

康尼机电（603111）公司点评

2017 业绩符合预期，2018Q1 费用率大幅降低，全年预测高增长

买入（维持）

2018 年 4 月 23 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 王皓

执业证书编号：S0600518030001

wangh@dwzq.com.cn

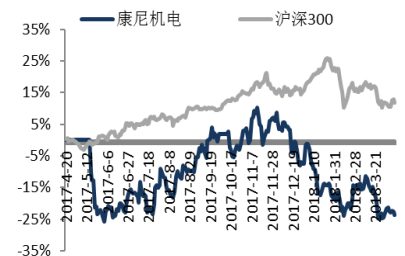
投资要点

■ 2017 年营收 24.18 亿元，同比+20.28%，归母净利 2.81 亿元，同比+17.07%。综合毛利率 35.87%，同比-2.05%；三费率为 22.59%，同比-1.29pct，其中管理费用率 15.52%，同比-1.52pct，销售费用率 6.23%，同比-0.22pct，财务费用率 0.84%，同比+0.46pct；总体净利率 11.93%，同比-0.78pct。分行业看：轨交装备板块营收 17.6 亿元，同比+19.6%，由于原材料价格上涨，毛利率 38.78%，同比-1.84pct；消费电子板块营收 1.38 亿元（仅并表一个月），单月毛利率 34.22%，而全年净利率 23.53%（同比+5.81pct），可见费用率很低。将轨交装备板块按照产品拆开看：门系统营收 14.06 亿，同比+12.01%，毛利率 37.80%，同比-3.60pct；配件业务营收 2.51 亿元，同比+80.55%，毛利率 50.34%，同比+4.16pct，配件业务主要涉及公司维修维保业务，增速很快，且毛利率高出门系统新品 12.54pct；内部装饰业务营收 0.66 亿元，同比+60.88%，毛利率 16.66%，同比+12.75pct。连接器营收 0.38 亿，同比+2.59%，毛利率 36.92%，同比+3.36pct。分地区看，公司国内主营收入 16.78 亿，同比 20.22%，毛利率 40.83%，同比-0.89pct，海外 2.20 亿，同比+188.99%，毛利率 20.27%，同比-0.03pct；从占比上看，海外主营营收占比 9.09%，同比+5.31pct。

■ 2018Q1 营收 7.97 亿，同比+102.24%，归母净利 0.99 亿，同比+135.53%。综合毛利率 34.08%，同比-4.71pct，推断两个因素导致：其一、复兴号自主化率提升，产品价格有所降低；其二、并入消费电子板块，总产品类型的自然结构化调整；Q1 总费用率 19.30%，同比-8.38pct，改善显著，其中销售、管理、财务费用率分别为 4.12%、14.01%、1.16%，同比-2.87pct、-5.89pct、+0.37pct，净利率 12.42%，同比+1.96%，改善明显。如果剔除龙昕科技并表影响，2018Q1 公司营收 5.08 亿，同比+28.76%，归母净利 0.43 亿，同比+1.44%，毛利率 34.58%，同比-4.21pct，总费用率估算 25%-26%，其中管理费用率 17.45%，同比-2.45pct，净利率（分子用归母净利润代替）8.43%，同比-2.27pct；因成本同比+37.60%，假设该值均是销量增加导致，且暂忽略原材料价格变动及单位折旧摊薄影响，可以推算 Q1 综合产品（不含消费电子部分）单位售价同比-6.4%。

■ 轨交装备：受益于城轨高景气+复兴号占比提升，预期未来三年高增长可持续。城轨门系统为公司核心产品，我们测算占门系统总收入 65%-70%，公司市占率持续十多年来在 50%以上，受益于公司独家远程监测物联网系统，可显著降低业主运营成本，预测潜在中标率有望持续高于市占率水平，进一步提升公司业绩。2017 年全国轨道交通新增运营里程 868.9 公里，同比+62.5%达新高，我们预测 2018-2020 年国内合计新增城轨里程将达 3200 公里以上，从车辆装备端，估算 2018 年行业平均增速 28%，城轨总交付量达到 8000 辆以上。动车组车辆门产品，针对传统车型，公司内门系统市占率约 70%，外门（价值量最高）约 30%，但在首批复兴号动车组上，公司外门市占率高达 80%，而从 2018 年开始，国内动车组将以复兴号为主，有利于公司业绩的大幅提升，公司 2017 年全年实现销售 173 列，我们测算 2018 年将达到 230 套以上。另外，城市轨道交通车辆（包括门系统）运营 5 年或者 60 万公里需要架修，运营 10 年或者 120 万公里必须进行大修，自 2018 年开始，动车组 4-5 级高级修也将逐渐放量。2017 年公司维保配件业务收入达 2.5 亿元，同比+80.55%，实现了快速增长，未来随着城轨+动车组后服务兴起的双重催化，公司业绩有望得到显著增厚。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.59
一年最低/最高价	10.56/16.38
市净率（倍）	2.4
流通 A 股市值（百万元）	7819.5

