

中国工程机械行业

四大结构性因素延续上升周期至 2020-21 年

我们相信中国工程机械板块在 2020 年有高盈利预见性，利好来自于排放控制政策的收紧和有利于基建的项目融资政策。此外，中国领先的本土品牌具有持续增强的竞争优势，有力成为能够挑战全球行业巨头的格局改变者。因此，我们认为源源不断的进口替代和海外机遇将成为这些行业龙头接下来几年的增长动力。我们首次覆盖三一重工 (600031 CH, TP: RMB19.0, 行业首选)、恒立液压(601100 CH, TP: RMB54.0)，以及潍柴动力-A (000338 CH, TP: RMB15.9)，评级均为买入。

- #1:更新换代需求将达到总销售的 60%；由逐渐收紧的排放标准带动。工程机械“国四”标准将会在 2020 年 7 月强制实行。这个紧迫的时间限制会触发强劲的更换需求。重卡方面，虽然国六 (a) 将会在稍后 2021 年 7 月才强制实行，但我们认为地方政府有提前作执行的可能性。另一方面，部分地方政府已经对旧机型退出历史舞台设了期限。我们的行业模型显示超过 60% 的需求会来自于 2020-2021 年的更换。
- #2:结构性增长机会：进口替代 + 市场份额增加。在国内挖机和液压零部件领域，中国行业龙头企业正在从外资企业手上夺得更多的市场份额。我们在进口替代这个领域看到一个清晰的趋势：龙头企业底气十足，因为有快速提高的产品质量、市场策略和新产品研发做强心针支持。
- #3: 中国主机厂放眼全球市场，释放增长潜力。世界前 50 强的建筑工程生产商在 2018 年的总收入为 1,840 亿美元。三一重工的市场份额在前 50 强中少于 5%。随着中国企业持续的海外投资和日渐趋强的竞争优势，我们认为他们拥有巨大潜力在世界舞台上光芒四射，获得更多市场份额。
- #4: 有利于投资的政策 + 强韧的房地产建设工程。自 2019 年年中开始，中国政府逐渐放松了对地方基建融资控制。招银国际宏观团队预测基建 (不含电力) 增长在 2020 年将加速至 5.5% (对比 2019 年首 10 月数据为 4.2%)，加上强韧的房地产建造业活动将为工程机械需求提供强而有力的支持。
- 上调需求预测。我们预测起重机/混凝土机械/挖机/重卡的需求在 2020 年分别增长 20%/14%/10%/1%。我们预计龙头企业由于获取更多的市场份额，能够达到高于行业的增长。

投资建议

| 公司 | 代码 | 市值 (百万美元) | 评级 | 股价 (当地货币) | 目标价 (当地货币) | 市盈率(x) | | 市帐率(x) | |
|--------|-----------|--------------|----|--------------|---------------|--------|-------|--------|-------|
| | | | | | | FY19E | FY20E | FY19E | FY20E |
| 三一重工 | 600031 CH | 17,766 | 买入 | 14.84 | 19.00 | 11.0 | 9.4 | 2.8 | 2.3 |
| 恒立液压 | 601100 CH | 5,658 | 买入 | 45.10 | 54.00 | 31.3 | 25.3 | 7.2 | 5.9 |
| 潍柴动力-A | 000338 CH | 14,942 | 买入 | 13.13 | 15.90 | 10.6 | 10.0 | 2.3 | 2.1 |
| 潍柴动力-H | 2338 HK | 13,975 | 买入 | 13.63 | 17.90 | 9.9 | 9.3 | 2.1 | 1.9 |

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市 (维持)

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

三一重工 - A (600031 CH, 买入) - 扎根中国 征战远方

迅速提高的产品质量，精准的营销策略、重视研发、加上拥有坚实往绩纪录以及执行力卓越的管理层，三一重工已具备走向世界，在国际舞台与世界巨头比并的能力，为未来数年盈利提供上行空间。短期而言，我们预计三一重工将在 2019/20 年实现每股盈利增长 70%/ 18%，主要由于预期国内需求炽热。我们首次覆盖三一重工，给予买入评级，基于 12 倍 2020 年预测市盈率，目标价定于 19.0 元人民币。三一为我们的行业首选。

恒立液压 - A (601100 CH, 买入) - 巨人杀手 旗开得胜

我们首次覆盖恒立液压，给予买入评级，目标价定于 54.0 元人民币，基于 30 倍 2020 年预测市盈率，对应 2019-21 年 31% 的净利润复合年增长。我们预期恒立清晰已明确的进口替代战略将带动公司进入另一阶段的估值重估。此外，恒立的增长动力更多是源于新产品渗透，有助降低潜在周期波动对公司的影响。我们预期股价催化剂来自较预期为佳的液压泵阀销售以及海外收入。

潍柴动力 - H (2338 CH, 买入) 重卡发动机韧性强；非道路机械成下一增长动力

我们认为潍柴在这次周期的盈利将较上一周期稳健，主要由于（1）更新替换需求炽热，我们预计 2019-21 年的重卡需求将保持在 110 万辆以上；（2）潍柴非道路机械发动机将成为公司的新增长动力，但仍为市场所忽略。考虑到我们上调了重卡的需求预测，以及潍柴的非道路用发动机收入贡献增加，我们上调公司 2020/ 21 年盈利预测 2%/ 9%。我们的 2020-21 年盈利预测较市场预期高出 8-14%。重申买入评级，新目标价为 17.9 港元。

潍柴动力 - A (000338 CH, 买入) 重卡发动机韧性强；非道路机械成下一增长动力

我们认为潍柴在这次周期的盈利将较上一周期稳健，主要由于（1）更新替换需求炽热，我们预计 2019-21 年的重卡需求将保持在 110 万辆以上；（2）潍柴非道路机械发动机将成为公司的新增长动力，但仍为市场所忽略。我们预计潍柴 2020/ 21 年盈利增长为 8%/ 7%。我们的 2020-21 年盈利预测较市场预期高出 8-14%。首次覆盖潍柴动力 A 股，给予买入评级，SOTP 目标价定于 15.9 人民币。

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。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 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 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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年证券交易法规则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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。