

公司研究/年报点评

2017年04月18日

电子元器件/元件 II

投资评级：买入（维持评级）

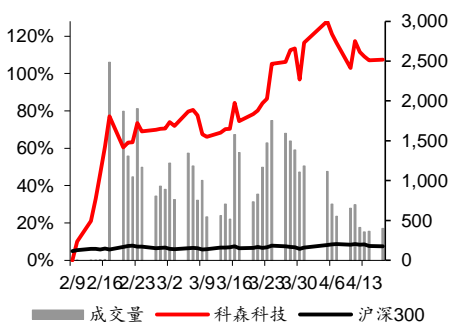
当前价格(元): 56.29
合理价格区间(元): 67.2-76.8

张騅 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

1《科森科技(603626,买入): 颜值时代系列报告三: 借势不锈钢, 新秀崛起》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

业绩触底, 静待好戏开锣

科森科技(603626)

受 3C 产品降价及管理、销售费用影响, 2016 年业绩低于预期

公司 4 月 17 日发布 2016 年年报, 全年实现营收 13.03 亿元, 同比增长 19.49%, 归母净利润 1.89 亿元, 同比下滑 4.71%, 低于预期, 主要是受 3C 产品毛利下滑及管理、销售费用影响: 一方面公司 3C 产品营收 10.93 亿元, 占营收比重维持 84%左右, 但由于终端产品迭代例行降价以及成本上升, 直接材料占总成本比例提升 1.66pct, 3C 产品毛利率下滑 10.05pct 达到 29.97%。费用方面, 公司 16 年研发支出 0.63 亿元, 同比增长 18.22%; 为积极拓展海外市场, 公司 16 年销售费用同比增长 45.31%, 达到 3174 万元, 效果显著, 全年海外收入同比增长 105.84%, 达到 5.26 亿元。

17Q1 研发、销售费用持续投入, 蓄势待发

公司 2017Q1 实现营收 3.08 亿元, 同比增长 17.64%, 净利润 0.20 亿元, 同比下滑 10.33%, 由于政府补贴力度下降, 17Q1 营业外收入 50.2 万元, 同比下滑 60%。公司 17Q1 延续 2016 年的“蓄势”之势, 在研发、销售费用上大笔投入, 单季销售费用、管理费用分别同比上升 41%、39%。公司公告中披露, 3C 产品研发周期一般为 6-9 个月, 随着研发项目陆续实现产业化生产, 有望形成客观的业绩增量, 公司预计仅 2016 年的研发投入项目便可支撑 2-3 年的稳定收入。

客户结构显著优化, 重点加码“双玻璃+金属中框”风潮

2016 年内公司继续深化或新增与正崧、蓝思、瑞仪、富士康等客户的良好合作关系, 前五大客户营收占比降至 69.50%。如我们在之前报告中强调, 新一代 iPhone 有望采用“不锈钢金属中框+双面玻璃”方案, 前端冲压工艺的使用将明显提升产品附加值, 公司有望承接长期重点客户捷普的部分外发订单。由公司 2016 年重点投入的超薄智能手机 LCD 支架、中板模组、高精度边框等研发项目可见, 公司重视智能手机高屏占比及“双玻璃+金属中框”风潮, 已经具备相关的技术积累, 顺势而为, 前景可期。

金属结构件契合颜值时代趋势, 大厂积极扩产显示长期看好

在颜值时代, 金属机壳的渗透率仍有望通过向中低端机型渗透而提升, 金属结构件多元化有望提升 3C 产品金属化率, 高硬度金属中框相较金属机壳单机价值有增无减。近期惠科、蓝思在金属 CNC 上的投入以及传统大厂的扩产显示了产业对于金属 CNC 的长期看好, 16 年公司募投的精密金属制造项目开工建设, 高精金属件生产线技改完成; 东台科森厂房建成投产、新项目开工建设, 此一系列扩产将支撑公司有效响应产业发展需求。

看好研发积淀+产能扩张下公司的高增长, 维持买入评级

基于研发项目、募投项目落地的预期, 维持此前业绩预测, 17-18 净利润分别为 4.05 亿元, 6.03 亿元, 2019 年净利润预测为 8.13 亿元, 我们认为合理估值为 2017 年 35X-40 倍 PE, 维持买入评级, 目标价 67.2-76.8 元。

风险提示: iPhone 需求低于预期, 竞争激烈导致利润率低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	210.67
流通 A 股 (百万股)	52.67
52 周内股价区间 (元)	27.14-61.88
总市值 (百万元)	11,858
总资产 (百万元)	2,303
每股净资产 (元)	7.34

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,090	1,303	2,699	3,737	4,850
+/-%	169.39	19.49	107.20	38.45	29.78
净利润 (百万元)	198.24	188.90	405.44	603.44	812.66
+/-%	340.76	(4.71)	114.64	48.83	34.67
EPS (元, 最新摊薄)	0.94	0.90	1.92	2.86	3.86
PE (倍)	59.82	62.78	29.25	19.65	14.59

