

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

焦一丁 譚璐  
+86 755 8290 8475 +86 755 8322 4117  
jiaoyd@cmschina.com.cn tanlu@cmschina.com.cn

最新变动

上调目标价、盈利预测

买入

前次评级	买入
股价	HK\$2.96
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$4.24 (+45.2%)
前次目标价:	HK\$4.19

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
631 HK	23.3	158.8	141.1
恒生指数	(1.3)	5.1	18.8

行业: 机械设备	
恒生指数	30725
国企指数	12036

重要数据	
52周股价区间(港元)	1.15-3.04
港股市值(百万港元)	9001
日均成交量(百万股)	4.09
每股净资产(港元)	2.07

主要股东	
三一香港集团有限公司	70.19%
总股数(百万股)	3041
自由流通量	29.6%

相关报告

- 三一国际(631 HK) - 首次公布季报, 1Q 未经审计净利润同比增长 140%!
- 三一国际(631 HK) - 三头六臂, 全力出击!, 2018/4/2
- 三一国际(631 HK) - 煤炭机械横向拓展, 全球采矿投资回升, 2018/2/1

三一国际 (631 HK)

前五个月煤机供不应求, 排产周期明显延长

■ 我们估算三一国际前五个月煤机销售额同比翻番, 掘进机排产至 10 月, 综采设备排产至 12 月, 排产周期明显延长

■ 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额和煤机销售在数值上的不匹配是由于确认节点、设备投资占比和洗选业投资变化共同造成的结果

■ 基于我们认为行业复苏空间巨大且三一国际在行业中极具竞争力, 我们上调公司 2019-20 年盈利预测 8%/13%, 上调公司目标价至 4.24 港元, 重申行业首选, 维持买入评级

板块整体供不应求, 上调 19-20 年掘进机和综采设备收入预测

根据我们从公司产能利用率和产值的情况推算, 公司前五个月煤机板块收入同比增长超 100%。同时公司掘进机排产至 10 月, 综采设备排产至 12 月; 公司正常情况的排产期在一个月左右, 排产期的延长反映了公司产品目前进入了供不应求的状态。公司产能的瓶颈主要在于核心零部件的供应不足, 而该问题有望在 2019 年上游行业产能扩张和公司调整订单数后得到缓解。我们估算在计入价格因素后, 2019-20 年煤机的需求较 2012 年相比提升 10%, 较 2017 年提升 200% 左右。我们上调公司 2019-20 年掘进机和综采设备收入预测 15% 和 24%。

固定资产投资由于时点和结构的问题未反映煤机销售情况

2017 年和 18 年前 4 个月煤炭开采和洗选行业固定资产完成额同比增速分别为 -10%/-5%; 而同期煤机龙头企业的煤机平均收入同比增速为 46% 和 62%, 两者出现了数字上的背离。我们认为背离的原因为: 1) 由于煤矿的建设周期可以长达 3-5 年, 所以 2017-18 年投资完成额一定程度反映的是行业低谷期的情况; 2) 我们估算煤机更新和新建需求分别占总需求的 73% 和 27%, 新建煤矿“三机一架”的投资占总投资的 35%, 所以如果新建煤矿占比下降的时候, 则会出现总投资额和煤机销售额背离的情况; 3) 洗选业固定资产投资由于煤炭总产量相对稳定、集中度提升和开采品质提升, 其固定资产投资预计明显放缓, 拉低了整体固定资产投资完成额增速。

公司经营现金流情况最优, 业绩弹性大, 依然为行业首选

公司目前估值处于制造业平均水平, 略高于煤机行业同业, 但公司 2018 年 PEG 估值仍为行业最低, 说明公司的增长潜力仍未完全被市场认清。同时公司现金流情况表现优异, 公司 2017 年每 1 元人民币(下同)收入可产生 0.24 元经营性现金流, 反映公司经营质量和对上下游的竞争力均保持非常好的状态。由于我们十分看好煤机行业后续发展空间, 我们上调公司 2019/20 年的盈利预测 8%/13%。由于煤机行业数据透明度低, 我们对增长采取更保守的态度, 将目标价 PEG 乘数从 0.8 倍调整至 0.6 倍, 调整后目标价上调至 4.24 港元, 对应 17.79/13.59 倍 2018-19 年预测市盈率, 维持买入评级。

