

## 中国机床板块

### 结构性行业升级持续, 津上中国成主要受惠者

- ❖ **投资要点:** 我们注意到今年一季度中国机床进口增速强劲(同比增长 58%), 然而国内机床生产量疲弱(同比下降 43%)。我们相信国内高端机床制造商将继续受益于中国制造业结构性升级的大趋势。我们预计**津上中国 (1651 HK)**, **买入**, **目标价: HK\$12.60** 在未来几年将继续获取更多市场份额, 而公司 18 财年的强劲业绩(财年截止至 3 月底)将成为股价上升的催化剂。
- ❖ **国内产量和进口量的剪刀差将持续扩大。** 今年 3 月, 国内金属切割机产量同比下降 28% 至 5 万台, 与此同时机床进口量激增 68% 至 1.1 万台。今年一季度, 国内机床生产量同比下跌 43%, 而机床进口量同比上涨 58%。最新的数据显示, 4 月份机床进口为 8,700 台, 仍然录得 15% 的同比增长。目前国内机床行业下游客户(如汽车以及电子消费产品等)产品结构升级持续, 需求端对机床的精准程度要求更高, 因此我们预计国内产量与进口量的差额将持续扩大。
- ❖ **2018 年一季度 A 股同业公司业绩普遍有所改善。** 我们总结了部分 A 股同业公司的一季度业绩, 总体来看盈利表现有所改善, 主要由于收入增长和毛利率提升所拉动。当中**沈阳机床 (000410 CH)** 2018 年一季度收入同比增长 85%。由于主要生产商大连机床目前仍处于财务困难阶段, 我们认为其他生产商正逐渐从大连机床获取市场份额。
- ❖ **预期津上中国 18 财年盈利强劲。** 津上集团 (6101 JP) 上周五公布 18 财年的业绩, 中国业务收入同比上升 46.7% 至 392 亿日圆, 中国经营溢利同比大幅增长 78% 至 52.3 亿日圆。我们预期津上中国 18 财年将录得超过 2 亿人民币的核心净利润, 同比增长 66%。根据我们的了解, 津上中国 4 月份的订单量保持稳定, 尽管同比略有下跌但仅仅由于 2017 年 4 月的高基数效应。我们维持对公司的正面观点。

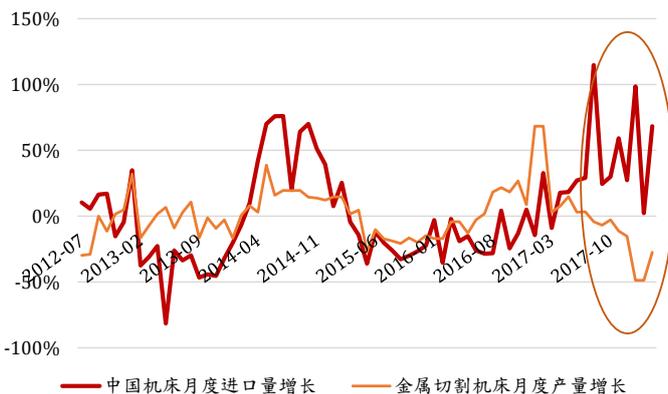
冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

中国设备行业

图 1: 中国机床进口量与国内产量对比



来源: 万得, 国家统计局, 招银国际研究

图 2: 中国金属切割机床月度产量



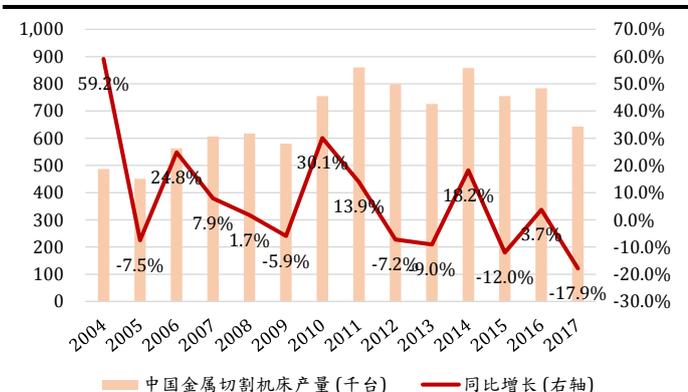
注：我们依据国家统计局发布的实际产量数据以计算增速。  
来源：万得，国家统计局，招银国际研究

