

强烈推荐-A (维持)

康尼机电 603111.SH

当前股价: 14.53 元

2017年09月16日

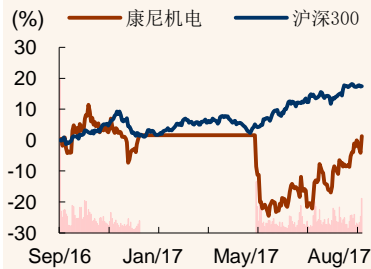
彰显强大收购信心 龙昕市场认识偏差将缩小

基础数据

上证综指	3354
总股本 (万股)	73838
已上市流通股 (万股)	47970
总市值 (亿元)	107
流通市值 (亿元)	70
每股净资产 (MRQ)	1.9
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	52.2%
主要股东	南京工程学院
主要股东持股比例	11.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-0	-1
相对表现	16	-11	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《康尼机电 (603111) — 静待下半年招标催化和收购落地》2017-07-27
- 2、《康尼机电 (603111) — 1 季度受新能源汽车业务拖累 全年增长坚定不动摇》2017-04-25
- 3、《康尼机电 (603111) — 收购市盈率较高 但上涨空间仍大 坚定推荐》2017-04-24

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

事件:

康尼机电昨日公告回复证监会对“收购龙昕科技 100%”交易案的问询, 发布收购草案第三次修订稿, 主要回复内容包括两大方面, **股份锁定安排/业绩承诺修订+龙昕详细财务数据及业绩预测依据**。正如我们之前一直强调的, 本次回复解决了市场关注的两大问题, 实际控制权稳定及增加了龙昕的曝光度, 既反映了康尼对此次收购的决心, 同时也有利于消除之前市场对龙昕存在的较多质疑。按 18 年估算备考 PE 仅为 19.7 倍, 随着市场对龙昕的认识偏差逐渐减少, 未来估值将修复到正常水平, 维持强烈推荐-A 评级。

评论:

1、3+2 解禁方案直接改为锁 5 年 彰显强大的收购信心

康尼机电收购龙昕科技 100% 的股权, 交易对价 34 亿, 现金支付 10.6 亿, 发行股份 23.4 亿, 定价 14.96 元/股。

本次修订稿中康尼机电第一大股东资产经营公司及四名内部董事金元贵、陈颖奇、高文明、刘文平承诺在完成收购之前及之后 5 年内不减持, 原方案为 3+2 (即龙昕科技承诺 5 年业绩, 若前三年达不到承诺业绩则相关股东追加锁定股份 2 年), 以保持控制结构的稳定性, 其他持股高管承诺 2017 年 8 月 1 号之后的 36 个月内减持不超过 10%, 而龙昕科技的交易对手中廖良茂、田小琴、众旺昕 (合计占龙昕 35% 股权) 也承诺收购完成后 5 年内不减持, 同时不增持上市公司股权。康尼机电于 2014 年 7 月 30 号上市, 原 IPO 限售股的解禁时间为 2017 年 8 月 1 号, 本次修订案将 3+2 解禁方案直接改为锁 5 年, 即康尼大股东及主要管理层直接锁定股份长达 8 年, 彰显康尼对龙昕的长期看好及强大的收购信心。

2、新增对龙昕管理团队的超额业绩奖励 权责明确

龙昕科技承诺利润由《二次修订案》的 5 年承诺净利改回《一次修订案》的 3 年承诺, 2017-2019 年龙昕科技分别承诺净利达 2.37、3.07、3.87 亿元, 减少《二次修订案》中 2020-2021 的业绩净利承诺 4.65 亿、6.35 亿元。同时由实际管理团队 (占龙昕 66.4%) 履行业绩补偿协议, 龙昕其他股东不参与业绩补偿, 原因主要系其他股东以财务投资为主, 不参与公司的实际经营, 因而不参与业绩补偿协议。

同时新增超额业绩奖励, 若龙昕在承诺期内每年经营性现金流为正, 且 2019 年应收账款及票据于 2020 年 6 月 30 号收回超过 70%, 则三年累计超出承诺的净利 50% 以现金方式奖励于龙昕管理团队, 但总额不超过 6.8 亿元, 会计处理上由上市公司于承诺期各年内预提并计入当期损益。

