

津上精密机床(中国) (1651 HK)

定位精确;受惠中国设备升级大趋势

- ❖ **投资要点。**背靠母公司津上集团 80 年机床技术经验及强劲品牌,加上已建立一支了解中国本地市场的优秀团队,津上中国将成为中国制造业设备升级大趋势的主要受惠者,我们预测津上中国于 18/19/20 财年的核心盈利增长达 66%/26%/17%。津上中国现时市值 40 亿港元,有潜力加入深港通。我们首予买入评级,目标价 HK\$12.60,基于 16x 2019 财年 PE,为母公司津上集团(6010 JP)的历史平均值。
- ❖ **中国是津上集团的重点市场。**津上中国于 2003 年由控股股东津上集团成立并于 2017 年 9 月在香港上市。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,津上中国主要集中于中国大陆及台湾市场,18 财年前 9 个月贡献津上集团 73%经营溢利。
- ❖ **对高端数控机床的强劲需求为津上中国提升市场份额提供机会。**2017 年中国进口的机床数量同比增长 23%,而国内的产量则同比下跌 18%,显示市场对高端机床的需求强劲。我们相信这个分化的趋势将会持续,主要由汽车及电子产品行业的资本开支所推动。津上中国定位于中高端市场,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。津上中国计划推动精密刀塔车床的销售,现时公司只占国内约 2%的市场份额。
- ❖ **生产线升级为未来数年增长奠下基础。**津上中国在浙江平湖拥有四个厂房,现时设计产能为 7,500 台,如果通过增加轮班实际产能可达 9,000-10,000 台。公司现时正升级其中一个厂房,工程于去年 12 月开始,预计于 2019 年 3 月完成,届时总体生产能力可达 12,000-14,000 台。
- ❖ **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) 未能与津上集团维持现时的业务关系。

财务资料

(YE Mar 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万元人民币)	1,357	1,636	2,196	2,636	3,185
净利润(百万元人民币)	62	122	202	255	297
核心 EPS(元人民币)	0.21	0.41	0.59	0.67	0.78
核心 EPS 变动(%)	-67.8	97.4	45.8	12.5	16.5
EV/EBITDA (x)	25.9	16.6	11.2	9.0	7.9
市盈率(x)	47.8	23.7	16.1	13.4	11.5
市帐率(x)	4.7	4.1	3.1	2.6	2.2
股息率(%)	0.0	0.0	1.9	2.2	2.6
权益收益率(%)	11.4	20.1	23.1	21.2	21.0
净财务杠杆(%)	50.2	22.0	净现金	净现金	净现金

数据源:公司及招银国际研究

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$12.60
潜在升幅	+20%
当前股价	HK\$10.50

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)	4,004
3月平均流通量(百万港元)	10.9
52周内股价高/低(港元)	14.36/6.3
总股本(百万)	381

资料来源:彭博

股东结构

日本津上集团	70.8%
自由流通	29.2%

资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.4%	-5.2%
3-月	30.0%	21.5%
6-月	n/a	n/a

资料来源:彭博

股价表现



资料来源: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)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收益						
精密自动车床	1,431	801	1,048	1,375	1,594	1,705
精密刀塔车床	260	236	290	499	682	1,091
精密加工中心	243	133	121	130	148	163
精密磨床	73	81	98	108	123	135
精密滚丝机	10	10	11	13	15	16
其他	39	96	68	70	75	75
总收益	2,058	1,357	1,636	2,196	2,636	3,185
销售成本	(1,650)	(1,140)	(1,345)	(1,765)	(2,115)	(2,572)
毛利	408	217	291	430	521	613
其他收入	18	12	3	2	3	3
其他收益及亏损净额	(3)	(17)	(4)	(4)	(5)	(6)
分销与销售开支	(88)	(68)	(77)	(94)	(113)	(137)
行政开支	(61)	(47)	(42)	(59)	(58)	(70)
息税前收益	273	96	172	274	347	402
净财务收入/(费用)	(20)	(18)	(13)	(10)	(7)	(6)
利息收入	1	0	1	2	2	3
融资成本	(21)	(18)	(13)	(12)	(10)	(9)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0	0
除税前溢利	253	78	160	264	340	396
所得税开支	(75)	(22)	(47)	(75)	(85)	(99)
税后溢利	178	56	113	189	255	297
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	178	56	113	189	255	297
核心利润	192	62	122	202	255	297
折旧及摊销	38	41	42	43	46	47
EBITDA	311	137	214	318	393	450

