

津上精密機床(中國) (1651 HK)

業績會後維持對正面觀點

- ❖ **投資要點:**我們在參加業績發佈會後維持對津上中國的正面觀點,主要由於公司的訂單情況理想,而且零部件供應短缺的情況正在逐漸改善,更重要的是,管理層有信心於今年維持穩定的毛利率,我們相信此有助消除投資人的憂慮。我們分別上調19及20財年盈利預測6%及10%並加入21財年的預測,我們相應把目標價從12.6港元上調至13.3港元,基於16x 19財年PE(倍數不變),為津上集團(6101 JP)的歷史平均值。我們維持買入評級,並相信津上中國將繼續成為中國製造業升級的主要受惠者。
- ❖ **18財年核心盈利較預期理想。**津上中國18財年同比增長72%至1.96億元人民幣,與早前發出盈喜預告的70%增長接近。強勁的盈利增長主要受以下因素推動:(1)收入同比上升41%至23億元人民幣;(2)毛利率同比擴大2.6個百分點至20.4%;(3)淨財務費用同比下降29%。儘管其他費用從17財年的380萬人民幣上升至3,000萬,但主要由於當中包括出售廠房的虧損約1,533萬以及因人民幣升值而出現的匯兌虧損約1,147萬。此外,我們估計公司的管理費用中包括約1,300萬的上市費用。**假如把以上的一次性費用扣除,公司的核心淨利潤將高達2.33億元人民幣。**公司建議派發每股0.16港元的股息,相當於26%的分派比率。
- ❖ **會議中管理層維持較樂觀語調。**儘管管理層並未明確披露訂單數據,但表示現時產能利用率高,此外,管理層預期19財年的毛利率將不大可能低於18財年,主要由於公司的生產效益持續提升,加上刀塔車床的毛利率在規模效應下正在提升(過去刀塔車床的毛利率低於公司的平均)。
- ❖ **產能升級進度理想。**現時津上中國在浙江平湖擁有四個廠房,實際產能可達9,000-10,000台。公司現時正升級其中一個廠房,預計於2019年4月完成,屆時總體生產能力可達12,000-14,000台。另一方面,安徽的1,200台新生產基地的地面施工已經完成,廠房建設即將展開,新基地預計於21財年投產。
- ❖ **風險因素:**(1)製造業投資意外下跌;(2)關鍵零部件短缺導致潛在生產延誤;(3)未能與津上集團(6010 JP)維持現時的業務關係。

財務資料

(YE Mar 31)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬元人民幣)	1,636	2,314	2,695	3,236	3,703
核心淨利潤(百萬元人民幣)	122	234	270	326	383
核心EPS(元人民幣)	0.41	0.69	0.71	0.85	1.01
核心EPS變動(%)	97.4	68.8	2.8	20.8	17.6
EV/EBITDA(x)	13.9	9.3	7.2	6.1	5.3
市盈率(x)	20.3	13.1	10.8	9.0	7.6
市帳率(x)	3.5	2.4	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	0.0	1.8	2.8	3.3	3.9
權益收益率(%)	20.1	25.8	21.2	21.6	21.6
淨財務杠杆(%)	22.0	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$13.30
(前目標價)	HK\$12.60
潛在升幅	+48%
當前股價	HK\$9.01

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元港元)	3,436
3月平均流通量(百萬元港元)	4.1
52周內股價高/低(港元)	14.36/6.3
總股本(百萬)	381

資料來源: 彭博

股東結構

日本津上集團	70.8%
自由流通	29.2%

資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.1%	-5.6%
3-月	-20.1%	-15.2%
6-月	13.9%	18.8%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: www.tsugami.com.cn/

利潤表

年結：12月31日 (百万人民币)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
总收益	1,636	2,314	2,695	3,236	3,703
销售成本	(1,345)	(1,842)	(2,146)	(2,584)	(2,950)
毛利	291	472	549	652	753
其他收入	3	7	3	3	4
其他收益及亏损净额	(4)	(30)	(5)	(6)	(7)
分销与销售开支	(77)	(98)	(113)	(136)	(156)
行政开支	(42)	(71)	(70)	(78)	(85)
息税前收益	172	280	363	435	508
净财务收入/(费用)	(13)	(9)	2	2	3
利息收入	1	2	2	2	3
融资成本	(13)	(10)	0	0	0
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	160	271	365	437	511
所得税开支	(47)	(77)	(95)	(112)	(128)
税后溢利	113	194	270	326	383
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	113	194	270	326	383
核心利润	122	234	270	326	383
折旧及摊销	42	42	50	58	59
EBITDA	214	322	413	493	567

