

股市

香港/内地

新股短评

公司报告

津上精密机床 (1651 HK)

2017年9月12日

中国领先数控高精密机床制造商

- 中国历史悠久的外资数控高精密机床制造商。** 公司由日本机床制造商日本津上成立，并自2003年起在中国开展业务。公司主要从事一系列 TSUGAMI 品牌数控高精密机床的制造及销售。于2016年以收入计，在中国数控高精密机床行业位居第四，及在中国精密自动车床市场位居第一，市场份额约为34.8%。
- 品牌一直深受各行业制造商广泛认可。** 日本津上目前为全球拥有高质量及高精密度数控高精密机床生产方面专门知识及先进技术的企业之一。源自日本津上，公司一直向日本津上取得该技术的许可，以制造公司数控高精密机床及提供若干售后服务。其品牌一直深受各行业制造商的广泛认可。
- 中国完善的销售网络及强劲的客户基础。** 通过分销商在中国建立销售网络，公司无需承担有关销售及市场推广的巨额成本，且以相对具竞争力的价格按地理区域及工业应用领域向更广泛的终端客户推广数控高精密机床。公司与客户及终端客户沟通，并取得来自客户及终端客户的资料及回馈意见，以了解其业务需求及市场趋势，相信此举有助于改进现有机床及开发新机床。
- 先进的生产技术、强大的订制及开发能力、严谨的生产流程及质量监控。** 公司一直向日本津上取得该技术的许可，以制造数控高精密机床。公司与客户及终端客户沟通，了解不同种类或型号的数控高精密机床的市场需求及趋势，及提供反馈予日本津上，日本津上继而将协助公司改善其现有机床并开发新机床。公司拥有先进的生产技术，执行严谨的生产流程及质量监控将保证公司数控机床的高精密度及质量，并有助于维持公司的声誉。
- 建议谨慎认购。** 公司为国内领先高精密机床制造商，占国内超过三分之一的市场份额。作为全球拥有高质量及高精密度数控机床生产专门知识及先进技术的企业之一附属公司，独立上将有利公司发展。津上精密机床来自母公司的收益过去三年占比分别达到39.3%、27.2%及43.0%。2017年备考市盈率为18至21倍；与亚洲同业相比，估值便宜。香港上市的重庆机电(2722 HK)、力劲(558 HK)及友佳(2398 HK)部份收入来自机床制造，但规模较细，因此可比不大。考虑公司具市场领导地位及先进的生产技术，一季度业绩增速（收入同比增加85%）。建议谨慎认购。

建议谨慎认购

上市资料

	发行价为 4.60 港元	发行价为 5.60 港元
市值	16.56 亿港元	20.16 亿港元
2017年 备考 市盈率（按持续 经营业务溢利）	18 倍	21 倍

*招股书资料

叶海燕, CFA

 (852) 2106 8226
 eva.yip@ebsecn.hk

招股摘要

发行价	4.60-5.60 港元
每手股数	1,000 股
每手金额	5,656.43 港元
发行股数	9,000 万股 (3,000 万股旧股)
配售股数	8,100 万股 (3,000 万股旧股)
公开发售股数	900 万股
集资总额	2.76-3.36 亿港元
保荐人	钜盛资本有限公司
公开招股日	2017年9月12日至2017年9月15日
定价日	2017年9月15日
上市日	2017年9月25日

公司背景

中国历史悠久的外资数控高精密机床制造商。

资金主要用途 (2.275 亿港元)

(以 5.10 港元计算-从发行新股 6,000 万股)

18.6%	用于重建及翻新部分四号生产工厂
7.6%	用于为平湖生产工厂购置及更换生产机器及设备
0.8%	用于进一步扩大销售网络及增加中国的市场渗透率
73.0%	用于偿还银行贷款

往绩财务要点

公司 2016 年财年收入同比减少 34%至 14 亿元人民币，主要由于 2015 财年接获一电子公司（由一家国际电子公司及独立第三方组成，“该电子公司”）的大额销售订单，该等订单在公司推出若干主要新产品之前作出。2016 年财年向该电子公司作出的销售则减少。公司基于日本津上与该电子公司的业务关系及鉴于公司平湖生产工厂的批量生产能力，故向该电子公司提供若干数控高精密机床。

2017 财年销售同比上升 21%，销售回复主要因中国的新增及现有客户对公司数控高精密机床的需求以及公司数控高精密机床的应用领域整体上有所增加而不断扩大业务所致。