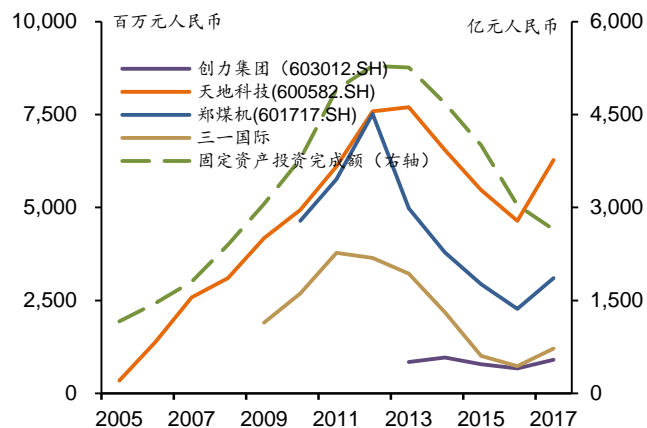
盈利预测及估值

百万元人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	1,842	2,481	4,632	5,866	7,174
同比增长 (%)	-16.3%	34.7%	86.7%	26.6%	22.3%
净利润	-644	229	592	775	996
同比增长 (%)	-3667.2%	n.a.	158.2%	30.9%	28.4%
每股盈利(元)	-0.21	0.08	0.19	0.25	0.33
每股股息(元)	0.00	0.00	0.02	0.06	0.08
市盈率(x)	-11.41	30.21	12.40	9.48	7.38
市净率(x)	1.20	1.16	1.06	0.96	0.87
ROE (%)	-10.7%	3.6%	8.6%	10.2%	11.8%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测, 基于2018年6月13日收盘价

重点图表

图1: 煤炭行业固定资产投资及煤机企业煤机收入情况



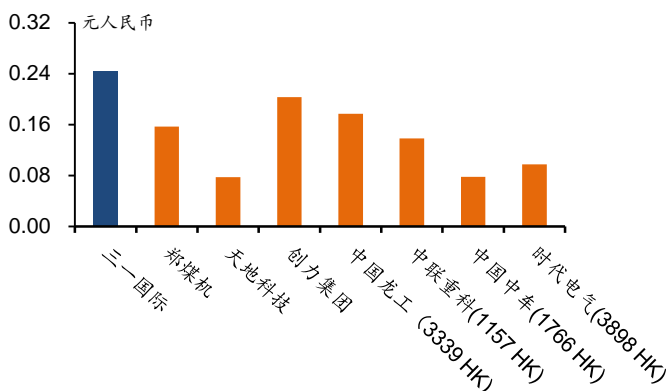
资料来源: Wind、招商证券 (香港)

图2: 煤炭行业固定资产投资同比与煤机需求情况



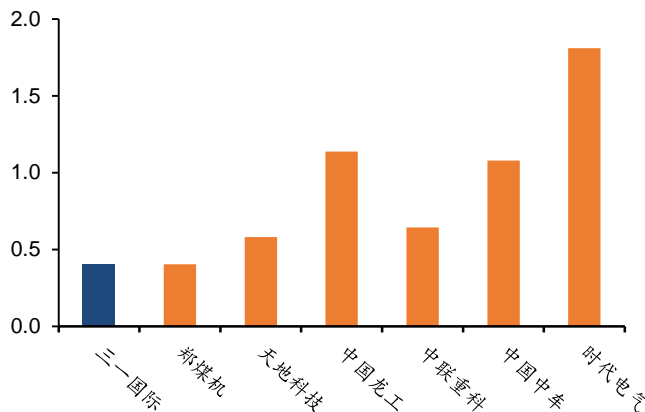
资料来源: Wind、招商证券 (香港)

图3: 同业经营性现金流情况比较



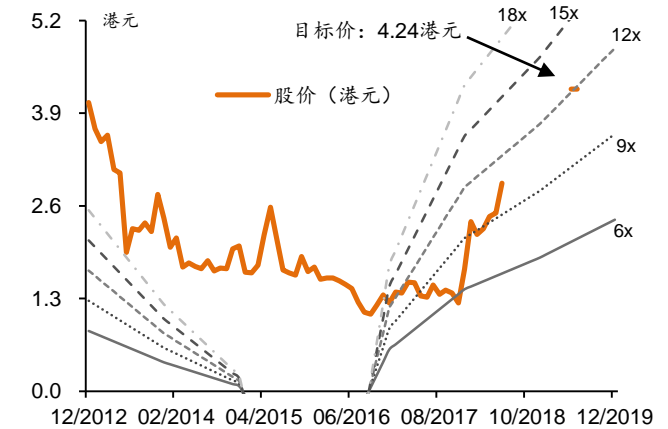
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图4: 同业2018年预测PEG比较



