

【广发海外】三一国际 (00631.HK)

下游复苏叠加产品延伸, 公司双主业持续增长

核心观点:

● 国际领先的矿山/港口机械制造企业

公司是三一集团核心上市平台之一, 业务涵盖矿机、港机两大板块。矿机板块以优势产品煤矿掘进机为先导产品, 目前已在采煤机、液压支架、刮板输送机综采设备和矿用运输车辆领域取得高速增长。港机板块涵盖产品线日益丰富, 国际业务占比逐步提升。2018 年公司营收 4417 百万元, 同比增长 78%, 归母净利润 603 百万元, 同比增长 161%。

● 煤炭开采行业回暖, 煤机投资有望延续较高增速

2018 年煤机业务收入首次超过港机业务, 达到 2560 百万元, 同比增长 113%, 其中综采设备收入 966 百万元, 同比增长 268%, 显示了公司新产品较强的竞争力。煤炭行业固定资产投资在 2018 年触底回升实现 5.9% 的增长, 增幅创 5 年来最大水平, 未来行业景气趋势延续和机械化率不断提升, 煤机投资将延续较高水平。2018 年港机业务收入 1855 百万元, 同比增长 45%, 差异化新品助力国际市场份额不断提升。

● 投资建议 (汇率按 1 港元=0.86 元人民币计算)

我们预测 19-21 年公司 EPS 分别为 0.28/0.38/0.50 元/股, 当前股价对应的 PE 为 12/9/7 倍。在国内煤炭行业资本开支持续复苏、港机市场需求回暖等因素的影响下, 19 年全球煤机和港机投资有望延续较高增速, 公司在两大市场均拥有较高的地位, 产品具有较强竞争力, 新产品开拓持续超预期。结合可比公司估值水平, 给予公司 19 年合理 PE 估值为 15x, 对应合理价值为 4.88 港元/股。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

● 风险提示

下游市场需求波动风险; 国际贸易摩擦风险; 原材料价格波动风险; 国家产业政策变化; 市场竞争加剧风险。

盈利预测:

(货币: 人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2481.37	4416.94	6737.50	9837.14	13395.24
增长率(%)	34.72%	78.00%	52.54%	46.01%	36.17%
EBITDA(百万元)	606.00	968.57	1314.18	1634.18	2066.36
净利润(百万元)	229.44	600.21	860.11	1146.30	1523.87
增长率(%)	135.61%	161.60%	43.30%	33.27%	32.94%
EPS (元/股)	0.08	0.20	0.28	0.38	0.50
市盈率 (P/E)	17.58	12.13	11.90	8.93	6.72
市净率 (P/B)	0.64	1.13	1.45	1.30	1.13
EV/EBITDA	6.87	8.06	6.95	5.50	4.31

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

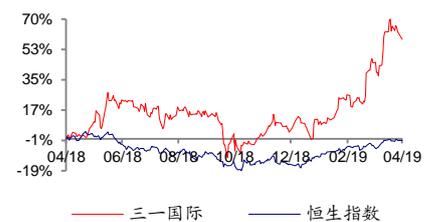
当前价格	3.85 港元
合理价值	4.88 港元

报告日期 2019-04-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3041.02/304
	1.02
总市值/流通市值 (百万港元)	11951.23/119
	51.23
一年内最高/最低 (港元)	4.02/2.10
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.06/30.06
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	53.52/73.13

相对市场表现



分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师:

王珂



SAC 执证号: S0260517080006



021-60750636



gfwangke@gf.com.cn

请注意, 罗立波, 王珂并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、三一国际：矿山、港口机械领军企业	5
1.1 公司业务简介	5
1.2 行业回暖带动设备需求，公司经营改善	6
1.3 公司深化营销拓展，开拓国际市场	8
二、矿山机械业务	9
2.1 矿山机械产品线	9
2.2 竞争格局与同行对比	10
2.3 下游回暖带动需求上升	11
三、港口机械业务	16
3.1 港口机械产品线	16
3.2 竞争格局与同行对比	16
3.3 港口机械需求稳中有升	17
四、产品研发布局	20
4.1 研发费用持续上升，与科研机构合作	20
4.2 公司主要研发产品	20
五、盈利预测与风险提示	22

图表索引

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司产品线分布	5
图 3: 公司历年营业收入 (百万元) 及增速	6
图 4: 公司历年归母净利润 (百万元) 及增速	6
图 5: 三一国际分业务收入 (百万元)	7
图 6: 2018 年三一国际营业收入比重	7
图 7: 三一国际分产品收入 (百万元)	8
图 8: 2018 年三一国际主要产品毛利率	8
图 9: 三一国际国际市场营业收入 (百万元)	9
图 10: 公司矿山机械产品	9
图 11: 上市公司煤机业务营业收入对比 (百万元)	10
图 12: 上市公司煤机业务毛利率	10
图 13: 中国煤炭消费量 (亿吨) 及比重	11
图 14: 中国煤炭产量 (亿吨) 及同比	11
图 15: 中国煤炭价格指数趋势	11
图 16: 国内煤炭行业固定资产投资额 (亿元) 及增速	12
图 17: 国内煤炭开采和洗选业营业收入 (亿元)	12
图 18: 煤机更新需求测算逻辑	13
图 19: 未来 3 年煤机更新需求测算	13
图 20: 国内煤炭开采与洗选业企业单位数 (个)	13
图 21: 煤炭掘进机和工程掘进机市场容量预测	14
图 22: 支架和刮板机市场空间预测	14
图 23: 采煤机市场空间预测	15
图 24: 全球宽体车市场空间预测 (台)	15
图 25: 三一国际港口机械产品	16
图 26: 振华重工港口机械主要产品	16
图 27: 三一国际港机营收 (百万元) 及同比增速	17
图 28: 振华重工港机营收 (百万元) 及同比增速	17
图 29: 三一国际及振华重工港口机械毛利率	17
图 30: 港口吞吐量预测 (亿 TEU)	18
图 31: 国内铁路集装箱发运量预测 (万 TEU)	18
图 32: 场桥未来市场空间预测 (台)	18
图 33: 岸桥未来市场空间预测 (台)	18
图 34: 正面吊市场容量预测 (台)	19
图 35: 堆高机市场容量预测 (台)	19
图 36: 抓料机市场容量预测 (台)	19
图 37: 三一国际研发费用 (百万元) 及占销售收入比例	20
图 38: 公司研发与产品布局方向	21

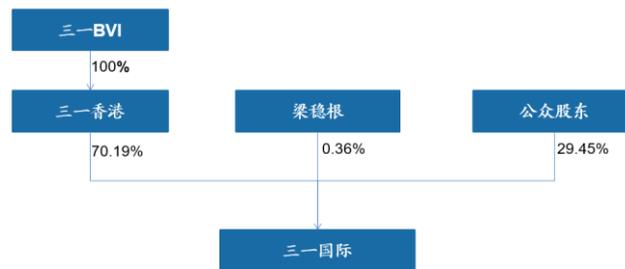
表 1: 公司分项业务假设.....	22
表 2: 可比公司 PE 估值情况 (市值统计截止 2019.04.25 收盘)	23

一、三一国际：矿山、港口机械领军企业

1.1 公司业务简介

三一重装国际控股有限公司（股票代码：00631.HK）是三一集团的核心上市公司之一，公司业务涵盖矿机、港机两大板块，是国内煤炭机械产品覆盖面最广、产品线最丰富的企业，同时也是国内产品吨位最大、系列最全、技术最先进的港口机械成套设备供应商。2009年11月25日，公司在香港联交所主板成功上市，成为国内首家在香港上市的煤机制造企业，这标志着三一重装迈入一个崭新的发展阶段。目前三一重装已跻身于国际顶尖煤炭机械和港口机械制造企业之列，产品全面替代进口。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司 2018 年报，广发证券发展研究中心

目前公司矿机板块主要产品涵盖掘进设备、采煤机、液压支架、刮板输送机、矿用运输车辆（包括井下和露天设备）及工程掘采设备产品。三一国际推广一体化设计与制造的联合采煤机组，是国内首家提供采掘一体化解决方案及成套设备的企业，从根本上改变了中国煤炭企业单机设备与制造的模式，引领行业产品成套化，智能化的发展方向。公司港口机械产品已拥有正面吊、堆高机、抓料机、重叉、轮胎吊、集装箱牵引车、岸桥、门座、场桥、高架吊等16大类150多种规格的产品。

