

康尼机电 (603111.SH)

其它专用设备行业

评级：买入 首次评级

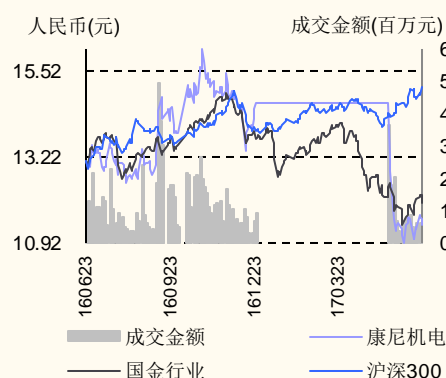
公司研究

市场价格(人民币): 11.42元
 目标价格(人民币): 15.00-16.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 378.80 |
| 总市值(百万元) | 8,432.34 |
| 年内股价最高最低(元) | 16.12/10.92 |
| 沪深300指数 | 3590.34 |
| 上证指数 | 3147.45 |



轨交细分龙头打造“轨交装备+消费电子”双主业，稳增长叠加新成长

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.622 | 0.325 | 0.498 | 0.636 | 0.786 |
| 每股净资产(元) | 3.75 | 1.79 | 2.54 | 3.44 | 4.55 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.30 | 0.08 | 0.54 | 0.79 | 1.01 |
| 市盈率(倍) | 46.19 | 45.24 | 22.93 | 17.96 | 14.52 |
| 行业优化市盈率(倍) | 67.60 | 56.01 | 48.59 | 48.59 | 48.59 |
| 净利润增长率(%) | 30.41% | 30.53% | 116.47% | 27.69% | 23.65% |
| 净资产收益率(%) | 16.60% | 18.15% | 27.66% | 26.10% | 24.40% |
| 总股本(百万股) | 295.35 | 738.38 | 1,042.83 | 1,042.83 | 1,042.83 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **轨道交通门系统龙头，经营业绩稳健增长。**康尼机电是国内轨道交通门系统龙头，近年经营业绩稳健增长，2013-2016年间营业收入复合增速达25%，净利润复合增速27%；2016年公司营收规模达到20.1亿元，同比增长21%，归母净利润2.4亿元，同比增长31%。公司在轨道交通领域产品包括门系统、连接器、内部装饰和配件，其中门系统是最主要的收入和利润来源，2016年实现收入12.55亿元，毛利率达41%。
- **城轨市场行业地位稳定，干线铁路份额有望提升。**轨道交通门系统可分为两大市场，一是城市轨道交通（以地铁为主），二是干线铁路（普列、高铁）。公司在城市轨道交通门系统领域优势明显，市场份额长期维持50%以上；在干线铁路市场，公司作为中国标准动车组门系统研发试制的主要参与单位，随着中国标动的大规模采购，市场份额有望逐步提升。从轨交行业十三五规划来看，城市轨道交通新增里程预计超过3000公里，干线铁路新增里程近3万公里，我们测算将带来门系统需求超过150亿元。依托稳固市场地位及持续的高研发投入，公司轨道交通业务有望保持稳定增长。
- **开拓业务领域，新能源汽车业务蓄势待发。**根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》，到2020年纯电动汽车与插电混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万台。近期，双积分管理办法出台为新能源汽车产业发展保驾护航，预计年初补贴调整影响因素将逐渐消除，全年销量保持较快增长。公司新能源汽车零部件产品主要包括充电连接总成、高压输配电总成及新能源公交门系统等，主要客户包括比亚迪、奇瑞、吉利等新能源品牌车企。2016年公司自主研发的新能源公交车门系统产品成功推向市场，获得首个55辆车订单并实现交付，新能源汽车业务收入规模从2014年约5000万增长至2016年约2.7亿元。
- **收购龙昕科技打造“轨交装备+消费电子”双主业经营格局，追加业绩承诺坚定发展信心。**公司拟作价34亿元收购龙昕科技100%股权，同时募集配套资金不超过17亿元。龙昕科技主营消费电子精密结构件表面处理业务，2016年收入规模10.2亿元、同比+55%，净利润1.8亿元、同比+30%。本次收购将使康尼机电进入消费电子领域，形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局，抵御宏观经济波动和持续增长的能力增强。龙昕科技业绩承诺

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

为 2017-2019 年合并报表扣除非前后孰低的净利润分别不低于 2.38 亿、3.08 亿、3.88 亿元；追加两年业绩承诺为 2020 年不低于 4.65 亿元，2021 年不低于 5.35 亿元。

- **以塑胶、金属为基础向玻璃、陶瓷等新材料发展，表面处理行业市场空间广阔。**龙昕科技在塑胶、金属材质表面处理业务成熟，并在此基础上提前布局陶瓷、玻璃等新材料的表面处理业务及技术储备。随着电子产品消费升级，工艺美观日益受到重视，带来精密结构件表面处理行业巨大发展空间，根据 2016 年智能手机出货量测算，表面处理行业市场空间超 800 亿元，其中龙昕科技主要客户 OPPO、VIVO、华为等对应目标市场超过 400 亿元，未来有较大成长空间。

盈利预测

- 考虑龙昕科技收购完成后的全年备考业绩，我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 36.1/43.4/51.9 亿元，分别同比增长 80%/20%/20%；归母净利润分别为 5.19/6.63/8.2 亿元，分别同比增长 116%/28%/24%；考虑增发摊薄后，EPS 分别为 0.50/0.64/0.79 元，对应 PE 分别为 23/18/15 倍。

投资建议

- 我们认为公司城轨车辆门系统龙头地位稳定、干线铁路市场份额提升，将充分受益十三五期间轨道交通行业的快速发展，轨交主业增长确定性较强；拟收购龙昕科技，进入消费电子精密结构件表面处理业务，目标市场空间广阔。公司将形成“轨交装备+消费电子”双主业格局，主业稳增长+新业务新成长，我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 15-16 元。

风险提示

- 轨道交通行业投资放缓，新能源汽车行业增长放缓，收购事项的审批风险。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1、轨交业务稳中求进，城轨市场地位稳定、干线铁路份额有望提升..... | 5 |
| 1.1、轨交门系统保持高市占率，参与标准制定龙头地位稳固..... | 5 |
| 1.2、十三五轨交产业稳定发展，测算门系统空间超百亿..... | 7 |
| 1.3、研发投入持续增长，巩固行业优势地位..... | 9 |
| 2、开辟新业务领域，新能源汽车业务蓄势待发..... | 11 |
| 2.1、政策导向利于新能源汽车业务发展..... | 11 |
| 2.2、开辟新能源汽车业务，公交门系统首单实现交付..... | 12 |
| 3、收购龙昕科技进军消费电子领域..... | 13 |
| 3.1、拟收购龙昕科技进军 3C 消费电子业务..... | 13 |
| 3.2、受益消费电子表面处理需求增长，业绩实现高增长..... | 14 |
| 3.3、精密结构件表面处理市场发展迅速，材料与工艺变革创造出新空间..... | 16 |
| 3.4、收购将形成“轨道交通+消费电子”双主业，追加业绩承诺保障..... | 20 |
| 4、盈利预测与投资建议..... | 21 |
| 4.1、盈利预测..... | 21 |
| 4.2、投资建议..... | 21 |
| 风险提示..... | 21 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 1：轨道交通代表产品..... | 5 |
| 图表 2：中国标准动车组..... | 6 |
| 图表 3：轨道交通产品整合..... | 6 |
| 图表 4：公司分产品收入情况（百万元）..... | 7 |
| 图表 5：门系统业务近年收入情况（百万元）..... | 7 |
| 图表 6：分产品毛利率情况..... | 7 |
| 图表 7：公司整体盈利能力..... | 7 |
| 图表 8：十三五期间我国城轨交通运营里程有望翻倍..... | 8 |
| 图表 9：十三五期间城轨投资仍将大幅增长..... | 8 |
| 图表 10：城轨车辆与干线铁路门系统配置情况..... | 8 |
| 图表 11：十三五期间轨交门系统空间测算..... | 9 |
| 图表 12：公司研发投入持续增长..... | 9 |
| 图表 13：核心技术及技术储备情况..... | 10 |
| 图表 14：公司主要竞争对手..... | 11 |
| 图表 15：新能源汽车销量（万辆）..... | 12 |
| 图表 16：新能源汽车主要客户..... | 12 |
| 图表 17：龙昕科技表面处理的相关产品..... | 13 |
| 图表 18：2016 年龙昕科技前五大客户销售情况..... | 14 |
| 图表 19：龙昕科技竞争优势..... | 14 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 20: 龙昕科技营业收入..... | 15 |
| 图表 21: 龙昕科技净利润..... | 15 |
| 图表 22: 2016 年龙昕科技产品结构..... | 15 |
| 图表 23: 2015-2016 年龙昕科技主要产品收入及毛利率..... | 15 |
| 图表 24: 龙昕科技主要产品生产流程..... | 16 |
| 图表 25: 全球智能手机出货量及预计..... | 16 |
| 图表 26: 2016 年智能手机表面处理市场空间测算..... | 17 |
| 图表 27: 2016 年智能手机出货量市场份额..... | 17 |
| 图表 28: 2017Q1 年各品牌智能手机出货量增速..... | 17 |
| 图表 29: 玻璃及陶瓷有望成为新一代结构件材料..... | 18 |
| 图表 30: 表面处理业务主要工艺技术..... | 19 |
| 图表 31: 具备消费电子精密结构件表面处理能力的企业分类..... | 20 |
| 图表 32: 配套募集资金用途..... | 20 |
| 图表 33: 2015-2016 年龙昕科技主要产品收入及毛利率..... | 20 |
| 图表 34: 公司产品收入预测..... | 22 |

