

三一重裝國際 (631 HK)

政策支持下前景向好；上調盈利預測及目標價

國家發改委發佈煤礦智能化發展指導意見，再次肯定三一國際發展智能煤礦設備的戰略方向正確，並進一步加強了我們對三一國際的信心。我們預期地方政府陸續推出更多支持政策，拉動設備升級需求。由於行業能見度進一步上升，我們調升煤礦設備的假設，並上調對公司 2021 年盈利預測 12%，以及將目標價由 5.60 港元上調至 6.24 元，基於 2020 年目標市盈率 15 倍。我們預期公司在 2020/21 年實現 28%/34% 的強勁盈利增長，重申買入評級。

- **政策利好煤礦智能化發展。**國家發改委連同另外七個部門本週聯合發佈《關於加快煤礦智能化發展的指導意見》。《意見》列出在 2035 年之前對煤礦智能化發展的總體要求，鼓勵地方政府有關部門制定發展規劃及政策。
- **山西省已確定試點項目。**山西是中國最大的煤炭生產基地，重點煤礦產量 4.6 億噸，佔 2019 年全國總產量 (37.2 億噸) 約 12%。山西省政府最近公佈了智能煤礦試點規劃，確定了 10 座煤礦作為智能化試點。試點項目的年產能約為 5,600 萬噸，佔山西省去年產量的 12%，部份礦山是三一國際的客戶，我們預計公司將從中受益。
- **上調目標價至 6.24 港元。**我們將目標估值方法從市帳率 (之前為兩倍) 轉換為市盈率，因採用盈利倍數能更好地捕捉盈利上升周期。我們將目標市盈率設定為 15 倍，基於自 2017 年開始盈利復蘇期間的估值頂峰。我們預期三一國際 2020/21 年的盈利增長達 27%/ 34%，因此相信目標估值屬合理水平。
- **主要風險因素：**(1) 疫情未能受控；(2) 煤礦開採活動下降；(3) 零部件成本上升；(4) 國際貿易差於預期。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	2,481	4,417	5,884	7,678	9,666
同比增長 (%)	34.7	78.0	33.2	30.5	25.9
淨收入 (百萬元人民幣)	229	600	916	1,173	1,573
每股盈利 (元人民幣)	0.08	0.20	0.30	0.38	0.51
同比增長 (%)	不適用	161.6	50.7	27.3	34.1
市場預期每股盈利	不適用	不適用	0.29	0.38	0.49
EV/EBITDA (x)	25.0	14.0	9.5	7.6	5.9
市盈率 (倍)	58.5	22.7	15.9	12.5	9.3
市帳率 (倍)	2.1	2.1	2.1	1.8	1.6
股息率 (%)	4.1	2.2	1.9	2.4	3.2
權益收益率 (%)	3.7	9.4	13.6	15.7	18.4
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$6.24
(此前目標價)	HK\$5.60
潛在升幅	+20%
當前股價	HK\$5.19

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值 (百萬元港元)	16,093
3 月平均流通量 (百萬元港元)	26
52 周內股價高低 (港元)	5.20/2.62
總股本 (百萬)	3,100.7

資料來源：彭博

股東結構

三一重裝投資有限公司#	67.7%
自由流通	32.3%

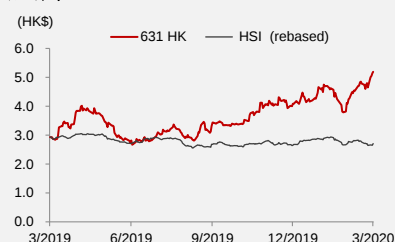
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+25.1%	+27.2%
3-月	+28.5%	+27.7%
6-月	+55.3%	+57.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收益					
能源裝備	1,202	2,561	3,536	4,740	6,226
港口機械	1,279	1,856	2,348	2,938	3,441
總收益	2,481	4,417	5,884	7,678	9,666
銷售成本	(1,744)	(3,119)	(4,006)	(5,307)	(6,639)
毛利	738	1,298	1,878	2,371	3,028
其他收入	304	242	306	369	464
其他收益及虧損淨額	0	35	0	0	0
分銷與銷售開支	(299)	(329)	(424)	(545)	(667)
行政開支	(342)	(492)	(630)	(745)	(880)
研發費用	(118)	(33)	(41)	(54)	(68)
息稅前收益	282	720	1,089	1,396	1,878
淨財務收入/(費用)	32	6	19	24	28
利息收入	35	24	52	62	66
融資成本	(3)	(18)	(33)	(38)	(38)
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	315	726	1,109	1,420	1,905
所得稅開支	(84)	(123)	(189)	(241)	(324)
稅後溢利	231	603	920	1,179	1,581
非控股權益	(2)	(3)	(5)	(6)	(8)
淨利潤	229	600	916	1,173	1,573
折舊及攤銷	249	224	310	350	390
EBITDA	531	944	1,399	1,746	2,267

