三一重裝國際 (631 HK)

股價弱勢提供買入時機; 三季度業績是催化劑

- **買入機會。**三一國際股價自月初以來下跌 20%, 相對恆指下跌 8%為弱, 我們相信主要是受投資情緒影響而非基本面惡化。我們預期公司三季度營運仍然強勁, 收入增長可達 80%, 預期下週五(10 月 26 日)公佈的季度業績將成為股價上升的催化劑。此外, 三一國際的在手訂單保持穩健。我們看好公司 2019 年的增長, 主要由於置換需求強勁以及公司持續推出新產品。現時三一國際股價僅相當於 8x 2018 年市盈率, 我們認為並未反映 2019 年約 28%的淨利潤增長, 我們因此重申買入評級, 目標價 4.17 港元維持不變(基於 1.7 倍 2018 年 PB, 對應 2019-2020 年 12-13% ROE)。
- **訂單穩健支持增長。**我們了解到公司最新的煤機 (包括掘進機和綜合採煤機械) 在手訂單金額達 9.5 億元人民幣; 大型港口機械方面, 在手訂單約 6 億元人民幣。
- **三季度增長動力持續。**我們推算公司三季度收入增長達 80%(上半年為 83%), 儘管我們預期三季度毛利率會較上半年的 32.3%有所下降, 但主要是源於產品結構的改變: 毛利率約 25%的綜合採煤機械收入增長高於毛利率>40%的掘進機收入。我們因此相信三一的總體定價能力仍然強勁。
- **新產品推出進度理想。**三一國際的其中一款新產品純水液壓支架（將液壓缸中的乳化劑替換為純水以實現環保綠色開採）預期今年對神華的銷售額將近 1 億元人民幣，公司預期未來數年的市場空間將達到每年 10 億元人民幣，因此該新產品將成為三一國際的主要增長動力。
- **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	4,589	5,790	6,391
淨利潤 (百萬元人民幣)	-644	229	658	839	941
EPS (元人民幣)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.31
EPS 變動 (%)	n/a	n/a	186.6	27.5	12.3
EV/EBITDA (x)	n/a	9.7	4.7	3.8	3.4
市盈率 (x)	n/a	23.7	8.4	6.6	5.8
市帳率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	0.0	10.1	3.6	4.6	5.1
權益收益率 (%)	-10.1	3.7	10.3	12.5	12.7
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(維持)

目標價	HK$4.17
(前目標價	HK$4.17)
潛在升幅	+99%
當前股價	HK$2.10

馮鍵嶸, CFA
電話: (852) 3900 0826
郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	6,386
3 月平均流通量 (百萬港元)	13
52 周內股價高/低 (港元)	3.04/0.97
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	-23.4%	-16.6%
3-月	-25.0%	-14.2%
6-月	-16.0%	-0.6%

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

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益					
能源装备	728	1,202	2,595	3,543	3,883
港口机械	1,114	1,279	1,993	2,247	2,508
总收益	**1,842**	**2,481**	**4,589**	**5,790**	**6,391**
销售成本	(1,566)	(1,744)	(3,074)	(3,879)	(4,282)
毛利	**276**	**738**	**1,514**	**1,911**	**2,109**
其他收入	168	304	413	515	562
其他收益及亏损净额	0	0	0	0	0
分销与销售开支	(321)	(299)	(505)	(637)	(703)
行政开支	(314)	(342)	(459)	(550)	(575)
研发费用	(526)	(118)	(115)	(145)	(160)
息税前收益	**(718)**	**282**	**849**	**1,094**	**1,233**
净财务收入/(费用)	10	32	33	30	29
利息收入	12	35	36	33	34
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**	**882**	**1,125**	**1,263**
所得税开支	50	(84)	(221)	(281)	(316)
税后溢利	**(658)**	**231**	**662**	**844**	**947**
非控股权益	14	(2)	(4)	(5)	(6)
净利润	**(644)**	**229**	**658**	**839**	**941**
折旧及摊销	199	249	247	263	279
EBITDA	**(519)**	**531**	**1,096**	**1,358**	**1,513**

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,757	2,585	2,553	2,505	2,441
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	6,054	5,991	5,912
流动资产					
预付租赁款项	311	268	268	268	268
存货	915	1,246	1,870	2,062	2,278
应收账及其他应收款项	1,557	1,560	2,463	2,930	3,128
应收票据	213	266	564	483	708
已抵押银行存款	27	15	15	15	15
银行结余及现金	833	814	538	610	578
	4,246	5,097	6,647	7,296	7,903
总资产	**10,139**	**11,199**	**12,701**	**13,287**	**13,815**
流动负债					
应付账及其他应付款项	956	1,193	2,581	2,521	2,782
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	4,307	4,247	4,508
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	6,414	7,055	7,745
非控股权益	57	58	62	67	73
权益总额	6,134	6,362	6,476	7,123	7,818
权益及负债	**10,139**	**11,199**	**12,701**	**13,287**	**13,815**

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	882	1,125	1,263
融资成本	2	3	3	3	4
利息收入	(12)	(35)	(36)	(33)	(34)
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	522	33	0	0	0
滞销及过时存货拨备	320	1	0	0	0
撇销应收账款	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	247	263	279
已付所得税	(12)	(20)	(221)	(281)	(316)
营运资金变动	1,161	276	(438)	(638)	(378)
其他	(144)	(214)	0	0	0
经营活动所得现金净额	**1,327**	**607**	**438**	**439**	**819**
购买物业、厂房及设备净投资	(153)	(249)	(200)	(200)	(200)
已收利息	6	22	36	33	34
其他	(270)	(661)	0	0	0
投资活动所用现金净额	**(532)**	**(888)**	**(164)**	**(167)**	**(166)**
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)	(197)	(252)
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)**	**(200)**	**(685)**
现金及等同现金（减少）增加净额	308	(15)	(276)	72	(32)
年初之现金及等同现金项目	523	833	814	538	610
汇兑及其他	2	(4)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	833	814	538	610	578

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%	57%	61%	61%
港口机械	60%	52%	43%	39%	39%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15%	30%	33%	33%	33%
EBITDA 利润率	-28%	21%	24%	23%	24%
息税前利润率	-39%	11%	19%	19%	19%
净利润率	-36%	9%	14%	15%	15%
增长率(%)					
收入	-16%	35%	85%	26%	10%
毛利	-56%	167%	105%	26%	10%
EBITDA	n/a	n/a	106%	24%	11%
息税前利润	n/a	n/a	201%	29%	13%
净利润	n/a	n/a	187%	28%	12%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.7	1.5	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	453	229	160	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	240	226
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%	6%	6%	7%
资本回报率	-10%	4%	10%	12%	13%
每股数据					
每股盈利(人民币)	(0.21)	0.08	0.22	0.28	0.310
每股账面值(人民币)	2.00	2.07	2.11	2.32	2.55
每股股息(人民币)	0.00	0.18	0.06	0.08	0.093

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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

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。而過去的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，幷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，幷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幷不時自行及/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。