



买入

44% ↑

目标价格:人民币 49.91

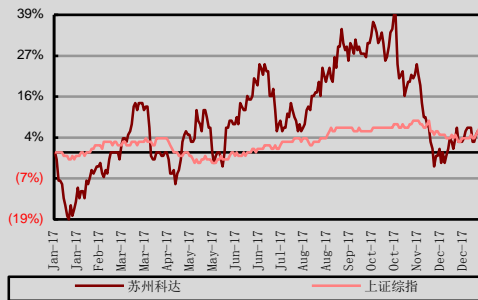
603660.CH

价格:人民币 34.65

目标价格基础:45倍 17年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.0)	5.4	(20.7)	5.4
相对上证指数	(2.1)	3.1	(21.8)	(1.8)

发行股数(百万)	250
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	5,879
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
陈冬根	26

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年1月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

宋彬
(8610)66229323
bin.song@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300515070002

谭鹏鹏
(8610)66229080
pengpeng.tan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060002

苏州科达

视频会议与视频监控双轮驱动

我们认为公司在视频会议与视频监控领域均有较大市场空间和增长速度。视频会议领域, 公司作为业内领先企业, 将受益于行业增长和国产化替代双重利好。视频监控领域, 公司补足营销短板, 开始将技术实力兑现为营业收入, 业绩极具弹性。公司保持高研发投入, 促使产品更新迭代以维持高毛利率和拓展新市场空间。我们看好公司在视频会议市场稳定增长和视频监控领域高弹性增长空间, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 国内视频会议系统领先企业, 国产化背景下优势明显。公司在国内视频会议系统市占率15%, 仅次于宝利通, 是视频会议领域中市占率最高的本土企业。视频会议行业发展稳定, 毛利率相对较高, 据统计, 2016年视频会议市场空间49亿元, 且未来行业将保持20%复合增长率。公司在定制化开发与行业深度融合方面优势明显, 在市场垂直化发展与国产替代双重利好下, 公司未来在视频会议行业潜力巨大。
- 视频监控行业营销发力, 收入将与技术实力相匹配。公司在后端平台领域积累深厚, 在后端应用往智能化发展的新趋势下, 公司有一定比较优势。公司视频会议和视频监控两大板块具有深度融合能力, 在行业解决方案上更佳。目前公司已补足营销短板, 加快技术实力向营收增长的兑现, 在视频监控这个大行业中, 极具业绩弹性。
- 持续高研发投入, 为业绩增长贡献推力。公司2016年研发费率27.7%, 排第一, 是视频会议与监控行业平均研发费率的3倍。高研发投入保证了公司产品不断推陈出新, 贴近行业需求并维持较高毛利率。同时, 按照微笑曲线理论, 研发在监控产品环节中处于上游领域, 附加值较高, 对于小而美的公司, 专注于高附加值领域, 能获得更高速增长。
- 公司于12月发布股票激励草案, 授予价格17.10元/股, 2018-2020年净利润分别不低于3.34亿元、4.18亿元、5.01亿元, 彰显公司信心。

评级面临的主要风险

- 风视频会议增速不及预期风险, 视频监控行业竞争加剧风险。

估值

- 我们预计2017-2019年每股收益分别1.11元、1.44元和2.03元。给予买入评级, 目标价为49.91元。

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)	1,222	1,449	1,816	2,325	3,105
变动(%)	25	19	25	28	34
净利润(人民币 百万)	120	175	277	360	508
全面摊薄每股收益(人民币)	0.601	0.699	1.109	1.439	2.031
变动(%)	125.2	16.2	58.8	29.7	41.2
全面摊薄市盈率(倍)	57.6	49.6	31.2	24.1	17.1
价格/每股现金流量(倍)	34.8	65.2	57.4	24.5	61.9
每股现金流量(人民币)	0.99	0.53	0.60	1.42	0.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	91.3	59.9	31.4	22.3	15.1
每股股息(人民币)	0.000	0.072	0.038	0.066	0.124
股息率(%)	n.a.	0.2	0.1	0.2	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,222	1,449	1,816	2,325	3,105
销售成本	(426)	(519)	(619)	(785)	(1,014)
经营费用	(703)	(793)	(939)	(1,188)	(1,576)
息税折旧前利润	93	137	258	351	515
折旧及摊销	(25)	(26)	(36)	(47)	(59)
经营利润(息税前利润)	68	111	223	304	456
净利息收入/(费用)	(8)	(6)	(7)	(7)	(7)
其他收益/(损失)	65	72	67	68	69
税前利润	126	177	283	365	518
所得税	(7)	(3)	(10)	(9)	(15)
少数股东权益	(1)	(0)	(4)	(3)	(5)
净利润	120	175	277	360	508
核心净利润	121	175	271	355	500
每股收益(人民币)	0.601	0.699	1.109	1.439	2.031
核心每股收益(人民币)	0.607	0.700	1.083	1.418	2.002
每股股息(人民币)	0.000	0.072	0.038	0.066	0.124
收入增长(%)	25	19	25	28	34
息税前利润增长(%)	(675)	63	100	37	50
息税折旧前利润增长(%)	770	47	89	36	46
每股收益增长(%)	125	16	59	30	41
核心每股收益增长(%)	144	15	55	31	41