由于公司于 2015 财年向该电子公司销售具备各种规格及/或订制且售价及毛利率整体较高的大量数控高精密机床，因此 2015 财年的毛利率较高。2016 财年欠缺高毛利率订单及期内的产量减少导致整体规模经济效益减少，公司于 2016 财年整体毛利率同比减少 3.8 个百分点。毛利率亦由去年同期的 16.0%上升至 2017 财年的 17.8%。整体毛利率增加主要由于公司在中国向从事汽车行业的终端客户出售具备各种订制及/或规格且整体毛利率较高的若干数控高精密机床所致。

公司综合收益表

人民币千元	截至 3 月 31 日止年度			同比	
	2015	2016	2017	2016	2017
精密自动车床	1,430,727	801,281	1,047,911	-44%	31%
精密刀塔车床	260,466	235,502	290,079	-10%	23%
精密加工中心	243,495	133,468	120,755	-45%	-10%
精密磨床	73,384	80,984	98,453	10%	22%
精密滚丝机	10,433	10,074	11,159	-3%	11%
其它	39,225	96,156	67,924	145%	-29%
收入	2,057,730	1,357,465	1,636,281	-34%	21%
销售成本	(1,649,734)	(1,140,356)	(1,345,080)	-31%	18%
毛利	407,996	217,109	291,201	-47%	34%
其它收入及收益	18,746	11,922	3,957	-36%	-67%
销售及分销开支	(88,396)	(68,199)	(76,846)	-23%	13%
行政开支	(60,988)	(47,225)	(41,527)	-23%	-12%
其它开支	(3,098)	(17,078)	(3,795)	451%	-78%
营运利润	274,260	96,529	172,990	-65%	79%
融资成本	(20,961)	(18,311)	(13,060)	-13%	-29%
除税前溢利	253,299	78,218	159,930	-69%	104%
所得税开支	(75,004)	(22,410)	(47,364)	-70%	111%
年内溢利及全面收益总额	178,295	55,808	112,566	-69%	102%

资料来源：公司招股书、光大研究所

综合财务状况表

人民币千元	于 3 月 31 日 底			同比	
	2015	2016	2017	2016	2017
物业、厂房及设备	393,535	374,930	342,221	-5%	-9%
预付土地租赁款项	35,664	34,698	33,802	-3%	-3%
无形资产	1,550	2,231	2,840	44%	27%
递延税项资产	7,311	5,384	5,381	-26%	0%
非流动资产	438,060	417,243	384,244	-5%	-8%
存货	720,581	508,136	479,875	-29%	-6%
应收贸易款项及票据	125,583	114,050	387,295	-9%	240%
预付款项、按金及其它应收款项	21,749	9,950	15,491	-54%	56%
已抵押存款	0	0	6,930	不适用	不适用
现金及现金等价物	89,091	96,093	123,903	8%	29%
流动资产	957,004	728,229	1,013,494	-24%	39%
应付贸易款项及票据	314,052	123,854	358,277	-61%	189%
其它应付款项及应计费用	167,995	56,497	83,347	-66%	48%
应付税项	6,762	8,766	18,713	30%	113%
计息银行贷款及其它借款	363,770	379,829	274,529	4%	-28%
拨备	13,654	8,111	8,483	-41%	5%
流动负债	866,233	577,057	743,349	-33%	29%
递延税项负债	3,199	2,962	2,492	-7%	-16%
非流动负债	3,199	2,962	2,492	-7%	-16%
权益总额	525,632	565,453	651,897	8%	15%

资料来源: 公司招股书、光大研究所

综合现金流量表

人民币千元	截至 3 月 31 日 止 年度		
	2015	2016	2017
经营活动所得现金流量净额	375,183	49,694	182,900
投资活动所用现金流量净额	(65,099)	(22,941)	(10,096)
资本开支	(73,150)	(23,609)	(9,785)
自由现金流	375,183	49,694	182,900
融资活动所用现金流量净额	(320,880)	(19,751)	(144,994)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(10,796)	7,002	27,810
年初现金及现金等价物	99,887	89,091	96,093
年末现金及现金等价物	89,091	96,093	123,903

资料来源: 公司招股书、光大研究所

主要财务比率

	截至 3 月 31 日止年度		
	2015	2016	2017
按产品类别划分毛利率 (%)			
精密自动车床	23.10	17.90	17.70
精密刀塔车床	10.20	7.20	12.50
精密加工中心	6.10	8.20	8.20
精密磨床	27.70	32.70	35.00
精密滚丝机	39.00	25.30	12.20
其它	31.10	17.50	34.80
整体毛利率 (%)	19.80	16.00	17.80
同比 (百分点)	不适用	(3.80)	1.80
销售、分销及行政开支占收入比 (%)	7.26	8.50	7.23
同比 (百分点)	不适用	1.24	(1.27)
营运利润率 (%)	13.33	7.11	10.57
同比 (百分点)	不适用	(6.22)	3.46
净利率 (%)	8.70	4.10	6.90
同比 (百分点)	不适用	(4.60)	2.80
股本回报率 (%)	33.90	9.90	17.30
流动比率 (倍)	1.10	1.30	1.40
速动比率 (倍)	0.30	0.40	0.70
杠杆比率 (%)	69.20	67.20	42.10
净负债比率 (%)	52.26	50.18	23.11

