

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

三一国际 (631 HK)

焦一丁, CFA FRM 赵安博
+86 755 8290 8475 +86 755 8385 2939
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaobao@cmschina.com.cn

珠海工厂调研纪要: 大港机进入快速更新周期

- 公司预计珠海生产基地 2 期工程将在 2-3 年完成, 对应产能 150 亿元人民币, 2 期部分工程或于 2020 年完成以支持大港机强劲的订单需求
- 公司预计 2020 年大港机在手订单将超过 20 亿元人民币
- 我们认为公司收入增长的动力来自于产品周期上行和产品线的扩张, 其成长性和抗周期能力均优于同业。我们维持公司 17 倍 2019 年预测市盈率目标价乘数和 4.89 港元目标价, 维持买入评级

港口自动化改造明显加速, 公司可提供全套解决方案

公司认为目前是港口进入自动化和智能化改造的加速推进期, 而公司可提供“3+2”的全套服务(“3”: 无人化智能化的岸桥和场桥及电动集卡; “2”: 管理软件和智能服务)。根据公司估算, 全球约有 3 万台场桥, 其中中国约有 1 万台, 长期来看均需要智能化改造, 目前改造价格约为 400-600 万元人民币, 仅自动化改造全球就对应 1,200-1,800 亿元人民币的市场规模(中国制造商是该市场的主要参与者)。需要特别强调的是, 公司进入大港机市场仅 4 年时间, 2018 年对应市场占有率仅为 5% 左右。公司港机屡获马斯基 (AMKAF.OO) 及和记黄埔港口的订单, 目前正在与 PSA 和 DP World (DPW L) 建立初步的合作。至此公司已与全球 7 大码头运营商中的 5 个建立了联系, 在互相建立信任后订单有望快速增长。公司预计 2020 年的订单规模将至少达到 20 亿元人民币。

公司对美国市场仍有信心, 拥有生产基地和价格优势

公司 2019 年美国地区收入预计不超过 2 亿元人民币, 占总收入预测的 2%。但美国将是公司的重型叉车和伸缩臂叉车的最重要潜在市场。三一集团拥有美国生产基地, 如果贸易战深化, 公司可以选择在美国组装, 由于部分核心零部件可以在美国本地采购, 整体成本预计不会有大幅影响。同时对标美国同类产品价格, 公司毛利率将达到 60%, 而公司目标毛利率较高的掘进机毛利率只维持在 34% 左右, 公司产品价格优势明显。公司近期仍有样机发往美国。

成长性再次得到确认, 维持公司目标价

公司于 2018 年推出了纯水支架、宽体矿车、抓料机、重型叉车、伸缩臂叉车和电动集卡等一系列新产品。根据行业数据和我们的估算, 公司 2018 年矿用设备板块收入占国内市场的 4.1%, 公司 2018 年物流设备板块收入占全球市场的 3.1%。市场空间巨大。我们维持公司盈利预测和 17 倍 2019 年预测市盈率目标价乘数, 对应 4.89 港元目标价, 维持买入评级。

盈利预测及估值

百万元人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	2,481	4,417	7,260	9,263	11,659
同比增长 (%)	34.7%	78.0%	64.4%	27.6%	25.9%
净利润	229	600	880	1,183	1,564
同比增长 (%)	n.a.	161.6%	46.6%	34.4%	32.2%
每股摊薄盈利 (元)	0.07	0.17	0.25	0.33	0.44
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.07
市盈率 (x)	40.38	16.88	11.52	8.57	6.48
市净率 (x)	1.35	1.33	1.17	1.03	0.89
ROE (%)	3.6%	9.4%	12.1%	14.3%	16.3%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 基于2019年5月15日收盘价

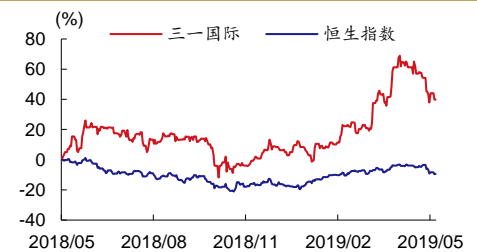
最新变动

调研纪要

买入

前次评级	买入
股价	HK\$3.23
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$4.89 (+51.4%)
前次目标价:	HK\$4.89

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
631 HK	(14.6)	43.5	39.9
恒生指数	(6.2)	8.3	(9.3)

