



**买入**

**42% ↑**

目标价格:人民币 15.50

原目标价格:人民币 15.90

603111.CH

价格:人民币 10.92

目标价格基础:41倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

## 康尼机电

### 国内轨交门系统领航者，打造“一体两翼”发展框架

公司是国内轨道交通门系统的龙头企业，以轨交门系统产品为主体，以新能源汽车零部件和消费电子表面处理为两翼，谋求多元化发展。公司下游跨足三个产业，未来市场空间均有不同程度的增长。2017年，我国城市轨道交通有望迎来通车高峰，对公司的城轨车辆门系统预计有15-20%的增长需求；未来几年，新能源汽车产业的增长确定性较强，受益于此，公司的新能源汽车零部件产品能保持高速增长态势，成为公司业绩的主要增长极之一；公司拟收购龙昕科技，切入3C消费电子领域，龙昕3+2年业绩承诺，保障长远增长。目前公司处于价值低估阶段，我们坚定推荐，并维持买入评级，目标价格下调至15.50元。

#### 支撑评级的要点

- 城市轨道交通车辆门系统2017年市场规模达到13亿元，行业龙头将深度受益。经测算，我国城市轨道交通在17年有望迎来通车高峰时期，轨交车辆需求量有望保持15-20%的增速。公司在城轨门系统的市占率持续10年保持在50%以上，2016年超过60%，已成长为行业龙头，此业务也将成为公司业绩的主要增长极之一。
- 中国标动放量在即，有望提高动车组门系统的市占率，复制城轨门系统的成功。公司自2013年取得动车组外门CRCC认证后，车门系统快速进入动车组市场，由14年市占率12%提高到16年的26%。2017年首批量产的52组标动中，康尼提供30套门系统，标动市占率超过60%，预计公司17年在动车组车门的市占率有望快速提高。
- 受益于下游新能源汽车高景气度，汽车零部件业务成为公司业绩的另一主要增长极。公司成立康尼新能源公司，生产新能源汽车充电接口、线束总成和大巴门系统等产品，下游客户覆盖国内主流新能源汽车厂商。一季度受新能源政策和更换标准的影响，业绩有所下滑，预计17年下半年随着新能源乘用车的增长，公司业绩重新进入增长快车道，分享新能源汽车行业盛宴。
- 龙昕科技承诺未来5年业绩，增长确定性强。公司拟作价34亿元收购龙昕，切入消费电子领域，保障公司业绩更长远的增长。标的公司对未来5年做出“3+2”年业绩承诺，关键股东追加锁定期36个月。基于对消费电子产品表面处理行业的清晰认识，龙昕凭借核心技术有望实践自己独特的成功发展模式。

#### 评级面临的主要风险

- 收购龙昕科技未取得成功；地铁通车里程不及预期。

#### 估值

- 若收购龙昕方案顺利实施，我们预测17年母公司有望实现净利润2.8亿元，龙昕净利润2.4亿元，给予合并后的公司对应17年净利润的PE为30倍，合理估值为156亿，对应的目标股价由15.90元下调至15.50元，目前股价11元左右，逐渐筑底，提供难得的买入机遇，我们强烈推荐。

#### 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	2,479	3,043	3,547
变动(%)	27	21	23	23	17
净利润(人民币百万)	184	240	281	445	531
全面摊薄每股收益(人民币)	0.622	0.325	0.381	0.603	0.719
变动(%)	27.6	(47.8)	17.2	58.4	19.1
先前预测每股收益(人民币)			0.394	0.645	0.811
调整幅度(%)			(3)	(7)	(11)
全面摊薄市盈率(倍)	17.5	33.6	28.7	18.1	15.2
价格/每股现金流量(倍)	36.1	131.1	42.5	14.4	9.3
每股现金流量(人民币)	0.30	0.08	0.26	0.76	1.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.7	26.1	21.1	12.8	9.6
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.215	0.121	0.144
股息率(%)	1.8	n.a.	2.0	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.7)	(25.7)	(25.7)	(17.6)
相对上证指数	(24.7)	(24.5)	(21.9)	(23.7)

发行股数(百万)	738
流通股(%)	52
流通股市值(人民币百万)	4,189
3个月日均交易额(人民币百万)	121
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6月2日收市价为标准

#### 相关研究报告

- 《机械行业年报/季报业绩回顾》2017.5.8
- 《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

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\*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

\*陈祥为本报告重要贡献者

## 目录

国内轨道交通门系统领航者 .....	5
掌握核心技术，成为门系统龙头供应商 .....	5
母公司股权分散，多位高管持股充分调动积极性 .....	6
伴随中国铁路快速发展，公司业绩快速增长 .....	7
“3+3 滚动计划”，规划业绩实现两个翻番 .....	8
两大主业有望转变为“一体两翼”发展格局 .....	8
行业龙头充分受益于城轨建设高峰 .....	11
2017 年有望迎来城轨投产运营高峰期 .....	11
我国城市轨道交通仍有广阔发展空间 .....	12
母公司门系统业务拆分与市场空间分析 .....	14
城轨门系统市场规模 13 亿元，市占率高达 50% 以上 .....	14
动车组门系统需求量 17 年相对低谷，18-20 年有望快速增长 .....	15
拥抱中国标动，动车组门系统市占率稳步提高 .....	16
新业务瞄准新能源汽车和 3C 消费电子领域 .....	19
分享不断增长的新能源汽车的行业盛宴 .....	19
并购龙昕科技，切入 3C 消费电子领域 .....	21
盈利预测 .....	23
城市轨道交通车辆门系统是主要利润来源 .....	23
新能源汽车零部件业务成为另一增长极 .....	23
动车组门系统市占率稳步提高 .....	23
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	26

## 图表目录

图表 1. 母公司门系统的主要系列产品 .....	5
图表 2. 城市轨道交通车辆外门系统 .....	6
图表 3. 干线铁路普通客车和动车组车辆门系统 .....	6
图表 4. 站台安全门系统 .....	6
图表 5. 母公司股权结构分散，无实际控制人 .....	7
图表 6. 母公司营业收入自上市以来 CAGR 达 23.9% .....	7
图表 7. 母公司归母净利润自上市以来 CAGR 达 30.5% .....	8
图表 8. 母公司产品平均毛利率保持在 40% 左右 .....	8
图表 9. 门系统贡献主要利润，新能源汽车零部件产品增速快 .....	9
图表 10. 新能源汽车零部件产品 .....	9
图表 11. 廖良茂夫妇为龙昕科技的实际控制人 .....	10
图表 12. 龙昕主营业务是消费电子产品的表面处理 .....	10
图表 13. 中国城轨运营总里程达 4153 公里 .....	11
图表 14. 城轨固定资产投资规模及预测，2017 年将迎来高峰值 .....	11
图表 15. 全国城轨年度新增里程，2017 年有望迎来通车高峰 .....	12
图表 16. 2017 年城轨车辆需求量有望超过 5400 辆，创历史最高值 .....	12
图表 17. 世界城市轨道交通人均拥有量对比 .....	12
图表 18. 中国主要城市城轨人均拥有量偏低 .....	13
图表 19. 公司门系统及周边产品分类 .....	14
图表 20. 城市轨道交通车辆车门分布 .....	15
图表 21. 城市轨道交通车辆车门市场推算 .....	15
图表 22. 动车组车门价值量推算 .....	15
图表 23. 动车组车门市场推算 .....	16
图表 24. 动车组塞拉门认证厂商 .....	16
图表 25. 公司在轨道交通门市场的主要竞争对手 .....	17
图表 26. 动车组门系统自 2014 年开始供货，市占率不断提高 .....	17
图表 27. 公司门系统需求量得益于市占率提高而增长 .....	18
图表 28. 受益于下游成长确定性强的新能源汽车领域 .....	19
图表 29. 我国新能源汽车成爆发式增长态势 .....	20
图表 30. 2016 年我国各种新能源汽车占比，乘用车占比 66% .....	20
图表 31. 母公司受益于新能源乘用车快速增长的需求市场 .....	20
图表 32. 智能手机引领消费电子产品消费，市场空间大 .....	21

图表 33. 龙昕 16 年业务收入占比，塑胶产品的表面处理占大部分	22
图表 34. 龙昕科技净利润和承诺业绩 .....	22
图表 35. 母公司主营业务收入结构及占比.....	23
图表 36. 母公司盈利预测 .....	24
图表 37. 可比公司万德一致预期 2017 年 PE=44 倍.....	24

## 国内轨道交通门系统领航者

### 掌握核心技术，成为门系统龙头供应商

康尼机电的主营业务为轨道交通门系统的研发、制造和销售及提供轨道交通装备配套产品与技术服务，是具有完全自主知识产权的轨道交通门系统供应商。公司的主要产品包括轨交门系统及周边配件、新能源汽车零部件等。