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日 (百万人民币)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产					
物业、厂房及设备	342	325	395	458	420
预付租赁款项	34	33	33	33	33
联营及合资公司	0	0	0	0	0
无形资产	3	4	3	3	2
递延税项资产	5	7	7	7	7
定期存款	0	0	0	0	0
	384	369	438	501	462
流动资产					
预付租赁款项	15	17	17	17	17
存货	480	504	578	724	779
应收账款及其他应收款项	387	614	670	819	905
已抵押银行存款	7	13	13	13	13
银行结余及现金	124	322	335	471	604
	1,013	1,470	1,614	2,044	2,319
总资产	1,398	1,839	2,052	2,545	2,781
流动负债					
应付账及其他应付款项	358	456	508	639	654
应付票据	83	177	120	236	171
借贷	275	0	0	0	0
税项负债	19	26	26	26	26
拨备	8	11	11	11	11
其他	0	0	0	0	0
	743	671	665	913	863
非流动负债					
借贷	0	0	0	0	0
递延税项负债	2	4	4	4	4
其他	0	0	0	0	0
	2	4	4	4	4
资本及储备					
股东权益	652	1,164	1,383	1,628	1,914
非控股权益	0	0	0	0	0
权益总额	652	1,164	1,383	1,628	1,914
权益及负债	1,398	1,839	2,052	2,545	2,781

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
除税前溢利	160	271	365	437	511
融资成本	13	10	0	0	0
利息收入	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
出售物业、厂房及设备亏损	1	15	0	0	0
折旧	41	42	50	57	58
摊销	0	1	0	0	0
已付所得税	(38)	(69)	(95)	(112)	(128)
营运资金变动	20	(58)	(136)	(47)	(191)
其他	(15)	(5)	0	0	0
经营活动所得现金净额	183	204	182	334	248
购买物业、厂房及设备净投资	(10)	(39)	(120)	(120)	(20)
无形资产投资	(1)	(1)	0	0	0
已收利息	1	2	2	2	3
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	(10)	(39)	(118)	(118)	(17)
股权融资	0	331	0	0	0
净银行贷款	(103)	(275)	0	0	0
已付股息	(27)	(14)	(50)	(81)	(98)
已付利息	(15)	(10)	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	(145)	33	(50)	(81)	(98)
现金及等同现金（减少）增加净额	28	198	13	135	133
年初之现金及等同现金项目	96	124	322	335	471
汇兑及其他	0	0	0	(0)	(0)
年底之现金及等同现金项目	124	322	335	471	604

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
精密自动车床	64%	54%	53%	47%	46%
精密刀塔车床	18%	28%	33%	39%	41%
精密加工中心	7%	7%	7%	6%	6%
精密磨床	6%	5%	4%	4%	4%
精密滚丝机	1%	1%	1%	0%	0%
其他	4%	5%	3%	2%	2%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18%	20%	20%	20%	20%
EBITDA 利润率	13%	14%	15%	15%	15%
息税前利润率	11%	12%	13%	13%	14%
净利润率	7%	8%	10%	10%	10%
增长率 (%)					
收入	21%	41%	16%	20%	14%
毛利	34%	62%	16%	19%	15%
EBITDA	56%	50%	28%	19%	15%
息税前利润	79%	62%	30%	20%	17%
净利润	102%	72%	39%	21%	18%
核心净利润	97%	92%	15%	21%	18%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	2.2	2.4	2.2	2.7
平均应收账款周转天数	56	79	87	84	85
平均存货周转天数	134	97	92	92	93
平均应付账款周转天数	65	81	82	81	80
净负债/总权益比率 (%)	22.0	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	9%	12%	14%	14%	14%
资本回报率	18%	21%	21%	22%	22%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.38	0.57	0.71	0.85	1.01
核心每股盈利(人民币)	0.41	0.69	0.71	0.85	1.01
每股账面值(人民币)	2.17	3.05	3.63	4.27	5.02
每股股息(人民币)	0.00	0.13	0.21	0.26	0.30

来源：公司资料，招银国际预测

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。