

2014年7月18日

康尼机电 (603111.SH)

公司新股定价

证券研究报告

## 轨道交通装备国产开拓者

■公司是具有自主创新能力的轨道交通装备制造制造商。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，主要产品包括轨道车辆门系统、站台安全门系统、轨道车辆内部装饰产品、轨道车辆电力和通讯连接器、门系统配件等。公司研发和生产的城轨车辆自动门系统产品，能适应各种列车网络通讯制式，目前占国内城轨市场份额的50%以上。

■轨道交通装备制造行业市场需求快速增长。我国轨道交通装备产业规模不断扩大，2010年实现工业销售产值2,477.3亿元，出口交货值84.1亿元，“十一五”期间我国轨道交通装备产业销售产值年平均增长率约为31.9%。根据“十二五”发展规划预测我国2011-2015年城轨市场门系统需求量为车辆外门200000套，内门6667套，站台安全门108333单元；干线铁路市场门系统需求量为外门120000套，内门180000套。

■募投项目解决产能瓶颈，应对持续增长的市场需求。募集的资金投入轨道交通门系统及内饰扩建项目、轨道交通门控制装置项目以及技术中心项目。项目达产后，公司将新增年产18,000套轨道交通外门系统，12,000套轨道交通内门系统，2,500单元站台安全门系统以及60列车内饰产品的生产能力。子公司康尼电子将新增年产22,900套门控装置的生产能力。

■建议询价区间6.81元-7.03元。我们预计2014年-2016年公司营业收入1228.9百万元、1425.5百万元、1610.8百万元，实现归属母公司净利润157.0百万元、178.9百万元、202.5百万元，分别同比增长34.20%、13.90%、13.20%。按照发行后股本计算，对应的EPS为0.54元、0.62元、0.70元，参考可比公司2014年的动态市盈率平均值为40倍，我们认为给予公司2014年动态市盈率38倍-42倍较为合理，对应的合理价值区间为20.52元-22.68元，建议询价区间6.81元-7.03元。

■风险提示：技术革新的风险，主要客户集中的风险，铁路投资波动的风险，经营业绩下滑的风险，应收账款占比较高的风险。

询价区间： 6.81—7.03 元

定价区间： 20.52—22.68 元

### 发行数据

总股本(万股)	21,661
发行数量(万股)	7,230
网下发行(万股)	4,338
网上发行(万股)	2,892
保荐机构	
发行日期	2014/7/23
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

南京工程学院资产经营有限责任公司	18.42%
金元贵	10.09%
山西光大金控投资有限公司	6.00%
陈颖奇	4.88%
高文明	4.43%
钓鱼台经济开发公司	4.30%
徐官南	3.28%
王念春	2.81%
刘文平	2.53%
沈国盛	2.46%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

邹润芳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450514040001  
zourf@essence.com.cn  
021-68763702

王书伟 分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

### 相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	999.8	1,041.4	1,228.9	1,425.5	1,610.8
净利润	124.4	117.0	157.0	178.9	202.5
每股收益(元)	0.57	0.54	0.54	0.62	0.70
每股净资产(元)	1.66	1.98	3.70	4.25	4.89

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	37.2%	38.6%	39.0%	38.8%	38.6%
净利率	12.4%	11.2%	12.8%	12.5%	12.6%
净资产收益率	34.7%	27.3%	14.7%	14.6%	14.3%
ROIC	35.2%	22.9%	30.5%	28.5%	21.8%

## 正文目录

正文目录 .....	2
图目录 .....	2
表格目录 .....	2
1. 国内轨交门系统国产化开拓者 .....	3
1.1. 公司概况 .....	3
1.2. 公司股权结构 .....	4
2. 行业需求空间巨大 .....	5
2.1. 国内轨道交通装备制造行业面临良好发展机遇与发展环境 .....	5
2.2. 轨道交通装备制造行业市场需求快速增长 .....	6
3. 行业竞争格局及公司竞争优势 .....	7
3.1. 行业竞争格局：公司市占率超 50% .....	7
3.2. 公司竞争优势明显 .....	8
4. 募投项目：解决产能瓶颈，应对市场需求 .....	9
5. 盈利预测及估值分析 .....	10
5.1. 盈利预测 .....	10
5.2. 合理价值区间为 20.52 元-22.68 元 .....	10
6. 风险提示 .....	11