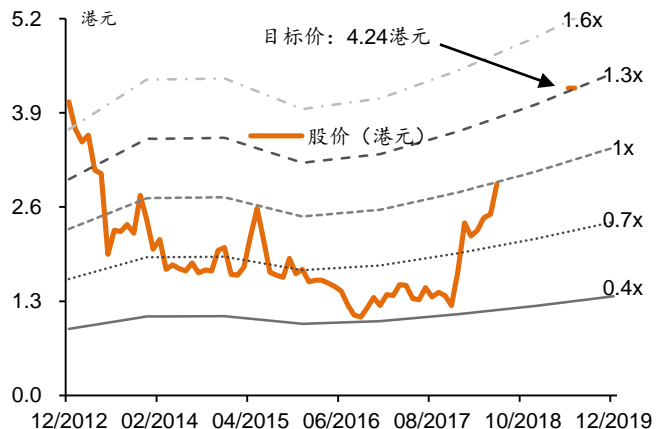
资料来源: Wind、招商证券 (香港) 预测

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图6: 前瞻市净率



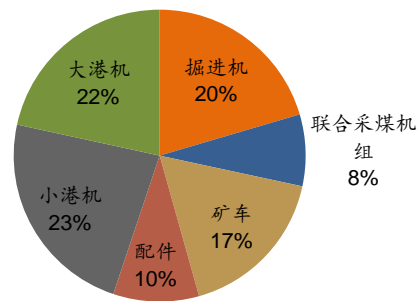
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图7: 预测基本假设调整

百万元人民币	更新假设			原始假设			变化		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
掘进机收入	947	1,231	1,477	947	1,042	1,094	0%	18%	35%
综采设备收入	368	551	772	368	515	720	0%	7%	7%
收入	4,632	5,866	7,174	4,632	5,552	6,561	0%	6%	9%
毛利润	1,505	1,895	2,328	1,505	1,783	2,107	0%	6%	11%
归母净利润	592	775	996	592	719	879	0%	8%	13%

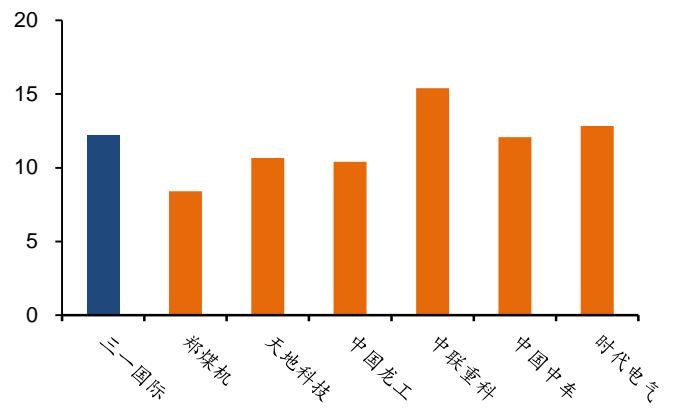
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图8: 2018年公司产品结构预测



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 同业2018年预测市盈率比较



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

### 短期供需和安全政策支持煤机市场增长

国务院安委会办公室于5月18日发布安委办〔2018〕14号文,通报了今年4月以来煤炭事故多发的严峻形势。由于近日煤价过热,许多中小煤炭企业进入开采工作中,加快开工进度,导致事故频发,也使煤炭安全问题重新成为热点。对安全生产的重视有助于加快煤炭生产的机械化率和小型煤矿的淘汰,但短期也扩大了煤炭的供需缺口。

5月23日,官媒披露,政府相关管理部门21日下午召开煤电工作会议,主要讨论控制电煤价格,要求各方执行相关措施,力争在6月10号前将5,500大卡北方港平仓价引导到570元/吨以内。政府采取行政手段平抑煤价说明煤炭产能缺口明显,这有助于加速企业对煤机新建和更新的需求。同时,政府限定了一部分煤矿为煤炭先进产能,获得此称号的产能有望获得更宽松的生产政策,而获得此称号的首要条件是“煤矿综合机械化采煤比例达到100%,机械化掘进比例达到90%”。

不论从安全还是政策扶持的角度,煤企的机械化进程都在加快。

## 煤机需求估算

### 新增机械化产能和更新对应的煤机需求

煤炭产能有煤炭工业协会和能源局两个口径。煤炭工业协会披露 2015 年底在产产能 42 亿吨，在建产能 15 亿吨，总体产能 57 亿吨；能源局披露 2016 年 6 月 30 日在产煤矿核定产能 36.4 亿吨，2016 上半年煤炭产能去化 7,000 万吨左右，同时没有新增产能；所以两者的差距为 5 亿吨左右。我们认为两者的差距主要是由于能源局仅统计在册合规产能，而由于我们从煤机需求的维度出发，我们更倾向于使用煤炭工业协会的数据，但由于煤炭工业协会数据以会议纪要为主，没有连续性，我们计算中使用了两者结合的复合数据。

我们的数据中同样使用了“十三五”规划的目标作为 2020 年的预测，由于目前煤炭库存处于历史低点，煤炭价格强势，我们预计 2020 年的煤炭机械化产能大概率会超过“十三五”规划的目标。

图10: 煤炭五年规划产能数据

亿吨	十五完成	十一五完成	十二五完成	十三五目标
煤炭产量	22	34.3	37.5	39
大型煤矿 (120+万吨/年) 产量		18.8	27.375	31.2
中型煤矿 (30-120 万吨/年) 产量		8.37		3.9
小型煤矿 (30 万吨/年) 产量		7.13		3.9
淘汰落后产能		5.4	5.5	8
采煤机械化程度		65%	76%	85%
掘进机械化程度		52%	58%	65%

