

三一国际 (631 HK)

进军新能源装备板块，订下进取的收入目标

三一国际向锂电池装备制造板块扩张，我们认为此举将成为公司的重要增长动力。我们相信三一国际凭借（1）现有与锂电池制造商的合作关系，以及（2）零部件制造能力，有助公司未来几年打破锂电设备行业壁垒并成功获取市场份额。三一国际设定了进取的收入目标，目标在 2025 年实现收入 30 亿元人民币。由于我们仍在等待更多的运营数据以进行评估，因此我们的模型尚未体现此潜在业绩贡献。重申买入评级，目标价 13.2 港元（基于 23 倍 2022 年市盈率）。

- **收购三一技术装备。**三一国际于 12 月底宣布从三一集团（三一国际的母公司）收购三一技术装备（锂电池装备制造制造商）95% 的权益，对价为 0.95 元人民币。三一技术装备于 2021 年成立，主要从事新能源电池装备研发、制造及销售。三一技术装备 2022 年 5 至 11 月的收入为 550 万元人民币。截至 2022 年 11 月底，三一技术装备的净负债为 4,160 万元人民币。
- **掌握核心技术。**凭借其核心技术，三一技术装备已完成首条 3GWh 锂电池生产线，产值约 3 亿元人民币。全部 34 款设备均为自主研发、自主生产，涵盖前段、中段和后段生产线。三一技术装备目前具备一个 300 人的研发团队，预计团队 2023 年的人数将同比增长 30%。三一技术装备相信单线年度生产量将达到 5GWh。
- **与电池制造商建立牢固的关系。**由于电动化是重点发展方向，三一集团（包括其子公司）一直持续加大电池采购力度以支持其新能源机械和重卡快速增长的需求。另一方面，三一国际一直在为领先的电池制造商提供机器人产品。我们认为三一国际与电池制造商的业务关系将有助其能更容易地推广电池设备产品。
- **增长目标进取。**公司的 3GWh 生产线交付将为 2023 年产生约 3 亿元人民币的收入，相当于提升我们 2023 年的收入预测 1.5%。三一国际的目标是在 2025 年实现 30 亿元人民币的收入。三一国际认为，即使平均售价低于行业水平 10-20%，但凭借生产成本优势，毛利率仍可维持在 30-40%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	7,364	10,195	15,293	18,403	21,739
同比增长(%)	30.2	38.4	50.0	20.3	18.1
调整后净利润(百万人民币)	1,045.1	1,086.7	1,655.3	1,991.8	2,326.6
调整后每股收益(人民币)	0.34	0.35	0.53	0.63	0.74
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.50	0.61	0.74
市盈率(倍)	11.3	17.7	13.6	11.3	9.7
市净率(倍)	1.5	2.6	2.3	2.0	1.7
股息(%)	3.5	1.7	2.3	2.7	3.2
股本回报率(%)	14.0	15.2	17.7	18.6	18.9
净负债比率(%)	(23.3)	(18.3)	(19.0)	(22.5)	(29.3)

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

注：净负债比率负值相当于净现金

买入（维持）

目标价	港元 13.20
(此前目标价)	港元 13.20)
潜在升幅	60.0%
当前股价	港元 8.25

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

伍泳雅

(852) 3761 8725

katherineng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	26,086.5
3 月平均流通量(百万港元)	7.6
52 周内股价高/低(百万港元)	8.88/6.44
总股本(百万)	3162.0

资料来源：FactSet

股东结构

三一重装投资有限公司	67.7%
自由流通	32.3%

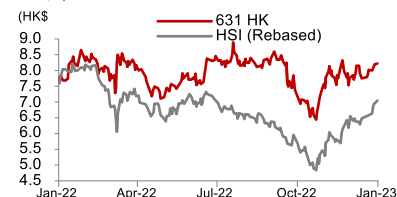
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	5.9%	-1.2%
3 - 月	16.2%	-8.3%
6 - 月	-0.7%	-1.7%