本次业绩承诺的修订, 权责明确, 既加大对龙昕管理团队的奖励, 激励龙昕管理团队超额完成承诺业绩, 同时也明确业绩补偿协议的责任主体为管理团队, 有利于保证龙昕承诺利润的完成, 保护上市公司中小股东的权益。

3、为加快收购进度 募集配套减量

本次收购的募集配套金额由 17 亿修订为 11.13 亿，仅覆盖现金支付及交易费用，缩减原拟投入技术研发、新材料及精密表面处理业务的项目 5.88 亿，主要系考虑到本次募投项目用地的取得时间存在较大不确定性，为了尽快推动本次交易进程因而进行缩减。

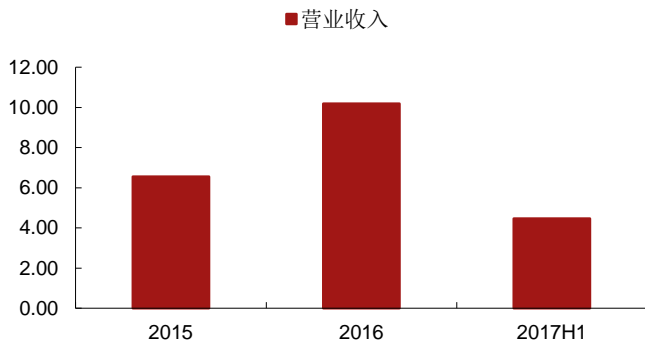
4、与康尼业务协同性为降低主业的生产成本

康尼主业为轨道交通车辆门系统的制造、维修，其中表面处理成本占高铁外门成本的比例为 5.81%，表面处理成本占城轨外门成本的比例为 15.12%。“十三五”是城市轨道交通建设的高峰，叠加存量门系统逐渐进入大修阶段，龙昕未来有助于康尼减少在门制造及维修过程中表面处理的成本，提高康尼门系统的产品毛利率。

5、披露龙昕详细财务数据及业绩预测依据

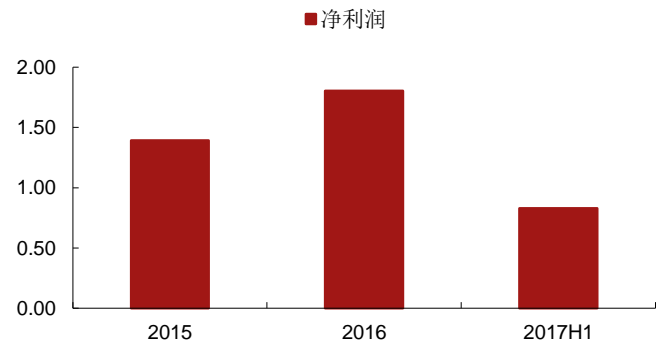
1) 收入：龙昕科技 2015-2016 年、2017H1 收入分别为 6.55 亿、10.2 亿、4.47 亿元，净利分别为 1.4 亿、1.8 亿及 8294 万元。其中 2017H1 的 4.47 亿收入中，2.53 亿为塑胶件全制程，塑胶件表面处理为 1.21 亿，塑胶相关的业务占比约为 83.67%，纳米注塑收入 5276 万元占 12%，金属结构表面处理为 1286 万元占 3%。

图 1：龙昕科技收入增长



资料来源：收购草案、招商证券

图 2：龙昕科技净利润增长



资料来源：收购草案、招商证券

2) 终端客户变化：2017H1 终端客户中 48% 为东南亚市场前十大智能手机品牌，小米+OPPO+VIVO 合计占 50%，其中受益于 OPPO+VIVO 在全球手机出货量的大幅增长，OPPO+VIVO 在龙昕的收入结构占比也由 2016 年的 11.6% 攀升至 2017H1 的 37%，龙昕于 2015 年被 OPPO、VIVO 及其供应链上的东方亮彩、欧朋达、劲胜精密等认证为合格供应商。

