

2017年3月23日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

研究助理王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

13811332227

## 业绩符合预期，拟 34 亿元并购消费电子精密结构件表面处理龙头——龙昕科技

投资评级：买入（维持）

### 投资要点

■ 2016 年营收同比+21.4%，归母净利润同比+30.5%，符合预期。公司产品类型包括主营业务轨道交通类产品、新能源汽车零部件及其他。其中轨道交通类产品包括门系统、连接器、内部装饰和配件。主营业务 2016 年营收 14.7 亿元，同比+16.9%，占比 73.2%，同比-2.8pct，毛利率 40.6%，同比+0.24pct。主营业务分细项看，门系统营收 12.6 亿元，同比+13.9%，得益于轨交行业整体发展，占比 62.5%，同比-4.1pct，毛利率 41.4%，同比+0.5pct；配件收入大幅增长，达 1.4 亿元，同比+81.2%，得益于门系统维修维保业务快速发展，占比 6.9%，同比+2.3pct，毛利率 46.2%，同比+1.0pct。连接器和内部装饰营收小有下滑，主要是干线铁路新车订单减少所致，但二者占总营收比 3.9%，同比-1.0pct，比例较小，对公司影响不显著。2017 年城市轨道交通发展迅猛，2016 年新增里程 535 公里，根据数据统计，2017 年有望达 800-1000 公里，同比+50%-87%，高铁动车组总量有下滑风险。综合计算，估算 2017 年公司主营业务营收（国内部分）同比+19%-25%。

■ 综合毛利率保持平稳，三费率率同比-2.0pct，经营水平改善。2016 年销售费用 1.3 亿元，占总营收比 6.5%，同比-0.3pct；管理费用 3.4 亿元，占比 17.0%，同比-1.4pct；财务费用 773 万元，占比 0.4%，同比-0.3pct；总费用 4.8 亿元，占比 23.9%，同比-2.0pct。三项费率占总营收比均呈下降态势。综合销售毛利率 37.9%，同比-0.6pct；销售净利率 12.7%，同比+0.9pct；净资产收益率（加权）20.8%，同比+2.8pct；总资产收益率 11.83%，同比+0.8pct。

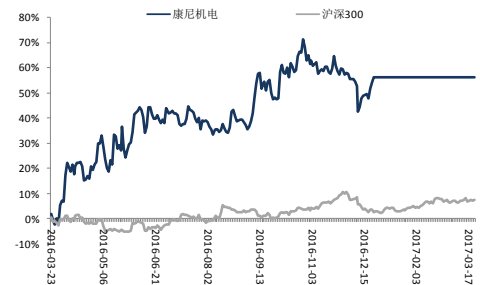
■ 34 亿元拟收购龙昕科技，强势介入消费电子精密结构件。龙昕科技为消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商，行业内处于领先水平。公司是 OPPO、VIVO、华为、TCL、乐视、万利达、富士康、比亚迪等客户合格供应商。资产对价 34 亿元，其中发行股份支付 23.4 亿元，配套融资不超过 17 亿元，其中 10.6 亿元用于现金对价，5.9 亿元用于陶瓷+3D 玻璃项目投资等。17-19 年业绩承诺 2.38/3.08/3.88 亿元，复合增速 28%，收购价格对应 2017 年 PE 为 14X。本次交易完成后，上市公司股权结构不会发生明显变化，不会导致控制权变化。

### 盈利预测与投资建议：

受益标准动车组潜在放量，公司传统主业市占率有望逐步提高；公司闸机扇门、新能源客车电动塞拉门等新产品开始贡献业绩，市场前景宽广；公司拟收购龙昕科技，进军消费电子领域，有望迅速形成第三主业。预测 2017-2019 年 EPS 为 0.41/0.50/0.60 元，对应 PE 36/30/25X；考虑并购及配套融资，备考 EPS 0.54/0.67/0.82 元，对应 PE 27/22/18X 维持“买入”评级。

■ 风险提示：高铁动车组发展不及预期，新产品推广不急预期，并购失败风险

### 行业走势



### 市场数据

收盘价（元）	14.70
一年最高价/最低价	11.00/32.19
市净率	8.66
流通 A 股市值（亿元）	56.39

### 基础数据

每股净资产（元）	1.70
资产负债率（%）	48.39
总股本（亿股）	7.38
流通 A 股（亿股）	3.84

### 相关研究

公司点评：成都城轨市场发展迅猛，拟成立成都康尼扩大战略纵深 2016.12.18  
 公司点评：公司三季报业绩同比稳健增长，坚定看好公司机电一体化综合实力 2016.10.29  
 公司点评：股价上涨创历史新高，“机电一体化”实力雄厚预期做大做强 2016.10.27  
 公司点评：中报业绩符合预期，“机电一体化”工业 4.0 的优质标的 2016.8.23  
 公司点评：业绩符合预期，轨交门系统龙头高增长仍将持续 2016.4.13  
 公司点评：收购黄石邦柯终止，外延发展不会改变 2015.12.28