图 3: 中国机床月度进口量



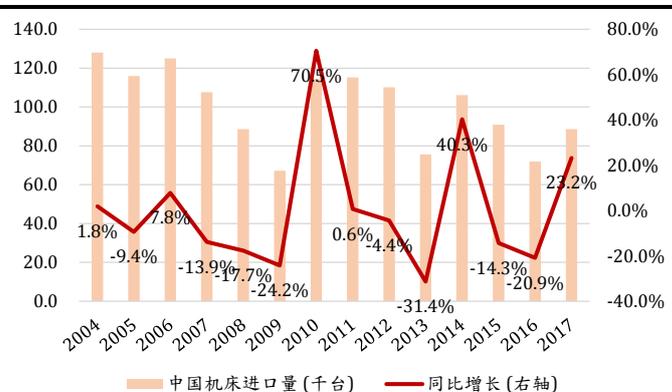
来源：万得，中国海关，招银国际研究

图 4: 中国金属切割机床年度产量



注：我们依据国家统计局发布的实际产量数据以计算增速。  
来源：万得，国家统计局，招银国际研究

图 5: 中国机床年度进口量



来源：万得，中国海关，招银国际研究

图 6: 津上集团(6101 JP) 中国业务表现

百萬日圓 中國業務	FY16	FY17	FY18	變化
收入(對外)	13,612	17,905	28,603	59.7%
內部銷售	11,121	8,841	10,624	20.2%
總收入	24,733	26,746	39,227	46.7%
經營溢利	1,907	2,938	5,231	78.0%

来源：津上集团, 招银国际研究

图 7: A 股同业公司一季度财务数据

<b>沈阳机床 (000410 CH)</b>			
(百万元人民币)	<b>1Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>同比增长</b>
收入	884	1,639	85.4%
销售成本	(662)	(1,221)	84.3%
毛利	222	418	88.7%
经营溢利	(68)	177	n/a
净利润	(267)	13	n/a
			<b>基点变化</b>
毛利率	25.1%	25.5%	0.45
经营溢利率	-7.7%	10.8%	18.47
<b>海天精工 (601882 CH)</b>			
(百万元人民币)	<b>1Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>同比增长</b>
收入	249	294	18.3%
销售成本	(186)	(225)	21.3%
毛利	63	69	9.5%
经营溢利	17	22	26.3%
净利润	11	14	24.8%
			<b>基点变化</b>
毛利率	25.3%	23.4%	(1.88)
经营溢利率	7.0%	7.4%	0.47
<b>日发精机 (002520 CH)</b>			
(百万元人民币)	<b>1Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>同比增长</b>
收入	238	265	11.4%
销售成本	(171)	(186)	8.6%
毛利	66	79	18.5%
经营溢利	16	28	79.7%
净利润	15	20	34.9%
			<b>基点变化</b>
毛利率	27.9%	29.7%	1.78
经营溢利率	6.6%	10.7%	4.07
<b>秦川机床 (000837 CH)</b>			
(百万元人民币)	<b>1Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>同比增长</b>
收入	742	713	-3.8%
销售成本	(624)	(576)	-7.7%
毛利	118	138	16.4%
经营溢利	21	29	37.4%
净利润	5	4	-12.8%
			<b>基点变化</b>
毛利率	15.9%	19.3%	3.36
经营溢利率	2.9%	4.1%	1.22
<b>华东数控 (002248 CH)</b>			
(百万元人民币)	<b>1Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>同比增长</b>
收入	21	23	12.7%
销售成本	(25)	(24)	-3.0%
毛利	(5)	(1)	-72.9%
经营溢利	(20)	(30)	47.9%
净利润	(27)	(31)	14.9%
			<b>基点变化</b>
毛利率	-22.4%	-5.4%	17.00
经营溢利率	-98.7%	-129.5%	(30.86)

来源：公司，招银国际研究

## 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-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	: 招银国际并未给予投资评级

### 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，并可能会受目标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(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人士。