3) 商业模式卡位：一级供应商(收入占比 57%)及指定二级供应商(收入占比 41%) 在所有收入中占比 95% 以上，一级供应商主要配套出口的业务，指定二级供应商主要为终端主机厂合作的旗舰机型开发，该业务的毛利率通常较高，而且龙昕的话语权较强，不受一级供应商的影响或挤兑。

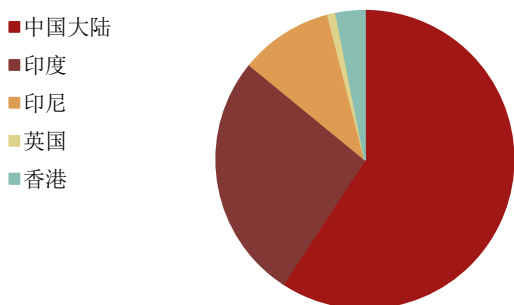
表 1: 三类销售模式具体销售收入及占比情况/单位亿

合作模式	2015 年度		2016 年度		2017 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一供	2.39	36.49%	6.15	60.36%	2.53	56.56%
指定二供	3.37	51.42%	3.56	34.97%	1.84	41.19%
二供	0.79	12.08%	0.48	4.68%	0.10	2.25%
合计	6.55	100%	10.18	100%	4.47	100%

资料来源: 收购草案、招商证券

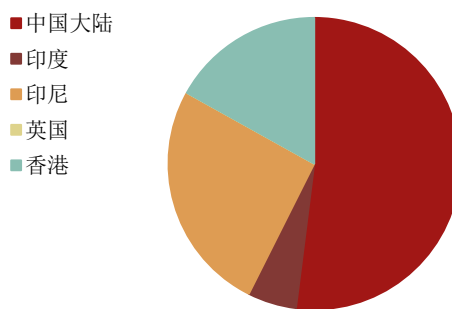
4) 市场及产能: 东南亚市场占比 40%以上, 产能利用率达 100%。

图 3: 龙昕科技 2016 年销售区域



资料来源: 收购草案、招商证券

图 4: 龙昕科技 2017 年 H1 销售区域



资料来源: 收购草案、招商证券

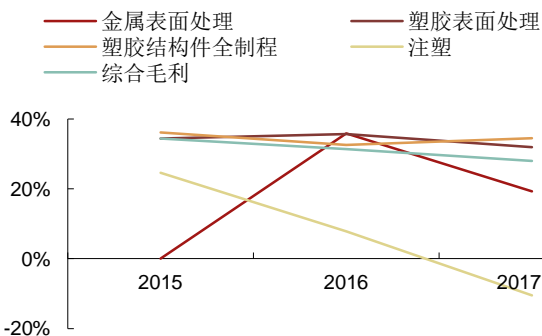
表 2: 龙昕科技近年产能情况

日期	2015 年	2016 年	2017/6/30
塑胶结构件全制程 (万套/年)	3953	7290	7290
塑胶结构件精细表面处理 (万 PCS/年)	11594	11594	11594
金属结构件精细表面处理 (万 PCS/年)	-	995	995

资料来源: 收购草案

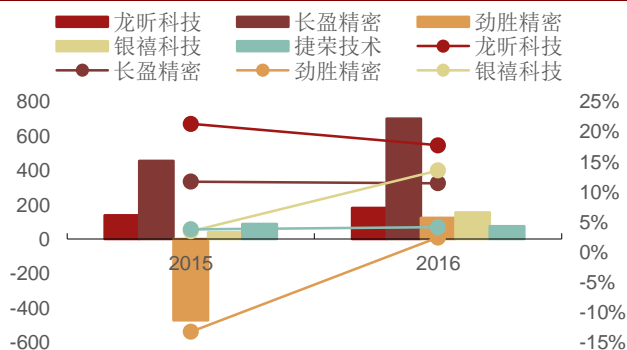
5) 毛利率与三费: 2015 年、2016 年、2017 年 1-6 月, 龙昕科技综合毛利率分别为 34.38%、31.38%、27.97%, 今年上半年下滑主要系去年四季度纳米注塑更改商业模式造成短期该业务亏损, 但今年会逐渐解决该问题。对应期间费用合计 3634 万元、8233 万元和 4560 万元, 占营业收入的比重分别为 5.55%、8.1%和 10.2%, 17 上半年有所增长主要系研发费用投入明显增加, 但目前仍是电子行业中期间费用管理最为优秀的公司。