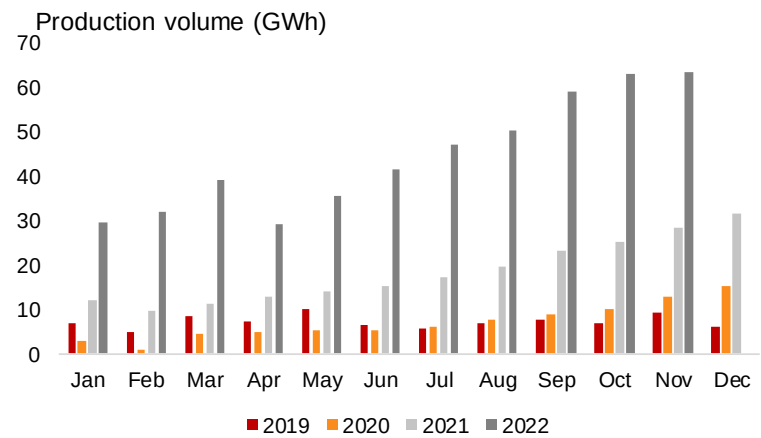
资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1:中国锂电池产量



资料来源：中国产业技术创新战略联盟、招银国际环球市场

图 2:绕线机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 3:平整机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 4:电解液注入机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 5:模组包装机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 6:搅拌机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 7:分切机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 8:涂布机



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 9:码垛机



资料来源：公司及招银国际环球市场

主要风险因素：(1) 采矿活动不景气； (2) 新产品开发慢于预期； 以及(3) 原材料成本反弹。

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	5,656	7,364	10,195	15,293	18,403	21,739
销售成本	(3,987)	(5,403)	(7,805)	(11,642)	(14,048)	(16,676)
毛利润	1,669	1,961	2,390	3,651	4,355	5,063
运营费用	(1,030)	(1,137)	(1,620)	(2,355)	(2,816)	(3,304)
销售费用	(388)	(430)	(567)	(856)	(1,031)	(1,217)
行政费用	(643)	(707)	(1,053)	(1,499)	(1,785)	(2,087)
运营利润	458	463	737	749	902	1,065
其他收入	342	237	391	489	589	696
其他费用	(4)	(31)	(1)	(46)	(55)	(65)
其他盈亏	121	257	347	306	368	435
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	0	0	0	0	0	0
EBITDA	1,346	1,535	1,756	2,368	2,785	3,175
折旧	249	249	249	323	344	351
EBIT	1,097	1,286	1,507	2,045	2,441	2,824
利息收入	58	36	51	57	61	70
利息支出	(85)	(132)	(120)	(130)	(130)	(123)
净利息收入(支出)	(27)	(96)	(69)	(73)	(69)	(53)
税前利润	1,070	1,190	1,438	1,972	2,372	2,771
所得税	(148)	(139)	(129)	(256)	(308)	(360)
税后利润	922	1,052	1,309	1,715	2,064	2,411
非控股权益	(2)	(6)	(50)	(60)	(72)	(84)
净利润	920	1,045	1,259	1,655	1,992	2,327
调整后净利润	865	1,045	1,087	1,655	1,992	2,327
总股息	338	408	385	513	617	721

