招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

三一重装国际 (631 HK)

母公司支持下确立增长战略

- **进一步加强正面看法。**我们认为公司增长短期内仍然明确，因今年首两个月收入增长持续（同比约 40%）且订单金额稳固（目前为 24 亿人民币）。更重要的是，三一国际的母公司三一集团已经明确表示，将向三一国际大力提供支持以推动其业务，期望将三一国际打造成一家规模庞大的矿业装备和港口物流装备公司。我们稍为下调 2019 年盈利 5%, 基于较低的港口机械收入和毛利率预测（因产品组合有所变动），但我们上调 2020 年能源设备收入，因此上调 2020 年盈利预测 4%。根据更新后的人民币汇率假设，我们将目标价轻微上调至 4.52 港元，基于 1.7 倍市帐率倍数（2019 年）。重申买入评级。未来股价催化剂包括：（1）订单数量增加，及（2）潜在收购推动增长。
- **订单强劲且具进一步提升潜力。**目前公司手持 24 亿元人民币订单，当中包括 10 亿元能源设备和 14 亿元港口机械。除此之外，三一国际预计另有 20 亿元人民币潜在新订单。订单总额 44 亿元人民币，占我们 2019 年全年收入预测的 65%。
- **2019 年综合采煤机和矿用运输车辆高速增长。**综合采煤机（CCMU）（2018 年占总收入 22%）将继续成为未来的增长动力。由于煤炭开采商的投资增加，以及公司新产品如纯水液压支架带来新的增长，我们预计今年 CCMU 将实现 80%以上同比增长。至于矿用运输车辆，三一国际目标在 2019 年交付 500 辆「宽体矿车」（平均售价：70-80 万人民币），我们预期可贡献 3.5 至 4 亿元人民币收入（相对 2018 年约 9,000 万元的收入贡献）。
- **大型港口机械成另一增长动力。**三一国际的大型港口机械产品已进军天津、苏州、唐山、武汉等主要港口，虽然市场竞争激烈，但反映了管理层的高效执行力。我们预测 2019 年大型港口机械收入（2018 年占总收入 12.5%）将同比增长 70%，主要受益于更多新客户和新产品推出，包括液压抓料机和电动集卡。
- **利用集团的丰富资源。**三一集团（非上市）股东、董事兼三一重工（600031 CH，未评级）总裁向文波先生，明确表示三一集团将全力支持三一国际的发展， 包括共享集团的全球销售网络、采购系统和产品开发等资源。此外，向文波强调，三一国际将成为集团海外扩张和收购的重要平台。我们认为三一集团的进取的发展方向和庞大资源将促使三一国际在未来几年迅速增长，进一步强化我们对三一国际的信心。
- **经营现金流。**三一国际的经营现金流在 2018 年同比下降 54%至 2.8 亿元人民币，管理层指原因有三：（1）部分应收票据贴现，导致 2017 年经营现金流较高；（2）CCMU 和大型港口机械在 2018 年录得高于平均收入增长，而一般而言这些客户的信用期较长；（3）预付款增加以确保 2018 年一些关键零部件的货源。管理层强调，公司将维持严格的信用政策。

财务资料

(YE Dec 31)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万元人民币)	2,481	4,417	6,738	7,826	8,390
净利润 (百万元人民币)	229	600	840	1,031	1,146
EPS (元人民币)	0.08	0.20	0.28	0.34	0.38
EPS 变动 (%)	n/a	161.6	40.0	22.7	11.2
EV/EBITDA (x)	16.2	9.1	6.8	5.6	5.0
市盈率 (x)	38.4	14.9	10.6	8.7	7.8
市帐率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	6.2	3.4	2.8	3.5	3.8
权益收益率 (%)	3.7	9.4	12.5	14.0	14.0
净财务杠杆 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司, 招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK$4.52
(前目标价	HK$4.45)
潜在升幅	+33%
当前股价	HK$3.41

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)	10,370
3 月平均流通量 (百万港元)	14
52 周内股价高/低 (港元)	3.57/2.03
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。
资料来源: 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%

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+19.2%	+15.8%
3-月	+41.6%	+25.5%
6-月	+29.0%	+21.9%

资料来源：彭博

股价表现

资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.sanyhe.com

- **资本开支在 2019-20 年增加。**截至 2018 年底，三一国际拥有净现金 7.5 亿元人民币（包括 10 亿元金融产品），显示公司财政稳健。三一国际预算 2019 年的资本开支为 3 亿至 4 亿元人民币，2020 年的资本开支将进一步增加，主要由于三一国际计划将小型港口机械生产线从长沙基地搬迁至珠海，因此资本开支主要用于珠海生产厂房（第二期）的建设。
- **风险因素：**（1）采煤活动减少；（2）原材料和零部件成本增加；以及（3）国际贸易逊于预期。