## 图目录

图 1：公司主要产品情况 .....	3
图 2：公司营业收入及同比增长情况 .....	4
图 3：公司净利润及同比增长情况 .....	4
图 4：公司主要收入来源为门系统产品 .....	4
图 5：公司门系统业务收入持续增加 .....	4
图 6：公司股权结构及持股比例 .....	5
图 7：城市公共交通运营里程：轨道交通 .....	5
图 8：中国铁路和高铁营业里程 .....	5
图 9：产品的竞争优势 .....	9

## 表格目录

表 1：市场上的城轨车辆配备的门数量 .....	6
表 2：2011-2015 年城轨市场门系统需求预测 .....	6
表 3：2011-2015 年我国干线铁路市场门系统需求预测表 .....	6
表 4：国内城轨车辆门系统市场主要竞争对手 .....	7
表 5：干线铁路车辆门系统主要竞争对手 .....	7
表 6：站台安全门市场主要竞争对手 .....	8
表 7：公司募投资金主要投向项目 .....	9
表 8：募投项目达产后新增业绩贡献 .....	10
表 9：可比上市公司估值水平 .....	10

## 1. 国内轨交门系统国产化开拓者

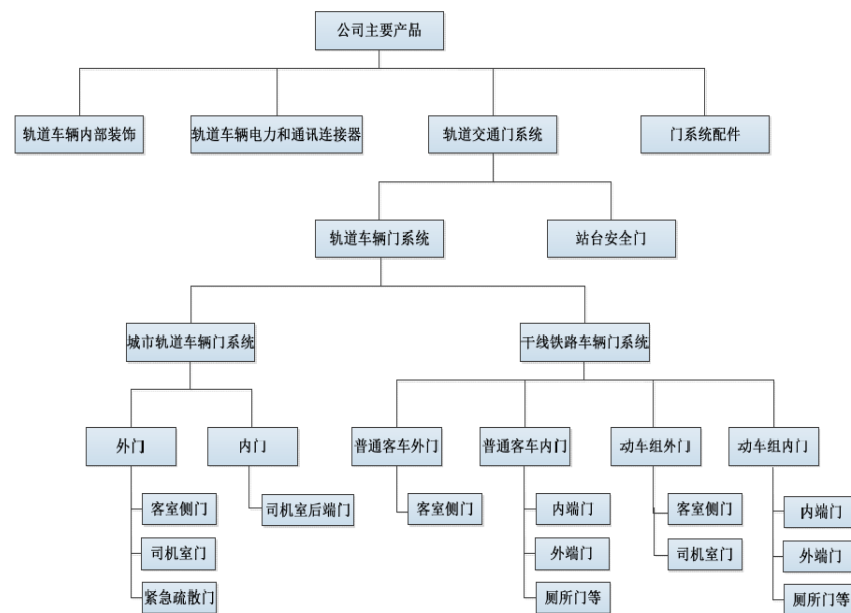
### 1.1. 公司概况

公司是一家具有自主创新能力、拥有自主知识产权的高新技术企业，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，主要产品包括轨道车辆门系统、站台安全门系统、轨道车辆内部装饰产品、轨道车辆电力和通讯连接器、门系统配件等。

轨道交通门系统对安全性和可靠性的要求极高，属轨道车辆的核心部件。公司研发和生产的城轨车辆自动门系统产品，能适应各种列车网络通讯制式，目前占国内城轨市场份额的 50%以上。同时，公司已跻身欧洲、北美等发达国家市场，成为国际著名轨道车辆供应商加拿大庞巴迪公司、法国阿尔斯通公司、德国西门子公司的合格供应商。

