

工程机械行业 — 受惠长远经济发展，但短期打击可能很严重

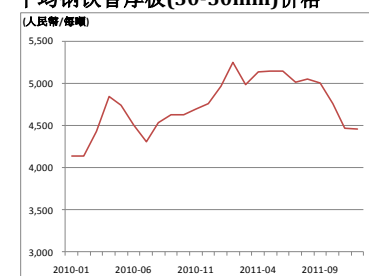
❖ **钢材价格开始下降。**中国的钢材价格从 2010 年 6 月的每吨 4,062 人民币，上升至今年 8 月的 5,063 人民币。由于激烈的市场竞争和对钢材的巨大的消耗，装载机和推土机制造商的毛利率受到显著挤压。反之，起重机和挖掘机的制造商，例如中联重科（1157 HK），因为市场对它的需求相对强劲，故此有关成本上的增加，能够向他们的客户转移，所以他们的利润率得以维持。我们看到中国的钢材价格在第 3 季度尾开始下降，我们认为行业的利润率可在第 4 季度开始改善。

❖ **PMI 下降。**中国十一月份的 PMI 制造业指数录得下降，主要原因是内房的增长放缓，加上永不落幕的欧洲债务危机所导致的环境经济不景，令整个中国出口业大规模减少。然而在紧缩的货币政策之下，对企业的伤害就更深。我们预计明年中国的固定资产投资增速会减慢。

❖ **建设项目的放缓。**在紧缩的货币环境之下，加上地方债务问题，预计明年的建筑项目将有所放缓。据《信报》报导，内房物业开发商雅居乐（3383 HK），宣布它们将把于 2014 年才交付的项目暂停。而开发商们较早前所定立的预售目标，市场普遍认为他们将无法实现。这些因素，都为工程机械制造业明年的销售情况添上阴霾。

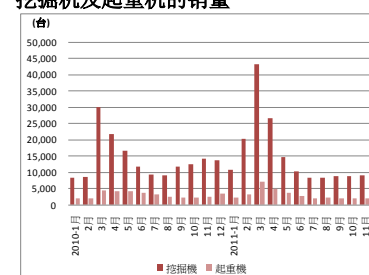
❖ **短期可能非常痛苦。**在中国的「十二五规划」下，国内的生产总值和基础设施的发展都被预期会继续快速增长，所以长远来说，我们对建筑机械行业的发展和增长都抱乐观的态度。然而，由于全球经济不景气和地方债务的问题，我们认为明年固定资产投资的规模将会缩小。此外，部分工程机械的闲置导致行业出现供过于求问题。因此，我们对行业明年的销售增长情况并不乐观。

平均钢铁普厚板(30-50mm)价格



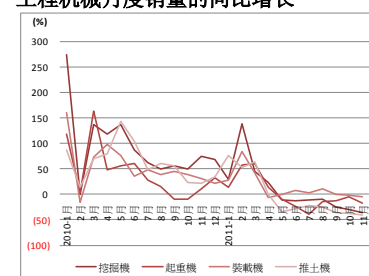
来源: 中国钢铁工业协会

挖掘机及起重机的销量



来源: 中国工程机械工业协会

工程机械月度销量的同比增长



来源: 中国工程机械工业协会

利润率比较

		2009 上半年	2009 下半年	2010 上半年	2010 下半年	2011 上半年
三一重工 (600031 CH)	营业额(人民币百万元)	8,514	10,403	16,882	16,942	30,197
	毛利率(%)	34.2	36.1	37.3	35.7	37.7
	净利率(%)	12.9	14.8	17.0	16.2	19.7
中联重科 (1157 HK)	营业额(人民币百万元)	9,267	11,495	16,089	16,104	24,148
	毛利率(%)	25.8	25.7	28.9	31.8	32.5
	净利率(%)	11.7	11.9	13.7	15.3	19.2
徐工机械 (000425 CH)	营业额(人民币百万元)	9,173	18,678	13,151	11,975	19,433
	毛利率(%)	19.7	19.8	20.2	22.6	21.5
	净利率(%)	9.6	9.3	10.5	12.9	11.5
中国龙工 (3339 HK)	营业额(人民币百万元)	3,573	3,328	6,566	5,454	8,398
	毛利率(%)	20.2	26.9	25.2	32.5	26.2
	净利率(%)	10.1	13.2	14.1	15.4	13.7

来源: 公司及彭博

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为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风险。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。