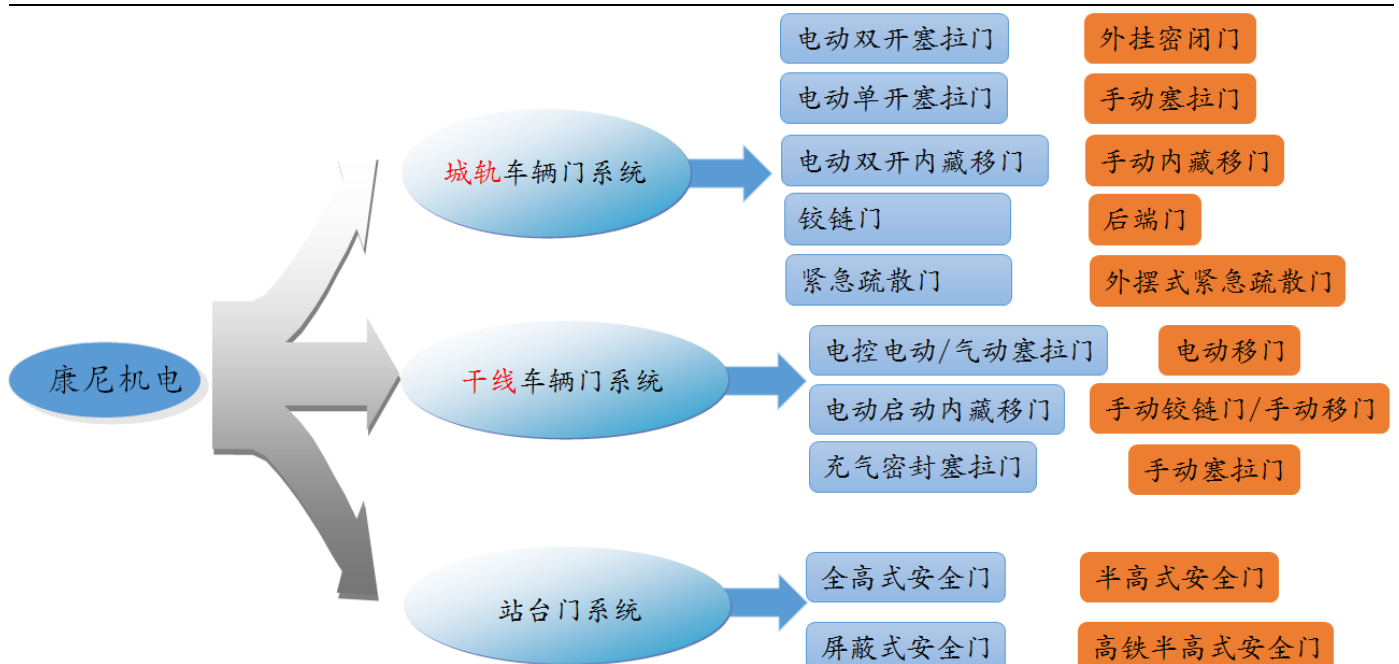
轨交车辆门系统主要分为城市轨道车辆门系统、干线铁路车辆门系统、安全门系统等。轨道车辆门系统作为轨道车辆的重要组成部分，涉及车辆安全性、可靠性、舒适性，直接影响着乘客的出行安全和车辆的正常运行，在轨道交通的运营中扮演着重要的角色，是轨道车辆关键装备之一。

**公司在城轨地铁车辆门系统市场中处于绝对龙头地位：**拥有 10 余种不同产品，满足各种制式的需求；2016 年收入实现 7.35 亿元左右，占主营业务收入的 50%。公司已连续 10 年在国内城轨车辆门系统的市占率保持 50% 以上，16 年已超过 60%。

**干线铁路车辆门系统，由普通客车延伸至动车组。**干线铁路主要包括普通铁路、高速铁路、以及城际铁路。公司自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后，车门系统快速进入动车组市场，目前已覆盖动车组的主要车型，市占率由 14 年 12% 提高到 16 年 26%；公司参与了标准动车组的门系统标准的制定与研究，已成为标动门系统的核心供应商，将深度受益于标动国产化替代进程，有望大幅提升在动车组门系统的市占率，预计达 50% 左右，有望复制城轨门系统的成功。

**安全门系统，积极布局提高销量：**安全门系统主要应用于城市轨道交通，分为全高式、半高式和屏蔽式。由于进入门槛相对较低，市场竞争激烈，且成区域性特点。公司积极布局，在多个城市成立子公司，有利于参与地方城轨安全门的市场竞争，进一步增厚业绩。

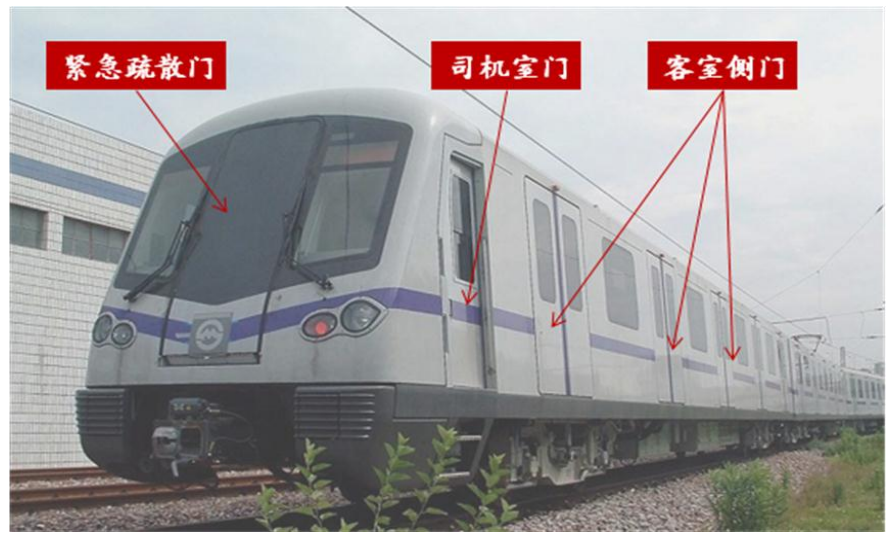
图表 1. 母公司门系统的主要系列产品



资料来源：公司官网、中银证券



图表 2. 城市轨道车辆外门系统



资料来源：谷歌图片，中银证券

图表 3. 干线铁路普通客车和动车组车辆门系统



资料来源：谷歌图片，中银证券

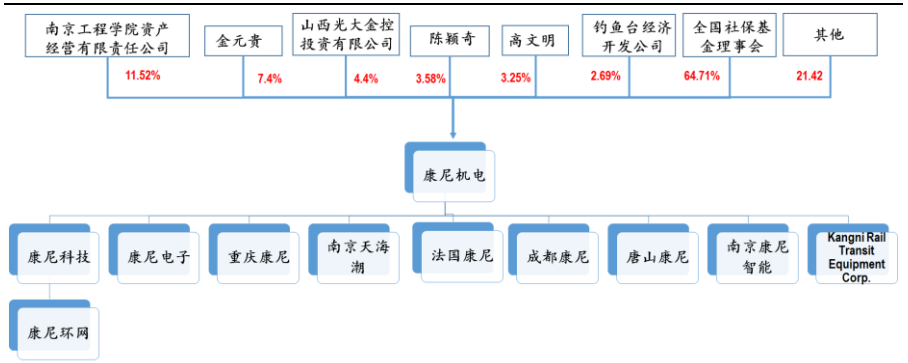
图表 4. 站台安全门系统



资料来源：谷歌图片，中银证券

### 母公司股权分散，多位高管持股充分调动积极性

公司股权分散，第一大股东为南京工程学院资产经营有限责任公司，目前持股 11.52%，金元贵先生持股 7.4%，为第二大股东。公司管理层均有持股，且无实际控制人，更能调动管理层积极性，在公司市场开拓等方面更具灵活性。

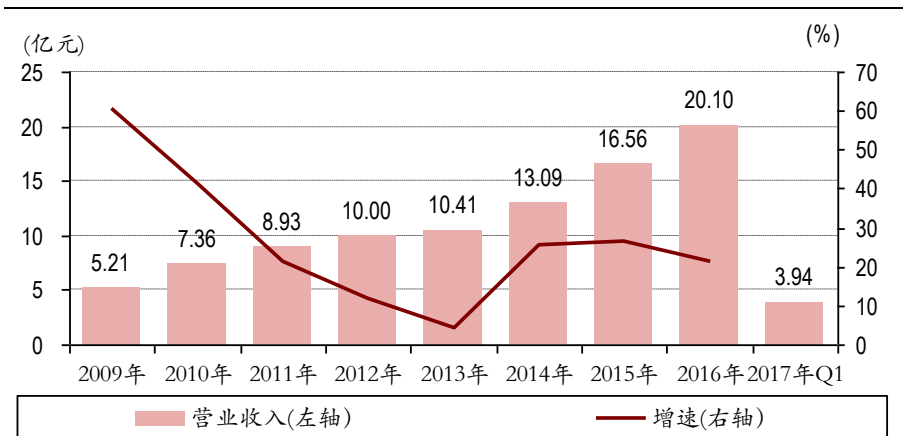
**图表 5. 母公司股权结构分散，无实际控制人**


资料来源：公司年报，中银证券

### 伴随中国铁路快速发展，公司业绩快速增长

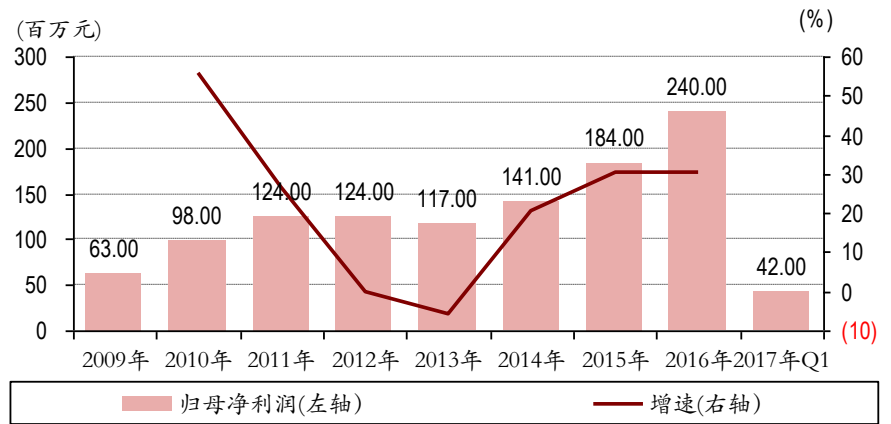
以 2013 年原铁道部重启动车组招标为标志，在铁路大兴建设的背景下，我国铁路装备需求量成快速增长趋势。自 2014 年以来，国家铁路固定资产投资持续 3 年超过 8,000 亿元/年，保持高位。