公司的主要产品包括轨道车辆门系统、站台安全门系统、轨道车辆内部装饰产品、轨道车辆电力和通讯连接器、门系统配件等，主要应用于城市轨道交通和干线铁路。

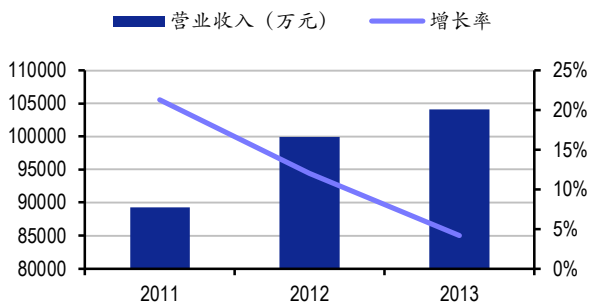
图 1：公司主要产品情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

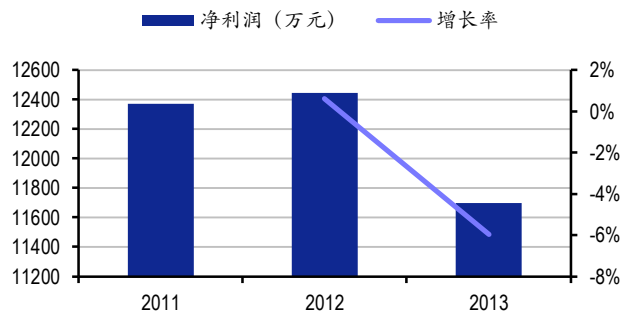
2011-2013 年，公司的营业收入增长率分别为 21.34%、11.97% 和 4.17%，收入增速在 2010 年和 2011 年随铁路固定资产投资增速大幅下降而降低；2012 年至 2013 年随着铁路投资逐渐恢复，公司收入增速下降速度趋缓。

图 2：公司营业收入及同比增长情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

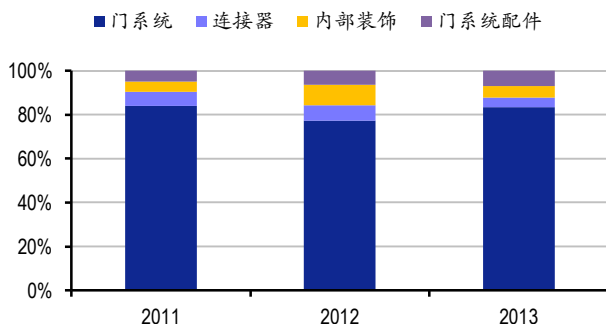
图 3：公司净利润及同比增长情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

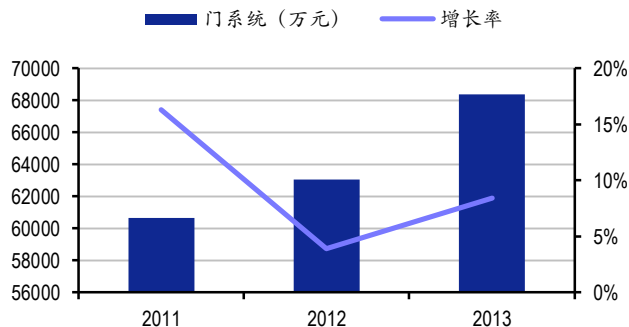
公司营业收入逐年增长主要得益于门系统销售收入的增加，2011-2013 年，公司门系统销售收入的同比增长率分别为 16.30%、3.90%和 8.43%。2013 年，由于公司门系统产品的销售价格基本保持稳定，公司门系统产品销售量的增长使得公司的销售收入持续增长。