1、轨交业务稳中求进，城轨市场地位稳定、干线铁路份额有望提升

1.1、轨交门系统保持高市占率，参与标准制定龙头地位稳固

- 公司是城市轨道交通门系统龙头，市占率长期维持 50%以上。公司轨道交通产品可分为两大部分：一是城市轨道交通产品，主要包括城轨车辆门系统、站台安全门系统、内部装饰、连接器、闸机扇门模块等；二是干线铁路车辆门系统产品，包括普通干线铁路、城际铁路及动车组门系统。其中城轨车辆门系统作为公司目前的核心产品，国内市占率长期保持 50%以上。

图表 1：轨道交通代表产品



来源：公司官网，国金证券研究所

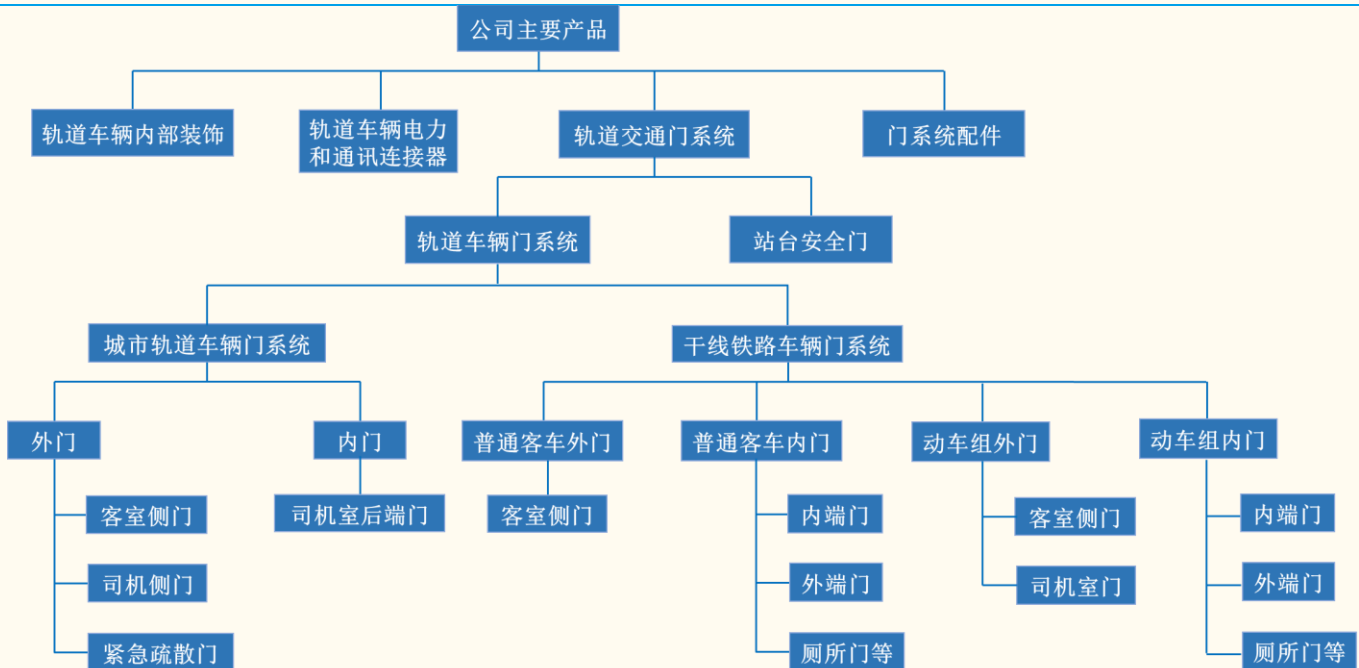
- 参与中国标动门系统研发试制，干线铁路门系统市场份额有望提升。2017 年 1 月 3 日，国家铁路局向长客股份和青岛四方颁发了中国标准动车组型号合格证和制造许可证，标志着中国标动具备了大规模生产许可条件和上线运营资格，中国标动将可能成为国内和高铁出海的主要车型。4 月 14 日发布中国标动三款设备招标项目，分别采购司机操控系统、列控系统和机车无线通信设备各 100 套，对应中国标动约 50 列，铁总对中国标动的采购正逐步展开。康尼机电作为中国标准动车组门系统研发、试制的主要参与单位，未来动车组门系统的市占率有望随着中国标动的大规模采购而逐步提升。

图表 2：中国标准动车组



来源：科技日报，国金证券研究所

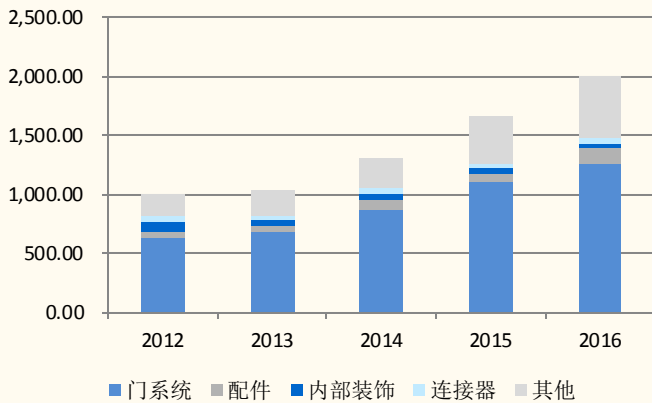
图表 3：轨道交通产品整合



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

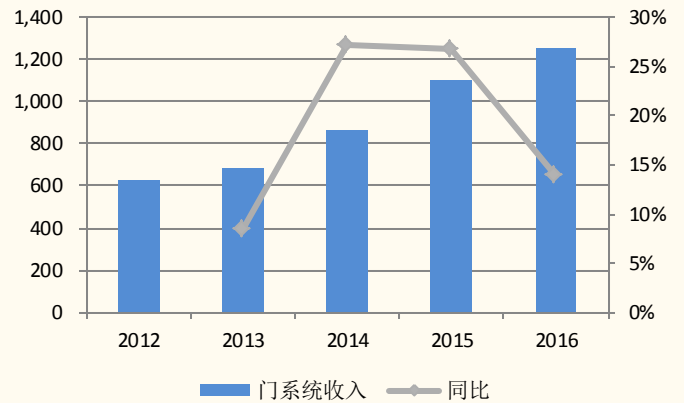
- **经营业绩稳健增长，门系统是主要收入来源。**2016 年公司营收规模达 20.1 亿元，同比增长 21%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 30.5%。其中，门系统实现营业收入 12.6 亿元，同比增长 13.9%；作为公司的核心产品，门系统的收入占比近年来一直保持在 60%以上，是公司最主要的收入来源。公司 2017 年一季度整体实现收入 3.94 亿元，同比下降 9.3%，净利润 4218 万元，同比下降 15%，业绩下降原因主要在于年初新能源汽车补贴政策调整的短期影响，预计今年全年新能源汽车销量仍将保持 30-40%的增长。

图表 4：公司分产品收入情况（百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

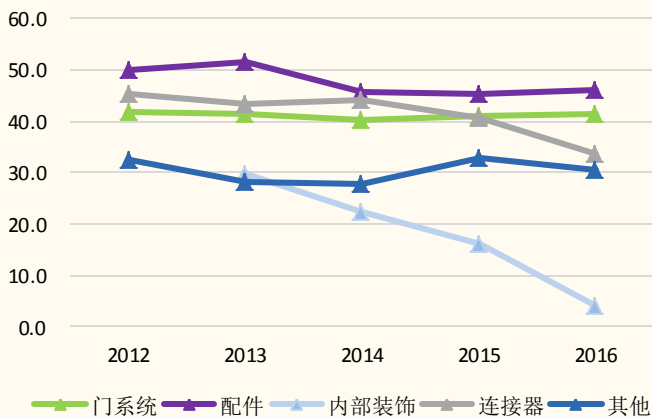
图表 5：门系统业务近年收入情况（百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

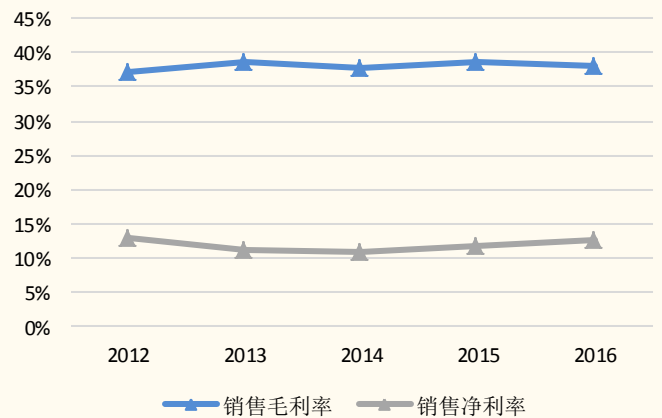
- **整体毛利率较高，盈利能力强。**分产品来看，车厢配件产品毛利率最高，近年稳定在 45%左右；门系统产品毛利率在 40%左右，内部装饰产品毛利率相对较低。公司主要产品毛利率在历年均保持较高水平，2012-2016 年公司综合毛利率在 35%以上，净利率在 10%以上，整体盈利能力强。

