

## 中国工程机械板块（同步大市）——在超卖中寻找机会

- ❖ **货币供应在 2012 上半年保持紧拙。**中国的货币供应量显著及直接地影响到机械行业短期内的销售。在通胀的环境下，我们相信货币供给在 2012 上半年应该会保持紧拙。我们预计存款准备金率（RRR）可能会有所下降，而利率方面，会在 2012 下半年开始缓减。我们预期 M2 在 2012 年增长约 14%，比 2011 年的 13.6% 虽然略为微升，但远远低于 2010 年的 20%。所有这些问题都遏制了行业在 2012 年的增长。
- ❖ **行业受惠都市化过程。**但是从长远的角度来看，工程机械从中国的都市化过程中受益。在 2011 年，中国的城市化比率为 51.3%。中国政府目标把都市化比率在 2020 年前提升至 55%。在都市化过程中，会投入大量的基础设施建设。全年城镇固定资产投资在 2011 年为 301,930 亿元（人民币·下同）。我们预计，全年城镇固定资产投资将在 2015 年将达到 583,350 亿元。
- ❖ **我们首次给予中联重科（1157 HK）「买入」建议。**公司目现价为 9.0 倍 2012 年市盈率，这比行业平均值的 11.5 倍，有一个 21.7% 的折让。根据我们对公司 2012 年的估值，给予中联重科 15.44 港元的目标价，相等于 11.5 倍于我们对公司在 2012 年的每股收益预测，估值为行业的平均值。
- ❖ **我们首次给予中国龙工（3339 HK）「持有」建议。**公司目现价为 6.4 倍 2012 年市盈率，这比行业平均值有一个 44.2% 的折让。根据我们对公司 2012 年的估值，给予中国龙工 3.20 港元的目标价，相等于 6.9 倍于我们对公司在 2012 年的每股收益预测，估值为行业的平均值作 40% 的折让。
- ❖ **我们维持给予第一拖拉机（38 HK）「卖出」建议，**反映公司的成本控制问题。我们下调 2012 年盈利预测由 4.56 亿元至 4.04 亿元，现价为 15.2 倍 2012 年市盈率，比行业平均值高 32.4%。我们下调目标价由 6.77 港元至 6.09 港元，相等于 10.2 倍 2012 年市盈率，估值为行业的平均值作 10% 的折让。

## 2011 年机械销量

|       | 销量<br>(台)  | 同比<br>(%) |
|-------|------------|-----------|
| 挖掘机   | 177,305    | 6.4       |
| 混凝土机械 | 426,596(E) | 22.6      |
| 起重机   | 46,565     | 8.9       |
| 轮式装载机 | 244,374    | 12.8      |
| 推土机   | 13,097     | (5.9)     |
| 压路机   | 21,617     | (15.2)    |

## 2011 年统计数据

|          | Rmb30,193bn |
|----------|-------------|
| 城镇固定资产投资 | Rmb30,193bn |
| > 工业     | Rmb10,259bn |
| > 房地产    | Rmb6,174bn  |
| > 交通运输   | Rmb2,726bn  |
| > 环境建设   | Rmb2,454bn  |
| > 矿业     | Rmb1,181bn  |
| > 其他     | Rmb7,399bn  |

## 2011 年煤矿产量

= 37.54 亿吨

## 2011 年水泥产量

= 20.63 亿吨

## 2011 年钢铁产量

= 8.81 亿吨

## 2011 年保障房完工量

= 4.3 百万套

## 财务资料

|       | YE Dec 31   | FY09A  | FY10A  | FY11E* | FY12E  | FY13E  |
|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中联重科  | 营业额 (人民币百万) | 20,762 | 32,193 | 45,216 | 49,420 | 63,914 |
|       | 变动 (%)      | 53.2   | 55.1   | 40.5   | 9.3    | 29.3   |
|       | 净利润 (人民币百万) | 2,447  | 4,666  | 8,131  | 8,587  | 10,961 |
|       | 变动 (%)      | 58.5   | 90.7   | 74.3   | 5.6    | 27.6   |
| 中国龙工  | 营业额 (人民币百万) | 6,901  | 12,020 | 13,690 | 13,224 | 15,900 |
|       | 变动 (%)      | 12.3   | 74.2   | 13.9   | (3.4)  | 20.2   |
|       | 净利润 (人民币百万) | 800    | 1,766  | 1,780  | 1,622  | 2,026  |
|       | 变动 (%)      | 20.2   | 120.7  | 0.8    | (8.9)  | 24.9   |
| 第一拖拉机 | 营业额 (人民币百万) | 9,005  | 10,132 | 11,328 | 12,965 | 14,862 |
|       | 变动 (%)      | 13.5   | 12.5   | 11.8   | 14.5   | 14.6   |
|       | 净利润 (人民币百万) | 249    | 542    | 411    | 404    | 504    |
|       | 变动 (%)      | 262.8  | 118.2  | (24.4) | (1.8)  | 24.8   |

