



2017 年 09 月 24 日

增持(首次评级)

当前价: 41.85 元
目标价: 50.54 元

电子行业研究组

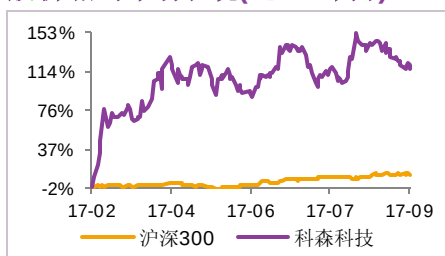
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 彭星煜

电话: 15901194401
邮箱: pengxingyu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1303	2431	3607	4744
(+/-)	19.5%	86.6%	48.4%	31.5%
归母净利	189	391	590	802
(+/-)	-4.7%	107%	50.9%	36.0%
EPS(元)	0.64	1.33	2.00	2.72
P/E	65	32	21	15

资料来源: 联讯证券研究院

科森科技(603626.SH)

【联讯电子公司研究】科森科技(603626): 服务国际知名客户, 快速崛起的精密金属结构件厂商

投资要点

✧ 快速崛起的精密金属结构件厂商

科森科技主营业务为精密金属结构件的研发、设计与制造, 提供手机、平板电脑、医疗手术器械、光伏产品等精密金属结构件, 主要客户包括苹果、捷普、索尼、乐视、美敦力、强生、Zimmer、Solar City、IronRidge 等国际知名企业。

✧ 厚积薄发, 为国际知名企业供货

2016 年公司实现营业收入 13.03 亿元, 实现归属母公司股东的净利润 1.89 亿元, 同比分别增长 19%和-5%。

2017 年上半年公司实现营业收入 7.76 亿元, 实现归属母公司股东的净利润 0.57 亿元, 同比分别增长 28%和-21%。净利润减少的原因主要系 3C 产品研发费用上升导致。公司为某知名品牌客户系列产品储备了较多的金属结构件研发项目, 例如不同材质的中框及其配套结构件产品, 导致研发费用增加了 0.30 亿元。随着下半年研发项目的量产, 预计全年研发费用率将会下降。

之前公司产品主要是金属结构件小件。下半年公司为国际大客户供应精密金属结构中框大件, 助推公司业绩增长。

✧ 消费电子业务增长迅速, 医疗器械保持高毛利率

公司手机及平板电脑结构件业务占公司营业收入绝大部分(2016 年占 84%), 近年来该业务营业收入和出货量保持了较快增长, 同时不断拓展产品品类。医疗器械结构件业务以与柯惠合作为主线, 保持了较高的毛利率。光伏产品结构件为 Solar City 和 IronRidge 等供货。

✧ 精研技术保持领先, 产能扩充缓解供给紧张

公司拓展相关高精技术加工领域, 加强研发中心新技术开发能力, 技术处于业内较高水平。同时基本实现了金属产业链的全覆盖, 可以满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的需求。

公司各业务均保持了较高的产能利用率。公司通过 IPO 募集资金 9.1 亿元, 大部分用于扩充产能, 改善目前产能紧张的状况。公司计划在 A 股发行可转债 6.1 亿元, 并自筹 3.9 亿元, 进一步扩大产能。

随着产能的有效提升, 公司将开发新的产品, 改变目前以制造小件产品为主的局面, 逐步加强手机后壳、笔记本电脑后壳等大件产品的开发力度, 扩充产品种类, 扩大公司规模。

✧ 以服务国际知名客户为主线, 开拓国际和新应用领域市场

公司继续以服务大客户为主线, 深化与现有客户的合作并开拓新的客户。计



划走向国门开拓国际市场，并努力在其他应用领域复制现有经营模式，开发数个国际知名客户。

✧ 盈利预测与投资建议

随着公司产能不断扩充以及与国际大客户的合作，我们认为公司业绩将进入快速增长期。预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 24.3 亿、36 亿、47.4 亿元，增长率分别为 87%、48%、32%。2017~2019 年公司归属母公司股东的净利润分别为 3.91 亿、5.90 亿、8.02 亿元，增长率分别为 107%、51%、36%。对应 2017~2019 年 EPS 分别为 1.33 元、2.00 元、2.72 元。对应的市盈率分别为 32、21、15。给予公司 2017 年 38 倍 PE，目标价格 50.54 元。首次覆盖给予“增持”评级。

✧ 风险提示

行业竞争加剧的风险；市场开拓不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；募投项目投产进度不及预期的风险。



投资案件

投资评级与估值

预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 24.3 亿、36 亿、47.4 亿元，增长率分别为 87%、48%、32%。2017~2019 年公司归属母公司股东的净利润分别为 3.91 亿、5.90 亿、8.02 亿元，增长率分别为 107%、51%、36%。对应 2017~2019 年 EPS 分别为 1.33 元、2.00 元、2.72 元。对应的市盈率分别为 32、21、15。给予公司 2017 年 38 倍 PE，目标价格 50.54 元。首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

公司扩产项目进展顺利；市场开拓顺利；维持与大客户合作、持续获得订单；有能力转嫁上游原材料上涨所带来的成本增长。

有别于大众的认识

市场可能会认为智能终端增长放缓，在无线充电和 5G 的趋势下，金属外壳将会被玻璃、陶瓷等材料取代，同时行业竞争激烈，不利于公司业绩增长。

我们认为尽管智能终端增速放缓、金属外壳会被新的材料取代，但是金属中框+玻璃/陶瓷等材质的方案将会兴起。金属中框结构复杂，具有比金属外壳更高的加工难度和加工时长，单体的市场价格将会明显提升，这一部分需求将会带来市场增长。

过去主要用于中高端手机的金属结构件正逐步渗透至中低端产品，预计未来终端产品中金属精密结构件渗透率将进一步提升。

公司具有业内领先的技术水平，与国际知名大客户建立了良好的合作关系。通过不断扩充产能，加强研发中心新技术开发能力，全面提升高精密金属结构件制造的技术水平，基本实现了金属产业链的全覆盖，满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的需求。公司同时开拓国际和新应用领域市场。看好公司借助与国际大客户的合作快速崛起。

股价表现催化剂

- 1、与国际大客户合作顺利，获得更多订单；
- 2、下游客户销售火爆；
- 2、新的市场开拓顺利。

核心风险提示

下游技术路线改变的风险；下游行业增速放缓的风险；研发进度不及预期的风险；与大客户合作发生变化的风险。



目 录

一、快速崛起的精密金属结构件厂商	6
（一）厚积薄发，为国际知名企业供货	6
（二）借国际大客户实现快速增长	8
二、消费电子业务增长迅速，医疗器械保持高毛利率	11
三、募集资金扩大产能，双管齐下开拓市场	14
（一）精研技术保持领先，产能扩充缓解供给紧张	14
（二）以服务国际知名客户为主线，开拓国际和新应用领域市场	17
（三）公司毛利率在同类企业中处于领先地位	18
四、智能终端、医疗器械、光伏行业发展驱动金属结构件增长	19
（一）智能终端增速放缓，金属结构件渗透率持续增加	19
（二）微创手术的发展带动精密金属手术器械的需求	23
（三）太阳能光伏行业回暖，新增装机容量快速增加	24
五、盈利预测与投资建议	26
六、风险提示	27

图表目录

图表 1： 公司手机及平板电脑结构件产品	6
图表 2： 公司医疗手术器械结构件产品	7
图表 3： 公司光伏产品结构件、一般精密结构件产品	7
图表 4： 公司股权结构	8
图表 5： 2012~2017H1 科森科技营业收入、归母净利润及增长率	9
图表 6： 2016 年科森科技营业收入构成	9
图表 7： 2011~2016 年科森科技毛利率、净利率、ROE（加权）	10
图表 8： 2016 年科森科技各项费用率	10
图表 9： 2011~2016 年科森科技各业务营业收入	10
图表 10： 2011~2016 年科森科技各业务营业收入占比	10
图表 11： 2013~2016 年科森科技各业务毛利率	11
图表 12： 2013~2016 年前五客户和捷普销售占比	11
图表 13： 2012~2016 年手机及平板电脑结构件营业收入	11
图表 14： 2015~2016 年手机及平板电脑结构件出货量	11
图表 15： 2013~2016 年手机及平板电脑结构件平均单价	12
图表 16： 2013~2016 年手机及平板电脑结构件毛利率	12
图表 17： 2011~2016 年医疗手术器械结构件营业收入	12
图表 18： 2013~2016 年医疗手术器械结构件出货量	12
图表 19： 2013~2016 年医疗手术器械结构件产品单价	13
图表 20： 2013~2016 年医疗手术器械结构件毛利率	13



图表 21: 2011~2016 年光伏产品结构件营业收入.....	13
图表 22: 2013~2016 年光伏产品结构件出货量.....	13
图表 23: 2013~2016 年光伏产品结构件产品单价	14
图表 24: 2013~2016 年光伏产品结构件毛利率.....	14
图表 25: 2011~2016 年一般精密金属结构件营业收入和增长率.....	14
图表 26: 2013~2016 年一般精密金属结构件毛利率.....	14
图表 27: 公司技术发展计划	15
图表 28: 2013~2016H1 各业务产能利用率.....	15
图表 29: 2013~2017H1 手机和平板电脑结构件产能利用率	15
图表 30: 公司 IPO 募投计划.....	16
图表 31: 公司发行 A 股可转债用于精密金属结构件、组件制造项目	16
图表 32: 2016 年 1~6 月公司销量占苹果公司出货比例.....	17
图表 33: 公司市场开发计划	18
图表 34: 2012~2016 年同行业公司相关业务营业收入	19
图表 35: 2012~2016 年同行业公司相关业务毛利率.....	19
图表 36: 2007~2016 年全球智能手机出货量及增长率	20
图表 37: 2013~2016 年全球智能手机出货量及占手机出货量比例.....	20
图表 38: 2015~2020 年全球平板电脑出货量及增长率	21
图表 39: 2010~2016 年全球笔记本电脑出货量及增长率.....	21
图表 40: 结构件合金与工程塑胶比较	21
图表 41: 2015~2020 年中国智能手机金属外壳渗透率	22
图表 42: 智能手机金属中框实物图.....	22
图表 43: 2005~2015 年全球微创手术器械市场规模.....	24
图表 44: 各国微创手术医疗器械市场占比	24
图表 45: 2006~2016 年全球太阳能光伏装机容量及增长率	25
图表 46: 2006~2016 年中国太阳能光伏装机容量及增长率	25
图表 47: 2017~2019 年公司营业收入预测.....	26
图表 48: 可比公司估值情况	27
图表 49: 科森科技 PE Band.....	27
图表 50: 科森科技 PB Band.....	27
附录: 公司财务预测表(百万元)	28



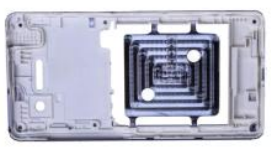
一、快速崛起的精密金属结构件厂商

(一) 厚积薄发，为国际知名企业供货

科森科技（603626.SH）主营业务为精密金属结构件的研发、设计与制造，提供手机、平板电脑、医疗手术器械、光伏产品等精密金属结构件，主要客户包括苹果、捷普、索尼、乐视、美敦力、强生、Zimmer、Solar City、IronRidge 等国际知名企业。

公司业务以 3C 产品中的手机、平板电脑为主，以笔记本电脑和其他产品为补充。公司 2013 年前后进入 iPad 供应链，2014 年前后进入 iPhone 供应链，2015 年前后进入部分笔记本电脑供应链。公司于 2017 年 2 月 9 日在上海证券交易所上市。

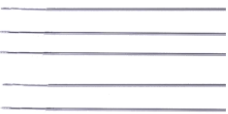
图表1： 公司手机及平板电脑结构件产品

产品名称	主要内容	产品名称	主要内容	产品名称	主要内容
静音键按钮类产品		子母连接器		手机保护壳	
音量键按钮基座类产品		智能手环盘		镜头环类产品	
智能手环壳		指纹识别按键基座		Wi-Fi 芯片元器件	
背光条类产品		平板电脑板底		标志类产品	
中板类产品		数据线接口			