图 5: 龙昕科技产品毛利率



资料来源: 收购草案、招商证券

图 6: 龙昕科技与同行净利率对比



资料来源: 收购草案、招商证券

6) 在手订单: 截至8月底已签订但未于上半年确认收入的订单4.84亿元, 与客户签订协议, 预计于11月底获取的为3.72亿, 根据客户往年合同资料估算11月底能获取的订单为7770万, 合计9.33亿。上半年龙昕收入4.47亿元, 按2015-2016年情况, 当年签订订单的90%以上会于当年进行确认, 剩余10%于次年确认, 收益法下17年年预计收入13亿。

表 3: 龙昕科技 2017 年在手订单及预计订单情况

类别一: 截至8月31日, 龙昕科技已签订但尚未于上半年确认收入的订单			
客户	对应终端品牌	产品类别	不含税金额/万
东方亮彩	OPPO	塑胶表面处理	16651.58
东方亮彩	小米	塑胶表面处理	1448.023
劲胜精密	OPPO	塑胶表面处理	7130.872
劲胜精密	小米	塑胶表面处理	2121.828
鸿绩塑胶	OPPO	塑胶表面处理	1180.239
长盈精密	OPPO	金属表面处理	9.290848
美高精密	华为	塑胶全制程	23.42126
天翔昌运	华为	塑胶表面处理	2642.872
航嘉驰源	华为	塑胶全制程	190.1237
裕田龙	华为	塑胶表面处理	22.27033
欧朋达	VIVO	纳米注塑及精密注塑	916.8704
欧朋达	VIVO	金属表面处理	6158.004
欧朋达	SONY	纳米注塑及精密注塑	248.547
米琦通信	TCL	塑胶全制程	671.0192
惠州 TCL	TCL	塑胶全制程	1457.577
鼎智通讯	TCL	塑胶全制程	266.5766
万利达	万利达	塑胶全制程	955.7174
比亚迪	LG	金属表面处理	6281.167
合计(类别一)			48376
类别二: 根据与客户签订的框架协议, 预计于11月30日前可获取的订单			
客户	对应终端品牌	产品类别	不含税金额/万
东方亮彩	OPPO	塑胶表面处理	18953.85
劲胜精密	小米	塑胶表面处理	2461.538
劲胜精密	小米	塑胶表面处理	2461.538
天翔昌运	华为	塑胶表面处理	1476.923
润兴	ADVAN、MICROMAX、LAVA	塑胶全制程	14329.01
合计(类别二)			37221.32
类别三: 根据与客户签署等资料, 管理层估算11月30日前可获取的订单			
客户	对应终端品牌	产品类别	不含税金额/万
欧朋达	VIVO	纳米注塑及精密注塑	4145.513
欧朋达	大疆无人机	金属表面处理	312.3077
欧朋达	SONY	金属表面处理	1076.923
航嘉驰源	华为	塑胶全制程	846.1538
东方亮彩	小米	塑胶表面处理	1389.612
劲胜精密			
合计(类别三)			7770.509
合计(三类总计)			93367.83

资料来源: 收购草案、招商证券

7) 业务亮点: 具备将塑胶件进行仿金属效果/金属质感处理的能力, 具备将金属表面进行仿陶瓷效果处理的能力。代表作华为 Mate8/Mate9、OPPO A59S、VIVO X9、LG G5。目前电子研究员从主机厂也得知华为、OPPO 及 VIVO 因上半年金属价格大涨金属结构件成本承压后, 有意将 2500 元以下的机型金属结构件转成塑胶件, 同时要求仿金属的表面处理, 而此块业务的龙头正是龙昕科技。