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	10,338	12,016	14,217	17,371	19,206	23,558
现金与现金等价物	1,103	941	1,349	1,645	2,330	3,703
应收账款	2,634	3,288	4,272	5,532	6,367	7,690
存货	1,438	1,821	2,529	3,851	4,001	5,320
预付款项	615	359	585	585	585	585
短期银行存款	2	0	21	21	21	21
以公允价值计入损益的资产	3,276	4,024	3,680	3,680	3,680	3,680
其他流动资产	1,269	1,583	1,782	2,057	2,223	2,560
非流动资产	5,209	5,448	6,568	6,745	6,701	6,450
物业及厂房及设备 (净额)	2,413	2,591	3,314	3,518	3,501	3,277
递延税项	348	296	287	287	287	287
商誉	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
其他非流动资产	1,317	1,432	1,838	1,811	1,784	1,757
总资产	15,546	17,464	20,785	24,116	25,908	30,009
流动负债	6,421	7,938	9,170	11,170	11,411	13,718
短期债务	2,512	2,645	1,687	1,687	1,687	1,787
应付账款	1,832	2,893	4,422	6,422	6,663	8,871
应付税款	253	197	185	185	185	185
其他流动负债	1,824	2,205	2,875	2,875	2,875	2,875
非流动负债	1,980	1,667	2,832	2,832	2,832	2,832
长期债务	747	493	1,767	1,767	1,767	1,767
其他非流动负债	1,232	1,174	1,065	1,065	1,065	1,065
总负债	8,401	9,605	12,002	14,002	14,243	16,551
股东权益总额	7,132	7,839	8,701	9,972	11,450	13,160
少数股东权益	14	20	82	142	214	299
总负债和股东权益	15,546	17,464	20,785	24,116	25,908	30,009

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,070	1,190	1,438	1,972	2,372	2,771
折旧摊销	249	249	249	323	344	351
税款	(100)	(108)	(129)	(256)	(308)	(360)
营运资金变化	(43)	105	475	(858)	(910)	(771)
其他	(375)	(366)	(1,110)	73	69	53
净经营现金流	801	1,070	923	1,253	1,567	2,043
投资现金流						
资本开支	(216)	(334)	(944)	(500)	(300)	(100)
其他	(2,095)	(313)	648	57	61	70
净投资现金流	(2,311)	(647)	(296)	(443)	(239)	(30)
融资现金流						
已支付股息	(321)	(394)	(408)	(385)	(513)	(617)
净借贷	(85)	(132)	(120)	(130)	(130)	(123)
发行股票所得现金	70	30	0	0	0	0
其他	1,863	(105)	301	0	0	100
净融资现金流	1,527	(602)	(227)	(514)	(643)	(640)
净现金流变动						
年初现金	1,070	1,103	941	1,349	1,645	2,330
汇率变动	16	17	8	0	0	0
年末现金	1,103	941	1,349	1,645	2,330	3,703
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	28.1%	30.2%	38.4%	50.0%	20.3%	18.1%
毛利润	28.6%	17.5%	21.9%	52.8%	19.3%	16.3%
经营利润	88.0%	1.0%	59.2%	1.7%	20.3%	18.1%
EBITDA	42.6%	14.0%	14.4%	34.8%	17.6%	14.0%
EBIT	52.4%	17.3%	17.2%	35.7%	19.4%	15.7%
净利润	53.2%	13.6%	20.5%	31.5%	20.3%	16.8%
调整后净利润	111.5%	20.8%	4.0%	52.3%	20.3%	16.8%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	29.5%	26.6%	23.4%	23.9%	23.7%	23.3%
营业利润率	8.1%	6.3%	7.2%	4.9%	4.9%	4.9%
税息折旧及摊销前利润	23.8%	20.9%	17.2%	15.5%	15.1%	14.6%
调整后净利润率	15.3%	14.2%	10.7%	10.8%	10.8%	10.7%
股本回报率	13.6%	14.0%	15.2%	17.7%	18.6%	18.9%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
应收账款周转天数	153.6	146.8	135.3	117.0	118.0	118.0
存货周转天数	136.1	110.1	101.7	100.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	167.1	159.6	171.0	170.0	170.0	170.0
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	9.8	11.3	17.7	13.6	11.3	9.7
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	1.3	1.5	2.6	2.3	2.0	1.7
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	3.7	3.5	1.7	2.3	2.7	3.2
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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。

招银国际环球市场投资评级

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 个月的潜在涨幅在 -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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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风险。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际环球市场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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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编制的报告。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责任。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。