

三一重装国际 (631 HK)

珠海实地调研印证正面观点

概要。我们于本周较早时候到三一海工的珠海生产基地调研，该公司为三一国际的全资子公司，专注于生产大型港口机械。主要亮点：（1）港口设备自动化属长期趋势，而三一国际的自动化场桥订单正迅速增长；（2）2019年和2020上半年港口设备的订单预见性高；（3）管理层有信心在今年实现稳定毛利率；（4）美国新征收的进口关税对三一国际影响有限。我们相信三一国际正抓住行业转型的机遇，我们将2019/20/21年盈利预测上调4%/4%/5%，目标价由4.45港元（1.7倍2019年预测市帐率）上调至4.72港元（基于1.8倍2019年预测市帐率，对应2019-20年13-15%预测净资产收益率）。重申买入。

- **自动化场桥的增长潜力。**根据三一国际，全球场桥的保有量约为三万台（中国：一万辆；海外：两万辆）。三一国际预计每年的更新替换需求约两千台。码头自动化大趋势将为三一国际提供巨大的增长潜力。
- **订单强劲。**年初至今，三一国际获得26台电自动化场桥订单，金额为人民币3.84亿元（均价：1,480万元/台），而2018年全年的订单则为17辆。据我们了解客户为招商局港口（144 HK，未评级），该公司目前正对其轮胎式场桥进行升级以降低人工成本。三一国际认为，新产品有助客户显著提高集装箱搬运效率。26台自动化场桥将于2019和2020年初交付。公司有信心今年取得更多订单。
- **2019年港口机械交付订单已爆满。**管理层表示2019年公司大型港口机械的订单已排满（约人民币12亿元）。本月开始的新接订单将在2020年起交付。三一国际目标在2019年5月至2020年4月期间再添人民币20-25亿元订单。
- **2019年毛利率可保持稳定。**管理层有信心今年各业务的分部毛利率均上升（2018年为29.4%）。当中毛利率较低但增长较快的综采业务于今年一季度录得25.6%的毛利率（高于2018年全年的14.7%）。管理层相信公司的整体毛利率在产品组合变化下仍将保持稳定（综采及大型港口机械收入增长较快）。
- **美国新增关税对三一影响非常有限。**由于三一国际于中国生产并整机出口至美国的客户，因此美国的新关税政策将对公司构成影响。然而，美国收入于2018年仅数千万人民币，预期今年高于一亿元人民币，相对公司总收入占比很少（我们预测为今年总收入达68亿元）。而且，三一国际未来可以把部份的生产环节转移至美国以减少关税带来的影响（三一集团于美国拥有生产基地）。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	2,481	4,417	6,832	8,087	9,011
同比增长(%)	34.7	78.0	54.7	18.4	11.4
净收入(百万元人民币)	229	600	877	1,075	1,202
每股盈利(元人民币)	0.08	0.20	0.28	0.35	0.39
同比增长(%)	n/a	161.6	44.3	21.8	11.8
EV/EBITDA(x)	15.8	8.9	6.2	5.1	4.6
市盈率(倍)	37.5	14.5	10.1	8.3	7.4
市帐率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	6.4	3.5	3.0	3.6	4.1
权益收益率(%)	3.7	9.4	13.1	14.5	14.6
不良贷款率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$4.72
(此前目标价)	HK\$4.52)
当前股价	HK\$3.33
潜在升幅	+42%

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	10,317
3月平均流通量(百万港元)	32
52周内股价高/低(港元)	4.12/2.06
总股本(百万)	3,098.3

资料来源：彭博

股东结构

三一重装投资有限公司#	67.7%
自由流通	32.3%

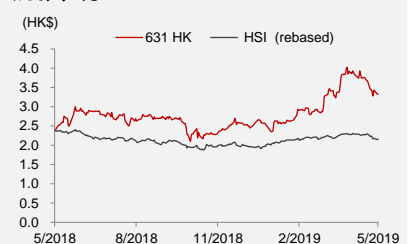
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.1%	-9.7%
3-月	+14.4%	+15.7%
6-月	+44.8%	+32.1%
12-月	+39.9%	+56.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收益					
能源装备	1,202	2,561	4,230	4,928	5,260
港口机械	1,279	1,856	2,603	3,159	3,751
总收益	2,481	4,417	6,832	8,087	9,011
销售成本	(1,744)	(3,119)	(4,856)	(5,747)	(6,407)
毛利	738	1,298	1,976	2,341	2,603
其他收入	304	242	355	380	396
其他收益及亏损净额	0	35	0	0	0
分销与销售开支	(299)	(329)	(499)	(582)	(649)
行政开支	(342)	(492)	(738)	(793)	(847)
研发费用	(118)	(33)	(48)	(57)	(63)
息税前收益	282	720	1,047	1,289	1,441
净财务收入/(费用)	32	6	15	13	14
利息收入	35	24	48	51	52
融资成本	(3)	(18)	(33)	(38)	(38)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	315	726	1,062	1,302	1,455
所得税开支	(84)	(123)	(181)	(221)	(247)
税后溢利	231	603	882	1,081	1,208
非控股权益	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
净利润	229	600	877	1,075	1,202
核心利润	173	409	727	925	1,052
折旧及摊销	249	224	310	350	390
EBITDA	531	944	1,357	1,639	1,830

