

中國工程機械及重卡行業

接近上升週期頂點；下調恒立液壓，三一重工和重汽評級

同步大市（下調）

我們將中國工程機械和重卡行業評級從優於大市下調至同步大市，因為我們相信自 2016/17 年以來的上升週期已接近頂點，主要源於以下因素：（1）我們預期地方政府專項債的發行今年可能達到頂峰；（2）我們的行業模型顯示，挖掘機和重卡的更新換代需求已接近頂峰；（3）挖掘機的存量規模增長快於與建築相關的固定資產投資；（4）對重卡而言，7 月份國六的實施很大可能導致需求下降。我們預計挖掘機和重型卡車的銷量將在 2021 年下半年和 2022 年上半年出現同比下降。我們將**恒立液壓 (601100 CH)**、**三一重工 (600031 CH)** 和 **重汽 (3808 HK)** 的評級從買入下調為**持有**。

- **地方政府債券發行今年達到頂峰。**自 2020 年以來，由地方政府專項債快速增長推動的基建投資一直是對工程機械需求的主要驅動因素之一。專項債的發行量在 2020/21 年達到人民幣 3.75/3.6 萬億元，而 2019 年僅為 2.15 萬億元，考慮到潛在項目不足以及刺激計畫後需要控制債務水準等因素，我們認為 2022 年開始新發行債券進一步增加的可能性相對較低。
- **挖掘機：更換需求減少。**在過去五年的上升週期中，更換需求一直是挖掘機銷售的主要動力。根據我們的行業模型，假設正常使用年限為 8-10 年，則更換需求將在 2021-22 年進一步減少。
- **挖掘機的存量規模增長快於與建築相關的固定資產投資。**每台挖掘機對應建築相關固定資產投資金額由 2011 年約人民幣 1600 萬元的穀底上升到 2019 年的 2800 萬元，這意味著供需平衡顯著改善。然而，由於挖掘機銷售的快速增長和建築固定資產投資放緩（部分由於疫情），該數位在 2020 年開始下降（至人民幣 2,600 萬元），這是自 2011 年以來的首次下降。我們預計這種趨勢意味著新需求出現潛在放緩。
- **國六將在 7 月實施。**即將於 7 月實施的國六政策觸發重卡今年前 4 個月出現大量的提前需求（同比增長 56%），主要由於重卡製造商提高了國五車型的銷量（國五將從 7 月開始禁止銷售）。我們預計 2021 年下半年重卡需求將大幅下降。
- **選擇性買入。**我們維持板塊中其他公司的正面觀點，包括**中聯重科**（新產品+混凝土和起重機械的上升週期），**龍工**（由採礦資本支出驅動的輪式裝載機帶來潛在驚喜），**潍柴動力**（非重卡+新能源商用車）和**三一國際**（新產品儲備+機器人業務）保持樂觀。

最近評級和目標價

公司 代碼	三一重工 600031 CH	恒立液壓 601100 CH	重汽 3808 HK	潍柴動力 2338 HK	000338 CH
評級					
新	持有	持有	持有	買入	買入
旧	買入	買入	買入	買入	買入
貨幣	人民幣	人民幣	港元	港元	人民幣
收盤價	29.8	80.47	18.06	17.48	17.46
目標價					
新	31.00	83.00	19.50	24.5	20.5
旧	49.5	95.0	28.5	27.6	23.4
潛在升幅	4%	3%	8%	40%	17%

資料來源：招銀國際證券預測

中國裝備製造行業

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

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（“招銀國際證券”）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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。