图 2：公司产品线分布

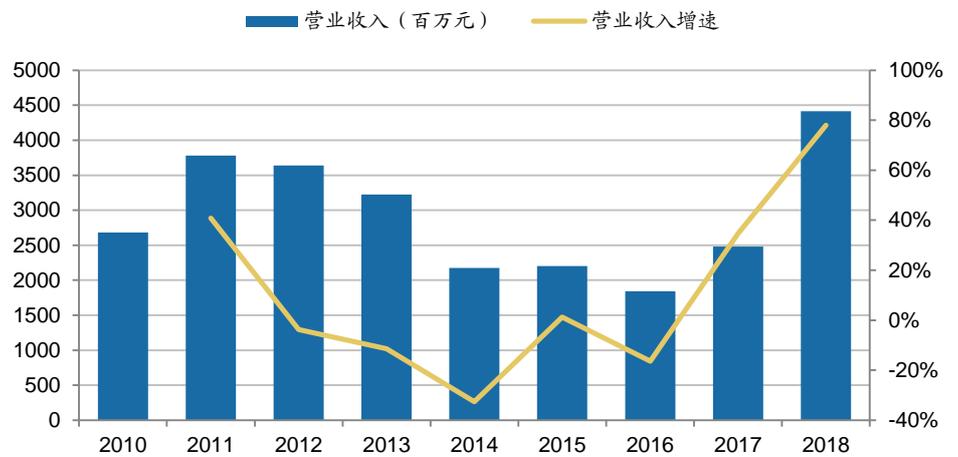


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1.2 行业回暖带动设备需求，公司经营改善

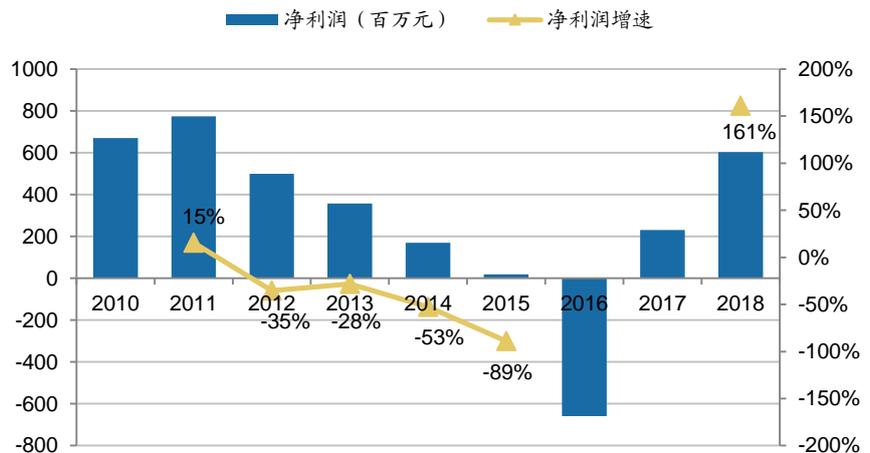
公司在2016年受到国家GDP下滑、全球贸易低速增长、国内外环境复杂的影响度过了最为艰难的一年，当年营业收入创上市后最低水平，净利润亏损658.28百万元。公司在行业底部区间坚持转型升级，在2017年、2018年扭转了营业收入负增长的趋势，2017年营业收入2481.37百万元，同比增长35%，2018年公司营业收入达到4417百万元，增速持续扩大，达到78%，归母净利润则达到603百万元，同比增长161%。2018年公司业绩表现优异，主要得益于国家经济稳健增长、煤炭价格提高和煤炭企业经营效益上涨带动煤机设备需求大大提高，以及铁路集装箱化比例提高和多式联运带动港口集装箱装卸设备需求大幅上升。

图 3：公司历年营业收入（百万元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：公司历年归母净利润（百万元）及增速

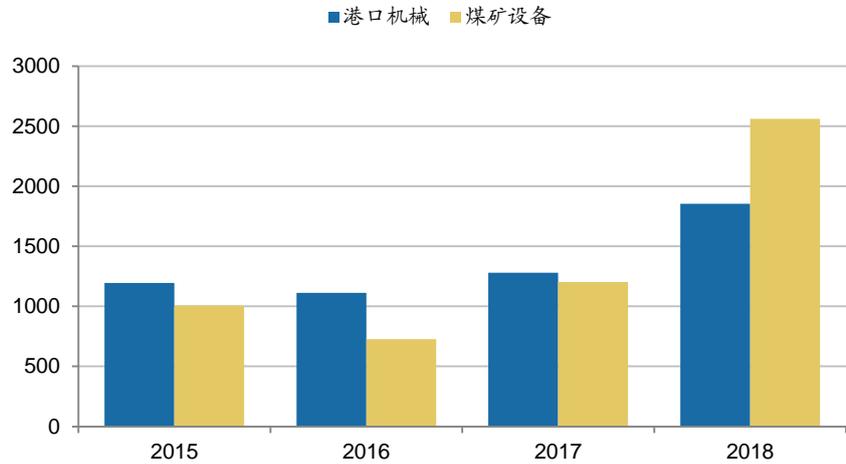


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三一国际的主要业务分为煤矿设备和港口机械，除2016年因经济下行、行业不景气导致两大业务收入均有小幅下降，其余年份公司均保持了营业收入增长的趋势，2018

年营业收入大幅上涨，港口机械业务达到1855.96百万元，同比增长45%，煤矿业务收入首次超过港口机械业务收入，达到2560.98百万元，同比增长113%。未来煤炭行业资本开支加大和航运码头航运经营情况向好，煤矿、矿机设备未来仍有较大发展潜力。

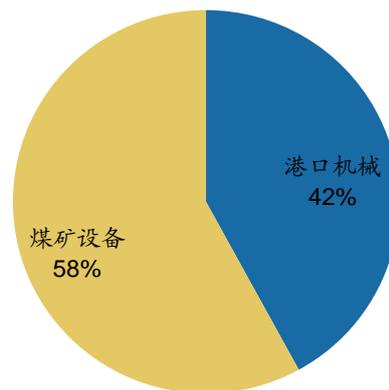
图 5：三一国际分业务收入（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在2018年以前，港口机械为最主要的营业收入来源，直到2018年煤矿设备有了巨大突破超过港口机械营业收入，占比达到总营业收入的58%，港口机械占比为42%。公司产品覆盖面较广、产品线较丰富并引领行业产品成套化方向，产品比重较分散，不依赖某一特定产品，可以有效推动销量并降低风险。

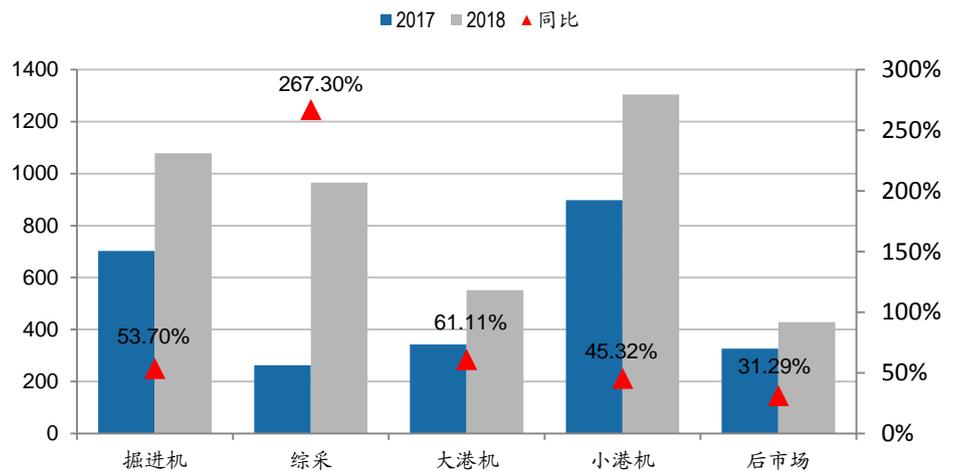
图 6：2018年三一国际营业收入比重



数据来源：公司 2018 年报，广发证券发展研究中心

从2017年、2018年分产品收入来看，大部分产品都保持高速增长，同比均达到了30%以上，其中综采产品销售重大突破，达到966百万元，同比增长267.3%。小港机是公司产品中营业收入占比最大的占比，2018年小港机收入为1305百万元，同比增长45.32%，保持较高增速，后市场收入占比较小，但仍有31.29%的增速。

图 7: 三一国际分产品收入 (百万元)



数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

掘进机、正面吊两大核心产品仍然保持较高的毛利率, 毛利率均接近40%, 综采产品的毛利率在公司的成本控制措施下也有了较高的提升达到14.7%, 综合毛利率稳中有升, 达到27.4%, 相比2017年上升0.2pct。

