

三一重装国际 (631 HK)

处于早期盈利复苏阶段; 估值重估机会出现

❖ **为何现在是理想时机?** 今年上半年伊始, 我们看到三一国际的两个正面信号: (1) 自 2012 年以来首次派息; 以及 (2) 历史上首次公布季度财务资料。我们相信三一将成为这一轮煤炭板块投资和生产复苏的主要受益者, 主要由于其在该领域的独特产品组合。我们预计公司所有板块——包括煤机、矿用车和港口机械的强劲复苏, 将推动净利润于 2018/19/20 年取得 164%/23%/9% 的强劲增长预测。我们首次覆盖予以“买入”评级, 目标价为 HK\$3.60, 基于 1.5 x 2018 年 PB, 相当于 16x 2018 年 PE。公司股价目前位于 1.1 倍 PB, 我们认为尚未完全反映相关正面因素。

❖ **设备替换周期开始。**煤炭开采业固定资产投资额于 2012 年达到 5,290 亿人民币, 为历史高峰, 其后持续下跌。然而早期回稳迹象已经出现, 跌幅从 2016 年 24% 改善至 2017 年的 13%。今年上半年, 煤炭开采业固定资产投资额回归增长, 同比上升 1.4%。由于一般而言煤炭机械的使用寿命约 5-6 年, 因此 2012-2013 年大量投资将为 2018-20 年带来大量的替换需求。

❖ **强劲订单拉动销量强劲增长。**我们预计今年三一的煤机收入 (包括掘进机和联合采煤机“CCMU”) 将取得 50% 同比增长。同时, 三一从海外市场获得约 200 辆矿用车的订单, 金额约 10 亿元人民币, 将于 2018-19 年付运, 相较 2017 年小于 1 亿人民币的分部收入显著提升。港口机械方面, 大型港机在手订单强劲, 我们预计收入将取得 >100% 的同比增长。

❖ **2018 年起盈利复苏; 2019-20 年将有潜在盈利惊喜。**在今年第一季度, 三一的收入和净利润分别同比提升 97% 和 140% 至 9.97 亿元及 1.72 亿元人民币。我们预计三一 2018/19/20 年的净利润将取得 164%/23%/9% 的增长, 主要受到收入增长 70%/15%/6% 的驱动。同时, 受惠于经营杠杆, 三一的息税前利润率将由 2017 年的 11% 提升至 2018 年的 19% 和 2019 年的 20%。我们还未将小型矿用车机 (三一的新产品) 的收入完全纳入盈利模型, 如果纳入, 2019-20 年的盈利将存在上调空间。

❖ **风险因素:** (1) 煤炭开采业活动下降; (2) 原材料及零部件价格上升; (3) 贸易战升级

财务资料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万元人民币)	1,842	2,481	4,209	4,856	5,163
净利润 (百万元人民币)	-644	229	605	745	809
EPS (元人民币)	(0.21)	0.08	0.20	0.25	0.27
EPS 变动 (%)	n/a	n/a	163.9	23.1	8.5
EV/EBITDA (x)	n/a	12.7	6.5	5.4	5.0
市盈率 (x)	n/a	30.4	11.7	9.5	8.8
市帐率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	7.8	2.6	3.2	3.4
权益收益率 (%)	-10.1	3.7	9.6	11.2	11.2
净财务杠杆 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源: 公司, 招银国际研究预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$3.60
潜在升幅	+33%
当前股价	HK\$2.70

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值 (百万港元)	8,211
3 月平均流通量 (百万港元)	13.4
52 周内股价高/低 (港元)	3.04/1.06
总股本 (百万)*	3,041

*如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券, 将令三一国际增发约 4.8 亿新股。
数据源: 港交所, 彭博

