

津上精密机床(中国) (1651 HK)

订单增长强劲; 单价上调

- ❖ **公司背景。**津上中国于2003年由日本津上集团(6101 JP)成立并于2017年9月于香港联交所上市, 主要于中国从事一系列TSUGAMI品牌数控高精度机床的制造及销售。母公司日本津上集团是一家于1937年成立, 且已在东京证券交易所上市逾50年的日本机床制造商。
- ❖ **背靠母公司的强劲品牌与高端技术。**津上中国利用经日本津上集团许可的技术制造所有数控高精度机床, 现时津上中国主要提供五大类主要产品: (1) 精密自动车床, (2) 精密刀塔车床, (3) 精密加工中心, (4) 精密磨床, (5) 精密滚丝机。这些数控高精度机床可应用于各个行业, 包括信息科技及电子产品、汽车、医疗器材、气动部件制造及工程机械。
- ❖ **精密自动车床温和增长。**精密自动车床于18财年(三月底年结)的上半年贡献津上中国58.8%的收入。其下游应用包括手表、计算机及手机等产品。公司估计中国国内的总产能为6,000台, 而公司约占当中50%的市场份额。由于高技术要求, 因此对新进入者形成相当高的门槛。我们预期精密自动车床板块未来将保持温和增长, 主要由于板块独特的行业定位以及公司已拥有相对较高的市场份额。
- ❖ **精密刀塔车床增长空间大。**精密刀塔车床主要应用于多个不同行业但主要应用为汽车生产。现时中国精密刀塔车床市场较分散, 津上中国只占约2%的市场份额, 公司相信凭借卓越的技术及强劲品牌同时具竞争力的价格, 将能够从韩国及台湾的竞争对手中获得市场份额。然而, 公司没有计划采取低定价策略与国内的同业进行竞争。精密刀塔车床于18财年的上半年贡献津上中国22%的收入, 我们预期未来数年的收入占比将提升。
- ❖ **订单强劲; 单价上调。**据我们了解, 津上中国过去一个多月录得历史新高的订单流入, 现时津上中国的设计年产能为6,000台, 公司可以通过员工加班把实际产能上周至8,000台。此外, 我们了解到公司在一月份上调产品价格, 我们相信将有助纾缓零部件成本上升压力以及提升毛利率。
- ❖ **生产线升级拉动增长。**津上中国现时于浙江平湖拥有四个厂房, 公司计划为其中一个厂房进行升级改造, 工程刚于去年12月开始, 预计于2019年三月完成并投产, 预计总产能将较现时提升20-30%。

财务资料

(YE Mar 31)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬元人民幣)	2,058	1,357	1,636
淨利潤 (百萬元人民幣)	178	56	113
EPS (元人民幣)	0.59	0.19	0.38
EPS 變動 (%)	-	-68.7	101.7
市盈率 (x)	-	-	18.1
EV/EBITDA (x)	-	-	25.9
市帳率 (x)	-	-	4.5
股息率 (%)	-	-	0.0
權益收益率 (%)	-	10.2	18.5
淨財務杠杆 (%)	52.3	50.2	22.0

数据源: 公司及招銀國際研究

未评级

当前股价 HK\$11.48

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)	4,378
3月平均流通量(百万港元)	9.5
52周内股价高/低(港元)	13.5/6.3
总股本(百万)	381

数据源: 彭博

股东结构

日本津上集团	70.8%
自由流通	29.2%

数据源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	43.4%	29.9%
3-月	42.9%	24.4%
6-月	n/a	n/a

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.tsugami.com.cn/

- ❖ **增长动力可持续。**日本津上集团于去年 11 月的业绩报告中把 18 财年(三月底年结)下半年的收入和营业利润分别上调 17%及 47%, 相当于同比增长 9%及 63%。考虑到过去津上中国的收入占日本津上集团 75%的收入, 加上最近强劲的订单流入, 相信津上中国于下半年财年将录得可观增长。现时覆盖公司的分析员不多, 估计由于公司的上市时间较短以及市值较小所致。
- ❖ **风险因素：**1) 关键零部件短缺导致潜在生产延误；2) 原材料价格上升。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分內容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的證券及其發行人的观点；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的观点并无直接或间接关系。

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 个工作日内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

买入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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並不时自行及/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，任何機構或個人于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信息，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 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。