

中国工程机械 / 重卡行业

上调 2020-21 年行业销售预测；上升周期稳固

我们认为今年以来地方债快速发行将对基建投资增长以及工程机械需求带来持续的拉动。此外，我们认为严格的排放标准以及市场份额提升将继续成为龙头企业的增长动力来源。我们上调 2020-21 年行业销售预测，重点看好**中国重汽 (3808 HK)**、**恒立液压 (601100 CH)**、**三一重工 (600031 CH)** 和**潍柴动力 (2338 HK; 000338 CH)**，也同时看好**浙江鼎力 (603338 CH)** 之长期结构性增长。

- **地方政府专项债发行进度理想。**地方政府于 5 月份的专项债发行额同比增长 3.3 倍至 1.3 万亿元人民币。2020 年 1-5 月份累计金额达到 3.2 万亿元人民币，同比增长 65%。若撇除再融资债券，2020 年 1-5 月份的新债券发行额达到 2.7 万亿元人民币，约占财政部分配额度的 95%。投资主要涵盖基建项目，5 月份基建固定资产投资同比增长 10.9%，增速比 4 月份的 4.8% 加快，预计投资上升动力将持续。
- **上调重卡销售预测。**我们相信基建投资增加、政府对治超力度加强，以及加快淘汰国三车型均有助推升重卡需求，我们上调 2020/2021 年重卡行业销售预测 16%/8% 至 136 万/127 万台。今年 1-5 月份同比增速达至 17%，我们预期 6-12 月份销售同比增速则达到 15%，而全年同比增长 16%。我们预期重卡销售将在 2021 年同比下跌 7%，并在 2022 年保持平稳。我们认为我们的预测并不过份进取，因我们预期每台运行中的重卡对应 GDP 价值将维持在 1,200 万元人民币，与过去几年相若，但仍高于 2010 年行业开始出现产能过剩时的 1,000 万元人民币。
- **上调挖掘机销售预测。**挖掘机销售与基建投资高度相关。我们将 2020/2021 年挖掘机的销售预测上调 4%，并预计 6-12 月份的销量增速同比达到 15%，全年同比增长达到 17%。我们预计 2021 年将有 5% 的增长，主要由于旧排放标准机型的淘汰、人工替代以及对轮式装载机的替代。我们估计，基建固定资产投资每增长 1%，挖掘机年销量将上升 2.5%。
- **主要催化剂：**在基建投资仍然强劲以及低基数效应下，6 月的行业销售数据将保持强劲。因经营杠杆效应庞大，我们预计 2020 年第二季度业绩将带来惊喜。

优于大市 (维持)

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

推荐目标

中国重汽 (3808 HK, 买入, 目标价: 26.0 港元) – 市场低估复苏潜力; 我们的行业首选

我们更新了对重卡行业的预测, 上调中国重汽 2020-22 年盈利预测 10-12%, 比市场平均预测高 27-29%。我们相信市场大幅度低估了中国重汽的销售回升以及经营杠杆效应庞大所带来的复苏潜力。我们把目标价由 20.5 港元上调至 26 港元, 基于 6 倍 2020 年预测 EV/EBITDA (自 5 倍上调, 以反映增长复苏, 并与潍柴动力目标倍数看齐)。中国重汽为我们的行业首选。

潍柴动力 (2338 HK, 买入, 目标价: 18.6 港元; 000338 CH, 买入, 目标价: 16.6 元人民币) – 提高对重卡与发动机的销售假设; 市占率进一步上升

我们维持对潍柴的正面看法: (1) 潍柴母公司山东重工集团纳入更多山东国有企业, 有利于潍柴发动机和动力总成的销售; (2) 强劲的基建投资将推升下半年工程卡车和机械的需求; (3) 排放标准趋严, 持续的行业整合对龙头企业有利。我们更新了对重卡和工程机械的预测, 上调潍柴 2020-22 年盈利预测 3-7%, 比市场平均预测高 5-7%。我们将 H 股 SOTP 目标价从 16.0 港元上调至 18.6 港元, 而 A 股 SOTP 目标价则由 14.3 元人民币上调至 16.6 元人民币。

恒立液压 (601100 CH, 买入, 目标价: 62.84 元人民币) – 订单仍然保持强劲

我们更新了对挖掘机的行业销售预测, 并上调恒立液压 2020-22 年盈利预测 9-11%, 比市场平均预测高 10-13%。恒立液压的业务对基建投资增长敏感度比较高。此外, 液压泵阀及马达的进口替代空间仍然巨大, 为公司带来持续增长。我们相信这些因素都有助支持恒立液压的估值溢价。基于 2020 年预期市盈率 45 倍不变, 我们将目标价从 57.43 元人民币上调至 62.84 元人民币(目标价经过红股分派后已自动调整)。

三一重工 – A 股 (600031 CH, 买入, 目标价: 24.7 元人民币) – 增速理想; 股值吸引

我们更新了对挖掘机的行业销售预测, 并上调三一重工 2020-22 年盈利预测 5-7%, 比市场平均预测高 5-8%。我们预计三一重工将持续提升市占率。此外, 2020-21 年混凝土机械将出现庞大的替代需求。我们将目标价从 23.5 元人民币上调至 24.7 元人民币, 基于 2020 年 14.3 倍市盈率(倍数不变)。目前三一重工的 2020 年预测市盈率低于 11 倍, 我们认为在 A 股市场是非常吸引的价值型股份。

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于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个月的潜在变幅在-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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。

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撰写的报告。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。