

津上精密机床(中国) (1651 HK)

业绩会后维持对正面观点

- ❖ **投资要点:**我们在参加业绩发布会后维持对津上中国的正面观点,主要由于公司的订单情况理想,而且零部件供应短缺的情况正在逐渐改善,更重要的是,管理层有信心于今年维持稳定的毛利率,我们相信此有助消除投资人的忧虑。我们分别上调19及20财年盈利预测6%及10%并加入21财年的预测,我们相应把目标价从12.6港元上调至13.3港元,基于16x19财年PE(倍数不变),为津上集团(6101 JP)的历史平均值。我们维持**买入**评级,并相信津上中国将继续成为中国制造业升级的主要受惠者。
- ❖ **18财年核心盈利较预期理想。**津上中国18财年同比增长72%至1.96亿元人民币,与早前发出盈喜预告的70%增长接近。强劲的盈利增长主要受以下因素推动:(1)收入同比上升41%至23亿元人民币;(2)毛利率同比扩大2.6个百分点至20.4%;(3)净财务费用同比下降29%。尽管其他费用从17财年的380万人民币上升至3,000万,但主要由于当中包括出售厂房的亏损约1,533万以及因人民币升值而出现的汇兑亏损约1,147万。此外,我们估计公司的管理费用中包括约1,300万的上市费用。**假如把以上的一次性费用扣除,公司的核心净利润将高达2.33亿元人民币。**公司建议派发每股0.16港元的股息,相当于26%的分派比率。
- ❖ **会议中管理层维持较乐观语调。**尽管管理层并未明确披露订单数据,但表示现时产能利用率高,此外,管理层预期19财年的毛利率将不大可能低于18财年,主要由于公司的生产效益持续提升,加上刀塔车床的毛利率在规模效应下正在提升(过去刀塔车床的毛利率低于公司的平均)。
- ❖ **产能升级进度理想。**现时津上中国在浙江平湖拥有四个厂房,实际产能可达9,000-10,000台。公司现时正升级其中一个厂房,预计于2019年4月完成,届时总体生产能力可达12,000-14,000台。另一方面,安徽的1,200台新生产基地的地面施工已经完成,厂房建设即将展开,新基地预计于21财年投产。
- ❖ **风险因素:**(1)制造业投资意外下跌;(2)关键零部件短缺导致潜在生产延误;(3)未能与津上集团(6010 JP)维持现时的业务关系。

财务资料

(YE Mar 31)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万元人民币)	1,636	2,314	2,695	3,236	3,703
核心净利润(百万元人民币)	122	234	270	326	383
核心EPS(元人民币)	0.41	0.69	0.71	0.85	1.01
核心EPS变动(%)	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
市帐率(x)	3.5	2.4	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	0.0	1.8	2.8	3.3	3.9
权益收益率(%)	20.1	25.8	21.2	21.6	21.6
净财务杠杆(%)	22.0	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源:公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$13.30
(前目标价)	HK\$12.60
潜在升幅	+48%
当前股价	HK\$9.01

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	3,436
3月平均流通量(百万港元)	4.1
52周内股价高/低(港元)	14.36/6.3
总股本(百万)	381

数据来源:彭博

股东结构

日本津上集团	70.8%
自由流通	29.2%

数据来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.1%	-5.6%
3-月	-20.1%	-15.2%
6-月	13.9%	18.8%

数据来源:彭博

股价表现



数据来源:彭博

审计师:安永

公司网站: 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。