资料来源: 煤炭工业发展五年规划、能源局、招商证券 (香港)

图11: 能源局对产能及在建产能披露数据

亿吨	2016	2017年6月	2017
已运行产能	34.4	34.1	33.4
在建产能	11.8	10.53	10.2
已联产试运行产能	4.6	3.68	3.6
未联产产能	7.2	6.85	6.6
总产能	46.2	44.63	43.6

资料来源: 能源局、招商证券 (香港) 预测

图12: 煤炭产能及增量的估算

亿吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
估算的机械化采煤产能	17.55	19.15	20.75	22.35	23.95	25.55	26.90	28.25	29.60	30.95	32.30	33.32
增量		1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.02
	2017	2018E	2019E	2020E								
估算的机械化采煤产能	34.34	35.36	36.38	37.4								
增量	1.02	1.02	1.02	1.02								
按目前剩余在建煤矿产能	0.6	2.2	2.2	2.2								

资料来源: 能源局、招商证券 (香港) 预测

正常使用的煤机更新周期为 5-8 年，我们使用 5-8 年分别更新 10%/40%/40%/10% 的方式进行估算。同时理论上煤机并不会出现闲置设备转移的情况，需要更新的设备将于同年购入，而为了简化计算，我们暂时以煤炭产量代替煤机数量。由于设备采购时间不能简单等同于煤矿达产时间以及每个煤矿都有个体因素，我们的计算有较大的局限性，但我们认为其趋势上反映了煤机需求的大数和方向。

图13: 煤机需求估算

亿吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
更新需求	3.48	2.70	2.59	3.06	3.84	4.44	4.57	4.37	4.51	5.04	5.55	5.80	5.82	5.87	6.13
新增需求	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.02	0.60	2.20	2.20	2.20
合计	5.08	4.30	4.19	4.66	5.44	5.79	5.92	5.72	5.86	6.39	6.57	6.40	8.02	8.07	8.33

资料来源: 能源局、煤炭工业协会、招商证券 (香港) 预测

根据我们的估算，煤机需求是持续上升的，这和煤炭机械化产能持续提升相匹配（虽然实际上存在明显的周期波动，我们将在下一节详细探讨）。根据我们的估算，和2012年的煤炭投资高峰相比，2018/19年的煤机更新和换代需求提升了27.3%/28.2%和62.8%/62.8%，需求合计提升了35.4%/36.1%。

图14：煤机新增、淘汰和更新产能汇总

亿吨	2012	2017	2018E	2019E	2020E
估算的机械化采煤产能	28.25	34.34	35.36	36.38	37.4
增量	1.35	1.02	1.02	1.02	1.02
按目前剩余在建煤矿估算		0.6	2.2	2.2	2.2
更新需求	4.64	5.63	6.05	6.18	6.18
新增需求	1.35	0.60	2.20	2.20	2.20
合计	5.99	6.23	8.25	8.38	8.38

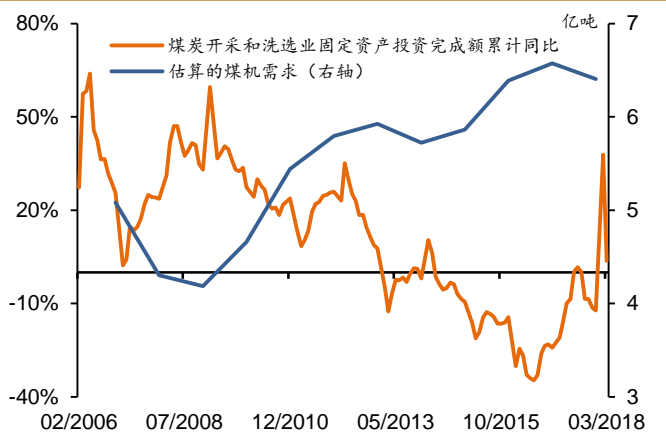
资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》、招商证券（香港）预测

最后，我们强调，煤炭社会库存持续下降，煤炭需求回升。目前的时点，煤炭行业是落后产能（煤机使用率低的产能）过剩，而高效产能（机械化产能）不足，煤机行业不但没有受供给侧改革影响，反而供给侧改革带来了煤价的提升和为高效产能增加提供了空间，为煤机市场增长带来了资金和空间。

