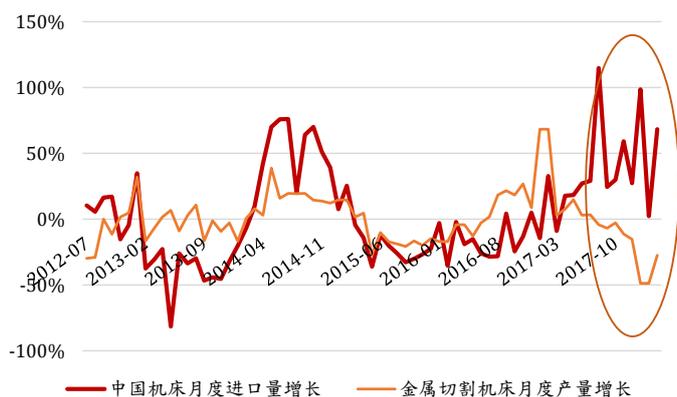


中國機床板塊

結構性行業升級持續，津上中國成主要受惠者

- ❖ **投資要點：**我們注意到今年一季度中國機床進口增速強勁（同比增長 58%），然而國內機床生產量疲弱（同比下降 43%）。我們相信國內高端機床製造商將繼續受益於中國製造業結構性升級的大趨勢。我們預計**津上中國（1651 HK，買入，目標價：HK\$12.60）**在未來幾年將繼續獲取更多市場份額，而公司 18 財年的強勁業績（財年截止至 3 月底）將成為股價上升的催化劑。
- ❖ **國內產量和進口量的剪刀差將持續擴大。**今年 3 月，國內金屬切割機產量同比下降 28%至 5 萬台，與此同時機床進口量激增 68%至 1.1 萬台。今年一季度，國內機床生產量同比下跌 43%，而機床進口量同比上漲 58%。最新的資料顯示，4 月份機床進口為 8,700 台，仍然錄得 15%的同比增長。目前國內機床行業下游客戶（如汽車以及電子消費產品等）產品結構升級持續，需求端對機床的精准程度要求更高，因此我們預計國內產量與進口量的差額將持續擴大。
- ❖ **2018 年一季度 A 股同業公司業績普遍有所改善。**我們總結了部分 A 股同業公司的一季度業績，總體來看盈利表現有所改善，主要由於收入增長和毛利率提升所拉動。當中**瀋陽機床（000410 CH）**2018 年一季度收入同比增長 85%。由於主要生產商大連機床目前仍處於財務困難階段，我們認為其他生產商正逐漸從大連機床獲取市場份額。
- ❖ **預期津上中國 18 財年盈利強勁。**津上集團（6101 JP）上週五公佈 18 財年的業績，中國業務收入同比上升 46.7%至 392 億日圓，中國經營溢利同比大幅增長 78%至 52.3 億日圓。我們預期津上中國 18 財年將錄得超過 2 億人民幣的核心淨利潤，同比增長 66%。根據我們的瞭解，津上中國 4 月份的訂單量保持穩定，儘管同比略有下跌但僅僅由於 2017 年 4 月的高基數效應。我們維持對公司的正面觀點。

圖 1: 中國機床進口量與國內產量對比



來源：萬得，國家統計局，招銀國際研究

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

圖 2: 中國金屬切割機床月度產量



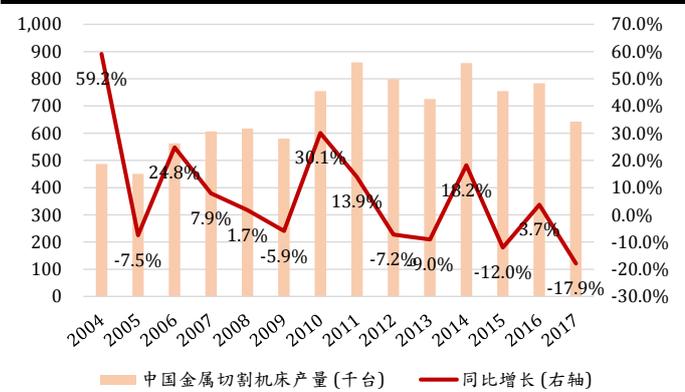
注：我們依據國家統計局發佈的實際產量資料以計算增速。
來源：萬得，國家統計局，招銀國際研究

圖 3: 中國機床月度進口量



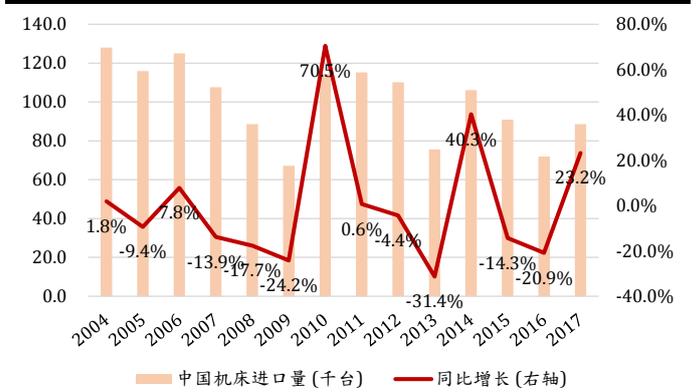
來源：萬得，中國海關，招銀國際研究

圖 4: 中國金屬切割機床年度產量



注：我們依據國家統計局發佈的實際產量資料以計算增速。
來源：萬得，國家統計局，招銀國際研究

圖 5: 中國機床年度進口量



來源：萬得，中國海關，招銀國際研究

圖 6: 津上集團(6101 JP) 中國業務表現

百萬日圓	FY16	FY17	FY18	變化
中國業務				
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%

來源：津上集團, 招銀國際研究

圖 7: A 股同業公司一季度財務資料

沈阳机床 (000410 CH)			
(百万元人民币)	1Q17	1Q18	同比增长
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
			基点变化
毛利率	25.1%	25.5%	0.45
经营溢利率	-7.7%	10.8%	18.47
海天精工 (601882 CH)			
(百万元人民币)	1Q17	1Q18	同比增长
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%
			基点变化
毛利率	25.3%	23.4%	(1.88)
经营溢利率	7.0%	7.4%	0.47
日发精机 (002520 CH)			
(百万元人民币)	1Q17	1Q18	同比增长
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%
			基点变化
毛利率	27.9%	29.7%	1.78
经营溢利率	6.6%	10.7%	4.07
秦川机床 (000837 CH)			
(百万元人民币)	1Q17	1Q18	同比增长
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%
			基点变化
毛利率	15.9%	19.3%	3.36
经营溢利率	2.9%	4.1%	1.22
华东数控 (002248 CH)			
(百万元人民币)	1Q17	1Q18	同比增长
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%
			基点变化
毛利率	-22.4%	-5.4%	17.00
经营溢利率	-98.7%	-129.5%	(30.86)

來源：公司，招銀國際研究

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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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责任。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并不時自行及/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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。