑒於三一重工 2019 年至 2020 年上半年期間海外收入占總收入 20% 以下，我們認為三一重工在中國以外發展潛力巨大。隨著產品品質提高和持續的銷售網路建設，我們相信海外市場將成為重要的收入增長動力。我們認為，海外業務比重提升將使三一重工的盈利趨勢趨於平穩，這將有助於提升估值。
- **挖掘機行業預測上調。**根據 CCMA 資料，2020 年中國主要生產商挖掘機銷量同比增長 39% 至 32.8 萬台，創歷史新高。展望未來，人工替代、輪式裝載機替代、以及日益嚴格的排放標準成為挖掘機結構性增長動力。我們將 2021 年挖掘機需求增長預測由 3% 上調至 10%。根據上游供應鏈回饋，我們預計挖掘機需求將在 2021 年上半年保持強勁增長。我們預計 2021 年 1-2 月挖掘機銷售同比增長超 70%，將超出市場預期。
- **主要風險：**（1）疫情引起的海外業務風險；（2）工程建設活動放緩；（3）擴展融資業務的風險。

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	97,663	111,937	120,625
同比增長 (%)	46	36	29	15	8
淨收入 (百萬元人民幣)	6,116	11,207	15,606	19,053	20,963
每股盈利 (元人民幣)	0.79	1.36	1.84	2.25	2.48
每股盈利變動 (%)	189.6	71.4	36.1	22.1	10.0
市場預測每股盈利 (人民幣)	N/A	N/A	1.82	2.13	2.39
EV / EBITDA (x)	37.9	24.0	18.1	14.9	13.7
市盈率 (倍)	51.1	29.8	21.9	17.9	16.3
市帳率 (倍)	10.0	7.7	6.0	4.8	4.0
股息率 (%)	0.7	1.1	1.4	1.8	1.9
權益收益率 (%)	21.5	29.5	30.9	30.0	26.8
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	RMB49.50
(此前目標價)	RMB34.60)
潛在升幅	+23%
當前股價	RMB40.37

中國工程機械及設備

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元人民幣)	342,277
3 月平均流通量 (百萬元人民幣)	2,228
52 周內股價高低 (人民幣)	41.38/14.39
總股本 (百萬)	8,435

資料來源：彭博

股東結構

三一集團	30.2%
香港中央結算	9.9%
梁穩根	2.8%
其他	57.1%

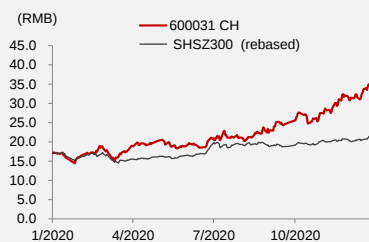
資料來源：上交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	28.2%	16.9%
3-月	62.2%	35.4%
6-月	95.6%	69.9%

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
營業收入	55,822	75,666	97,663	111,937	120,625
銷售成本	-38,728	-50,932	-66,290	-74,674	-80,633
毛利	17,094	24,733	31,373	37,263	39,992
稅金及附加	-326	-371	-391	-336	-362
銷售費用	-4,447	-5,488	-6,055	-6,716	-6,996
管理費用	-3,800	-5,696	-7,129	-7,836	-8,082
公平值變動	-362	290	300	0	0
資產減值	-1,095	-1,259	-1,367	-1,679	-1,809
EBIT	7,063	12,209	16,731	20,696	22,742
淨財務收入/(支出)	-136	46	327	657	1,134
財務收入	344	505	887	1,340	1,816
財務支出	-479	-458	-561	-683	-681
其他收益	495	1,059	1,380	1,250	1,000
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	18,560	22,766	25,048
所得稅費用	-1,247	-1,960	-2,636	-3,324	-3,657
稅後盈利	6,303	11,494	15,924	19,442	21,391
少數股東	-187	-288	-318	-389	-428
淨利潤	6,116	11,207	15,606	19,053	20,963
折舊和攤銷	1,932	2,020	2,085	2,127	2,167
EBITDA	8,995	14,230	18,816	22,824	24,910

現金流

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	7,550	13,454	18,560	22,766	25,048
融資成本	388	120	561	683	681
利息收入	-344	-505	-887	-1,340	-1,816
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	2,085	2,127	2,167
已付所得稅	-1,247	-1,960	-2,636	-3,324	-3,657
營運資金變動	1,788	531	-2,005	-4,504	-112
其他	870	167	0	0	0
經營活動所得現金淨額	10,527	13,265	15,555	16,246	22,141
購買物業、廠房及設備淨投資	-1,003	-2,157	-3,500	-4,000	-4,000
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	887	1,340	1,816
其他	-9,781	-10,485	-70	0	0
投資活動所用現金淨額	-10,765	-11,981	-6,101	-2,694	-2,184
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	-4,916	-6,002
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	-5,799	-6,583
現金及等同現金(減少)增加淨	589	134	12,378	7,754	13,374
年初之現金及等同現金項目	4,104	11,985	13,527	25,905	33,659
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	25,905	33,659	47,032

資產負債表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	21,879	22,041	26,635	29,448	30,898
物業、廠房及設備	11,867	10,615	15,772	18,009	20,206
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	855	1,599	1,045
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	92,488	101,122	121,630
存貨	11,595	14,252	17,713	18,294	20,586
應收賬	20,802	21,793	30,116	29,379	34,734
其他應收賬	1,704	3,030	2,856	3,891	3,380
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
銀行結餘及現金	11,985	13,527	25,905	33,659	47,032
流動負債	33,935	42,149	51,322	48,542	55,112
應付帳及其他應付款項	17,191	20,295	29,468	26,588	33,058
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
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	57,935	72,461	87,851
股東權益	31,485	44,421	56,511	70,648	85,610
非控股權益	1,017	1,106	1,424	1,813	2,241

主要比率

YE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales mix (%)					
混凝土機械	30%	31%	28%	29%	30%
挖掘機械	34%	37%	42%	42%	41%
起重機械	17%	18%	17%	17%	17%
樁工機械	8%	6%	6%	6%	6%
路面機械	4%	3%	3%	2%	2%
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	32.1	33.3	33.2
息稅前利潤率	12.7	16.1	17.1	18.5	18.9
淨利潤率	11.3	15.2	16.3	17.4	17.7
增長率 (%)					
收入	45.6	35.5	29.1	14.6	7.8
毛利	48.3	44.7	26.8	18.8	7.3
息稅前利潤	n/a	72.9	37.0	23.7	9.9
淨利潤	192.3	83.2	39.3	22.1	10.0
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	101	101	101
平均存貨周轉天數	91	93	88	88	88
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	14.9	15.3	14.8
資本回報率	21.5	29.5	30.9	30.0	26.8
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.79	1.36	1.84	2.25	2.48
每股賬面值(人民幣)	4.04	5.27	6.68	8.35	10.12
每股股息(人民幣)	0.28	0.43	0.58	0.71	0.78

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

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（“招銀國際證券”）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。

本報告包含的任何資訊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)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，未在美國金融業監管局(“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士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。