

买入

2024年8月28日

订单景气度快速恢复，份额有望持续提升

► **业绩表现亮眼：**上半年收入 80.2 亿元，同比增长 25.7%，毛利率同比略升 0.3ppts 至 32.3%，经营利润 17.5 亿元，同比增长 28.5%，股东净利润 15.2 亿元，同比增长 23.5%，基本每股盈利 0.95 元，财务状况稳健，期内净现金 106.5 亿元。

► **全机型销售趋势见好，盈利能力稳定：**受益于下游日用品、部分家电和 3C 行业需求快速恢复，汽车行业的海外产能投资持续，以及公司新机型的推广，公司各机型销量均实现明显增长。主力机型 Mars 系列销量和收入为 24115 台和 51.7 亿元，分别同比大增 45.5% 和 34%，Jupiter 系列销量和收入为 840 台和 14.6 亿元，分别同比增长 14.9% 和 6.5%，主要受益下游汽车客户需求保持高景气度；长飞亚系列销量和收入为 1955 台和 10.2 亿元，分别同比增长 34.5% 和 25.7%，在四个季度同比下降后开始转正；三大机型均价有不同程度同比下降，整体销售均价同比下降 11.8% 至 28.5 万元，主要因为三代机降价清库存以及性价比机型占比提升所致，但毛利端仍能保持平稳，仍受益于原材料价格保持低位。

► **国内市场仍有支撑需求，海外市场份额预期持续提升：**上半年国内收入增长 33.7% 至 51.8 亿元，主要受益于下游日用消费品行业源自出口订单需求增长而快速复苏，海外收入同比增长 13.2% 至 28.4 亿元，新兴市场如越南、巴西和墨西哥等需求保持旺盛，上半年海外交付受航运线路紧张有滞后影响，我们预计下半年船期改善后海外收入确认环比会有改善。今明两年公司在东欧、印度、日本等产能建设将陆续投运，海外交付能力提升将直接驱动公司份额增长。

► **目标价 30 港元，买入评级：**短期看公司下半年仍有望保持较好的订单增速，全年业绩表现预计将接近 2021 年的景气高点，中长期看，全球产业链重构趋势难以避免，公司在海外的产能、品牌和渠道能力已一枝独秀，将充分受益于国内各制造业的产能外移，考虑到性价比机型占比提升和行业竞争对均价的影响，我们调整公司 2024-2026 年收入预测为 159/189/223 亿元，净利润 30/35/41 亿元，维持未来十二个月目标价至 30 港元，对应 2024-2026 年 14/12/10 倍预测市盈率，买入评级。

*风险提示：全球制造业需求恢复不达预期

黄佳杰
+ 852-25321599
harry.huang@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
+ 852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	机械装备
股价	21.50 港元
目标价	30.00 港元 (+39.5%)
股票代码	1882
已发行股本	15.96 亿股
总市值	343.14 亿港元
52 周高/低	28.90 港元/14.99 港元
每股净资产	13.24 元
主要股东	张剑鸣 32.77% 张静章 32.29%

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额(百万人民币)	12,308	13,069	15,999	18,993	22,297
YOY	-23.2%	6.2%	22.4%	18.7%	17.4%
股东净利润(百万人民币)	2,265	2,491	3,010	3,528	4,095
每股收益(人民币)	1.42	1.56	1.89	2.21	2.57
YOY	-25.8%	10.0%	20.8%	17.2%	16.1%
市盈率@21.50港元	13.6	12.4	10.3	8.8	7.5
每股股息(港元)	0.55	0.66	0.82	0.96	1.12
股息现价比率%	2.6%	3.1%	3.8%	4.5%	5.2%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

海天国际1882

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	12,308	13,069	15,999	18,993	22,297
销售成本	-8,391	-8,869	-10,831	-12,725	-14,827
毛利润	3,918	4,200	5,168	6,268	7,469
其他收益	329	402	402	402	402
其他收入/开支净额	185	201	175	220	265
销售费用	-1,002	-1,127	-1,280	-1,538	-1,828
管理费用	-797	-888	-960	-1,140	-1,449
营运收入	2,632	2,788	3,505	4,212	4,859
财务费用净额	131	234	146	67	106
分占联营/合盈公司收益	16	14	18	21	25
税前盈利	2,779	3,036	3,669	4,299	4,989
所得税	-514	-542	-655	-767	-891
少数股东应占利润	0	3	4	4	4
净利润	2,265	2,491	3,010	3,528	4,095
折旧及摊销	361	391	400	450	500
EBITDA	2,993	3,179	3,905	4,662	5,359
EPS	1.42	1.56	1.89	2.21	2.57

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	31.8%	32.1%	32.3%	33.0%	33.5%
EBITDA 利率 (%)	24.3%	24.3%	24.4%	24.5%	24.0%
净利率 (%)	18.4%	19.1%	18.8%	18.6%	18.4%
ROE (%)	13.7%	13.9%	15.1%	16.9%	17.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.6%	15.4%	14.0%	14.1%	14.7%
实际税率 (%)	18.5%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
股息支付率 (%)	33.9%	38.3%	38.3%	38.3%	38.3%
库存周转天数	134	138	129	125	110
应付账款天数	170	156	146	142	125
应收账款天数	99	92	85	82	72
财务状况					
净负债/股本	0.01	0.11	0.07	0.07	0.10
收入/总资产	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
总资产/权益	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
盈利对利息倍数	20.2	11.9	24.0	63.1	46.0

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	3,591	5,446	4,908	4,927	6,098
应收账款	3,403	3,661	4,220	4,730	4,505
存货	3,151	3,539	4,106	4,583	4,353
其他流动资产	6,548	5,818	7,318	8,818	10,318
总流动资产	16,692	18,463	20,552	23,058	25,274
固定资产	5,462	6,062	6,601	6,960	7,180
无形资产	3	4	4	4	4
预付款项	112	75	75	75	75
其他固定资产	3,522	4,489	4,489	4,489	4,489
总资产	25,791	29,093	31,720	34,586	37,022
短期银行贷款	1,323	245	245	245	245
应付帐款	3,574	4,023	4,668	5,209	4,949
其他短期负债	3,339	3,234	3,164	3,164	3,165
总短期负债	8,235	7,502	8,076	8,618	8,358
递延税项负债	362	213	213	213	213
其他负债					
总负债	8,751	10,251	10,826	11,367	11,108
少数股东权益	29	26	30	34	38
股东权益	17,040	18,842	20,895	23,218	25,914
每股账面值(元)	11	12	13	15	16
营运资金	8,457	10,961	12,475	14,440	16,915

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	2,779	3,037	3,669	4,299	4,989
折旧与摊销	340	371	350	351	348
融资成本(收入)	-131	-234	-146	-67	0
营运资金变化	-161	-339	-296	-181	411
其他	-646	-399	-204	-285	-348
所得税	-401	-423	-511	-599	-695
营运性现金流	1,781	2,013	2,862	3,520	4,706
资本开支	-1,427	-1,116	-892	-714	-571
其他投资活动	1,598	414	-1,354	-1,433	-1,394
投资性现金流	171	-702	-2,246	-2,147	-1,966
负债变化	-726	1,312	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-1,233	-768	-1,154	-1,353	-1,570
其他融资活动	5	0	0	0	0
融资性现金流	-1,954	544	-1,154	-1,353	-1,570
现金变化	-2	1,855	-538	20	1,170
期初持有现金	3,593	3,591	5,446	4,908	4,927
期末持有现金	3,591	5,446	4,908	4,927	6,098

资料来源：公司资料，第一上海预测

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、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 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。