

中国工程机械 / 重卡行业

挖掘机需求强劲上调预测；买入三一和恒立液压

优于大市（维持）

我们认为中国政府决心增加基建开支，将进一步延长工程机械行业的上升周期。第一季度专项债券迅速发行、承建商现金流显著改善，以及机械利用小时快速复苏，均有利刺激工程机械需求。我们预计第二季度工程机械需求强劲，主要由于液压部件需求炽热，加上最近挖掘机和混凝土机械提价。我们仍然偏好业务与国内基建相关度高的企业，我们上调挖掘机需求的假设，并上调三一重工（600031 CH，买入，目标价：23.5 元人民币，行业首选）和恒立液压（601100 CH，买入，目标价：85 元人民币）的盈利预测和目标价。此外，我们亦看好落后股份如重汽（3808 HK，买入，目标价：20.5 港元）和中联重科（1157 HK，买入，目标价：6.90 港元；000157 CH，目标价：6.85 元人民币）。

- 2020 年一季度专项债券发行同比增长 54%。根据财政部，一季度专项债券发行共筹集资金 1.1 万亿，平均年期为 14.5 年，远高于 2019 年的 9 年平均年期。从基建投资的角度来看，发行更长年期债券有助匹配投资回收期较长的基建和市政项目。我们预计全年净发行债券金额将从 2019 年的 2.05 万亿元人民币增至超过 3 万亿元人民币。
- 承建商现金流大幅改善有助执行强劲的在手订单。中国铁建（1186 HK，未评级）和中国中铁（390 HK，未评级）在 2019 年的经营现金流入分别为 400 亿元和 220 亿元人民币，同比分别大幅增长 6.3 倍和 86%。现金流显著改善，加上自 2019 年第二季度以来的订单量快速增长，将推动今年的项目执行。
- 上调 2020-21 年挖掘机需求预测。根据中国工程机械工业协会的数据，3 月份 25 家主要生产商的挖掘机销量环比增长 4.3 倍（同比增长 12%）至 49,408 台。我们将 2020/21 年挖掘机的销售增长预测从 10%/0%上调至 12%/5%。我们认为我们今年的全年增长预测是可实现的，主要由于 4 月至 12 月挖掘机 25% 隐含增长将获强劲基建投资支持。我们估计国内基建固定资产投资每增长 1%，将带动挖掘机需求增加 6,500 台，相当于我们 2020 年的基础预测增加约 2.5%。
- 三一重工-均价上涨反映强大的定价能力。由于下游需求强劲和进口底盘供应紧张，三一重工上周提高混凝土泵车的平均售价 5-10%。在周末期间，三一亦上调了挖掘机的平均售价（大中型/小型挖掘机分别 5%/10%）。我们相信这显示三一强大的定价能力，有利保障公司的毛利率。在加入挖掘机的最新预测至盈利模型后，我们将三一重工的 2020/21 年盈利预测上调 3%/6%。
- 恒立液压-订单强劲。据我们了解，恒立液压的液压油缸（4 月和 5 月）订单量预计将同比增长 50%，而泵阀的订单量更可能同比增长超过 50%，显示 2020 年第二季度需求非常强劲。在上调液压油缸以及泵阀的预测后，我们将 2020/21 年的盈利预测上调 6%/8%。

中国设备行业

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作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商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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。

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编制的报告。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。