资料来源：公司招股说明书、联讯证券



图表2： 公司医疗手术器械结构件产品

产品名称	主要内容	产品名称	主要内容	产品名称	主要内容
血管切割、闭合手术器械		组织融合开放器械		微创腹腔镜手术器械	
超声刀夹持扩管		骨钉		外壳发生器类产品	
手术刀加持扩管		胫骨髓内棒		吸引凝血器类产品	

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

图表3： 公司光伏产品结构件、一般精密结构件产品

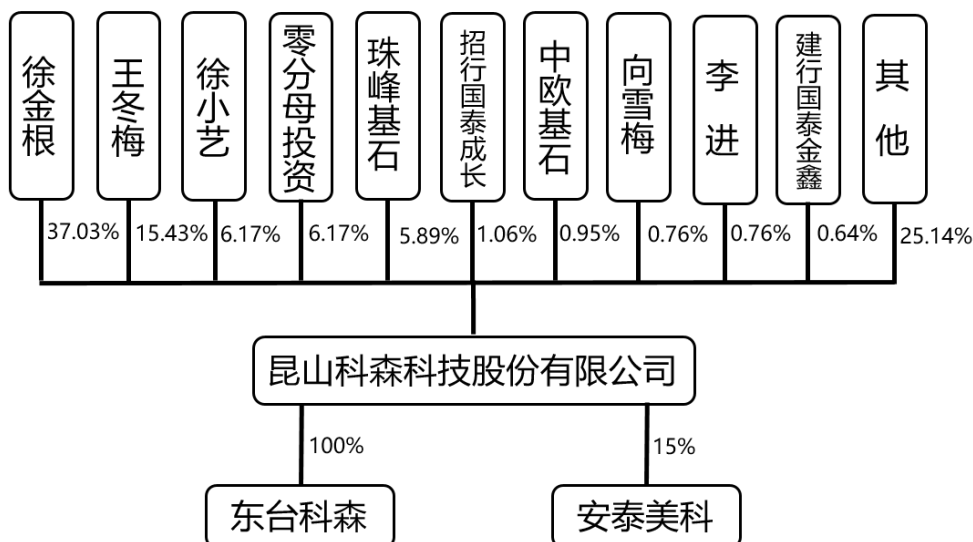
产品名称	主要内容	产品名称	主要内容	产品名称	主要内容
太阳能防水板套件类产品		太阳能升降器配件		太阳能互锁组装件类产品	
电脑类产品结构件		汽车类产品结构件		电视类产品结构件	

资料来源：公司招股说明书、联讯证券



公司实际控制人为徐金根先生和王冬梅女士，二人为夫妻关系，分别持有 37.03%、15.43% 的公司股份，合计持有 52.46% 的公司股权。徐小艺为二人的女儿，持有 6.17% 的公司股权。

图表4： 公司股权结构



资料来源：公司半年报，联讯证券

公司的发展主要分为三个阶段。

第一阶段：（2003～2007 年）技术积累和研发学习阶段。2003 年科森精密成立，通过向上海新朋金属制品有限公司等厂商供应金属配件，初步掌握了产品研发及金属材料加工技术。企业处于技术积累和研发学习阶段，此时的订单量虽小，但所产金属配件已应用于松下、索尼等知名客户终端产品。

第二阶段：（2008～2010 年）消费电子类产品快速发展，医疗手术器械结构件小批量供货。1、在医疗结构件领域，科森精密自 2008 年起和柯惠集团不断反馈沟通，试制微创手术器械结构件产品。经历试制、获得认证、试用、进入供应商名单获得认可、小批量供货、大额订单承接、工业化生产等过程。2、在消费电子类产品上，2008 年以后，科森精密开始和富士康、仁宝公司合作，依靠在医疗领域积累的精密金属结构件加工经验及过程控制能力，提供较高精度、较高品质的产品应用于手机零部件制造，因而获得了客户的认可，从而得到更多订单份额。逐步拥有成熟的产品制造能力、流程开发能力和高效的生产工艺。

第三阶段：（2011 年～至今）手机及平板电脑结构件业务快速发展，客户结构不断优化，医疗手术器械结构件销售稳步上升。1、在医疗手术器械结构件领域，自 2014 年连续两年获得柯惠集团颁发的年度全球供应商质量大奖。2、在手机及平板电脑结构件业务领域，公司 2011 年下半年与捷普集团接触并进入供应商名单，2012 年下半年开始承接平板电脑按钮类的大额订单，手机及平板电脑结构件业务快速增长。公司直接为捷普集团、富士康等知名公司供货，产品应用于苹果、联想、索尼等品牌手机及平板电脑等。

（二）借国际大客户实现快速增长

2016 年公司实现营业收入 13.03 亿元，实现归属母公司股东的净利润 1.89 亿元，同比分别增长 19%和-5%。2016 年全球平板电脑和笔记本电脑市场呈现负增长，但智能



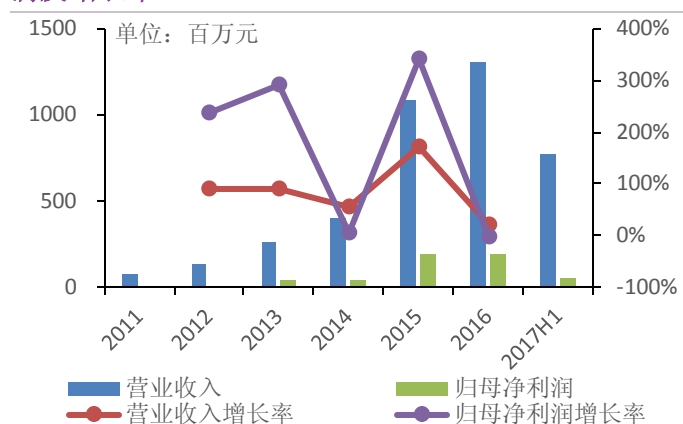
手机、医疗器械市场再创新高。净利润下降是由于行业竞争加剧、客户例行降价、公司销售费用增长等因素所致。

2016 年公司手机及平板电脑结构件实现营业收入 10.93 亿元，占比 84%；其次是医疗手术器械结构件 0.75 亿元，占比 6%；光伏产品结构件 0.49 亿元，占比 4%；一般精密金属结构件 0.33 亿元，占比 2%；其他收入 0.53 亿元，占比 4%。

2017 年上半年公司实现营业收入 7.76 亿元，实现归属母公司股东的净利润 0.57 亿元，同比分别增长 28%和-21%。报告期和上期毛利率分别为 27.91%和 28.52%，毛利率变动较小。

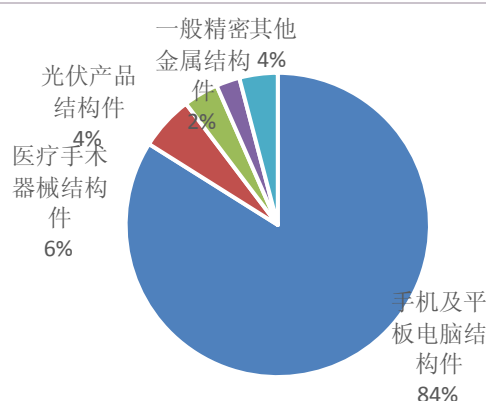
2017 年上半年净利润减少的原因主要系 3C 产品研发费用上升导致。根据公司 3C 产品特点，由于其一般在下半年发布新产品，因此一、二季度为研发阶段，公司为某知名品牌客户系列产品储备了较多的金属结构件研发项目，例如不同材质的中框及其配套结构件产品，导致研发费用增加了 0.30 亿元。随着下半年研发项目的量产，预计全年研发费用率将会下降。其次财务费用增长来自于汇兑损失，去年同期为汇兑收益。还有部分来自于资产减值损失中的坏账损失和存货跌价损失，去年同期资产减值损失为负值。

图表5： 2012~2017H1 科森科技营业收入、归母净利润及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表6： 2016 年科森科技营业收入构成



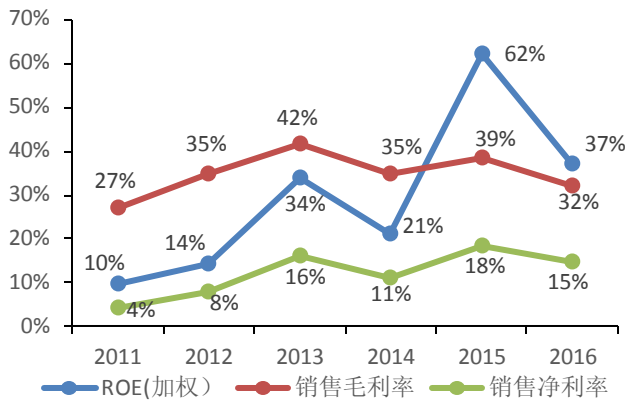
资料来源：公司年报、联讯证券

2011~2016 年公司 ROE（加权）处于震荡上升趋势，2015 年达到 62%，2016 年下降至 37%。2011~2013 年毛利率逐渐提升，2013 年达到最高点 42%，随后处于下降趋势，2016 年毛利率 32%。2011~2013 年净利率逐渐提升，随后略有起伏，总体保持基本稳定。

公司各项费用率在 2015 年出现明显下降，2016 年基本持平。2016 年期间费用率 15%，管理费用率 12%。财务费用率、销售费用率均呈现整体下降势。

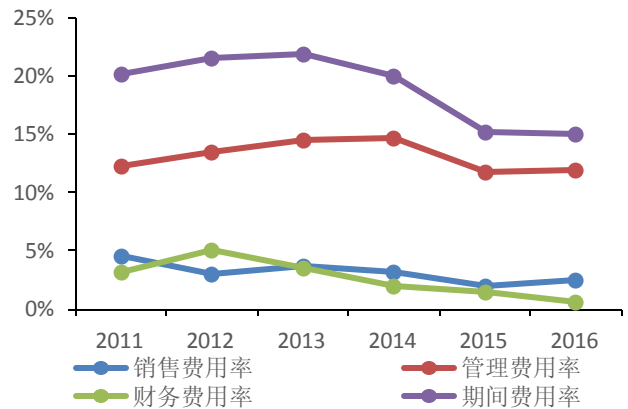


图表7： 2011~2016 年科森科技毛利率、净利率、ROE（加权）



资料来源：Wind、联讯证券

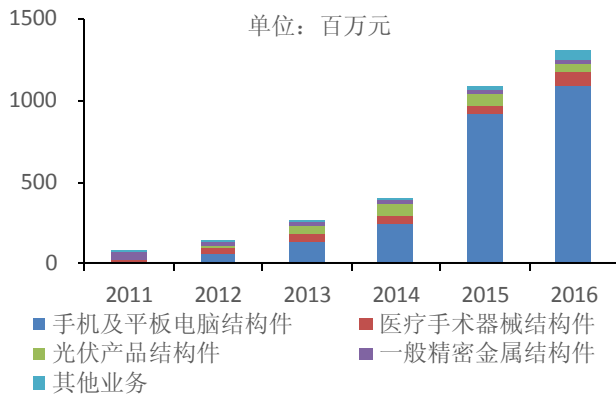
图表8： 2016 年科森科技各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

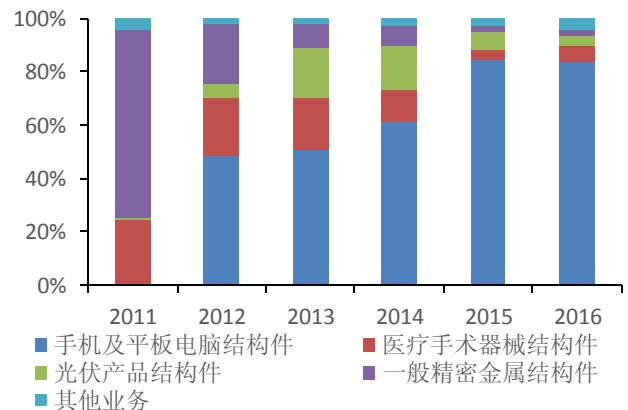
2011 年公司营业收入主要来自一般精密金属结构件，2012 年手机及平板电脑结构件营业收入迅速增长并占据主要地位，随后占比不断提升，2016 年其占比已经达到 84%。因此手机及平板电脑结构件营业收入的快速增长是公司业绩增长的主要动力。