投资周期和大宗商品周期性对煤机需求的影响

不同于我们对煤机需求的估算，实际的煤炭行业固定资产投资和煤机行业收入都在2012年前后拐头向下，而在2017年前后再次拐头向上。

图15：煤炭行业固定资产投资同比与煤机需求情况



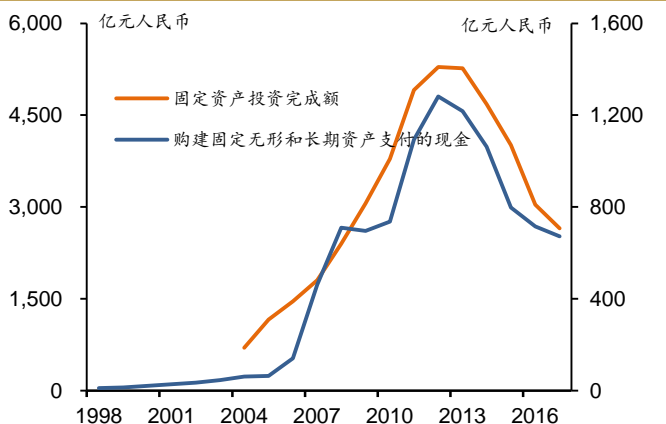
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图16：煤炭行业固定资产投资和煤炭价格情况



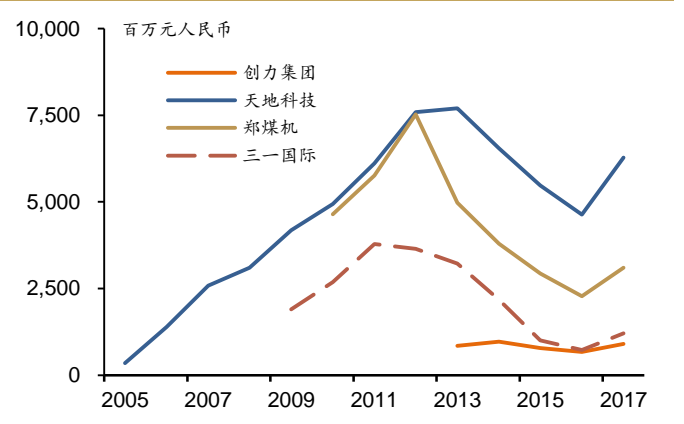
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图17：煤炭行业固定资产投资及现金流情况



资料来源：Wind、招商证券（香港）

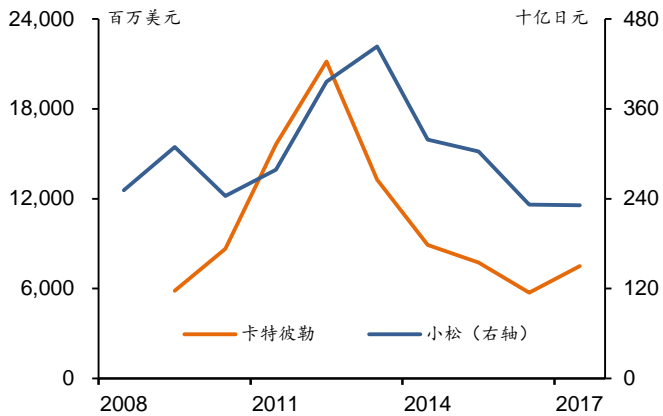
图18：煤机企业煤机收入情况比较



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

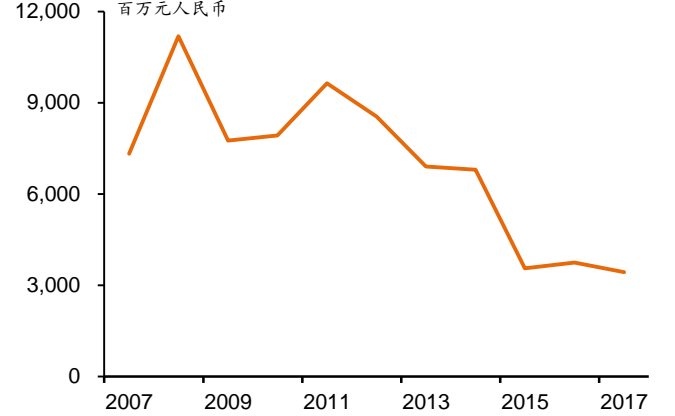
但我们认为煤机行业和中国工程机械行业的情况相似，2012年前煤炭产能的持续快速增长使过去中国煤炭固定资产投资穿越了周期而实现持续增长，但随着2012年之后煤炭价格的下降和需求的波动，中国煤机行业的周期性开始体现。通过和海外同业的对比，我们看到卡特彼拉（CAT US）的矿用设备数据还是较好的体现了历史的周期性，而且上一个上升周期至少持续了3年。我们认为2012年以前中国煤机行业是一个成长性行业，而2012年之后中国的煤机行业开始了第一个真正的下行周期，而目前中国煤机行业处于上升周期的开端。

图19: 卡特彼勒 (CAT US) 及小松 (6301 JP) 矿用设备历史销售额情况



资料来源: Bloomberg、招商证券 (香港)