来源: 公司及招银国际证券预测

\*第一拖拉机 2011 年的数据为真实

## 中联重科 (1157 HK, 12.10 港元, 目标价: 15.44 港元, 买入) — 被超卖的领先机械制造商

- ❖ **领先的机械制造商。**中联重科是目前两大混凝土机械制造商之一，在中国约占 38% 市场份额，我们估计，公司在 2011 年生产的混凝土机械的约 23,297 台，比 2010 年的 15,100 台，同比增长 54.3%。同时，公司也是中国第二大起重机制造商。我们相信中联重科受惠于市场的整合，起重机业务增长可较行业为佳。
- ❖ **发展新明星产品以优化产品结构。**公司致力发展环卫机械，可以帮助中联重科，以优化其产品组合。这为建设项目的周期性波动形成了自然对冲。此外，多元化的产品组合，为公司发展国内和海外的工程机械市场提供优势。
- ❖ **金融租赁及应收账款的问题。**我们估计 2011 财年新增的金融租赁的总投资将进一步提升至 182.35 亿元（人民币·下同），占公司的总机械销售额的 42%，比 2008 年的 16.2% 大幅上升。然而，考虑到公司的高现金比率，预计在 2011 财年为 0.8 倍左右及净现金状况，流动性应该对公司不会造成问题。
- ❖ **中联公布了 2011 财年的盈利预测。**公司预测在 2011 财年的预期净利润为 72.32 亿元至 81.65 亿元。按照工程机械工业协会 (CCMA) 的全年销售数据，我们估计公司 2011 财年的收入约为 452.16 亿元，同比增长 40.5%；2011 财年净利润约为 81.31 亿元，同比增长 74.3%。我们的净利润预测高于彭博预测的 73.85 亿元。然而，在紧缩的货币环境和地方债务的问题之下，公司在 2012 年的利润增长可能有所放缓，但下降的机会不大。
- ❖ **公司目现价 9.0 倍 2012 年市盈率，这比行业平均值的 11.5 倍，有一个 21.7% 的折让。**根据我们对公司 2012 年的估值，给予中联重科 15.44 港元的目标价，相等于 11.5 倍于我们对公司在 2012 年的每股收益预测，估值为行业的平均值，我们认为这估值反映出行业的领先地位。

### 中联重科 (1157 HK)

|                   |              |
|-------------------|--------------|
| 评级                | 买入           |
| 收市价               | HK\$12.10    |
| 目标价               | HK\$15.44    |
| 市值 (港币百万)         | 92,949       |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 356.1        |
| 52 周高/低 (港币)      | 17.65/7.21   |
| 发行股数 (百万股)        | 7,736        |
| 主要股东              | 湖南政府 (12.9%) |

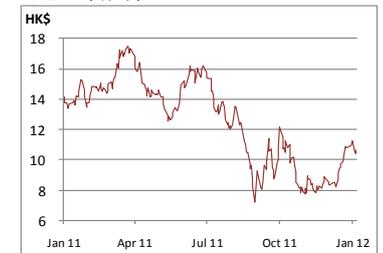
来源: HKE, 彭博

### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | 24.9%  | 12.9%  |
| 3 月 | -3.2%  | -6.3%  |
| 6 月 | -28.3% | -21.2% |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A  | FY10A  | FY11E  | FY12E  | FY13E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (人民币百万)    | 20,762 | 32,193 | 45,216 | 49,420 | 63,914 |
| 净利润 (人民币百万)    | 2,447  | 4,666  | 8,131  | 8,587  | 10,961 |
| 每股收益 (人民币)     | 0.450  | 0.736  | 1.038  | 1.096  | 1.399  |
| 每股收益变动 (%)     | 58.5   | 63.5   | 41.1   | 5.6    | 27.6   |
| 市盈率 (x)        | 22.8   | 13.9   | 9.5    | 9.0    | 7.0    |
| 市帐率 (x)        | 14.2   | 2.7    | 2.6    | 2.1    | 1.7    |
| 股息率 (%)        | 0.3    | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 1.4    |
| 权益收益率 (%)      | 39.2   | 26.8   | 26.6   | 23.0   | 24.3   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 159.7  | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |

来源: 公司及招银国际研究部

## 中国龙工 (3339 HK, 2.98 港元, 目标价: 3.20 港元, 持有) — 2012 又是艰辛的一年

- ❖ **在中国最大的轮式装载机制造商。**根据工程机械工业协会的销售数据, 中国龙工的销售总额为 44,602 台, 而在 2011 年市场总销量为 244,374 台, 它表示公司占了 18.3% 的市场份额。中国龙工是在中国最大的轮式装载机制造商, 公司为了垂直整合, 还生产一些关键机械部件, 以提高盈利能力的。
- ❖ **盈利提高能力但受经济状况的限制。**公司的「销售及分销成本每对毛利」的比率从 2007 财年的 30.2%, 下降至 2010 财年的 18%。而「行政成本对每毛利」的比率, 从 2007 财年的 14.9%, 下降至 2010 财年的 7.2%。我们看到公司的成本控制正在改善, 而成本结构也在优化。然而, 由于宏观经济政策的影响, 我们估计这些成本比率会于 2011 及 2012 财年轻微上升。
- ❖ **从煤炭开采业中得到机遇。**不断上升的煤炭开采量, 引发了挖掘机和轮式装载机的巨大需求。采矿运营商占了公司的销售约 30%。采矿用机械的使用寿命约为 2 年, 远低于建设用机械的 8 年。此外, 我们估计中国的煤炭开采由在 2011 年的 3,754 万吨, 增至在 2015 年的 4,500 万吨, 公司因而长期受惠。
- ❖ **2012 年是具挑战性的一年。**轮式装载机和挖掘机的销量预计在 2012 财年会有所放缓。我们估计在 2011 财年的总收入为 136.9 亿元 (人民币·下同), 同比增长 13.9%, 而在 2012 财年预测为 132.24 亿元, 同比下降 3.4%。净利润预计在 2011 财年为 17.8 亿元, 比 2010 年同期微升 0.8%, 而 2012 财年预测为 16.22 亿元, 比 2011 年同期下降 8.8%。
- ❖ **我们首次给予中国龙工 (3339 HK)「持有」建议。**公司目现价为 6.4 倍 2012 年市盈率, 这比行业平均值有一个 44.2% 的折让。根据我们对公司 2012 年的估值, 给予中国龙工 3.2 港元的目标价, 相等于 6.9 倍于我们对公司在 2012 年的每股收益预测, 估值为行业的平均值作 40% 的折让, 反映出公司运营成本上升及挖掘机的毛利下降。

### 中国龙工 (3339 HK)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 评级                | 持有          |
| 收市价               | HK\$2.98    |
| 目标价               | HK\$3.20    |
| 市值 (港币百万)         | 12,755      |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 117.4       |
| 52 周高/低 (港币)      | 6.25/2.16   |
| 发行股数 (百万股)        | 4,280       |
| 主要股东              | 李新炎 (55.7%) |

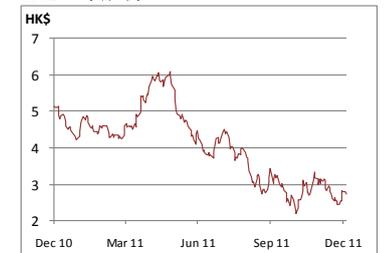
来源: HKE, 彭博

### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -10.2% | -7.1%  |
| 3 月 | -9.6%  | -7.1%  |
| 6 月 | -33.4% | -20.3% |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A | FY10A  | FY11E  | FY12E  | FY13E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (人民币百万)    | 6,901 | 12,020 | 13,690 | 13,224 | 15,900 |
| 净利润 (人民币百万)    | 800   | 1,766  | 1,780  | 1,622  | 2,026  |
| 每股收益 (人民币)     | 0.19  | 0.41   | 0.42   | 0.38   | 0.47   |
| 每股收益变动 (%)     | 21.5  | 120.7  | 0.8    | (8.8)  | 24.9   |
| 市盈率 (x)        | 13.5  | 6.1    | 5.8    | 6.4    | 5.1    |
| 市帐率 (x)        | 2.9   | 2.1    | 1.7    | 1.6    | 1.4    |
| 股息率 (%)        | 2.3   | 4.9    | 5.1    | 4.7    | 5.9    |
| 权益收益率 (%)      | 23.0  | 39.1   | 31.8   | 25.9   | 28.9   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 37.5  | 57.1   | 57.5   | 32.9   | 48.1   |

