

三一重装国际 (631 HK)

产品组合优化推动进一步估值提升

我们相信矿车的快速扩张将使三一从金属价格上涨中受益。此外，工业机器人和破碎机将成为公司的重要增长动力。虽然我们将2020-22年盈利预测下调6-9%，主要由于产品结构变化和政府补贴降低，但是我们认为不断推出新产品将有助于公司实现可持续增长，从而提升估值。我们将目标价由5.66港元（15倍2020年预测市盈率）上调至10.50港元（24倍2021年预测市盈率，由于2021-22财年盈利复合增长率24%）。维持买入评级。

- **宽体车将成为主要增长动力。**我们预计2020年宽体卡车销量将达到1100辆。我们预测在国内外需求推动下，公司2021年将交付2000辆。特别是我们了解到公司已经在海外赢得600台订单。目前，60吨是主要型号。公司已开始推出70吨宽体车，并有望在未来推出80吨和100吨车型。我们预计宽体卡车的收入贡献将由2019年的12%增至2022年的23%。
- **破碎机成为新的增长动力。**在环保政策推动下，中国机械制砂产量呈上升趋势，占比由2011年的60%增至2019年的75%。该趋势持续推动对破碎机的需求。公司计划2021年推出破碎机，重点是中高端市场。我们预计这将于2021年起成为新的增长动力。
- **机器人业务将成为下一个增长动力。**2020年初，公司与三一集团（母公司）成立合资企业三一机器人（股权：65%/35%），以发展感知、自主决策和自动控制领域的技术。该合资企业专注于电动叉车、自动导引车和工业机器人的组件。我们预计合资企业于2020年起通过内部销售产生收入（占总收入的2-3%）。
- **收购以扩大机器人业务。**2021年1月，公司以1,780万元的价格从三一筑工（公司大股东拥有的公司）手中收购了三一建设机器人（西安）研究所70%的股权（3.2倍2020年市净率）。此次收购将帮助公司业务扩展至建筑机器人。
- **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。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	4,417	5,656	7,351	9,788	11,734
同比增长(%)	78.0	28.1	30.0	33.2	19.9
净收入(百万元人民币)	600	920	997	1,238	1,541
每股盈利(元人民币)	0.20	0.30	0.32	0.40	0.49
同比增长(%)	161.6	51.3	7.5	23.2	24.5
市场预期每股盈利	N/A	N/A	0.36	0.47	0.61
EV/EBITDA(x)	24.0	16.8	15.5	12.7	10.4
市盈率(倍)	38.8	27.0	25.1	20.4	16.4
市帐率(倍)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
股息率(%)	1.3	1.5	1.6	2.0	2.4
权益收益率(%)	9.4	13.6	13.4	15.1	16.9
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\$10.50
(此前目标价)	HK\$5.66)
潜在升幅	+18%
当前股价	HK\$8.88

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)	27,771
3月平均流通量(百万港元)	38
52周内股价高/低(港元)	9.35/3.39
总股本(百万)	3,100.7

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	32.5%	24.0%
3-月	111.9%	83.7%
6-月	120.9%	84.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收益					
能源装备	2,561	3,423	4,514	5,965	7,430
港口机械	1,856	2,233	2,836	3,823	4,305
总收益	4,417	5,656	7,351	9,788	11,734
销售成本	-3,119	-3,987	-5,358	-7,223	-8,648
毛利	1,298	1,669	1,993	2,565	3,087
其他收入	242	342	338	489	563
其他收益及亏损净额	35	121	74	0	0
分销与销售开支	-329	-388	-470	-617	-728
行政开支	-492	-643	-735	-949	-1,080
研发费用	-33	-4	-7	-10	-12
息税前收益	720	1,097	1,192	1,478	1,831
净财务收入/(费用)	6	-27	-30	-36	-35
利息收入	24	58	101	108	109
融资成本	-18	-85	-131	-144	-144
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	726	1,070	1,162	1,442	1,796
所得税开支	-123	-148	-163	-202	-251
税后溢利	603	922	999	1,240	1,545
非控股权益	-3	-2	-2	-2	-3
净利润	600	920	997	1,238	1,541
折旧及摊销	224	249	267	302	338
EBITDA	944	1,346	1,458	1,780	2,169

