

## 買入

2021年11月4日

### 業績穩中有升，各板塊在手訂單充足

- 業績穩中有升，國際化進程持續推進：**公司 2021 年前三季度（截至 2021 年 9 月 30 日止九個月）實現收入 75.41 億元，同比增長 37.0%；綜合毛利率為 24.0%，同期為 27.8%，下滑主要由於原材料價格和國際運費的上漲以及產品結構的持續變化；淨利潤 11.13 億元，同比增長 23.4%，符合預期。其中，21 年 Q3 實現收入 25.57 億元，同比增長 51.4%；淨利潤 2.84 億元，同比增長 7.9%，利潤增幅低於收入增幅，主要由於大型化智慧化的持續投入，研發費用同比增加了 77.9%。21 年前三季度，公司礦山裝備板塊實現收入 42.5 億元，同比增長 28%。公司核心產品掘進機收入同比增長 40%，綜采產品收入同比增長 24%，寬體車收入同比增長 23%，主要受益於採掘設備需求的持續旺盛。物流裝備板塊實現收入 25.8 億元，同比增長 31%。機器人業務實現收入 7.1 億元，同比增長超過 200%。公司 21 年前三季度海外收入大幅增長，實現收入 13.9 億元，同比增長 31%，國際化進程持續推進。
- 物流裝備業務大幅增長，各板塊在手訂單充足：**21 年前三季度公司物流裝備板塊收入同比大幅增長 31%，其中受益於航運市場的火爆，公司小港機收入同比增長 39%，正面吊收入同比增長 60%。我們預計國際航運市場的火爆仍將持續，與此同時，全球自動化碼頭建設的加速也將推動公司物流裝備板塊的持續增長，隨著公司燈塔工廠帶來產能的不斷釋放，公司港機的交付能力以及製造成本將持續得到優化。目前公司各板塊在手訂單充足，總額達到 56 億元。其中礦山裝備板塊在手訂單 20.4 億，物流裝備板塊在手訂單 21 億，機器人業務在手訂單 13.1 億，智慧礦山板塊在手訂單超過 5000 萬。無人駕駛進展順利，目前已有 13 台寬體車在礦區試運營，明年計畫還有 100 台實地落地。
- 目標價 12.81 港元，買入評級：**基於採掘設備的旺盛需求以及國際航運的火熱情況，公司礦山裝備板塊以及物流裝備板塊將得到持續推動。公司機器人業務以及智礦業務增長遠超預期，發展前景十分值得期待。我們給予 20 倍 PE 的估值中樞，對應目標價 12.81 港元，維持買入評級。

**鄒煒**

852-25321597

[wilson.zou@firstshanghai.com.hk](mailto:wilson.zou@firstshanghai.com.hk)
**陳曉霞**

852-25321956

[xx.chen@firstshanghai.com.hk](mailto:xx.chen@firstshanghai.com.hk)

### 主要資料

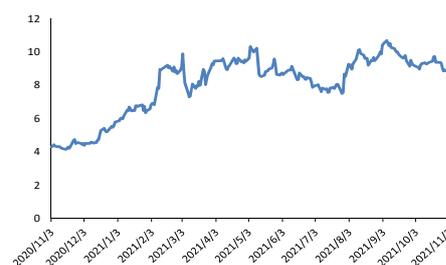
行業	機械製造
股價	8.28 港元
目標價	12.81 港元 (+54.7%)
股票代碼	631
已發行股本	31.53 億股
總市值	261.09 億港元
52 周高/低	10.80 港元/4.11 港元
每股淨資產	3.13 港元
主要股東	Sany Heavy Equipment Investments 66.55%

### 盈利摘要

截止12月31日	2019年实际	2020年实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测
营业额 (百万人民币)	5,656	7,364	9,971	12,611	15,822
变动 (%)	28.1	30.2	35.4	26.5	25.5
净利润 (百万人民币)	920	1,045	1,311	1,654	2,057
每股盈余 (人民币)	0.30	0.34	0.42	0.53	0.66
变动 (%)	51.3	12.5	25.4	26.1	24.4
市盈率@8.28港元 (倍)	23.0	20.5	16.3	12.9	10.4
市净率@8.28港元 (倍)	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0
每股股息 (人民币)	0.13	0.15	0.18	0.23	0.29
股息现价比率 (%)	1.5	1.8	2.2	2.8	3.5

