

三一重裝國際 (631 HK)

產品組合優化推動進一步估值提升

我們相信礦車的快速擴張將使三一從金屬價格上漲中受益。此外，工業機器人和破碎機將成為公司的重要增長動力。雖然我們將2020-22年盈利預測下調6-9%，主要由於產品結構變化和政府補貼降低，但是我們認為不斷推出新產品將有助於公司實現可持續增長，從而提升估值。我們將目標價由5.66港元（15倍2020年預測市盈率）上調至10.50港元（24倍2021年預測市盈率，由於2021-22財年盈利複合增長率24%）。維持買入評級。

- **寬體車將成為主要增長動力。**我們預計2020年寬體卡車銷量將達到1100輛。我們預測在國內外需求推動下，公司2021年將交付2000輛。特別是我們瞭解到公司已經在海外贏得600台訂單。目前，60噸是主要型號。公司已開始推出70噸寬體車，並有望在未來推出80噸和100噸車型。我們預計寬體卡車的收入貢獻將由2019年的12%增至2022年的23%。
- **破碎機成為新的增長動力。**在環保政策推動下，中國機械制砂產量呈上升趨勢，佔比由2011年的60%增至2019年的75%。該趨勢持續推動對破碎機的需求。公司計畫2021年推出破碎機，重點是中高端市場。我們預計這將於2021年起成為新的增長動力。
- **機器人業務將成為下一個增長動力。**2020年初，公司與三一集團（母公司）成立合資企業三一機器人（股權：65%/35%），以發展感知、自主決策和自動控制領域的技術。該合資企業專注於電動叉車、自動導引車和工業機器人的組件。我們預計合資企業於2020年起通過內部銷售產生收入（佔總收入的2-3%）。
- **收購以擴大機器人業務。**2021年1月，公司以1,780萬元的價格從三一築工（公司大股東擁有的公司）手中收購了三建建設機器人（西安）研究所70%的股權（3.2倍2020年市淨率）。此次收購將幫助公司業務擴展至建築機器人。
- **主要風險因素：**（1）礦業開採活動下降；（2）新業務費用高於預期。

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)	4,417	5,656	7,351	9,788	11,734
同比增長(%)	78.0	28.1	30.0	33.2	19.9
淨收入(百萬元人民幣)	600	920	997	1,238	1,541
每股盈利(元人民幣)	0.20	0.30	0.32	0.40	0.49
同比增長(%)	161.6	51.3	7.5	23.2	24.5
市場預期每股盈利	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
市帳率(倍)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
股息率(%)	1.3	1.5	1.6	2.0	2.4
權益收益率(%)	9.4	13.6	13.4	15.1	16.9
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$10.50
(此前目標價)	HK\$5.66
潛在升幅	+18%
當前股價	HK\$8.88

中國裝備製造

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	27,771
3月平均流通量(百萬港元)	38
52周內股價高/低(港元)	9.35/3.39
總股本(百萬)	3,100.7

資料來源：彭博

股東結構

三一重裝投資有限公司#	67.7%
自由流通	32.3%

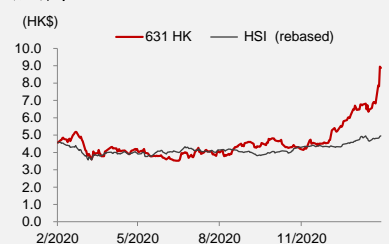
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	32.5%	24.0%
3-月	111.9%	83.7%
6-月	120.9%	84.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收益					
能源裝備	2,561	3,423	4,514	5,965	7,430
港口機械	1,856	2,233	2,836	3,823	4,305
總收益	4,417	5,656	7,351	9,788	11,734
銷售成本	-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
其他收益及虧損淨額	35	121	74	0	0
分銷與銷售開支	-329	-388	-470	-617	-728
行政開支	-492	-643	-735	-949	-1,080
研發費用	-33	-4	-7	-10	-12
息稅前收益	720	1,097	1,192	1,478	1,831
淨財務收入/(費用)	6	-27	-30	-36	-35
利息收入	24	58	101	108	109
融資成本	-18	-85	-131	-144	-144
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	726	1,070	1,162	1,442	1,796
所得稅開支	-123	-148	-163	-202	-251
稅後溢利	603	922	999	1,240	1,545
非控股權益	-3	-2	-2	-2	-3
淨利潤	600	920	997	1,238	1,541
折舊及攤銷	224	249	267	302	338
EBITDA	944	1,346	1,458	1,780	2,169