图 8: 2018年三一国际主要产品毛利率

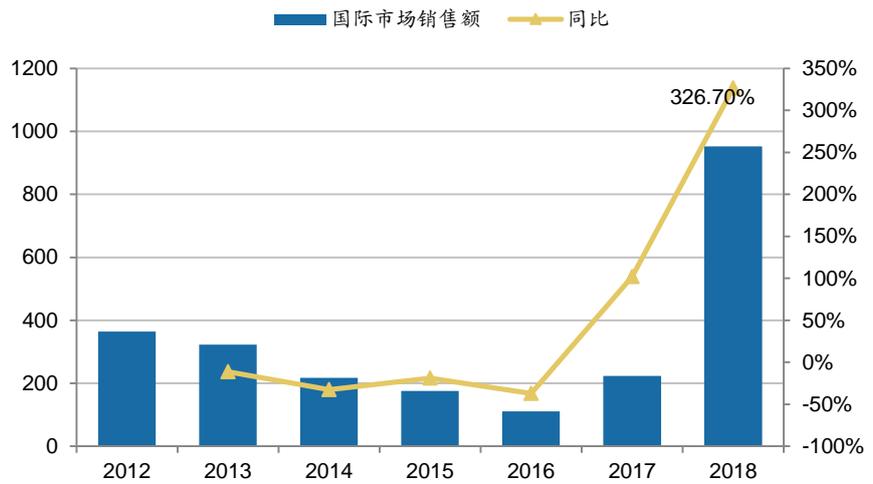


数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

1.3 公司深化营销拓展, 开拓国际市场

公司营销拓展不断深化, 近三年国际市场销售额持续增长, 增速稳中有升, 2018年国际市场收入规模同比增长326.7%, 达到952.9百万元。在2017年以前公司国际市场营业收入占比10%以下, 2018年国际市场营业收入占到全球营业收入的21.6%。目前产品已覆盖美国、俄罗斯、印度、泰国、南非等6大洲40多个国家及地区, 根据公司年报披露, 2018年公司主要获得的海外订单有印度集装箱公司6000万正面吊订单、孟加拉的联合叉车订单和小港机突破泰国PSA零订单。公司的采矿机已批量投放国际市场; 抓料机已进入泰国、印尼等国际市场; 叉车样机已在美国实现销售并在三一美国生产。

图 9：三一国际国际市场营业收入（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、矿山机械业务

2.1 矿山机械产品线

公司矿山装备产品主要可以分为三大块，主要是以掘进机、采煤机为主的煤炭机械类，工程隧道掘进机、采矿机为主的非煤掘采类和机械轮矿车、宽体机为主的矿用车辆类。

公司矿山装备产品结合中国煤矿作业特点填补了国内多项空白，其中掘进机形成切割功率从55-418kw的全系列产品，市场占有率连续六年稳居第一，已成为国内掘进机的第一品牌。根据年报披露，公司掘进机2018年市场占有率已达到53%，支架市场占有率从2017年的4%上升到2018年的13.4%，上升幅度极大。采煤机作为原来市场占有率较低的产品也上升了3.7pct，达到5%。目前公司产品已成功应用于国内主要煤炭产区及各大煤业集团，并出口至俄罗斯、印度、澳大利亚、印尼等国家。

图 10：公司矿山机械产品

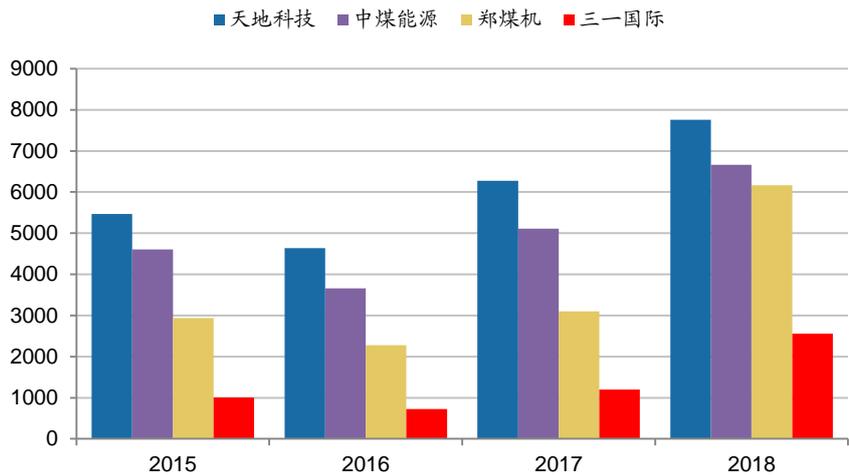


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2.2 竞争格局与同行对比

公司在矿山机械行业的主要竞争对手为郑煤机、天地科技和中煤能源，天地科技营业收入位于四家公司之首，三一国际市场规模相对较小。各个公司的矿山机械业务营业收入都在2016年经历下行，但在2017年开始回升，天地科技和中煤能源的矿山机械业务营业收入相对较稳定，增速分别在23.6%和30.5%，郑煤机矿山机械业务营业收入增速较快，达到98.9%，三一国际在四个公司之中增速最快，达到113%。

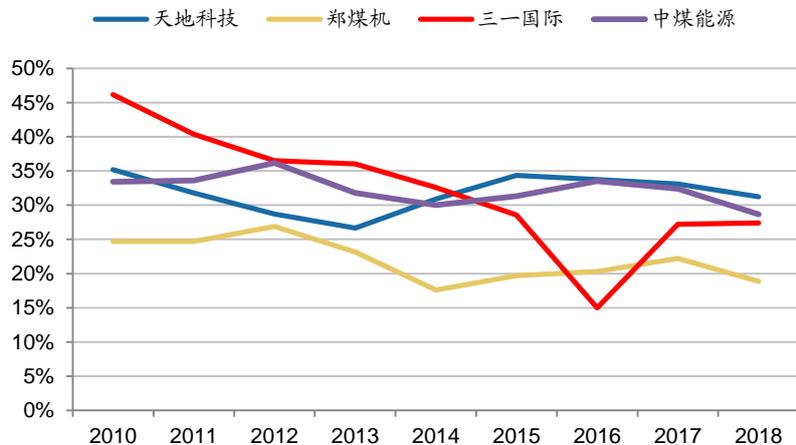
图 11: 上市公司煤机业务营业收入对比 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四家公司毛利率均在2010-2014年经历了下滑，但三一国际毛利率在2016年到达最低点后不断上升，在2018年达到27.4%，而天地科技、郑煤机和中煤能源的销售毛利率在2015-2016经历小幅上涨后又开始下滑，整体呈下滑趋势，郑煤机的毛利率较低，仅有19%。

图 12: 上市公司煤机业务毛利率

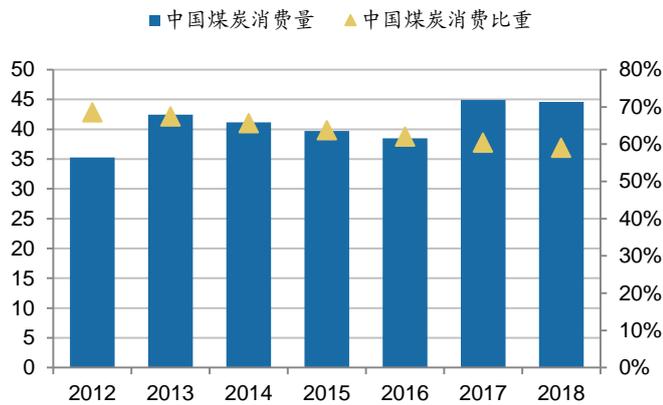


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2.3 下游回暖带动需求上升

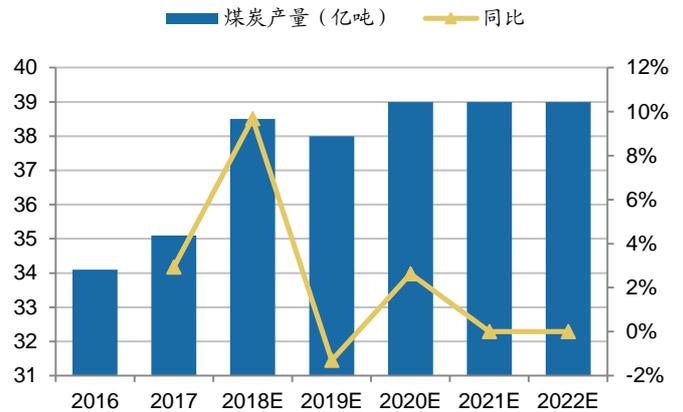
近年来中国大力发展非石化能源，煤炭消费比重因此下滑，但仍然是中国能源结构中的主要组成部分，2018年中国一次能源结构中煤炭消费比重仍然达到59%，是能源结构中占比最大的能源，且国家能源局预计2019年煤炭消费比重将为58.5%。根据煤炭工业十三五规划，2016年煤炭大力去产能后产量基数相对较低，2017年起煤炭产量处于不断上升的趋势，根据预测除2019年有小幅下降以外，产量将维持在39亿吨。煤炭工业“十三五”规划提出要建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右。