来源: 公司及招银国际研究部

## 第一拖拉机 (38 HK, 8.95 港元, 目标价: 6.09 港元, 卖出) — 盈利能力收缩, 净利润下降

- ❖ **2011 年的收入有所增长。**第一拖拉机于 2 月 26 日发布了 2011 年度的业绩。农业机械业务的收入从 2010 财年的 81.41 亿元（人民币。下同）同比增长 14.9% 至 2011 财年为 93.56 亿元，工程机械业务的收入从 2010 财年的 8.55 亿元同比大幅下降 49% 至 2011 财年的 4.36 亿元，总收入从 2010 财年的 102.66 亿元同比增长 10.3% 至 2011 财年的 113.28 亿元。第一拖拉机 2011 财年的实际收入略低于我们以前估值的 158.67 亿元，因此，我们把 2012 及 2013 财年的收入预测分别从 136.01 亿元及 155.92 亿元下调至 129.65 亿元及 148.62 亿元。
- ❖ **净利润符合我们的预期。**2011 财年的净利润为 4.11 亿元，这符合我们先前估计的 4.10 亿元。净利润比 2010 财年的 5.43 亿元显著下降了 24.3%。这是由于毛利率收缩所致。毛利率从 2010 财年的 14.8% 下降 1 个百分点至 2011 财年的 13.8%，净利率从 2010 财年的 5.3% 下降至在 2011 财年的 3.6%。虽然存款准备金率（RRR）已经开始有所下降，但我们认为货币政策在 2012 上半年仍然是维持谨慎。故此我们把 2012 及 2013 财年的净利润预测，分别从 4.56 亿元和 5.15 亿元下调至 4.04 亿元和 5.04 亿元。
- ❖ **更长的现金转换周期。**虽然存货周转天数从 2010 财年的 51 天下降至 2011 财年的 46 天，但应收账款周转天数则大幅从 2010 财年的 45 天增加到 2011 财年的 64 天。另一方面，应付账款周转天数只是从 2010 财年的 78 天微升 1 天至在 2011 财年的 79 天。我们认为，虽然现金转换周期有所增加，但考虑到公司净现金状况及截至 2011 年年底的流动比率为 1.2，流动性是应该不会对第一拖拉机造成严重的问题。
- ❖ **第一拖拉机从中国政府的农业政策中受惠，我们认为公司的农业机械销售能保持稳定增长。然而，成本控制是我们对公司的重大关注。**2011 财年的毛利率和净利率分别为 13.8% 及 3.6%。第一拖拉机的盈利能力远远低于其他机械制造商。公司现价为 15.2 倍 2012 年市盈率，比行业平均值的 11.5 倍有 32.4% 的溢价。因为降低了公司在 2012-13 财年的盈利预测，我们把目标价从原来的 6.77 港元下调至 6.09 港元，这是基于我们 2012 财年预测的每股收益的 10.4 倍，相等于行业平均值作 10% 折让。我们维持「卖出」的评级。

### 第一拖拉机 (38 HK)

|                   |                   |
|-------------------|-------------------|
| 评级                | 卖出                |
| 收市价               | HK\$8.95          |
| 目标价               | HK\$6.09          |
| 市值 (港币百万)         | 7,571             |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 49.1              |
| 52 周高/低 (港币)      | 11.41/7.53        |
| 发行股数 (百万股)        | 846               |
| 主要股东              | YTO Group (68.5%) |

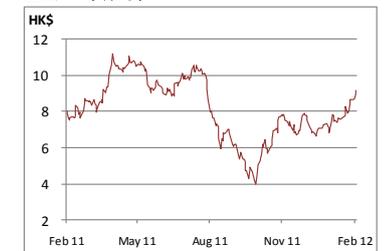
来源: 彭博

### 股价表现

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 17.1% | 6.5%  |
| 3 月 | 22.3% | 12.0% |
| 6 月 | 20.2% | 12.7% |

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY09A | FY10A  | FY11A  | FY12E  | FY13E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (人民币百万)    | 9,005 | 10,266 | 11,328 | 12,965 | 14,862 |
| 净利润 (人民币百万)    | 249   | 543    | 411    | 404    | 504    |
| 每股收益 (人民币)     | 0.29  | 0.64   | 0.49   | 0.48   | 0.60   |
| 每股收益变动 (%)     | 262.8 | 118.3  | (24.3) | (1.8)  | 24.8   |
| 市盈率 (x)        | 25.8  | 11.8   | 15.0   | 15.2   | 12.2   |
| 市帐率 (x)        | 2.3   | 2.0    | 1.9    | 1.8    | 1.7    |
| 股息率 (%)        | 1.6   | 2.6    | -      | 2.0    | 2.5    |
| 权益收益率 (%)      | 9.2   | 18.1   | 12.7   | 11.8   | 13.9   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 净现金   | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |

来源: 公司及招银国际证券预测

# 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-15%至+15%之间  
**卖出** : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%  
**未评级** : 招银国际并未给予投资评级

## 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

---

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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

本报告期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，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银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。