

中国工程机械行业

上半年业绩要点及后续驱动因素

工程机械及重卡制造商上半年业绩理想。中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入），三一重工（600031 CH，未评级）及徐工（000425 CH，未评级）等大型工程机械制造商的净利润均录得大幅增长（同比增长 100-200%）。我们认为后续驱动因素包括新产品推出、市场整合、环保政策带动更新替代需求以及进口替代增加。短期而言，主要制造商在公布业绩后指 9 月份工程机械订单有所回升。我们预期政府基建开支增长将带动四季度销量增加。

- **上半年大型制造商收入增长较为显著。**行业集中度上升趋势持续，三一重工和中联重科等大型制造商收入同比增长超过 50%，主要受惠于起重机及混凝土机械的强劲需求，以及两者市场份额的增长。挖掘机的替代效应令装载机需求进一步受压，柳工（000528 CH，未评级）和中国龙工（3339 HK，持有）等轮式装载机制造商因此受影响，上半年仅录得低单位数收入增幅。
- **毛利率扩张。**经营杠杆和产品组合提升，带动大部份制造商于上半年的利润率扩张。中联重科与三一国际（631 HK，买入）毛利率分别同比增长 4.5 个百分点及 3.6 个百分点。我们预计随着更多产品推出，两家公司的毛利率仍有上升空间。
- **研发开支持续增加。**主要制造商在上半年提高了研发费用比率。我们相信加强研发是未来的主要趋势，通过引进智能制造工序降低成本，以及开拓智慧产品将成为公司未来成功的关键因素。2019 上半年，潍柴动力（2338 HK，买入）在研发费用上投入 24 亿元人民币，属行业中最。在增长方面，三一重工的研发费用同比增长 1.8 倍。在费用比率方面，三一国际将研发费用比率提高 3 个百分点至 6.9%。
- **经营现金流意外强劲。**大部份制造商运营现金流显著改善，表现令人惊喜。这显示除追求销量增长外，制造商仍保持谨慎原则注重收款。强劲的经营现金流反映公司整体盈利质量提升。
- **行业前景：**主要制造商预期严格的环保政策包括淘汰老旧机型以及实行新排放标准将继续支持更新替换需求。另一方面，进口替代将成为零部件制造商的增长动力，如恒立液压（601100 CH，未评级）在推动液压泵阀销售方面进度理想，而潍柴动力目标则是工业动力领域的大缸径发动机。目前液压泵阀以及大缸径发动机两类产品的市场均由海外制造商主导。

优于大市（维持）

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

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关于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。

招銀国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招銀国际并未给予投资评级

招銀国际证券行业投资评级

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

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀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。招銀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銀证券编写，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。招銀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(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，未经招銀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国投资者

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个人。