

三一重裝國際 (631 HK)

更多的復甦訊號出現

- ❖ **投資要點。**經過多年的疲弱表現,我們看到數個正面因素帶動三一國際的復甦:
(1) 煤礦的盈利能力持續改善;(2) 在置換需求帶動下,煤機銷售將於2018-19年迎來復甦的機遇;(3) 擴大礦用車產品組合成為2019年的新增長點;(4) 三一正尋求於智能生產及新能源等領域的併購機會,以更有效地利用現金。我們相信在股權激勵下管理層有相當動力於未來數年實現盈利目標。三一國際本月初發盈喜指2017年扭虧為盈,並分派每股HK\$0.18的特別股息,為2012年以來首次派息。
- ❖ **煤礦的盈利能力回復至理想水平。**根據國統局的數據,煤價回升下中國煤炭開採行業的利潤率於2017年大幅上升至12%,遠較2016年的低單位數理想。此外,經過連續兩年的產量下滑後,去年中國原煤產量同比回升2%至34.5億噸。本月初,國家四部門公佈《關於進一步完善煤炭產能置換政策加快優質產能釋放,促進落後產能有序退出的通知》,估計有助今年煤炭產量進一步回升。我們相信持續改善的盈利能力及產量增長有助拉動採礦設備投資。
- ❖ **設備替換週期開始。**煤炭開採業固定資產投資額於2012年為5,290億元人民幣,為歷史高峰,其後一直下跌。然而,去年的跌幅為13%,跌幅低於2016年的26%,初步看到回穩的跡象。我們相信未來煤炭機械的需求主要來自設備更替。一般而言,煤炭機械的使用壽命約5-6年,因此2012-13年大量投資將為2018-19年帶來大量替換的空間。現時,三一國際的煤炭機械銷售中約60%來自替換需求。
- ❖ **強勁訂單拉動增長。**三一國際最新的煤炭機械在手訂單為2-3億元人民幣(約1-2月能見度),我們預期公司今年煤炭機械的收入增長能達至30%。此外,礦用車的在手訂單為200輛(我們計算金額約9.4億元人民幣),當中100-150輛預計於今年付運,餘下的於2019年付運。
- ❖ **推出新的礦用車型。**三一國際正按計劃建立用於生產寬體車(較小型的礦用車)的新生產線,以回應市場對相關產品的需求,預計新產品於2019年推出。
- ❖ **港口機械增長持續。**現時公司約65%的港口機械產品於海外市場出售,公司相信可受惠中國一帶一路的倡議,預期東南亞及非洲市場將為公司帶來增長機遇。我們預期未來收入增長可達20-30%。

財務資料

(YE Dec 31)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬元人民幣)	2,175	2,202	1,842
淨利潤(百萬元人民幣)	168	18	-644
EPS(元人民幣)	0.06	0.01	(0.21)
EPS變動(%)	-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
市帳率(x)	0.9	0.9	1.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	2.7	0.3	-10.1
淨財務杠杆(%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$2.39

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)	7,268
3月平均流通量(百萬元)	15.7
52周內股價高/低(港元)	2.57/1.06
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%

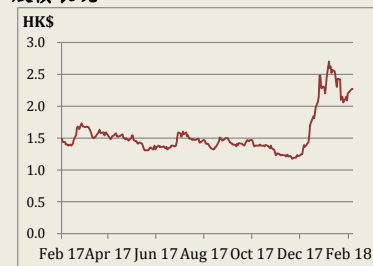
資料來源:港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.9%	-13.4%
3-月	83.1%	73.0%
6-月	63.3%	42.4%

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

- ❖ **授出購股權激勵計劃。**三一國際於去年 12 月兩次向管理層及員工授出購股權，數量相當於現時股本的 4.54%。第一次授出 1.359 億股，行使價為 HK\$1.22，第二次授出 240 萬股，行使價為 HK\$1.71。行使購股權必須達致若干表現目標方可作實，包括：2018 年的淨利潤較 2017 年增長最少 20% (50%購股權可生效)；2019 年的淨利潤較 2017 年增長最少 40% (25%購股權可生效)；2020 年的淨利潤較 2017 年增長最少 60% (餘下的 25%購股權可生效)。
- ❖ **風險因素：**(1) 煤炭需求下滑；(2) 國際貿易轉弱。

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。