

三一重装国际 (631 HK)

股价弱势提供买入时机; 三季度业绩是催化剂

- ❖ **买入机会。**三一国际股价自月初以来下跌 20%，相对恒指下跌 8% 为弱，我们相信主要是受投资情绪影响而非基本面恶化。我们预期公司三季度营运仍然强劲，收入增长可达 80%，预期下周五(10月26日)公布的季度业绩将成为股价上升的催化剂。此外，三一国际的在手订单保持稳健。我们看好公司 2019 年的增长，主要由于置换需求强劲以及公司持续推出新产品。现时三一国际股价仅相当于 8x 2018 年市盈率，我们认为并未反映 2019 年约 28% 的净利润增长，我们因此重申买入评级，目标价 4.17 港元维持不变(基于 1.7 倍 2018 年 PB，对应 2019-2020 年 12-13% ROE)。
- ❖ **订单稳健支持增长。**我们了解到公司最新的煤机(包括掘进机和综合采煤机械)在手订单金额达 9.5 亿元人民币; 大型港口机械方面，在手订单约 6 亿元人民币。
- ❖ **三季度增长动力持续。**我们推算公司三季度收入增长达 80%(上半年为 83%)，尽管我们预期三季度毛利率会较上半年的 32.3% 有所下降，但主要是源于产品结构的变化: 毛利率约 25% 的综合采煤机械收入增长高于毛利率 >40% 的掘进机收入。我们因此相信三一的总体定价能力仍然强劲。
- ❖ **新产品推出进度理想。**三一国际的其中一款新产品纯水液压支架(将液压缸中的乳化剂替换为纯水以实现环保绿色开采)预期今年对神华的销售额将近 1 亿元人民币，公司预期未来数年的市场空间将达到每年 10 亿元人民币，因此该新产品将成为三一国际的主要增长动力。
- ❖ **风险因素:** (1) 煤炭开采业活动下降; (2) 原材料及零部件价格上升; (3) 贸易战升级

财务资料

| (YE Dec 31) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万元人民币) | 1,842 | 2,481 | 4,589 | 5,790 | 6,391 |
| 净利润(百万元人民币) | -644 | 229 | 658 | 839 | 941 |
| EPS(元人民币) | (0.21) | 0.08 | 0.22 | 0.28 | 0.31 |
| EPS变动(%) | n/a | n/a | 186.6 | 27.5 | 12.3 |
| EV/EBITDA(x) | n/a | 9.7 | 4.7 | 3.8 | 3.4 |
| 市盈率(x) | n/a | 23.7 | 8.4 | 6.6 | 5.8 |
| 市帐率(x) | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 股息率(%) | 0.0 | 10.1 | 3.6 | 4.6 | 5.1 |
| 权益收益率(%) | -10.1 | 3.7 | 10.3 | 12.5 | 12.7 |
| 净财务杠杆(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

数据来源: 公司, 招银国际研究预测

买入(维持)

| | |
|--------|-----------|
| 目标价 | HK\$4.17 |
| (前目标价) | HK\$4.17) |
| 潜在升幅 | +99% |
| 当前股价 | HK\$2.10 |

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

| | |
|---------------|-----------|
| 市值(百万港元) | 6,386 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 13 |
| 52周内股价高/低(港元) | 3.04/0.97 |
| 总股本(百万)* | 3,041 |

*如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券，将令三一国际增发约 4.8 亿新股。
数据来源: 港交所, 彭博

股东结构

| | |
|-------------|--------|
| 三一重装投资有限公司# | 70.19% |
| 自由流通 | 29.81% |

#如三一重装投资有限公司转换手上的可换股优先证券，其持股比例将为 74.25%
数据来源: 港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -23.4% | -16.6% |
| 3-月 | -25.0% | -14.2% |
| 6-月 | -16.0% | -0.6% |

数据来源: 彭博

股价表现



数据来源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.sanyhe.com

利潤表

| 年結:12月31日(百万人民币) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收益 | | | | | |
| 能源装备 | 728 | 1,202 | 2,595 | 3,543 | 3,883 |
| 港口机械 | 1,114 | 1,279 | 1,993 | 2,247 | 2,508 |
| 总收益 | 1,842 | 2,481 | 4,589 | 5,790 | 6,391 |
| 销售成本 | (1,566) | (1,744) | (3,074) | (3,879) | (4,282) |
| 毛利 | 276 | 738 | 1,514 | 1,911 | 2,109 |
| 其他收入 | 168 | 304 | 413 | 515 | 562 |
| 其他收益及亏损净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 分销与销售开支 | (321) | (299) | (505) | (637) | (703) |
| 行政开支 | (314) | (342) | (459) | (550) | (575) |
| 研发费用 | (526) | (118) | (115) | (145) | (160) |
| 息税前收益 | (718) | 282 | 849 | 1,094 | 1,233 |
| 净财务收入/(费用) | 10 | 32 | 33 | 30 | 29 |
| 利息收入 | 12 | 35 | 36 | 33 | 34 |
| 融资成本 | (2) | (3) | (3) | (3) | (4) |
| 联营及合资公司利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前溢利 | (708) | 315 | 882 | 1,125 | 1,263 |
| 所得税开支 | 50 | (84) | (221) | (281) | (316) |
| 税后溢利 | (658) | 231 | 662 | 844 | 947 |
| 非控股权益 | 14 | (2) | (4) | (5) | (6) |
| 净利润 | (644) | 229 | 658 | 839 | 941 |
| 折旧及摊销 | 199 | 249 | 247 | 263 | 279 |
| EBITDA | (519) | 531 | 1,096 | 1,358 | 1,513 |

