

## 三一重裝國際 (631 HK)

### 銷售增長及利潤率擴張推動今年復蘇

- ❖ **投資要點。**我們繼續看到三一國際處於復蘇的趨勢之中：(1) 煤機需求強勁，現時訂單能見度達2-3個月；(2) 礦用車在手訂單達10億元人民幣，將推動2018-19年的收入增長；(3) 利潤率今年將進一步擴張。我們相信現時三一仍處於早期的復蘇階段，並相信在股权激励下管理層有相當動力於未來數年實現盈利目標。
- ❖ **2017年是周期復蘇的起點。**三一2017年淨利潤達2.3億元人民幣，相較2016年6.4億元的虧損大幅好轉，主要由於煤機板塊復蘇，特別是掘進機收入大幅上升115%至7億元(相當於28%總收入)。煤機板塊收入去年下半年同比及環比分別上升73%及19%至6.9億元，下半年的分部利潤率從上半年的6.3%擴大至11.6%，我們對於煤機收入及利潤率同時回升感到鼓舞。三一去年的經營現金流高達6億元，同比上升90%。公司今年二月分派每股HK\$0.18的特別股息，為2012年以來首次派息。
- ❖ **強勁訂單支撐今年增長。**受惠強勁的替換需求，三一現時煤機訂單能見度達2-3個月，高於之前的1-2月。此外，現時礦用車訂單高達10億元(約200輛)，我們預期當中約60%於今年確認收入，成為今年的增長動力。
- ❖ **單價上調以及產能利用率提升拉動利潤率。**三一正逐漸提升煤機的產品均價，此外，我們預期礦用車銷售大幅上升將帶動營運杠桿。港口機械方面，去年分部利潤率同比下跌2.9個百分點至11%，然而三一有信心於今年把利潤率提升，主要由於大型港機在訂單強勁下於今年開始已回復盈利。
- ❖ **穩健的資產負債表有助支持併購活動。**截至去年年底，三一維持4億元的淨現金以及6.8億元的可出售投資。公司在今年二月份分派了5.47億港元(約4.54億元人民幣)，但我們相信公司仍然維持淨現金水平，加上預期今年經營現金流強勁，足以支持公司推行潛在收購計劃。
- ❖ **授出購股權激勵計劃。**三一國際於去年12月兩次向管理層及員工授出購股權，數量相當於現時股本的4.54%。第一次授出1.359亿股，行使價為HK\$1.22，第二次授出240萬股，行使價為HK\$1.71。行使購股權必須達致若干表現目標方可作實，包括：2018年的淨利潤較2017年增長最少20%(50%購股權可生效)；2019年的淨利潤較2017年增長最少40%(25%購股權可生效)；2020年的淨利潤較2017年增長最少60%(余下的25%購股權可生效)。
- ❖ **風險因素：**(1) 煤炭需求下滑；(2) 國際貿易轉弱。

#### 財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬元人民幣)	2,202	1,842	2,481
淨利潤(百萬元人民幣)	18	-644	229
EPS(元人民幣)	0.01	(0.21)	0.08
EPS變動(%)	-89.3	n/a	n/a
EV/EBITDA(x)	24.5	n/a	10.7
市盈率(x)	339.5	n/a	26.8
市帳率(x)	0.9	1.0	1.0
股息率(%)	0.0	0.0	8.9
權益收益率(%)	0.3	-10.1	3.7
淨財務杠桿(%)	淨現金	淨現金	淨現金

數據源：公司及招銀國際研究

#### 未評級

當前股價 HK\$2.38

#### 馮鍵嶸, CFA

電話：(852) 3900 0826

郵件：[waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

#### 中國設備行業

市值(百萬港元)	7,238
3月平均流通量(百萬港元)	11.5
52周內股價高/低(港元)	2.57/1.06
總股本(百萬)*	3,041

\*如三一重裝投資有限公司轉換手上的可換股優先證券，將令三一國際增發約4.8億新股。  
數據源：港交所，彭博

#### 股東結構

三一重裝投資有限公司#	70.19%
自由流通	29.81%

#如三一重裝投資有限公司轉換手上的可換股優先證券，其持股量將為74.25%

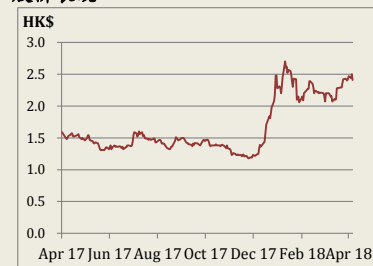
數據源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.5%	14.0%
3-月	4.3%	10.7%
6-月	73.4%	64.4%

數據源：彭博

#### 股價表現



數據源：彭博

審計師：安永

公司網站：[www.sanyhe.com](http://www.sanyhe.com)

## 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于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。

### 招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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。招银证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。招银证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银证券编写，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上责任。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。招银证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)2000年英国不时修订之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，未经招银证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。