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



資料來源：Bloomberg

## 主要財務報表

### 損益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,656.1	7,363.9	9,970.9	12,610.6	15,822.4
毛利	1,669.0	1,960.8	2,458.8	3,172.5	4,061.2
销售费用	(387.8)	(430.5)	(498.5)	(630.5)	(791.1)
管理费用	(642.7)	(706.9)	(827.6)	(1,008.8)	(1,265.8)
其他收入/开支	516.7	499.2	514.3	529.7	548.4
营业收入	1,155.2	1,322.6	1,647.0	2,062.8	2,552.7
财务开支	(85.5)	(132.3)	(153.8)	(179.6)	(210.6)
联营公司					
税前盈利	1,069.7	1,190.3	1,493.2	1,883.2	2,342.1
所得税	(147.8)	(138.7)	(174.0)	(219.5)	(273.0)
少数股东应占利润	2.2	6.4	8.0	10.1	12.6
净利润	919.7	1,045.1	1,311.1	1,653.6	2,056.5
折旧及摊销	249.5	249.0	225.3	233.2	240.7
EBITDA	1,404.7	1,571.6	1,872.2	2,296.1	2,793.4
EPS(基本)	0.30	0.34	0.42	0.53	0.66
增长					
总收入 (%)	28.1%	30.2%	35.4%	26.5%	25.5%
EBITDA (%)	45.0%	11.9%	19.1%	22.6%	21.7%
每股收益 (%)	51.3%	12.5%	25.4%	26.1%	24.4%

### 资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,103.2	941.5	1,626.7	2,633.9	3,897.8
应收账款	3,058.9	3,882.9	4,097.6	5,182.4	6,502.4
存货	1,438.3	1,820.8	2,913.3	3,660.2	4,561.1
其他流动资产	4,737.5	5,370.8	4,467.4	4,467.4	4,467.4
总流动资产	10,337.9	12,015.9	13,105.0	15,944.0	19,428.7
固定资产	2,413.2	2,591.5	2,885.8	3,023.7	3,153.3
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	2,795.4	2,856.8	3,201.9	3,164.0	3,127.0
总资产	15,546.4	17,464.2	19,192.7	22,131.7	25,709.1
应付帐款	3,366.7	4,810.1	5,762.7	7,240.2	9,022.3
短期银行贷款	2,512.3	2,145.1	2,574.1	3,089.0	3,706.8
其他短期负债	542.3	983.3	405.6	405.6	405.6
总流动负债	6,421.3	7,938.5	8,742.5	10,734.8	13,134.7
长期银行贷款	747.2	492.8	492.8	492.8	492.8
其他负债	1,232.4	1,174.0	1,121.1	1,121.1	1,121.1
总负债	8,400.9	9,605.3	10,356.3	12,348.6	14,748.5
少数股东权益	13.8	20.2	28.2	38.3	50.9
股东权益	7,131.8	7,838.7	8,808.2	9,744.8	10,909.7
每股净资产	2.32	2.53	2.77	3.08	3.46
营运资金	3,916.5	4,077.5	4,362.6	5,209.2	6,294.0

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率	29.5%	26.6%	24.7%	25.2%	25.7%
EBITDA 利率	24.8%	21.3%	18.8%	18.2%	17.7%
净利率	16.3%	14.2%	13.1%	13.1%	13.0%
ROE	13.5%	13.9%	15.9%	18.2%	20.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	18.2%	15.4%	13.3%	13.0%	13.0%
实际税率 (%)	13.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
派息率 (%)	42.4%	43.4%	43.4%	43.4%	43.4%
库存周转天数	147.7	141.6	141.6	141.6	141.6
应付账款天数	345.8	373.9	280.0	280.0	280.0
应收账款天数	221.7	217.7	150.0	150.0	150.0
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
收入/总资产	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
总资产/股本	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4
盈利对利息倍数	13.5	10.0	10.7	11.5	12.1

### 现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1,404.7	1,571.6	1,872.2	2,296.1	2,793.4
融资成本	85.5	132.3	153.8	179.6	210.6
营运资金变化	(43.4)	63.4	(313.8)	(354.3)	(438.7)
所得税	(99.5)	(108.2)	(174.0)	(219.5)	(273.0)
其他营运活动	(546.2)	(588.7)	(307.6)	(359.2)	(421.2)
营运现金流	801.1	1,070.4	1,230.6	1,542.7	1,871.1
资本开支	(215.7)	(334.4)	(333.3)	(333.3)	(333.3)
其他投资活动	(2,094.9)	(313.0)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(2,310.6)	(647.4)	(333.3)	(333.3)	(333.3)
负债变化	1,860.0	(612.9)	429.0	514.8	617.8
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
股息	(321.2)	(394.1)	(641.1)	(717.0)	(891.7)
其他融资活动	(12.3)	405.2	0.0	0.0	(1.0)
融资活动现金流	1,526.5	(601.7)	(212.0)	(202.2)	(273.9)
现金变化	17.0	(178.7)	685.3	1,007.2	1,263.9
期初持有现金	1,069.9	1,103.2	941.5	1,626.7	2,633.9
汇率变动	16.3	17.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	1,103.2	941.5	1,626.7	2,633.9	3,897.8

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話：(852) 2522-2101  
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。