

# 中國工程機械行業

## 上半年業績要點及後續驅動因素

工程機械及重卡製造商上半年業績理想。中聯重科（1157 HK / 000157 CH，買入），三一重工（600031 CH，未評級）及徐工（000425 CH，未評級）等大型工程機械製造商的淨利潤均錄得大幅增長（同比增長 100-200%）。我們認為後續驅動因素包括新產品推出、市場整合、環保政策帶動更新替代需求以及進口替代增加。短期而言，主要製造商在公佈業績後指 9 月份工程機械訂單有所回升。我們預期政府基建開支增長將帶動四季度銷量增加。

- **上半年大型製造商收入增長較為顯著。**行業集中度上升趨勢持續，三一重工和中聯重科等大型製造商收入同比增長超過 50%，主要受惠於起重機及混凝土機械的強勁需求，以及兩者市場份額的增長。挖掘機的替代效應令裝載機需求進一步受壓，柳工（000528 CH，未評級）和中國龍工（3339 HK，持有）等輪式裝載機製造商因此受影響，上半年僅錄得低單位數收入增幅。
- **毛利率擴張。**經營槓桿和產品組合提升，帶動大部份製造商於上半年的利潤率擴張。中聯重科與三一國際（631 HK，買入）毛利率分別同比增長 4.5 個百分點及 3.6 個百分點。我們預計隨着更多產品推出，兩家公司的毛利率仍有上升空間。
- **研發開支持續增加。**主要製造商在上半年提高了研發費用比率。我們相信加強研發是未來的主要趨勢，通過引進智能製造工序降低成本，以及開拓智慧產品將成為公司未來成功的關鍵因素。2019 上半年，濰柴動力（2338 HK，買入）在研發費用上投入 24 億元人民幣，屬行業中最高。在增長方面，三一重工的研發費用同比增長 1.8 倍。在費用比率方面，三一國際將研發費用比率提高 3 個百分點至 6.9%。
- **經營現金流意外強勁。**大部份製造商運營現金流顯著改善，表現令人驚喜。這顯示除追求銷量增長外，製造商仍保持謹慎原則注重收款。強勁的經營現金流反映公司整體盈利質量提升。
- **行業前景：**主要製造商預期嚴格的環保政策包括淘汰老舊機型以及實行新排放標準將繼續支持更新替換需求。另一方面，進口替代將成為零部件製造商的增長動力，如恆立液壓（601100 CH，未評級）在推動液壓泵閥銷售方面進度理想，而濰柴動力目標則是工業動力領域的大缸徑發動機。目前液壓泵閥以及大缸徑發動機兩類產品的市場均由海外製造商主導。

優於大市（維持）

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 買入  | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%        |
| 持有  | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%        |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級               |

### 招銀國際證券行業投資評級

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 優於大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標  |
| 同步大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標  |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。