图 13: 中国煤炭消费量 (亿吨) 及比重



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

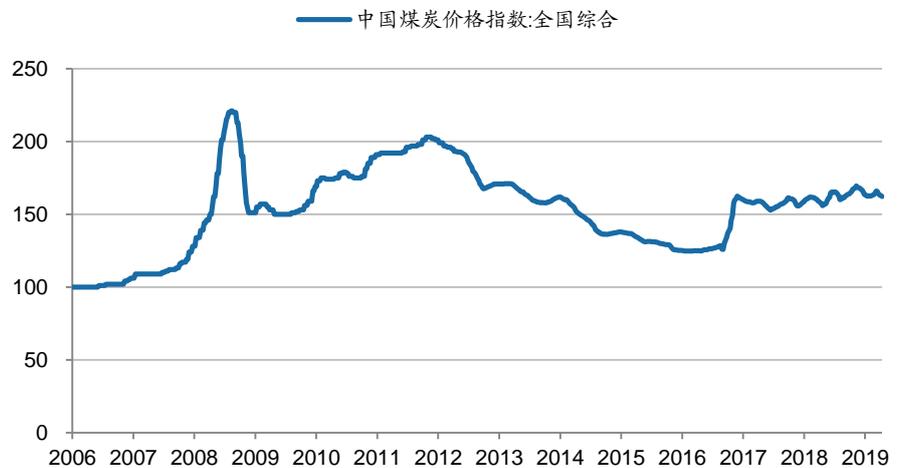
图 14: 中国煤炭产量 (亿吨) 及同比



数据来源: 煤炭工业机械制造年报, 广发证券发展研究中心

2012年到2016年煤炭价格指数持续下降，煤炭行业下行，导致矿山机械需求下行，三一国际在该期间的净利润也不断下降，甚至在2016年发生亏损，2016年以后煤炭价格开始上升，煤炭行业经营状况好转，根据中国煤炭工业协会公布的2018中国煤炭50强，推动矿山机械需求上涨，带动公司营业收入增长，2018年到2019年Q1煤炭价格保持稳定，从现有趋势看预计未来煤炭价格稳中有升。

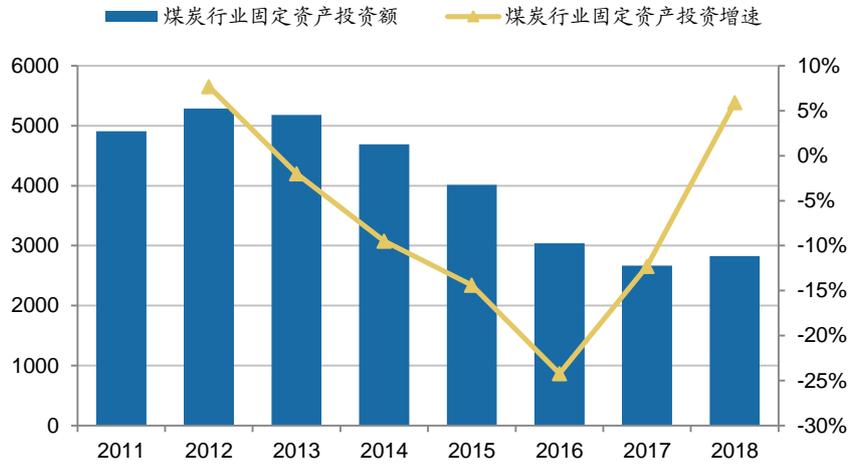
图 15: 中国煤炭价格指数趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

煤炭行业固定资产投资在2013年到2016年一直保持负增长，在2016年增速降到最低，仅有-24.2%，2017年投资增速触底回升并在2018年实现正增长，增速达到5.9%，增幅创5年来最大水平，投资额达到2825亿元，预计未来固定资产投资额将持续上升。

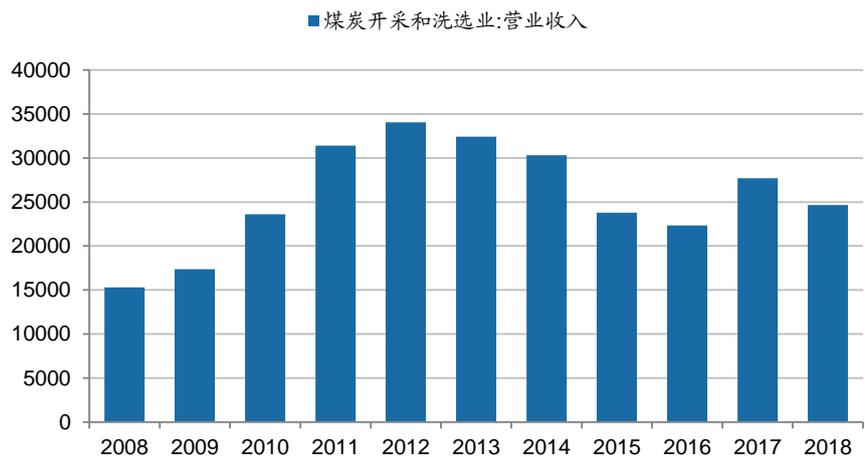
图 16: 国内煤炭行业固定资产投资额（亿元）及增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

国内煤炭开采和洗选业营业收入在2008-2012年持续上升，2013-2016年开始不断下降，在2016年到达最低点，此后煤炭行业回暖，营业收入再次上升，在2018年底达到24645.8亿元。煤炭价格的稳中有升、煤炭行业固定资产投资增速转正、煤炭行业营收的上升都预示着未来煤炭行业的行情向好，从而带动矿山机械需求。国家煤矿安监局公布的《煤矿机器人重点研发目录》将煤矿智能装备推广应用纳入30亿国债资金支持范围，未来矿山机械发展可期。

图 17: 国内煤炭开采和洗选业营业收入（亿元）

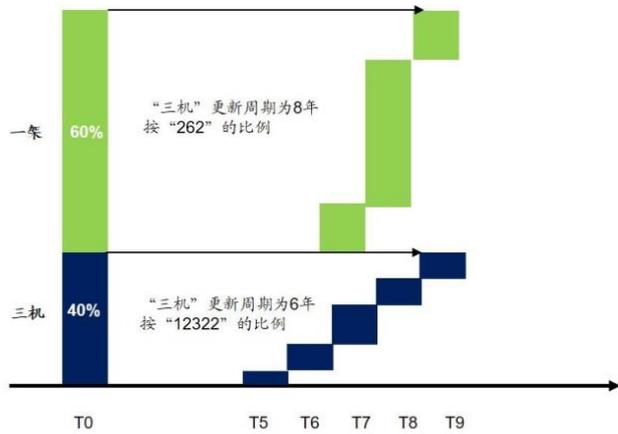


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

煤炭机械未来需求主要以更新换代和机械化率提升为主，更新换代方面，三机（掘进机、采煤机、刮板机）使用寿命较短，在6-9年之间，一架（液压支架）使用寿命较长，在8-10年之间。第T年的煤机更新需求通过用T-9~T-5（三机）以及T-9~T-7（一

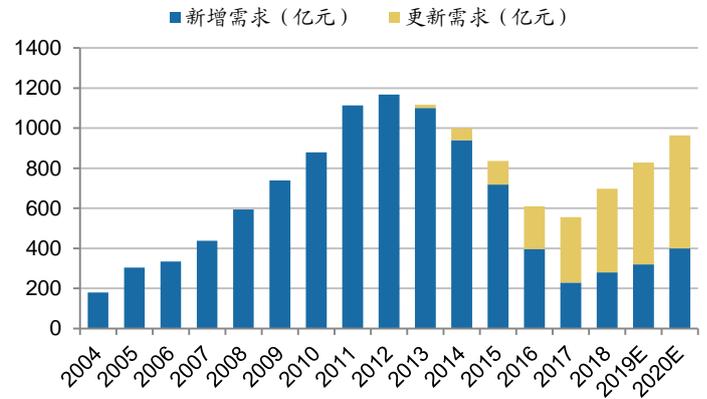
架)求和测算,由于2011-2014年为煤炭机械设备投资的高峰期,因此2017-2020理论上更新换代的高潮。