公司 2014 年在上交所上市，当年实现营业收入 13.09 亿元；2016 年实现营业收入 20.1 亿元，CAGR 达 23.9%。2014 年实现净利润 1.41 亿元，2016 年实现净利润 2.4 亿元，CAGR 达 30.5%。公司产品整体毛利率维持在 40% 左右，净利率保持在 10%-15% 之间。

**图表 6. 母公司营业收入自上市以来 CAGR 达 23.9%**


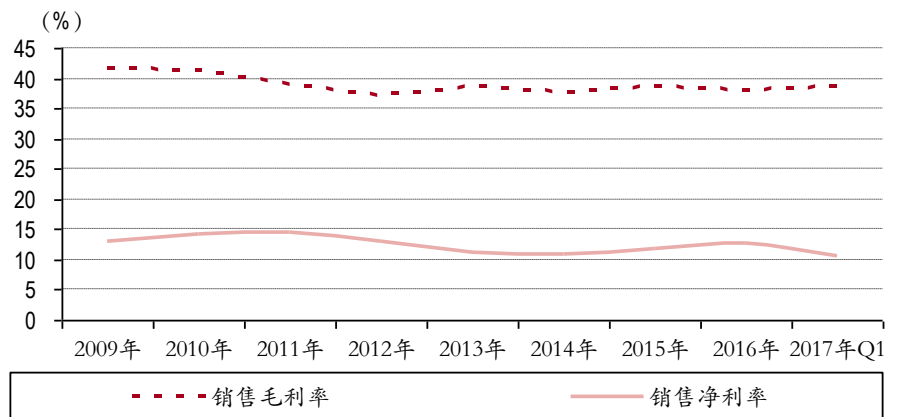
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 母公司归母净利润自上市以来 CAGR 达 30.5%



资料来源：公司公告、中银证券

图表 8. 母公司产品平均毛利率保持在 40% 左右



资料来源：公司公告、中银证券

### “3+3 滚动计划”，规划业绩实现两个翻番

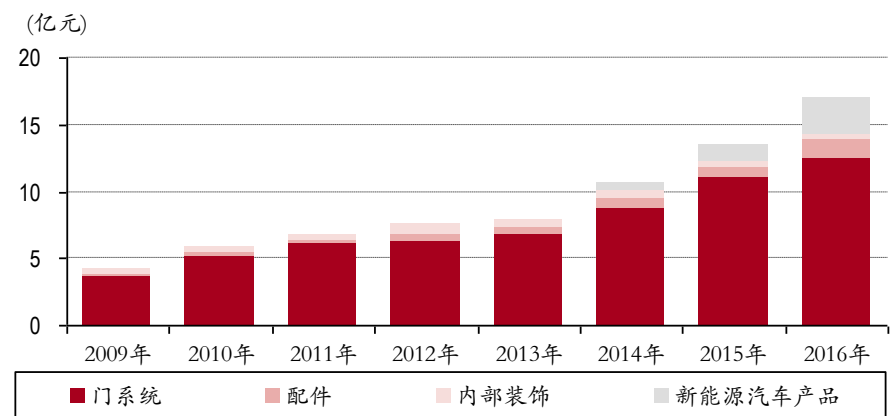
公司发展目标明确，以轨交为主业，做大做强，争取国内和世界第一；以新产业（新能源+消费电子）作为两翼，起重要支撑。每隔三年公司会制定未来 3 年计划，和再之后 3 年的规划，如 2014 年制定计划：**到 2017 年公司业绩在 14 年基础上翻番，同时规划到 2020 年在 2017 年基础上翻番**。目前公司管理层有坚定信心完成计划。

### 两大主业有望转变为“一体两翼”发展格局

公司原两大主业包括轨交门系统和新能源汽车部件。轨交门系统受益于下游城轨建设和干线铁路建设的高速发展，**营业收入占比总收入 70% 左右，成为公司业绩和利润的主要来源**。



图表 9. 门系统贡献主要利润，新能源汽车零部件产品增速快



资料来源：公司公告、中银证券

2016 年新能源汽车零部件业务的营业收入占比总收入 13%左右，成为公司目前第二大业务。公司注重新业务的培育，2015 年基于公司内部项目组，加大投入资源和力量，合伙成立新能源汽车零部件公司。新能源公司主要产品为汽车充电连接总成、高压输配电总成（车内）以及新能源公交车门系统等。主要服务于国内自主品牌、合资品牌的主流新能源乘用车主机厂，目前下游客户包括吉利、上汽、大众、比亚迪、长城等大企业，充分分享新能源汽车行业高速增长的市场盛宴。业绩发展迅速：15 年成立当年实现销售收入 1.5 亿，16 年实现 2.72 亿元，未来将持续增长。

吸取成功经验，围绕新能源汽车产业研发更多新产品。依托新能源公司生产连接器的核心零部件的同时，公司组织更多团队聚焦和研发新能源汽车其他零部件，例如公司技术中心在轨交门系统的优势基础上，成功研发新能源公交车门系统（电动塞拉门），16 年已经推出市场，获得首个 55 辆车（75 套门系统）的订单和实现交付；康尼精机在汽车精密齿轮产品在研发，目前取得很好进展，未来值得期待。

图表 10. 新能源汽车零部件产品

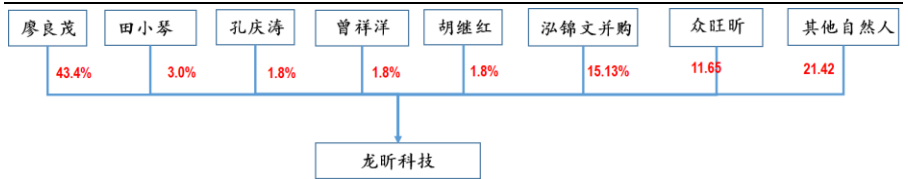


资料来源：公司官网、中银证券

收购龙昕科技，切入 3C 消费电子领域。公司拟收购龙昕科技 100% 股权，作价 34 亿元，预计 17 年四季度能够完成收购。收购标的拥有真空处理、镭射等核心技术，收购后有望形成三足鼎立的局面，为母公司新增盈利增长级，以保证公司在未来更长时间能够保持 20% 以上的增速。

龙昕科技成立于 2010 年 12 月，主要控制人为董事长廖良茂，2014-16 年共 6 次增资，增资来源主要是公司核心管理人员，侧面反映公司领导层对公司做大做强决心，目前股权结构分布如下图。

图表 11. 廖良茂夫妇为龙昕科技的实际控制人



资料来源：公司公告、中银证券

龙昕科技定位于行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体方案解决提供商，主营业务为手机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、模具开法、橡胶注塑等成型业务。

终端产品良率达 80% 以上，保障盈利能力。公司技术领先，掌握核心表面处理技术，在多达 20 步工序的生产过程中，理论上每一步良品率为 99%，最终产品良率能达到 80% 以上。目前龙昕科技在中高端市场占比 5%-6%，有很大的提升空间；业务结构中塑胶占比 80%，金属 20% 左右，未来陶瓷和玻璃材料的表面处理业务也准备就绪，等待爆发。

公司下游客户广泛，多达 200-300 家。客户涵盖了下游诸多终端手机生产商，包括 VIVO、OPPO、华为、TCL、Micromax（印度）、LAVA（印度）和 ADVAN（印尼）等国内外知名企业，很好的分散了客户风险。公司“超市化经营”理念为公司长远发展提供保障。

图表 12. 龙昕主营业务是消费电子产品的表面处理



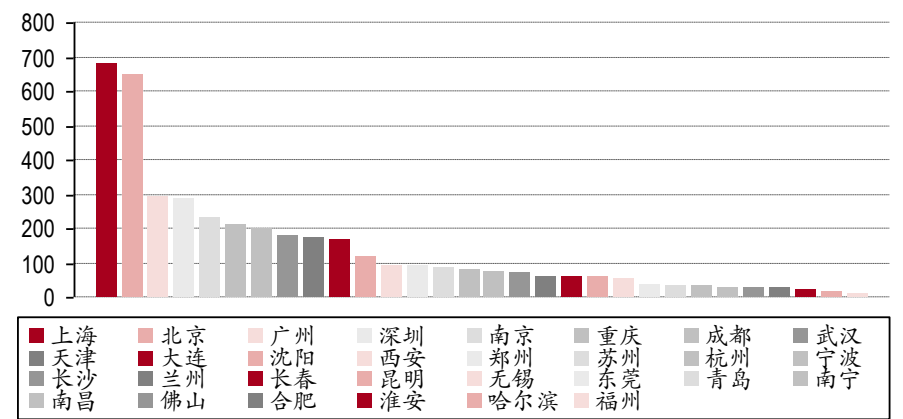
资料来源：谷歌图片、中银证券

## 行业龙头充分受益于城轨建设高峰

从2005-2016年，中国内地拥有城市轨道交通的城市从8座发展为30座；运营线路数由17条增长为134条；运营线路总长由381.6公里增长至4153公里，复合增长率24.2%。其中2016年新增18条运营线路535公里，创历史新高，新增了福州、东莞、南宁、合肥4个运营城市。

2016年作为“十三五”开局之年，同比2015年新增线路长度445公里，增长20.2%。“十三五”时期，我国将进入城市轨道交通建设大发展阶段，2020年规划线路里程将超过8,000公里。