图表9： 2011~2016 年科森科技各业务营业收入



资料来源：Wind、联讯证券

图表10： 2011~2016 年科森科技各业务营业收入占比



资料来源：Wind、联讯证券

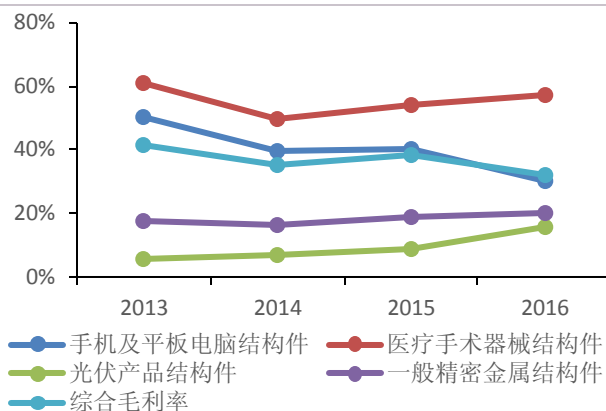
公司医疗手术器械结构件毛利率最高，2016 年为 57.02%。其次是手机及平板电脑结构件，整体呈下降趋势，2016 年为 29.97%。一般精密结构件毛利率处于第三位，基本保持稳定，2016 年为 20.27%。光伏产品结构件毛利率相对较低，整体呈现略微上升趋势，2016 年毛利率 15.76%。

公司前五大客户和捷普的销售占比较高，但是基本呈下降趋势。2016 年前五客户占营业收入比例为 69.5%，捷普占营业收入比例为 40.81%。

公司研发费用逐年提高，2016 年达到 6345 万元，占营业收入的比例为 4.87%。近年大致维持在 5%左右。

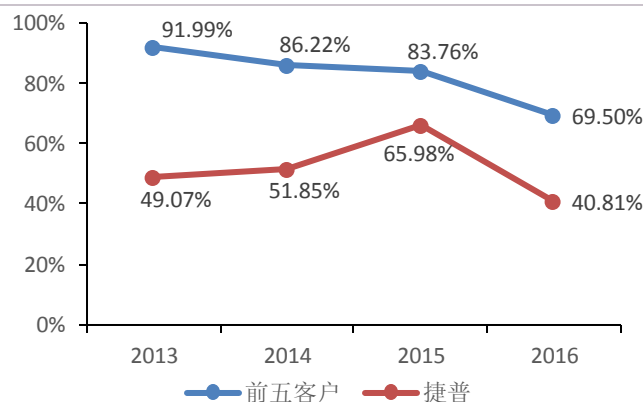


图表11: 2013~2016 年科森科技各业务毛利率



资料来源: 公司年报、联讯证券

图表12: 2013~2016 年前五客户和捷普销售占比

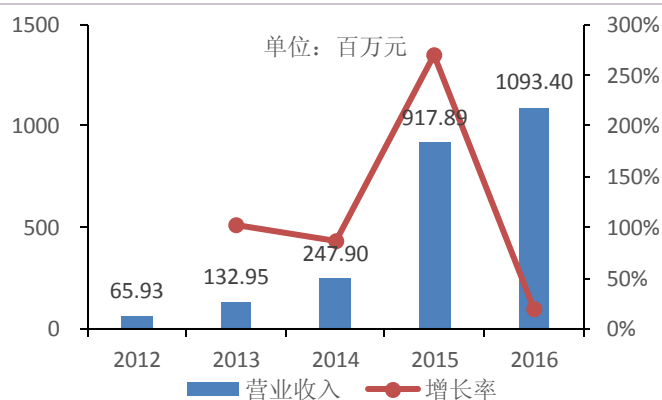


资料来源: 公司年报、公司招股说明书、联讯证券

二、消费电子业务增长迅速，医疗器械保持高毛利率

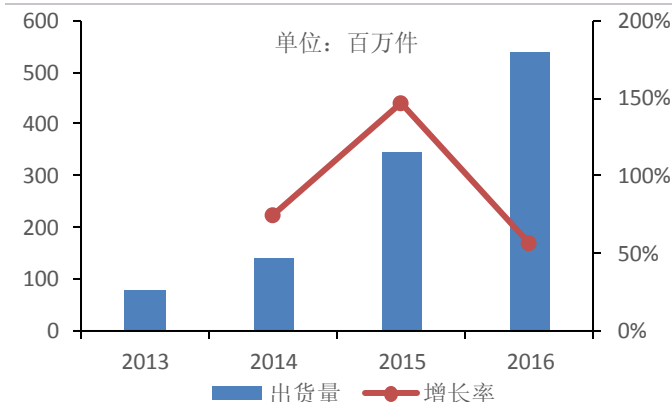
公司手机及平板电脑结构件业务 2015 年增长十分显著，营业收入 9.2 亿元，同比增长约 270%。2016 年达到 10.9 亿元，同比增长 19%。出货量同样保持快速增长，2016 年出货量 5.39 亿件，同比增长 57%。

图表13: 2012~2016 年手机及平板电脑结构件营业收入



资料来源: Wind、联讯证券

图表14: 2015~2016 年手机及平板电脑结构件出货量



资料来源: 公司年报、联讯证券

平均单价总体呈上升趋势，2015 年达到 2.67 元，为近年来最高点，2016 年下降为 2.03 元。

毛利率呈现持续下降趋势，2013 年约 50%，2014、2015 年约 40%。2016 年下滑至约 30%，该年主要系终端产品迭代、例行降价等因素影响。

公司手机及平板电脑结构件毛利率变动主要受终端产品迭代、客户拓展以及例行降价三个因素影响。为了更好的满足用户需求，每代终端产品都会在软硬件方面进行较大升级，从而使得与之配套的零部件产品的生命周期较短。本大类产品供货期一般在 12~18 个月之间，之后会被新产品取代。新产品在结构、形态、工艺等方面与原产品存在很大差异，因此毛利率会发生较大变化。

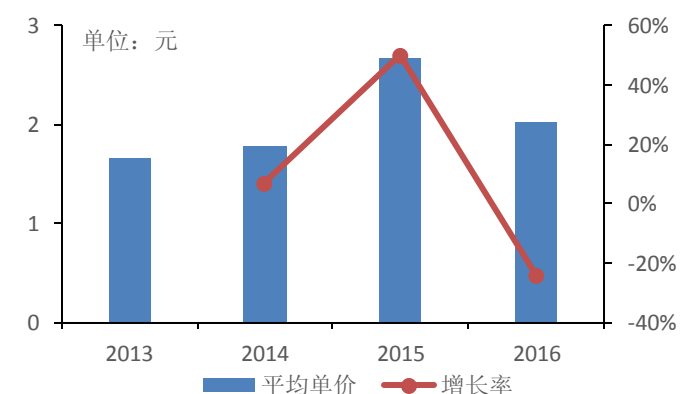
公司客户群体不断扩大使得产品种类不断增加，另外对于同一种类产品，由于工艺



要求与原产品不同，也会导致产品毛利率发生较大变化。

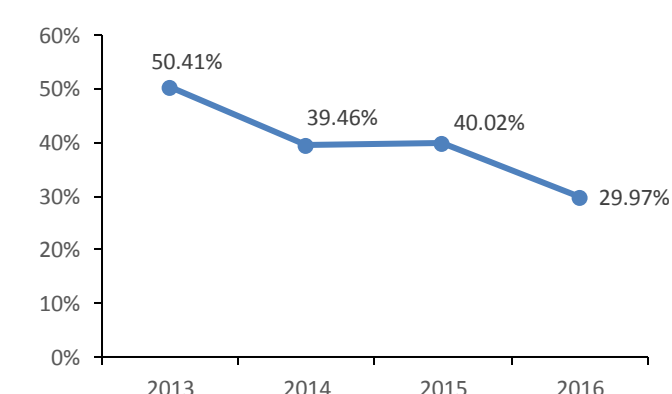
公司与客户形成长期稳定合作关系后，对于长期供货的产品，对方会根据市场变化情况、产品加工效率与良率变动情况、工艺的优化调整情况等对产品价格进行调整，该调整一般会导致价格下降，因此称为例行降价。例行降价会导致同一产品的毛利率逐步降低。

图表15： 2013~2016 年手机及平板电脑结构件平均单价



资料来源：公司年报、联讯证券

图表16： 2013~2016 年手机及平板电脑结构件毛利率

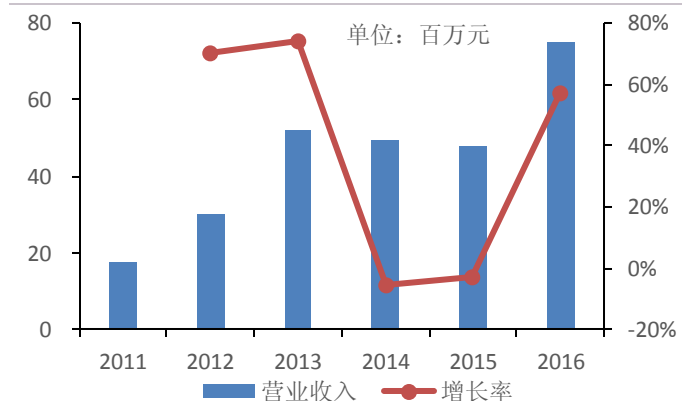


资料来源：公司年报、联讯证券

医疗手术器械结构件营业收入在 2011~2013 年快速增长,2013~2015 年略有下降,但基本维持稳定。2016 年大幅增长至 0.75 亿元,同比增长 57%,主要是由于部分产品销量增加及新增部分客户导致收入增加。

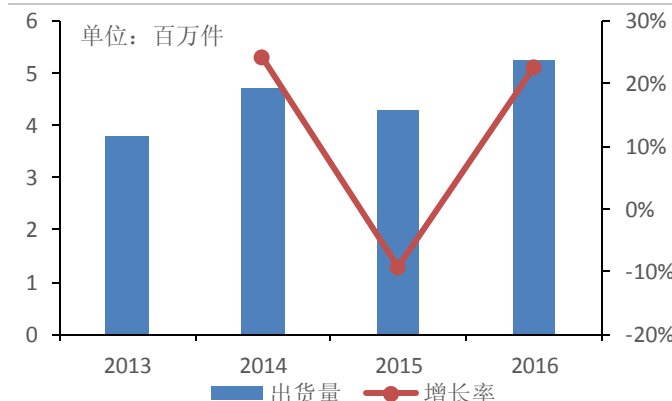
出货量从 2013 年开始呈现逐步上升趋势,2016 年出货量 525 万件,同比增长 23%。

图表17： 2011~2016 年医疗手术器械结构件营业收入



资料来源：Wind、联讯证券

图表18： 2013~2016 年医疗手术器械结构件出货量



资料来源：公司年报、联讯证券

产品单价在 2014 年出现下降,随后逐渐回升,2016 年为 14.28 元,同比增长 28%,已略高于 2013 年产品单价。

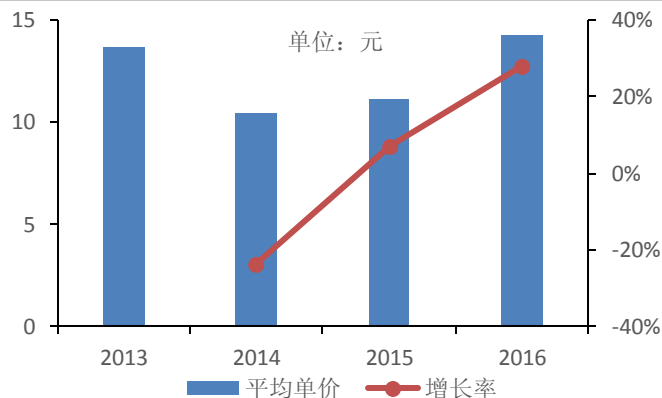
毛利率走势与产品单价类似,2014 年出现下降,随后逐渐回升。

2014 年毛利率较 2013 年下降 11.55 个百分点,主要原因系毛利率较高的封闭式吻合器结构件产品于 2014 年停止生产,而新型产品尚在研发过程中。2015 年毛利率较 2014 年上升 4.66 个百分点,主要原因系 2014 年开始量产的无线切割闭合器以及 2015