图表 6：分产品毛利率情况 (%)



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：公司整体盈利能力

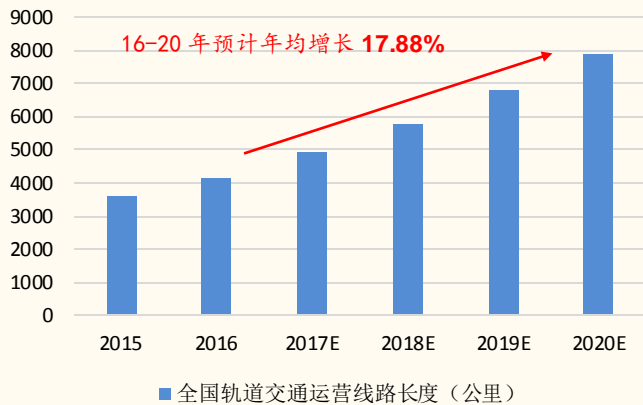


来源：公司年报，国金证券研究所

1.2、十三五轨交产业稳定发展，测算门系统空间超百亿

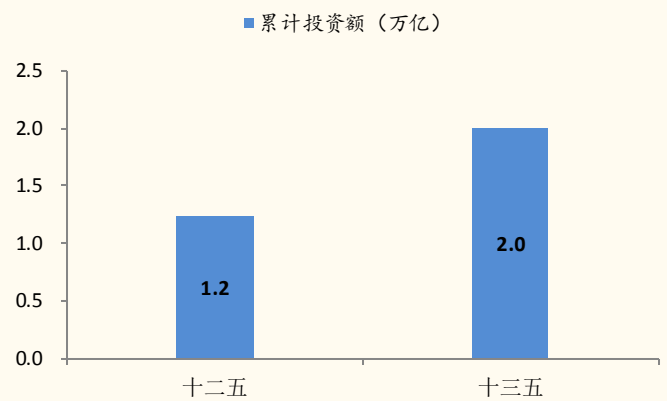
- **城市轨道交通快速发展，未来增长预期向好。**根据中国城市轨道交通协会发布的《2016 年我国城轨交通线路概况》的信息和内容显示：截止 2016 年末，全国 30 个城市共开通城市轨道交通线路 134 条，运营里程 4153 公里，当年新增线路 18 条，新增里程 535 公里，达到历史最高水平。随着经济发展及各地轨交规划的建设推行，国内轨道交通里程将持续增长，轨交装备市场需求向好。
- **“十三五”期间城轨运营里程有望翻倍，投资规模将达 2 万亿。**“十二五”期间全国城市轨道交通新增里程 2163 公里、累计完成投资 12289 亿元。“十三五”期间，我国城轨交通仍将保持良好发展，预计建成投运线路超过 3000 公里，对应“十三五”期间我国城轨交通投资规模将达到约 2 万亿元，其中装备投资约 7000 亿。

图表 8：十三五期间我国城轨交通运营里程有望翻倍



来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

图表 9：十三五期间城轨投资仍将大幅增长



来源：城市轨道交通协会，国金证券研究所

- 干线铁路进入稳定发展阶段，十三五新增里程近 3 万公里。截止 2015 年底，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，其中高速铁路 1.9 万公里。根据国家铁路局 2016 年公布的《中长期铁路网规划》，目标到 2020 年铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里。
- 测算十三五期间“城轨+干线铁路”新增门系统市场规模超 150 亿。我们以十三五期间，城市轨道交通新增里程 3000 公里，干线铁路新增里程 2.9 万公里，测算门系统市场空间。十三五期间，城市轨道交通门系统市场规模约为 103 亿元，干线铁路市场规模约 51 亿元，二者合计十三五期间门系统市场空间为 154 亿元，年均市场空间 31 亿。
- 城轨车辆一般每辆车配置 10 套外门、2 套内门，干线铁路列车一般每辆配置 4 套外门、6 套内门，详细的车厢配置数量和价格如下：

图表 10：城轨车辆与干线铁路门系统配置情况

| 城轨市场 | | | 干线铁路 | | |
|------|---------|-------|------|------|-------|
| 类型 | 配置 | 单价 | 类型 | 配置 | 单价 |
| 外门 | 10套/辆 | 2.69万 | 外门 | 4套/辆 | 2.92万 |
| 内门 | 2套/辆 | 4.92万 | 内门 | 6套/辆 | 0.78万 |
| 站台门 | 33单元/公里 | 3.42万 | | | |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：十三五期间轨交门系统空间测算

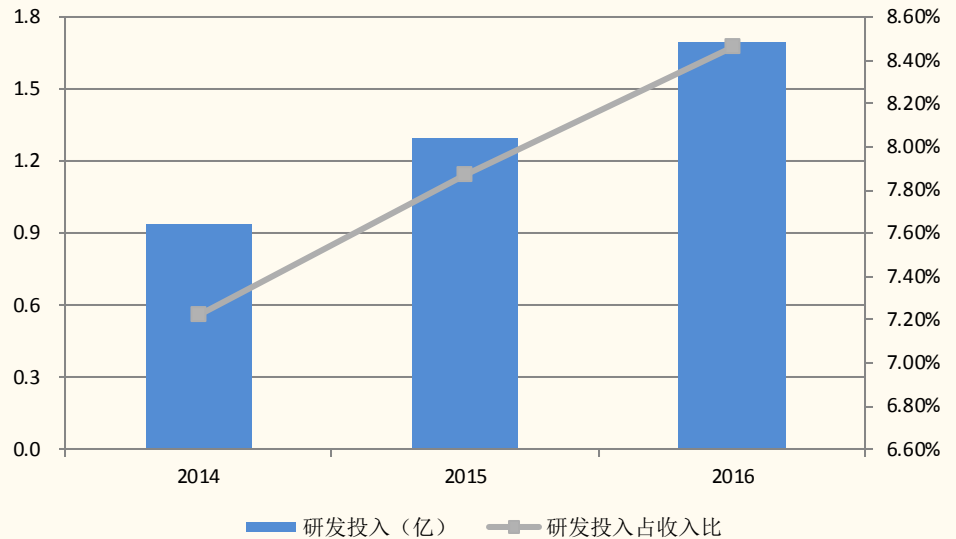
| 城轨市场 | | 干线铁路 | |
|----------------------------|---------|----------|---------|
| 十三五新增里程 | 3000公里 | 其中：高铁新增 | 11000公里 |
| 新增车辆总数 | 24000辆 | 其中：普线新增 | 18000公里 |
| 外门需求量 | 240000套 | 新增高铁车辆 | 13200辆 |
| 内门需求量 | 8000套 | 新增普列车辆 | 18000辆 |
| 站台门需求量 | 100000套 | 外门需求量 | 124800套 |
| 外门市场规模 | 64.56亿 | 内门需求量 | 187200套 |
| 内门市场规模 | 3.94亿 | 外门市场规模 | 36.44亿 |
| 站台门市场规模 | 34.2亿 | 内门市场规模 | 14.60亿 |
| 城轨市场合计 | 102.7亿 | 干线铁路市场合计 | 51.04亿 |
| 十三五合计市场规模：154亿、年均市场规模：31亿元 | | | |

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、研发投入持续增长，巩固行业优势地位

- **参与国家标准制定、技术实力强劲，持续高研发投入巩固优势地位。**康尼机电是我国轨道车辆门系统国产化研发和制造基地，是国家标准《城市轨道车辆客室侧门》及《城市地铁车辆电动客室侧门行业技术规范》的主要制定单位。2016 年公司在前期研发工作基础上，实现中国标动车客室门系统的产业化和批量销售，货运动车组门系统、高速车内置塞拉门等产品完成鉴定工作。2016 年公司研发支出合计 1.7 亿元，相比上年增长 30%，占营业收入比例达到 8.5%。

图表 12：公司研发投入持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- **核心技术储备量大，完善的技术创新体系多方位满足客户需求。**公司是以轨道车辆现代化装备研发和制造为主、行业优势明显的高科技企业，目前公司在轨交车辆门系统上的核心原创技术已达 7 项，并致力于建立完善的技术创新体系，掌握国际最前沿的轨交装备技术，满足客户的多重需求。