图表 13. 中国城轨运营总里程达 4153 公里

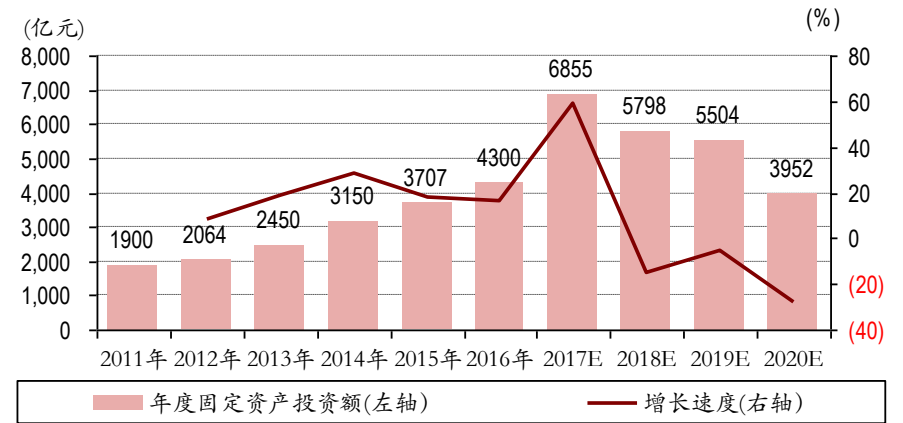


资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

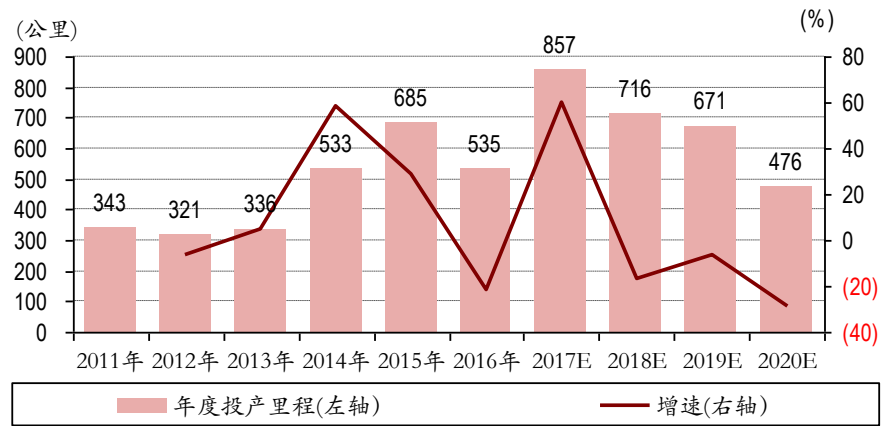
## 2017 年有望迎来城轨投产运营高峰期

城轨建设周期一般为 4-5 年，结合前几年的投资计划，我们预测 17 年投资将超过 6,800 亿，投产运营里程超过 850 公里。由此，根据城轨密度 6 辆/公里的经验数据，计算 17 年将新增 5,400 辆城轨车辆，达到历史单年最高峰值，此外加之国外地铁的需求，预计全年总需求量将超过 6,000 辆。

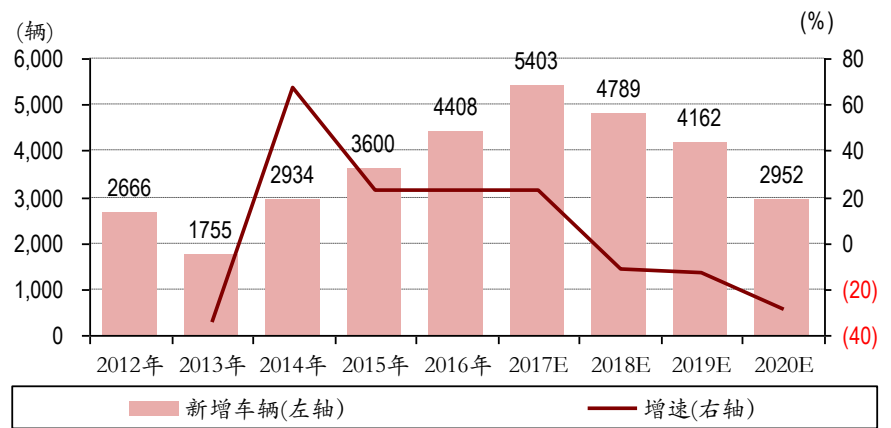
图表 14. 城轨固定资产投资规模及预测，2017 年将迎来高估值



资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

**图表 15. 全国城轨年度新增里程，2017 年有望迎来通车高峰**


资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

**图表 16. 2017 年城轨车辆需求量有望超过 5,400 辆，创历史最高值**


资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

### 我国城市轨道交通仍有广阔发展空间

**二线城市轨道交通仍继续发展。**随着建设规模的扩大和运营线路的增加，北京、上海、广州、深圳等一、二线城市正逐步走向网络化建设和运营。但即使像北京、上海这样的大城市轨道交通仍然短缺，我国一线城市城市轨道交通路网密度远低于世界其他大型城市。

**图表 17. 世界城市轨道交通人均拥有量对比**

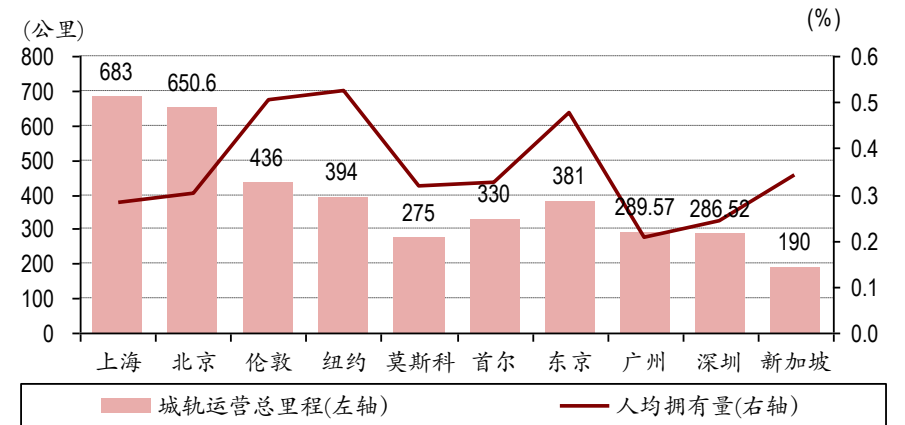
城市	市区面积 (km <sup>2</sup> )	路网长度 (km)	路网密度 (km/km <sup>2</sup> )	市区人口 (万人)	拥有长度 (km/万人)
伦敦	1,578	1,160	0.74	707	1.64
莫斯科	375	275	0.73	862	0.32
巴黎	2,060	849	0.41	879	0.97
东京	617	381	0.62	797	0.48
旧金山	119	152	1.28	77.7	1.96
纽约	757	394	0.52	753	0.52
慕尼黑	311	93	0.30	120	0.78
北京	1,268	650	0.51	2,150	0.30
上海	1,563	683	0.44	2,415	0.28

资料来源：谷歌数据，中银证券



我国一线城市轨道交通还存在巨大的增长空间。虽然上海、北京城轨保有量位列全球城市第一和第二,但其人均拥有量却仅有 0.28km/万人和 0.30km/万人,而以伦敦、纽约为代表的欧美城市人均拥有量基本在 0.4-0.5km/万人之间。这一差距奠定了未来我国城市轨道交通的潜在增长空间。

图表 18. 中国主要城市城轨人均拥有量偏低



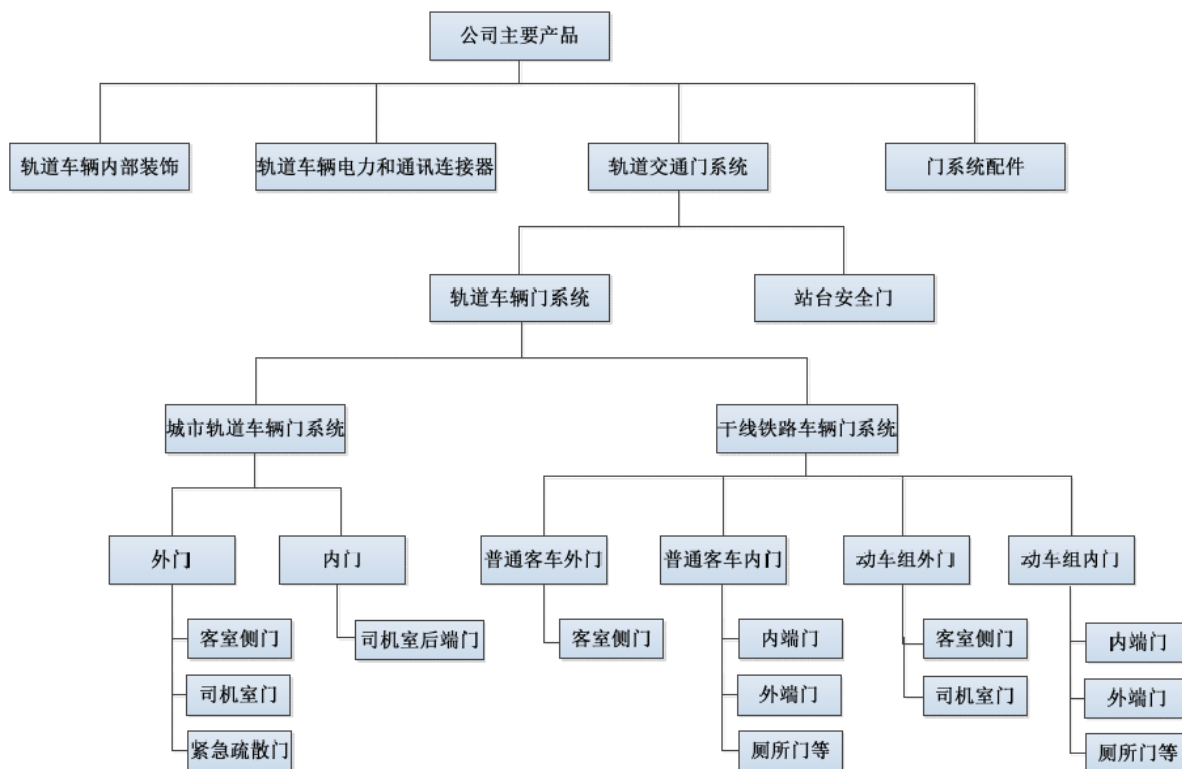
资料来源: 谷歌数据, 中银证券

日益增多的三、四线城市加入城轨建设大军。申报发展城市轨道交通的城市人口要求, 将从城区人口达 300 万人以上, 下调至城区人口达 150 万人以上。此外, “十三五”期间, 将有一个亿的农业转移人口落户城镇。经统计, 新的申报要求下, 将新增 101 个地级市纳入城轨建设体系, 日益增多的三、四线城市加入城轨建设大军, 有望带来城轨建设的持续 10 年发展高潮。