图 18: 煤机更新需求测算逻辑



数据来源: 煤机机械工业协会, 广发证券发展研究中心

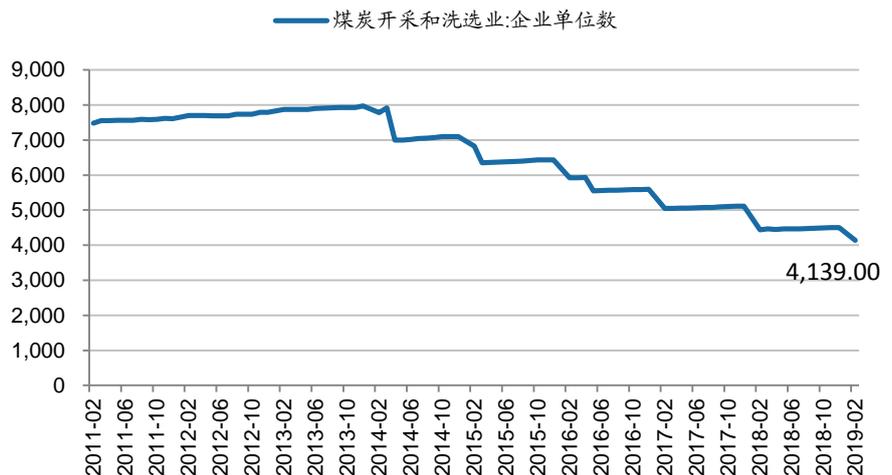
图 19: 未来3年煤机更新需求测算



数据来源: 煤机机械工业协会, 广发证券发展研究中心

在机械化率提高方面,国家去产能过程中不断提高煤矿集中度,带动机械化率提高,机械化率的提高一方面可以带动煤机设备需求,另一方面将带动技改投资,根据煤炭行业十三五规划中提到的2020年目标,煤矿采煤机械化程度达到85%,掘进机械化程度达到65%,较15年的76%和58%显著提升。同时5000万吨级以上大型煤炭企业产量比重要从2015年的55%增至2020年的60%。截止2019年2月,全国煤炭开采与洗选业企业单位数仅有4139个,同比减少6.72%,小煤炭企业被迅速淘汰,煤炭行业集中化趋势明显。

图 20: 国内煤炭开采与洗选业企业单位数(个)

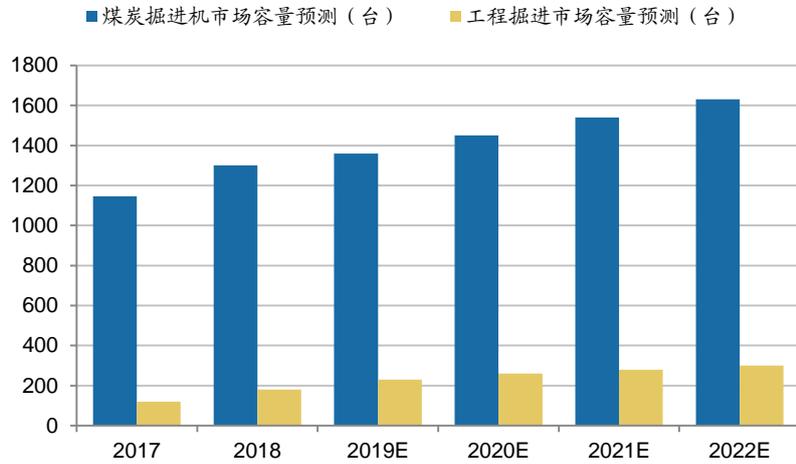


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

未来三年,煤炭产量和价格都趋于平稳,煤炭掘进机总量稳步提升,更新换代和机械化率提升将成为设备需求重要支撑,煤炭工业机械制造年报中预计,2022年煤炭掘进机数量将新增1630台。除煤炭掘进外,公司工程掘进机也存在增长空间,根据

我国十三五规划中公路、铁路、地铁、水利、隧道新建约1.8万公里的目标，工程掘进机市场需求将稳步增长，煤炭工业机械制造年报预计2022年工程掘进机将新增300台左右。三一国际作为掘进机的龙头企业，在掘进机方面仍有很大发展空间。

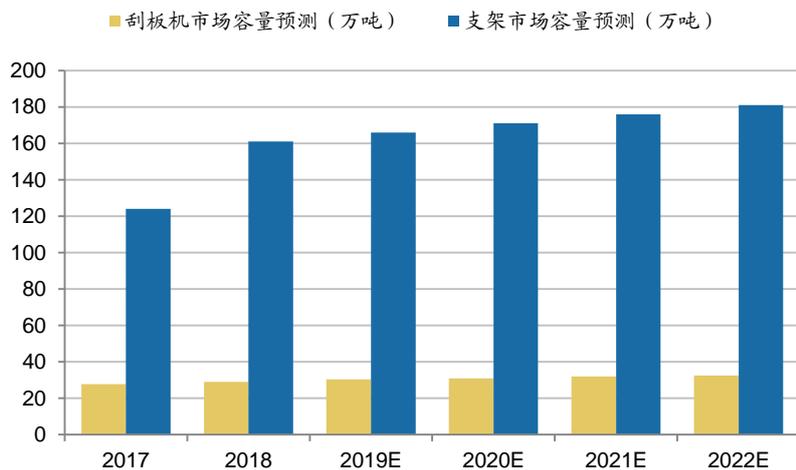
图 21: 煤炭掘进机和工程掘进机市场容量预测



数据来源：煤炭工业机械制造年报，广发证券发展研究中心

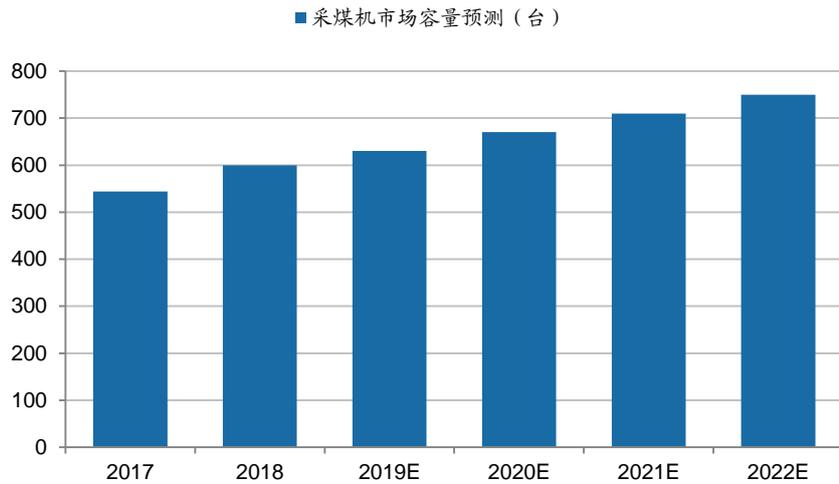
煤炭机械中的支架、刮板机和采煤机需求均上升且平稳增长，其中支架中纯水液压支架将带来行业变革，电液控制需求上升；刮板机技术向超耐磨、自我感知、在线诊断等方向发展；采煤技术向远程监控、记忆截割、煤岩识别等智能方向发展。

图 22: 支架和刮板机市场空间预测



数据来源：煤炭工业机械制造年报，广发证券发展研究中心

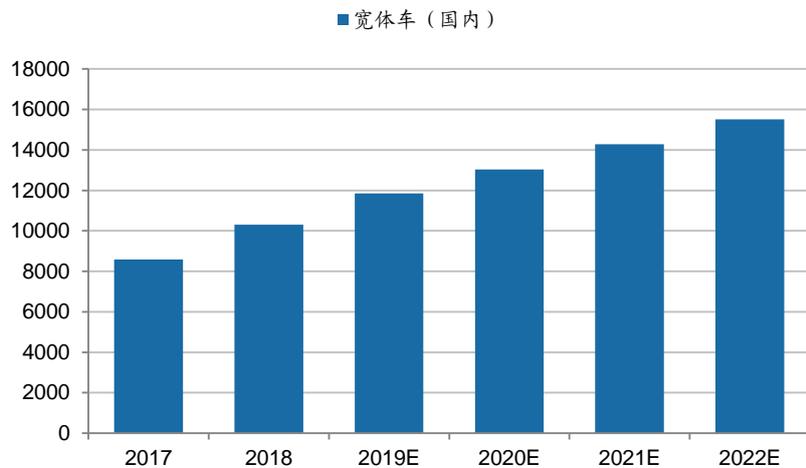
图 23: 采煤机市场空间预测



数据来源: 煤炭工业机械制造年报, 广发证券发展研究中心

矿用车辆包括机械轮矿车、电动轮矿车、宽体车的需求均平稳增长, 宽体车由于性价比高且未来矿山开采及工程施工增加, 销量将快速增长。煤炭工业机械制造年报预计2022年宽体车市场容量将达到15510台。

图 24: 全球宽体车市场空间预测 (台)



数据来源: 美国 The Parker Bay 公司, 英国《Off-Highway Research》杂志, 中国工程机械工业协会工程运输机械分会, 广发证券发展研究中心

此外, 国家煤监局局长黄玉治近期在全国煤矿安全培训工作现场会上表示煤矿企业未来要改变传统作业模式, 取消夜班, 持续推进机械化换人、自动化减人, 持续更新研发煤矿机器人, 从而降低煤矿员工劳动强度。未来煤矿企业想用环境留人, 必然要继续推动煤炭机械化, 矿山机械行业需求将会持续上升。