资料来源: 公司招股书、光大研究所

估值比较

公司名称	股票代码	货币	股价 (本地货币)	市值 (百万美元)	市值 (百万 本地货币)	FY0 每股 盈利增长 (%)	FY0 市盈率 (倍)	FY1 市盈率 (倍)	FY2 市盈率 (倍)	往绩 股息率 (%)	FY0 市帐率 (倍)
津上精密机床	1651 HK	港元	4.60-5.60	213-259	1,656-2,016	101.7	17.5-21.3	不适用	不适用	不适用	1.44-1.66
日本上市同业											
大隈控股株式会社	6103 JP	日元	1042.00	1,673	182,953	(25.2)	15.4	14.9	13.2	1.7	1.22
津上精密株式会社	6101 JP	日元	900.00	548	59,921	221.4	14.7	15.9	18.7	1.7	1.76
泷泽	6121 JP	日元	186.00	112	12,235	9.1	14.5	11.1	10.2	2.7	0.84
高松机械	6155 JP	日元	959.00	98	10,689	(40.4)	13.2	10.7	10.2	2.1	0.87
和井田制作所有限公司	6158 JP	日元	560.00	36	3,915	(69.7)	18.8	12.2	11.2	2.5	0.64
均值						19.0	15.3	13.0	12.7	2.1	1.07

A 股上市同业											
宁波华翔	002048 CH	人民币	24.65	1,991	13,029	350.0	16.3	14.8	12.1	0.6	2.43
日发精机	002520 CH	人民币	10.04	842	5,513	(12.5)	101.9	61.0	44.6	0.0	3.19
秦川机床	000837 CH	人民币	7.75	815	5,332	不适用	72.3	不适用	不适用	0.0	1.90
均值						168.8	63.5	37.9	28.4	0.6	2.51

其他地区上市同业											
DMG MORI AG	GIL GR	欧元	52.90	5,038	4,212	(70.0)	72.3	36.5	32.8	1.9	3.49
Starrag 集团	STGN SW	瑞士法郎	62.50	221	211	(52.2)	23.6	17.4	14.7	1.6	1.26
东台	4526 TT	台币	20.70	178	5,351	(78.3)	不适用	15.8	不适用	2.4	1.03
泷泽	6609 TT	台币	23.60	57	1,712	(63.0)	29.3	37.1	不适用	2.5	0.94
均值						(65.9)	41.7	26.7	23.8	2.1	1.68

香港上市同业											
重庆机电	2722 HK	港元	0.94	443	3,464	9.10	6.4	不适用	不适用	4.3	0.44
力劲科技	558 HK	港元	0.75	107	839	不适用	6.0	不适用	不适用	2.2	0.51
友佳国际	2398 HK	港元	1.97	102	794	36.4	10.7	不适用	不适用	3.0	0.83
均值						22.7	7.7	不适用	不适用	3.1	0.59

资料来源: 彭博、公司招股书、光大研究所

是次全球发售完成后股东架构

(假设发售价为 5.10 港元)

日本津上	75.0%
FANUC (6954 JP)	2.0%
SMC Corporation (6273 JP)	2.0%
东京精密 (7729 JP)	3.9%
公众股东	17.1%

资料来源: 公司招股书、光大研究所

风险因素

- 于往绩记录期间，日本津上集团为公司最大的客户，日本津上为公司最大的供货商，且公司亦已自日本津上获得该等商标及技术的许可，倘未能维持该等业务安排，则可能会对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。
- 依赖小部分主要客户，而损失任何一名或多名此等客户或会对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。
- 公司以单一品牌作销售，倘TSUGAMI品牌受损，公司的业务或会受到重大不利影响。
- 公司的数控高精密机床的需求量取决于（其中包括）下游行业（例如IT及电子产品以及汽车行业）的趋势及发展及全球经济状况。
- 外汇汇率波动或会对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

中国光大资料研究有限公司评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：—

- (1) 本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；
- (2) 分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；
- (3) 分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；
- (4) 分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；
- (5) 分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司并无投资银行关系，亦无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

免责声明

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等资料之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大资料研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产，未经本公司事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 24 楼

联络电话：(852) 2106-8101