图 4：公司主要收入来源为门系统产品



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 5：公司门系统业务收入持续增加



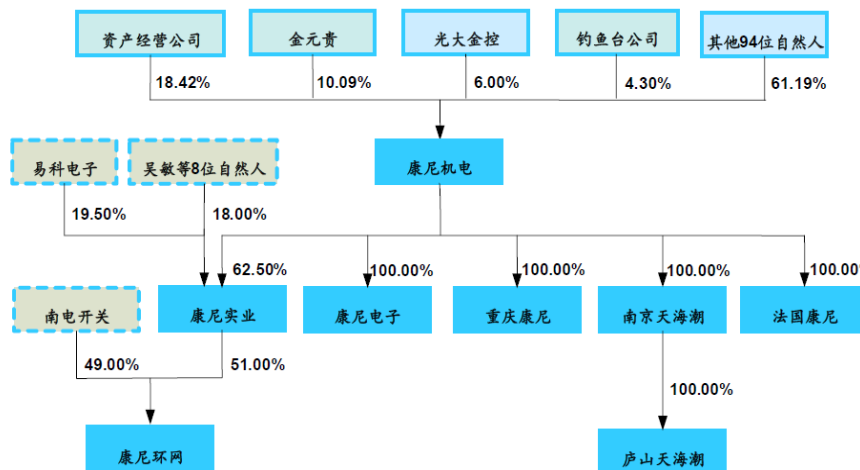
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

根据对未来产品市场的预测，城轨门系统市场和干线门系统市场的需求将保持稳定增长，公司未来每年的销售量也将保持稳定增长，轨道交通门系统产品的市场结构决定了产品的市场价格也将基本保持稳定，公司营业收入增长具有可持续性。

## 1.2. 公司股权结构

公司无实际控制人，发起人为资产经营公司、钓鱼台公司和金元贵、陈颖奇、高文明等 89 位自然人。资产经营公司持有公司 3,990.00 万股，占公司发行前总股本的 18.42%，为公司第一大股东公司。

图 6：公司股权结构及持股比例



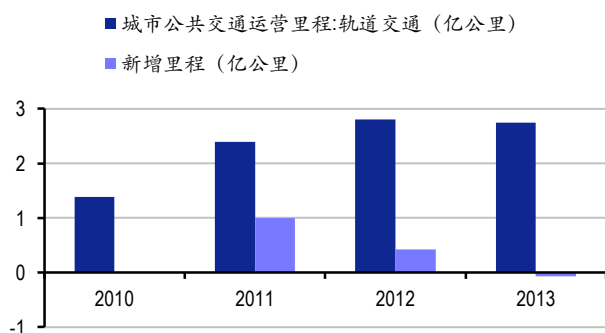
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

## 2. 行业需求空间巨大

### 2.1. 国内轨道交通装备制造行业面临良好发展机遇与发展环境

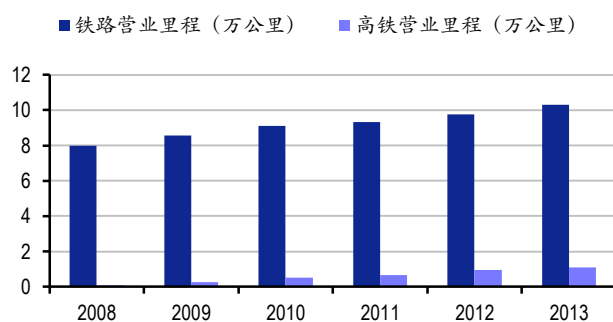
近年来，随着国家经济的高速发展和城市化水平的不断提高，轨道交通里程持续增长，轨道交通运输在各类运输方式中的份额持续提高，轨道交通装备的市场需求保持了良好的增长势头。

图 7：城市公共交通运营里程：轨道交通



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：中国铁路和高铁营业里程



数据来源：Wind，安信证券研究中心

国家大力推进轨道交通装备现代化和国产化水平，发展满足不同需求的城轨和干线车辆，大大促进了轨道交通装备制造业的发展。随着我国国民经济的发展和城市化进程加快，我国轨道交通在未来 5-10 年仍将保持较快发展，为轨道交通装备产业的发展提供了较大的市场空间。