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)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产						
物业、厂房及设备	394	375	342	329	333	301
预付租赁款项	36	35	34	34	34	34
联营及合资公司	0	0	0	0	0	0
无形资产	2	2	3	2	2	2
递延税项资产	7	5	5	5	5	5
定期存款	0	0	0	0	0	0
	438	417	384	371	374	342
流动资产						
预付租赁款项	22	10	15	15	15	15
存货	721	508	480	536	797	824
应收账款及其他应收款项	126	114	387	286	464	460
已抵押银行存款	0	0	7	7	7	7
银行结余及现金	89	96	124	505	479	677
	957	728	1,013	1,350	1,763	1,984
总资产	1,395	1,145	1,398	1,720	2,137	2,326
流动负债						
应付账及其他应付款项	314	124	358	271	483	433
应付票据	168	56	83	92	119	136
借贷	364	380	275	225	205	205
税项负债	7	9	19	19	19	19
拨备	14	8	8	8	8	8
其他	0	0	0	0	0	0
	866	577	743	615	833	801
非流动负债						
借贷	0	0	0	0	0	0
递延税项负债	3	3	2	2	2	2
其他	0	0	0	0	0	0
	3	3	2	2	2	2
资本及储备						
股东权益	526	565	652	1,103	1,302	1,522
非控股权益	0	0	0	0	0	0
权益总额	526	565	652	1,103	1,302	1,522
权益及负债	1,395	1,145	1,398	1,720	2,137	2,326

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）	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
除税前溢利	253	78	160	264	340	396
融资成本	21	18	13	12	10	9
利息收入	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)
出售物业、厂房及设备亏损	2	0	1	0	0	0
折旧	38	41	41	43	46	47
摊销	0	0	0	0	0	0
已付所得税	(71)	(19)	(38)	(75)	(85)	(99)
营运资金变动	125	(71)	20	(34)	(200)	(55)
其他	8	2	(15)	0	0	0
经营活动所得现金净额	375	50	183	209	108	296
购买物业、厂房及设备净投资	(44)	(22)	(10)	(30)	(50)	(15)
无形资产投资	0	(1)	(1)	0	0	0
已收利息	1	0	1	2	2	3
其他	(22)	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	(65)	(23)	(10)	(28)	(48)	(12)
股权融资	31	0	0	263	0	0
净银行贷款	(325)	14	(103)	(50)	(20)	0
已付股息	0	(17)	(27)	0	(57)	(76)
已付利息	(27)	(16)	(15)	(12)	(10)	(9)
其他	0	0	0	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	(321)	(20)	(145)	200	(86)	(86)
现金及等同现金（减少）增加净额	(11)	7	28	381	(26)	198
年初之现金及等同现金项目	100	89	96	124	505	479
汇兑及其他	(0)	0	0	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	89	96	124	505	479	677

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）						
精密自动车床	70%	59%	64%	63%	60%	54%
精密刀塔车床	13%	17%	18%	23%	26%	34%
精密加工中心	12%	10%	7%	6%	6%	5%
精密磨床	4%	6%	6%	5%	5%	4%
精密滚丝机	1%	1%	1%	1%	1%	1%
其他	2%	7%	4%	3%	3%	2%
合共	100%	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率（%）						
毛利率	20%	16%	18%	20%	20%	19%
EBITDA 利润率	15%	10%	13%	14%	15%	14%
息税前利润率	13%	7%	11%	13%	13%	13%
净利润率	9%	4%	7%	9%	10%	9%
增长率（%）						
收入	-	-34%	21%	34%	20%	21%
毛利	-	-47%	34%	48%	21%	18%
EBITDA	-	-56%	56%	49%	24%	14%
息税前利润	-	-65%	79%	59%	26%	16%
净利润	-	-69%	102%	68%	35%	17%
核心净利润	-	-68%	97%	66%	26%	17%
资产负债比率						
流动比率 (x)	1.1	1.3	1.4	2.2	2.1	2.5
平均应收账款周转天数	11	32	56	56	52	53
平均存货周转天数	80	197	134	105	115	115
平均应付账款周转天数	35	70	65	65	65	65
净负债/总权益比率（%）	52.3	50.2	22.0	净现金	净现金	净现金
回报率（%）						
资产回报率	-	4%	9%	12%	13%	13%
资本回报率	-	10%	18%	22%	21%	21%
每股数据						
每股盈利(人民币)	0.59	0.19	0.38	0.55	0.67	0.78
核心每股盈利(人民币)	0.64	0.21	0.41	0.59	0.67	0.78
每股账面值(人民币)	1.75	1.88	2.17	2.89	3.41	3.99
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.17	0.20	0.23

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。