

三一重装国际 (631 HK)

更多的复苏讯号出现

- ❖ **投资要点。**经过多年的疲弱表现, 我们看到数个正面因素带动三一国际的复苏: (1) 煤矿的盈利能力持续改善; (2) 在置换需求带动下, 煤机销售将于 2018-19 年迎来复苏的机遇; (3) 扩大矿用车产品组合成为 2019 年的新增长点; (4) 三一正寻求于智能生产及新能源等领域的并购机会, 以更有效地利用现金。我们相信在股权激励下管理层有相当动力于未来数年实现盈利目标。三一国际本月初发盈喜指 2017 年扭亏为盈, 并分派每股 HK\$0.18 的特别股息, 为 2012 年以来首次派息。
- ❖ **煤矿的盈利能力回复至理想水平。**根据国统局的数据, 煤价回升下中国煤炭开实行业的利润率于 2017 年大幅上升至 12%, 远较 2016 年的低单位数理想。此外, 经过连续两年的产量下滑后, 去年中国原煤产量同比回升 2% 至 34.5 亿吨。本月初, 国家四部门公布《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放, 促进落后产能有序退出的通知》, 估计有助今年煤炭产量进一步回升。我们相信持续改善的盈利能力及产量增长有助拉动采矿设备投资。
- ❖ **设备替换周期开始。**煤炭开采业固定资产投资额于 2012 年为 5,290 亿元人民币, 为历史高峰, 其后一直下跌。然而, 去年的跌幅为 13%, 跌幅低于 2016 年的 26%, 初步看到回稳的迹象。我们相信未来煤炭机械的需求主要来自设备更替。一般而言, 煤炭机械的使用寿命约 5-6 年, 因此 2012-13 年大量投资将为 2018-19 年带来大量替换的空间。现时, 三一国际的煤炭机械销售中约 60% 来自替换需求。
- ❖ **强劲订单拉动增长。**三一国际最新的煤炭机械在手订单为 2-3 亿元人民币 (约 1-2 月能见度), 我们预期公司今年煤炭机械的收入增长能达至 30%。此外, 矿用车的在手订单为 200 辆 (我们计算金额约 9.4 亿元人民币), 当中 100-150 辆预计于今年付运, 余下的于 2019 年付运。
- ❖ **推出新的矿用车型。**三一国际正按计划建立用于生产宽体车 (较小型的矿用车) 的新生产线, 以响应市场对相关产品的需求, 预计新产品于 2019 年推出。
- ❖ **港口机械增长持续。**现时公司约 65% 的港口机械产品于海外市场出售, 公司相信可受惠中国一带一路的倡议, 预期东南亚及非洲市场将为公司带来增长机遇。我们预期未来收入增长可达 20-30%。

财务资料

(YE Dec 31)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万元人民币)	2,175	2,202	1,842
净利润 (百万元人民币)	168	18	-644
EPS (元人民币)	0.06	0.01	(0.21)
EPS 变动 (%)	-52.4	-89.3	n/a
市盈率 (x)	15.5	23.9	n/a
EV/EBITDA (x)	34.6	341.0	n/a
市帐率 (x)	0.9	0.9	1.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	2.7	0.3	-10.1
净财务杠杆 (%)	净现金	净现金	净现金

数据来源: 公司及招銀国际研究

未评级

当前股价 HK\$2.39

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)	7,268
3 月平均流通量 (百万港元)	15.7
52 周内股价高/低 (港元)	2.57/1.06
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。
数据来源: 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%

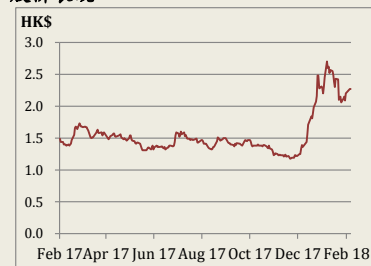
数据来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.9%	-13.4%
3-月	83.1%	73.0%
6-月	63.3%	42.4%

数据来源: 彭博

股价表现



数据来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.sanyhe.com

- ❖ **授出购股权激励计划。**三一国际于去年 12 月两次向管理层及员工授出购股权, 数量相当于现时股本的 4.54%。第一次授出 1.359 亿股, 行使价为 HK\$1.22, 第二次授出 240 万股, 行使价为 HK\$1.71。行使购股权必须达致若干表现目标方可作实, 包括: 2018 年的净利润较 2017 年增长最少 20% (50%购股权可生效); 2019 年的净利润较 2017 年增长最少 40% (25%购股权可生效); 2020 年的净利润较 2017 年增长最少 60% (余下的 25%购股权可生效)。
- ❖ **风险因素:** (1) 煤炭需求下滑; (2) 国际贸易转弱。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分内容之分析員，就本报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。