附件：

**1、2016年新能源汽车零部件营收测算2.72亿元，同比+71%，高端制造装备销售超过2000万元。**

根据公司2014年年报，新能源零部件全年实现营收5062万元，同比+400%，2015年达到1.59亿元，同比+214%，2016年达到2.72亿元，同比+71%。据中国汽车工业协会统计，2016年汽车产销创历史新高，全年产销量分别为2811.9万辆和2802.8万辆，其中新能源汽车产销分别为51.7万辆和50.7万辆，同比分别+51.7%和+53.0%。根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》，到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆；假设200万辆目标届时可以达成，则2017-2020年产销量CAGR 40%。可以看到，公司新能源汽车零部件创新产品不断，技术实力十分强劲，其营收增速显著高于行业平均增速。

**2、主营业务：预计将持续快速增长，得益于市占率提升、维修维保上量和“一带一路”海外扩张。**

国内城市轨道交通发展迅速，公司城市轨道交通车辆自动门系统产品近10年来在国内市场占有率持续保持在50%以上，如上所述，我们预测2017年新增各种制式城轨运营里程有望同比+50-87%；另外，公司已经运营的自动门系统产品相继进入维修期，今年配件收入同比+81.2%，预期未来持续增长。同时，**中国标准动车组将推动动车组门系统的国产化步伐，公司市占率有望进一步提升。**2017年1月3日，国家铁路局向中车长客、中车青岛颁发了中国标准动车组型号合格证和制造许可证，动车组九大关键技术和十项配套技术的部件实现了国产化，2月25日，中国标准动车组样车上线运营。公司干线车辆门系统国内市场占有率为47%且新品贡献率达80%以上；高速列车门系统占国内市场份额的30%，分项来看，公司在动车组内部门市占率近70%，地位稳固，外部门市占率约20%-25%，外资占比约75%-80%。**中国标准动车组强调100%国产化，其采用的正是康尼的高速列车门系统，我们预期随着标动的逐渐量产，公司门系统的市占率会进一步明显提升。**同时，公司是庞巴迪、阿尔斯通、西门子等国际知名厂商的门系统直接供应商，具备独立开拓海外市场的能力，2017年有望借助“一带一路”战略，加速中国标准的海外输出，扩大海外业绩。

**3、公司新产品层出不穷，打开多个特色领域市场空间，未来有望为公司提供丰厚回报。**

公司具有很强的研发能力，研发人员544人，占到总人数19.6%。2016年完成了货运动车组门系统、城轨车辆自动翻转座椅等产品鉴定工作，闸机扇门模块系统和新能源客车电动塞拉门在2016年实现销售收入。

**1、闸机扇门模块系统。**2016年，公司实现闸机扇门模块的销售收入，已在南京地铁一号线、二号线、三号线等运营线路上全面应用。**闸机扇门模块是公司自主研发的轨道交通站台闸机核心部件，长期被国外技术垄断，公司产品具备高安全、高可靠性、高性价比特点，市场主要竞争对手是德国Magnetic、瑞典固力保，进口替代空间巨大。**根据我们测算，同时考虑城轨闸机的增量和存量更换，且不考虑其他领域的应用，其闸机扇门模块的年均市场空间介于1-2亿元。

**2、新能源客车电动塞拉门。**2016年，公司自主研发的新能源公交车门系统产品（电动塞拉门）成功推向市场，获得首个55辆车（75套门系统）订单并实现交付。公司运用轨道车辆塞拉门的成熟技术，结合公交车门系统特点，进军公交塞拉门细分市场。康尼塞拉门和传统摆门相比主打安全舒适理念，符合客车行业发展趋势。根据wind统计数据，2016年国内纯电动客车+插电混合客车共计产量13.5万辆，同比+20.4%，假设2017年能够实现25%同比增长率，则估算全年新能源客车产量16.9万辆。**每辆公交车配备2.5个塞拉门，单个门造价1.5-2.0万元，平均每辆公交车塞拉门可带来4.4万元收入。**假设塞拉门未来在新能源公交车，包括新增和存量替换，可达40%的渗透率，则稳定后的国内市场空间约40亿元。康尼塞拉门系统采用模块化设计，零部件集成装配，拆装方便，可维护性好，随着后续需求放量，规模生产，成本下降空间很大。同时考虑塞拉门海外市场输出预期，有望给公司带来更多的业绩增量。

**4、34亿元对价拟收购龙昕科技100%股权，强势介入消费电子精密结构件领域。**

**1. 交易方案。**标的资产对价34亿元，其中发行股份支付23.4亿元（发行价格14.96元/股），配套融资不超过17亿元，其中10.6亿元用于现金对价，5000万元为交易费用，5.9亿元用于“新材料精密结构件表面处理建设项目、精密结构件表面处理搬迁与技改项目，研发中心项目”。本次交易构成重大资产重组，需提交中国证监会并购重组委员会审核。