表 4: 龙昕科技表面处理亮点代表作



资料来源: 主机公司官网、招商证券

8) 业绩预测: 龙昕科技未来五年收入及净利预测如下表, 2017-2020 年收入保持 24% 以上的增长, 净利保持 26% 以上的增长。

表 5: 龙昕科技未来五年业绩预测/单位亿

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
金属结构件精细表面处理	1.72	2.07	2.48	2.85	3.14	3.14
塑胶结构件精细表面处理	1.53	1.75	2.00	2.20	2.36	2.36
塑胶结构件全制程	7.17	9.50	12.13	14.62	16.88	16.88
纳米注塑及精密注塑	2.07	2.48	2.97	3.42	3.76	3.76
其他	0.73	0.93	1.16	1.39	1.61	1.61
收入合计	13.22	16.73	20.73	24.48	27.74	27.74
收入增速%	0.30	27%	24%	18%	13%	0%
净利合计	2.37	3.07	3.87	4.63	5.17	5.17
净利增速%	31%	30%	26%	19%	12%	0%

资料来源: 收购预案、招商证券

7、继续维持“强烈推荐”

正如我们之前多次提示, 本次回复解决了市场关注的两大问题, 实际控制权稳定及增加了龙昕的曝光度, 既反映了康尼对此次收购的决心, 同时也有利于消除之前市场对龙昕存在的较多质疑。17 年预计康尼本部净亿 3 亿, 若考虑龙昕备考, 尽管康尼在复牌之后已创新高, 但目前对应备考 17PE 仍仅为 24 倍(交易对价 34 亿现金支付 10.6 亿, 发行股份 23.4 亿), 按 18 年估算则备考 PE 仅为 19.7 倍, 属于明显低估! 康尼为轨交受益面最确定标的, 加之龙昕的价值开始得到市场认可, 按

18年30倍估值保守测算，上涨空间仍有50%左右，本次修订案加大对龙昕管理团队激励，龙昕在手订单充沛，且明年轨交行业进入高铁+城轨通车明显增长年份，主业及收购标的双重利好，维持强烈推荐！

8、风险提示：轨交车辆招标不达预期，收购不过会等。

轨交车辆招标不达预期：轨道交通属于交通基础设施投资，车辆设备的招标受宏观经济与铁总/地方政府投资进度影响。

收购不过会：本次收购案仅是收购草案的第三次修订版本，未启动报会流程，存在不过会的风险。

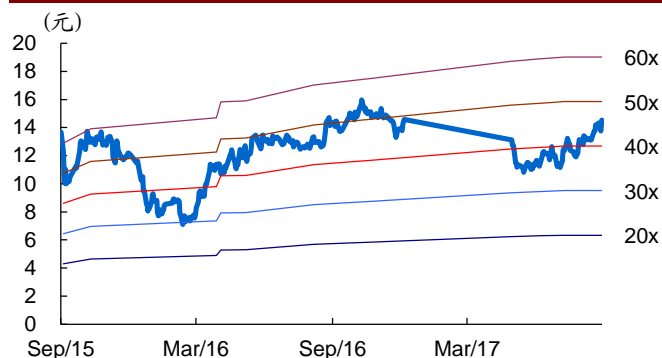
表 1：主要财务指标预测

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1309	1656	2010	2551	5121	6400
同比增长	26%	27%	21%	27%	101%	25%
营业利润(百万元)	148	203	260	345	773	997
同比增长	33%	37%	28%	33%	124%	29%
净利润(百万元)	141	184	240	302	659	841
同比增长	20%	30%	31%	26%	118%	28%
每股收益(元)	0.49	0.62	0.32	0.41	0.74	0.94
P/E(倍)	29.8	23.3	44.7	35.6	19.7	15.5
P/B(倍)	4.4	3.9	8.1	2.8	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券（其中 2018-2019E 为收购龙昕备考利润）