## 母公司门系统业务拆分与市场空间分析

公司一直以轨交装备部件产品为主业，主要分作轨交门系统，配件、连接器和内部装饰，其中轨交门系统又包括城轨门系统、干线普通客车门系统、动车组门系统和安全门系统。目前门系统产品收入占公司总收入70%左右。

图表 19. 公司门系统及周边产品分类



资料来源：公司招股书、中银证券

### 城轨门系统市场规模 13 亿元，市占率高达 50% 以上

公司城轨车辆门系统为公司主要产品，占主营业务 50% 左右的份额，在国内市场的市占率持续 10 年保持在 50% 以上。公司掌握核心技术，核心部件实现自主国产化设计制造，公司在城轨车辆门系统龙头地位稳固。

城轨地铁车辆在运行过程中，站间距较短，客流量大。一般间隔 3-5 分钟开关门一次，对车门的稳定性要求很高，同时还需要考虑防夹、网络通信等功能。每辆车一般配置 8-10 个外门，同时在头尾两节车厢侧面还需要配置 2 个司机室门，在列车的前后端各配置一个应急车门。内车门均价 2.5 万元，外车门均价 5 万，每列车（6 节编组）的车门价值 145 万。考虑 17 年 5,400 辆合计 900 列城轨地铁，共计国内市场 13 亿左右。

**图表 20. 城市轨道交通车辆车门分布**

城轨地铁车辆 (6 节编组)	车门分布	单价 (万元)	每列车车门价值 (万元)
外门	每辆车 8 个客室侧门, 头尾各 2 个司机室门, 前后端各 1 个应急车门	6x8+2x2+2x1 54	2.5 135
内门	头尾各 1 个司机室内门	2x1 2	5 10

资料来源: 中银证券

**图表 21. 城市轨道交通车辆车门市场推算**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
中国城轨交通网络里程 (公里)	2,400	2,933	3,618	4,153	5,010	5,726	6,397	6,873
新增里程 (公里)	336	533	685	535	857	716	671	476
新增车辆 (辆)	1,755	2,934	3,600	4,408	5,403	4,789	4,162	2,952
新增车辆 (列)	293	489	600	735	900	798	694	492
车门								
外门 (套/列)	53	54	54	54	54	54	54	54
外门需求 (套)	15,529	26,406	32,400	39,690	48,600	43,092	37,476	26,568
外门单价 (万元/套)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3
外门市场空间 (亿元)	3.88	6.60	8.10	9.92	12.15	10.77	9.37	6.64
内门 (套/列)	2	2	2	2	2	2	2	2
内门需求 (套)	586	978	1200	1470	1800	1596	1388	984
内门单价 (万元/套)	4	5	5	5	5	5	5	5
内门市场空间 (亿元)	0.23	0.49	0.60	0.74	0.90	0.80	0.69	0.49
<b>车门合计:</b>	<b>4.12</b>	<b>7.09</b>	<b>8.70</b>	<b>10.66</b>	<b>13.05</b>	<b>11.57</b>	<b>10.06</b>	<b>7.13</b>

资料来源: 中银证券

### 动车组门系统需求量 17 年相对低谷, 18-20 年有望快速增长

动车组门系统主要包括内门系统和外门系统。从我们调研的情况来看, 海外品牌的动车组外门售价通常在 15 万元左右, 而国产化后成本降大幅降低, 估计售价在 5-6 万元。我国国内在役动车组中, 除 CRH1 型车每辆车配置 2 个外门外, 其他各型动车组每辆车配置 4 个外门。以此可以计算每标准列动车组外门价值在 180 万元左右。

内门方面, 动车组内门较多, 在每个车厢两端均有感应式端门, 同时考虑到厕所、洗手间等, 每节车厢内部平均装配 2 个厕所门。在动车组的头尾两节车厢各有 1 个内置的司机室门。以此可以计算每标准列动车组内门价值在 35 万元左右。

动车组 16-17 年由于投产里程下降, 而需求量有所下降, 预计 2017 年将出现相对低谷, 但是“十三五”规划里程要求, 2018-20 年将迎来快速增长, 增长确定性较强。我们预计 17-19 年, 动车组门系统市场空间达到 6-9 亿元。

**图表 22. 动车组车门价值量推算**

动车组 (标准列)	车门分布	单价 (万元)	每列车车门价值 (万元)
外门	每辆车 4 个客室侧门 每辆车 2 个端门	8x4 32	5-6 180
内门	2 个厕所门 头尾各 1 个司机室内门	8x(2+2)+2x1 34	1.1 37

资料来源: 中银证券

**图表 23. 动车组车门市场推算**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
动车组交付数量	404	494	380	280	340	400
外门 (套/列)	32	32	32	32	32	32
外门需求 (套)	12,928	15,808	12,160	8,960	10,880	12,800
外门单价 (万元/套)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
外门市场空间 (亿元)	7.24	8.85	6.81	5.02	6.09	7.17
内门 (套/列)	34	34	34	34	34	34
内门需求 (套)	13,736	16,796	12,920	9,520	11,560	13,600
内门单价 (万元/套)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
内门市场空间 (亿元)	1.51	1.85	1.42	1.05	1.27	1.50
<b>合计:</b>	<b>8.75</b>	<b>10.70</b>	<b>8.23</b>	<b>6.06</b>	<b>7.36</b>	<b>8.66</b>

资料来源: 中国铁路总公司、中银证券

### 拥抱中国标动, 动车组门系统市占率稳步提高

从中国铁路检验认证中心资料查询来看, 动车组外门方面四个车型车门供应商略有不同。由青岛四方庞巴迪 (BST) 公司研制的 CRH1 型动车组以及后续研发的 CRH380D 型动车组的车门, 分别由法维莱和克诺尔在国内的合资企业供应。承接日本技术的 CRH2 型动车组以及后续自主研发的 CRH380A 型动车组的车门, 由日本公司纳博特斯克在国内的合资企业今创集团供应; 承接欧洲技术的 CRH3 及 CRH5 型车以及后续自主研发的 CRH380B、CRH380C 型动车组车门则由德国克诺尔旗下国内合资公司 IFE-威奥供应。

康尼是唯一可为国内全系列动车组平台提供车门的供应商。在 CRH1 系列车型上, 与法维莱和 IFE-威奥同台竞争; 在 CRH2 系列车型上, 公司可以同时供应车门机构及门扇, 直接挑战日系车主流供应商今创集团。相比之下, 青岛欧特美仅能供应门扇, 尚未进入最核心的门机构的供应。南车四方厂则只做车门的总成即最后的组装, 并不涉及车门的的生产。在 CRH3 系列车型上, 公司已经获得了供应资质, 目前正在批量供货。

公司已成为动车组车门国产化后的核心供应商, 且已具备提供全系列动车组平台车车门的能力, 远远领先于国内其他企业。

**图表 24. 动车组塞拉门认证厂商**

企业	认证单元	适用车型
IFE-威奥轨道车辆门系统(青岛)有限公司	CRH380D 动车组塞拉门	CRH380D
	CRH3C\CRH380B\CRH380BL\CRH380	CRH3C、CRH380BL、CRH380BK、CRH380B 高寒、CRH380B
	CL 动车组塞拉门	简统高寒、CRH380B 简统、CRH380CL、CRH380C
南京康尼机电股份有限公司	CRH5A 动车组塞拉门	CRH5A、CRH5A 高寒、CRH5A 高寒抗风沙
	CRH3C\CRH380B\CRH380BL\CRH380	CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL、CRH380BK、
上海法维莱交通车辆设备有限公司	CL 动车组塞拉门	CRH380B 简统高寒
	CRH1A/B 系列动车组塞拉门	CRH1A、CRH1B
金创集团	CRH2 系列动车组塞拉门、侧拉门	CRH2A、CRH2B、CRH2C、CRH2E

资料来源: 中铁检验认证中心、中银证券



**图表 25. 公司在轨道交通门市场的主要竞争对手**

主要竞争对手	与公司竞争的业务	简介
IFE-威奥轨道车辆门系统(青島)有限公司	动车组外门、地铁车门	IFE-威奥轨道车辆门系统(青島)有限公司是德国克诺尔(Knorr)集团位于奥地利的子公司IFE自动门系统公司与青島威奥公司共同投资成立的合资企业。在青島为各种轨道车辆生产自动列车门系统。公司成立于2006年,公司主要生产高速列车塞拉门系统及其配件,广泛应用于地铁、有轨电车和公交系统以及长途和高速客运列车,其间每年生产3万套自动门系统,每年度总营业额约为7亿元人民币。
上海法维莱交通车辆设备有限公司	动车组外门、地铁车门、普通铁路客车车门	上海法维莱交通车辆设备有限公司成立于1994年,是由法维莱(Faiveley)下属的德国法维莱运输有限公司投资设立的合资企业,其向铁路干线、城市轨道交通提供的加热设备、通风设备、空调设备和车门系统等。
江苏纳博特斯克今创轨道设备有限公司	动车组外门	2010年12月15日,纳博特斯克株式会社与今创集团、武进高新区正式签约,投资设立了江苏纳博特斯克今创轨道设备有限公司,主要生产城际轨道和地铁制动系统、车门系统。项目注册资本2,200万美元,于2011年7月18日正式开工建设,全部建成后年销售额约12亿元,将成为纳博特斯克株式会社在中国最重要的轨道交通关键零部件生产基地。
北京博得交通设备股份有限公司	地铁车门、普通铁路客车车门	北京博得交通设备股份有限公司前身为与德国博得兄弟股份公司在1998年成立的高新技术企业。公司主要产品是公路客车、城市轨道交通和干线铁路车辆各种门系统。
青島欧特美股份有限公司	地铁车门、普通铁路客车车门、动车组内门、动车组外门门扇	青島欧特美股份有限公司成立于1999年,经营范围主要为自动塞拉门、风档、座椅、集便器、减震器、客车车窗、铁路电器、车内装饰板及铁路机车车辆配件生产、修理、设计、组装、售后服务。公司产品主要包括列车风档、列车用车门、列车内装。