图表 13: 核心技术及技术储备情况

| 序号 | 轨道车辆门系统上的核心原创技术 | 具体描述 | 说明 |
|----|--------------------------|--|--------------------------------------|
| 1 | 首创轨道车辆门自动门“变导程驱动及锁闭”技术 | 突破了有“源”有“锁”的传统锁闭模式，发明了轨道车辆自动门“变导程驱动及锁闭”的技术，首创了轨道车辆自动门“无锁而闭”的核心技术 | 获得国家发明专利和9项国际发明专利，并获得2010年度中国专利优秀奖 |
| 2 | 首创轨道车辆自动门微动塞拉技术 | 在国内外首创了一种兼有外挂平移门与塞拉门特点的新一代微动塞拉门产品，可以有效地解决乘车人多时“关门难”以及隔音降噪等问题 | 获国家发明专利1项，实用新型专利多项 |
| 3 | 首创轨道车辆门自动门数字闭环无刷直流电机驱动技术 | 轨道车辆自动门采用的驱动电机通常为永磁式有刷直流电机。无刷直流电机既具备有刷直流电机的优点，又具备交流电机的诸多优点，特别适用于轨道车辆自动门系统 | 由于无刷直流电机门控制器的开发难度大，该技术在国际上尚处于起步阶段 |
| 4 | 首创轨道车辆自动门“无源全程锁闭”的核心技术 | 在轨道车辆自动门的锁闭方面进行持续的研发，发明了无源全程锁闭装置 | 申报了1项国家发明专利，属于公司的重大技术储备 |
| 5 | 首创内置塞拉门系统技术 | 公司突破传统思维，创造性地开发出内置塞拉门，该产品兼具外摆式塞拉门和内藏式侧拉门的优点 | 安全性高而且噪声低 |
| 6 | 首创新型外摆塞拉门系统技术 | 高速城际列车由于客流量大，停站时间短，市场急需开发通过宽度超过1米的“大开度”外摆塞拉门，以提高通过性。而传统产品由于采用单悬臂结构和直线轴承的承载驱动机构，仅能满足不超过0.9米通过宽度 | 在提高通过性的基础上确保了大开度门系统的高安全性和高可靠性 |
| 7 | 首创新型内藏侧拉门系统技术 | 采用直线轴承和导柱构成的活动铰链结构的新型承载驱动装置，既实现了开关门运动导向又在门被压紧10mm时提供小角度摆动，保证了直线轴承的长寿命，使其在整个生命周期内无需更换 | 该技术的加压装置能够适应各种工况，结构简单可靠，是替代液压加压装置的首选 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **城轨市场龙头地位稳定，干线铁路份额有望提升。**进入轨交行业需要经过若干年的时间通过重重环节的验证，对企业的研发与生产能力要求较高，下游客户对生产企业过往项目运营经验也有严格要求，所以形成了较高的行业准入门槛。具体竞争情况应根据行业细分来看，康尼机电在城市轨交车辆门系统占据50%以上的市场份额；干线铁路车辆门系统市场，合资企业处于主导地位，IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司和江苏纳博特斯克今创轨道设备有限公司，两家占据绝大部分市场份额。随着中国标动招标启动，公司在干线铁路车辆门系统市场份额有望提高。

图表 14：公司主要竞争对手

| 行业细分 | 地区 | 公司名称 |
|-----------|------|-------------------------|
| 城轨车辆门系统 | 国际 | 克诺尔 (Knorr) |
| | | 法维莱 (Faiveley) |
| | | 纳博特斯克 (Nabtesco) |
| | | 莎尔特堡 (Schaltbau) |
| | 国内 | 韦陌泰克 (Wabtec) |
| | | IFE-威奥轨道车辆门系统 (青岛) 有限公司 |
| 干线铁路车辆门系统 | 外门系统 | 北京博得交通设备股份有限公司 |
| | 内门系统 | 上海法维莱交通车辆设备有限公司 |
| 站台安全门 | 国内 | 青岛欧特美股份有限公司 |
| | | IFE-威奥轨道车辆门系统 (青岛) 有限公司 |
| | | 江苏纳博特斯克今创轨道设备有限公司 |
| | | 法中轨道交通运输设备 (上海) 有限公司 |
| | | 西屋月台屏蔽门 (广州) 有限公司 |
| | | 深圳市方大自动化系统有限公司 |

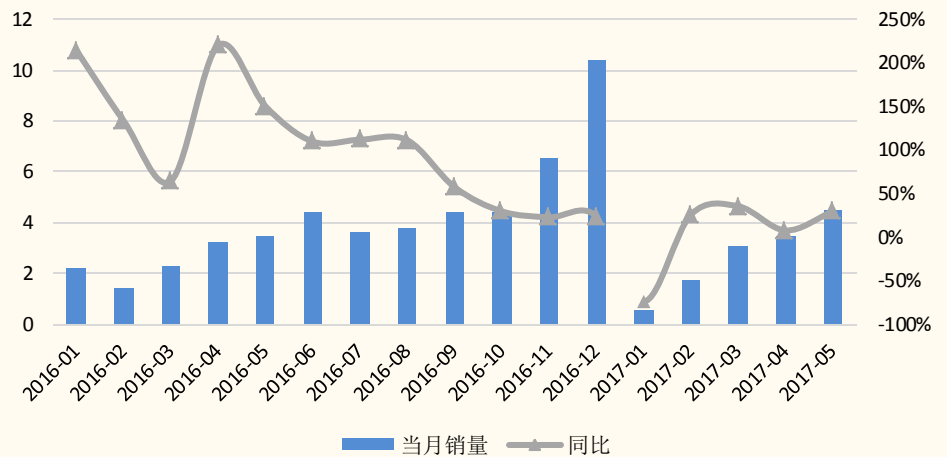
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2、开辟新能源汽车业务，行业发展前景向好

2.1、政策导向利于新能源汽车产业发展

- **双积分管理办法出台，促进新能源汽车产业发展。**工信部6月13日印发《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》，提出2018-2020年度乘用车企业的新能源汽车积分比例要求分别为8%、10%、12%，积分制的出台将激励车企研发生产更多新能源乘用车，政策扶持新能源汽车发展的导向明确。
- **远期发展目标明确，新能源汽车产销量保持增长。**根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》，到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。在远期规划之下，新能源汽车产销量保持增长，2016年新能源汽车生产51.7万辆，销售50.7万辆，比上年同期分别增长51.7%和53%；今年1-5月，新能源汽车累计销量13.6万辆，同比增长7.8%；预计随着年初补贴调整影响的消除，下半年产业链回暖显著，全年新能源汽车销量将保持较快增长。

图表 15: 新能源汽车销量 (万辆)



来源: 新华网, 国金证券研究所

2.2、开辟新能源汽车零部件业务, 公交门系统首单交付

- **开辟新能源汽车业务, 客户来源广泛。**公司新能源汽车零部件产品主要包括充电连接总成、高压输配电总成 (车内) 以及新能源公交门系统等。2015 年初公司依托自有技术手段与科研成果成立了南京康尼新能源汽车零部件有限公司, 大力发展新能源汽车业务, 服务于自主品牌、合资品牌的主流新能源乘用车主机厂, 主要客户包括比亚迪、奇瑞、广汽等品牌车企, 并获取上汽大众预定点通知书。
- 2016 年, 公司自主研发的新能源公交车门系统产品 (电动塞拉门) 成功推向市场, 获得首个 55 辆车 (75 套门系统) 订单并实现交付。作为新能源汽车主机厂的供应商, 公司新能源汽车产品销售收入实现快速发展, 2014 年实现销售 5062 万元, 2015 年销售收入较 2014 年增长超过 200%, 2016 年新能源汽车零部件销售收入增加 1.13 亿达到 2.73 亿元。

图表 16: 新能源汽车主要客户



来源: 公司官网, 国金证券研究所

3、收购龙昕科技进军消费电子领域

3.1、拟收购龙昕科技进军 3C 消费电子领域

- 康尼机电拟以发行股份及支付现金方式，作价 34 亿元收购龙昕科技 100% 股权。龙昕科技的主营业务为面向塑胶、金属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、模具开发、塑胶注塑等结构件成型业务。其产品和服务广泛应用于消费电子领域，包括智能手机及配件、平板电脑、VR 头显、智能玩具、智能穿戴设备、汽车内饰等。

图表 17：龙昕科技表面处理的相关产品

| 类别 | 产品图片示例 | 定义和功能 |
|------|---|---|
| 手机后盖 |  | 手机结构件，包括塑胶、铝合金等材质，保护手机内部机电组件，防止异物接触，起到结构支撑、外观美化、优化手感的作用 |
| 卡托 |  | 手机结构件配件，作为存放SIM卡及内存卡的支撑 |
| 智能穿戴 |  | 可穿戴智能电子设备，如智能手表、智能手环等，记录用户的运动、睡眠等实时数据，与手机、平板等设备同步，实现数据记录、查看、分析等功能 |
| VR眼镜 |  | 头戴式显示设备，配合手机使用，封闭用户视觉，使之产生置身虚拟环境的体验 |
| 智能玩具 |  | 电动平衡车，作为玩具或辅助交通工具 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 龙昕科技具备国内领先的精密模具设计开发能力、纳米注塑技术、真空镀膜技术、自动装配技术，与国内外知名消费电子厂商建立了良好的长期合作关系。手机结构件方面，其产品及技术广泛应用于 OPPO、VIVO、华为、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA 等品牌的旗舰机型；平板电脑结构件方面公司是万利达的主要供应商，VR 头显方面是 TCL 的战略合作方。

