

**买入**

2024年6月12日

**23年业绩创新高，一季度业绩不及预期，主营业务持续增长**

- 23年业绩创新高，一季度业绩不及预期：**公司2023年全年实现收入202.77亿元人民币，同比增长30.5%；综合毛利率为26.9%，同比提升3.5个百分点；归母净利润19.29亿元，同比增长15.9%，业绩创下历史新高，主要得益于智能化及电动化产品持续渗透市场，带动综采、矿车、宽体车及大港机产品收入大幅增长以及国际化持续提升带来的国际销售收入的大幅增长。2024年第一季度公司实现收入51.29亿人民币，同比下滑5.7%；综合毛利率为24.9%，同比提升0.5个百分点；归母净利润为4.86亿人民币，同比下滑24.7%，一季度业绩不及预期主要由于受到煤炭行业景气度影响导致矿山装备板块收入不及预期。
- 主营业务持续增长：**公司期内核心产品竞争力和市场份额进一步提升。2023年，公司矿山装备板块实现收入118亿元，同比增长19%。其中矿车销售实现了大幅度增长，实现营业收入40亿元，同比提升38%，海外矿车销售实现6.5亿元收入，同比提升达到311%，目前公司已经成为中国最大的矿车供应商，后市场业务实现快速增长，实现销售额15.8亿元，同比提升40%，毛利率为39%，同比提升2个百分点。物流装备板块全年收入58亿元，同比增长26%。正面吊/堆高机保持第一品牌，正面吊毛利率同比提升6.2个百分点到39%，堆高机毛利率为32%，同比提升7个百分点。海外业务方面，物流装备板块海外销售迎来爆发式增长，销售额达到35.5亿元，同比增长69%，其中小港机销售同比提升34%，大港机同比提升35%，伸缩臂同比提升260%，与此同时，2023年大港机订单实现26.4亿，创历史新高，其中成功中标PSA、HPH、APMT共计7亿元的大港机订单，在手订单充足。
- 目标价 8.12 港元，维持买入评级：**基于公司新兴装备业务以及油气业务的发展潜力以及矿山装备板块、物流装备板块充足的在手订单和公司智能化、国际化、电动化战略的推进，以及港口市场稳中有增的情况，我们持续看好公司中长期的发展，我们分别调整24/25/26年收入预测至268.48亿/320.97亿/386.01元人民币；调整归母净利润预测至21.93亿/25.34亿/29.58亿元，调整目标价至8.12港元，对应2024年11倍的PE估值中枢，维持买入评级。

许尚青

+852-25321539

tim.xu@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

(852)25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

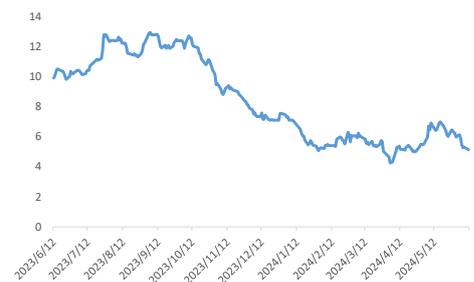
**主要资料**

行业	机械制造
股价	5.13 港元
目标价	8.12 港元 (+58.3%)
股票代码	631
已发行股本	31.93 亿股
总市值	163.78 亿港元
52 周高/低	13.08 港元/3.98 港元
每股净资产	4.01 港元
主要股东	三一香港集有限公司 80.88%

**盈利摘要**

截至12月31日财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入(百万元人民币)	15,537	20,278	26,848	32,097	38,601
变动(%)	52%	31%	32%	20%	20%
归母净利润(百万元人民币)	1,665	1,929	2,193	2,534	2,958
变动(%)	32%	16%	14%	16%	17%
每股盈利(元人民币)	0.53	0.58	0.69	0.80	0.93
变动(%)	32%	9%	19%	16%	17%
市盈率@5.13港元(倍)	9.0	8.2	6.9	6.0	5.1
市净率@5.13港元(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
每股股息(元人民币)	0.20	0.20	0.23	0.26	0.30
股息现价比率(%)	3.8%	3.9%	4.4%	5.1%	5.9%