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收益					
能源装备	1,202	2,561	4,230	4,928	5,260
港口机械	1,279	1,856	2,508	2,898	3,130
总收益	**2,481**	**4,417**	**6,738**	**7,826**	**8,390**
销售成本	(1,744)	(3,119)	(4,819)	(5,573)	(5,937)
毛利	**738**	**1,298**	**1,919**	**2,253**	**2,453**
其他收入	304	242	350	368	369
其他收益及亏损净额	0	35	0	0	0
分销与销售开支	(299)	(329)	(492)	(563)	(604)
行政开支	(342)	(492)	(728)	(767)	(789)
研发费用	(118)	(33)	(47)	(55)	(59)
息税前收益	**282**	**720**	**1,003**	**1,236**	**1,371**
净财务收入/(费用)	32	6	15	13	17
利息收入	35	24	48	51	55
融资成本	(3)	(18)	(33)	(38)	(38)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	**315**	**726**	**1,018**	**1,248**	**1,388**
所得税开支	(84)	(123)	(173)	(212)	(236)
税后溢利	**231**	**603**	**845**	**1,036**	**1,152**
非控股权益	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
净利润	**229**	**600**	**840**	**1,031**	**1,146**
核心利润	**173**	**409**	**690**	**881**	**996**
折旧及摊销	249	224	267	307	347
EBITDA	**531**	**944**	**1,270**	**1,543**	**1,718**

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,585	2,463	2,610	2,817	2,984
预付租赁款项	562	1,678	1,664	1,650	1,636
联营及合资公司	0	0	0	0	0
可供出售投资	11	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	436	391	391	391	391
定期存款	0	0	0	0	0
	6,102	5,896	6,029	6,222	6,376
流动资产					
预付租赁款项	268	634	634	634	634
存货	1,246	1,534	2,294	2,377	2,665
应收账及其他应收款项	1,560	2,127	2,783	3,005	3,385
应收票据	266	499	682	775	834
已抵押银行存款	15	34	34	34	34
银行结余及现金	814	1,070	1,385	1,358	1,833
	5,097	7,029	8,944	9,315	10,515
总资产	**11,199**	**12,925**	**14,973**	**15,537**	**16,890**
流动负债					
应付账及其他应付款项	1,193	1,820	2,828	2,607	3,118
应付票据	1,318	1,423	1,423	1,423	1,423
借贷	0	1,400	1,900	1,900	1,900
税项负债	297	268	268	268	268
其他	14	168	168	168	168
	2,919	5,169	6,677	6,457	6,968
非流动负债					
借贷	429	0	0	0	0
递延税项负债	34	16	16	16	16
政府补贴	1,455	1,298	1,298	1,298	1,298
	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
资本及储备					
股东权益	6,304	6,431	6,967	7,746	8,583
非控股权益	58	12	16	21	27
权益总额	6,362	6,442	6,983	7,767	8,609
权益及负债	**11,199**	**12,925**	**14,973**	**15,537**	**16,890**

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	315	726	1,018	1,248	1,388
融资成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(48)	(51)	(55)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
应收账及其他应收款项减值确认减值亏损	33	10	0	0	0
滞销及过时存货拨备	1	0	0	0	0
折旧及摊销	249	224	267	307	347
已付所得税	(20)	(123)	(173)	(212)	(236)
营运资金变动	276	(357)	(592)	(618)	(215)
其他	(214)	(195)	0	0	0
经营活动所得现金净额	**607**	**280**	**505**	**712**	**1,267**
购买物业、厂房及设备净投资	(249)	(88)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	48	51	55
其他	(661)	(472)	0	0	0
投资活动所用现金净额	**(888)**	**(536)**	**(352)**	**(449)**	**(445)**
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	266	971	500	0	0
已付股息	0	(547)	(304)	(252)	(309)
已付利息	0	0	(33)	(38)	(38)
其他	0	88	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	**266**	**512**	**163**	**(290)**	**(347)**
现金及等同现金（减少）增加净额	(15)	257	315	(27)	475
年初之现金及等同现金项目	833	814	1,070	1,385	1,358
汇兑及其他	(4)	(1)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	814	1,070	1,385	1,358	1,833

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售组合 (%)					
能源装备	48%	58%	63%	63%	63%
港口机械	52%	42%	37%	37%	37%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	29%	28%	29%	29%
EBITDA 利润率	21%	21%	19%	20%	20%
息税前利润率	11%	16%	15%	16%	16%
净利润率	9%	14%	13%	13%	14%
增长率(%)					
收入	35%	78%	53%	16%	7%
毛利	167%	76%	48%	17%	9%
EBITDA	n/a	78%	34%	22%	11%
息税前利润	n/a	155%	39%	23%	11%
净利润	n/a	162%	40%	23%	11%
	265%	136%	69%	28%	13%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	229	152	133	135	139
平均存货周转天数	226	163	145	153	155
平均应付帐款周转天数	225	176	176	178	176
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	2%	5%	6%	7%	7%
资本回报率	4%	9%	13%	14%	14%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.08	0.20	0.28	0.339	0.377
每股账面值(人民币)	2.07	2.11	2.29	2.55	2.82
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.08	0.102	0.113

来源：公司资料，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。