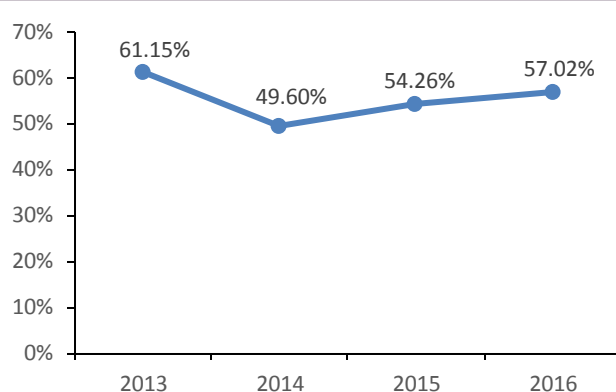
年开始量产的封闭式吻合器产品毛利率较高，且本年公司与柯惠、强生、史赛克等公司进行合作试样的研发类产品毛利率较高。2016 年毛利率为 57.02%，同比增加 2.76 个百分点，主要是由于部分产品销量增加及新增部分客户导致收入和成本增加，收入大于成本增长幅度。

图表19: 2013~2016 年医疗手术器械结构件产品单价



资料来源: 公司年报、联讯证券

图表20: 2013~2016 年医疗手术器械结构件毛利率

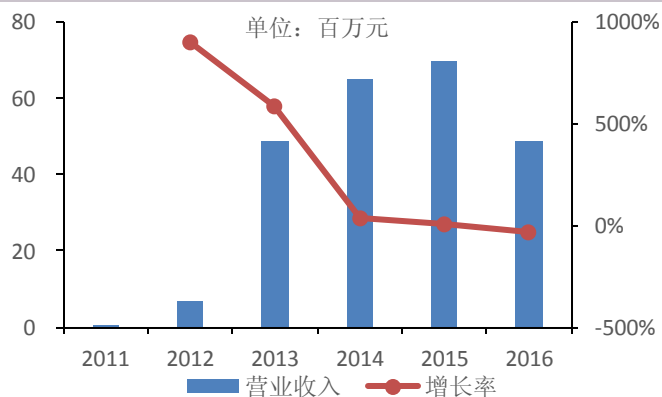


资料来源: 公司年报、联讯证券

光伏产品结构件前期营业收入增长迅速，2015 年达到最高点，实现营业收入 0.7 亿元，2016 年实现 0.49 亿元，同比增长-30%。光伏产品结构件收入减少系海外客户订单减少所致。

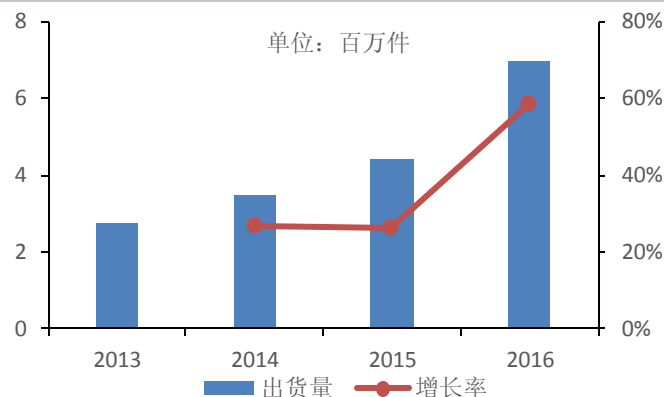
出货量则不断上升，2016 年出货量约 7 百万件，同比增长约 59%。

图表21: 2011~2016 年光伏产品结构件营业收入



资料来源: Wind、联讯证券

图表22: 2013~2016 年光伏产品结构件出货量



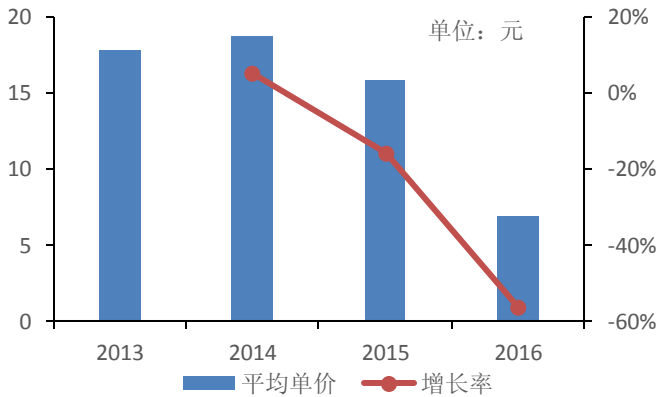
资料来源: 公司年报、联讯证券

产品单价基本呈现不断下降的趋势，2016 年产品单价 6.94 元，同比增长-56%。

光伏产品毛利率水平处于较低水平，主要是由于近年来光伏产品行业产能过剩较为严重，2011~2012 年是光伏行业最严峻时期，2013 年出现回暖迹象，2014 年以来出口退税率上升，加之 2015 年 1~6 月人民币对美元持续贬值，使得本大类产品毛利率进一步回升。2016 年毛利率 15.76%，同比增加 6.78 个百分点。

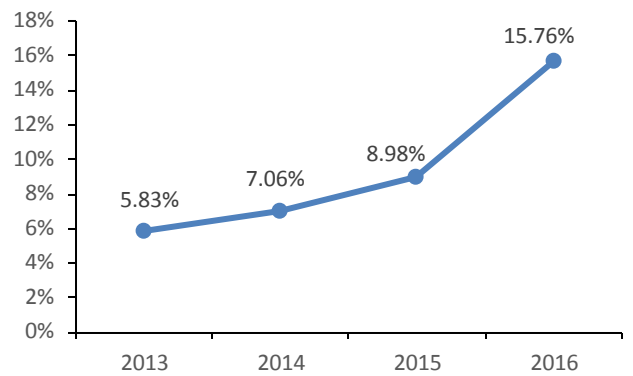


图表23: 2013~2016 年光伏产品结构件产品单价



资料来源: 公司年报、联讯证券

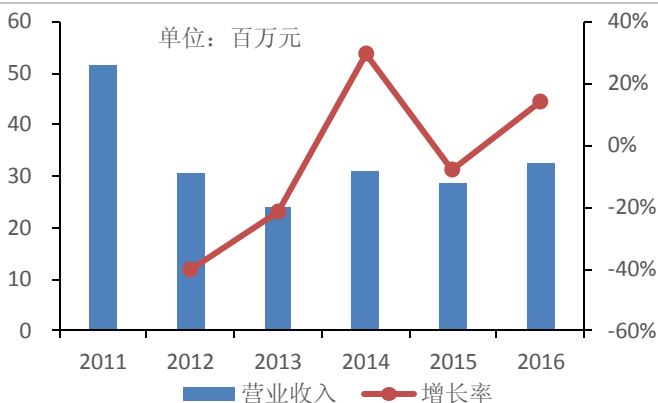
图表24: 2013~2016 年光伏产品结构件毛利率



资料来源: 公司年报、联讯证券

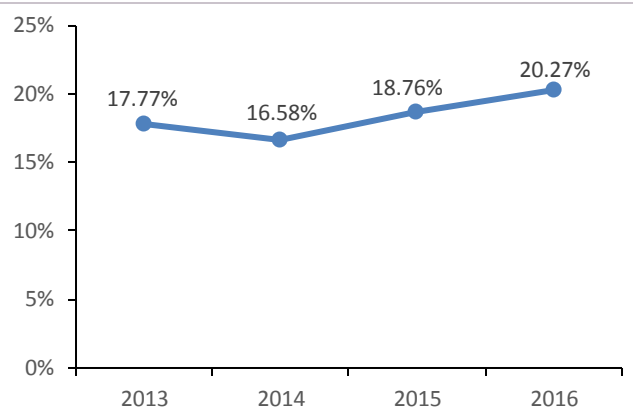
公司一般精密金属结构件营业收入近年来基本稳定在 2000~3000 万元之间。公司销售的一般精密金属结构件主要包括用于电脑、汽车、电视等产品的精密车件、精密冲压模具、精密切削件等产品，主要销售对象为富士康、松下电子、索尼电子等知名客户。该类产品工艺较为简单，附加值较低，主要采用传统精密金属加工设备进行生产，相关领域内聚集了相当数量规模较大的供应商，主要是利用规模效应取得价格优势，竞争较为激烈，所以毛利率整体较低。2016 年毛利率为 20.27%。

图表25: 2011~2016 年一般精密金属结构件营业收入和增长率



资料来源: 公司年报、联讯证券

图表26: 2013~2016 年一般精密金属结构件毛利率



资料来源: 公司年报、公司招股说明书、联讯证券

三、募集资金扩大产能，双管齐下开拓市场

(一) 精研技术保持领先，产能扩充缓解供给紧张

公司掌握了精密模具、冲压、切削、压铸、CNC、PVD、阳极氧化、粉末成型、注塑、激光焊接、激光切割、湿式抛光等一整套完备的精密金属制造服务和配套技术方法，基本实现了金属产业链的全覆盖，可以满足众多行业对精密金属制造“一站式”服务的要求。公司成立以来已累计为客户提供了约 5000 种产品，具备丰富的产品设计、制造、品质管控等经验，可以为客户提供多种解决方案，在为客户缩短产品上市时间、降低产品开发成本、增加产品美观度等方面具有较强的竞争优势。



公司的技术处于业内较高水平。保持技术领先是公司能够不断发展壮大的核心竞争力。精密金属结构件生产具有典型的多品种、多批次、非标准化、高精度等特征，良好的研发水平和较高的技术能力是赢得市场、提高企业效率的关键。公司将拓展相关高精技术加工领域，加强研发中心新技术开发能力，全面提升高精金属结构件制造的技术水平，更好更全面的服务客户。

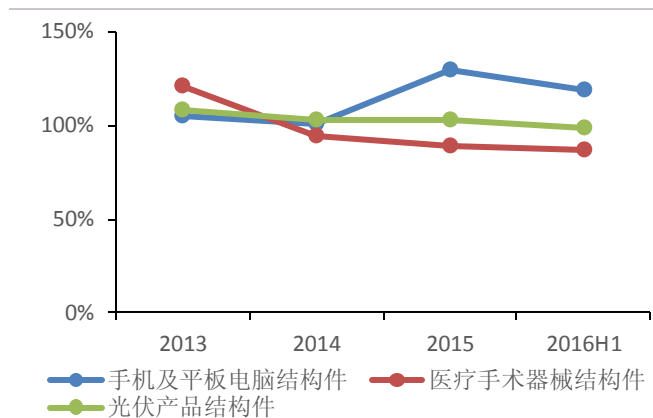
图表27： 公司技术发展计划

	主要内容
1	加强研发中心新技术开发能力，持续跟踪研究国内外高精金属制造技术，在手机及平板电脑结构件，微创手术器械结构件加工工艺等研究与应用领域有所突破。
2	积极开展外部研发合作。公司将加强与高等院校、行业专家等机构、人士的合作，提升公司研发设计水平。
3	研究交叉精密加工技术与工艺，实现高效率、低成本精密加工目标。
4	紧跟客户要求，自主开发并参与客户研发，通过自身积累和外部需求推动、加强工艺研发设计能力。