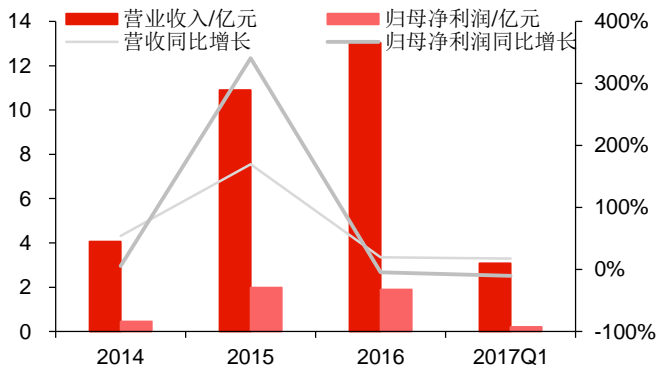
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

研发积淀+产能扩张支撑高增长

2016年公司实现营收13.03亿元，同比增长19.49%，归母净利润1.89亿元，同比下滑4.71%，低于预期。公司16年研发支出0.63亿元，同比增长18.22%。

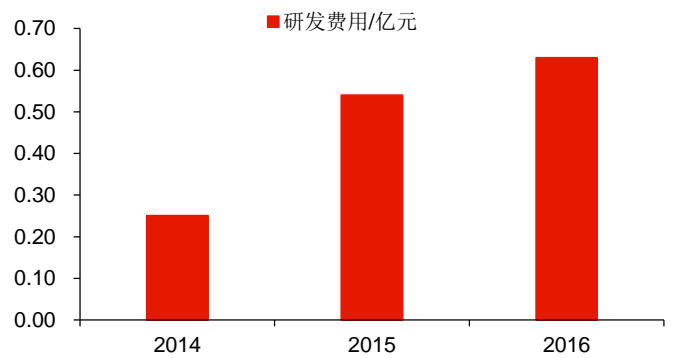
公司研发费用主要投向超薄智能手机的液晶显示屏支架、中板模组、高精度边框、高精度壳体及生产工艺，超薄智能平板电脑的液晶显示屏支架，高品质智能耳机外壳，智能笔快速加工装置，微创手术套管的高精密激光切割工艺、磨刃工艺等20余个研发项目。

图表1: 2016年营收13.03亿元, 2017Q1营收3.08亿元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 16年公司研发支出0.63亿元, 同比增长18.22%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016年公司占地90余亩的募投项目精密金属制造项目开工建设，募投项目高精度电子产品金属件生产线技改项目全部完成；东台科森占地130余亩的厂房全部建成投产，占地200亩的新项目开工建设，此一系列扩产、改造项目将支撑公司有效响应产业发展需求。

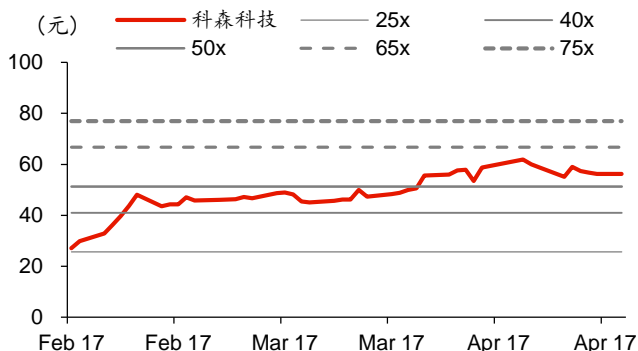
金属CNC仍是产业长期看好的方向

4月13日广西北海与深圳惠科签署移动智能终端产业集群项目和高端显示终端产业集群项目合作备忘录，打造新的千亿元高端显示终端产业集群。其中移动智能终端产业集群项目将分三期在4年内完成建设，共新购置6000台CNC精加工及配套设备，三期CNC精密构件累计年产约12000万套，销售额超过120亿元。

近期惠科、蓝思及CNC加工大厂的产能扩充和证券化表明在“智能手机颜值时代”金属、陶瓷、玻璃、蓝宝石、不锈钢中框百家争鸣的背景下，外观件、结构件的单机价值在提升、加工时间在延长、CNC设备需求量在上升。

