

三一重裝國際 (631 HK)

訂單及新產品強勁, 上調盈利預測

- ❖ **重申買入評級。** 上周我們邀請三一國際董事長戚建和其他管理層人員和投資者會晤。我們看到更多的利好因素: (1) 在手訂單總量達到 19 億元人民幣, 其中包括礦車 8-9 億元, 2-3 億元掘進機和 8-9 億元大港機; (2) 公司推出大量新產品, 有助於進一步推動 2018-2020 年盈利增長; (3) 管理層有信心未來數年海外收入達到 30% 的複合年增長率; (4) 毛利率預期保持穩健。所有上述因素強化我們對於三一國際收入增長可持續性的信心。我們上調 2018/19/20 年的盈利預測 9%/13%/16%。目標價由 3.60 港元上調至 4.17 港元, 從基於 1.5 倍 2018 年 PE 上調至 1.7 倍。我們上調估值倍數以反映 2019-2020 年 ROE 的進一步提升(12-13%)。假設公司完全實現新產品的銷售目標, 我們的預測將有進一步的上升空間。
- ❖ **煤機分部。** 未來銷售將繼續由更新替換需求(60%-70%)和升級需求(煤炭機械化率提高)推動。管理層預計聯合採煤機(CCMU)銷售強勁; 掘進機方面, 公司在行業領先且穩固的地位(2018 年上半年市場份額 56%)有利銷量保持穩健增長。三一國際將不斷推出新產品, 例如純水液壓支架, 將液壓缸中的乳化劑替換為純水, 實現環保綠色開採。三一國際已與神華簽訂了 1 億元人民幣的訂單, 目標於 2019 年達到 10 億元人民幣的銷售額。
- ❖ **2018 年下半年礦車付運加速。** 礦車的需求主要來自海外市場。我們預計三一國際礦車的銷售於 2018 年上半年僅 8,000 萬人民幣。2018 年下半年, 我們預期礦車加速交付(合同已經確認)推動增長。在新產品方面, 寬體車(即小型礦車)的生產線預計在 2018 年 12 月完工。三一國際目標於 2019 年達到 10 億元人民幣的銷售額。
- ❖ **港口機械。** 海外銷量占到港機分部銷售的一半。對於大型港機, 例如岸橋和場橋, 管理層預計未來需求將受碼頭自動化升級推動。公司目前的在手訂單足以滿足 2018 年的銷售, 管理層預計 2019 年將有進一步的增長。對於小型港機, 管理層預計海外市場需求強勁, 例如東南亞和非洲, 同時管理層預計 80% 的未來需求將來自新客戶。三一將持續推出新的產品, 例如重型叉車和港口電動集卡, 有望驅動長期的盈利增長。
- ❖ **風險因素:** (1) 煤炭開採業活動下降; (2) 原材料及零部件價格上升; (3) 貿易戰升級

財務資料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	1,842	2,481	4,589	5,790	6,391
淨利潤 (百萬元人民幣)	-644	229	658	839	941
EPS (元人民幣)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.31
EPS 變動 (%)	n/a	n/a	186.6	27.5	12.3
EV/EBITDA (x)	n/a	12.5	6.0	4.9	4.4
市盈率 (x)	n/a	30.0	10.6	8.3	7.4
市帳率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	8.0	2.8	3.6	4.0
權益收益率 (%)	-10.1	3.7	10.3	12.5	12.7
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\$4.17
(前目標價)	HK\$3.60
潛在升幅	+57%
當前股價	HK\$2.66

馮鍵峰, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元)	8,089
3月平均流通量(百萬元)	13.8
52周內股價高/低(港元)	3.04/1.06
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, 其持股比例將為 74.25%

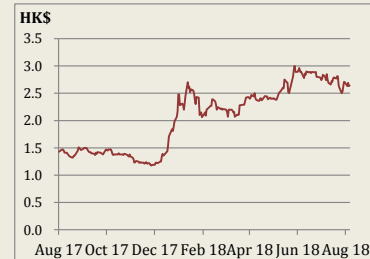
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.6%	0.2%
3-月	5.6%	21.0%
6-月	20.0%	37.8%

