

三一重裝國際 (631 HK)

首季盈利僅跌7%屬預期之內；新產品續成增長點

在新冠肺炎疫情影響下，三一國際今年首季錄得淨利潤 2.57 億元人民幣，同比僅下跌 7%，顯示業務在疫情下保持韌性。管理層維持全年目標收入至少同比增長 20%，並有可能超過 25%。我們對三一國際的前景仍然充滿信心，主要由於公司訂單穩健，並在各個產品線持續推出新產品。我們維持買入評級及目標價 5.92 港元不變，基於 15 倍 2020 年預測市盈率，對應 2020/21 年預測盈利增長 20%/33%。

- 今年首季業績亮點。收入同比增長 1% 至 15.5 億元人民幣，礦山裝備產品銷售增長 12%（至 9.8 億元人民幣），但被物流裝備銷售下滑 13%（至 5.7 億元人民幣）所抵消。公司錄得毛利率 26.2%，低於 2019 年首季的 30.6%，但高於四季度的 25.9%，主要歸因於產品組合的變化。受益於有效的成本控制措施和其他收入，淨利潤僅同比下跌 7% 至 2.57 億元人民幣。經營現金流入 3.3 億元人民幣，高於淨利潤。
- 2020 年一季度礦用車輛銷售大幅增長。礦用車銷售同比大增 1.6 倍至 1.9 億元人民幣，主要因出貨量強勁，達至 260 輛（有望實現全年目標 1,000 輛）。雖然今年一季度礦用車的毛利率僅為 8-9%（低於公司的綜合毛利率），但銷量持續增長和進一步的成本削減措施將有助於在低基數下實現毛利率增長。
- 預期獲取更多純水液壓支架合同。三一國際新產品純水液壓支架已在三月份中標神華集團的合同（合同價值：2.75 億元人民幣），公司有信心在短期獲取更多合同。雖然純水液壓支架的平均售價（約 9,000 萬元人民幣）比傳統支架的（約 8,000 萬元人民幣）高，但三一國際相信較低的維護和經營成本（以水取代化學物）使純水液壓支架更具吸引力。
- 國內對小型港機的需求增加，彌補了海外訂單的流失。受到海外疫情大流行及封城政策影響，三一國際的小型港機 3 月份海外訂單下跌了 15-20%。不過，公司開始看到國內的需求增加，例如國家鐵路集團將開始進行設備採購，三一國際有信心獲得其集裝箱堆高機的合同。公司目標在今年實現 10-15% 小型港機的收入增長。
- 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)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	4,417	5,656	7,043	9,022	10,543
同比增長 (%)	78.0	28.1	24.5	28.1	16.9
淨收入(百萬元人民幣)	600	920	1,113	1,487	1,790
每股盈利(元人民幣)	0.20	0.30	0.36	0.48	0.58
同比增長 (%)	161.6	51.3	20.3	33.6	20.4
市場預期每股盈利	不適用	不適用	0.37	0.49	0.59
EV/EBITDA (x)	10.7	7.5	6.5	5.0	4.2
市盈率(倍)	18.5	12.9	10.7	8.0	6.7
市帳率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2
股息率 (%)	2.7	3.1	3.7	5.0	6.0
權益收益率 (%)	9.4	13.6	14.8	17.7	18.8
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\$5.92
(此前目標價)	HK\$5.92)
潛在升幅	+40%
當前股價	HK\$4.23

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	13,116
3 月平均流通量(百萬港元)	35
52 周內股價高/低(港元)	5.22/2.62
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	11.3%	-0.9%
3-月	-8.2%	9.4%
6-月	12.8%	23.6%

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 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收益					
能源裝備	2,561	3,423	4,400	5,788	6,996
港口機械	1,856	2,233	2,643	3,234	3,547
總收益	4,417	5,656	7,043	9,022	10,543
銷售成本	-3,119	-3,987	-4,942	-6,286	-7,340
毛利	1,298	1,669	2,101	2,736	3,203
其他收入	242	342	423	541	633
其他收益及虧損淨額	35	121	0	0	0
分銷與銷售開支	-329	-388	-458	-568	-633
行政開支	-492	-643	-789	-992	-1,139
研發費用	-33	-4	-7	-9	-11
息稅前收益	720	1,097	1,270	1,707	2,054
淨財務收入/(費用)	6	-27	27	25	32
利息收入	24	58	93	91	97
融資成本	-18	-85	-65	-65	-65
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	726	1,070	1,297	1,733	2,086
所得稅開支	-123	-148	-182	-243	-292
稅後溢利	603	922	1,116	1,490	1,794
非控股權益	-3	-2	-2	-3	-4
淨利潤	600	920	1,113	1,487	1,790
折舊及攤銷	224	249	278	318	326
EBITDA	944	1,346	1,548	2,026	2,380

