

中国工程机械行业

五大利好因素驱动，2018-2020 年上升周期将延续

- ❖ **结构性利好。**我们预计工程机械的上升周期在 2018-20 年仍将延续，主要受五大利好因素驱动：(1)我们的行业研究模型显示超过 80%的未来需求源于机械设备的更新和升级，这部份需求相对稳健并且下行风险较小；(2)与建筑工程相关固定资产投资额持续上升，但机械设备的保有量反而在缩减，预示未来新增需求存在上升空间；(3)基于更加积极的财政政策和 PPP 项目投资回暖，2018 年下半年基建投资增速将保持稳定，可缓解投资者对行业增速放缓的担忧；(4)采矿投资处于早期复苏阶段，有望提供新增长动力；(5)工程机械行业的主要公司都着力加强现金管理，而非单一追求产能扩张，因此有助降低利润率收缩以及应收账款的风险。
- ❖ **2018-20 年替换需求强劲。**我们基于十余种工程机械设备的一般使用寿命和保有量，计算出未来替换和新增需求的比例。我们的分析显示：(1)路面机械和起重机的保有量在 2014 年达到顶峰后持续下跌，与建筑工程相关固定资产投资额的稳增形成对比；(2)就主要工程机械的年度销量而言，最高点出现在 2011 年，因此大部分工程机械已迈入替换周期。在我们看来，这两项因素将为未来 2 至 3 年工程机械需求增长带来强大支持。
- ❖ **基建支出和煤炭投资有望增长。**机械设备的的需求主要由以下三方面因素驱动：(1)基建支出；(2)房地产开发；(3)煤炭和金属开采投资。招银国际宏观研究预计在 2018 年下半年，基建相关固定资产投资增速将由跌转稳。对于煤炭和金属开采，固定资产投资在 2018 上半年已回归增长，我们认为这是利好因素，将提振对采矿设备的需求。
- ❖ **我们预测 2018/19/20 年工程机械销量的增速将达到 35%/13%/5%。**我们更看好挖掘机和轮式装载机路面机械，因为它们受惠于基建支出。相对而言，我们对混凝土机械更为谨慎，因为它们受房地产开发投资的影响较大，并且保有量持续增长。
- ❖ **我们偏好有以下特征的公司：**(1)盈利惊喜；(2)自由现金流充足；(3)资产负债表稳健。我们首次覆盖三一国际(631HK,目标价 HK\$3.60)和中国龙工(3339HK,目标价 HK\$4.25)，均予以“买入”评级。我们相信三一煤炭及金属开采投资复苏的主要受益者，预计其 2018 年净利润将同比增长>160%。我们偏好中国龙工因为其在轮式装载机行业地位稳固(占中国市场份额 23%)，同时挖掘机和叉车的市场份额在不断提升。我们预计这两家公司将继续产生强劲的自由现金流(因此较大可能提高派息)并且保持净现金流(有助抵御板块潜在的周期下跌风险)。我们也首次覆盖中联重科(1157HK,目标价 HK\$3.47)，予以“持有”评级，主要原因是其受混凝土机械占比较大，负债比率较高以及 ROE 较低。

优于大市

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

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之分析员，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-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	: 招银国际并未给予投资评级

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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之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。