资料来源:谷歌,中银证券

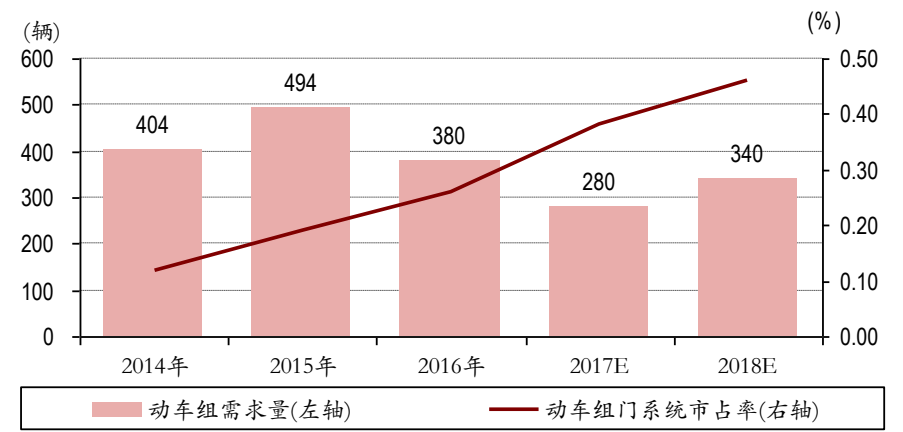
**乘势中国标动逐步放量,17年市占率有望达40%。**中国标准动车组于2016年正式下线,17年实现量产,首次招标生产的52列标动中,公司的车门系统超过30套,占比超过60%。未来中国标动将成为国内市场和“走出去”的主力车型,公司参与了标动的研发和标准制定,成为标动的核心供应商,将深度受益于标动的规模化量产。公司由于进入动车组市场相对较晚,2014年市占率仅为12%左右,2016年市占率增长到26%,未来随着标动的量产市占率会明显提高将充分分享动车组增长的市场空间。

**图表 26. 动车组门系统自2014年开始供货,市占率不断提高**

年份	动车组总数量(辆)	标动数量(辆)	总市占率(%)	门系统数量(辆)
2014年	404	0	12	48
2016年	380	0	26	100
2017年	280	100	38	180*0.26+100*0.6=107
2018年	340	200	46	140*0.26+200*0.6=156

资料来源:公司公告,中银证券

图表 27. 公司门系统需求量得益于市占率提高而增长



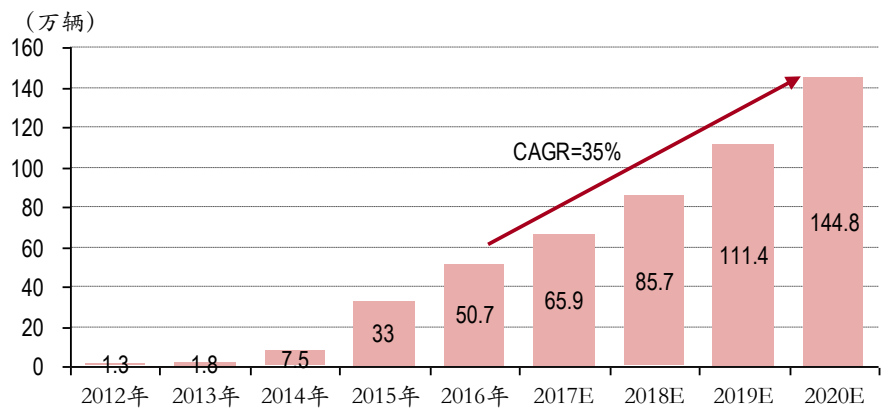
资料来源：铁路总公司，中银证券

## 新业务瞄准新能源汽车和 3C 消费电子领域

### 分享不断增长的新能源汽车的行业盛宴

新能源汽车规划至 2020 年累计销量达 500 万辆，“十三五”期间复合增长率达 35%：自 2014 年以来，新能源汽车的销量逐步攀升，2016 年达到 50.7 万辆，自 2013 年来增速最低也在 32% 以上。国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》中提出到 2020 年产量达 200 万量，销售 500 万辆的累计目标。工信部在市场“路线图”中，预计到 2025 年，汽车销售量将达 3,500 万辆，电动汽车的渗透率将超过 20%，达 700 万辆。

图表 28. 受益于下游成长确定性强的新能源汽车领域



资料来源：中汽协，中银证券

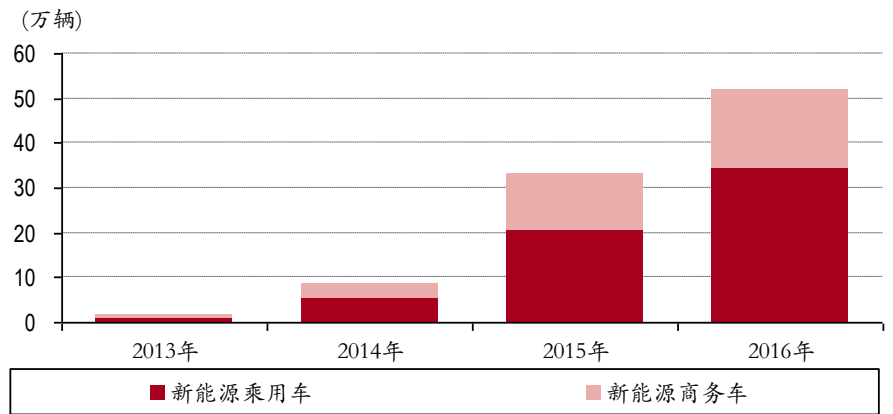
公司目前定位从车外走向车内，从商用车到乘用车，从纯新能源汽车到传统车厂的三个转变。目前主要产品主要应用于乘用车，未来业绩随着乘用车的普及和增长而受益。

2016 年新能源汽车产销创历史新高，全年产量 51.7 万辆，销量 50.7 万辆，同比分别增长 51.7% 和 53%。新能源汽车可分为乘用车和商用车两大类，其中乘用车产、销量分别占比 66.5% 和 66.2%。

在新能源乘用车中，纯电动乘用车产销分别是 26.3 万辆和 25.7 万辆，同比分别增长 73.1% 和 75.1%；插电式混合动力乘用车产销分别为 8.1 万辆和 7.9 万辆，与上年同期相比分别增长 29.9% 和 30.9%。

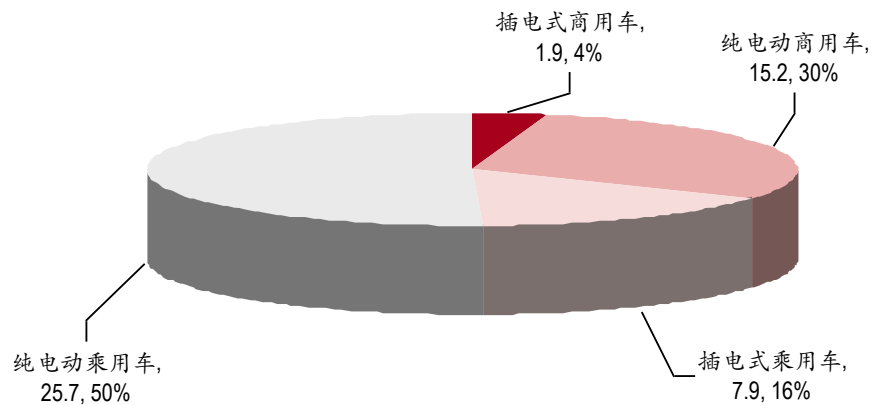
在新能源商用车中，纯电动商用车产量为 15.4 万辆，销量为 15.2 万辆，比上年同期分别增长 50.2% 和 50.7%；插电式混合动力商用车销量为 1.9 万辆，同比下滑 19.3%。

图表 29. 我国新能源汽车成爆发式增长态势



资料来源：中汽协，中银证券

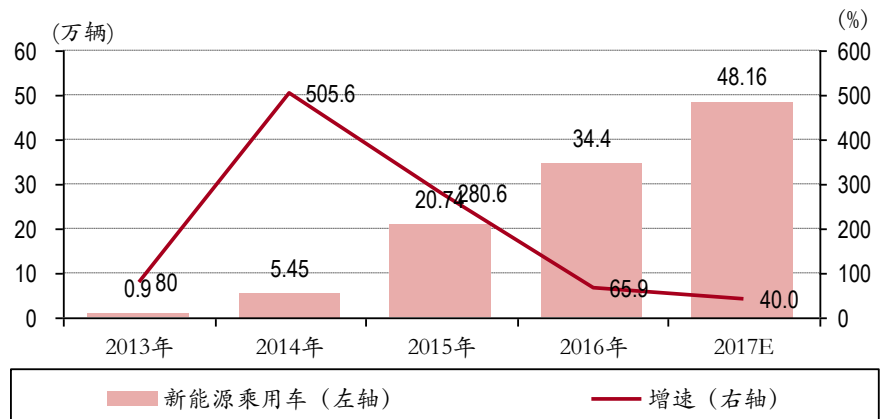
图表 30. 2016 年我国各种新能源汽车占比，乘用车占比 66%



资料来源：中汽协，中银证券

新能源汽车零部件一般需要取得整车厂商的认可，这一过程一般需从研发切入。目前，公司已经与比亚迪、上海大众、奇瑞、宇通、长城等主流新能源汽车整车厂建立了合作关系，进入其合格供应商目录。在此市场基础上，公司 2014 年、2015 年、2016 年新能源汽车零部件业务销售收入约为 0.51 亿元（同比增长 400%），1.29 亿元（同比增长 53%），2.72 亿元（同比增长 110%）。未来该板块的业务收入预计将会继续保持快速发展态势。