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	126	177	283	365	518
折旧与摊销	25	26	36	47	59
净利息费用	8	6	7	7	7
运营资本变动	81	(14)	(231)	129	(374)
税金	(8)	(3)	(10)	(9)	(15)
其他经营现金流	(33)	(59)	66	(186)	(55)
经营活动产生的现金流	199	133	151	354	140
购买固定资产净值	(0)	(10)	51	54	54
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(34)	(154)	(102)	(108)	(108)
投资活动产生的现金流	(33)	(164)	(51)	(54)	(54)
净增权益	0	(18)	(10)	(16)	(31)
净增债务	(51)	(65)	0	7	38
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(18)	339	(60)	(110)	(222)
融资活动产生的现金流	(69)	282	(17)	(17)	6
现金变动	96	251	83	283	91
期初现金	126	222	474	557	840
公司自由现金流	165	(31)	100	300	86
权益自由现金流	122	(90)	106	313	130

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	227	577	595	889	995
应收帐款	359	425	719	675	1,158
库存	225	292	290	468	511
其他流动资产	14	28	11	42	29
流动资产总计	825	1,322	1,615	2,073	2,693
固定资产	77	99	85	74	62
无形资产	54	44	73	91	98
其他长期资产	14	21	18	18	19
长期资产总计	144	164	176	182	179
总资产	994	1,506	1,808	2,268	2,884
应付帐款	131	165	218	259	347
短期债务	45	0	0	0	42
其他流动负债	188	201	179	263	271
流动负债总计	364	366	396	522	660
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	4	12	7	8
股本	200	250	250	250	250
储备	424	885	1,153	1,496	1,978
股东权益	624	1,135	1,403	1,746	2,228
少数股东权益	0	0	(4)	(7)	(12)
总负债及权益	994	1,506	1,808	2,268	2,884
每股帐面价值(人民币)	3.12	4.54	5.61	6.98	8.91
每股有形资产(人民币)	2.85	4.37	5.32	6.62	8.52
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	(1.89)	(2.23)	(3.36)	(3.56)

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(%)	7.6	9.4	14.2	15.1	16.6
息税前利润率(%)	5.6	7.7	12.3	13.1	14.7
税前利润率(%)	10.3	12.2	15.6	15.7	16.7
净利率(%)	9.8	12.1	15.3	15.5	16.4
流动性					
流动比率(倍)	2.3	3.6	4.1	4.0	4.1
利息覆盖率(倍)	9.1	18.3	33.0	44.9	69.8
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)	1.6	2.8	3.3	3.1	3.3
估值					
市盈率(倍)	57.6	49.6	31.2	24.1	17.1
核心业务市盈率(倍)	57.1	49.5	32.0	24.4	17.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	82.3	71.3	46.1	35.2	24.9
市净率(倍)	11.1	7.6	6.2	5.0	3.9
价格/现金流(倍)	34.8	65.2	57.4	24.5	61.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	91.3	59.9	31.4	22.3	15.1
周转率					
存货周转天数	175.9	181.7	171.6	176.2	176.1
应收帐款周转天数	114.4	98.8	115.0	109.4	107.7
应付帐款周转天数	40.3	37.3	38.4	37.4	35.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	10.3	3.4	4.6	6.1
净资产收益率(%)	21.3	19.9	21.9	22.8	25.5
资产收益率(%)	6.7	8.7	13.0	14.6	17.2
已运用资本收益率(%)	4.7	4.8	5.5	5.7	6.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测