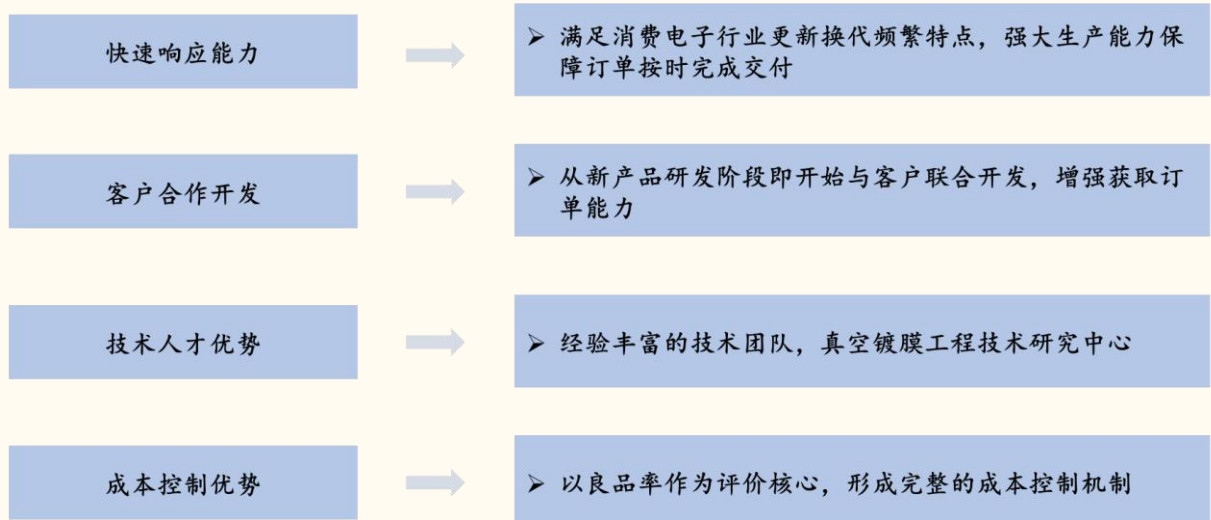
图表 18：2016 年龙昕科技前五大客户销售情况

| 序号 | 客户名称 | 主要终端客户 | 销售收入 (万元) | 占营收比例 |
|----|-----------------|------------------------------|--------------|--------|
| 1 | 东莞市润兴进出口有限公司 | LAVA、ADVAN、MICROMAX、 传音科技 | 24,260.01 | 23.82% |
| 2 | 广东泽兴进出口贸易有限公司 | LAVA、ADVAN、MICROMAX、 传音科技 | 15,861.04 | 15.58% |
| 3 | 深圳市比亚迪供应链管理有限公司 | 华为、LG、三星 | 13,079.01 | 12.84% |
| 4 | 江西合力泰科技有限公司 | 三星、LG | 9,687.08 | 9.51% |
| 5 | 惠州TCL移动通信有限公司 | TCL | 8,611.68 | 8.46% |
| | 合计 | - | 71,498.82 | 70.21% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **快速响应能力、客户合作研发体现公司竞争优势。** 消费电子产品更新迭代速度快，品牌手机厂商尤为看重供应商的订单响应速度。龙昕科技与重点客户建立定期沟通机制，及时了解客户及行业发展动态，公司具备强大的生产能力，月产能约 40 万片，可充分保障产品质量和交货速度。公司另一竞争力在于合作研发优势，龙昕科技往往在客户新产品的研发阶段即与其开展表面处理的联合开发工作，通过双方技术团队合作交流，掌握客户的设计需求，增强获取订单的能力。

图表 19：龙昕科技竞争优势

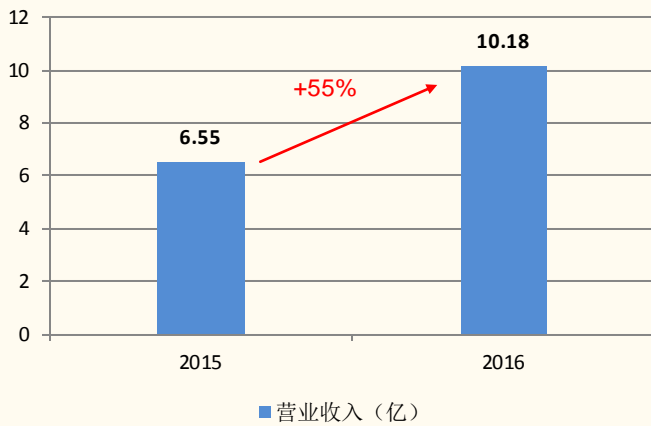


来源：公司公告，国金证券研究所

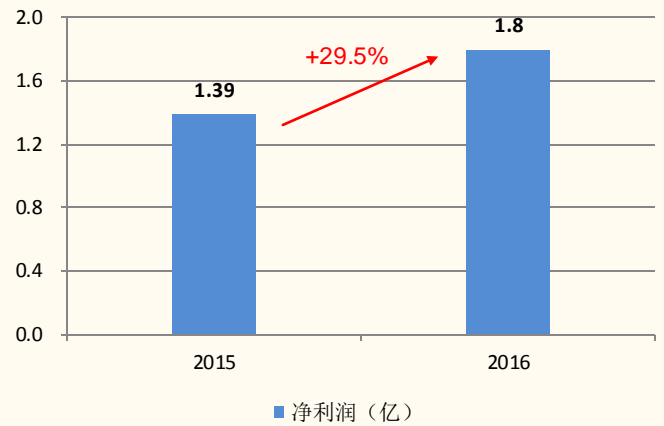
3.2、受益消费电子表面处理需求增长，业绩实现高增长

- **受益下游消费电子需求增长，龙昕科技业绩实现高成长。** 龙昕科技是行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商，主营业务包括塑胶精密结构件的生产及表面处理、金属精密结构件的表面处理。2016 年龙昕科技实现营业收入 10.18 亿元，同比增长 55%，实现净利润 1.8 亿元，同比增长 29.5%。

图表 20: 龙昕科技营业收入



图表 21: 龙昕科技净利润

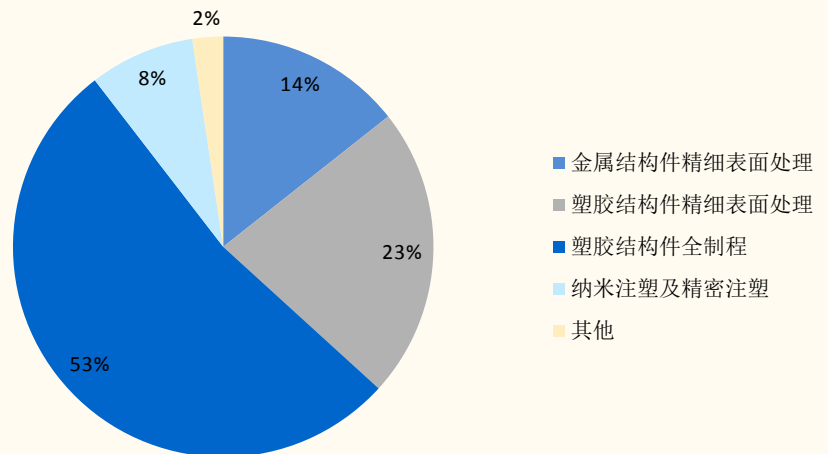


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 分产品看, 塑胶结构件表面处理业务占比最大, 金属结构件表面处理业务快速增长。2016 年龙昕科技塑胶结构件表面处理和全制程业务合计实现收入 7.66 亿元, 占总收入的 75%, 是公司主要的收入和利润来源。金属结构件表面处理业务发展迅速, 2016 年实现收入 1.46 亿元, 相比 2015 年增长迅速。

图表 22: 2016 年龙昕科技产品结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 2015-2016 年龙昕科技主要产品收入及毛利率