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

**股价表现**


资料来源：Bloomberg

## 主要财务报表

## 财务报表摘要

损益表							财务分析						
百万人民币, 财务年度截至12月31日							百万人民币, 财务年度截至12月31日						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	10,194.6	15,536.7	20,277.9	26,848.0	32,097.1	38,600.7	<b>盈利能力</b>						
毛利	2,389.6	3,628.3	5,447.1	6,920.2	8,288.7	9,987.7	毛利率	23.4%	23.4%	26.9%	25.8%	25.8%	25.9%
销售费用	(566.6)	(932.9)	(1,262.2)	(1,610.9)	(1,925.8)	(2,316.0)	EBITDA 利率	17.7%	15.1%	14.5%	13.0%	12.7%	12.3%
管理费用	(1,053.2)	(1,177.3)	(2,213.4)	(2,930.5)	(3,503.4)	(4,213.3)	净利率	12.4%	10.7%	9.5%	8.2%	7.9%	7.7%
其他收入/开支	787.8	534.8	447.4	360.6	291.3	205.4	ROE	15.1%	17.6%	17.8%	18.0%	18.7%	0.0%
<b>营业收入</b>	1,557.7	2,052.9	2,418.9	2,739.4	3,150.8	3,663.7	<b>营运表现</b>						
财务开支	(119.7)	(132.0)	(158.4)	(169.0)	(181.8)	(197.1)	SG&A/收入(%)	15.9%	13.6%	17.1%	16.9%	16.9%	16.9%
<b>税前盈利</b>	1,438.1	1,920.9	2,260.5	2,570.4	2,969.0	3,466.6	实际税率(%)	9.0%	13.1%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
所得税	(128.9)	(251.9)	(421.7)	(479.5)	(553.9)	(646.7)	派息率(%)	36.0%	37.2%	32.8%	32.8%	32.8%	0.0%
少数股东应占利润	50.1	4.2	(90.2)	(102.6)	(118.5)	(138.4)	库存周转天数	139.7	121.6	93.7	93.7	93.7	93.7
<b>净利润</b>	1,259.1	1,664.9	1,929.0	2,193.5	2,533.6	2,958.3	应付账款天数	391.4	349.5	351.7	250.0	250.0	251.0
折旧及摊销	248.9	292.5	525.3	761.0	937.5	1,096.2	应收账款天数	206.7	210.7	192.0	192.0	192.0	192.0
<b>EBITDA</b>	1,806.6	2,345.4	2,944.2	3,500.5	4,088.3	4,759.9	<b>财务状况</b>						
EPS(基本)	0.40	0.53	0.58	0.69	0.80	0.93	净负债/股本	1.4	1.5	2.0	2.3	2.3	2.3
<b>增长</b>							收入/总资产	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
总收入(%)	38.4%	52.4%	30.5%	32.4%	19.6%	20.3%	总资产/股本	2.4	2.5	3.0	3.3	3.3	3.3
EBITDA(%)	15.0%	29.8%	25.5%	18.9%	16.8%	16.4%	盈利对利息倍数	13.0	15.6	15.3	16.2	17.3	18.6
每股收益(%)	19.3%	32.2%	9.4%	18.9%	15.5%	16.8%							

## 资产负债表

资产负债表							现金流量表						
百万人民币, 财务年度截至12月31日							百万人民币, 财务年度截至12月31日						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1,349.3	2,689.8	3,241.1	4,251.5	4,340.0	5,347.3	<b>EBITDA</b>	1,806.6	2,345.4	2,944.2	3,500.5	4,088.3	4,759.9
应收账款	4,972.0	7,428.1	9,422.2	14,126.4	16,888.3	20,310.3	融资成本	119.7	132.0	158.4	169.0	181.8	197.1
存货	2,528.5	3,282.5	3,432.2	5,115.8	6,112.0	7,345.5	营运资金变化	(5.3)	(846.8)	125.3	843.5	(574.1)	(707.4)
其他流动资产	5,367.3	3,790.3	4,682.8	3,480.8	3,480.8	3,480.8	所得税	(184.6)	(144.8)	(430.5)	(485.8)	(560.8)	(654.3)
<b>总流动资产</b>	14,217.1	17,190.7	20,778.3	26,974.6	30,821.2	36,483.8	其他营运活动	(813.5)	(401.4)	(273.3)	(338.1)	(363.6)	(394.3)
固定资产	3,314.0	4,065.9	7,275.8	9,048.2	10,643.4	11,579.1	<b>营运现金流</b>	922.8	1,084.4	2,524.0	3,689.1	2,771.6	3,201.1
无形资产	19.3	17.4	1,407.9	1,407.9	1,407.9	1,407.9	资本开支	(885.0)	(889.4)	(2,293.6)	(2,500.0)	(2,500.0)	(2,000.0)
其他固定资产	3,234.7	3,679.3	5,501.0	5,501.1	5,505.5	5,514.3	其他投资活动	589.0	1,528.6	(2,671.5)	0.0	0.0	0.0
<b>总资产</b>	20,785.1	24,953.3	34,963.0	42,931.9	48,378.0	54,985.1	<b>投资活动现金流</b>	(296.0)	639.2	(4,965.1)	(2,500.0)	(2,500.0)	(2,000.0)
应付帐款	7,081.7	9,437.4	12,881.2	18,910.5	22,094.5	26,042.6	负债变化	816.3	189.2	3,720.4	530.5	636.6	763.9
短期银行贷款	1,687.3	954.2	2,652.6	3,183.1	3,819.7	4,583.7	股本变化	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	2.0
其他短期负债	400.8	444.2	638.8	648.9	660.1	672.3	股息	(450.7)	(466.2)	(728.8)	(709.2)	(819.7)	(957.9)
<b>总流动负债</b>	9,169.8	10,835.8	16,172.6	22,742.5	26,574.3	31,298.6	其他融资活动	(592.3)	(99.8)	(32.0)	(1.0)	(1.0)	(2.0)
长期银行贷款	1,766.8	2,691.2	5,248.8	5,248.8	5,248.8	5,248.8	<b>融资活动现金流</b>	(226.7)	(376.8)	2,960.6	(178.7)	(183.1)	(193.9)
其他负债	1,065.4	1,322.5	2,003.2	2,030.6	2,060.6	2,093.7	<b>现金变化</b>	400.1	1,346.9	519.5	1,010.4	88.5	1,007.2
<b>总负债</b>	12,002.0	14,849.5	23,424.6	30,021.9	33,883.7	38,641.1	期初持有现金	941.5	1,349.3	2,689.8	3,241.1	4,251.5	4,340.0
少数股东权益	82.1	63.8	(51.1)	(153.7)	(272.2)	(410.6)	汇率变动	7.8	(6.4)	31.8	0.0	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	8,701.1	10,040.0	11,589.5	13,063.6	14,766.4	16,754.6	期末持有现金	1,349.3	2,689.8	3,241.1	4,251.5	4,340.0	5,347.3
每股净资产	2.80	3.22	3.63	4.03	4.49	5.02							
营运资金	5,047.3	6,354.9	4,605.7	4,232.0	4,246.9	5,185.3							

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。