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

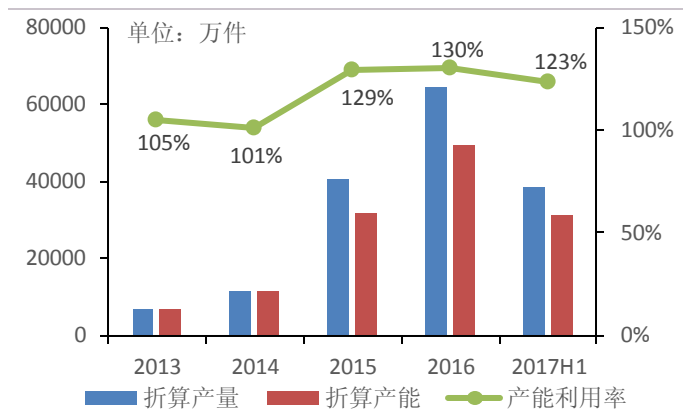
近年来公司业务整体保持增长态势，订单充足。为了保证及时向下游客户供货，公司已经采取租赁数控设备、积极建造厂房等方式扩大产能，采取加快设备运转和员工轮班制等多种方式提高生产效率，但现有产能仍不能满足持续增长的客户订单。2013~2017H1 公司手机及平板电脑结构件的产能利用率分别达到 105%、101%、129%、130%、123%。随着下游行业对精密金属结构件的需求继续扩大，现有规模和产能的不足制约了公司的进一步发展，尤其在消费电子业务领域更为突出，扩大产能成为迫切任务。

图表28： 2013~2016H1 各业务产能利用率



资料来源：公司招股说明书、联讯证券

图表29： 2013~2017H1 手机和平板电脑结构件产能利用率



资料来源：公司公告、联讯证券

2017 年公司 IPO 发行 5266.67 万股，募集资金 91586.4 万元。该资金按轻重缓急投入精密金属结构件制造项目、研发中心建设项目、高精金属电子产品金属件生产线技改项目、补充流动资金，进而解决公司现有规模和产能制约，为未来进一步发展奠定基础。（公司在 IPO 之前已自筹 36862.05 万元用于该项目，后用 IPO 募集资金置换）

精密金属结构件制造项目计划投资 41272.6 万元，其中建设投资为 35408 万元，流动资金 5864.6 万元。新增消费电子精密金属结构件产能 9000 万件，新增医疗手术器械结构件 450 万件。预计项目达产后新增年销售收入 26262 万元，新增年净利润 5532.4 万元。同时提升装备和整体制造精度，并通过投资研发设备增强产品研发设计水平，为新增产能提供技术和销售上的保障。

高精金属电子产品金属件生产线技术改造项目计划投资 30000 万元。新增年产高精金属



电子产品金属件 9500 万件的生产能力，主要生产标志类、手机中板类、按键类电子产品。项目 100%达产后将新增年销售收入为 30400 万元，新增年净利润 5814.6 万元。2016 年度达产 50%，承诺利润按照 2907.3 万元计算。2017 年 100%达产，1~6 月承诺利润按照 2907.3 万元计算。

研发中心建设项目计划投资 8313.8 万元。补充流动资金 12000 万元。

精密金属结构件制造项目、高精密电子产品金属件生产线技术改造项目达产后，以及研发中心项目建成后每年新增折旧、摊销额合计 5266.52 万元，精密金属结构件制造项目建成后达产前，由于产能未完全利用，固定资产折旧、无形资产摊销将一定程度上影响公司利润。

随着产能的有效提升，公司将开发新的产品，改变目前以制造小件产品为主的局面，逐步加强手机后壳、笔记本电脑后壳等大件产品的开发力度，扩充产品种类，扩大公司规模。

图表30： 公司 IPO 募投计划

项目名称	建设期（年）	投资预算（万元）	新增产能
精密金属结构件制造项目	2	41272.6	9000 万件（消费电子）、450 万件（医疗手术器械）
高精密电子产品金属件生产线技改项目	2	30000	9500 万件（电子产品）
研发中心建设项目	2	8313.8	—
补充流动资金	—	12000	—
项目投资总额		91586.4	

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

公司拟公开发行可转换公司债券募集资金 6.1 亿元（全部用于资本性支出），并自筹 3.9 亿元，合计 10 亿元用于“精密金属结构件、组件制造”项目。该项目由全资子公司科森科技东台有限公司（东台科森）实施。

本项目建设期为 1 年，预计达产期为 2 年，财务测算期为 10 年，含建设期 1 年。该项目在建设期的 1 年完成厂房建设、机器设备的安装与调试、生产的试运行。其中达产第一年达产率为 50%，达产第二年开始达产率为 100%，产能利用率达到 100%。项目建成并全部达产后，精密金属结构件、组件实际产能将增加 20000 万件/年，预计年均实现营业收入为 115441.20 万元，预计年均实现净利润 11155.13 万元。本项目的建设投产将突破产能瓶颈，满足精密金属结构件日益增长的市场需求。

图表31： 公司发行 A 股可转债用于精密金属结构件、组件制造项目

项目	计划投资金额（元）	比例	拟使用募集资金（元）
建设投资	94791.85	94.79%	
其中：土地购置费	2458	2.46%	
工程建设及其他费用	13803	13.8%	
设备购置及安装费用	78530	78.53%	61000
原辅料购置	5208.15	5.21%	
合计	100000	100%	61000

资料来源：公司公告、联讯证券

精密金属制造业是资本密集型行业，因此具有典型的规模经济特征。公司规模越大，则生产单件产品的研发费用和设备折旧费用越低，因此扩大生产规模，有利于公司实现



规模经济，降低单件产品的开发成本和制造成本，增强公司的盈利能力和市场竞争力。同时，生产规模的扩大和研发中心的建成都有利于提高公司的市场占有率、行业地位和知名度，这些都有利于增强公司的盈利能力和市场竞争力。

知名客户出于自身供应链管理的需要和产品品质的保证，非常注重供应商零部件的质量和及时性，因此更倾向于选择规模较大的供应商和长期合作的供应商。公司通过扩大生产规模，增加公司的生产能力，可以提高公司产品的供货能力，满足客户更多的产品需求。生产规模的增加使得公司可以满足客户更大批量订单、更快供货期要求、更高品质结构件的要求，有利于公司保持现有客户的长久合作关系和开发新客户。

（二）以服务国际知名客户为主线，开拓国际和新应用领域市场

公司自成立至今，主要服务于 3C 消费电子、医疗、新能源等行业的世界知名企业。3C 业务方面，公司坚持以维护与大客户的良好合作关系为主线，同时实现客户和产品的多元化，降低经营风险。公司与捷普集团的合作关系继续提升，营业收入持续增长，同时继续深化或新增与正崧精密、蓝思科技、瑞仪光电、富士康等客户的良好合作关系。公司提供的产品也由单一的 iPad 系列拓展到 iPhone 手机、索尼手机、iPad、iPad Pencil、MacBook、Beats 耳机及其他手机或笔记本电脑结构件，极大丰富了产品种类，有效降低了经营风险。

公司获得苹果公司的供应商认证资质成为苹果公司的供应商。苹果向公司发出订单并指定公司向捷普集团交货。公司与苹果公司形成常态化销售体系后，其也会通过捷普向公司发出订单或由捷普集团直接向公司发出订单。公司生产的苹果公司产品结构件均直接销售给捷普。2017 年 2 月，苹果公司发布了占其 2016 年度材料、制造和装配采购额 97% 的全球前 200 位供应商名单，公司荣登该榜单。

2016 年 1~6 月公司部分手机及平板电脑结构件产品销量占终端客户苹果公司产品出货量比例计算的产品所占比例如下表所示。公司标志类、手机外壳、中板类产品占 iPhone 的比例分别为 17%、7%、1%。中板、按键、触点、数据线接口在 iPad 中的占比分别为 31%、28%、17%、13%，静音按键、静音按键底座、镜头环占比较低，分别为 4%、1%、1%。

（注：iPhone、iPad 出货量来源于 IDC；产品从出厂到最终面向市场的组装过程中 20% 损耗率通过对苹果公司派驻公司的工程师访谈获得，系估算数据）

图表32： 2016 年 1~6 月公司销量占苹果公司出货比例

单位：万件

项目	iPhone			iPad						
终端产品 2016 年 1-6 月出货量	9,160.00			2,026.00						
2016 年 1-6 月需求总量（注）	11,450.00			2,532.50						
结构件名称	手机外壳	中板	标志	数据线接口	中板	按键	静音按键	静音按键底座	镜头环	触点
公司 2016 年 1-6 月出货量	744.96	110.96	1,981.18	336.02	773.50	704.20	111.36	37.50	27.29	420.23
公司产品占比	7%	1%	17%	13%	31%	28%	4%	1%	1%	17%

资料来源：公司招股说明书，联讯证券

之前公司产品主要是金属结构件小件。下半年公司为国际大客户供应精密金属结构



中框大件，大件产品具有更大的加工难度和价值量，这将进一步助推公司业绩增长。

医疗业务方面，公司根据行业稳定性的特点，以与柯惠的合作为主线，在产品质量和新品工艺研发方面加大拓展力度，在为客户提供稳定产品的同时，为客户的多项新产品投放市场提供试制平台，推动与客户的进一步合作。以美敦力收购柯惠为契机，公司顺利成为美敦力旗下其他公司的供应商。

在光伏产品方面，公司一直与 Solar City、IronRidge 等全球太阳能行业领军企业保持深度合作，共同研发适用于大型的地面光伏电站、屋顶光伏发电系统的太阳能组件金属支架。2017 年上半年继续维持良好合作关系，实现稳定供货。

在与国际知名客户合作过程中，公司已经具备了与客户同步设计、开发、量产的能力，能满足客户对产品形态、品质、出货量的柔性要求。尤其在消费电子领域，产品更新换代较快，在设计、开发、生产、品质管控等各个环节一旦出现延误，即可能导致客户的终端产品不能按期推出市场，使客户竞争力降低甚至丧失。经过多年的合作，公司已经熟稔国际客户的整套业务流程与市场节奏，在客户群体中获得了良好的口碑并不断创造更多的成功案例，从而形成良性的循环，不断扩大公司的业务领域和市场份额。公司所生产的产品获得这些国际知名客户的持续认可可是公司不断发展最大的竞争优势。

公司计划以国际市场和新应用领域两个方向切入进行市场的开拓。2017 年公司以着手在美国和台湾设立“科森科技北美有限公司”和“台湾科森科技有限公司”，以更快地了解市场需求，同时进行部分新产品、新工艺的研发，实现第一时间与客户对接，抢占市场先机。

图表33： 公司市场开发计划

	主要内容
国际市场	将以拓展国际市场为主要营销方向，除继续积极参与各项国际知名产品交易会外，同时积极实施走出去战略，招揽国际营销人才，继续拓展欧美客户，努力扩大公司销售规模。
新应用领域	以现有消费电子、医疗、新能源等下游客户领域为基础，努力完善试用于各个领域的精密金属制造工艺，利用现有客户的口碑优势，努力在其他应用领域复制现有经营模式，开发几个国际知名客户。

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

（三）公司毛利率在同类企业中处于领先地位

我们选取具有同类型业务的可成科技、劲胜智能、胜利精密、长盈精密与公司进行比较。2012~2014 年各公司相关业务营业收入均在增长，但科森科技增速相对较慢。2015 年胜利精密、劲胜智能增长放缓或者衰退，科森科技、长盈精密、可成科技仍然保持增长。2016 年唯独长盈精密依旧保持了快速增长的势头。

可成科技 2016 年营业收入折合成人民币约 166 亿元，但其为总营业收入，包括笔记本电脑、平板电脑、手机、MP3、数码相机、PDA 等便携式及 3C 咨询产品机壳及内构件与散热模组。

长盈精密手机及移动通信终端金属结构件业务营业收入 41.82 亿元，得益于 2015、2016 年该业务营业收入迅速增长。主要客户有 OPPO、VIVO、华为、三星。公司是 Macbook 的供应商。