基础数据

每股净资产（元）	4.34
资产负债率（%）	45.72
总股本（百万股）	993.28
流通 A 股（百万股）	738.38

相关研究

1. 公司点评：轨道交通核心零部件标的，预期公司逆轨交行业投资周期实现快速成长
2018.1.07
2. 公司点评：前三季度营收同比+13.5%，静待“轨交+新能源+消费电子”多板块协同
2017.10.30
3. 公司点评：中报净利润同比下滑，下半年“轨道交通+新能源”有望逆袭
2017.7.27

■ **消费电子：表面处理技术龙头，从消费电子拓展到医疗器械、化妆、锂电等多领域。**轨交行业具有一定周期性，为增强公司抗周期能力，2017 年 12 月公司斥资 34 亿完成对广东龙昕科技的全资收购。龙昕科技专注于消费电子产品表面处理业务，客户覆盖 OPPO、VIVO、华为、小米、三星、LG 等国内外多家著名消费电子厂商。2017 年龙昕实现营收 11.09 亿，同比+8.94%，占康尼总营收比 45.9%，净利润 2.61 亿元，同比+45.0%，顺利完成重大资产重组期的承诺业绩。目前手机外壳以金属材质为主，而鉴于“2020 年 5G 商用+无线充电”行业趋势，陶瓷+玻璃材料有望逐步渗透高端市场，塑胶盒复合材料将抢占领中端和中低端市场。龙昕科技对于特殊复杂工艺技术储备丰厚，已掌握金属陶瓷化、复合材料玻璃化等核心技术储备，与行业发展趋势高度吻合。2017 年与 VIVO 合作开发的 NCL 工艺，可实现仿金属、仿玻璃、仿陶瓷等优异质感，目前已大量投产，技术和产量水平均为业内龙头；镀膜技术中的模内注塑转印（IMT）工艺将在 2018 年得到应用并实现批量生产。此外，公司也积极拓展诸如健康医疗产品、化妆品包装等非消费电子表面处理业务，自 2018 年开始已陆续实现批量生产销售。龙昕业绩承诺在 2017-2019 年实现扣非净利不低于 23,800、30,800 和 38,766 万元，预计达成承诺压力不大。

■ **新能源汽车零部件：行业高景气度持续，康尼研发力度不减。**2017 年新能源汽车销售 77.7 万辆，同比增长 53.3%，根据规划至 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、累计产销量超过 500 万辆。公司自主研发的新能源公交车门系统产品（电动塞拉门）适应国家新能源汽车电动化、环保化、节能化、智能化、人性化的发展趋势，2017 年新签订单超过 2000 套，客户包括苏州金龙、南京金龙、苏州海格、比亚迪、珠海银隆等。公司制造生产的传统汽车零部件主要精锻产品包括差速器轴、传动轴、安全系统、汽车变速箱等零部件，获得宝马一级供应商资质，尚未形成量产。2017 年公司研发投入 1.85 亿，同比+8.75%，占营收比 7.65%，拥有研发人员 720 人，占总人数比 14.20%。截至 2017 年 12 月 31 日累计拥有有效授权专利 571 件，其中发明专利 132 件。

■ **盈利预测与投资评级：轨交板块：**公司城轨和复兴号动车组市占率有望快速提升，且后服务市场崛起进一步催化业绩；**新能源汽车：**行业高速增长，公司电动塞拉门等产品获取高端核心客户；**消费电子板块：**公司收购的龙昕科技技术储备雄厚，紧跟 5G 和无线充电大趋势，且产品开始拓展到锂电、化妆、医疗器械等新兴领域。在轨交+消费电子+新能源业务驱动下，预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.75/0.90/1.11 元，对应 PE 14/12/10X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**铁路投资及动车组招标不及预期，国产替代进度不及预期，下游 3C 智能产品发展不及预期，公司新能源业务发展不及预期，复兴号产品降价及原材料价格上涨

附录:

图表 1: 公司营业收入及毛利率分项表 (金额单位均为亿元)