图表 31. 母公司受益于新能源乘用车快速增长的需求市场



资料来源：中汽协，中银证券

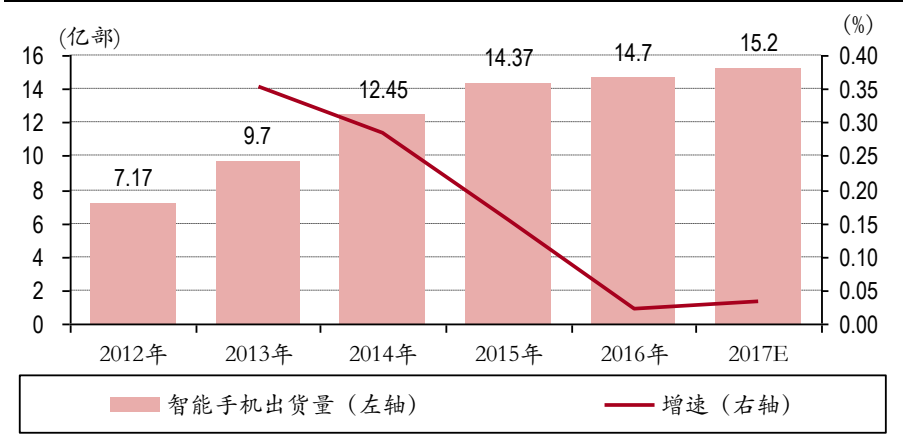


### 并购龙昕科技，切入 3C 消费电子领域

消费电子成高景气度，市场空间大。全球消费电子行业成快速发展态势，2016 年全球科技产品消费达 7,400 亿美元，其中 53% 来自于智能手机，近 4,000 亿美元，2016 年全球智能手机出货量达 14.7 亿部。

智能手机主导着家用科技产品的消费，其市场规模增速趋于放缓，但总需求量依旧很大，同时手机产品的升级也由单纯的功能创新逐步向性能、美感、体验感方向转变。

图表 32. 智能手机引领消费电子产品消费，市场空间大

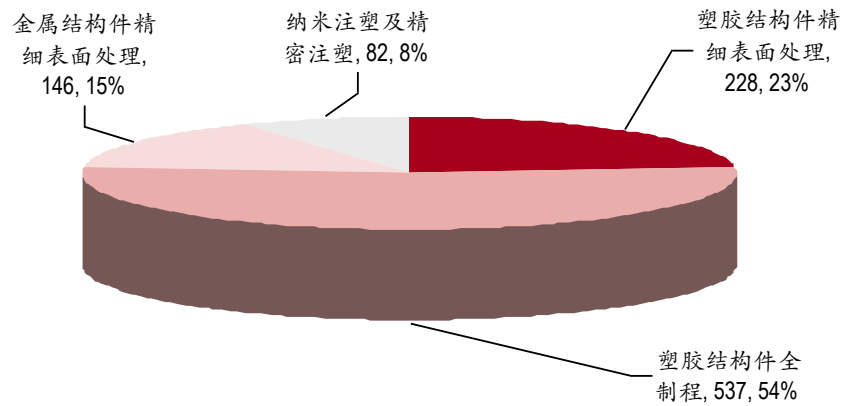


资料来源：万德数据、中银证券

龙昕科技定位于行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体方案解决提供商，主营业务为手机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、模具开法、橡胶注塑等成型业务。

手机外壳发展趋势，塑胶稳中有升，陶瓷/玻璃成上升趋势。目前市面手机有 50-60% 采用塑胶外壳，其价格低廉，易塑形，表面处理效果优的特点，主要应用中低端手机；以苹果为首的手机厂商采用金属外壳，其光泽感强、易散热、耐磨性好、质地手感好的优点，16 年金属外壳占比 40% 左右，但是随着 5G 时代的到来，无线充电技术的成熟，金属外壳适用性变差，将逐渐被替代；玻璃和陶瓷外壳应运而生，信号穿透性强、耐磨性好、硬度高、触控感好，更加符合手机外观的性能要求和审美要求，是未来外壳的发展方向，同时其表面处理工艺更复杂。公司在玻璃和陶瓷产品的表面处理已经实现小批量生产，预计 18 年能够逐渐放量。

图表 33. 龙昕 16 年业务收入占比，塑胶产品的表面处理占大部分



资料来源：公司公告、中银证券

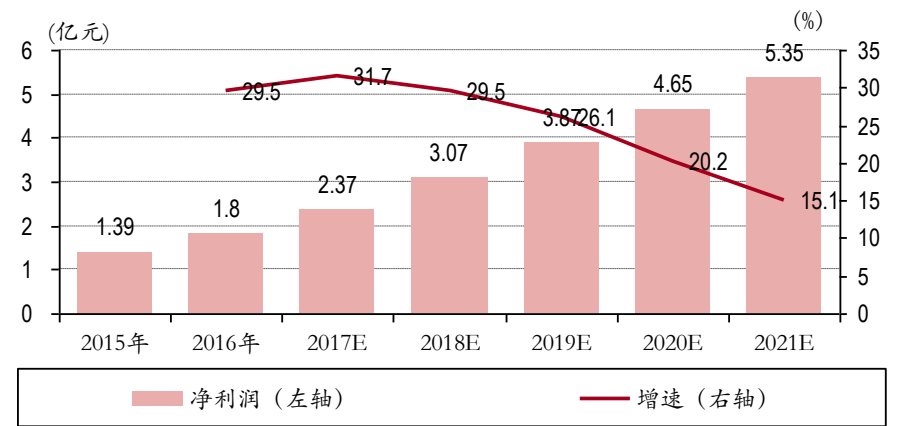
龙昕科技的表面处理市场规模大，达到 400 亿左右。据龙昕测算，全球表面处理市场规模总计 824 亿元，其中有 50% 是以苹果手机为代表的金属外壳，采用化学工艺阳极氧化的方法进行表面处理。龙昕主要采用物理工艺镀膜进行表面处理，核心设备包括清洗机、PVD 镀膜机等，由此可知，龙昕科技对应的潜在市场规模在 400 亿元左右。

目前龙昕科技在中高端市场占比 5%-6%，有很大的提升空间；业务结构中塑胶占比 80%。公司技术领先，掌握核心表面处理技术，良品率达到 80% 以上，保障盈利能力。

公司下游客户多达 200-300 家，避免高集中度的风险。公司下游客户主要为 VIVO、OPPO、华为、TCL、ADVAN（印尼）和 LAVA（印度）等国内外知名企业，综合实力强。2016 年，前五名客户营业收入占比 70% 以上。

5 年业绩承诺，3 年股权锁定，彰显龙昕发展信心。龙昕科技 2016 年实现营业收入 10.2 亿，同比增长 55.7%；实现净利润 1.8 亿，同比增长 29.5%。龙昕承诺 17-19 年净利润为 2.37 亿元、3.07 亿元和 3.87 亿元，复合增速 27.8%。5 月 15 日发布的二次修订稿中追加 2020-2021 年业绩承诺分别为 4.65 亿（增速 20.1%）、5.35 亿元（增速 15.1%），彰显公司管理层对未来业绩的坚定信心。

图表 34. 龙昕科技净利润和承诺业绩



资料来源：公司公告、中银证券

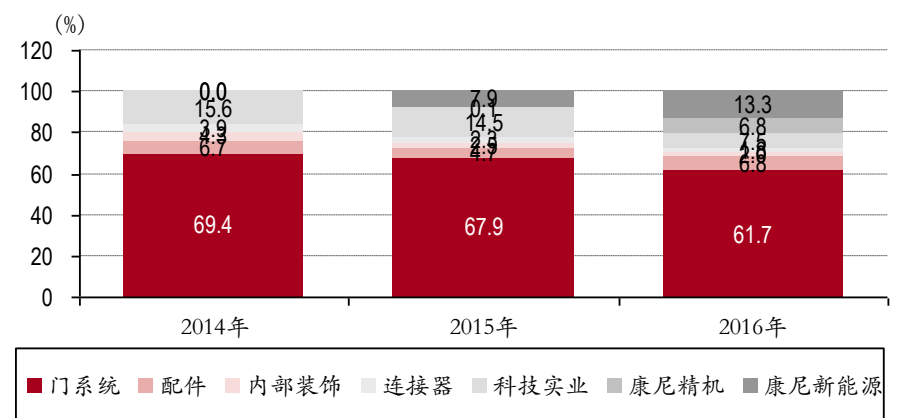
## 盈利预测

### 城市轨道交通车辆门系统是主要利润来源

从收入结构上看，公司产品轨道交通门系统占比 70%左右，其中城市轨道交通车辆门系统占主营业务收入的 50%左右，贡献最大。从毛利的贡献来看，城市轨道交通车辆门系统占比 45.2%，已是主要利润来源。

今明两年将是我国城轨地铁通车高峰，预计 2017 年中国中车国内城轨地铁交付量 5,400 辆，加上国外地铁订单，全年有望超过 6,000 辆地铁交付量，同比增长 22.4%。

