

三一重裝國際 (631 HK)

母公司支持下確立增長戰略

- ❖ **進一步加強正面看法。**我們認為公司增長短期內仍然明確，因今年首兩個月收入增長持續（同比約40%）且訂單金額穩固（目前為24億元人民幣）。更重要的是，三一國際的母公司三一集團已經明確表示，將向三一國際大力提供支持以推動其業務，期望將三一國際打造成一家規模龐大的礦業裝備和港口物流裝備公司。我們稍為下調2019年盈利5%，基於較低的港口機械收入和毛利率預測（因產品組合有所變動），但我們上調2020年能源設備收入，因此上調2020年盈利預測4%。根據更新後的人民幣匯率假設，我們將目標價輕微上調至4.52港元，基於1.7倍市帳率倍數（2019年）。重申買入評級。未來股價催化劑包括：（1）訂單數量增加，及（2）潛在收購推動增長。
- ❖ **訂單強勁且具進一步提升潛力。**目前公司手持24億元人民幣訂單，當中包括10億元能源設備和14億元港口機械。除此之外，三一國際預計另有20億元人民幣潛在新訂單。訂單總額44億元人民幣，占我們2019年全年收入預測的65%。
- ❖ **2019年綜合采煤機和礦用運輸車輛高速增長。**綜合采煤機（CCMU）（2018年占總收入22%）將繼續成為未來的增長動力。由於煤炭開采商的投資增加，以及公司新產品如純水液壓支架帶來新的增長，我們預計今年CCMU將實現80%以上同比增長。至於礦用運輸車輛，三一國際目標在2019年交付500輛「寬體礦車」（平均售價：70-80萬人民幣），我們預期可貢獻3.5至4億元人民幣收入（相對2018年約9,000萬元的收入貢獻）。
- ❖ **大型港口機械成另一增長動力。**三一國際的大型港口機械產品已進軍天津、蘇州、唐山、武漢等主要港口，雖然市場競爭激烈，但反映了管理層的高效執行力。我們預測2019年大型港口機械收入（2018年占總收入12.5%）將同比增長70%，主要受益於更多新客戶和新產品推出，包括液壓抓料機和電動集卡。
- ❖ **利用集團的豐富資源。**三一集團（非上市）股東、董事兼三一重工（600031 CH，未評級）總裁向文波先生，明確表示三一集團將全力支持三一國際的發展，包括共享集團的全球銷售網絡、採購系統和產品開發等資源。此外，向文波強調，三一國際將成為集團海外擴張和收購的重要平臺。我們認為三一集團的進取的發展方向和龐大資源將促使三一國際在未來幾年迅速增長，進一步強化我們對三一國際的信心。
- ❖ **經營現金流。**三一國際的經營現金流在2018年同比下降54%至2.8億元人民幣，管理層指原因有三：（1）部分應收票據貼現，導致2017年經營現金流較高；（2）CCMU和大型港口機械在2018年錄得高於平均收入增長，而一般而言這些客戶的信用期較長；（3）預付款增加以確保2018年一些關鍵零部件的貨源。管理層強調，公司將維持嚴格的信用政策。

財務資料

(YE Dec 31)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬元人民幣)	2,481	4,417	6,738	7,826	8,390
淨利潤 (百萬元人民幣)	229	600	840	1,031	1,146
EPS (元人民幣)	0.08	0.20	0.28	0.34	0.38
EPS 變動 (%)	n/a	161.6	40.0	22.7	11.2
EV/EBITDA (x)	16.2	9.1	6.8	5.6	5.0
市盈率 (x)	38.4	14.9	10.6	8.7	7.8
市帳率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	6.2	3.4	2.8	3.5	3.8
權益收益率 (%)	3.7	9.4	12.5	14.0	14.0
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.52
(前目標價)	HK\$4.45)
潛在升幅	+33%
當前股價	HK\$3.41

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)	10,370
3月平均流通量(百萬元港元)	14
52周內股價高/低(港元)	3.57/2.03
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%

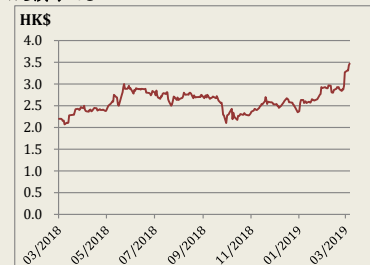
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+19.2%	+15.8%
3-月	+41.6%	+25.5%
6-月	+29.0%	+21.9%

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

- ❖ **資本開支在 2019-20 年增加。**截至 2018 年底，三一國際擁有淨現金 7.5 億元人民幣（包括 10 億元金融產品），顯示公司財政穩健。三一國際預算 2019 年的資本開支為 3 億至 4 億元人民幣，2020 年的資本開支將進一步增加，主要由於三一國際計劃將小型港口機械生產綫從長沙基地搬遷至珠海，因此資本開支主要用於珠海生產廠房（第二期）的建設。
- ❖ **風險因素：**（1）采煤活動減少；（2）原材料和零部件成本增加；以及（3）國際貿易遜於預期。