三、港口机械业务

3.1 港口机械产品线

港口机械板块包含以正面吊、堆高机、电动集卡为主的集装箱装备，抓料机、高架吊为主的散料装备和以重型叉车、伸缩臂叉车为主的通用装备。2018年公司小型港口机械在亚太等地区的国际市场上占有率有大幅提高。根据公司年报披露，正面吊市场占有率在2017年就已达到60%，在2018年继续攀升达到65%。堆高机市场占有率从2017年的43.2%上升到48.5%。

图 25: 三一国际港口机械产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.2 竞争格局与同行对比

全球港口机械行业龙头是振华重工，目前振华重工在港口机械行业中的市场规模远大于三一国际，振华重工的集装箱机械产品覆盖全球100余个国家和地区，但振华重工的港口机械产品主要为岸桥，占有全球70%以上的市场份额，三一国际产品则较为丰富，在散料装备、通用装备中均占有一定市场份额。

图 26: 振华重工港口机械主要产品

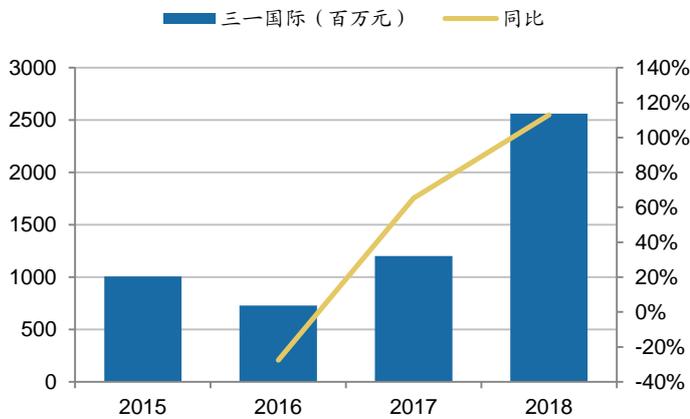


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

振华重工近年来营业收入基本维持在140亿元左右，但近年来振华重工港口机械业务营业收入增速放缓，2016年增速仅为14%，2017年出现负增长后有所回升，2018年

增速仍为14%。三一国际在港口机械业务方面的营收近年来持续高速增长，2016年出现短暂负增长后连续两年增速超过50%，且在2018年增速为113%。

图 27: 三一国际港机营收(百万元)及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

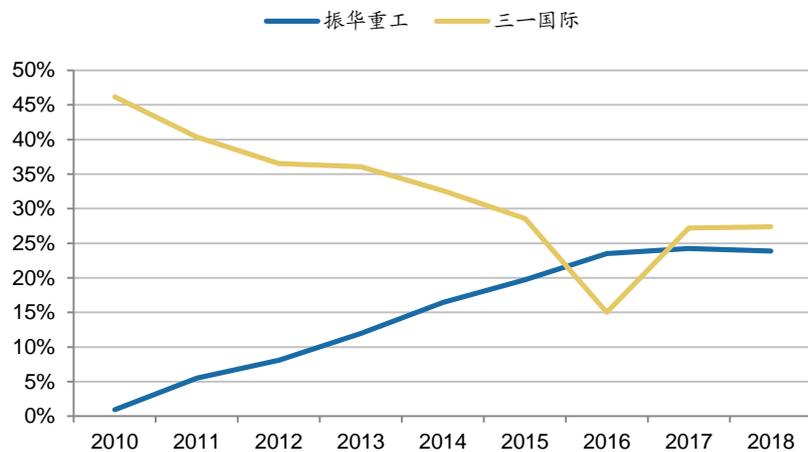
图 28: 振华重工港机营收(百万元)及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

振华重工的港口机械产品2011-2016年毛利率稳步上升，在2016年达到24%，2016年以后毛利率稳定在24%，在2018年有小幅下滑。三一国际毛利率在2016年下滑后重新上升到2018年的27%，目前高于振华重工港口机械产品的毛利率，且呈一定上升趋势。

图 29: 三一国际及振华重工港口机械毛利率

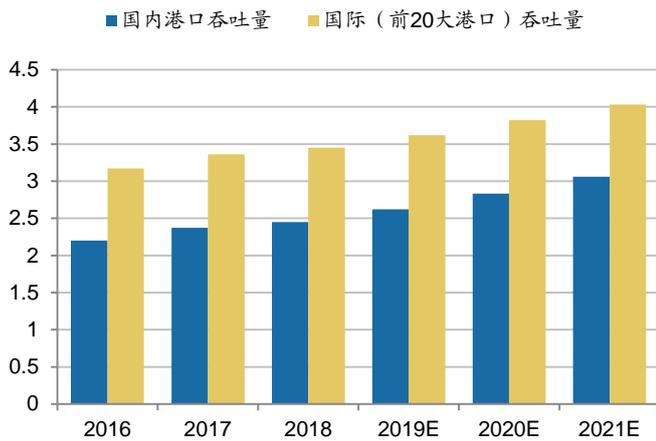


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 港口机械需求稳中有升

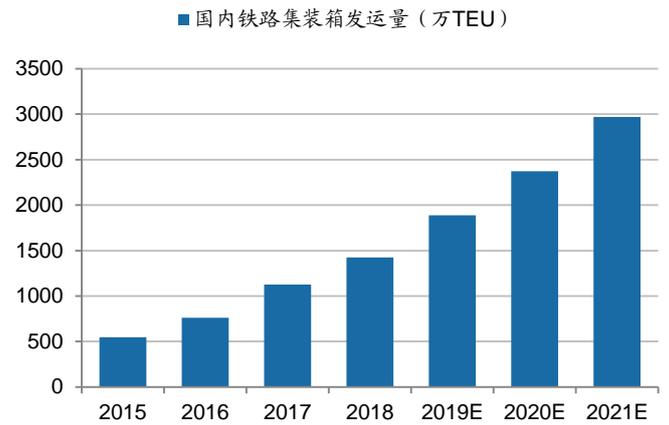
从发展趋势看，自动化与智能化、大型化与高效化、专业化与多用化、环保化是未来港口机械行业的发展趋势。从港口机械行业的需求来看，近年来港口吞吐量逐年提高，带动集装箱装卸设备需求稳定增长。根据“十三五”铁路集装箱发展规划，国内铁路集装箱发运量也将逐年上升，2020年达到2371万TEU，集装箱铁水运量年均增长10%以上，运量占比达到20%左右，也将带动集装箱装卸设备需求上升。

图 30: 港口吞吐量预测 (亿TEU)



数据来源: 中国港口集装箱网, 中国交通年鉴, 广发证券发展研究中心

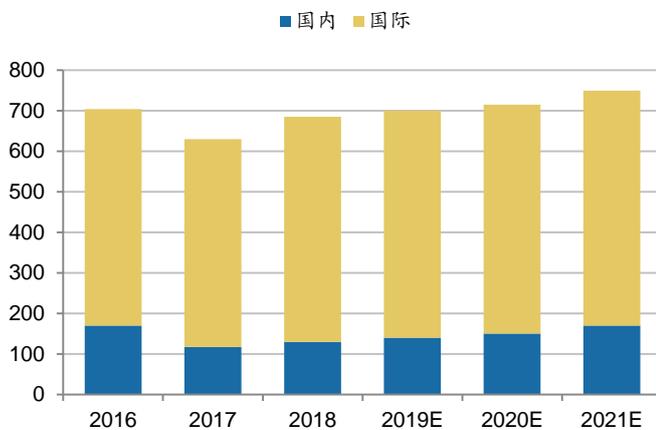
图 31: 国内铁路集装箱发运量预测 (万TEU)



数据来源: 铁道统计公报, "十三五" 铁路集装箱多式联运发展规划, 广发证券发展研究中心

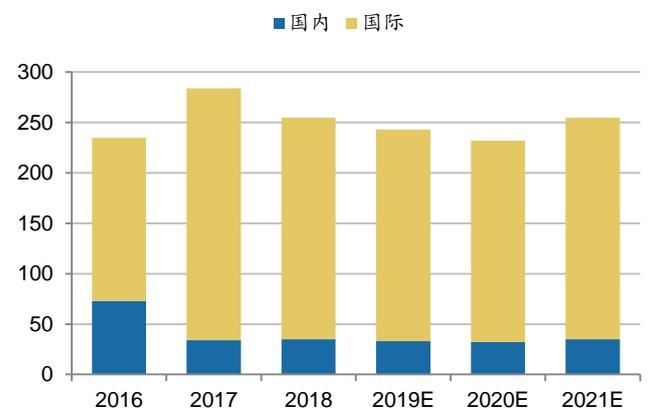
场桥需求在“一带一路”和铁路运输集装箱化增长的带动之下稳中有升, 根据PEMA预测数据到2021年预计全球场桥总量达到750台(90亿元), 中国占170台(20亿元)。岸桥需求则保持平稳, 主要因为传统大码头已趋于饱和, 预计2021年全球需求量为255台(115亿元), 中国35台(16亿元)。

