

三一重裝國際 (631 HK)

珠海實地調研印證正面觀點

概要。我們於本周較早時候到三一海工的珠海生產基地調研，該公司為三一國際的全資子公司，專注於生產大型港口機械。主要亮點：（1）港口設備自動化屬長期趨勢，而三一國際的自動化場橋訂單正迅速增長；（2）2019年和2020上半年港口設備的訂單預見性高；（3）管理層有信心在今年實現穩定毛利率；（4）美國新徵收的進口關稅對三一國際影響有限。我們相信三一國際正抓住行業轉型的機遇，我們將2019/2021年盈利預測上調4%/4%/5%，目標價由4.45港元（1.7倍2019年預測市帳率）上調至4.72港元（基於1.8倍2019年預測市帳率，對應2019-20年13-15%預測淨資產收益率）。重申買入。

- **自動化場橋的增長潛力。**根據三一國際，全球場橋的保有量約為三萬台（中國：一萬輛；海外：兩萬輛）。三一國際預計每年的更新替換需求約兩千台。碼頭自動化大趨勢將為三一國際提供巨大的增長潛力。
- **訂單強勁。**年初至今，三一國際獲得26台電自動化場橋訂單，金額為人民幣3.84億元（均價：1,480萬元/台），而2018年全年的訂單則為17輛。據我們了解客戶為招商局港口（144 HK，未評級），該公司目前正對其輪胎式場橋進行升級以降低人工成本。三一國際認為，新產品有助客戶顯著提高集裝箱搬運效率。26台自動化場橋將於2019和2020年初交付。公司有信心今年取得更多訂單。
- **2019年港口機械交付訂單已爆滿。**管理層表示2019年公司大型港口機械的訂單已排滿（約人民幣12億元）。本月開始的新接訂單將在2020年起交付。三一國際目標在2019年5月至2020年4月期間再添人民幣20-25億元訂單。
- **2019年毛利率可保持穩定。**管理層有信心今年各業務的分部毛利率均上升（2018年為29.4%）。當中毛利率較低但增長較快的綜採業務於今年一季度錄得25.6%的毛利率（高於2018年全年的14.7%）。管理層相信公司的整體毛利率在產品組合變化下仍將保持穩定（綜採及大型港口機械收入增長較快）。
- **美國新增關稅對三一國影響非常有限。**由於三一國際於中國生產並整機出口至美國的客戶，因此美國的新關稅政策將對公司構成影響。然而，美國收入於2018年僅數千萬人民幣，預期今年高於一億元人民幣，相對公司總收入佔比很少（我們預測為今年總收入達68億元）。而且，三一國際未來可以把部份的生產環節轉移至美國以減少關稅帶來的影響（三一集團於美國擁有生產基地）。

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	6,832	8,087	9,011
同比增長(%)	34.7	78.0	54.7	18.4	11.4
淨收入(百萬元人民幣)	229	600	877	1,075	1,202
每股盈利(元人民幣)	0.08	0.20	0.28	0.35	0.39
同比增長(%)	n/a	161.6	44.3	21.8	11.8
EV/EBITDA(x)	15.8	8.9	6.2	5.1	4.6
市盈率(倍)	37.5	14.5	10.1	8.3	7.4
市帳率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	6.4	3.5	3.0	3.6	4.1
權益收益率(%)	3.7	9.4	13.1	14.5	14.6
不良貸款率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$4.72
(此前目標價)	HK\$4.52
當前股價	HK\$3.33
潛在升幅	+42%

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)	10,317
3月平均流通量(百萬元港元)	32
52周內股價高/低(港元)	4.12/2.06
總股本(百萬)	3,098.3

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%

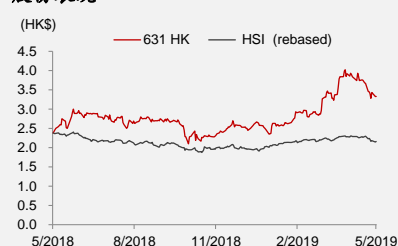
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.1%	-9.7%
3-月	+14.4%	+15.7%
6-月	+44.8%	+32.1%
12-月	+39.9%	+56.9%

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收益					
能源装备	1,202	2,561	4,230	4,928	5,260
港口机械	1,279	1,856	2,603	3,159	3,751
总收益	2,481	4,417	6,832	8,087	9,011
销售成本	(1,744)	(3,119)	(4,856)	(5,747)	(6,407)
毛利	738	1,298	1,976	2,341	2,603
其他收入	304	242	355	380	396
其他收益及亏损净额	0	35	0	0	0
分销与销售开支	(299)	(329)	(499)	(582)	(649)
行政开支	(342)	(492)	(738)	(793)	(847)
研发费用	(118)	(33)	(48)	(57)	(63)
息税前收益	282	720	1,047	1,289	1,441
净财务收入/(费用)	32	6	15	13	14
利息收入	35	24	48	51	52
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	1,062	1,302	1,455
所得税开支	(84)	(123)	(181)	(221)	(247)
税后溢利	231	603	882	1,081	1,208
非控股权益	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
净利润	229	600	877	1,075	1,202
核心利润	173	409	727	925	1,052
折旧及摊销	249	224	310	350	390
EBITDA	531	944	1,357	1,639	1,830

现金流量表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除税前溢利	315	726	1,062	1,302	1,455
融资成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(48)	(51)	(52)
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)	(181)	(221)	(247)
营运资金变动	276	(251)	(671)	(679)	(607)
其他	(181)	(275)	0	0	0
经营活动所得现金净额	607	280	505	739	976
购买物业、厂房及设备净投资	(249)	(201)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	48	51	52
其他	(661)	(359)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(888)	(536)	(352)	(449)	(448)
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)	(263)	(323)
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	266	512	163	(301)	(361)
现金及等同现金(减少)增加	(15)	257	316	(12)	168
年初之现金及等同现金项目	833	814	1,070	1,386	1,374
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	1,386	1,374	1,542

资产负债表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	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	9,059	9,605	11,040
预付租赁款项	268	634	634	634	634
存货	1,246	1,534	2,324	2,494	2,948
应收账款及其他应收款项	1,560	2,127	2,852	3,130	3,782
应收票据	266	499	699	808	970
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	1,386	1,374	1,542
流动负债	2,919	5,169	6,713	6,591	7,252
应付账款及其他应付款项	1,193	1,820	2,863	2,742	3,402
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	7,019	7,837	8,722
股东权益	6,304	6,431	7,004	7,816	8,695
非控股权益	58	12	16	21	27

主要比率

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
能源装备	48%	58%	62%	61%	58%
港口机械	52%	42%	38%	39%	42%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	29%	29%	29%	29%
EBITDA 利润率	21%	21%	20%	20%	20%
息税前利润率	11%	16%	15%	16%	16%
净利润率	9%	14%	13%	13%	13%
增长率 (%)					
收入	35%	78%	55%	18%	11%
毛利	167%	76%	52%	18%	11%
EBITDA	n/a	78%	44%	21%	12%
息税前利润	n/a	155%	45%	23%	12%
净利润	n/a	162%	46%	23%	12%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	229	152	133	135	140
平均存货周转天数	226	163	145	153	155
平均应付账款周转天数	225	176	176	178	175
净负债/总权益比率 (%)	Net	Net	Net	Net	Net
回报率 (%)					
资产回报率	2%	5%	6%	7%	7%
资本回报率	4%	9%	13%	15%	15%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.08	0.20	0.28	0.347	0.388
每股账面值(人民币)	2.07	2.11	2.26	2.52	2.81
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.09	0.104	0.116

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)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。