



买入

44% ↑

目标价格:人民币 19.80

原目标价格:人民币 15.37

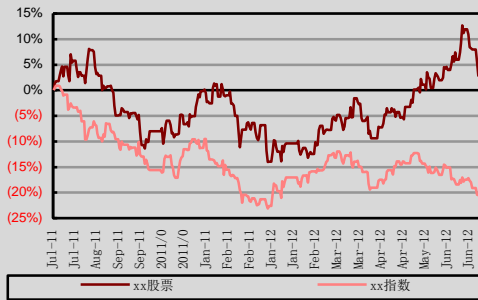
603111.CH

价格:人民币 13.79

目标价格基础:30倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.4)	(5.9)	20.6	(8.0)
相对上证指数	(12.9)	(6.3)	16.3	(17.2)

发行股数(百万)	738
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	6,615
3个月日均交易额(人民币 百万)	101
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
南京工程学院资产经营有限责任公司	12

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年10月19日收市价为标准

相关研究报告

《国内轨交门系统领航者, 打造“一体两翼”发展框架》 2017.6.7

《坚定底部推荐, 双主业增长有保障, 龙昕业绩承诺延长至5年》 2017.5.24

《表面处理行业: 专业化分工是趋势, 非金属后盖渐成主流》 2017.10.13

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 运输设备

杨绍辉*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

*陈祥为本报告重要贡献者

康尼机电

并购方案无条件过会, 开启双引擎发展格局

康尼机电发布公告, 经证监会并购重组审核委员会审核, 公司发行股票购买龙昕科技并募集配套资金暨关联交易的事项获得无条件通过。公司正打造“轨交”+“消费电子”双轮驱动格局。母公司门系统有望受益于轨交行业的复苏, 另有汽车零部件业务蓄势待发; 收购标的公司处于景气度高、成长天花板高的消费电子领域。核心技术保障龙昕科技的承诺业绩。我们预计收购龙昕后17年的合并备考净利润有望达5.2亿元, 18年备考净利润有望达6.4亿元, 目标股价上调至19.80元, 我们维持买入评级, 并强烈推荐。

支撑评级的要点

- 轨交门系统的龙头公司, 轨交行情复苏的最大受益标的: 轨交板块有望在4季度迎来订单和交付高峰, 预计全年动车组招标订单维持在400组左右, 核心竞争力巩固公司在轨交门系统的龙头地位, 且率先受益于轨交行情的复苏拐点。
- 高铁和城轨在“十三五”期间呈逐年向好的趋势, 18年有望迎来快速增长期。2017年截至目前已招标116组, 另有144组(包括20组长编)动车组在筹备中; 全年城轨车辆需求量预计在7,000辆以上。公司城轨门系统和标动门系统市占率均维持在50%以上, 其中动车门系统目前占比为75%左右。动车组门系统市占率提高, 城轨需求量的增长均为母公司贡献主要业绩增长动力。
- 切入消费电子领域, 龙昕科技业绩有保障: 龙昕科技掌握核心技术, NCL、IMT、PVD等工艺技术储备引领行业发展, 成为公司业绩增长的动力来源。2017年上半年已实现营业收入4.47亿元, 其他订单合计达17.9亿元, 保障全年实现13亿元的承诺业绩。产品由塑胶件表面处理为主, 向不锈钢中框和玻璃替代复合材料延伸, 突破新的成长天花板。
- 双轮驱动, 业绩有望大幅增厚: 公司管理层此前修改为最为严苛的并购方案, 公司主要管理层3年改为5年不减持方案, 以及3+2年的业绩承诺, 体现管理层的坚定信心, 同时也保证了公司长远的发展。

评级面临的主要风险

- 轨交招标订单低于预期, 消费电子领域需求不及预期。

估值

- 我们预测, 收购后17年备考净利润5.2亿元, 18年备考净利润6.4亿元; 给予对应18年的市盈率30倍, 目标股价由15.37元上调至19.80元, 维持买入评级, 并强烈推荐。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,656	2,010	2,311	2,863	3,307
变动(%)	27	21	15	24	16
净利润(人民币 百万)	184	240	276	330	353
全面摊薄每股收益(人民币)	0.622	0.325	0.373	0.447	0.478
变动(%)	27.6	(47.8)	14.9	19.9	6.7
全面摊薄市盈率(倍)	22.2	42.4	36.9	30.8	28.9
价格/每股现金流量(倍)	45.6	165.5	34.5	33.6	12.7
每股现金流量(人民币)	0.30	0.08	0.40	0.41	1.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.9	33.1	27.2	21.9	18.3
每股股息(人民币)	0.200	0.100	0.215	0.089	0.096
股息率(%)	1.5	0.7	1.6	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

【点评】

收购方案无条件过会，保障长远发展

公司收购方案自 2016 年 12 月份公告以来，历时近 1 年，于 10 月 15 日获得证监会无条件通过的结果。期间经历两次方案更改，先后将龙昕业绩承诺由 3 年改为 3+2 年；公司主要股东不减持承诺由 3 年改为 5 年；龙昕董事长等人将锁定期由 3 年改为 5 年；配套融资由 17 亿改为 11.12 亿元。最终方案获得无条件通过，保障公司的长远稳定发展。

