

津上精密機床(中國) (1651 HK)

定位精確;受惠中國設備升級大趨勢

- ❖ **投資要點。** 背靠母公司津上集團 80 年機床技術經驗及強勁品牌,加上已建立一支了解中國本地市場的優秀團隊,津上中國將成為中國製造業設備升級大趨勢的主要受惠者,我們預測津上中國於 18/19/20 財年的核心盈利增長達 66%/26%/17%。津上中國現時市值 40 億港元,有潛力加入深港通。我們首予買入評級,目標價 HK\$12.60,基於 16x 2019 財年 PE,為母公司津上集團(6010 JP)的歷史平均值。
- ❖ **中國是津上集團的重點市場。** 津上中國於 2003 年由控股股東津上集團成立並於 2017 年 9 月在香港上市。津上集團是一家於 1937 年成立,且已在東京證券交易所上市逾 50 年的日本機床製造商,津上中國主要集中於中國大陸及台灣市場,18 財年前 9 個月貢獻津上集團 73%經營溢利。
- ❖ **對高端數控機床的強勁需求為津上中國提升市場份額提供機會。** 2017 年中國進口的機床數量同比增長 23%,而國內的產量則同比下跌 18%,顯示市場對高端機床的需求強勁。我們相信這個分化的趨勢將會持續,主要由汽車及電子產品行業的資本開支所推動。津上中國定位於中高端市場,相信憑藉卓越的技術及強勁品牌同時具競爭力的價格,將能夠從韓國及台灣的競爭對手獲得市場份額。然而,公司沒有計劃採取低定價策略與國內的同業進行競爭。津上中國計劃推動精密刀塔車床的銷售,現時公司只佔國內約 2%的市場份額。
- ❖ **生產線升級為未來數年增長奠下基礎。** 津上中國在浙江平湖擁有四個廠房,現時設計產能為 7,500 台,如果通過增加輪班實際產能可達 9,000-10,000 台。公司現時正升級其中一個廠房,工程於去年 12 月開始,預計於 2019 年 3 月完成,屆時總體生產能力可達 12,000-14,000 台。
- ❖ **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) 未能與津上集團維持現時的業務關係。

財務資料

(YE Mar 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬元人民幣)	1,357	1,636	2,196	2,636	3,185
淨利潤(百萬元人民幣)	62	122	202	255	297
核心 EPS(元人民幣)	0.21	0.41	0.59	0.67	0.78
核心 EPS 變動(%)	-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
市帳率(x)	4.7	4.1	3.1	2.6	2.2
股息率(%)	0.0	0.0	1.9	2.2	2.6
權益收益率(%)	11.4	20.1	23.1	21.2	21.0
淨財務杠杆(%)	50.2	22.0	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司及招銀國際研究

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$12.60
潛在升幅	+20%
當前股價	HK\$10.50

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)	4,004
3月平均流通量(百萬元港元)	10.9
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	-0.4%	-5.2%
3-月	30.0%	21.5%
6-月	n/a	n/a

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)	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。