图 32: 场桥未来市场空间预测 (台)



数据来源: PEMA, 广发证券发展研究中心

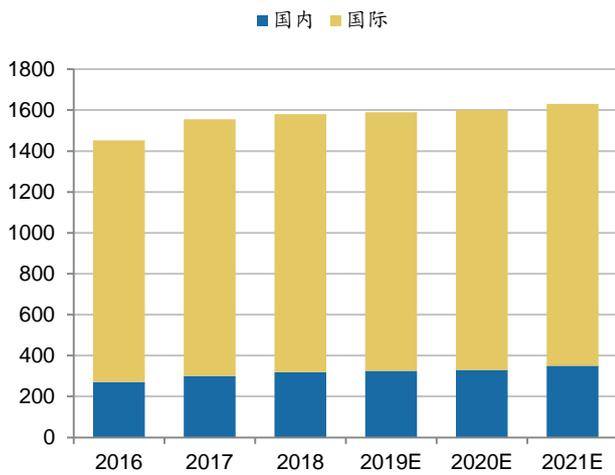
图 33: 岸桥未来市场空间预测 (台)



数据来源: PEMA, 广发证券发展研究中心

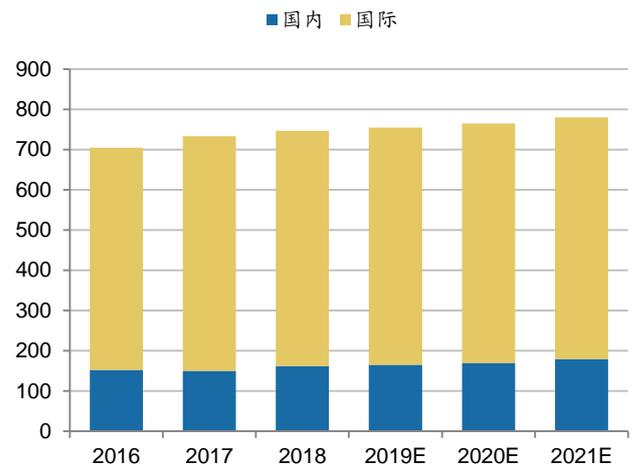
得益于集装箱吞吐量的持续增长, 集装箱装卸机械中的正面吊需求也将在未来稳步提升, 根据PEMA预测数据预计2021年全球预计1630台(41亿元), 中国需求上升幅度更大, 将达到350台(9亿元)。堆高机国际需求保持稳定, 国内需求稳步提升, 预计2021年全球780台(12亿元), 国内180台(3亿元)。

图 34: 正面吊市场容量预测 (台)



数据来源: PEMA, 广发证券发展研究中心

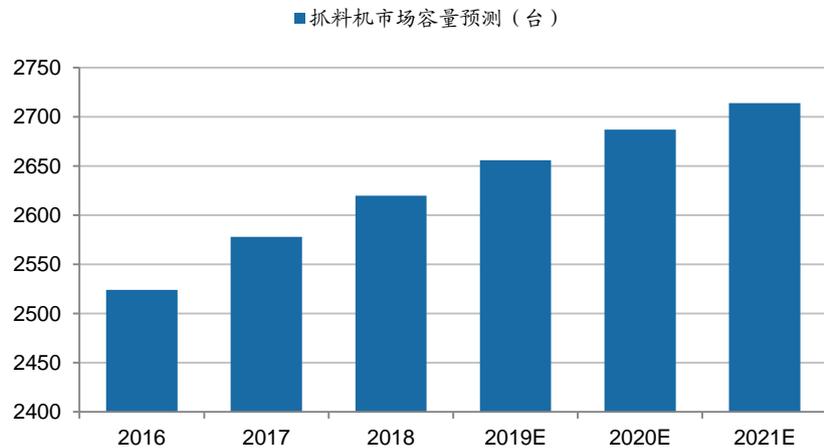
图 35: 堆高机市场容量预测 (台)



数据来源: PEMA, 广发证券发展研究中心

十三五期间钢铁产业升级, 废铁利用加大, 推动抓料机需求快速上升, 根据Prof Research预测数据, 预计2021年全球将达到2700台(70亿元)。重叉受物流自动化和钢材用量上升的影响, 未来需求稳步上升, 20吨以上重叉全球年均2880台(21亿), 其中中国720台(5.6亿), 且15-17吨的重叉占比最大。伸缩臂叉车在工程机械行业全面回暖的影响下, 全球需求也稳中有升。全球年均5.5万台(300亿), 2020年全球将达到6.7万台左右, 主要集中在欧洲和美洲。

图 36: 抓料机市场容量预测 (台)



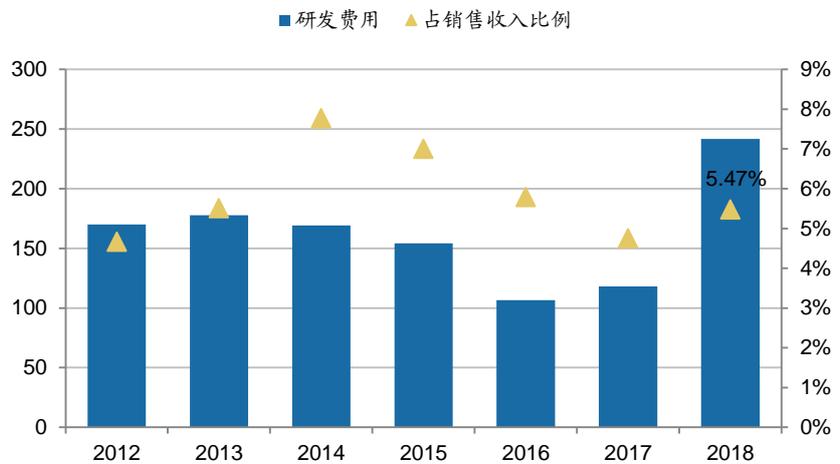
数据来源: Prof Research, 广发证券发展研究中心

四、产品研发布局

4.1 研发费用持续上升，与科研机构合作

公司2018年持续研发产品，研发费用从2017年的118百万元上升到241.8百万元，同比增长104.9%，研发费用占销售收入比例上升0.7pct，达到5.47%。公司围绕“智慧矿山”和“智能码头”两大智能研发场景，不断在矿山机械和港口机械两大板块研发新产品。公司在北京成立科技公司，与华南理工大学、武汉理工大学等高校和研究机构合作共同解决研发难题。

图 37：三一国际研发费用（百万元）及占销售收入比例



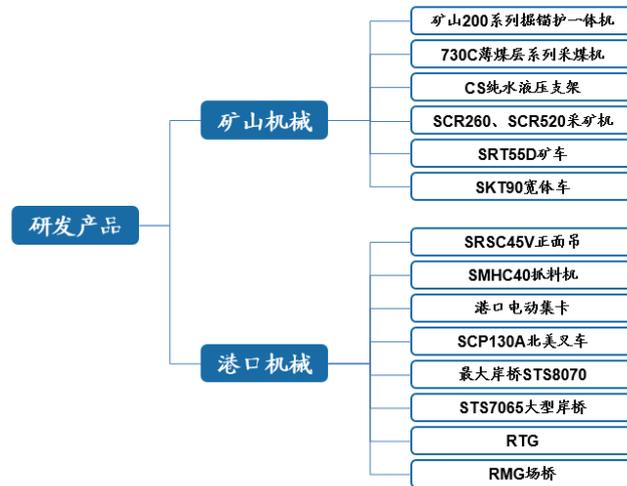
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2 公司主要研发产品

公司2018年在矿山机械、港口机械两大板块都有较多的研发产品，大部分产品都得到了客户与市场的认可，建立了一定的竞争优势。从发展方向来看，矿山机械中的200系列掘锚护一体机时掘进作业更高效更安全；730C薄煤层系列采煤机大大提高性价比；CS纯水液压支架突破核心技术成功解决井下开采污染难题，实现绿色开采；SCR260、SCR520采矿机在提高采矿效率的同时降低成本；SRT55D矿车大大降低能耗；SKT90宽体车应用油气悬挂技术，提升整车和车架寿命；港口机械中的SRSC45V正面吊提高操纵性、安全性且降低油耗；SMHC40抓料机性能优越、运营成本较低；港口电动集卡续航能力强、运营成本低；STS7065大型岸桥创造HIT码头岸桥平均无故障时间的最高记录；RTG突破多项核心技术，减重1/3，能耗降低20%。

从市场与客户角度来看，矿山机械中730C薄煤层系列采煤机已累计获得订单30余台；CS纯水液压支架已成功与全球最大煤企神华集团签订亿元销售合同，首批152架已成功交付使用；SCR260、SCR520采矿机已批量投放国际市场。港口机械中SMHC40抓料机已快速进入泰国、印尼等国际市场；SCP130A北美叉车样机已在美国实现销售并以SKD的方式在三一美国生产；最大岸桥STS8070已在青岛港正式运营；STS7065大型岸桥已交付运营6个月；RMG场桥已获得天津、唐山、杭州、苏州等主流港口订单。