图20: 神华 (601088 SH) 煤炭矿井相关设备固定资产投资情况



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

周期决定时点，需求决定高度

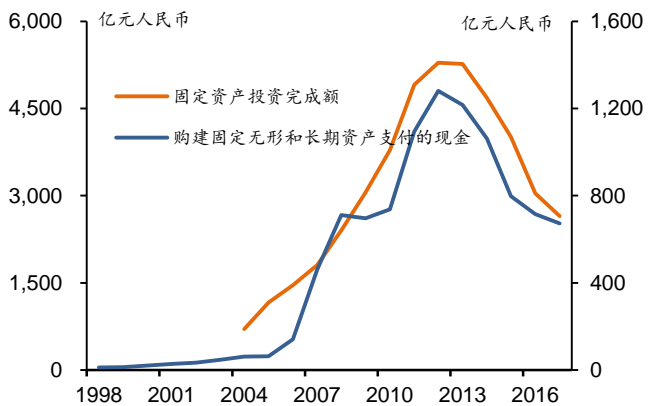
对于此次煤机周期的高度，我们使用历史数据做了多维的估算。首先，根据历史数据的指引，我们可以大略了解煤炭行业固定资产投资的结构。

图21: 煤炭设备产值分布估算

固定资产开支-设备购置	占比	煤机设备投资	占比
煤炭设备投资	50%	综采设备	70%
		液压支架	50%-60%
		采煤机	10%-15%
		掘进机	10%-15%
其他	50%	刮板输送机	15%-20%
		其他设备	30%

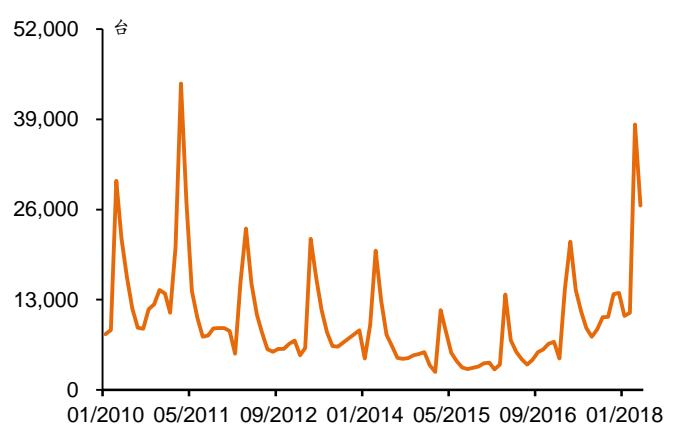
资料来源: 煤炭机械工业协会、招商证券 (香港) 预测

图22: 煤炭行业固定资产投资及现金流情况



资料来源: Wind、招商证券 (香港)

图23: 国内挖掘机销售情况



资料来源: Wind、招商证券 (香港)

从上表中我们可以看出，煤炭开采及洗选行业投资的高峰在 2012 年，达到 5,285 亿元。由于投资包括煤炭开采和洗选，我们估算对应煤机 2012/17 年的投入在 1,000 亿/400 亿元左右，而上市煤炭企业的现金流变动幅度与固定资产投资相一致。从煤机企业自身的角度看，我们以各企业煤机市场占有率和单项设备占煤机总体量的比率，估算 2012/17 年煤机的市场规模为 800 亿/300 亿，两者的计算均有一定的误差，但两者大数接近。

我们认为之所以造成周期性的主要原因是煤炭企业在下行周期的盈利下降导致没有足够的资金和意愿进行扩产和对设备的更换，而仅进行“必要”的煤机采购和维护，需求将向下一个周期转移。所以我们预计 2019 年前后煤机行业将迎来新一轮高点，总的规模应该和上一轮高点的需求水平相对应。根据我们之前的预测，2019 年煤机需求较 2012 年需求同比提升 36.1%，考虑到煤机价格同比下滑 1/3-1/4，我们预计 2019 年煤机的总投资或与 2012 年同比提升 10% 左右，即较 2017 年仍有 150% 以上的增长空间。同时，由于在 2012 年之后，煤机企业出现了整合和淘汰，典型的例子就是久益环球 (Joy Global) 被小松收购后退出了中国市场。所以我们预计龙头企业还有 10%-15% 的集中度提升加成。

虽然我们并没有听到煤炭企业大幅增加固定资产的声音，但在 2017 年我们已经明显观察到煤机固定资产投资的增加，同时对比工程机械企业，在下游没有明显需求增加的情况下，挖掘机的销售已经接近 2012 年的最高点，我们认为周期所带来的需求是客观存在的，在下游产业模式没有发生改变的情况，其需求必然会爆发。