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	726	1,070	1,162	1,442	1,796
融資成本	18	85	131	144	144
利息收入	-24	-58	-101	-108	-109
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
折舊及攤銷	224	249	267	302	338
已付所得稅	-137	-100	-163	-202	-251
營運資金變動	-251	-22	-407	-671	-864
其他	-275	-424	0	0	0
經營活動所得現金淨額	280	801	888	906	1,053
購買物業、廠房及設備淨投資	-93	-216	-500	-500	-400
已收利息	24	58	101	108	109
其他	-466	-2,153	0	0	0
投資活動所用現金淨額	-536	-2,311	-399	-392	-291
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	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
融資活動所得(所用)現金淨額	512	1,527	297	-543	-639
現金及等同現金(減少)增加淨額	257	17	787	-28	123
年初之現金及等同現金項目	814	1,070	1,103	1,890	1,862
匯兌及其他	-1	16	0	0	-0
年底之現金及等同現金項目	1,070	1,103	1,890	1,862	1,985

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	5,896	5,209	5,442	5,641	5,703
物業、廠房及設備	2,463	2,413	2,661	2,873	2,950
預付租賃款項	1,678	1,027	1,013	999	985
商譽	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
預付款	145	145	145	145	145
其他	90	146	146	146	146
遞延稅項資產	391	348	348	348	348
流動資產	7,029	10,338	12,771	13,882	15,705
預付租賃款項	634	615	615	615	615
存貨	1,534	1,438	2,114	2,517	3,075
應收賬及其他應收款項	2,127	2,634	3,327	4,128	4,873
應收票據	499	424	703	638	1,034
可供出售投資	1,046	3,276	3,276	3,276	3,276
其他	84	844	844	844	844
已抵押銀行存款	34	2	2	2	2
銀行結餘及現金	1,070	1,103	1,890	1,862	1,985
流動負債	5,169	6,421	8,861	9,328	10,165
應付帳及其他應付款項	1,820	1,832	3,071	3,539	4,375
應付票據	1,423	1,535	1,535	1,535	1,535
借貸	1,400	2,512	3,712	3,712	3,712
稅項負債	268	253	253	253	253
政府補貼	91	94	94	94	94
其他	168	195	195	195	195
非流動負債	1,313	1,980	1,580	1,580	1,580
借貸	0	747	347	347	347
遞延稅項負債	16	37	37	37	37
政府補貼	1,298	1,195	1,195	1,195	1,195
資本及儲備	6,442	7,146	7,773	8,614	9,664
股東權益	6,431	7,132	7,757	8,596	9,642
非控股權益	12	14	16	18	21

主要比率

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
礦山裝備	58%	61%	61%	61%	63%
物流裝備	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 利潤率	21%	24%	20%	18%	18%
息稅前利潤率	16%	19%	16%	15%	16%
淨利潤率	14%	16%	14%	13%	13%
增長率 (%)					
收入	78%	28%	30%	33%	20%
毛利	76%	29%	19%	29%	20%
EBITDA	78%	43%	8%	22%	22%
息稅前利潤	155%	52%	9%	24%	24%
淨利潤	162%	53%	8%	24%	25%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	152	154	148	139	140
平均存貨周轉天數	163	136	121	117	118
平均應付帳款周轉天數	176	167	167	167	167
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	5%	6%	6%	7%	8%
資本回報率	9%	14%	13%	15%	17%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.20	0.30	0.321	0.396	0.493
每股帳面值(人民幣)	2.11	2.30	2.50	2.75	3.08
每股股息(人民幣)	0.10	0.12	0.128	0.158	0.197

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，未在美國金融業監督局("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。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為制的報告。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。