

三一重裝國際 (631 HK)

處於早期盈利復蘇階段; 估值重估機會出現

- ❖ **為何現在是理想時機?** 今年上半年伊始, 我們看到三一國際的兩個正面信號: (1) 自 2012 年以來首次派息; 以及 (2) 歷史上首次公佈季度財務資料。我們相信三一將成為這一輪煤炭板塊投資和生產復蘇的主要受益者, 主要由於其在該領域的獨特產品組合。我們預計公司所有板塊——包括煤機、礦用車和港口機械的強勁復蘇, 將推動淨利潤於 2018/19/20 年取得 164%/23%/9% 的強勁增長預測。我們首次覆蓋予以“買入”評級, 目標價為 HK\$3.60, 基於 1.5 x 2018 年 PB, 相當於 16x 2018 年 PE。公司股價目前位於 1.1 倍 PB, 我們認為尚未完全反映相關正面因素。
- ❖ **設備替換週期開始。** 煤炭開採業固定資產投資額於 2012 年達到 5290 億人民幣, 為歷史高峰, 其後持續下跌。然而早期回穩跡象已經出現, 跌幅從 2016 年 24% 改善至 2017 年的 13%。今年上半年, 煤炭開採業固定資產投資額回歸增長, 同比上升 1.4%。由於一般而言煤炭機械的使用壽命約 5-6 年, 因此 2012-2013 年大量投資將為 2018-20 年帶來大量的替換需求。
- ❖ **強勁訂單拉動銷量強勁增長。** 我們預計今年三一的煤機收入 (包括掘進機和聯合採煤機“CCMU”) 將取得 50% 同比增長。同時, 三一從海外市場獲得約 200 輛礦用車的訂單, 金額約 10 億元人民幣, 將於 2018-19 年付運, 相較 2017 年小於 1 億人民幣的分部收入顯著提升。港口機械方面, 大型港機在手訂單強勁, 我們預計收入將取得 >100% 的同比增長。
- ❖ **2018 年起盈利復蘇; 2019-20 年將有潛在盈利驚喜。** 在今年第一季度, 三一的收入和淨利潤分別同比提升 97% 和 140% 至 9.97 億元及 1.72 億元人民幣。我們預計三一 2018/19/20 年的淨利潤將取得 164%/23%/9% 的增長, 主要受到收入增長 70%/15%/6% 的驅動。同時, 受惠於經營杠杆, 三一的息稅前利潤率將由 2017 年的 11% 提升至 2018 年的 19% 和 2019 年的 20%。我們還未將小型礦用車機 (三一的新產品) 的收入完全納入盈利模型, 如果納入, 2019-20 年的盈利將存在上調空間。
- ❖ **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 | 4,209 | 4,856 | 5,163 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣) | -644 | 229 | 605 | 745 | 809 |
| EPS (元人民幣) | (0.21) | 0.08 | 0.20 | 0.25 | 0.27 |
| EPS 變動 (%) | 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 |
| 市帳率 (x) | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 股息率 (%) | 0.0 | 7.8 | 2.6 | 3.2 | 3.4 |
| 權益收益率 (%) | -10.1 | 3.7 | 9.6 | 11.2 | 11.2 |
| 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 (首次覆蓋)

| | |
|------|----------|
| 目標價 | HK\$3.60 |
| 潛在升幅 | +33% |
| 當前股價 | HK\$2.70 |

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

| | |
|------------------|-----------|
| 市值 (百萬元港幣) | 8,211 |
| 3 月平均流通量 (百萬元港幣) | 13.4 |
| 52 周內股價高/低 (港幣) | 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, 其持股量將為 74.25%

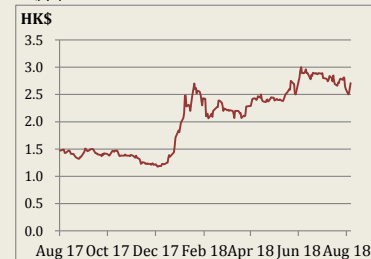
資料來源: 港交所

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -2.1% | -2.3% |
| 3-月 | 12.4% | 22.3% |
| 6-月 | 26.0% | 34.2% |

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 | 2,306 | 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 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 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 |
| 平均应付帐款周转天数 | 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。