

中國工程機械 / 重卡行業

上調 2020-21 年行業銷售預測；上升週期穩固

我們認為今年以來地方債快速發行將對基建投資增長以及工程機械需求帶來持續的拉動。此外，我們認為嚴格的排放標準以及市場份額提升將繼續成為龍頭企業的增長動力來源。我們上調 2020-21 年行業銷售預測，重點看好**中國重汽 (3808 HK)**、**恒立液壓 (601100 CH)**、**三一重工 (600031 CH)** 和**濰柴動力 (2338 HK; 000338 CH)**，也同時看好**浙江鼎力 (603338 CH)** 之長期結構性增長。

- **地方政府專項債發行進度理想。**地方政府於 5 月份的專項債發行額同比增長 3.3 倍至 1.3 萬億元人民幣。2020 年 1-5 月份累計金額達到 3.2 萬億元人民幣，同比增長 65%。若撇除再融資債券，2020 年 1-5 月份的新債券發行額達到 2.7 萬億元人民幣，約佔財政部分配額度的 95%。投資主要涵蓋基建項目，5 月份基建固定資產投資同比增長 10.9%，增速比 4 月份的 4.8% 加快，預計投資上升動力將持續。
- **上調重卡銷售預測。**我們相信基建投資增加、政府對治超力度加強，以及加快淘汰國三車型均有助推升重卡需求，我們上調 2020/2021 年重卡行業銷售預測 16%/8% 至 136 萬/127 萬台。今年 1-5 月份同比增速達至 17%，我們預期 6-12 月份銷售同比增速則達到 15%，而全年同比增長 16%。我們預期重卡銷售將在 2021 年同比下跌 7%，並在 2022 年保持平穩。我們認為我們的預測並不過份進取，因我們預期每台運行中的重卡對應 GDP 價值將維持在 1,200 萬元人民幣，與過去幾年相若，但仍高於 2010 年行業開始出現產能過剩時的 1,000 萬元人民幣。
- **上調挖掘機銷售預測。**挖掘機銷售與基建投資高度相關。我們將 2020/2021 年挖掘機的銷售預測上調 4%，並預計 6-12 月份的銷量增速同比達到 15%，全年同比增長達到 17%。我們預計 2021 年將有 5% 的增長，主要由於舊排放標準機型的淘汰、人工替代以及對輪式裝載機的替代。我們估計，基建固定資產投資每增長 1%，挖掘機年銷量將上升 2.5%。
- **主要催化劑：**在基建投資仍然強勁以及低基數效應下，6 月的行業銷售數據將保持強勁。因經營槓桿效應龐大，我們預計 2020 年第二季度業績將帶來驚喜。

優於大市（維持）

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

推薦標的

中國重汽 (3808 HK, 買入, 目標價: 26.0 港元) – 市場低估復蘇潛力; 我們的行業首選

我們更新了對重卡行業的預測, 上調中國重汽 2020-22 年盈利預測 10-12%, 比市場平均預測高 27-29%。我們相信市場大幅度低估了中國重汽的銷售回升以及經營槓桿效應龐大所帶來的復蘇潛力。我們把目標價由 20.5 港元上調至 26 港元, 基於 6 倍 2020 年預測 EV/EBITDA (自 5 倍上調, 以反映增長復蘇, 並與濰柴動力目標倍數看齊)。中國重汽為我們的行業首選。

濰柴動力 (2338 HK, 買入, 目標價: 18.6 港元; 000338 CH, 買入, 目標價: 16.6 元人民幣) – 提高對重卡與發動機的銷售假設; 市佔率進一步上升

我們維持對濰柴的正面看法: (1) 濰柴母公司山東重工集團納入更多山東國有企業, 有利於濰柴發動機和動力總成的銷售; (2) 強勁的基建投資將推升下半年工程卡車和機械的需求; (3) 排放標準趨嚴, 持續的行業整合對龍頭企業有利。我們更新了對重卡和工程機械的預測, 上調濰柴 2020-22 年盈利預測 3-7%, 比市場平均預測高 5-7%。我們將 H 股 SOTP 目標價從 16.0 港元上調至 18.6 港元, 而 A 股 SOTP 目標價則由 14.3 元人民幣上調至 16.6 元人民幣。

恒立液壓 (601100 CH, 買入, 目標價: 62.84 元人民幣) – 訂單仍然保持強勁

我們更新了對挖掘機的行業銷售預測, 並上調恒立液壓 2020-22 年盈利預測 9-11%, 比市場平均預測高 10-13%。恒立液壓的業務對基建投資增長敏感度比較高。此外, 液壓泵閥及馬達的進口替代空間仍然巨大, 為公司帶來持續增長。我們相信這些因素都有助支持恒立液壓的估值溢價。基於 2020 年預期市盈率 45 倍不變, 我們將目標價從 57.43 元人民幣上調至 62.84 元人民幣(目標價經過紅股分派後已自動調整)。

三一重工 – A 股 (600031 CH, 買入, 目標價: 24.7 元人民幣) – 增速理想; 股值吸引

我們更新了對挖掘機的行業銷售預測, 並上調三一重工 2020-22 年盈利預測 5-7%, 比市場平均預測高 5-8%。我們預計三一重工將持續提升市佔率。此外, 2020-21 年混凝土機械將出現龐大的替代需求。我們將目標價從 23.5 元人民幣上調至 24.7 元人民幣, 基於 2020 年 14.3 倍市盈率(倍數不變)。目前三一重工的 2020 年預測市盈率低於 11 倍, 我們認為在 A 股市場是非常吸引的價值型股份。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。