

中国工程机械及重卡行业

接近上升周期顶点；下调恒立液压，三一重工和重汽评级

同步大市（下调）

我们将中国工程机械和重卡行业评级从优于大市下调至同步大市，因为我们相信自 2016/17 年以来的上升周期已接近顶点，主要源于以下因素：（1）我们预期地方政府专项债的发行今年可能达到顶峰；（2）我们的行业模型显示，挖掘机和重卡的更新换代需求已接近顶峰；（3）挖掘机的存量规模增长快于与建筑相关的固定资产投资；（4）对重卡而言，7 月份国六的实施很大可能导致需求下降。我们预计挖掘机和重型卡车的销量将在 2021 年下半年和 2022 年上半年出现同比下降。我们将**恒立液压 (601100 CH)**、**三一重工 (600031 CH)** 和 **重汽 (3808 HK)** 的评级从买入下调为**持有**。

- **地方政府债券发行今年达到顶峰。**自 2020 年以来，由地方政府专项债快速增长推动的基建投资一直是对工程机械需求的主要驱动因素之一。专项债的发行量在 2020/21 年达到人民币 3.75/3.6 万亿元，而 2019 年仅为 2.15 万亿元，考虑到潜在项目不足以及刺激计划后需要控制债务水平等因素，我们认为 2022 年开始新发行债券进一步增加的可能性相对较低。
- **挖掘机：更换需求减少。**在过去五年的上升周期中，更换需求一直是挖掘机销售的主要动力。根据我们的行业模型，假设正常使用年限为 8-10 年，则更换需求将在 2021-22 年进一步减少。
- **挖掘机的存量规模增长快于与建筑相关的固定资产投资。**每台挖掘机对应建筑相关固定资产投资金额由 2011 年约人民币 1600 万元的谷底上升到 2019 年的 2800 万元，这意味着供需平衡显著改善。然而，由于挖掘机销售的快速增长和建筑固定资产投资放缓（部分由于疫情），该数字在 2020 年开始下降（至人民币 2,600 万元），这是自 2011 年以来的首次下降。我们预计这种趋势意味着新需求出现潜在放缓。
- **国六将在 7 月实施。**即将于 7 月实施的国六政策触发重卡今年前 4 个月出现大量的提前需求（同比增长 56%），主要由于重卡制造商提高了国五车型的销量（国五将从 7 月开始禁止销售）。我们预计 2021 年下半年重卡需求将大幅下降。
- **选择性买入。**我们维持板块中其他公司的正面观点，包括**中联重科**（新产品+混凝土和起重机机械的上升周期），**龙工**（由采矿资本支出驱动的轮式装载机带来潜在惊喜），**潍柴动力**（非重卡+新能源商用车）和**三一国际**（新产品储备+机器人业务）保持乐观。

最近评级和目标价

公司代码	三一重工 600031 CH	恒立液压 601100 CH	重汽 3808 HK	潍柴动力 2338 HK	000338 CH
评级					
新	持有	持有	持有	买入	买入
旧	买入	买入	买入	买入	买入
货币	人民币	人民币	港元	港元	人民币
收盘价	29.8	80.47	18.06	17.48	17.46
目标价					
新	31.00	83.00	19.50	24.5	20.5
旧	49.5	95.0	28.5	27.6	23.4
潜在升幅	4%	3%	8%	40%	17%

数据源：招银国际证券预测

中国装备制造业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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上责任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体、附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者、专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。