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收益					
能源装备	1,202	2,561	4,230	4,928	5,260
港口机械	1,279	1,856	2,508	2,898	3,130
总收益	2,481	4,417	6,738	7,826	8,390
销售成本	(1,744)	(3,119)	(4,819)	(5,573)	(5,937)
毛利	738	1,298	1,919	2,253	2,453
其他收入	304	242	350	368	369
其他收益及亏损净额	0	35	0	0	0
分销与销售开支	(299)	(329)	(492)	(563)	(604)
行政开支	(342)	(492)	(728)	(767)	(789)
研发费用	(118)	(33)	(47)	(55)	(59)
息税前收益	282	720	1,003	1,236	1,371
净财务收入/(费用)	32	6	15	13	17
利息收入	35	24	48	51	55
融资成本	(3)	(18)	(33)	(38)	(38)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	315	726	1,018	1,248	1,388
所得税开支	(84)	(123)	(173)	(212)	(236)
税后溢利	231	603	845	1,036	1,152
非控股权益	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
净利润	229	600	840	1,031	1,146
核心利润	173	409	690	881	996
折旧及摊销	249	224	267	307	347
EBITDA	531	944	1,270	1,543	1,718

来源: 公司资料, 招银国际预测

资产负债表

年結: 12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,585	2,463	2,610	2,817	2,984
预付租赁款项	562	1,678	1,664	1,650	1,636
联营及合资公司	0	0	0	0	0
可供出售投资	11	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	436	391	391	391	391
定期存款	0	0	0	0	0
	6,102	5,896	6,029	6,222	6,376
流动资产					
预付租赁款项	268	634	634	634	634
存货	1,246	1,534	2,294	2,377	2,665
应收账款及其他应收款项	1,560	2,127	2,783	3,005	3,385
应收票据	266	499	682	775	834
已抵押银行存款	15	34	34	34	34
银行结余及现金	814	1,070	1,385	1,358	1,833
	5,097	7,029	8,944	9,315	10,515
总资产	11,199	12,925	14,973	15,537	16,890
流动负债					
应付账款及其他应付款项	1,193	1,820	2,828	2,607	3,118
应付票据	1,318	1,423	1,423	1,423	1,423
借贷	0	1,400	1,900	1,900	1,900
税项负债	297	268	268	268	268
其他	14	168	168	168	168
	2,919	5,169	6,677	6,457	6,968
非流动负债					
借贷	429	0	0	0	0
递延税项负债	34	16	16	16	16
政府补贴	1,455	1,298	1,298	1,298	1,298
	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
资本及储备					
股东权益	6,304	6,431	6,967	7,746	8,583
非控股权益	58	12	16	21	27
权益总额	6,362	6,442	6,983	7,767	8,609
权益及负债	11,199	12,925	14,973	15,537	16,890

来源: 公司资料, 招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	315	726	1,018	1,248	1,388
融资成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(48)	(51)	(55)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损	33	10	0	0	0
滞销及过时存货拨备	1	0	0	0	0
折旧及摊销	249	224	267	307	347
已付所得税	(20)	(123)	(173)	(212)	(236)
营运资金变动	276	(357)	(592)	(618)	(215)
其他	(214)	(195)	0	0	0
经营活动所得现金净额	607	280	505	712	1,267
购买物业、厂房及设备净投资	(249)	(88)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	48	51	55
其他	(661)	(472)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(888)	(536)	(352)	(449)	(445)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	266	971	500	0	0
已付股息	0	(547)	(304)	(252)	(309)
已付利息	0	0	(33)	(38)	(38)
其他	0	88	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	266	512	163	(290)	(347)
现金及等同现金(减少)增加净额	(15)	257	315	(27)	475
年初之现金及等同现金项目	833	814	1,070	1,385	1,358
汇兑及其他	(4)	(1)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	814	1,070	1,385	1,358	1,833

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售组合 (%)					
能源装备	48%	58%	63%	63%	63%
港口机械	52%	42%	37%	37%	37%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	29%	28%	29%	29%
EBITDA 利润率	21%	21%	19%	20%	20%
息税前利润率	11%	16%	15%	16%	16%
净利润率	9%	14%	13%	13%	14%
增长率 (%)					
收入	35%	78%	53%	16%	7%
毛利	167%	76%	48%	17%	9%
EBITDA	n/a	78%	34%	22%	11%
息税前利润	n/a	155%	39%	23%	11%
净利润	n/a	162%	40%	23%	11%
	265%	136%	69%	28%	13%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	229	152	133	135	139
平均存货周转天数	226	163	145	153	155
平均应付账款周转天数	225	176	176	178	176
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	2%	5%	6%	7%	7%
资本回报率	4%	9%	13%	14%	14%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.08	0.20	0.28	0.339	0.377
每股账面值(人民币)	2.07	2.11	2.29	2.55	2.82
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.08	0.102	0.113

来源: 公司资料, 招银国际预测

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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。接收本報告之行爲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。