母公司主业逐季向好，受益轨交行情好转

康尼机电母公司业绩有望逐季向好，全年有望实现 2.7-2.8 亿净利润。2017 年 2 季度业绩相比较于 1 季度环比好转，3-4 季度将持续好转。全年有望保持 10% 左右的增长幅度。母公司 1 季度实现营业收入 3.94 亿元，同比减少 9.3%；归母净利润 0.42 亿元，同比减少 15.06%。2 季度实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 16.29%，归母净利润 0.72 亿元，同比增长 2.23%。上半年净利润同比减少主要受新能源汽车零部件业务的拖累，全年新能源汽车零部件板块有望实现盈亏平衡。

未来母公司业绩增长的催化剂：

1. 轨交拐点初见端倪。铁路固定资产投资将在四季度加速，有望自 2014 年以来持续 4 年超过 8,000 亿元。复兴号成功运营，京沪线加速等催化事件推动动车组订单加速和投产运营，年内有望迎来大规模订单。

2. 动车组方面加速放量。公司在标动门系统市占率达 75% 左右，未来预计稳定在 50% 左右。全年动车组招标量有望达 400 组左右，同比大幅增长，今年 4 月第一批 50 组标动完成招投标，7-9 月陆续交付并上线运营，运营状态良好，为新的规模订单提供条件；年内第二次大规模标动招标已提前布局，预计采购 104 组标动，此外还有 20 组长编标动（核算为 40 组短编标动）也在备件生产中。

3. 城轨车辆需求，十三五期间逐年向好趋势。城轨门系统市占率保持在 50% 以上，稳固绝对龙头地位。2017-2020 年有望迎来城轨建设和投产高峰，且呈逐年向好的趋势，预计今年将交付城轨车辆达 7,000 组，同比大幅增长。

切入消费电子领域，龙昕核心竞争力优势明显

公司掌握智能手机的表面处理的核心技术，技术储备保障公司长远发展和盈利能力。目前领先技术和未来的发展方向包括：

1. NCL 工艺——塑胶外壳金属化，核心竞争力保障盈利能力。此工艺伴随 OPPO A77 的热销，被市场广泛接受，成为 17 年最流行的工艺。龙昕掌握的核心技术保证核心竞争力，高良率保障盈利能力，成为 NCL 工艺的主要供应商。

2. 不锈钢中框的 PVD 表面处理，应对不锈钢爆发式增长的市场需求。iPhone 8 开启了双面玻璃+不锈钢中框的外壳时代，不锈钢中框的表面处理将采用物理法 PVD 真空镀膜的方式，龙昕已布局新产线，采购了先进真空镀膜设备，拥有相关研发实力，应对急速增长的市场需求。

3. IMT 工艺——复合材料玻璃化工艺，迎接玻璃时代的中低端市场。此工艺有望成为未来的发展趋势，带领非金属外壳的又一次革命。龙昕科技掌握核心技术，研发已有初步成果，有望成为 2018 年业绩的增长动力之一，且此工艺持续时间有望延长至 5G 时代的真正到来。

4.2.5D/3D 玻璃的表面处理正在研发中。龙昕积极布局和研发，通过提高玻璃表面处理的质量和良率，增强竞争力和盈利能力，有望迎接未来爆发式增长的玻璃表面处理市场，打开传统塑胶件外壳的成长天花板。

龙昕在手订单充裕，业绩符合预期

3 季度为消费电子生产的传统旺季，龙昕目前成满产状态。（1）上半年已实现营业收入 4.47 亿元，符合预期，主要绑定终端一线品牌大客户：如 OPPO、小米、华为（前 3 大客户）等；（2）公告中 2017 年下半年的在手和可能的订单合计 17.9 亿元，保障全年业绩完成承诺值 13 亿元。

2017 年业绩承诺在 2016 年基础上增长 30%，净利润达到 2.4 亿元。公司在手订单充裕，且存在超预期的空间。

合并且配套融资后，备考每股收益有望增厚 48%

考虑当前收购方案，母公司收购前总股本为 73,838.33 万股，本次增发包含现金 10.62 亿元+发行股份 15,624.08 万股（合计 23.37 亿元）购买资产，及配套融资不超过 11.12 亿元，若按 14.96 元计（购买资产价），预计增发 7,433 万股，则总股本将增至 96,895 万股，摊薄比例预计为 36.6%；

我们预测 18 年母公司有望实现净利润 3.3 亿元，龙昕有望实现净利润 3.1 亿元；收购前 2017 年预测每股收益为 0.45 元，收购完成后，每股收益有望达 0.66 元，增长 48%。

图表 1. 康尼收购龙昕后，每股收益业绩有望增厚 48%

2018E	收购前	收购后（预计）	变化幅度（%）
股本(万)	73,838.33	96,895	31
归母净利润(亿元)	3.3	6.4	94
每股收益(元)	0.45	0.66	48