**2. 收购标的业务类型。**龙昕科技为消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商，在行业内处于领先水平。公司的主营业务为面向塑胶、金属精密结构件的真空镀膜、特殊涂装、3D 镭雕等精细表面处理服务，同时覆盖纳米注塑、模具开发、塑胶注塑等结构件成型业务，并具备新材料结构件的真空镀膜、纳米喷镀等表面处理新工艺的研发应用能力，产品类型包括华为Mate8&9机壳（陶白色）、OPPO A59S机壳及中框、VIVO X9机壳、VR眼镜及平衡车等。通过本次配套融资，**公司拟提前布局5G领域所需陶瓷、3D玻璃等新材料表面处理业务及进行技术储备，并加大VR头显、智能玩具、智能穿戴等产品开发，培育新的业绩增长点。**

**3. 业绩承诺。**龙昕科技2017年、2018年、2019年合并报表口径扣除非经常性损益前后孰低的净利润分别不低于2.38亿元、3.08亿元、3.88亿元。

**5、纳入上证380指数，新型蓝筹属性获得认可。**

公司2016年12月12日被纳入上证380指数，权重0.26%。上证380指数是由380家规模适中、成长性好、盈利能力强公司组成，以综合反映上交所一批新兴蓝筹公司整体表现，入选指数是对公司未来发展潜力的肯定，也为公司带来相关指数资金的配置需求，对股价形成一定支撑。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2198.6</b>	<b>2498.0</b>	<b>3020.0</b>	<b>3647.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>2010.1</b>	<b>2452.4</b>	<b>2967.4</b>	<b>3590.5</b>
现金	292.3	580.8	700.1	840.4	营业成本	1247.9	1520.5	1839.8	2226.1
应收款项	1333.4	1343.8	1626.0	1967.4	营业税金及附加	19.7	24.3	29.4	35.5
存货	385.5	499.9	604.9	731.9	营业费用	129.7	158.2	191.4	231.6
其他	187.4	73.6	89.0	107.7	管理费用	348.2	418.6	506.3	612.3
<b>非流动资产</b>	<b>486.8</b>	<b>475.4</b>	<b>452.9</b>	<b>427.7</b>	财务费用	7.7	-1.6	-7.4	-11.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	5.7	5.0	5.0	5.0
固定资产	416.0	405.8	384.6	360.5	其他	-2.5	4.2	4.2	4.2
无形资产	36.5	35.3	34.1	32.9	<b>营业利润</b>	<b>260.0</b>	<b>341.6</b>	<b>417.2</b>	<b>505.5</b>
其他	34.2	34.2	34.2	34.2	营业外净收支	39.3	20.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>2685.3</b>	<b>2973.4</b>	<b>3472.9</b>	<b>4075.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>299.3</b>	<b>361.6</b>	<b>437.2</b>	<b>525.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>1255.5</b>	<b>1326.1</b>	<b>1562.5</b>	<b>1848.7</b>	所得税费用	43.8	52.9	63.9	76.8
短期借款	190.0	200.0	200.0	200.0	少数股东损益	15.6	4.6	5.6	6.7
应付账款	802.6	916.5	1108.9	1341.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>239.9</b>	<b>304.1</b>	<b>367.7</b>	<b>441.9</b>
其他	262.9	209.6	253.6	306.9	EBIT	270.3	332.1	401.8	486.2
<b>非流动负债</b>	<b>43.8</b>	<b>43.8</b>	<b>43.8</b>	<b>43.8</b>	EBITDA	313.0	375.1	447.3	533.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	43.8	43.8	43.8	43.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1299.3</b>	<b>1369.9</b>	<b>1606.3</b>	<b>1892.5</b>	每股收益(元)	0.32	0.41	0.50	0.60
少数股东权益	63.8	68.4	74.0	80.8	每股净资产(元)	1.79	2.08	2.43	2.85
归属母公司股东权益	1322.2	1535.1	1792.5	2101.8	发行在外股份(百万股)	738.4	738.4	738.4	738.4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2685.3</b>	<b>2973.4</b>	<b>3472.9</b>	<b>4075.1</b>	ROIC(%)	15.1%	18.6%	22.4%	24.6%
					ROE(%)	18.1%	19.8%	20.5%	21.0%
					毛利率(%)	36.9%	37.0%	37.0%	37.0%
					EBIT Margin(%)	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
					销售净利率(%)	11.9%	12.4%	12.4%	12.3%
					资产负债率(%)	48.4%	46.1%	46.3%	46.4%
					收入增长率(%)	21.4%	22.0%	21.0%	21.0%
					净利润增长率(%)	30.5%	26.8%	20.9%	20.2%
					P/E	45.24	35.69	29.52	24.56
					P/B	8.21	7.07	6.06	5.16
					EV/EBITDA	38.83	32.59	27.86	23.89

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