此外，我国铁路建设的快速发展将为铁路装备打开市场空间，新建铁路和既有线改造将为高速动车组、大功率机车、重载货车提供新的市场需求，在役装备的更新换代也要求装备制造业能提供良好的服务。预计“十二五”期间，动车组需求量约 1,000 列以上，大功率交流传动货运电力机车和内燃机车需求量约 5,000 台以上，客货车辆、通信信号、大型养路机械等装备也有较大市场需求。

## 2.2. 轨道交通装备制造行业市场需求快速增长

“十二五”期间，我国城市轨道交通仍将保持快速发展态势，建设规模将达 2,500 公里左右。根据“十一五”期间我国新增城市轨道交通运营里程及新增车辆数据，得出每增加一公里里程所增加的车辆数约为 6.50 辆，按该比例进行测算，“十二五”期间拟新增的 2,500 公里线路需要配备的车辆数为 16,250 辆，综合考虑客流量以及车辆维修、改造的需求，预计“十二五”期间对车辆的需求量约为 20,000 辆。

目前，市场上的城轨车辆主要分为 A 型车和 B 型车，各种车型配备的门数量如下：

**表 1：市场上的城轨车辆配备的门数量**

车型	外门总计 (套)	内门总计 (套)
A 型车	11	2
B 型车	9	2

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

综合考虑，按照每辆车厢需配 10 套外门测算；站台安全门的市场需求按照“十二五”期间新增里程 2,500 公里、每 1.5 公里设 1 个站台、每个站台安装 50 单元的安全门测算，同时考虑既有线路每年加装 100 个站台，“十二五”期间我国城轨市场轨道交通门系统产品的需求如下表所示：

**表 2：2011-2015 年城轨市场门系统需求预测**

项目	列车数量	车辆外门 (套)	内门 (套)	站台安全门 (单元)
“十二五”总需求	20000	200000	6667	108333

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

《“十二五”综合交通运输体系规划》提出，到 2015 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里。据此测算，“十二五”期间，我国铁路营业里程至少增长 29,000 公里，根据“十一五”期间数据，每增加一公里里程所增加的客运列车数约为 0.94 辆，考虑到“十二五”期间，动车组的增幅将超过普通客车，因此“十二五”期间每增加一公里里程所增加的客运列车数按 1 辆测算，可预测“十二五”期间普通客运列车与动车组购置量合计约为 29,000 辆。综合考虑干线铁路客流量和发车密度，车辆维修、改造的需求，预计“十二五”期间干线铁路对车辆的需求量约为 30,000 辆。

按照每辆车需配套 4 套外门、6 套内门测算，“十二五”期间，我国干线铁路建设对轨道车辆门系统产品的需求如下表所示：

**表 3：2011-2015 年我国干线铁路市场门系统需求预测表**

项目	客车数量 (辆)	外门 (套)	内门 (套)
“十二五”总需求	30000	120000	180000

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

目前，美国、俄罗斯、印度、巴西、沙特、伊朗、越南等国家和地区，也陆续推出了轨道交通建设及设备更新换代计划。按照欧洲铁路行业协会(UNIFE)等机构分析预测，到 2015 年，全球轨道交通装备制造市场将保持年均 3% 的增长，年均需求达 1,000 多亿欧元。

### 3. 行业竞争格局及公司竞争优势

#### 3.1. 行业竞争格局：公司市占率超 50%

由于城市轨道交通车辆门系统的安全性、可靠性要求非常高，城市轨道交通车辆门系统市场形成了较高的城市轨道交通车辆门系统行业准入门槛，市场竞争者数量有限。目前行业内主要有康尼机电、IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司、上海法维莱交通车辆设备有限公司、北京博得交通设备股份有限公司、青岛欧特美股份有限公司等五家轨道车辆门系统制造企业。

康尼机电是国内该领域内拥有全套自主知识产权、具有较强自主研发和制造能力的企业，公司在城市轨道交通车辆门系统市场占有较大份额，2009-2012 年市场份额始终保持在 50% 以上。