行业: 机械设备

恒生指数	28269
国企指数	10804

重要数据

52周股价区间 (港元)	2.06-4.12
港股市值 (百万港元)	10127
日均成交量 (百万股)	4.63
每股净资产 (港元)	2.07

主要股东

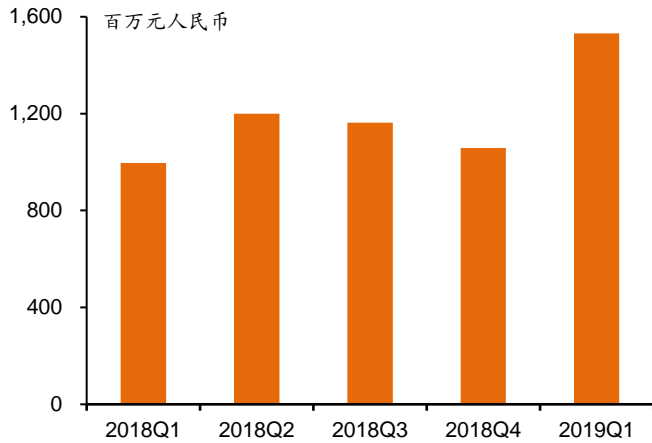
三一香港集团有限公司	70.19%
梁稳根	0.33%
总股数 (百万股)	3041
自由流通量	29.48%

相关报告

1. 三一国际 (631 HK) - 一季度净利大增 60.6%, 新业务发展形势喜人, 2019/4/18
2. 三一国际 (631 HK) - 科技与体系是三一国际的长期竞争力所在, 2019/3/21
3. 三一国际 (631 HK) - 业绩前瞻, 2018 年基本确定, 期待 2019 年乐观指引, 2019/2/28
4. 三一国际 (631 HK) - 基本面没有改变, 股价波动是买入时机, 2018/10/16

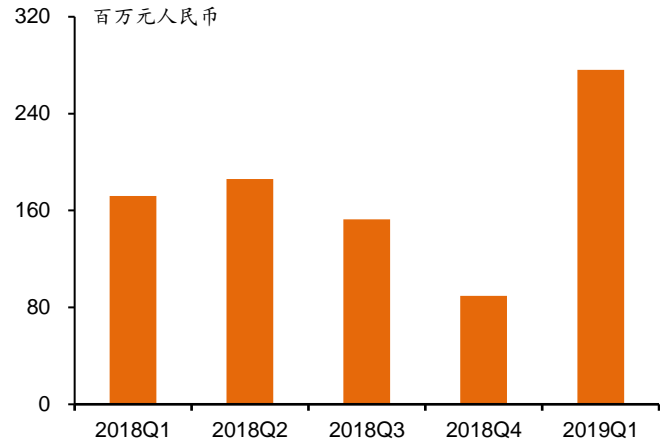
重点图表

图1: 季度收入对比



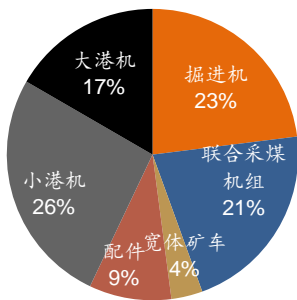
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 季度归母净利润对比



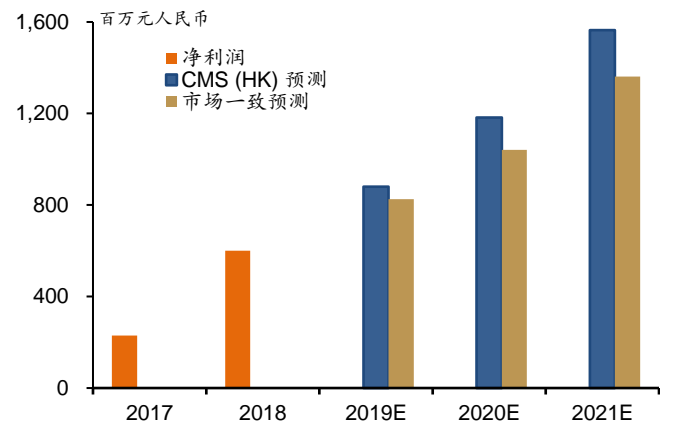
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 2019年预测收入结构拆分



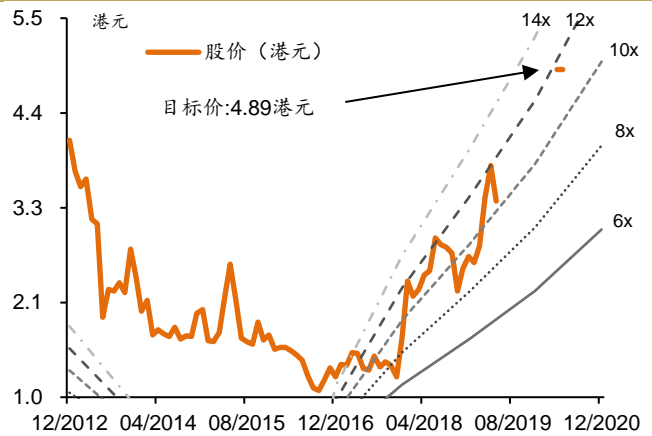
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 净利润预测及一致预期



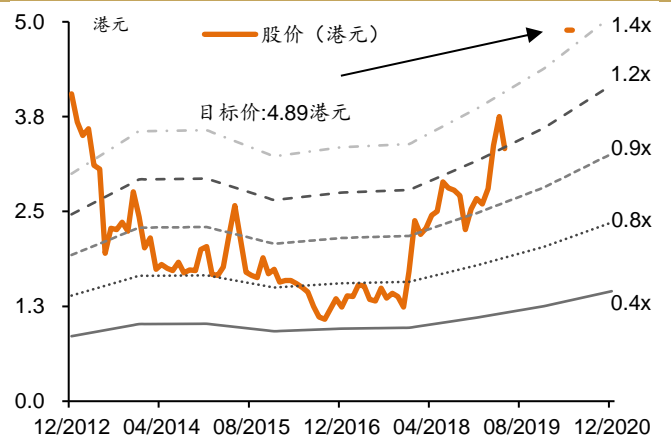
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 预测市盈率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 预测市净率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图7: 三一国际市场潜力分析 (百万元人民币)

产品线	产品	市场规模		实际收入 2018年	市场占比 2018年	主要竞争对手
		2018年估算	2021年预测			
矿山装备*	煤机	52,900	53,900	2,502	4.1%	郑煤机、天机科技、 林州重机
	宽体车	7,725	11,633			n.a.
	伸缩臂叉车	25,135	30,000			吉尼
	岸桥	11,500	11,500			振华重工 (600320 SH, NR)
物流装备**	场桥	8,220	9,000	1,795	3.1%	振华重工 (600320 SH, NR)
	抓料机	6,758	7,000			Sennebogen
	正面吊	3,974	4,100			卡尔玛
	重叉	2,100	2,100			n.a.
	堆高机	1,149	1,200			n.a.

资料来源: Bloomberg、招商证券(香港)估算及预测, *国内市场 **全球市场

图8: 矿山装备产品线



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图9: 物流装备产品线



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图10: 同业比较

公司	代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 2018-20e		净负债 比率	
							2018	2019e	2018	2019e	2018	2019e	2018	2019e	2018	2019e	EPS	EBITDA	2018	
大型基建																				
中国交建	1800.HK	买入	7.2	10.3	43.2%	23,603	8.4	10.3	0.4	0.4	5.4	4.4	0.3	0.2	8.5%	10.2%	19.2%	-1.1%	55.8%	
中国中铁	0390.HK	中性	5.9	7.1	21.3%	21,281	6.4	6.0	0.5	0.5	7.2	5.7	0.4	0.3	9.0%	9.8%	16.3%	6.9%	33.0%	
中国铁建	1186.HK	中性	9.5	12.6	32.9%	19,240	8.7	5.6	0.5	0.6	6.6	4.6	0.3	0.2	8.7%	12.0%	22.2%	31.0%	12.2%	
中国能建	3996.HK	中性	0.9	1.8	96.7%	3,442	5.4	4.9	0.4	0.4	4.1	3.6	0.4	0.3	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%	6.0%	
行业平均						16,892	7.2	6.7	0.5	0.5	5.8	4.6	0.3	0.3	9.5%	11.1%	17.3%	11.6%	26.8%	
中型基建																				
中建国际	3311.HK	买入	7.6	8.9	17.9%	4,857	7.0	6.1	0.9	0.8	8.5	7.0	0.4	0.3	10.4%	11.6%	21.3%	15.5%	12.4%	
中机工程	1829.HK	中性	3.6	4.3	21.6%	1,871	-2.2	-1.6	0.7	0.6	5.1	4.0	0.3	0.2	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%	净现金	
行业平均						3,364	2.4	2.2	0.8	0.7	6.8	5.5	0.3	0.3	12.1%	13.6%	19.9%	19.0%	12.4%	
铁路设备																				
城建设计	1599.HK	买入	2.5	4.4	77.4%	426	4.3	3.5	0.7	0.6	5.0	4.0	0.3	0.2	12.6%	13.7%	19.6%	18.1%	净现金	
中国中车	1766.HK	中性	6.7	7.1	6.7%	32,354	10.5	8.9	1.1	1.0	14.8	11.5	0.8	0.6	7.6%	9.0%	19.2%	12.0%	净现金	
中国通号	3969.HK	中性	5.5	6.2	13.4%	6,103	7.7	6.9	1.4	1.3	12.0	10.7	0.7	0.6	12.1%	12.6%	17.0%	16.2%	净现金	
时代电气	3898.HK	中性	39.3	37.6	-4.2%	5,878	12.4	11.7	2.0	1.8	15.5	14.2	1.8	1.6	13.2%	12.7%	8.8%	8.1%	净现金	
铁建装备	1786.HK	中性	1.9	2.4	27.6%	358	4.2	3.6	0.4	0.4	15.7	12.3	0.7	0.5	2.8%	3.5%	23.4%	15.8%	净现金	
行业平均						9,024	7.8	6.9	1.1	1.0	12.6	10.6	0.8	0.7	9.6%	10.3%	17.6%	14.0%	n.a.	
工程机械																				
中联重科	1157.HK	买入	4.6	6.4	40.7%	5,601	17.4	16.3	0.8	0.8	15.3	11.9	0.7	0.5	5.3%	6.7%	23.4%	8.1%	69.5%	
中国龙工	3339.HK	买入	2.4	3.4	42.2%	1,292	5.7	4.6	1.1	1.0	7.8	5.9	0.4	0.3	13.9%	16.8%	19.9%	11.9%	17.7%	
行业平均						3,447	11.6	10.4	0.9	0.9	11.5	8.9	0.5	0.4	9.6%	11.7%	21.6%	10.0%	43.6%	
矿山及港口设备																				
三一国际	0631.HK	买入	3.3	4.9	46.8%	1,314	11.2	7.2	1.6	1.4	17.4	11.9	0.4	0.3	9.4%	12.1%	40.4%	41.1%	净现金	
钢铁																				
鞍钢股份	0347.HK	中性	4.9	5.9	22.5%	5,212	3.7	4.8	0.6	0.5	3.9	5.6	-0.3	-0.5	15.2%	9.7%	(11.6%)	(9.1%)	32.5%	
马鞍山钢铁	0323.HK	中性	3.4	3.4	0.0%	3,667	3.4	4.9	0.8	0.8	3.9	6.5	-0.2	-0.3	21.1%	12.5%	(22.6%)	(14.9%)	14.8%	
行业平均						4,440	3.6	4.9	0.7	0.7	3.9	6.1	-0.3	-0.4	18.1%	11.1%	-17.1%	-12.0%	23.7%	
水泥																				
海螺水泥	0914.HK	中性	45.6	49.0	7.6%	30,614	5.2	4.7	1.8	1.5	7.1	7.0	-7.5	-7.4	26.4%	22.5%	(0.9%)	4.4%	0.3%	
中国建材	3323.HK	中性	6.4	6.6	3.0%	6,888	4.6	5.2	0.7	0.6	5.9	5.5	1.4	1.3	10.3%	10.0%	4.2%	(5.8%)	130.6%	
行业平均						18,751	4.9	4.9	1.2	1.1	6.5	6.3	-3.0	-3.1	18.4%	16.3%	1.6%	-0.7%	65.5%	
航空																				
中国国航	0753.HK	买入	7.7	10.9	42.1%	17,316	9.8	8.1	1.0	0.9	12.5	8.1	0.4	0.2	7.9%	11.0%	34.2%	15.9%	35.8%	
中国东方航空	0670.HK	买入	4.7	6.9	47.4%	11,622	9.4	6.9	1.0	0.9	22.0	6.7	0.2	0.1	4.7%	13.3%	114.8%	26.1%	88.4%	
行业平均						14,469	9.6	7.5	1.0	0.9	17.3	7.4	0.3	0.1	6.3%	12.2%	74.5%	21.0%	62.1%	

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测, 基于2019年5月15日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,097	7,029	8,032	9,148	10,555
现金	814	1,070	1,785	2,547	3,498
应收款及票据	1,825	2,626	2,687	2,658	2,629
其他应收	268	634	581	741	933
存货	1,246	1,534	1,815	2,038	2,332
其他	943	1,164	1,164	1,164	1,164
非流动资产	6,102	5,896	5,562	5,333	5,126
固定资产	2,585	2,463	2,191	2,017	1,857
无形资产	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
递延所得税资产	436	391	391	391	391
贸易应收款	47	90	90	90	90
其他	1,905	1,823	1,761	1,706	1,659
资产总计	11,199	12,925	13,594	14,481	15,682
流动负债	2,919	5,169	4,953	4,832	4,724
短期借款	0	1,400	1,253	1,127	1,014
应付账款	2,511	3,243	3,243	3,243	3,243
应付税金	297	268	268	268	268
其他	111	259	189	194	199
长期负债	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
政府补助金	1,455	1,298	1,298	1,298	1,298
递延所得税负债	34	16	16	16	16
负债合计	4,837	6,483	6,267	6,145	6,037
股本	302	302	302	302	302
资本公积金	6,001	6,128	6,828	7,747	8,956
拟派发股息	0	0	180	264	355
少数股东权益	58	12	16	23	31
母公司所有者权益	6,304	6,431	7,310	8,313	9,613
负债及权益合计	11,199	12,925	13,594	14,481	15,682

现金流量表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动	607	280	670	895	1,162
税前利润	315	726	1,264	1,699	2,246
财务费用	-32	9	0	-7	-17
投资存款之收益	0	0	0	0	0
折旧	212	205	189	174	160
其他	1	0	0	0	0
运营资本变更	131	-537	-404	-461	-553
已付中国税项	-20	-123	-379	-510	-674
投资活动	-888	-536	202	191	184
已收利息	22	9	18	26	35
其他	-910	-545	184	166	149
融资活动	266	512	-158	-324	-396
发行可转换优先股	0	0	0	0	0
银行贷款增加值	429	530	-140	-126	-113
已付利息	0	-18	-18	-18	-18
现金及现金等价物	-15	257	714	762	951
年初现金及现金等价物变化	833	814	1,070	1,785	2,547
汇率变动影响	-4	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	814	1,070	1,785	2,547	3,498

利润表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	2,481	4,417	7,260	9,263	11,659
销售及服务成本	-1,744	-3,119	-5,190	-6,615	-8,318
毛利	738	1,298	2,070	2,648	3,341
其他收入及净收益	339	301	254	244	237
销售费用	-299	-329	-362	-399	-439
一般及管理费用	-342	-492	-647	-743	-842
经营收益	436	777	1,315	1,750	2,297
其他开支	-118	-33	-33	-33	-33
财务费用净额	-3	-18	-18	-18	-18
税前利润	315	726	1,264	1,699	2,246
所得税费用	-84	-123	-379	-510	-674
本年度利润	231	603	885	1,189	1,572
本年度利润归属于:					
本公司股东	229	600	880	1,183	1,564
非控股股东	2	3	5	6	9
本年度利润	231	603	885	1,189	1,572
每股基本净利润(元)	0.08	0.20	0.29	0.39	0.51
每股摊薄净利润(元)	0.07	0.17	0.25	0.33	0.44

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	34.7%	78.0%	64.4%	27.6%	25.9%
营业利润	-342.4%	78.5%	69.2%	33.1%	31.3%
净利润	-135.6%	161.6%	46.6%	34.4%	32.2%
获利能力					
毛利率	29.7%	29.4%	28.5%	28.6%	28.7%
净利率	9.2%	13.6%	12.1%	12.8%	13.4%
ROE	3.6%	9.4%	12.1%	14.3%	16.3%
ROA	2.1%	4.7%	6.5%	8.2%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	50.2%	46.1%	42.4%	38.5%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.75	1.36	1.62	1.89	2.23
速动比率	1.32	1.06	1.26	1.47	1.74
营运能力					
资产周转率	0.22	0.34	0.53	0.64	0.74
存货周转率	1.40	2.03	2.86	3.25	3.57
应收账款周转率	1.33	1.63	2.61	3.37	4.29
应付账款及票据周转率	0.99	1.36	2.24	2.86	3.60
每股资料(元)					
每股收益	0.07	0.17	0.25	0.33	0.44
每股经营现金	0.20	0.09	0.22	0.29	0.38
每股净资产	2.09	2.12	2.41	2.74	3.17
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.09	0.12
估值比率					
P/E	40.38	16.88	11.52	8.57	6.48
P/B	1.35	1.33	1.17	1.03	0.89

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