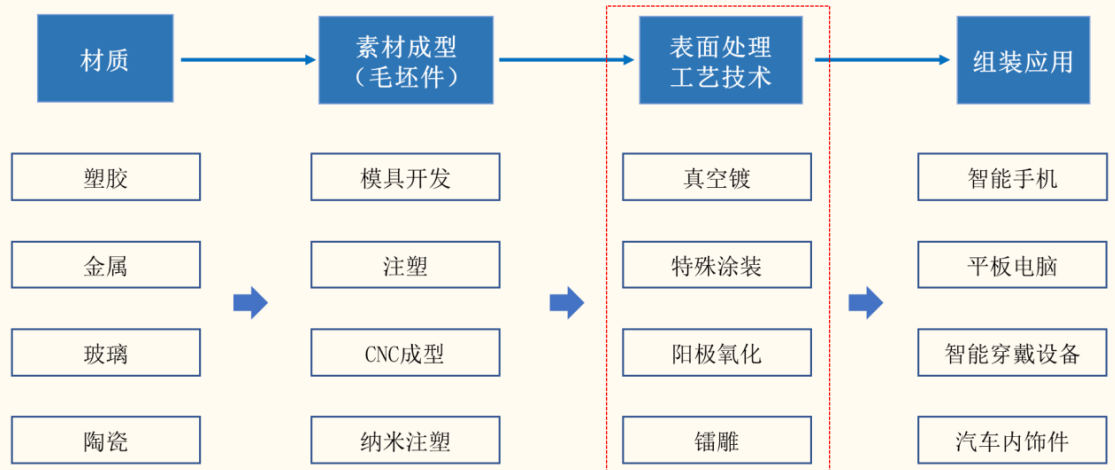
| 产品类型 | 2016 | | 2015 | |
|-----------|----------|--------|----------|--------|
| | 产品收入 (万) | 毛利率 | 产品收入 (万) | 毛利率 |
| 金属结构件表面处理 | 14623.04 | 35.87% | - | - |
| 塑胶结构件表面处理 | 22810.85 | 35.67% | 39329.48 | 34.40% |
| 塑胶结构件全制程 | 53750.64 | 32.51% | 22246.04 | 36.17% |
| 纳米注塑及精密注塑 | 8241.96 | 7.80% | 3192.1 | 24.56% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3、精密结构件表面处理市场发展迅速，材料变革创造出新空间

- **精密结构件表面处理应用技术种类多且技术含量高。**精密结构件行业上游为油漆、涂料、塑胶、五金、设备制造商等供应商等。除了如表面处理环节的大型高端注塑机等部分特殊设备需要进口，上游行业基本处于竞争性市场，物料供应相对充足。从材质来看，目前消费电子结构件以塑胶和金属为主，未来的发展方向是玻璃和陶瓷。从表面处理的技术工艺来看，应用于消费电子精密结构件的表面处理工艺包括真空镀、纳米注塑、UV 涂装、阳极氧化、镭雕、丝印等，生产流程复杂、工艺路线繁多，需要根据客户需求进行定制化设计，具有较高的技术门槛。

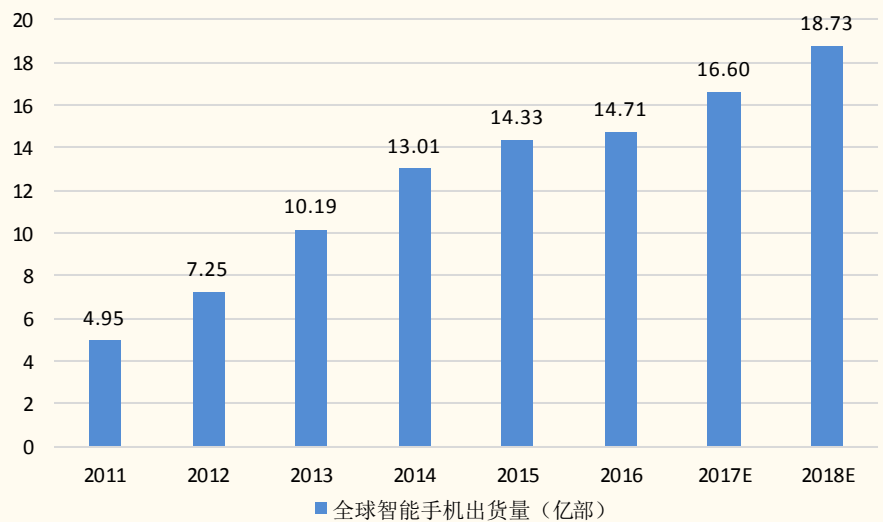
图表 24：龙昕科技主要产品生产流程



来源：公司公告，国金证券研究所

- **智能手机等终端市场规模保持增长、增速放缓。**智能手机市场在近 6-7 年内历经高速发展后，整体出货量仍在持续增长，但增速有所下降。根据 IDC 统计，2016 年全球智能手机出货量为 14.71 亿部，同比增长 2.63%；IDC 预计，未来几年全球智能手机市场规模将保持增长，至 2018 年出货量将达到 18.73 亿部。

图表 25：全球智能手机出货量及预计



来源：IDC，国金证券研究所

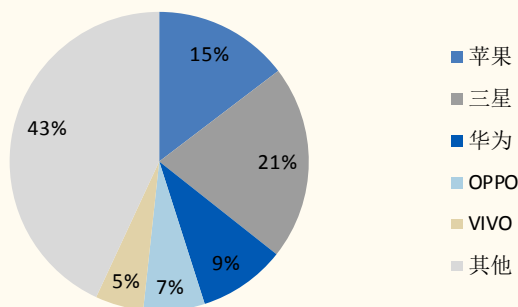
- **电子产品消费升级，工艺美观日益受到重视，带来精密结构件表面处理行业发展契机。**一方面，随着智能手机的不断普及，消费需求开始从基础的功能性领域向高层次转变，更加强调产品的性能与美感，对于精密结构件及表面处理的需求呈增加趋势。另一方面，消费电子行业制造能力的快速发展，智能终端产品的功能及硬件差异不断缩小，品牌厂商更加重视产品细节设计，追求更高层次的美观性、工艺性。精密结构件能带给消费者最直观的感受，因而在此领域的投入不断加大，带动消费电子精密结构件表面处理的需求快速增长。
- **测算 2016 年智能手机表面处理市场空间约 800 亿元。**智能手机精密结构件表面处理的价格根据材质而不同：塑胶材质的表面处理技术相对成熟、价格较低，金属材质工艺要求及型材成本更高，价格相对较高；我们测算精密结构件表面处理的价值在手机售价中占比约为 2%。根据各品牌智能手机 2016 年出货量，以及对精密结构件表面处理的单价假设，可测算得到 2016 年智能手机表面处理业务市场空间约为 815 亿元。其中龙昕科技目前主要终端客户为 OPPO、VIVO、华为等国内外厂商，出货量高增长，17Q1 增速超过 20%，对应年度市场空间超过 400 亿元。

图表 26：2016 年智能手机表面处理市场空间测算

| 手机品牌 | 智能手机出货量 (万部) | 表面处理单价假设 (元/部) | 表面处理市场空间 (亿元) |
|--------------------|--------------|----------------|---------------|
| 苹果 | 21,539.50 | 90.00 | 193.86 |
| 三星 | 30,890.00 | 75.00 | 231.68 |
| 华为 | 13,860.00 | 75.00 | 103.95 |
| OPPO | 9,760.00 | 55.00 | 53.68 |
| VIVO | 7,660.00 | 55.00 | 42.13 |
| 其他 | 63,350.50 | 30.00 | 190.05 |
| 合计 | | | 815.34 |
| 三星/华为/OPPO/VIVO 合计 | | | 431.44 |

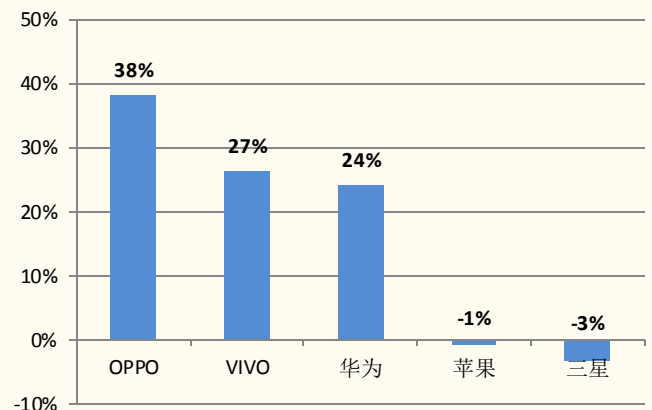
来源：IDC，国金证券研究所

图表 27：2016 年智能手机出货量市场份额



来源：IDC，国金证券研究所

图表 28：2017Q1 年各品牌智能手机出货量增速

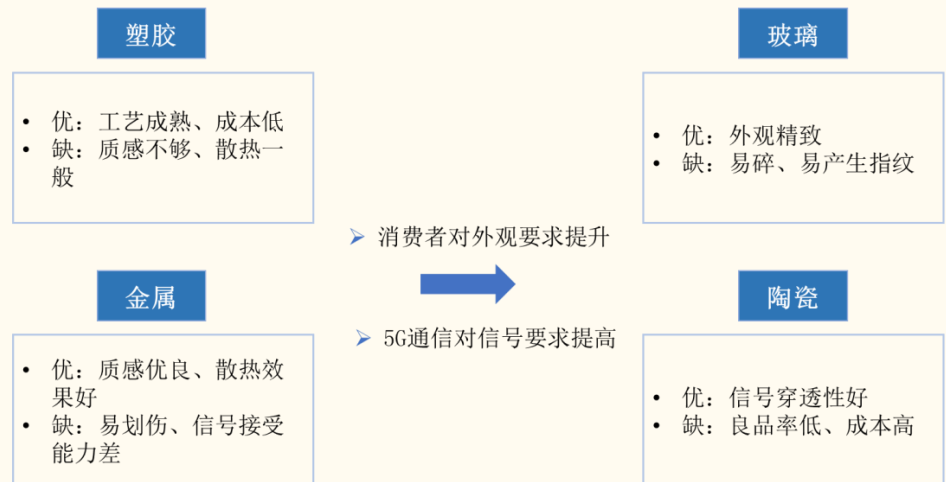


来源：IDC，国金证券研究所

- **材料变革引发新潮流，玻璃及陶瓷精密结构件市场前景广阔。**目前主流的消费电子精密结构件材料包括塑胶和金属，前者工艺成熟、成本较低，常用于中低端手机，在高端机型中金属后盖占比较高。随着消费者对于