PE-PB Band

图 7：康尼机电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：康尼机电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《康尼机电（603111）—静待下半年招标催化和收购落地》2017-07-27
- 2、《康尼机电（603111）—1 季度受新能源汽车业务拖累 全年增长坚定不动摇》2017-04-25
- 3、《康尼机电（603111）—收购市盈率较高 但上涨空间仍大 坚定推荐》2017-04-24
- 4、《康尼机电（603111）— 主业核心优势地位不变 轨交+消费两足共进开拓新天地》2017-03-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2127	2199	5043	8892	10134
现金	407	292	2662	4104	4155
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	300	331	420	842	1053
应收款项	618	934	1160	2329	2911
其它应收款	104	69	88	176	221
存货	405	386	475	964	1199
其他	293	187	238	477	596
非流动资产	412	487	449	415	384
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	308	395	365	338	314
无形资产	38	37	33	30	27
其他	66	55	51	47	44
资产总计	2538	2685	5491	9307	10518
流动负债	1366	1255	1479	2343	2856
短期借款	310	190	200	0	0
应付账款	482	486	611	1239	1542
预收账款	35	20	25	51	64
其他	538	560	642	1052	1250
长期负债	12	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	44	44	44	44
负债合计	1378	1299	1523	2387	2900
股本	295	738	738	895	895
资本公积金	398	(11)	2324	4508	4508
留存收益	414	595	823	1391	2035
少数股东权益	53	64	83	126	181
归属于母公司所有者权益	1108	1322	3885	6794	7438
负债及权益合计	2538	2685	5491	9307	10518

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	89	62	110	(621)	220
净利润	184	240	302	659	841
折旧摊销	35	50	49	45	41
财务费用	11	11	8	(17)	(33)
投资收益	(12)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(138)	(252)	(268)	(1379)	(695)
其它	10	18	25	77	71
投资活动现金流	(461)	4	(10)	(10)	(10)
资本支出	(124)	(124)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(337)	128	0	0	0
筹资活动现金流	145	(181)	2270	2072	(159)
借款变动	184	(185)	10	(200)	0
普通股增加	6	443	0	156	0
资本公积增加	8	(409)	2335	2184	0
股利分配	(43)	(59)	(74)	(90)	(198)
其他	(10)	29	(2)	23	39
现金净增加额	(226)	(115)	2370	1441	51

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1656	2010	2551	5121	6400
营业成本	1018	1248	1571	3185	3963
营业税金及附加	16	20	25	50	63
营业费用	111	130	166	307	384
管理费用	306	343	434	819	1024
财务费用	10	8	8	(17)	(33)
资产减值损失	4	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	6	6	6	6
营业利润	203	260	345	773	997
营业外收入	27	41	25	34	34
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	230	299	368	806	1029
所得税	35	44	47	104	133
净利润	195	256	321	702	896
少数股东损益	11	16	20	43	55
归属于母公司净利润	184	240	302	659	841
EPS (元)	0.62	0.32	0.41	0.74	0.94

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	21%	27%	101%	25%
营业利润	37%	28%	33%	124%	29%
净利润	30%	31%	26%	118%	28%
获利能力					
毛利率	38.6%	37.9%	38.4%	37.8%	38.1%
净利率	11.1%	11.9%	11.8%	12.9%	13.1%
ROE	16.6%	18.1%	7.8%	9.7%	11.3%
ROIC	12.2%	14.5%	7.4%	9.5%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	48.4%	27.7%	25.6%	27.6%
净负债比率	12.2%	7.1%	3.6%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.8	3.4	3.8	3.5
速动比率	1.3	1.4	3.1	3.4	3.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.7	3.2	3.7	4.4	3.7
应收帐款周转率	3.3	2.6	2.4	2.9	2.4
应付帐款周转率	2.4	2.6	2.9	3.4	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.62	0.32	0.41	0.74	0.94
每股经营现金	0.30	0.08	0.15	-0.69	0.25
每股净资产	3.75	1.79	5.26	7.59	8.31
每股股利	0.20	0.10	0.12	0.22	0.28
估值比率					
PE	23.3	44.7	35.6	19.7	15.5
PB	3.9	8.1	2.8	1.9	1.7
EV/EBITDA	21.7	17.0	12.9	6.5	5.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。