图 38: 公司研发与产品布局方向



数据来源：公司年度业绩 PPT，广发证券发展研究中心

公司作为目前掘进机市场的龙头企业，未来将继续稳固市场占有率第一的地位，并不断提高支架、采煤机、宽体车等产品的市场占有率，并带动业绩上升。公司未来将继续向无人化、智能化、自动化、节能环保方向升级转型，打造“智慧矿山”和“智能码头”两大应用场景的一体化解决方案供应商。

五、盈利预测与风险提示

盈利预测:

公司的主营业务由两部分组成: 1. 矿山装备业务; 2. 港口装备业务。

1. 矿山装备业务: 公司矿山装备下游应用主要以煤炭开采行业为主。2017年国内煤炭行业复苏、资本开支加大, 同时叠加公司综采设备市场开拓积极, 未来公司煤机业务有望保持较高增长。我们预测该业务19-21年收入增速分别为58%、50%、40%。而下游需求的回暖以及原材料价格的下降, 产品盈利有望回升, 我们预测该业务19-21年毛利率保持在35%左右。

2. 港口装备业务: 港口装备产品主要用于港口装卸的抓料机 etc 小港机和港桥岸桥等大港机, 行业需求稳步提升, 公司全球份额持续提升。我们预测该业务19-21年收入分别为45%、40%、30%, 毛利率保持在22%左右。

表 1: 公司分项业务假设 (货币: 人民币)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿山装备营业收入 (百万元)	728	1,202	2,561	4,046	6,070	8,497
矿山装备毛利率	10.7%	34.3%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
增速		65.2%	113.1%	58.0%	50.0%	40.0%
营业成本 (百万元)	650	790	1670	2630	3945	5523
港口装备营业收入 (百万元)	1,114	1,279	1,856	2,691	3,768	4,898
港口装备毛利率	17.8%	25.4%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
增速		14.8%	45.1%	45.0%	40.0%	30.0%
营业成本 (百万元)	916	954	1449	2099	2939	3820
营业收入 (百万元)	1,842	2,481	4,417	6,738	9,837	13,395
毛利率	15.0%	29.7%	29.4%	29.8%	30.0%	30.2%
营业成本 (百万元)	1,566	1,744	3,119	4,729	6,884	9,344
增速		34.72%	78.00%	52.54%	46.01%	36.17%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

可比估值:

在煤机和港机设备制造领域, 相关可比上市公司分别为天地科技和振华重工。截止2019年4月24日收盘, 天地科技和振华重工19-20年对应PE估值分别为12x/10x和34x/27x。两者估值差距主要是行业属性, 以及振华重工处于经营复苏早期导致。

投资建议:

我们预测19-21年公司EPS分别为0.28/0.38/0.50元/股, 当前股价对应的PE为12/9/7倍。在国内煤炭行业资本开支持续复苏、港机市场需求回暖等因素的影响下, 19年全球煤机和港机投资有望延续较高增速, 公司在两大市场均拥有较高的地位, 产品具有较强竞争力, 新产品开拓持续超预期。结合可比公司估值水平, 我们给予公司对应19年合理PE估值为15x, 对应合理价值为4.88港元/股。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 2: 可比公司PE估值情况 (市值统计截止2019.04.25收盘, 货币: 人民币)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
天地科技	600582	煤机、煤矿安全	163	962	1458	1739	16.94	11.18	9.37
振华重工	600320	港机	220	443	667	864	49.66	32.98	25.46

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

风险提示:

- 1.下游市场需求波动风险:** 公司煤机、港机等产品主要应用于煤炭开采和港口航运行业, 其终端客户较为集中。若未来煤炭行业和航运行业需求增速放缓或下降, 有可能给公司主营业务带来不利影响。
- 2.国际贸易摩擦风险:** 近年来国际贸易摩擦对出口型产业需求影响较高, 若公司的出口产品遭受外国政府贸易保护措施, 将直接或间接导致下游市场需求的下降, 从而对公司经营业绩造成不利影响。
- 3.原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为钢材, 历史上公司的经营业绩对钢材价格的敏感度较高, 钢价的大幅波动将对公司经营业绩影响较大。若未来原材料价格出现上涨, 而公司不能合理安排原材料采购计划, 公司的盈利水平将受到不利影响。
- 4.国家产业政策变化:** 当前公司所处下游能源和交运行业受国家产业政策影响, 若相关产业政策发生重大不利变化, 将会对公司生产经营产生不利影响, 从而影响公司业绩。
- 5.市场竞争加剧风险:** 随着市场规模的快速发展, 公司面临着竞争加剧的市场环境。如果发生决策失误、市场拓展不力, 不能保持技术、产品的先进性, 或者市场供求状况发生了重大不利变化, 公司将面临不利的市场竞争局面。

	单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,097	7,029	10,156	14,205	18,832
货币资金	814	1,070	2,424	3,756	5,420
应收及预付	2,093	3,260	4,349	6,265	8,343
存货	1,246	1,534	2,073	2,923	3,840
其他流动资产	943	1,164	1,310	1,260	1,230
非流动资产	6,102	5,896	5,680	5,487	5,303
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,585	2,463	2,271	2,083	1,904
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
其他长期资产	2,388	2,304	2,280	2,275	2,270
资产总计	11,199	12,925	15,836	19,692	24,136
流动负债	2,919	5,169	6,521	8,726	11,225
短期借款	0	1,400	1,300	1,200	1,100
应付及预收	2,914	3,684	5,141	7,446	10,045
其他流动负债	5	86	80	80	80
非流动负债	1,918	1,313	2,265	3,065	3,795
长期借款	429	0	750	1,450	2,100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,489	1,313	1,515	1,615	1,695
负债合计	4,837	6,483	8,786	11,791	15,020
股本	302	302	302	302	302
资本公积	6,001	6,128	6,745	7,587	8,777
留存收益	0	0	0	0	0
归母权益	6,304	6,431	7,047	7,890	9,079
少数股东权益	58	12	18	27	38
负债和股东权益	11,199	12,925	15,836	19,692	24,136

	单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2481	4417	6738	9837	13395
营业成本	1744	3119	4729	6884	9344
其他收入及收益	339	301	400	370	400
销售费用	299	329	472	689	938
管理费用	342	492	707	1033	1406
财务费用	3	18	172	193	222
其他费用及亏损	-118	-33	0	0	13
投资净收益	0	0	0	0	0
利润总额	315	726	1057	1408	1872
所得税	84	123	190	254	337
净利润	231	603	867	1155	1535
少数股东损益	2	3	6	9	12
归属母公司净利	229	600	860	1146	1524
EBITDA	530.96	944.25	1419.4	1792.5	2286.6
EPS (元)	0.08	0.20	0.28	0.38	0.50

	单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	607	280	861	1,209	1,680
净利润	295	589	867	1,155	1,535
折旧摊销	289	224	190	191	192
营运资金变动	0	-539	-673	-535	-438
其它	24	6	477	398	390
投资活动现金流	-888	-536	-187	-140	-120
资本支出	615	97	33	10	0
投资变动	-863	287	80	50	30
其他	-640	-920	-300	-200	-150
筹资活动现金流	262	510	680	263	104
银行借款	429	1,078	650	600	550
股权融资	-163	-110	202	100	80
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-4	-458	-172	-437	-526
期初现金余额	-19	255	1,354	1,332	1,663
期末现金余额	833	814	1,070	2,424	3,756

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.7%	78.0%	52.5%	46.0%	36.2%
归母净利润增长	135.1%	161.3%	43.6%	33.3%	32.9%
获利能力					
毛利率	29.7%	29.4%	29.8%	30.0%	30.2%
净利率	9.3%	13.7%	12.9%	11.7%	11.5%
ROE	3.6%	9.3%	12.2%	14.5%	16.8%
ROIC	8.2%	21.5%	36.2%	45.8%	58.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	43.2%	50.2%	55.4%	59.8%	62.2%
净负债比率	-21%	-12%	-20%	-27%	-35%
流动比率	1.75	1.36	1.56	1.63	1.68
速动比率	1.23	0.94	1.11	1.15	1.19
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.37	0.47	0.55	0.61
应收账款周转率	1.59	2.40	2.39	2.43	2.52
存货周转率	1.61	2.24	2.28	2.35	2.43
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.20	0.28	0.38	0.50
每股经营现金流	0.20	0.09	0.28	0.40	0.55
每股净资产	2.07	2.11	2.32	2.59	2.99
估值比率					
P/E	17.6	12.1	11.9	8.9	6.7
P/B	0.6	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.9	8.1	6.9	5.5	4.3

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。