电子产品外观审美以及触控手感需求的提高，未来 3D 曲面玻璃及陶瓷结构件有望迎来广阔的市场空间。此外，2020 年前后全球将进入 5G 时代，通信频段信号极为复杂，对手机的电磁屏蔽性能提出极高的要求，由于金属机身对手机信号具有较强的屏蔽性，而陶瓷材料信号穿透性更好，抗弯强度等性能优异，更加符合 5G 通信的要求。未来 3D 曲面玻璃和氧化锆陶瓷有望成为继塑胶、金属之后的新一代结构件材料。

图表 29：玻璃及陶瓷有望成为新一代结构件材料



来源：公司公告，国金证券研究所

- **以塑胶、金属为基础布局陶瓷、玻璃表面处理业务。**龙昕科技在原有塑胶、金属材质精密结构件表面处理业务基础上提前布局陶瓷、玻璃等新材料表面处理业务及技术储备。此次收购方案募集配套资金项目中，“新材料精密结构件表面处理建设项目”即主要面向 3D 曲面玻璃及陶瓷精密结构件市场，项目总投资 2.74 亿元，预计建成达产后年均新增销售收入 8.9 亿元，新增净利润 6600 万元。

图表 30：表面处理业务主要工艺技术

| 材料 | 表面处理技术 | 简介 |
|----|--------|---|
| 塑胶 | 镭雕 | 即激光雕刻或激光打标，利用透镜将光能量聚集以获取高能量密度，并利用光热效应进行加工处理 |
| | 喷涂 | 利用喷枪等喷射工具把涂料雾化后，喷射在被涂工件上的涂装方法 |
| | 电镀 | 与PVD相似，PVD是物理原理，电镀是化学镀，主要分为真空电镀和水电镀 |
| | NCVM | 即不连续镀膜技术或不导电电镀技术，运用化学、物理等特定手段，在真空条件下将金属转换成粒子，沉积或吸附在塑胶材料的表面形成镀膜 |
| 金属 | 粉末喷涂 | 利用喷粉设备（如静电喷塑机）将粉末涂料喷涂到工件表面，在静电作用下，粉末会均匀的吸附于工件表面，形成粉状涂层，再经过高温烘烤流平固化，变成效果各异的最最终涂层 |
| | 电镀 | 利用电解作用使金属的表面附着了一层金属膜，使金属件具备防腐蚀、耐磨、导电、反光等特性，并增进美观 |
| | 阳极氧化 | 主要针对铝质材料，利用电化学原理，在金属表面生成一层氧化铝膜，使技术具备防护、装饰、绝缘、耐磨等特性 |
| | PVD | 即物理气相沉积法，在气象中通过物理或化学的反应过程，在工件表面形成具有特殊性能的金属或化合物涂层 |
| 玻璃 | 钢化 | 使用化学或物理方法在玻璃表面形成压应力，玻璃承受外力时首先抵消表层应力，从而提高承载能力 |
| | 抛光 | 是指利用化学或者物理的方法，祛除玻璃表面的纹路、划痕等瑕疵，提高玻璃的透明度和折射率 |
| | 镀膜 | 在玻璃表面涂渡一层或多层金属膜或金属化合物，以改变玻璃光学性能和物理性能 |
| 陶瓷 | 镭雕 | 即激光雕刻或激光打标，利用透镜将光能量聚集以获取高能量密度，并利用光热效应进行加工处理 |
| | PVD | 即物理气相沉积法，在气象中通过物理或化学的反应过程，在工件表面形成具有特殊性能的金属或化合物涂层 |
| | AF处理 | 又称防指纹涂层处理，利用蒸镀方式在陶瓷表面镀上涂层，使陶瓷具备耐磨、不易产生指纹等特性 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **专注于消费电子表面处理业务，积累起较强的竞争优势和客户资源。**国内具有消费电子精密结构件表面处理能力的企业分三类：第一类是消费电子产业链上的垂直一体化生产商，如富智康集团、比亚迪电子等；第二类是专注于精密结构件领域的企业，如劲胜精密、捷荣技术等；第三类是专注于精密结构件表面处理业务的企业，如龙昕科技、位速科技等。龙昕科技凭借先进生产工艺和规模化的生产能力得到了国内众多消费电子品牌厂商的认可。
- 消费电子精密结构件表面处理行业属于技术密集型行业，受终端市场影响较大，规模小、品质落后以及管理不善的消费电子企业近年来陆续遭到淘汰，一批大型品牌厂商逐渐占据市场主导地位。伴随此趋势，大型品牌厂商需要一批具备一定技术实力和产能规模的大型供应商合

作。未来行业资源将继续整合，行业集中度不断提高，优质企业的生产经营环境将持续优化。

图表 31：具备消费电子精密结构件表面处理能力的企业分类

| 类别 | 代表企业 | 主要业务 |
|--------------|-------------|--|
| 垂直一体化生产商 | 富智康集团、比亚迪电子 | 拥有线路板印刷、模具及结构件制造、表面处理、产品组装等全工序的生产能力，为下游品牌厂商提供产品的整体合约制造服务 |
| 精密结构件供应商 | 劲胜精密、捷荣技术 | 主要围绕结构件成型，同时涉及部分表面处理环节 |
| 精密结构件表面处理供应商 | 龙昕科技、位速科技 | 专注于结构件表面处理业务，涉及真空镀、金属涂装、3D镭雕等核心技术和工艺 |

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4、收购将形成“轨道交通+消费电子”双主业，追加业绩承诺保障

- 康尼机电拟以发行股份及支付现金方式，作价 34 亿元收购廖良茂等持有的龙昕科技 100%股权，其中发行股份支付 23.37 亿元，现金支付 10.63 亿元。同时拟募集配套资金总额不超过 17 亿元，用于支付标的资产的现金对价、交易相关费用及标的公司的项目建设。

图表 32：配套募集资金用途

| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万） | 拟使用募集资金（万） |
|----|------------------|---------|------------|
| 1 | 支付标的资产的现金对价 | 106,264 | 106,264 |
| 2 | 交易相关费用 | 5,000 | 5,000 |
| 3 | 新材料精密结构件表面处理建设项目 | | |
| 4 | 精密结构件表面处理搬迁与技改项目 | 82,240 | 58,736 |
| 5 | 研发中心建设项目 | | |
| | 合计 | 193,504 | 170,000 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 龙昕科技业绩承诺为 2017-2019 年合并报表扣除非前后孰低的净利润分别不低于 2.38 亿、3.08 亿、3.88 亿元；追加两年业绩承诺为 2020 年不低于 4.65 亿元，2021 年不低于 5.35 亿元。

图表 33：2015-2016 年龙昕科技主要产品收入及毛利率

| | 业绩承诺 | | | 追加承诺 | |
|----------|--------|--------|--------|----------|--------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 净利润（亿元） | 2.38 | 3.08 | 3.88 | 4.65 | 5.35 |
| 同比增速 | 32.22% | 29.41% | 25.97% | 19.85% | 15.05% |
| 三年利润复合增速 | | 29.18% | | 五年利润复合增速 | 24.34% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 交易完成后康尼机电将形成“轨道交通+消费电子”双主业经营格局。康尼机电的主业属于基础设施建设领域，属于投资驱动型，受到宏观经济

政策影响较大。龙昕科技的主业属于消费电子制造领域，所处市场为消费驱动型，行业处于成长期。若本次重组顺利完成，康尼机电将形成“轨道交通+消费电子”的双主业经营格局，发展空间将大为扩展，同时抵御宏观经济波动能力增强。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- 考虑龙昕科技收购完成后的全年备考业绩，我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 36.1/43.4/51.9 亿元，分别同比增长 80%/20%/20%；归母净利润分别为 5.44/6.88/8.46 亿元，分别同比增长 127%/26%/23%；考虑增发摊薄后，EPS 分别为 0.52/0.66/0.81 元，对应 PE 分别为 23/18/14 倍。

4.2、投资建议

- 我们认为公司城轨车辆门系统龙头地位稳定、干线铁路市场份额提升，将充分受益十三五期间轨道交通行业的高速发展，轨交主业增长确定性较强。拟收购龙昕科技，进入消费电子精密结构件表面处理业务，目标市场空间广阔。公司将形成“轨交装备+消费电子”双主业格局，主业稳增长+新业务新成长，给予公司“买入评级”，6-12 个月目标价 15-16 元。