图 24: 同业比较

公司	彭博 代码	货币	招商证券 评级	股价	招商证券 目标价	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR2017-19e		
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	
<b>大型基建</b>																			
中国交建	1800 HK	HKD	买入	8.4	10.7	26,192	8.5	6.8	0.5	0.5	5.6	5.0	0.5	0.4	9.7%	9.9%	5.5%	4.4%	
中国中铁	390 HK	HKD	中性	6.3	7.3	25,078	6.0	5.5	0.7	0.6	5.9	5.3	0.5	0.5	11.4%	11.3%	19.5%	10.9%	
中国铁建	1186 HK	HKD	中性	8.8	12.6	18,673	5.2	4.6	0.5	0.5	4.7	4.0	0.3	0.2	11.6%	11.8%	16.3%	11.2%	
中国能建	3996 HK	HKD	中性	1.4	1.8	5,165	4.9	4.4	0.6	0.6	5.7	5.1	0.4	0.4	11.7%	12.3%	11.5%	8.6%	
行业平均						18,777	6.1	5.3	0.6	0.5	5.5	4.9	0.4	0.4	11.1%	11.3%	13.2%	8.8%	
<b>中型基建</b>																			
中建国际	3311 HK	HKD	买入	9.5	14.9	6,113	6.8	5.7	1.1	1.0	7.5	6.3	0.4	0.3	14.9%	15.6%	12.8%	20.2%	
中机工程	1829 HK	HKD	中性	4.4	4.3	2,308	-1.1	-0.8	0.8	0.7	5.9	4.6	0.2	0.2	13.8%	15.7%	23.7%	19.6%	
行业平均						4,210	2.8	2.4	1.0	0.9	6.7	5.4	0.3	0.3	14.4%	15.7%	18.2%	19.9%	
<b>铁路设备</b>																			
中国通号	3969 HK	HKD	买入	5.8	7.9	6,474	5.3	4.8	1.5	1.3	9.8	8.7	0.8	0.7	15.7%	15.7%	19.4%	17.8%	
城建设计	1599 HK	HKD	买入	3.8	4.7	653	8.2	8.2	1.0	0.8	6.8	5.6	0.3	0.3	13.1%	14.0%	18.9%	-20.3%	
中国中车	1766 HK	HKD	中性	6.8	6.1	36,674	9.2	8.7	1.1	1.0	12.6	11.8	1.9	1.8	8.8%	8.8%	6.3%	4.8%	
时代电气	3898 HK	HKD	中性	38.7	40.5	5,797	8.3	8.1	1.8	1.6	13.0	12.6	4.3	4.2	14.1%	13.0%	8.0%	8.2%	
铁建装备	1786 HK	HKD	中性	2.1	2.0	411	2.5	2.1	0.5	0.4	7.8	6.3	0.3	0.3	5.8%	6.8%	161.7%	75.1%	
行业平均						10,002	6.7	6.4	1.2	1.1	10.0	9.0	1.5	1.4	11.5%	11.6%	42.9%	17.1%	
<b>工程机械</b>																			
中联重科	1157 HK	HKD	买入	3.7	5.2	4,818	23.0	18.8	0.6	0.6	16.7	12.2	0.4	0.3	3.6%	4.8%	20.1%	n.a.	
中国龙工	3339 HK	HKD	中性	4.1	3.9	2,253	7.2	6.7	1.6	1.4	10.2	9.1	0.9	0.8	15.5%	15.3%	24.1%	13.9%	
行业平均						3,535	15.1	12.8	1.1	1.0	13.4	10.6	0.7	0.6	9.6%	10.1%	22.1%	n.a.	
<b>矿山及港口设备</b>																			
三一国际	631 HK	HKD	买入	3.0	4.2	1,147	6.7	5.4	1.1	1.0	12.4	9.5	0.4	0.3	8.6%	10.2%	78.5%	56.2%	
<b>钢铁</b>																			
鞍钢股份	347 HK	HKD	买入	8.4	10.5	7,407	5.8	5.5	0.9	0.8	7.8	7.4	1.5	1.4	11.5%	11.0%	9.5%	8.0%	
马鞍山钢铁	323 HK	HKD	买入	4.1	6.2	4,438	4.6	4.4	0.9	0.8	5.3	4.9	0.6	0.5	17.2%	16.4%	13.0%	6.1%	
行业平均						5,923	5.2	5.0	0.9	0.8	6.6	6.2	1.0	1.0	14.4%	13.7%	11.2%	7.1%	
<b>水泥</b>																			
海螺水泥	914 HK	HKD	买入	48.9	53.0	31,290	5.7	5.5	2.0	1.8	10.3	9.9	2.7	2.6	20.4%	18.5%	15.8%	12.9%	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测, 基于2018年6月13日收盘价