图表 35. 母公司主营业务收入结构及占比



资料来源：公司公告、中银证券

### 新能源汽车零部件业务成为另一增长极

从收入结构上看，2016 年公司新能源汽车零部件营业收入占比 13%左右，净利率为 5.5%。公司新能源产品主要对应下游的乘用车市场，随着新能源乘用车的普及和放量，未来有望持续高增长，预计 17 年公司业绩增长 40%左右，净利润率有望恢复到 8-10%之间。

### 动车组门系统市占率稳步提高

自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后，公司车门产品快速进入动车组门系统市场，2014 年市占率仅为 12%，2016 年增长到 26%。公司作为中国标动核心供应商，2017 年标动第一批量产的 52 列中，公司产品达 30 套，标动市占率超过 60%，全年动车组市占率有望提高到 38%。

2017 年是国内干线铁路的重要转折年份，17 年上半年将延续 16 年需求疲软态势，下半年逐步恢复；“十三五”后期阶段干线铁路投产增长性确定。由此，我们预计 17 年干线铁路的普通客车和动车组需求量保持低位，进而影响公司的干线车辆门系统的需求，但是随着动车组市占率的提高，全年来看，干线铁路业务营业收入有望保持稳定，18 年将实现增长。

**图表 36. 母公司盈利预测**

(人民币, 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>					
车辆门系统	1,102.34	1,255.35	1,443.65	1,732.38	1,992.24
配件	76.63	138.83	180.48	216.57	259.89
连接器	41.38	40.99	40.99	40.99	40.99
内部装饰	38.49	36.88	29.50	32.45	35.70
科技实业	236.00	128.00	166.40	199.68	219.65
康尼精机	1.00	139.00	250.20	325.26	357.79
康尼新能源	129.00	271.00	365.85	493.90	642.07
<b>合计:</b>	<b>1,624.84</b>	<b>2,010.05</b>	<b>2,477.08</b>	<b>3,041.24</b>	<b>3,548.32</b>
<b>收入增速假设(%)</b>					
车辆门系统	27	14	15	20	15
配件	(8)	81	30	20	20
连接器	(24)	(1)	5	0	0
内部装饰	(22)	(4)	(20)	10	10
科技实业	20	(36)	30	20	10
康尼精机		13,800	80	30	10
康尼新能源		110	35	35	30
<b>合计:</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>17</b>
<b>毛利率(%)</b>					
车辆门系统	40.95	41.41	40.91	40.91	40.91
配件	45.19	46.18	45.69	45.69	45.69
连接器	16.17	3.90	14.15	14.15	14.15
内部装饰	40.71	33.57	33.57	33.57	33.57
科技实业			35.00	30.00	30.00
康尼精机			35.00	30.00	25.00
康尼新能源			32.00	30.00	30.00
<b>合计:</b>			<b>38.38</b>	<b>37.07</b>	<b>36.55</b>

资料来源: 公司资料、中银证券

6家可比公司的万得一预期 2017 年市盈率平均值为 44 倍; 我们给予公司对应 2017 年业绩的市盈率为 30 倍, 相对合理。

**图表 37. 可比公司万德一致预期 2017 年 PE=44 倍**

	股票名称	总市值(亿元)		万得一预期每股收益(元)			万得一预期市盈率(倍)		
		2017/6/5	2017/6/5	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
300011	鼎汉技术	83.16	15.66	0.21	0.54	0.68	60.96	29.18	22.98
300351	永贵电器	70.23	18.26	0.45	0.63	0.84	70.43	28.81	21.71
300440	运达科技	59.83	13.12	0.6	0.41	0.51	46.57	32.23	25.69
600495	晋西车轴	79.98	6.62	0.02	0.08	0.08	156.65	86.2	79.47
300095	华伍股份	47.73	12.61	0.13	0.21	0.28	133.48	60.57	45.25
600458	时代新材	87.26	10.87		0.41	0.6	48.47	26.48	18.05
	<b>平均估值</b>			<b>0.28</b>	<b>0.38</b>	<b>0.50</b>	<b>86.09</b>	<b>43.91</b>	<b>35.53</b>

资料来源: 万得资讯、中银证券



**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	2,479	3,043	3,547
销售成本	(1,034)	(1,268)	(1,552)	(1,945)	(2,286)
经营费用	(393)	(438)	(546)	(493)	(520)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>230</b>	<b>305</b>	<b>381</b>	<b>605</b>	<b>741</b>
折旧及摊销	(29)	(43)	(59)	(78)	(109)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>201</b>	<b>262</b>	<b>322</b>	<b>526</b>	<b>633</b>
净利息收入/(费用)	(10)	(8)	(18)	(18)	(18)
其他收益/(损失)	39	45	48	50	50
<b>税前利润</b>	<b>230</b>	<b>299</b>	<b>352</b>	<b>558</b>	<b>665</b>
所得税	(35)	(44)	(53)	(84)	(100)
少数股东权益	(11)	(16)	(18)	(29)	(35)
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>240</b>	<b>281</b>	<b>445</b>	<b>531</b>
<b>核心净利润</b>	<b>188</b>	<b>246</b>	<b>287</b>	<b>451</b>	<b>537</b>
每股收益(人民币)	0.622	0.325	0.381	0.603	0.719
核心每股收益(人民币)	0.636	0.333	0.389	0.611	0.727
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.215	0.121	0.144
收入增长(%)	27	21	23	23	17
息税前利润增长(%)	19	30	23	63	20
息税折旧前利润增长(%)	18	33	25	59	23
每股收益增长(%)	28	(48)	17	58	19
核心每股收益增长(%)	28	(48)	17	57	19

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	352	558	665
折旧与摊销	29	43	59	78	109
净利息费用	10	8	18	18	18
运营资本变动	(96)	(283)	151	(24)	388
税金	(24)	(28)	(53)	(84)	(100)
其他经营现金流	(60)	23	(337)	12	(216)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>89</b>	<b>62</b>	<b>190</b>	<b>560</b>	<b>863</b>
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)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(461)</b>	<b>4</b>	<b>(135)</b>	<b>(135)</b>	<b>(138)</b>
净增权益	(59)	0	(159)	(89)	(106)
净增债务	105	(120)	151	(236)	(97)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	100	(88)	(32)	(121)	(239)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>145</b>	<b>(181)</b>	<b>13</b>	<b>(342)</b>	<b>(221)</b>
现金变动	(226)	(115)	68	82	505
期初现金	632	407	292	360	442
公司自由现金流	(372)	66	55	424	725
权益自由现金流	(256)	(47)	224	207	646

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	506	636	1,115
应收帐款	1,022	1,333	1,472	1,830	1,569
库存	405	386	683	637	880
其他流动资产	20	24	61	29	75
<b>流动资产总计</b>	<b>2,127</b>	<b>2,199</b>	<b>2,722</b>	<b>3,132</b>	<b>3,639</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>396</b>	<b>461</b>	<b>547</b>	<b>613</b>	<b>653</b>
<b>总资产</b>	<b>2,538</b>	<b>2,685</b>	<b>3,284</b>	<b>3,751</b>	<b>4,296</b>
应付帐款	787	803	1,094	1,329	1,507
短期债务	310	190	315	99	0
其他流动负债	269	263	277	344	346
<b>流动负债总计</b>	<b>1,366</b>	<b>1,255</b>	<b>1,686</b>	<b>1,772</b>	<b>1,853</b>
长期借款	0	0	7	0	0
其他长期负债	12	44	26	28	33
股本	295	738	738	738	738
储备	891	623	745	1,102	1,526
<b>股东权益</b>	<b>1,187</b>	<b>1,361</b>	<b>1,484</b>	<b>1,840</b>	<b>2,265</b>
少数股东权益	53	64	82	111	146
<b>总负债及权益</b>	<b>2,538</b>	<b>2,685</b>	<b>3,284</b>	<b>3,751</b>	<b>4,296</b>
每股帐面价值(人民币)	4.02	1.84	2.01	2.49	3.07
每股有形资产(人民币)	3.89	1.79	1.96	2.44	3.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.14)	(0.05)	(0.47)	(1.28)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.9	15.2	15.4	19.9	20.9
息税前利润率(%)	12.1	13.0	13.0	17.3	17.8
税前利润率(%)	13.9	14.9	14.2	18.3	18.7
净利率(%)	11.1	11.9	11.3	14.6	15.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.6	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	19.3	33.9	18.1	29.5	35.5
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	1.2	1.4	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.5	33.6	28.7	18.1	15.2
核心业务市盈率(倍)	17.2	32.8	28.1	17.9	15.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.4	46.6	39.8	25.4	21.3
市净率(倍)	2.7	5.9	5.4	4.4	3.6
价格/现金流(倍)	36.1	131.1	42.5	14.4	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.7	26.1	21.1	12.8	9.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	132.1	113.8	125.6	123.9	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	139.6	145.3	145.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.1	0.0	56.4	20.0	20.0
净资产收益率(%)	17.2	18.8	19.8	26.8	25.9
资产收益率(%)	7.8	8.6	9.2	12.7	13.4
已运用资本收益率(%)	3.4	3.8	4.0	5.7	5.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中国中车(601766.CH/人民币 10.07, 未有评级)

比亚迪(002594.CH/人民币 50.20, 未有评级)

运达科技(300440.CH/人民币 13.12, 未有评级)

鼎汉技术(300011.CH/人民币 14.93, 未有评级)

永贵电器(300351.CH/人民币 17.38, 未有评级)

晋西车轴(600495.CH/人民币 6.57, 未有评级)

华伍股份(300095.CH/人民币 11.69, 未有评级)

时代新材(600458.CH/人民币 10.65, 未有评级)

以2017年6月5日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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，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。所有本报告期内使用的商标、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