风险提示

- 轨道交通行业投资放缓，新能源汽车行业增长放缓，收购事项的审批风险。

图表 34：公司产品收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

| 项 目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 门系统 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1,102.34 | 1,255.35 | 1,480.00 | 1,760.00 | 2,100.00 |
| 增长率（YOY） | 26.72% | 13.88% | 17.90% | 18.92% | 19.32% |
| 毛利率 | 40.95% | 41.41% | 41.00% | 41.00% | 41.00% |
| 配件 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 76.63 | 90.00 | 105.00 | 125.00 | 150.00 |
| 增长率（YOY） | -8.24% | 17.45% | 16.67% | 19.05% | 20.00% |
| 毛利率 | 45.19% | 46.18% | 46.00% | 46.00% | 46.00% |
| 内部装饰 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 41.38 | 40.99 | 43.00 | 45.00 | 47.00 |
| 增长率（YOY） | -23.57% | -0.94% | 4.90% | 4.65% | 4.44% |
| 毛利率 | 16.19% | 3.90% | 13.00% | 15.00% | 16.00% |
| 连接器 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 38.49 | 36.88 | 39.00 | 41.00 | 43.00 |
| 增长率（YOY） | -21.94% | -4.18% | 5.75% | 5.13% | 4.88% |
| 毛利率 | 40.72% | 33.56% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 其他 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 397.58 | 538.10 | 620.00 | 700.00 | 780.00 |
| 增长率（YOY） | 57.73% | 35.34% | 15.22% | 12.90% | 11.43% |
| 毛利率 | 32.77% | 30.54% | 31.50% | 31.50% | 31.50% |
| 消费电子 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 0.00 | 0.00 | 1,321.55 | 1,672.50 | 2,073.36 |
| 增长率（YOY） | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 26.56% | 23.97% |
| 毛利率 | 0.00% | 0.00% | 30.88% | 30.40% | 29.90% |
| 销售总收入（百万元） | 1656.42 | 1961.32 | 3608.55 | 4343.50 | 5193.36 |
| 销售总成本（百万元） | 1017.72 | 1221.61 | 2330.82 | 2814.36 | 3375.16 |
| 毛利（百万元） | 638.70 | 739.71 | 1277.73 | 1529.14 | 1818.20 |
| 平均毛利率 | 38.56% | 37.72% | 35.41% | 35.21% | 35.01% |

来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 1,309 | 1,656 | 2,010 | 3,609 | 4,344 | 5,193 |
| 增长率 | | 26.5% | 21.4% | 79.5% | 20.4% | 19.6% |
| 主营业务成本 | -816 | -1,018 | -1,248 | -2,331 | -2,814 | -3,375 |
| %销售收入 | 62.3% | 61.4% | 62.1% | 64.6% | 64.8% | 65.0% |
| 毛利 | 493 | 639 | 762 | 1,278 | 1,529 | 1,818 |
| %销售收入 | 37.7% | 38.6% | 37.9% | 35.4% | 35.2% | 35.0% |
| 营业税金及附加 | -14 | -16 | -20 | -36 | -43 | -52 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 营业费用 | -86 | -111 | -130 | -162 | -187 | -213 |
| %销售收入 | 6.5% | 6.7% | 6.5% | 4.5% | 4.3% | 4.1% |
| 管理费用 | -224 | -306 | -343 | -487 | -565 | -649 |
| %销售收入 | 17.1% | 18.5% | 17.0% | 13.5% | 13.0% | 12.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 169 | 205 | 270 | 592 | 734 | 904 |
| %销售收入 | 12.9% | 12.4% | 13.4% | 16.4% | 16.9% | 17.4% |
| 财务费用 | -21 | -10 | -8 | 1 | 12 | 23 |
| %销售收入 | 1.6% | 0.6% | 0.4% | 0.0% | -0.3% | -0.4% |
| 资产减值损失 | 0 | -4 | -8 | -14 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 12 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| %税前利润 | 0.0% | 5.3% | 1.9% | 1.0% | 0.7% | 0.6% |
| 营业利润 | 148 | 203 | 260 | 585 | 750 | 931 |
| 营业利润率 | 11.3% | 12.2% | 12.9% | 16.2% | 17.3% | 17.9% |
| 营业外收支 | 19 | 27 | 39 | 45 | 50 | 55 |
| 税前利润 | 168 | 230 | 299 | 630 | 800 | 986 |
| 利润率 | 12.8% | 13.9% | 14.9% | 17.5% | 18.4% | 19.0% |
| 所得税 | -24 | -35 | -44 | -94 | -120 | -148 |
| 所得税率 | 14.5% | 15.1% | 14.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 143 | 195 | 256 | 535 | 680 | 838 |
| 少数股东损益 | 2 | 11 | 16 | 16 | 17 | 18 |
| 归属于母公司的净利润 | 141 | 184 | 240 | 519 | 663 | 820 |
| 净利率 | 10.8% | 11.1% | 11.9% | 14.4% | 15.3% | 15.8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 143 | 195 | 256 | 535 | 680 | 838 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 28 | 40 | 59 | 70 | 74 | 88 |
| 非经营收益 | 17 | -2 | 8 | -46 | -56 | -61 |
| 营运资金变动 | 29 | -143 | -260 | -158 | -115 | -117 |
| 经营活动现金净流 | 217 | 89 | 62 | 401 | 584 | 748 |
| 资本开支 | -56 | -124 | -124 | -133 | -150 | -125 |
| 投资 | 0 | -260 | 85 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -78 | 42 | 6 | 6 | 6 |
| 投资活动现金净流 | -56 | -461 | 4 | -127 | -144 | -119 |
| 股权募资 | 461 | 104 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -107 | 99 | -120 | -190 | 0 | 1 |
| 其他 | -115 | -57 | -65 | -7 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 240 | 146 | -180 | -198 | 0 | 1 |
| 现金净流量 | 401 | -226 | -114 | 77 | 440 | 630 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 632 | 407 | 292 | 369 | 809 | 1,439 |
| 应收款项 | 555 | 1,022 | 1,333 | 1,974 | 2,318 | 2,701 |
| 存货 | 343 | 405 | 386 | 575 | 694 | 832 |
| 其他流动资产 | 30 | 293 | 187 | 212 | 221 | 233 |
| 流动资产 | 1,561 | 2,127 | 2,199 | 3,130 | 4,042 | 5,204 |
| %总资产 | 85.3% | 83.8% | 81.9% | 83.7% | 84.6% | 86.2% |
| 长期投资 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 214 | 348 | 416 | 556 | 681 | 773 |
| %总资产 | 11.7% | 13.7% | 15.5% | 14.9% | 14.3% | 12.8% |
| 无形资产 | 42 | 50 | 59 | 41 | 44 | 46 |
| 非流动资产 | 268 | 412 | 487 | 608 | 736 | 831 |
| %总资产 | 14.7% | 16.2% | 18.1% | 16.3% | 15.4% | 13.8% |
| 资产总计 | 1,829 | 2,538 | 2,685 | 3,738 | 4,778 | 6,035 |
| 短期借款 | 205 | 310 | 190 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 553 | 938 | 906 | 1,491 | 1,788 | 2,132 |
| 其他流动负债 | 76 | 118 | 159 | 284 | 347 | 421 |
| 流动负债 | 834 | 1,366 | 1,255 | 1,775 | 2,134 | 2,552 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 23 | 12 | 44 | 6 | 6 | 6 |
| 负债 | 857 | 1,378 | 1,299 | 1,781 | 2,140 | 2,559 |
| 普通股股东权益 | 954 | 1,108 | 1,322 | 1,878 | 2,541 | 3,361 |
| 少数股东权益 | 18 | 53 | 64 | 80 | 97 | 115 |
| 负债股东权益合计 | 1,829 | 2,538 | 2,685 | 3,738 | 4,778 | 6,035 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.488 | 0.622 | 0.325 | 0.498 | 0.636 | 0.786 |
| 每股净资产 | 3.301 | 3.750 | 1.791 | 2.543 | 3.441 | 4.552 |
| 每股经营现金净流 | 0.752 | 0.303 | 0.083 | 0.544 | 0.791 | 1.013 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 14.78% | 16.60% | 18.15% | 27.66% | 26.10% | 24.40% |
| 总资产收益率 | 7.71% | 7.24% | 8.94% | 13.89% | 13.88% | 13.59% |
| 投入资本收益率 | 12.30% | 11.85% | 14.63% | 25.71% | 23.66% | 22.10% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 25.68% | 26.55% | 21.35% | 79.52% | 20.37% | 19.57% |
| EBIT增长率 | 23.50% | 21.34% | 31.65% | 119.09% | 24.01% | 23.14% |
| 净利润增长率 | 20.49% | 30.41% | 30.53% | 116.47% | 27.69% | 23.65% |
| 总资产增长率 | 33.62% | 38.78% | 5.79% | 39.21% | 27.82% | 26.30% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 115.7 | 110.6 | 140.8 | 140.0 | 135.0 | 130.0 |
| 存货周转天数 | 133.2 | 134.1 | 115.6 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 应付账款周转天数 | 143.0 | 150.0 | 141.5 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 固定资产周转天数 | 52.7 | 67.9 | 71.8 | 51.1 | 47.9 | 42.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -43.98% | -8.32% | -7.38% | -18.86% | -30.67% | -41.36% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.1 | 19.7 | 35.0 | -977.4 | -60.2 | -38.9 |
| 资产负债率 | 46.86% | 54.29% | 48.38% | 47.63% | 44.80% | 42.41% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD