招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

三一重工 - A（600031 CH）

掘挖机销售增长加快，上调盈利预测及目标价

重申买入。9 月份挖掘机销售增长加快，再次加强了我们对行业上升周期的正面看法。我们认为三一重工的强大研发能力及管理层卓越的执行能力，有助其继续提升市占率。我们上调三一重工 2020-22 年度盈利预测 5-6%，主要由于更高的销售量假设。我们把估值基础推至 2021 年，基于 17 倍目标市盈率，对应 2021 年度预测盈利增长 17%，把目标价从 26.4 元人民币上调至 34.6 元。

- **9 月份挖掘机行业销量增长加快。**根据中国工程机械工业协会最新数字，中国挖掘机行业销量于 9 月份同比增长 65%至 2.6 万台，是 5 月份以来最高增速。9 月份大型／中型挖掘机销售同比增长 53%/106%，反映基建及房地产建筑对挖掘机的需求殷切。今年 1-9 月份累计，掘挖机销量同比增长 32%。
- **上调行业销售预测。**根据**恒立液压 (601100 CH，买入)** 最新的液压油缸排产量 (参阅我们近期相关报告)，我们预料今年四季度挖掘机需求增长强劲而且确定性高。我们上调挖掘机行业 2020/21 年度销量预测 13%/10%，预期同比增长 35%/3%，主要增长动力包括建筑工程活动旺盛、人力替代趋势持续，以及环保政策趋严。
- **三一重工增长继续超越行业。**公司 9 月份挖掘机销量同比大增 85%，高于行业的 65%。三一重工为国内少数能持续提升市占率的生产商，其 9 月份市占率达到 28.5%，今年 1-9 月份累计达到 26.3%。我们认为进口替代及出口市场是三一重工之两大结构性增长动力。
- **三季度业绩前预测：**三一重工将于 10 月 29 日公布三季度业绩，我们估计净利润同比增长 60%，主要由收入增长(+44%)以及经营杠杆所拉动。
- **主要风险：** (1) 疫情影响海外业务；(2) 建筑工程减慢；(3)扩展融资业务风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	55,822	75,666	94,682	103,771	109,855
同比增长 (%)	46	36	25	10	6
净收入 (百万元人民币)	6,116	11,207	14,773	17,225	18,417
每股盈利 (元人民币)	0.79	1.36	1.75	2.04	2.18
每股盈利变动 (%)	189.6	71.4	28.8	16.6	6.9
市场预测每股盈利 (人民币)	不适用	不适用	1.72	1.95	2.14
EV / EBITDA (x)	25.6	16.2	12.8	11.1	10.5
市盈率 (倍)	34.5	20.1	15.6	13.4	12.5
市帐率 (倍)	6.8	5.2	4.1	3.4	2.8
股息率 (%)	1.0	1.6	2.0	2.3	2.5
权益收益率 (%)	21.5	29.5	29.5	27.8	24.6
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB34.60
(此前目标价	RMB26.40)
潜在升幅	+27%
当前股价	RMB27.29

中国工程机械及设备行业

冯键嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	231,302
3 月平均流通量 (百万人民币)	1,762
52 周内股价高/低 (人民币)	28.34/13.21
总股本 (百万)	8,435

数据源：彭博

股东结构

三一集团	29.9%
香港中央结算	9.6%
梁稳根	3.4%
其他	57.1%

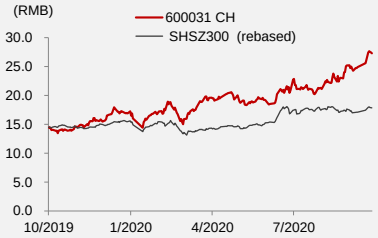
数据源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.3%	7.1%
3-月	30.9%	24.1%
6-月	39.2%	11.6%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：瑞华会计师事务所

财务报表

损益表

截至 12 月 31 日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	**55,822**	**75,666**	**94,682**	**103,771**	**109,855**
销售成本	(38,728)	(50,932)	(64,436)	(69,549)	(73,737)
毛利	**17,094**	**24,733**	**30,246**	**34,221**	**36,118**
税金及附加	(326)	(371)	(379)	(311)	(330)
销售费用	(4,447)	(5,488)	(5,965)	(6,330)	(6,701)
管理费用	(3,800)	(5,696)	(6,912)	(7,264)	(7,580)
公平值变动	(362)	290	300	0	0
资产减值	(1,095)	(1,259)	(1,326)	(1,557)	(1,648)
EBIT	**7,063**	**12,209**	**15,965**	**18,759**	**19,860**
净财务收入/(支出)	(136)	46	331	660	1,074
财务收入	344	505	892	1,343	1,756
财务支出	(479)	(458)	(561)	(683)	(681)
其他收益	495	1,059	1,150	1,000	900
联营企业和合营企业投资收	128	140	123	162	171
税前盈利	**7,550**	**13,454**	**17,569**	**20,582**	**22,006**
所得税费用	(1,247)	(1,960)	(2,495)	(3,005)	(3,213)
税后盈利	**6,303**	**11,494**	**15,074**	**17,577**	**18,793**
少数股东	(187)	(288)	(301)	(352)	(376)
净利润	**6,116**	**11,207**	**14,773**	**17,225**	**18,417**
折旧和摊销	1,932	2,020	2,065	2,097	2,127
EBITDA	**8,995**	**14,230**	**18,030**	**20,857**	**21,987**

现金流

截至 12 月 31 日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	7,550	13,454	17,569	20,582	22,006
融资成本	388	120	561	683	681
利息收入	(344)	(505)	(892)	(1,343)	(1,756)
联营及合资公司利润	(128)	(140)	(123)	(162)	(171)
公平值变动	(276)	(673)	0	0	0
资产拨备	(8)	249	0	0	0
折旧和摊销	1,932	2,020	2,065	2,097	2,127
已付所得税	(1,247)	(1,960)	(2,495)	(3,005)	(3,213)
营运资金变动	1,788	531	(2,936)	(4,130)	(1,594)
其他	870	167	0	0	0
经营活动所得现金净额	**10,527**	**13,265**	**13,750**	**14,722**	**18,080**
购买物业、厂房及设备净投资	(1,003)	(2,157)	(1,500)	(3,000)	(3,000)
联营企业和合营企业投资	(648)	(11)	(50)	(50)	0
子公司投资	311	153	(3,380)	0	0
已收股息	13	14	12	16	0
已收利息	344	505	892	1,343	1,756
其他	(9,781)	(10,485)	(70)	0	0
投资活动所用现金净额	**(10,765)**	**(11,981)**	**(4,096)**	**(1,690)**	**(1,244)**
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	1,584	1,756	7,000	(200)	100
已付股息	(1,233)	(2,165)	(3,516)	(4,653)	(5,426)
已付利息	(479)	(458)	(561)	(683)	(681)
其他	955	(283)	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	**827**	**(1,151)**	**2,924**	**(5,536)**	**(6,007)**
现金及等同现金（减少）增加净	589	134	12,577	7,495	10,828
年初之现金及等同现金项目	4,104	11,985	13,527	26,104	33,599
汇兑及其他	7,293	1,408	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	11,985	13,527	26,104	33,599	44,428

资产负债表

截至 12 月 31 日 (百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	**21,879**	**22,041**	**24,590**	**27,522**	**29,341**
物业、厂房及设备	11,867	10,615	13,792	15,059	16,296
联营及合资公司	2,328	2,985	3,146	3,342	3,513
商誉	51	49	49	49	49
应收账	366	1,286	789	2,622	3,397
无型资产	3,880	3,339	3,048	2,683	2,319
投资	1,121	0	0	0	0
其他	1,115	2,656	2,656	2,656	2,656
递延税项资产	1,152	1,109	1,109	1,109	1,109
流动资产	**51,896**	**68,500**	**92,292**	**98,140**	**116,067**
存货	11,595	14,252	17,525	17,155	19,209
应收账	20,802	21,793	30,088	27,910	33,489
其他应收账	1,704	3,030	2,676	3,578	3,043
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
银行结余及现金	11,985	13,527	26,104	33,599	44,428
流动负债	**33,935**	**42,149**	**49,930**	**46,087**	**52,466**
应付账及其他应付款项	17,191	20,295	28,076	24,133	30,412
银行借款	8,336	10,771	10,771	10,871	10,971
税项负债	524	1,490	1,490	1,490	1,490
其他	3,567	4,162	4,162	4,162	4,162
非流动负债	**7,337**	**2,866**	**9,866**	**9,566**	**9,566**
银行借款	5,974	1,303	8,303	8,003	8,003
递延税项**负债**	650	714	714	714	714
其他	471	728	728	728	728
资本及储备	**32,502**	**45,527**	**57,085**	**70,009**	**83,375**
股东权益	31,485	44,421	55,678	68,250	81,241
非控股权益	1,017	1,106	1,407	1,759	2,135

主要比率

截至 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售占比 (%)					
混凝土机械	30%	31%	29%	30%	30%
挖掘机械	34%	37%	40%	39%	38%
起重机械	17%	18%	18%	18%	18%
桩工机械	8%	6%	6%	6%	6%
路面机械	4%	3%	3%	3%	3%
其他	4%	3%	3%	3%	3%
其他业务	3%	2%	2%	2%	2%
总数	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.6	32.7	31.9	33.0	32.9
息税前利润率	12.7	16.1	16.9	18.1	18.1
净利润率	11.3	15.2	15.9	16.9	17.1
增长率(%)					
收入	45.6	35.5	25.1	9.6	5.9
毛利	48.3	44.7	22.3	13.1	5.5
息税前利润	n/a	72.9	30.8	17.5	5.9
净利润	192.3	83.2	31.8	16.6	6.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.8	2.1	2.2
平均应收账款周转天数	133	107	104	108	112
平均存货周转天数	91	93	90	91	90
平均应付帐款周转天数	133	134	137	137	135
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	9.3	13.6	14.2	14.2	13.6
资本回报率	21.5	29.5	29.5	27.8	24.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.79	1.36	1.75	2.04	2.18
每股账面值(人民币)	4.04	5.27	6.58	8.07	9.60
每股股息(人民币)	0.28	0.43	0.55	0.64	0.69

数据源：公司及招银国际证券预测

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之分析员，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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际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
招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人
本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。