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	726	1,070	1,297	1,733	2,086
融資成本	18	85	65	65	65
利息收入	-24	-58	-93	-91	-97
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
折舊及攤銷	224	249	278	318	326
已付所得稅	-137	-148	-182	-243	-292
營運資金變動	-251	-213	-675	-943	-620
其他	-275	-185	0	0	0
經營活動所得現金淨額	280	801	692	840	1,468
購買物業、廠房及設備淨投資	-93	-174	-500	-500	-100
已收利息	24	58	93	91	97
其他	-466	-2,195	0	0	0
投資活動所用現金淨額	-536	-2,311	-407	-409	-3
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	968	1,860	0	0	0
已付股息	-440	-304	-372	-445	-595
已付利息	-17	-85	-65	-65	-65
其他	0	57	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨額	512	1,527	-437	-511	-660
現金及等同現金(減少)增加淨額	257	17	-153	-80	805
年初之現金及等同現金項目	814	1,070	1,103	950	870
匯兌及其他	-1	16	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	1,070	1,103	950	870	1,676

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	5,896	5,209	5,430	5,612	5,386
物業、廠房及設備	2,463	2,413	2,649	2,845	2,632
預付租賃款項	1,678	1,027	1,013	999	985
商譽	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
預付款	145	145	145	145	145
其他	90	146	146	146	146
遞延稅項資產	391	348	348	348	348
流動資產	7,029	10,338	11,719	12,918	14,845
預付租賃款項	634	615	615	615	615
存貨	1,534	1,438	2,028	2,415	2,813
應收賬及其他應收款項	2,127	2,634	3,270	4,145	4,636
應收票據	499	424	733	750	983
可供出售投資	1,046	3,276	3,276	3,276	3,276
其他	84	844	844	844	844
已抵押銀行存款	34	2	2	2	2
銀行結餘及現金	1,070	1,103	950	870	1,676
流動負債	5,169	6,421	7,280	7,617	8,118
應付帳及其他應付款項	1,820	1,832	2,691	3,027	3,529
應付票據	1,423	1,535	1,535	1,535	1,535
借貸	1,400	2,512	2,512	2,512	2,512
稅項負債	268	253	253	253	253
政府補貼	91	94	94	94	94
其他	168	195	195	195	195
非流動負債	1,313	1,980	1,980	1,980	1,980
借貸	0	747	747	747	747
遞延稅項負債	16	37	37	37	37
政府補貼	1,298	1,195	1,195	1,195	1,195
資本及儲備	6,442	7,146	7,889	8,934	10,133
股東權益	6,431	7,132	7,873	8,915	10,111
非控股權益	12	14	16	19	23

主要比率

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
礦山裝備	58%	61%	62%	64%	66%
物流裝備	42%	39%	38%	36%	34%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29%	30%	30%	30%	30%
EBITDA 利潤率	21%	24%	22%	22%	23%
息稅前利潤率	16%	19%	18%	19%	19%
淨利潤率	14%	16%	16%	17%	17%
增長率 (%)					
收入	78%	28%	25%	28%	17%
毛利	76%	29%	26%	30%	17%
EBITDA	78%	43%	15%	31%	18%
息稅前利潤	155%	52%	16%	34%	20%
淨利潤	162%	53%	21%	34%	20%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	152	154	153	150	152
平均存貨周轉天數	163	136	128	129	130
平均應付帳款周轉天數	176	167	167	166	163
淨負債/總權益比率 (%)	Net cash				
回報率 (%)					
資產回報率	5%	6%	7%	8%	9%
資本回報率	9%	14%	15%	18%	19%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.20	0.30	0.359	0.480	0.578
每股賬面值(人民幣)	2.11	2.30	2.54	2.88	3.26
每股股息(人民幣)	0.10	0.12	0.144	0.192	0.231

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。