胜利精密的智能终端结构模组业务包含金属、塑胶、玻璃结构件等，涵盖大家电、



平板电视、个人电脑、智能手机、可穿戴设备，2016 年营业收入 34.5 亿元。2014 年金属结构件营业收入 3.37 亿元，塑胶结构件 5.82 亿元，主要用于平板电视、笔记本电脑，是飞利浦、索尼、松下等知名企业的主要供应商。2015 年公司智能手机业务大部分时间仍处于投入期。2015 年安徽舒城胜利产业园已完工验收并投入使用，金属加工事业部于年底投入量产，金属机壳产能逐步放量。

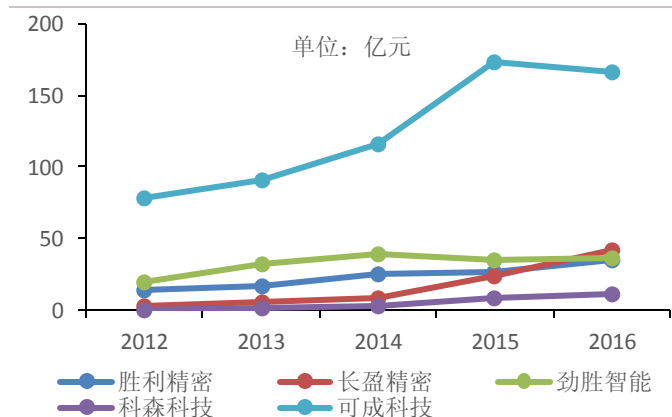
劲胜智能消费电子精密结构件业务，主要为消费电子产品中的智能手机、平板电脑、智能穿戴设备、虚拟现实等提供精密结构件，2016 年营业收入 37 亿元。公司实施塑胶精密结构件产品调减，推动金属精密结构件产能增加。2014 年公司塑胶精密结构件 32.38 亿元，粉末冶金精密结构件 0.55 亿元，金属精密结构件 3.09 亿元，塑胶精密结构件占据绝大部分。2015 年第四季度公司消费电子精密结构件营业收入已从原有以塑胶为主转变为以 CNC 金属加工、玻璃、粉末冶金、镁铝压铸等业务为主，产品结构已完成转型。2016 年公司消费电子精密结构件营业收入 37 亿元中，其中金属精密结构件营业收入 13 亿元。主要客户有 OPPO、三星、华为。

科森科技 2016 年手机和平板电脑精密结构件业务营业收入 11 亿元。科森科技金属精密结构件营业收入与劲胜智能相当，低于长盈精密。推测在手机和平板电脑金属精密结构件领域，科森科技营业收入处于国内领先地位。

除了上述公司，通达集团、比亚迪、富智康的金属精密结构件业务也贡献较多营业收入，但是公司年报未披露具体金额。国内还是格林精密（塑胶为主）、捷荣股份（塑胶为主）等公司。台湾除了可成科技，还有鸿准精密、铠胜控股等企业。

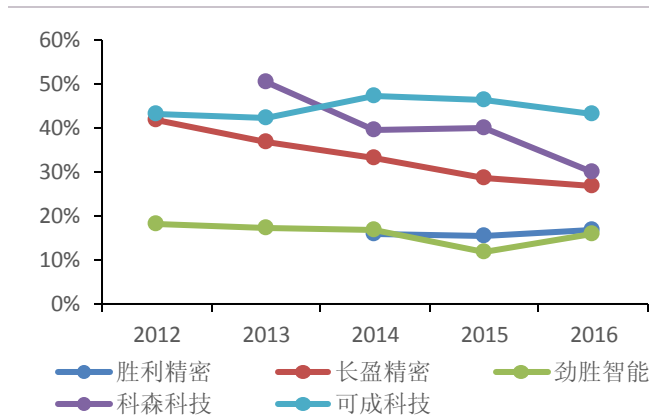
台湾可成科技具有最高的毛利率，同时保持基本稳定。其次是科森科技，但是毛利率处于下滑趋势。长盈精密毛利率排第三位，但是也呈现下降趋势。劲胜智能和胜利精密毛利率均低于 20%，但是基本保持稳定。

图表34： 2012~2016 年同行业公司相关业务营业收入



资料来源：公司年报、联讯证券

图表35： 2012~2016 年同行业公司相关业务毛利率



资料来源：公司年报、联讯证券

四、智能终端、医疗器械、光伏行业发展驱动金属结构件增长

（一）智能终端增速放缓，金属结构件渗透率持续增加

精密结构件一般运用于终端产品的外壳、内部支撑件及连接件等，帮助起到绝缘、耐温、抗冲击、减振、防潮、防水、防尘等作用，被喻为现代工业品的“骨架”。精密结

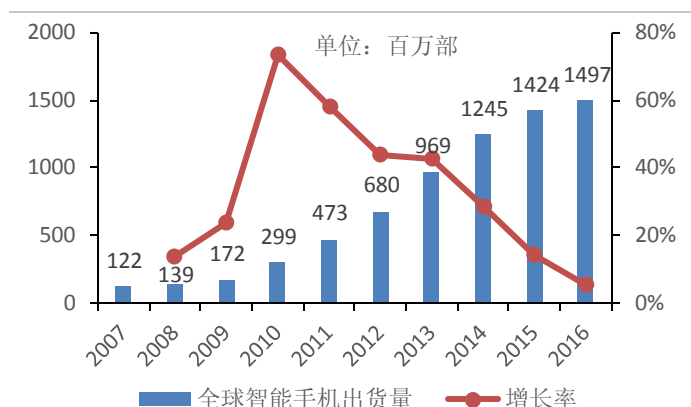


构件产品的发展和市场需求与下游产业密切相关。二十一世纪以来以手机尤其是智能手机为代表的移动终端的迅猛发展带动了精密结构件市场不断扩大。以手机结构件为例，通常包括外壳结构件和内部结构件两部分，共同点是对模具的精准度要求极高，达到微米级别，属于制造业中的精密领域。精密结构件的市场规模与其应用的终端产品的市场规模息息相关，终端产品的发展趋势、客户要求、材料选择也直接影响了精密结构件行业的整体发展方向。智能手机、平板电脑、笔记本电脑（含超级本）是精密结构件三大市场，这三大市场的成长潜力对精密结构件行业影响巨大。

Gartner 数据显示 2016 年全球智能手机出货量 14.97 亿台，同比仅增长 5%，增速首次低于两位数。IC Insights 预计 2017 年将出货 15.65 亿台，同比增长 5%，并预计到 2020 年均将保持一位数的增速。IDC 2017 年第一季度预测智能手机市场至 2021 年前仍会保持年增长 3%，2021 年全球出货量达到 17.45 亿台。

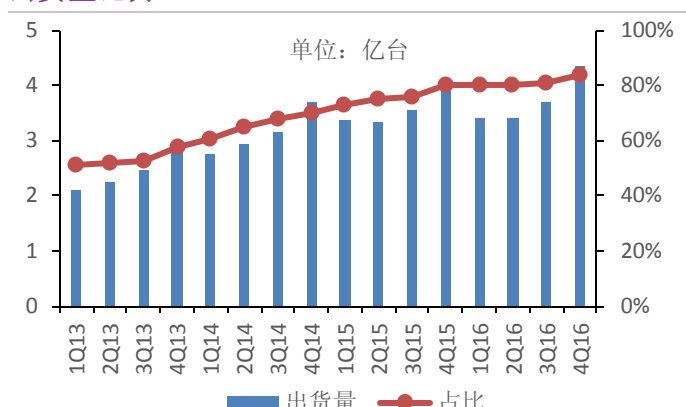
从 2013Q1 开始智能手机出货量占手机整体出货量比例突破 50%，2015 年首次渗透率超过 50%。2016Q4 占比已经达到 84%。预计 2020 年渗透率将达到 97%。

图表36： 2007~2016 年全球智能手机出货量及增长率



资料来源：Gartner、联讯证券

图表37： 2013~2016 年全球智能手机出货量及占手机出货量比例



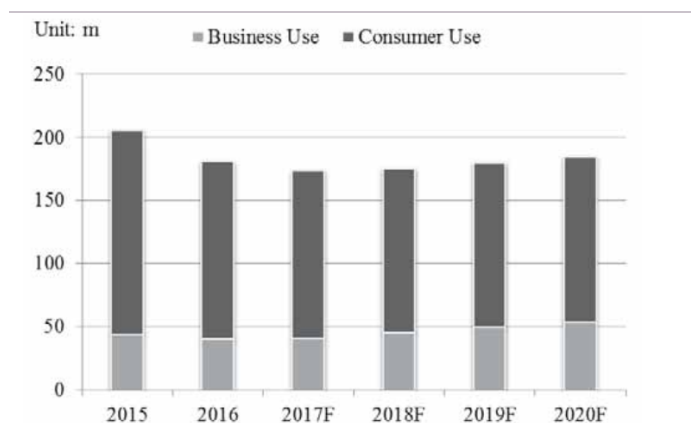
资料来源：IC Insights、联讯证券

IDC 预计 2017 年全球平板电脑出货量约 1.75 亿台，同比略有下降。商用平板出货量同比基本持平，下滑主要来自消费电子平板电脑。未来几年平板电脑出货量会略有回升，但是基本保持平稳。

近年来全球笔记本电脑出货量呈逐渐下滑趋势。TrendForce 数据显示 2016 年全球笔记本电脑出货约 1.579 亿台，同比增长-4%。预计 2017 年由于面板供应出现结构性缺口，笔记本电脑出货量将下滑至 1.507 亿台，同比增长-4.5%。

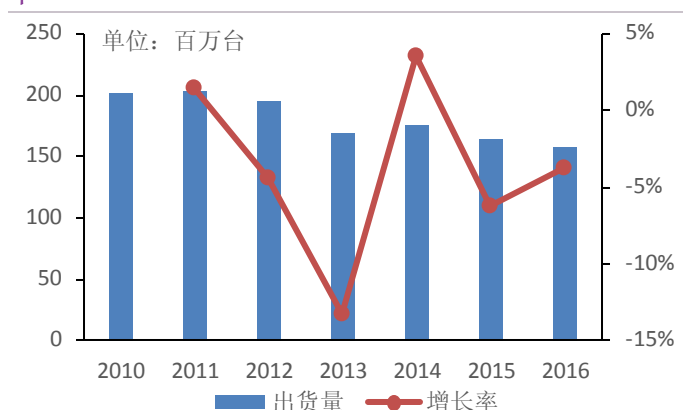


图表38: 2015~2020 年全球平板电脑出货量及增长率



资料来源: IDC、联讯证券

图表39: 2010~2016 年全球笔记本电脑出货量及增长率



资料来源: TrendForce、联讯证券

短期内智能手机和平板电脑领域仍将是“一极多强”局面并存,笔记本电脑领域则以惠普和联想为“一极”,华硕、宏碁、苹果为“多强”并存。苹果公司的 iPhone 虽然市场占有率下滑至第二位,但仍然是市场上最受关注的消费电子产品,贡献了大量盈利,iPad 市场占有率依然居于首位,Macbook 系列产品仍然受到追捧,总体来说 iPhone、iPad、MacBook 依然具有强大的市场竞争力。

手机结构件材质通常可分为塑胶、金属、玻璃以及其他复合材料,其中塑胶和金属为最常见的工业用料。塑胶拥有供应丰富、采购成本低、可塑性强、容易着色等优点,其缺点主要是散热不好、机身强度及硬度较低等。金属材料拥有易于散热、抗压性较强、机械强度高、耐磨性好、易回收等优点,其缺点是加工工艺更加复杂,生产成本也更高,另外金属机壳存在对无线信号一定干扰作用。

图表40: 结构件合金与工程塑胶比较

材质	比重 (g/cm3)	拉力强度 MPa	热传导率 W/mk	厚度比较(同抗力下所需厚度)	肉厚限制	防电磁波	回收性
工程塑胶 (ABS)	1.07	43	0.28	100	射出成型 1mm 以上	不良	难
镁合金 (AZ91D)	1.81	240	51.00	33	压铸 0.6mm 以上, 半固态射出 0.6mm 以上	佳	可
铝合金 (ADC12)	2.68	295	70	42	——	佳	可
锌合金 (ZDC2)	6.60	285	——	——	——	佳	可