表 4：国内城轨车辆门系统市场主要竞争对手

序号	公司名称	主营业务与市场地位
1	IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司	经营范围主要为开发、设计、生产各种类型的轨道车辆门及其部件、零件和相关产品，并提供相上车辅助系统的专家技术和售后服务。IFE 自动门系统公司是车辆门和上车辅助系统的专家。
2	北京博得交通设备股份有限公司	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。
3	上海法维莱交通车辆设备有限公司	公司是由法维莱（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。
4	青岛欧特美股份有限公司	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。

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

干线铁路车辆门系统市场包括动车组和普通客车。动车组门系统主要包括内门系统和外门系统。目前在动车组内门系统市场，供应商主要有康尼机电、青岛欧特美股份有限公司等少数企业，公司在动车组内门系统占主要市场份额；在国内动车组外门系统市场，合资企业处于主导地位，主要厂商为 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。

康尼机电主要从事动车组内门及普通客车内外门的研发和生产，占有较高的市场份额。此外，公司已具备动车组车辆外门的生产技术和制造工艺，目前已获得订单，未来在干线铁路市场将有较大的提升空间。

表 5：干线铁路车辆门系统主要竞争对手

业务领域	竞争对手
动车组内门系统	青岛欧特美股份有限公司
	江苏纳博特斯克今创轨道设备有限公司
动车组外门系统	IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司
	北京博得交通设备有限公司
	上海法维莱交通车辆设备有限公司
普通客车	青岛欧特美股份有限公司

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

相对于轨道车辆门系统而言，城轨站台安全门市场准入门槛较低，近年来国内站台安全

门市场发展迅速，参与企业不断增加，并存在大量的潜在进入者，市场竞争激烈。另外，由于站台安全门产品的最终客户一般是各地城市的，受当地政府的影响较大，各地政府倾向于扶植本地企业，通常会给予一定的政策支持，这对于地方企业来说具有一定的区位优势。

公司的站台安全门业务主要集中在南京本地，通过市场拓展，目前，公司已成功进入了北京、上海、武汉、长沙等城市的站台安全门市场，未来公司将积极扩大在全国的市场份额。

**表 6：站台安全门市场主要竞争对手**

序号	公司名称	主营业务与市场地位
1	法中轨道交通运输设备（上海）有限公司	法中轨道交通运输设备（上海）有限公司为法维莱（Faiveley）旗下的法维莱运输远东有限公司于 2005 年成立的全资子公司，专业从事安全门生产业务。西屋月台屏蔽门（广州）有限公司为克诺尔制动系统亚太区（控股）有限公司（克诺尔（Knorr）的子公司）于 2006 年在华投资成立的合资公司，专业致力于站台安全门事业发展。西屋月台屏蔽门（广州）有限公司是克诺尔（Knorr）全球站台安全门的生产基地。
2	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成立于 2003 年，专业从事轨道交通站台安全门的开发、设计、制造、测试、调试及安装管理。其母公司方大集团股份有限公司 1999 年在国内率先进入地铁屏蔽门行业，经过多年研究，现已具备提供整套地铁屏蔽门系统解决方案的能力，并开发出了具有自主知识产权的地铁屏蔽门系统。
3	深圳市方大自动化系统有限公司	

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司在稳定国内市场的基础上，积极开拓国际市场。随着轨道交通设备国产化的深入，公司一方面加强与国内整车制造企业的合作，另一方面积极与国际著名车辆制造企业寻求合作，大力开拓国际市场。未来五年，公司力争进入世界轨道交通门系统制造商前三强行列。