## 财务预测表

### 资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>4,246</b>	<b>5,098</b>	<b>5,714</b>	<b>6,399</b>	<b>7,146</b>
现金	833	815	1,163	1,402	1,676
应收款及票据	1,770	1,825	1,848	1,825	1,801
其他应收	311	268	371	469	574
存货	915	1,246	1,390	1,760	2,152
其他	417	943	943	943	943
<b>非流动资产</b>	<b>5,893</b>	<b>6,102</b>	<b>5,874</b>	<b>5,903</b>	<b>5,983</b>
固定资产	2,757	2,585	2,185	2,011	1,852
无形资产	1,151	1,130	1,130	1,130	1,130
递延所得税资产	477	436	436	436	436
贸易应收款	82	47	47	47	47
其他	1,426	1,905	2,077	2,280	2,519
<b>资产总计</b>	<b>10,139</b>	<b>11,199</b>	<b>11,588</b>	<b>12,302</b>	<b>13,129</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,268</b>	<b>2,919</b>	<b>2,711</b>	<b>2,714</b>	<b>2,716</b>
短期借款	0	0	-212	-212	-212
应付账款	1,900	2,511	2,511	2,511	2,511
应付税金	290	297	297	297	297
其他	79	111	115	117	120
<b>长期负债</b>	<b>1,736</b>	<b>1,918</b>	<b>1,918</b>	<b>1,918</b>	<b>1,918</b>
政府补助金	1,555	1,455	1,455	1,455	1,455
递延所得税负债	20	34	34	34	34
<b>负债合计</b>	<b>4,005</b>	<b>4,837</b>	<b>4,630</b>	<b>4,632</b>	<b>4,635</b>
股本	302	302	302	302	302
资本公积金	5,775	6,001	6,525	7,123	7,886
拟派发股息	0	0	69	178	233
少数股东权益	57	58	62	67	74
母公司所有者权益	6,077	6,304	6,896	7,603	8,421
<b>负债及权益合计</b>	<b>10,139</b>	<b>11,199</b>	<b>11,588</b>	<b>12,302</b>	<b>13,129</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动</b>	<b>679</b>	<b>607</b>	<b>141</b>	<b>118</b>	<b>277</b>
税前利润	-708	315	852	1,115	1,432
财务费用	-3	-32	-9	-11	-14
投资存款之收益	0	0	0	0	0
折旧	160	212	188	173	160
其他	0	1	0	0	0
运营资本变更	1,180	131	-635	-824	-870
已付中国税项	50	-20	-256	-335	-430
投资活动	-545	-888	210	192	177
已收利息	5	22	12	14	17
其他	-550	-910	198	178	161
<b>融资活动</b>	<b>176</b>	<b>266</b>	<b>-3</b>	<b>-71</b>	<b>-180</b>
发行可转换优先股	0	0	0	0	0
银行贷款增加值	-15	429	0	0	0
已付利息	-2	0	-3	-3	-3
现金及现金等价物	310	-15	348	239	274
年初现金及现金等价物变化	523	833	815	1,163	1,402
汇率变动影响	0	-4	0	0	0
年末现金及现金等价物	833	815	1,163	1,402	1,676

### 利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业额</b>	<b>1,842</b>	<b>2,481</b>	<b>4,632</b>	<b>5,866</b>	<b>7,174</b>
销售及成本	-1,566	-1,744	-3,127	-3,971	-4,846
毛利	276	738	1,505	1,895	2,328
其他收入及净收益	179	339	260	244	230
销售费用	-321	-299	-419	-461	-507
一般及管理费用	-314	-342	-491	-560	-616
经营收益	-180	436	855	1,118	1,435
其他开支	-526	-118	0	0	0
财务费用净额	-2	-3	-3	-3	-3
税前利润	-708	315	852	1,115	1,432
所得税费用	50	-84	-256	-335	-430
本年度利润	-658	231	596	781	1,002
本年度利润归属于:					
本公司股东	-644	229	592	775	996
非控股股东	-14	2	4	5	7
本年度利润	-658	231	596	781	1,002
每股基本净利润(元)	-0.21	0.08	0.19	0.25	0.33

### 主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-16.3%	34.7%	86.7%	26.6%	22.3%
营业利润	-188.3%	n.a.	96.2%	30.8%	28.4%
净利润	-3667.2%	n.a.	158.2%	30.9%	28.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.0%	29.7%	32.5%	32.3%	32.5%
净利率	-35.0%	9.2%	12.8%	13.2%	13.9%
ROE	-10.7%	3.6%	8.6%	10.2%	11.8%
ROA	-6.5%	2.1%	5.1%	6.3%	7.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.5%	43.2%	40.0%	37.7%	35.3%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.87	1.75	2.11	2.36	2.63
速动比率	1.47	1.32	1.60	1.71	1.84
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.18	0.22	0.40	0.48	0.55
存货周转率	1.71	1.40	2.25	2.26	2.25
应收账款周转率	0.99	1.33	2.44	3.13	3.88
应付账款及票据周转率	0.97	0.99	1.84	2.34	2.86
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	-0.21	0.08	0.19	0.25	0.33
每股经营现金	0.22	0.20	0.05	0.04	0.09
每股净资产	2.02	2.09	2.29	2.52	2.79
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.06	0.08
<b>估值比率</b>					
P/E	-11.41	30.21	12.40	9.48	7.38
P/B	1.20	1.16	1.06	0.96	0.87

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期 48 楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828