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

| 年結:12月31日(百万人民币) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 2,757 | 2,585 | 2,553 | 2,505 | 2,441 |
| 预付租赁款项 | 679 | 562 | 546 | 531 | 515 |
| 联营及合资公司 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 可供出售投资 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延税项资产 | 477 | 436 | 436 | 436 | 436 |
| 定期存款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 5,893 | 6,102 | 6,054 | 5,991 | 5,912 |
| 流动资产 | | | | | |
| 预付租赁款项 | 311 | 268 | 268 | 268 | 268 |
| 存货 | 915 | 1,246 | 1,870 | 2,062 | 2,278 |
| 应收账款及其他应收款项 | 1,557 | 1,560 | 2,463 | 2,930 | 3,128 |
| 应收票据 | 213 | 266 | 564 | 483 | 708 |
| 已抵押银行存款 | 27 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 银行结余及现金 | 833 | 814 | 538 | 610 | 578 |
| | 4,246 | 5,097 | 6,647 | 7,296 | 7,903 |
| 总资产 | 10,139 | 11,199 | 12,701 | 13,287 | 13,815 |
| 流动负债 | | | | | |
| 应付账及其他应付款项 | 956 | 1,193 | 2,581 | 2,521 | 2,782 |
| 应付票据 | 944 | 1,318 | 1,318 | 1,318 | 1,318 |
| 借贷 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税项负债 | 290 | 297 | 297 | 297 | 297 |
| 其他 | 9 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| | 2,268 | 2,919 | 4,307 | 4,247 | 4,508 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 借贷 | 161 | 429 | 429 | 429 | 0 |
| 递延税项负债 | 20 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| | 1,736 | 1,918 | 1,918 | 1,918 | 1,489 |
| 资本及储备 | | | | | |
| 股东权益 | 6,077 | 6,304 | 6,414 | 7,055 | 7,745 |
| 非控股权益 | 57 | 58 | 62 | 67 | 73 |
| 权益总额 | 6,134 | 6,362 | 6,476 | 7,123 | 7,818 |
| 权益及负债 | 10,139 | 11,199 | 12,701 | 13,287 | 13,815 |

来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 除税前溢利 | (708) | 315 | 882 | 1,125 | 1,263 |
| 融资成本 | 2 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 利息收入 | (12) | (35) | (36) | (33) | (34) |
| 联营及合资公司利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损 | 522 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 滞销及过时存货拨备 | 320 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 撤销应收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 出售物业、厂房及设备亏损 | (2) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧及摊销 | 199 | 249 | 247 | 263 | 279 |
| 已付所得税 | (12) | (20) | (221) | (281) | (316) |
| 营运资金变动 | 1,161 | 276 | (438) | (638) | (378) |
| 其他 | (144) | (214) | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动所得现金净额 | 1,327 | 607 | 438 | 439 | 819 |
| 购买物业、厂房及设备净投资 | (153) | (249) | (200) | (200) | (200) |
| 已收利息 | 6 | 22 | 36 | 33 | 34 |
| 其他 | (270) | (661) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动所用现金净额 | (532) | (888) | (164) | (167) | (166) |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净银行贷款 | (473) | 266 | 0 | 0 | (429) |
| 已付股息 | 0 | 0 | (547) | (197) | (252) |
| 已付利息 | (1) | 0 | (3) | (3) | (4) |
| 其他 | (13) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动所得(所用)现金净额 | (487) | 266 | (550) | (200) | (685) |
| 现金及等同现金(减少)增加净额 | 308 | (15) | (276) | 72 | (32) |
| 年初之现金及等同现金项目 | 523 | 833 | 814 | 538 | 610 |
| 汇兑及其他 | 2 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 年底之现金及等同现金项目 | 833 | 814 | 538 | 610 | 578 |

来源:公司资料,招银国际预测

| 主要比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 销售组合(%) | | | | | |
| 能源装备 | 40% | 48% | 57% | 61% | 61% |
| 港口机械 | 60% | 52% | 43% | 39% | 39% |
| 合共 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 盈利能力比率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 15% | 30% | 33% | 33% | 33% |
| EBITDA 利润率 | -28% | 21% | 24% | 23% | 24% |
| 息税前利润率 | -39% | 11% | 19% | 19% | 19% |
| 净利润率 | -36% | 9% | 14% | 15% | 15% |
| 增长率(%) | | | | | |
| 收入 | -16% | 35% | 85% | 26% | 10% |
| 毛利 | -56% | 167% | 105% | 26% | 10% |
| EBITDA | n/a | n/a | 106% | 24% | 11% |
| 息税前利润 | n/a | n/a | 201% | 29% | 13% |
| 净利润 | n/a | n/a | 187% | 28% | 12% |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率(x) | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.7 | 1.8 |
| 平均应收账款周转天数 | 453 | 229 | 160 | 170 | 173 |
| 平均存货周转天数 | 244 | 226 | 185 | 185 | 185 |
| 平均应付帐款周转天数 | 210 | 225 | 224 | 240 | 226 |
| 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 | -6% | 2% | 6% | 6% | 7% |
| 资本回报率 | -10% | 4% | 10% | 12% | 13% |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | (0.21) | 0.08 | 0.22 | 0.28 | 0.310 |
| 每股账面值(人民币) | 2.00 | 2.07 | 2.11 | 2.32 | 2.55 |
| 每股股息(人民币) | 0.00 | 0.18 | 0.06 | 0.08 | 0.093 |

来源:公司资料,招银国际预测

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。