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	726	1,070	1,162	1,442	1,796
融资成本	18	85	131	144	144
利息收入	-24	-58	-101	-108	-109
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	224	249	267	302	338
已付所得税	-137	-100	-163	-202	-251
营运资金变动	-251	-22	-407	-671	-864
其他	-275	-424	0	0	0
经营活动所得现金净额	280	801	888	906	1,053
购买物业、厂房及设备净投资	-93	-216	-500	-500	-400
已收利息	24	58	101	108	109
其他	-466	-2,153	0	0	0
投资活动所用现金净额	-536	-2,311	-399	-392	-291
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	968	1,860	800	0	0
已付股息	-440	-304	-372	-399	-495
已付利息	-17	-85	-131	-144	-144
其他	0	57	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	512	1,527	297	-543	-639
现金及等同现金(减少)增加净额	257	17	787	-28	123
年初之现金及等同现金项目	814	1,070	1,103	1,890	1,862
汇兑及其他	-1	16	0	0	-0
年底之现金及等同现金项目	1,070	1,103	1,890	1,862	1,985

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	5,896	5,209	5,442	5,641	5,703
物业、厂房及设备	2,463	2,413	2,661	2,873	2,950
预付租赁款项	1,678	1,027	1,013	999	985
商誉	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
预付款	145	145	145	145	145
其他	90	146	146	146	146
递延税项资产	391	348	348	348	348
流动资产	7,029	10,338	12,771	13,882	15,705
预付租赁款项	634	615	615	615	615
存货	1,534	1,438	2,114	2,517	3,075
应收账款及其他应收款项	2,127	2,634	3,327	4,128	4,873
应收票据	499	424	703	638	1,034
可供出售投资	1,046	3,276	3,276	3,276	3,276
其他	84	844	844	844	844
已抵押银行存款	34	2	2	2	2
银行结余及现金	1,070	1,103	1,890	1,862	1,985
流动负债	5,169	6,421	8,861	9,328	10,165
应付账及其他应付款项	1,820	1,832	3,071	3,539	4,375
应付票据	1,423	1,535	1,535	1,535	1,535
借贷	1,400	2,512	3,712	3,712	3,712
税项负债	268	253	253	253	253
政府补贴	91	94	94	94	94
其他	168	195	195	195	195
非流动负债	1,313	1,980	1,580	1,580	1,580
借贷	0	747	347	347	347
递延税项负债	16	37	37	37	37
政府补贴	1,298	1,195	1,195	1,195	1,195
资本及储备	6,442	7,146	7,773	8,614	9,664
股东权益	6,431	7,132	7,757	8,596	9,642
非控股权益	12	14	16	18	21

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
矿山装备	58%	61%	61%	61%	63%
物流装备	42%	39%	39%	39%	37%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29%	30%	27%	26%	26%
EBITDA 利润率	21%	24%	20%	18%	18%
息税前利润率	16%	19%	16%	15%	16%
净利润率	14%	16%	14%	13%	13%
增长率 (%)					
收入	78%	28%	30%	33%	20%
毛利	76%	29%	19%	29%	20%
EBITDA	78%	43%	8%	22%	22%
息税前利润	155%	52%	9%	24%	24%
净利润	162%	53%	8%	24%	25%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	152	154	148	139	140
平均存货周转天数	163	136	121	117	118
平均应付帐款周转天数	176	167	167	167	167
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	5%	6%	6%	7%	8%
资本回报率	9%	14%	13%	15%	17%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.20	0.30	0.321	0.396	0.493
每股账面值(人民币)	2.11	2.30	2.50	2.75	3.08
每股股息(人民币)	0.10	0.12	0.128	0.158	0.197

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。