### 3.2. 公司竞争优势明显

#### ■ 技术创新优势

经过持续不断的创新和研发，公司已形成变导程螺旋传动及锁闭、数字闭环无刷直流电机驱动技术和微动塞拉三大具有完全自主知识产权的原创新核心技术。

公司拥有境内专利 214 项，其中发明专利 29 项，其中核心专利“无源螺旋门机锁闭机构”已获俄罗斯、澳大利亚、新加坡和韩国等国授权。公司轨道交通门系统控制软件通过了欧洲铁路标准 EN50128 软件安全完整性 2 级（SIL2）认证；相关的网络通讯技术已分别通过阿尔斯通、西门子、庞巴迪和三菱等公司设在德国、法国和日本等地的试验中心的认证。公司适用 CRH2、CRH3、CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL 等车型的动车组外门产品已获得 CRCC 认证。

#### ■ 品牌优势

“康尼”、“KN”品牌在国内外轨道交通装备制造行业具有较高的知名度和美誉度。“康尼”商标连续多年被评为“江苏省著名商标”，并先后在英国、法国、德国、奥地利、意大利等欧盟国家获准注册。公司已经成为国际著名车辆供应商加拿大庞巴迪公司、法国阿尔斯通公司、德国西门子公司在中国的合格供应商。随着公司产品出口的国家 and 地区不断增加，康尼品牌影响力在欧洲、北美、南美、北非、中东、东南亚等地区迅速扩大。

#### ■ 完善的客户服务体系

完善的客户服务体系极大地提高了公司的市场竞争力，公司拥有一支技术水平高、响应速度快的客户服务团队，在北京、上海、广州、深圳和南京等 20 多个城市建立了售后服



务网络。同时，随着高速动车组产品市场的进入，公司为全国各铁路局的动车所均配备了售后服务人员。随着国外市场的开拓，公司在欧洲、北美、南美等境外地区也组建了服务保障队伍。

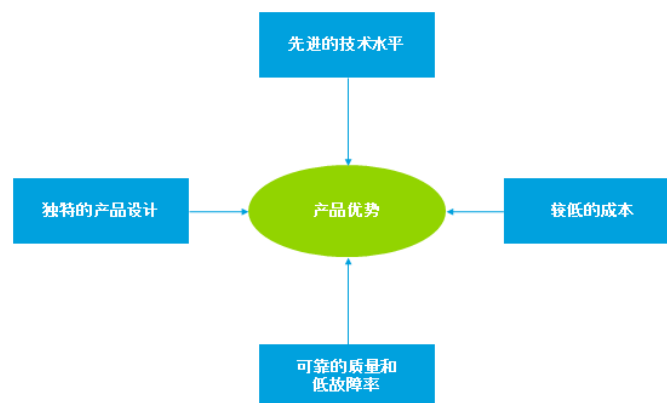
#### ■ 优秀的管理团队和专业人才队伍

公司拥有一批经验丰富的高级管理人才，在产品研发和项目经营管理方面拥有丰富的管理技能和专业知识，是公司未来发展的重要驱动力；公司拥有一支经验丰富、创新能力强的研发团队，组成了完整的产品研发、工艺、质量控制和售后技术服务的人才队伍，建立了规模较大、专业齐全的轨道车辆自动门系统研发团队。公司现有研发人员 342 人，其中拥有中高级职称的 91 人，享受国务院特殊津贴专家 2 名。公司还聘请了一批包括中国工程院院士在内的专家级人才，为公司进行技术指导与咨询。

#### ■ 公司产品的竞争优势

由于公司在技术和产品设计方面的创新性，公司产品在性能、成本和质量方面均具有一定优势，在目前的行业技术水平下，公司产品在一定时期内的替代风险较低。

图 9：产品的竞争优势



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

## 4. 募投项目：解决产能瓶颈，应对市场需求

公司围绕扩大产能，以满足不断增长的市场需求，将此次募集的资金按照轻重缓急分别投入轨道交通门系统及内饰扩建项目、轨道交通门控制装置项目以及技术中心项目。

表 7：公司募投资金主要投向项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期
1	轨道交通门系统及内饰扩建项目	64405.5	29300	2 年
2	轨道交通门控制装置项目	11501.3	7700	2 年
3	技术中心项目	9812.6	8000	2 年
	合计	85719.4	45000	

