

三一重装国际 (631 HK)

政策支持下前景向好；上调盈利预测及目标价

国家发改委发布煤矿智能化发展指导意见，再次肯定三一国际发展智能煤矿设备的战略方向正确，并进一步加强了我们对三一国际的信心。我们预期地方政府陆续推出更多支持政策，拉动设备升级需求。由于行业能见度进一步上升，我们调升煤矿设备的假设，并上调对公司 2021 年盈利预测 12%，以及将目标价由 5.60 港元上调至 6.24 元，基于 2020 年目标市盈率 15 倍。我们预期公司在 2020/21 年实现 28%/34% 的强劲盈利增长，重申买入评级。

- **政策利好煤矿智能化发展。**国家发改委连同另外七个部门本周联合发布《[关于加快煤矿智能化发展的指导意见](#)》。《意见》列出在 2035 年之前对煤矿智能化发展的总体要求，鼓励地方政府有关部门制定发展规划及政策。
- **山西省已确定试点项目。**山西是中国最大的煤炭生产基地，重点煤矿产量 4.6 亿吨，占 2019 年全国总产量（37.2 亿吨）约 12%。山西省政府最近公布了智能煤矿试点规划，确定了 10 座煤矿作为智能化试点。试点项目的年产能约为 5,600 万吨，占山西省去年产量的 12%，部份矿山是三一国际的客户，我们预计公司将从中受益。
- **上调目标价至 6.24 港元。**我们将目标估值方法从市帐率（之前为两倍）转换为市盈率，因采用盈利倍数能更好地捕捉盈利上升周期。我们将目标市盈率设定为 15 倍，基于自 2017 年开始盈利复苏期间的估值顶峰。我们预期三一国际 2020/21 年的盈利增长达 27%/34%，因此相信目标估值属合理水平。
- **主要风险因素：**（1）疫情未能受控；（2）煤矿开采活动下降；（3）零部件成本上升；（4）国际贸易差于预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	2,481	4,417	5,884	7,678	9,666
同比增长(%)	34.7	78.0	33.2	30.5	25.9
净收入(百万元人民币)	229	600	916	1,173	1,573
每股盈利(元人民币)	0.08	0.20	0.30	0.38	0.51
同比增长(%)	不适用	161.6	50.7	27.3	34.1
市场预期每股盈利	不适用	不适用	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
市帐率(倍)	2.1	2.1	2.1	1.8	1.6
股息率(%)	4.1	2.2	1.9	2.4	3.2
权益收益率(%)	3.7	9.4	13.6	15.7	18.4
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$6.24
(此前目标价)	HK\$5.60
潜在升幅	+20%
当前股价	HK\$5.19

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,093
3 月平均流通量(百万港元)	26
52 周内股价高/低(港元)	5.20/2.62
总股本(百万)	3,100.7

资料来源：彭博

股东结构

三一重装投资有限公司#	67.7%
自由流通	32.3%

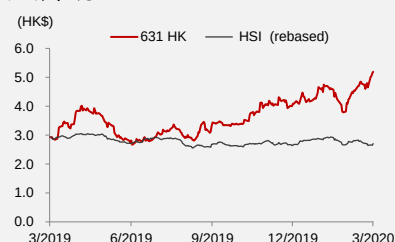
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+25.1%	+27.2%
3-月	+28.5%	+27.7%
6-月	+55.3%	+57.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收益					
能源装备	1,202	2,561	3,536	4,740	6,226
港口机械	1,279	1,856	2,348	2,938	3,441
总收益	2,481	4,417	5,884	7,678	9,666
销售成本	(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
其他收益及亏损净额	0	35	0	0	0
分销与销售开支	(299)	(329)	(424)	(545)	(667)
行政开支	(342)	(492)	(630)	(745)	(880)
研发费用	(118)	(33)	(41)	(54)	(68)
息税前收益	282	720	1,089	1,396	1,878
净财务收入/(费用)	32	6	19	24	28
利息收入	35	24	52	62	66
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	1,109	1,420	1,905
所得税开支	(84)	(123)	(189)	(241)	(324)
税后溢利	231	603	920	1,179	1,581
非控股权益	(2)	(3)	(5)	(6)	(8)
净利润	229	600	916	1,173	1,573
折旧及摊销	249	224	310	350	390
EBITDA	531	944	1,399	1,746	2,267

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除税前溢利	315	726	1,109	1,420	1,905
融资成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(52)	(62)	(66)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	249	224	310	350	390
已付所得税	(20)	(137)	(189)	(241)	(324)
营运资金变动	276	(251)	(248)	(569)	(946)
其他	(181)	(275)	0	0	0
经营活动所得现金净额	607	280	962	935	997
购买物业、厂房及设备净投资	(249)	(201)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	52	62	66
其他	(661)	(359)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(888)	(536)	(348)	(438)	(434)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	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
融资活动所得(所用)现金净额	266	512	163	(313)	(390)
现金及等同现金(减少)增加净额	(15)	257	778	185	173
年初之现金及等同现金项目	833	814	1,070	1,848	2,032
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	1,848	2,032	2,205

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	6,102	5,896	5,986	6,137	6,247
物业、厂房及设备	2,585	2,463	2,567	2,732	2,856
预付租赁款项	562	1,678	1,664	1,650	1,636
商誉	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
预付款	1,333	145	145	145	145
其他	57	90	90	90	90
递延税项资产	436	391	391	391	391
流动资产	5,097	7,029	8,279	10,121	11,451
预付租赁款项	268	634	634	634	634
存货	1,246	1,534	1,649	2,248	2,590
应收账款及其他应收款项	1,560	2,127	2,451	3,186	3,805
应收票据	266	499	533	856	1,051
可供出售投资	682	0	0	0	0
其他	246	1,130	1,130	1,130	1,130
已抵押银行存款	15	34	34	34	34
银行结余及现金	814	1,070	1,848	2,032	2,205
流动负债	2,919	5,169	5,893	6,982	7,192
应付账款及其他应付款项	1,193	1,820	2,044	3,132	3,343
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
政府补贴	97	91	91	91	91
其他	14	168	168	168	168
非流动负债	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
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
资本及储备	6,362	6,442	7,058	7,963	9,192
股东权益	6,304	6,431	7,042	7,941	9,162
非控股权益	58	12	16	22	30

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
能源装备	48%	58%	60%	62%	64%
港口机械	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 利润率	21%	21%	24%	23%	23%
息税前利润率	11%	16%	19%	18%	19%
净利润率	9%	14%	16%	15%	16%
增长率 (%)					
收入	35%	78%	33%	30%	26%
毛利	167%	76%	45%	26%	28%
EBITDA	n/a	78%	48%	25%	30%
息税前利润	n/a	155%	51%	28%	34%
净利润	n/a	162%	53%	28%	34%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.4	1.4	1.6
平均应收账款周转天数	229	152	142	134	132
平均存货周转天数	226	163	145	134	133
平均应付账款周转天数	225	176	176	178	178
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%	7%	8%	9%
资本回报率	4%	9%	14%	16%	18%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.08	0.20	0.30	0.379	0.508
每股账面值(人民币)	2.07	2.11	2.27	2.56	2.96
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.09	0.114	0.152

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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的分析员，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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證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。招銀國際證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。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，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数据。报告中的信息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責任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。