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除税前溢利	315	726	1,062	1,302	1,455
融资成本	3	18	33	38	38
利息收入	(35)	(24)	(48)	(51)	(52)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	249	224	310	350	390
已付所得税	(20)	(137)	(181)	(221)	(247)
营运资金变动	276	(251)	(671)	(679)	(607)
其他	(181)	(275)	0	0	0
经营活动所得现金净额	607	280	505	739	976
购买物业、厂房及设备净投资	(249)	(201)	(400)	(500)	(500)
已收利息	22	24	48	51	52
其他	(661)	(359)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(888)	(536)	(352)	(449)	(448)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	266	968	500	0	0
已付股息	0	(440)	(304)	(263)	(323)
已付利息	0	(17)	(33)	(38)	(38)
其他	0	0	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净	266	512	163	(301)	(361)
现金及等同现金(减少)增加	(15)	257	316	(12)	168
年初之现金及等同现金项目	833	814	1,070	1,386	1,374
汇兑及其他	(4)	(1)	0	(0)	0
年底之现金及等同现金项目	814	1,070	1,386	1,374	1,542

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	6,102	5,896	5,986	6,137	6,247
物业、厂房及设备	2,585	2,463	2,567	2,732	2,856
预付租赁款项	562	1,678	1,664	1,650	1,636
商誉	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
预付款	1,333	145	145	145	145
其他	57	90	90	90	90
递延税项资产	436	391	391	391	391
流动资产	5,097	7,029	9,059	9,605	11,040
预付租赁款项	268	634	634	634	634
存货	1,246	1,534	2,324	2,494	2,948
应收账款及其他应收款项	1,560	2,127	2,852	3,130	3,782
应收票据	266	499	699	808	970
可供出售投资	682	0	0	0	0
其他	246	1,130	1,130	1,130	1,130
已抵押银行存款	15	34	34	34	34
银行结余及现金	814	1,070	1,386	1,374	1,542
流动负债	2,919	5,169	6,713	6,591	7,252
应付账及其他应付款项	1,193	1,820	2,863	2,742	3,402
应付票据	1,318	1,423	1,423	1,423	1,423
借贷	0	1,400	1,900	1,900	1,900
税项负债	297	268	268	268	268
政府补贴	97	91	91	91	91
其他	14	168	168	168	168
非流动负债	1,918	1,313	1,313	1,313	1,313
借贷	429	0	0	0	0
递延税项负债	34	16	16	16	16
政府补贴	1,455	1,298	1,298	1,298	1,298
资本及储备	6,362	6,442	7,019	7,837	8,722
股东权益	6,304	6,431	7,004	7,816	8,695
非控股权益	58	12	16	21	27

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
能源装备	48%	58%	62%	61%	58%
港口机械	52%	42%	38%	39%	42%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30%	29%	29%	29%	29%
EBITDA 利润率	21%	21%	20%	20%	20%
息税前利润率	11%	16%	15%	16%	16%
净利润率	9%	14%	13%	13%	13%
增长率 (%)					
收入	35%	78%	55%	18%	11%
毛利	167%	76%	52%	18%	11%
EBITDA	n/a	78%	44%	21%	12%
息税前利润	n/a	155%	45%	23%	12%
净利润	n/a	162%	46%	23%	12%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.7	1.4	1.3	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	229	152	133	135	140
平均存货周转天数	226	163	145	153	155
平均应付帐款周转天数	225	176	176	178	175
净负债/总权益比率 (%)	Net	Net	Net	Net	Net
回报率 (%)					
资产回报率	2%	5%	6%	7%	7%
资本回报率	4%	9%	13%	15%	15%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.08	0.20	0.28	0.347	0.388
每股账面值(人民币)	2.07	2.11	2.26	2.52	2.81
每股股息(人民币)	0.18	0.10	0.09	0.104	0.116

资料来源: 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风险。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士。