报告期	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
轨道交通系统板块							包括门系统、内部装饰、配件及连接器
收入	12.6	14.7	17.6	23.5	26.2	32.6	
YoY (%)			19.6%	33.6%	11.5%	24.4%	
毛利	5.1	6.0	6.8	8.2	9.5	11.7	
毛利率 (%)	40.5	40.6	38.8	35.0	36.1	36.0	
消费电子表面处理业务							
收入			1.4	18.2	21.1	26.4	1.4 为第 12 月数据
YoY (%)				64.1%	16.2%	24.7%	
毛利			0.5	6.2	7.3	9.1	0.5 为第 12 月数据
毛利率 (%)			34.2	34.0	34.3	34.6	
其他业务							
收入	4.0	5.4	5.2	6.0	7.6	9.9	
YoY (%)			-3.3%	15.1%	26.8%	30.6%	
毛利	1.3	1.6	1.4	1.6	2.1	2.7	
毛利率 (%)	32.8	30.5	26.5	26.9	27.2	27.4	
营业总收入	16.6	20.1	24.2	47.7	55.0	68.9	
YoY (%)		21.4%	20.3%	97.2%	15.2%	25.4%	
合计毛利	6.4	7.6	8.7	16.0	18.8	23.6	
综合毛利率 (%)	38.6%	37.9%	35.9%	33.6%	34.2%	34.2%	

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

康尼机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4115.9	7411.5	8849.5	11305.5	营业收入	2417.8	4768.9	5493.2	6888.4
现金	937.0	1335.7	1864.0	2546.3	营业成本	1550.6	3165.8	3614.9	4531.9
应收款项	2267.1	4285.5	4936.3	6190.1	营业税金及附加	24.9	46.3	53.3	66.8
存货	663.7	1301.0	1485.6	1862.4	营业费用	150.7	175.2	201.9	253.1
其他	248.1	489.3	563.6	706.8	管理费用	380.7	538.8	620.0	776.5
非流动资产	3191.7	3273.4	3317.9	3353.7	财务费用	20.3	-16.1	-30.3	-15.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	3.4	4.5	4.5	4.5
固定资产	602.1	687.7	736.1	775.8	其他	37.2	-5.1	-5.1	-5.1
无形资产	117.2	113.3	109.4	105.5	营业利润	331.1	858.4	1032.8	1274.8
其他	2472.5	2472.5	2472.5	2472.5	营业外净收支	2.3	2.1	2.1	2.1
资产总计	7307.6	10685.0	12167.4	14659.3	利润总额	333.5	860.5	1035.0	1276.9
流动负债	3288.2	6124.1	6955.5	8644.0	所得税费用	44.9	115.9	139.4	172.0
短期借款	310.0	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	7.7	3.7	4.5	5.5
应付账款	1488.9	3044.4	3476.2	4358.1	归属母公司净利润	280.9	740.9	891.1	1099.4
其他	1489.2	2779.8	3179.2	3985.9	EBIT	316.5	846.8	1007.0	1263.9
非流动负债	53.1	53.1	53.1	53.1	EBITDA	370.9	913.9	1085.6	1353.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	53.1	53.1	53.1	53.1		2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	3341.3	6177.3	7008.6	8697.1	每股收益(元)	0.31	0.75	0.90	1.11
少数股东权益	74.7	78.4	82.9	88.4	每股净资产(元)	4.34	4.46	5.11	5.91
归属母公司股东权益	3891.7	4429.3	5075.9	5873.8	发行股份(百万股)	896	993	993	993
负债和股东权益总计	7307.6	10685.0	12167.4	14659.3	ROIC(%)	9.4%	17.7%	21.6%	26.3%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	7.2%	16.7%	17.6%	18.7%
	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	34.8%	32.6%	33.2%	33.2%
经营活动现金流	182.4	760.8	904.7	1118.5	EBIT Margin(%)	13.1%	17.8%	18.3%	18.3%
投资活动现金流	401.8	-148.7	-132.0	-134.6	销售净利率(%)	11.6%	15.5%	16.2%	16.0%
筹资活动现金流	33.6	-213.3	-244.5	-301.6	资产负债率(%)	45.7%	57.8%	57.6%	59.3%
现金净增加额	616.9	398.8	528.2	682.3	收入增长率(%)	20.3%	97.2%	15.2%	25.4%
折旧和摊销	54.4	67.2	78.5	89.8	净利润增长率(%)	17.1%	163.8%	20.3%	23.4%
资本开支	-226.7	-148.7	-132.0	-134.6	P/E	33.8	14.2	11.8	9.6
营运资本变动	-1788.1	-60.0	-78.4	-85.2	P/B	2.4	2.4	2.1	1.8
企业自由现金流	-1647.1	591.2	739.5	963.7	EV/EBITDA	34.6	17.1	15.2	13.4

数据来源: 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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>