资料来源：公司公告，中银证券

投资建议：康尼机电收购龙昕科技，打造“轨交”+“消费电子”双轮驱动发展格局，汽车零部件业务蓄势待发，实现公司的跨越式发展。

我们预测，收购后公司 17 年母公司有望实现净利润 2.8 亿元，龙昕科技实现净利润 2.4 亿元，合并后备考净利润 5.2 亿元；18 年母公司有望实现净利润 3.3 亿元，龙昕科技实现净利润 3.1 亿元，合并后备考净利润 6.4 亿元；给予对应 18 年的市盈率 30 倍，目标股价上调至 19.80 元。**我们维持买入评级，并强烈推荐。**

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,656	2,010	2,311	2,863	3,307
销售成本	(1,034)	(1,268)	(1,438)	(1,817)	(2,116)
经营费用	(393)	(438)	(505)	(591)	(678)
息税折旧前利润	230	305	368	455	513
折旧及摊销	(29)	(43)	(59)	(78)	(109)
经营利润(息税前利润)	201	262	310	377	404
净利息收入/(费用)	(10)	(8)	(13)	(13)	(13)
其他收益/(损失)	39	45	48	50	50
税前利润	230	299	345	414	442
所得税	(35)	(44)	(52)	(62)	(66)
少数股东权益	(11)	(16)	(18)	(22)	(23)
净利润	184	240	276	330	353
核心净利润	188	246	282	336	359
每股收益(人民币)	0.622	0.325	0.373	0.447	0.478
核心每股收益(人民币)	0.636	0.333	0.381	0.456	0.486
每股股息(人民币)	0.200	0.100	0.215	0.089	0.096
收入增长(%)	27	21	15	24	16
息税前利润增长(%)	19	30	18	22	7
息税折旧前利润增长(%)	18	33	21	24	13
每股收益增长(%)	28	(48)	15	20	7
核心每股收益增长(%)	28	(48)	15	19	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	230	299	345	414	442
折旧与摊销	29	43	59	78	109
净利息费用	10	8	13	13	13
运营资本变动	(96)	(283)	189	(81)	423
税金	(24)	(28)	(52)	(62)	(66)
其他经营现金流	(60)	23	(258)	(59)	(119)
经营活动产生的现金流	89	62	295	303	801
购买固定资产净值	3	(1)	144	145	149
投资减少/增加	12	6	9	10	11
其他投资现金流	(477)	(0)	(287)	(290)	(298)
投资活动产生的现金流	(461)	4	(135)	(135)	(138)
净增权益	(59)	(74)	(159)	(66)	(71)
净增债务	105	(120)	16	(9)	(188)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	100	(14)	(27)	(115)	(234)
融资活动产生的现金流	145	(181)	(117)	(88)	(271)
现金变动	(226)	(115)	44	80	392
期初现金	632	407	292	336	416
公司自由现金流	(372)	66	161	168	663
权益自由现金流	(256)	(47)	189	171	488

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	679	456	481	610	976
应收帐款	1,022	1,333	1,282	1,825	1,344
库存	405	386	604	629	775
其他流动资产	20	24	55	29	67
流动资产总计	2,127	2,199	2,423	3,093	3,162
固定资产	348	416	500	565	605
无形资产	38	37	37	39	39
其他长期资产	10	8	9	9	9
长期资产总计	396	461	547	613	653
总资产	2,538	2,685	2,985	3,712	3,819
应付帐款	787	803	953	1,310	1,315
短期债务	310	190	186	190	0
其他流动负债	269	263	260	339	321
流动负债总计	1,366	1,255	1,399	1,839	1,636
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	44	26	28	33
股本	295	738	738	738	738
储备	891	623	740	1,004	1,286
股东权益	1,187	1,361	1,478	1,742	2,024
少数股东权益	53	64	82	103	126
总负债及权益	2,538	2,685	2,985	3,712	3,819
每股帐面价值(人民币)	4.02	1.84	2.00	2.36	2.74
每股有形资产(人民币)	3.89	1.79	1.95	2.31	2.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.14)	(0.20)	(0.31)	(1.10)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.9	15.2	15.9	15.9	15.5
息税前利润率(%)	12.1	13.0	13.4	13.2	12.2
税前利润率(%)	13.9	14.9	14.9	14.5	13.4
净利率(%)	11.1	11.9	11.9	11.5	10.7
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.7	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	19.3	33.9	24.7	30.1	32.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	22.2	42.4	36.9	30.8	28.9
核心业务市盈率(倍)	21.7	41.4	36.2	30.3	28.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.1	59.5	51.9	43.5	40.8
市净率(倍)	3.4	7.5	6.9	5.8	5.0
价格/现金流(倍)	45.6	165.5	34.5	33.6	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.9	33.1	27.2	21.9	18.3
周转率					
存货周转天数	132.1	113.8	125.6	123.8	121.1
应收帐款周转天数	173.8	213.9	206.5	198.1	174.9
应付帐款周转天数	143.7	144.3	138.7	144.3	144.8
回报率					
股息支付率(%)	32.1	30.8	57.6	20.0	20.0
净资产收益率(%)	17.2	18.8	19.4	20.5	18.7
资产收益率(%)	7.8	8.6	9.3	9.6	9.1
已运用资本收益率(%)	3.4	3.8	4.1	4.4	4.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371