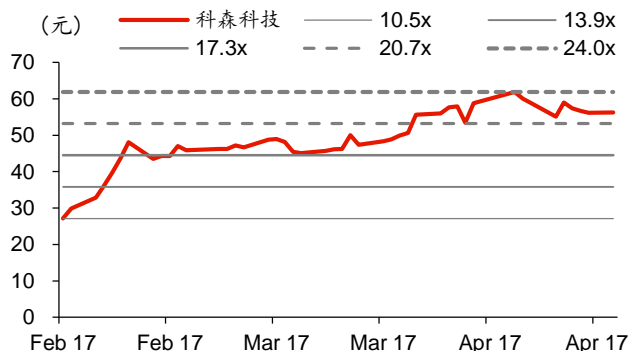
科森科技 PE/PB - Bands

图表3: 科森科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 科森科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	809.47	761.04	2,419	3,326	4,394
现金	91.38	82.68	647.80	878.23	1,309
应收账款	630.72	566.99	1,514	2,094	2,636
其他应收账款	16.45	17.48	59.25	70.53	91.53
预付账款	10.66	5.84	28.42	40.50	46.88
存货	58.50	86.12	169.11	242.12	310.19
其他流动资产	1.76	1.92	0.39	0.55	0.56
非流动资产	525.10	729.39	874.04	956.02	1,023
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	453.42	594.46	746.58	820.07	873.20
无形资产	51.50	78.77	97.32	116.01	134.50
其他非流动资产	20.17	56.15	30.14	19.94	15.01
资产总计	1,335	1,490	3,293	4,282	5,417
流动负债	778.99	700.00	1,206	1,588	1,909
短期借款	283.27	120.00	150.00	150.00	150.00
应付账款	329.10	337.24	896.75	1,261	1,560
其他流动负债	166.62	242.76	158.89	177.11	198.76
非流动负债	138.19	184.14	150.57	154.02	155.62
长期借款	69.00	90.00	90.00	90.00	90.00
其他非流动负债	69.19	94.14	60.57	64.02	65.62
负债合计	917.18	884.14	1,356	1,742	2,064
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	79.00	158.00	210.67	210.67	210.67
资本公积	65.94	5.23	877.41	877.41	877.41
留存公积	272.45	443.07	848.51	1,452	2,265
归属母公司股	417.40	606.29	1,937	2,540	3,353
负债和股东权益	1,335	1,490	3,293	4,282	5,417

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	101.72	400.11	(167.97)	388.31	577.80
净利润	198.24	188.90	405.44	603.44	812.66
折旧摊销	34.71	54.15	69.24	87.70	103.11
财务费用	15.41	7.06	5.04	(10.31)	(24.00)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(166.57)	140.97	(603.59)	(297.94)	(316.36)
其他经营现金	19.93	9.04	(44.10)	5.42	2.39
投资活动现金	(297.21)	(231.92)	(219.66)	(169.69)	(169.64)
资本支出	315.16	243.72	200.00	150.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	17.95	11.80	(19.66)	(19.69)	(19.64)
筹资活动现金	239.35	(182.34)	952.75	11.81	22.76
短期借款	127.83	(163.27)	30.00	0.00	0.00
长期借款	69.00	21.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	79.00	52.67	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(60.72)	872.18	0.00	0.00
其他筹资现金	42.52	(58.36)	(2.10)	11.81	22.76
现金净增加额	45.93	(8.69)	565.12	230.43	430.92

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,090	1,303	2,699	3,737	4,850
营业成本	670.28	884.99	1,744	2,460	3,176
营业税金及附加	5.75	8.22	11.47	17.60	24.68
营业费用	21.85	31.74	68.63	93.50	121.47
管理费用	128.42	155.99	377.91	448.47	582.01
财务费用	15.41	7.06	5.04	(10.31)	(24.00)
资产减值损失	21.90	0.88	15.33	15.95	13.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	226.71	213.90	476.90	711.69	956.90
营业外收入	8.59	5.40	6.20	6.62	6.28
营业外支出	0.35	0.17	0.66	0.72	0.61
利润总额	234.95	219.13	482.44	717.59	962.56
所得税	36.71	30.23	77.00	114.15	149.90
净利润	198.24	188.90	405.44	603.44	812.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	198.24	188.90	405.44	603.44	812.66
EBITDA	276.83	275.11	551.18	789.08	1,036
EPS (元)	0.94	0.90	1.92	2.86	3.86

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	169.39	19.49	107.20	38.45	29.78
营业利润	328.24	(5.65)	122.95	49.23	34.45
归属母公司净利润	340.76	(4.71)	114.64	48.83	34.67
获利能力 (%)					
毛利率	38.52	32.07	35.39	34.17	34.52
净利率	18.18	14.50	15.02	16.15	16.76
ROE	47.49	31.16	20.94	23.76	24.24
ROIC	27.61	24.22	25.72	30.19	33.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.72	59.32	41.19	40.68	38.11
净负债比率 (%)	44.65	28.13	20.74	16.23	13.64
流动比率	1.04	1.09	2.01	2.09	2.30
速动比率	0.96	0.96	1.86	1.94	2.14
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.92	1.13	0.99	1.00
应收账款周转率	2.55	2.12	2.56	2.07	2.05
应付账款周转率	2.86	2.66	2.83	2.28	2.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.90	1.92	2.86	3.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.90	(0.80)	1.84	2.74
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.88	9.19	12.06	15.91
估值比率					
PE (倍)	59.82	62.78	29.25	19.65	14.59
PB (倍)	28.41	19.56	6.12	4.67	3.54
EV_EBITDA (倍)	43.42	43.69	21.81	15.23	11.60

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com