股东结构

三一重装投资有限公司#	70.19%
自由流通	29.81%

#如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券, 其持股量将为 74.25%
数据源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.1%	-2.3%
3-月	12.4%	22.3%
6-月	26.0%	34.2%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: 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	2,306	2,766	2,952
港口机械	1,114	1,279	1,903	2,090	2,212
总收益	1,842	2,481	4,209	4,856	5,163
销售成本	(1,566)	(1,744)	(2,820)	(3,205)	(3,408)
毛利	276	738	1,389	1,651	1,755
其他收入	168	304	379	432	454
其他收益及亏损净额	0	0	0	0	0
分销与销售开支	(321)	(299)	(463)	(534)	(568)
行政开支	(314)	(342)	(421)	(461)	(465)
研发费用	(526)	(118)	(105)	(121)	(129)
息税前收益	(718)	282	779	966	1,048
净财务收入/(费用)	10	32	33	33	37
利息收入	12	35	36	36	41
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	812	1,000	1,085
所得税开支	50	(84)	(203)	(250)	(271)
税后溢利	(658)	231	609	750	814
非控股权益	14	(2)	(4)	(4)	(5)
净利润	(644)	229	605	745	809
折旧及摊销	199	249	252	272	288
EBITDA	(519)	531	1,031	1,239	1,337

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	2,598	2,591	2,518
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	6,099	6,077	5,989
流动资产					
预付租赁款项	311	268	268	268	268
存货	915	1,246	1,612	1,636	1,818
应收账款及其他应收款项	1,557	1,560	2,361	2,162	2,732
应收票据	213	266	495	383	579
已抵押银行存款	27	15	15	15	15
银行结余及现金	833	814	557	814	947
	4,246	5,097	6,237	6,206	7,288
总资产	10,139	11,199	12,337	12,283	13,276
流动负债					
应付账款及其他应付款项	956	1,193	2,269	1,647	2,479
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	3,995	3,373	4,205
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	6,362	6,925	7,511
非控股权益	57	58	62	67	71
权益总额	6,134	6,362	6,424	6,992	7,582
权益及负债	10,139	11,199	12,337	12,283	13,276

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	812	1,000	1,085
融资成本	2	3	3	3	4
利息收入	(12)	(35)	(36)	(36)	(41)
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	252	272	288
已付所得税	(12)	(20)	(203)	(250)	(271)
营运资金变动	1,161	276	(322)	(333)	(117)
其他	(144)	(214)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,327	607	507	656	948
购买物业、厂房及设备净投资	(153)	(249)	(250)	(250)	(200)
已收利息	6	22	36	36	41
其他	(270)	(661)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(532)	(888)	(214)	(214)	(159)
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)	(182)	(224)
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)	(184)	(657)
现金及等同现金(减少)增加净额	308	(15)	(257)	258	132
年初之现金及等同现金项目	523	833	814	557	814
汇兑及其他	2	(4)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	833	814	557	814	947

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率

销售组合 (%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
能源装备	40%	48%	55%	57%	57%
港口机械	60%	52%	45%	43%	43%
合共	100%	100%	100%	100%	100%

盈利能力比率 (%)

毛利率	15%	30%	33%	34%	34%
EBITDA 利润率	-28%	21%	24%	26%	26%
息税前利润率	-39%	11%	19%	20%	20%
净利润率	-36%	9%	14%	15%	16%

增长率 (%)

收入	-16%	35%	70%	15%	6%
毛利	-56%	167%	88%	19%	6%
EBITDA	n/a	n/a	94%	20%	8%
息税前利润	n/a	n/a	176%	24%	8%
净利润	n/a	n/a	164%	23%	9%

资产负债比率

流动比率 (x)	1.9	1.7	1.6	1.8	1.7
平均应收账款周转天数	453	229	170	170	173
平均存货周转天数	244	226	185	185	185
平均应付账款周转天数	210	225	224	223	221
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%	5%	6%	6%
资本回报率	-10%	4%	10%	11%	11%

每股数据

每股盈利(人民币)	(0.21)	0.08	0.20	0.25	0.266
每股账面值(人民币)	2.00	2.07	2.09	2.28	2.47
每股股息(人民币)	0.00	0.18	0.06	0.07	0.080

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，本公司及其僱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並不时自行及/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，任何機構或個人于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)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 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。