资料来源: 工研院材料所、联讯证券

2013、2014 年市场主要以塑胶材料为主,2015 年前后,以苹果手机为代表的品牌企业,引领了一股手机金属化的浪潮,金属外观的手机逐渐得到消费者的青睐,精密金属结构件在手机、平板电脑等消费电子类产品中的渗透率快速提升。精密金属结构件拉力强度优于塑胶,是手机、平板电脑轻薄化和大屏幕之间矛盾的最优解决方案,同时具有更好的散热性和环保性。从美观和质感的角度,金属材质要远远胜于工程塑料材质,这也是当前众多高端消费电子类产品纷纷采用金属材质的重要原因。

随着国内冲压、纳米注塑、铝和合金压铸等工艺的发展,金属机壳成本不断降低,中低端机型也开始广泛使用金属外壳。而智能可穿戴设备市场中,Fitbit、三星等品牌厂商继续推出更新版的智能手环产品,也逐渐使用金属机身和金属外壳。因此,未来金属元素会在终端产品中的渗透率逐渐提高。



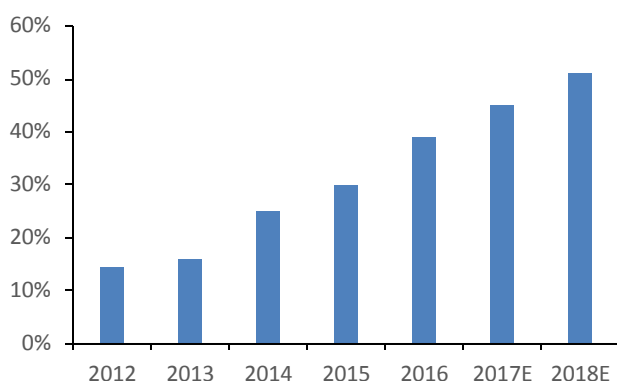
无线充电是未来重要的续航解决方案，这提高了对电磁屏蔽性能的要求。金属结构件除了能够在结构上固定、支撑和保护零件以外，还可以防电磁辐射和干扰。因此也会带动精密金属结构件的发展。

无线充电和 5G 通信的发展，也带来了减少电磁屏蔽和干扰的需求，金属外壳将被非金属材料取代。同时消费者也对智能终端外观和材料也提出了新的要求。玻璃、陶瓷、蓝宝石等材料，特别是 3D 玻璃外观件被日益看好。3D 曲面屏技术的发展也使得非线性曲面外观件的需求成为可能。苹果新的 iPhone 将采用不锈钢中框+双面玻璃结构，金属中框+玻璃/陶瓷等材质的方案将成为近期发展的趋势。未来无论是 2.5D、3D 玻璃还是陶瓷盖板都要用到金属中框加固，金属中框渗透率将会提升。

金属中框（非普通的金属边框）产品支撑力强、结构复杂，具有比金属后盖（金属外壳）产品具有更高的加工难度和加工时长。单体的市场价格也会明显提升，是普通铝（合金）制外壳结构件和不锈钢中框组件价格的 200%以上。不锈钢比铝合金中框工艺更加复杂，因此单价更高。这一部分将会迎来新的需求增长。

总体来说，尽管无线充电和 5G 通信的到来会压缩金属外壳的市场，但是过去主要用于中高端的金属结构件正逐步向中低端产品渗透，行业依旧处于成长期。此外金属中框+玻璃/陶瓷等材质方案将要兴起，金属中框的加工难度和加工时长都将高于以往，由此带来产品价值量的提升。

图表41: 2015~2020 年中国智能手机金属外壳渗透率



资料来源：中国产业信息网、联讯证券

图表42: 智能手机金属中框实物图



资料来源：网络图片、联讯证券

消费电子行业，尤其是手机行业，往往是由几大品牌商占据了大部分的市场份额，因此精密结构件企业一旦成为大品牌厂商的合格供应商，除非发生重大质量事故等特殊情况，通常都会有持续充足的订单量，能够在摊薄固定成本的同时，实现稳定的企业盈利。相反，如果企业以小客户为主，往往会出现单笔订单数量较少，订单种类繁多的情况，加上结构件产品均为非标准件的固有特征，会增加企业模具开发环节的工作量、同时增加生产线的调试次数及产品切换频率，从而增加成本的支出，影响公司盈利。因此精密结构件企业是以“服务大客户”为核心的盈利模式。

知名品牌商均建立了严格的供应商筛选体系且其标准互不相通，行业内逐步确立以下游客户为基础的竞争格局。例如行业内的领先厂商富智康、鸿海等成为苹果的主要供货厂商；比亚迪以及三星的自建工厂是三星的主要供应商；而国内的一些厂商比如劲胜精密、长盈精密等是国产手机华为、OPPO 的主要供应商。以富士康、比亚迪等为代表的大型供应商利用自身综合实力强、规模大等为优势，在全球进行布局，利用整体打包的形式承接订单。



目前，从事精密结构件生产的企业数量较多，按照生产规模和营业收入大小大致可以分为四个梯队：第一梯队是富智康集团、比亚迪电子、台湾光宝等大型企业，他们作为消费电子品产业链上的垂直一体化生产企业，拥有线路板印刷、模具及结构件制造、产品组装等全工序的生产能力，主要为下游品牌厂商提供产品的整体合约制造服务，其年收入规模在至少 50 亿元以上；第二梯队是劲胜精密、捷荣技术、通达集团等收入规模在 10~50 亿元之间的企业，该类企业业务专注于精密结构件行业，是专业的精密模具与精密结构件生产企业；第三梯队是格林精密、璇瑰塑胶等年收入在 5~10 亿元的企业；第四梯队则是收入规模较小、数量众多的小型结构件企业。

经过行业本身不断发展壮大，目前从事多功能精密结构件生产制造的企业格局总体较为稳定。随着全球智能手机市场的增速放缓，精密结构件生产厂家竞争加剧以及手机结构件材质由塑胶向金属转化等影响，传统塑胶精密结构件供应商的利润水平波动较大。少数拥有较高的研发水平和较大生产规模的企业通过设备更新、技术改造等手段仍可以占据一定的市场份额，利润水平也相比中小企业更高。中小企业由于其产能规模较小、研发能力较弱、在竞争中存在被淘汰的风险。未来随着落后产能的逐步淘汰，移动电子产品的应用领域进一步扩展，行业集中度将逐渐提高，行业的利润水平将可能出现回升。

（二）微创手术的发展带动精密金属手术器械的需求

在上世纪 90 年代之前，脾脏切除术、胆囊摘除术、疝缝补术等手术都属于“直视手术”，即医生必须打开病人腹腔、胸腔等部位才能进行治疗。这种手术不仅创伤大，病人出血和输血量较大且术后恢复期较长。随着通过很小的皮肤切口进行的微创手术试验获得成功，以及光纤内镜和微型手术器械的问世，微创手术迅速得到推广应用。

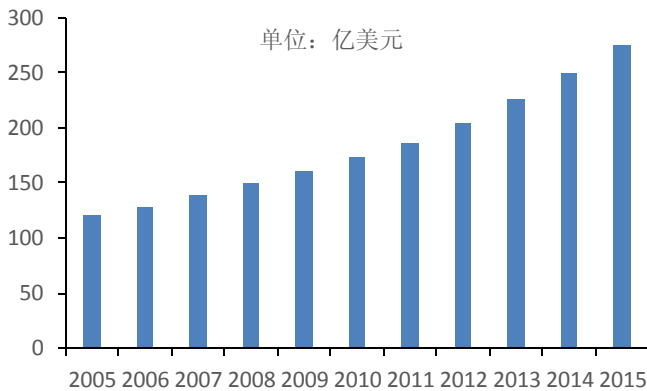
精密金属制造主要为医疗领域提供微创手术刀片、刀杆、刀柄、止血钳等微创手术器械。微创手术器械对加工设备、加工效率、加工精度具有极高的要求，属于制造业中真正的精密领域。

据国际咨询公司 Frost & Sullivan 统计，全球微创手术器械市场发展势头较好。2005 年市场销售总额为 120 亿美元，2006 年上升为 129 亿美元，2011 年增至 186 亿美元。2005~2011 年年复合增长率约 7.6%。同时预测随着形形色色的微创手术器械新品陆续问世，2015 年全球微创手术器械销售额有望达到 260~290 亿美元的规模。2011~2015 年年复合增长率约 10.3%。

发达国家一直在微创手术器械市场上占据领先地位，美国独占鳌头，其约占全球微创手术器械销售额的 60%，欧洲约占微创手术器械销售额的 25%，包括中国、印度、俄罗斯、巴西和南非等在内的新兴工业国家合计占 10%，其中中国约占整个市场的 3%。

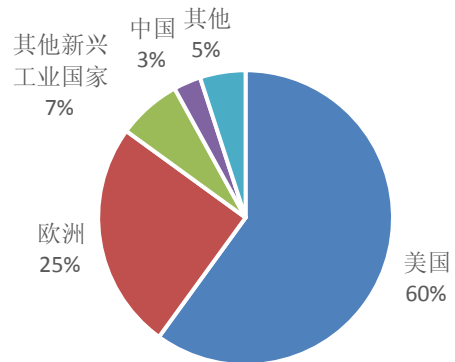


图表43: 2005~2015 年全球微创手术器械市场规模



资料来源: Frost & Sullivan、联讯证券

图表44: 各国微创手术医疗器械市场占比



资料来源: 中国产业信息网、联讯证券

医疗器械产业是全球高精尖技术产业竞争的焦点领域,经过多年的努力发展,国内医疗器械行业的技术工艺、产品质量都有了明显的提高和改善,涌现出一批高成长性的细分市场领军企业,但由于我国医疗器械产业基础薄弱,产业链条不完整,整体竞争力弱,与国际医疗器械巨头相比差距较大。目前国内医疗器械行业以国际医疗巨头为主力,美敦力收购柯惠后成为医疗器械龙头企业,强生、西门子、罗氏、史赛克、飞利浦等公司则紧随其后,但市场份额基本均在 10%以下,相对较分散。

目前,全国大中型城市已经普遍导入微创手术技术,并在治疗心脏病、妇科疾病等方面走在了全球的前列。近年来,在国家政策的大力支持下,我国医疗器械产业增长迅速,作为“十三五规划”构建产业新体系的重点行业之一,随着新医改政策和扩大内需政策的实施,尤其是对基层卫生体系建设投入的大幅增加,未来我国医疗器械产业的市场前景广阔。

(三) 太阳能光伏行业回暖,新增装机容量快速增加

以太阳能光伏发电、风力发电、核电为代表的新能源行业正在全球范围内引起人们的广泛关注和应用,在能源体系中占据越来越重要的地位。从全球范围来看,中国、德国、日本、美国等地区借助一系列光伏产业支持政策,带动了各国光伏发电市场的繁荣,光伏产业发展迅速。根据《中国光伏产业发展路线图(2016年版)》,2016~2020年间全球光伏市场将以 9%复合增长率继续扩大市场规模,相应的支架产品需求也将不断创出新高。

太阳能组件需要金属结构支架支撑以用于大型的地面光伏电站、屋顶的光伏发电系统、光伏建筑一体化系统的发电。

尽管支架占整个太阳能光伏系统成本的比例不高,但光伏精密金属支架的安全性和可靠性对太阳能光伏系统的稳定运行具有重要意义。由于需要保证约 25 年的运行时间,太阳能光伏系统对金属支架的安全性和可靠性有极高的要求。尤其是在恶劣气候条件下或强风口处安装的太阳能光伏系统,积雪、烈风的存在对金属支架的安全性和可靠性提出更高要求。在特定环境下,跟踪式金属支架的设计还要保证组件根据太阳照射的角度灵活变动。如果选用的金属支架设计不合理,将大幅提高太阳能光伏系统后期的维护成本。