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

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益					
能源装备	728	1,202	2,595	3,543	3,883
港口机械	1,114	1,279	1,993	2,247	2,508
总收益	1,842	2,481	4,589	5,790	6,391
销售成本	(1,566)	(1,744)	(3,074)	(3,879)	(4,282)
毛利	276	738	1,514	1,911	2,109
其他收入	168	304	413	515	562
其他收益及亏损净额	0	0	0	0	0
分销与销售开支	(321)	(299)	(505)	(637)	(703)
行政开支	(314)	(342)	(459)	(550)	(575)
研发费用	(526)	(118)	(115)	(145)	(160)
息税前收益	(718)	282	849	1,094	1,233
净财务收入/(费用)	10	32	33	30	29
利息收入	12	35	36	33	34
融资成本	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	(708)	315	882	1,125	1,263
所得税开支	50	(84)	(221)	(281)	(316)
税后溢利	(658)	231	662	844	947
非控股权益	14	(2)	(4)	(5)	(6)
净利润	(644)	229	658	839	941
折旧及摊销	199	249	247	263	279
EBITDA	(519)	531	1,096	1,358	1,513

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,757	2,585	2,553	2,505	2,441
预付租赁款项	679	562	546	531	515
联营及合资公司	0	0	0	0	0
可供出售投资	11	11	11	11	11
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	477	436	436	436	436
定期存款	0	0	0	0	0
	5,893	6,102	6,054	5,991	5,912
流动资产					
预付租赁款项	311	268	268	268	268
存货	915	1,246	1,870	2,062	2,278
应收账款及其他应收款项	1,557	1,560	2,463	2,930	3,128
应收票据	213	266	564	483	708
已抵押银行存款	27	15	15	15	15
银行结余及现金	833	814	538	610	578
	4,246	5,097	6,647	7,296	7,903
总资产	10,139	11,199	12,701	13,287	13,815
流动负债					
应付账及其他应付款项	956	1,193	2,581	2,521	2,782
应付票据	944	1,318	1,318	1,318	1,318
借贷	0	0	0	0	0
税项负债	290	297	297	297	297
其他	9	14	14	14	14
	2,268	2,919	4,307	4,247	4,508
非流动负债					
借贷	161	429	429	429	0
递延税项负债	20	34	34	34	34
	1,736	1,918	1,918	1,918	1,489
资本及储备					
股东权益	6,077	6,304	6,414	7,055	7,745
非控股权益	57	58	62	67	73
权益总额	6,134	6,362	6,476	7,123	7,818
权益及负债	10,139	11,199	12,701	13,287	13,815

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	(708)	315	882	1,125	1,263
融资成本	2	3	3	3	4
利息收入	(12)	(35)	(36)	(33)	(34)
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	522	33	0	0	0
滞销及过时存货拨备	320	1	0	0	0
撤销应收账款	0	0	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	(2)	0	0	0	0
折旧及摊销	199	249	247	263	279
已付所得税	(12)	(20)	(221)	(281)	(316)
营运资金变动	1,161	276	(438)	(638)	(378)
其他	(144)	(214)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,327	607	438	439	819
购买物业、厂房及设备净投资	(153)	(249)	(200)	(200)	(200)
已收利息	6	22	36	33	34
其他	(270)	(661)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(532)	(888)	(164)	(167)	(166)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	(473)	266	0	0	(429)
已付股息	0	0	(547)	(197)	(252)
已付利息	(1)	0	(3)	(3)	(4)
其他	(13)	0	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(487)	266	(550)	(200)	(685)
现金及等同现金(减少)增加净额	308	(15)	(276)	72	(32)
年初之现金及等同现金项目	523	833	814	538	610
汇兑及其他	2	(4)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	833	814	538	610	578

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合(%)					
能源装备	40%	48%	57%	61%	61%
港口机械	60%	52%	43%	39%	39%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	15%	30%	33%	33%	33%
EBITDA 利润率	-28%	21%	24%	23%	24%
息税前利润率	-39%	11%	19%	19%	19%
净利润率	-36%	9%	14%	15%	15%
增长率(%)					
收入	-16%	35%	85%	26%	10%
毛利	-56%	167%	105%	26%	10%
EBITDA	n/a	n/a	106%	24%	11%
息税前利润	n/a	n/a	201%	29%	13%
净利润	n/a	n/a	187%	28%	12%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.9	1.7	1.5	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	453	229	160	170	173
平均存货周转天数	244	226	185	185	185
平均应付帐款周转天数	210	225	224	240	226
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	-6%	2%	6%	6%	7%
资本回报率	-10%	4%	10%	12%	13%
每股数据					
每股盈利(人民币)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.310
每股账面值(人民币)	2.00	2.07	2.11	2.32	2.55
每股股息(人民币)	0.00	0.18	0.06	0.08	0.093

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责任。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。