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除稅前溢利	315	726	1,109	1,420	1,905
融資成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(52)	(62)	(66)
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
折舊及攤銷	249	224	310	350	390
已付所得稅	(20)	(137)	(189)	(241)	(324)
營運資金變動	276	(251)	(248)	(569)	(946)
其他	(181)	(275)	0	0	0
經營活動所得現金淨額	607	280	962	935	997
購買物業、廠房及設備淨投資	(249)	(201)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	52	62	66
其他	(661)	(359)	0	0	0
投資活動所用現金淨額	(888)	(536)	(348)	(438)	(434)
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	266	968	500	0	0
已付股息	0	(440)	(304)	(275)	(352)
已付利息	0	(17)	(33)	(38)	(38)
其他	0	0	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨額	266	512	163	(313)	(390)
現金及等同現金(減少)增加淨額	(15)	257	778	185	173
年初之現金及等同現金項目	833	814	1,070	1,848	2,032
匯兌及其他	(4)	(1)	0	(0)	(0)
年底之現金及等同現金項目	814	1,070	1,848	2,032	2,205

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	6,102	5,896	5,986	6,137	6,247
物業、廠房及設備	2,585	2,463	2,567	2,732	2,856
預付租賃款項	562	1,678	1,664	1,650	1,636
商譽	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
預付款	1,333	145	145	145	145
其他	57	90	90	90	90
遞延稅項資產	436	391	391	391	391
流動資產	5,097	7,029	8,279	10,121	11,451
預付租賃款項	268	634	634	634	634
存貨	1,246	1,534	1,649	2,248	2,590
應收賬及其他應收款項	1,560	2,127	2,451	3,186	3,805
應收票據	266	499	533	856	1,051
可供出售投資	682	0	0	0	0
其他	246	1,130	1,130	1,130	1,130
已抵押銀行存款	15	34	34	34	34
銀行結餘及現金	814	1,070	1,848	2,032	2,205
流動負債	2,919	5,169	5,893	6,982	7,192
應付帳及其他應付款項	1,193	1,820	2,044	3,132	3,343
應付票據	1,318	1,423	1,423	1,423	1,423
借貸	0	1,400	1,900	1,900	1,900
稅項負債	297	268	268	268	268
政府補貼	97	91	91	91	91
其他	14	168	168	168	168
非流動負債	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
借貸	429	0	0	0	0
遞延稅項負債	34	16	16	16	16
政府補貼	1,455	1,298	1,298	1,298	1,298
資本及儲備	6,362	6,442	7,058	7,963	9,192
股東權益	6,304	6,431	7,042	7,941	9,162
非控股權益	58	12	16	22	30

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
能源裝備	48%	58%	60%	62%	64%
港口機械	52%	42%	40%	38%	36%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	29%	32%	31%	31%
EBITDA 利潤率	21%	21%	24%	23%	23%
息稅前利潤率	11%	16%	19%	18%	19%
淨利潤率	9%	14%	16%	15%	16%
增長率 (%)					
收入	35%	78%	33%	30%	26%
毛利	167%	76%	45%	26%	28%
EBITDA	n/a	78%	48%	25%	30%
息稅前利潤	n/a	155%	51%	28%	34%
淨利潤	n/a	162%	53%	28%	34%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.4	1.4	1.4	1.6
平均應收賬款周轉天數	229	152	142	134	132
平均存貨周轉天數	226	163	145	134	133
平均應付帳款周轉天數	225	176	176	178	178
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資產回報率	2%	5%	7%	8%	9%
資本回報率	4%	9%	14%	16%	18%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.08	0.20	0.30	0.379	0.508
每股賬面值(人民幣)	2.07	2.11	2.27	2.56	2.96
每股股息(人民幣)	0.18	0.10	0.09	0.114	0.152

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。