光伏精密金属支架的下游客户主要为太阳能系统安装商,其需求受到全球太阳能光伏新增装机容量影响。太阳能系统安装商主要分布在太阳能终端需求较大和光伏发电技

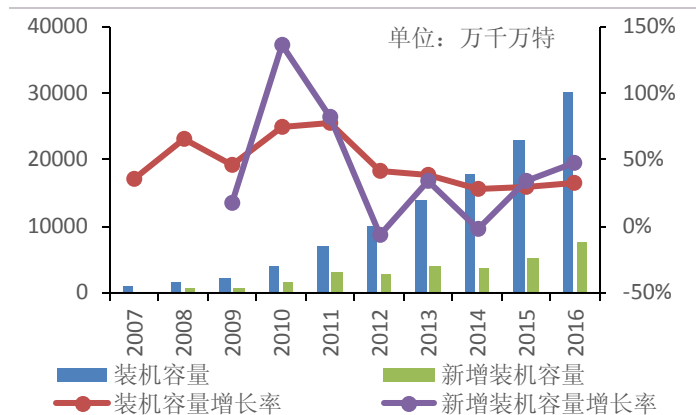


术水平较高的欧盟、美国、日本等发达国家，支架主要销往上述区域。当前部分太阳能组件制造商也开始采购安装支架，一部分是太阳能组件制造商为了降低风险、提高盈利能力而进入太阳能安装领域，主要以大型组件制造商为主；另一部分是为了直接与组件一起销售给系统安装商提供集成服务，主要为中小型组件制造商。

随着世界各国对新能源开发的重视、光伏发电技术的提高、多晶硅和光伏组件价格下降，全球光伏产业发展迅猛。2016 年全球光伏装机总容量为 30300 万千瓦，同比增长 33%。最近十年年复合增长率高达 46%，最近五年年复合增长率高达 34%。

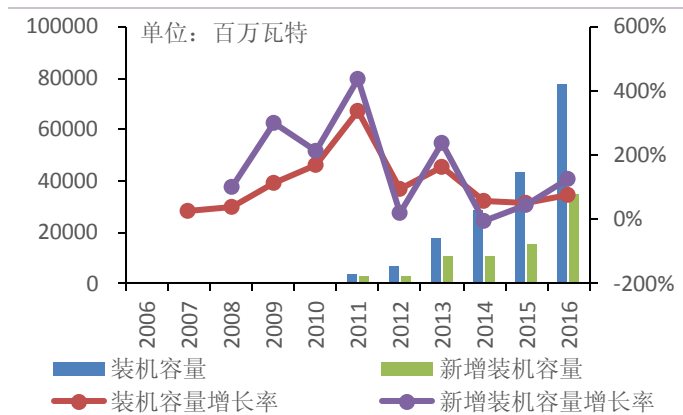
我国光伏产业发展相对发达国家较晚，但近年来发展速度远快于世界平均发展速度。2016 年我国光伏并网装机容量为 78070 百万瓦特，同比增长 79%。最近五年年复合增长率高达 86%。

图45： 2006~2016 年全球太阳能光伏装机容量及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图46： 2006~2016 年中国太阳能光伏装机容量及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

虽然光伏产业在全球和我国都迅猛发展，国家也出台了大量政策支持该行业发展，但由于光伏单位发电成本较普通发电成本更高，因此该行业发展还需要依靠国家直接补贴，早期大量的国家补贴使得光伏行业利润空间较大。但由于行业壁垒较低，光伏组件企业数量迅速增加使得市场竞争愈发激烈，加上海外市场需求的萎缩，我国光伏产业自2011 年便进入低谷，大量光伏企业亏损或破产重整。2015 年起，随着新增装机容量快速增加，光伏行业最严峻的时期已经过去，利润空间逐步改善。

根据精密金属制造服务业的特点，其利润空间将很大程度受下游行业发展和利润空间的影响。因此，光伏精密金属安装支架利润水平大大低于通讯设备、医疗、航空设备等高附加值行业相关产品利润水平。另外尽管光伏电站建设对金属安装支架的稳定性、可靠性、安全性等提出了更高的要求，但其精密程度远不如智能手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件对精密度的要求，这也导致光伏精密金属安装支架利润水平相对较低。



五、盈利预测与投资建议

公司各项业务的营业收入预测如下：

图表47： 2017~2019 年公司营业收入预测

	2016	2017E	2018E	2019E
手机及平板电脑金属结构件				
营业收入（百万元）	1093	2199	3469	4494
营业收入增长率		101%	58%	30%
营业成本（百万元）	766	1468	2244	2876
营业成本增长率		92%	53%	28%
毛利率	29.97%	30%	30%	30%
医疗手术器械结构件				
营业收入（百万元）	75	88	114	178
营业收入增长率		17%	30%	56%
营业成本（百万元）	32	39	49	75
营业成本增长率		20%	27%	52%
毛利率	57.02%	56%	57%	58%
光伏产品结构件				
营业收入（百万元）	49	54	59	65
营业收入增长率		11%	10%	10%
营业成本（百万元）	41	46	51	57
营业成本增长率		12%	11%	11%
毛利率	15.76%	15%	14%	13%
一般精密金属结构件				
营业收入（百万元）	33	37	41	46
营业收入增长率		12%	12%	12%
营业成本（百万元）	26	29	33	37
营业成本增长率		12%	12%	12%
毛利率	20.27%	20%	20%	20%
其他				
营业收入（百万元）	53	64	76	92
营业收入增长率		20%	20%	20%
营业成本（百万元）	20	25	31	37
营业成本增长率		27%	20%	20%
毛利率	62.16%	60%	60%	60%
合计				
营业收入（百万元）	1303	2441	3759	4875
营业收入增长率		87%	54%	30%
营业成本（百万元）	885	1607	2408	3081
营业成本增长率		82%	50%	28%
毛利率	32.07%	34%	36%	37%

资料来源：联讯证券

预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 24.3 亿、36 亿、47.4 亿元，增长率分别为 87%、48%、32%。2017~2019 年公司归属母公司股东的净利润分别为 3.91 亿、5.90



亿、8.02 亿元，增长率分别为 107%、51%、36%。对应 2017~2019 年 EPS 分别为 1.33 元、2.00 元、2.72 元。对应的市盈率分别为 32、21、15。给予公司 2017 年 38 倍 PE，目标价格 50.54 元。首次覆盖给予“增持”评级。

选取业务相近的公司进行比较。

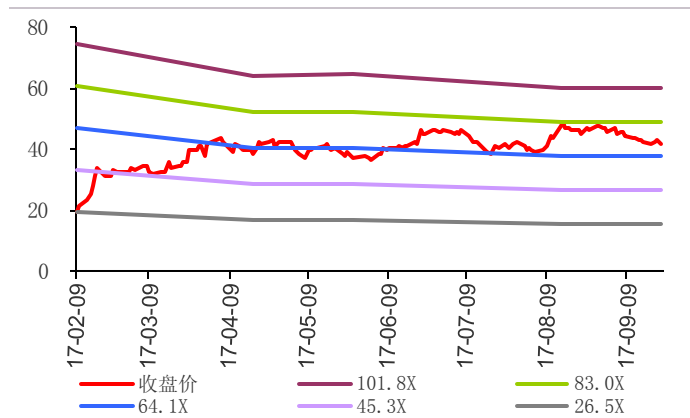
图表48：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价(元)	EPS(元)				PE			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
300115	长盈精密	34.37	0.76	1.07	1.55	2.12	45	32	22	16
300083	劲胜智能	9.24	0.09	0.41	0.59	0.76	103	23	16	12
002635	安洁科技	38.63	1	0.91	1.63	2.09	39	42	24	18
300433	蓝思科技	29.24	0.57	0.87	1.26	1.62	51	34	23	18
	平均值						59	33	21	16

资料来源：Wind、联讯证券

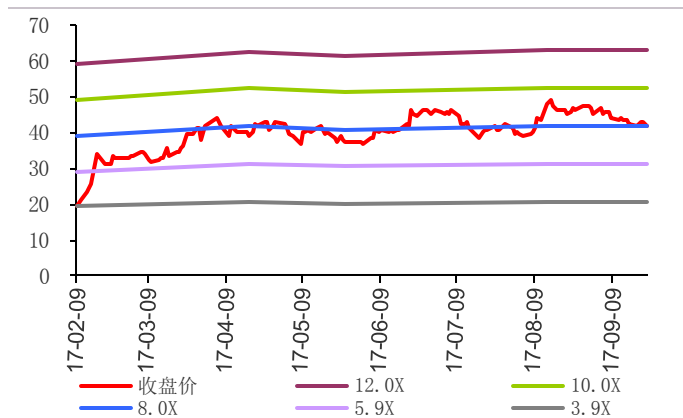
科森科技 PE Band 和 PB Band。

图表49：科森科技 PE Band



资料来源：Wind、联讯证券

图表50：科森科技 PB Band



资料来源：Wind、联讯证券

六、风险提示

行业竞争加剧的风险；市场开拓不及预期的风险；募投项目投产进度不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	761	1,408	2,041	2,654	经营活动现金流	400	740	1,073	1,395
货币资金	83	189	274	353	净利润	189	391	590	802
应收账款	567	1,021	1,480	1,924	折旧摊销	54	100	145	189
其它应收款	17	31	46	59	财务费用	7	12	18	24
预付账款	6	11	15	20	投资损失	0	0	0	0
存货	86	155	225	292	营运资金变动	31	52	51	49
其他	2	2	2	5	其它	119	185	269	331
非流动资产	729	1,349	1,957	2,544	投资活动现金流	-232	-1,090	-436	-174
长期股权投资	0	0	0	0	资本支出	244	1,219	487	244
固定资产	594	1,129	1,638	2,129	长期投资	0	0	0	0
无形资产	79	150	217	282	其他	12	129	51	69
其他	56	70	102	132	筹资活动现金流	-182	456	-552	-1,142
资产总计	1,490	2,757	3,998	5,197	短期借款	120	222	322	418
流动负债	700	1,295	1,878	2,441	长期借款	90	167	241	314
短期借款	120	222	322	418	其他	28	844	12	-409
应付账款	337	624	905	1,176	现金净增加额	-14	106	86	79
其他	243	449	651	847					
非流动负债	184	341	494	642	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	90	167	241	314	成长能力				
其他	94	174	253	328	营业收入	19.49%	86.58%	48.39%	31.53%
负债合计	884	1,636	2,372	3,083	营业利润	-5.65%	103.92%	49.37%	34.95%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-4.71%	107.02%	50.90%	35.98%
归属母公司股东权益	606	1,842	2,346	2,834	获利能力				
负债和股东权益	1,490	2,757	3,998	5,197	毛利率	32.07%	31.47%	31.58%	32.04%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	14.50%	16.09%	16.36%	16.91%
营业收入	1,303	2,431	3,607	4,744	ROE	36.90%	31.95%	28.18%	30.98%
营业成本	885	1,666	2,468	3,224	偿债能力				
营业税金及附加	8	15	22	29	资产负债率	59.32%	59.32%	59.32%	59.32%
销售费用	32	49	72	95	流动比率	108.72%	108.72%	108.72%	108.72%
管理费用	156	243	361	474	速动比率	96.42%	96.75%	96.75%	96.75%
财务费用	7	12	18	24	营运能力				
资产减值损失	1	10	15	19	总资产周转率	0.92	1.14	1.07	1.03
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	2.18	3.06	2.89	2.79
投资净收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	2.66	3.47	3.23	3.10
营业利润	214	436	652	879	每股指标(元)				
营业外收入	5	11	22	32	每股收益	0.64	1.33	2.00	2.72
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	1.36	2.51	3.64	4.73
利润总额	219	447	673	912	每股净资产	2.06	6.24	7.96	9.61
所得税	30	56	83	109	估值比率				
净利润	189	391	590	802	P/E	65.39	31.56	20.92	15.38
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	20.31	6.70	5.26	4.35
归属母公司净利润	189	391	590	802	EV/EBITDA	2.91	25.71	18.12	14.11
EBITDA	275	536	797	1,068					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012~2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市企业，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com