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

为扩大轨道交通门系统及内饰产品产能，公司基于现有技术基础和业务状况筹划了轨道交通门系统及内饰扩建项目。项目达产后，公司将新增年产 18,000 套轨道交通外门系统，12,000 套轨道交通内门系统，2,500 单元站台安全门系统以及 60 列车内饰产品的生产能力。年均新增营业收入 90,470.40 万元，年均新增净利润 9,130 万元，项目投资财务内部收益率为 16.50%（税后），项目投资回收期为 7.8 年（税后，含建设期 2 年）。

为配合“轨道交通门系统及内饰扩建项目”的实施，公司筹划了轨道交通门控制装置项目，以扩大门控装置的生产规模。项目拟通过全资子公司康尼电子实施，项目达产年后，康尼电子将新增年产 22,900 套门控装置的生产能力。康尼电子将年均新增营业收入 17,770.00 万元，年均新增净利润 6,847.70 万元，项目投资财务内部收益率为 59.30%（税后），项目投资回收期为 4 年（税后，含建设期 2 年）。

技术中心项目是在公司现有研发能力与技术人员队伍基础上，增加研发投入，搭建轨道交通门系统系列产品的研发平台。本项目并不直接产生经济效益，而是通过研发条件的改善带来综合效益的提升。项目建成后，将主要通过提供技术支撑、增加公司的技术储备、促进成果转化以及缩短产品设计周期和扩大产业规模给公司带来经济效益。同时，公司通过产业利润反哺科研开发，继续增加对科研工作的投入，形成良性循环，提高公司的综合实力和市场竞争能力，促进公司快速、健康发展。

**表 8：募投项目达产后新增业绩贡献**

项目名称	新增年产能	新增营业收入 (万元)	新增净利润 (万元)	内部收益率
轨道交通门系统及内饰扩建项目	18000 套轨道交通外门系统			
	12000 套轨道交通内门系统			
	2500 单元站台安全门系统			
轨道交通门控制装置项目	60 列车内饰产品	90470.4	9130	16.5%
技术中心项目	22900 套门控装置	17770	6847.7	59.3%
	不产生直接经济效益	\	\	\

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

## 5. 盈利预测及估值分析

### 5.1. 盈利预测

我们预计 2014 年-2016 年公司营业收入 1228.9 百万元、1425.5 百万元、1610.8 百万元，同比增长 18.0%、16.0%、13.0%，实现归属母公司净利润 157.0 百万元、178.9 百万元、202.5 百万元，分别同比增长 34.20%、13.90%、13.20%，假设按照新发行 10000 万股计算，对应的 EPS 为 0.54 元、0.62 元、0.70 元。

### 5.2. 合理价值区间为 20.52 元-22.68 元

公司是一家具有自主创新能力、拥有自主知识产权的高新技术企业，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，门系统产品占国内城轨市场份额的一半，未来有望持续发展。我们选取晋西车轴、世纪瑞尔、辉煌科技、鼎汉技术作为估值可比公司，可比公司对应的 2014 年的动态市盈率平均值为 40 倍，我们认为给予公司 2014 年动态市盈率 38 倍-42 倍较为合理，对应的合理价值区间为 20.52 元-22.68 元。

**表 9：可比上市公司估值水平**

股票代码	股票名称	股价		EPS		P/E		P/B	
		2014/7/17	2013	2014E	2015E	2013	2014E		2015E
600495.SH	晋西车轴	14.19	0.27	0.45	0.53	52.56	31.53	26.77	2.02
300150.SZ	世纪瑞尔	15.25	0.24	0.38	0.53	63.54	40.13	28.77	3.10
002296.SZ	辉煌科技	28.10	0.32	0.68	0.93	87.81	41.32	30.22	4.82
300011.SZ	鼎汉技术	12.28	0.25	0.26	0.45	49.12	47.23	27.29	6.51
	均值	17.46	0.27	0.44	0.61	63.26	40.05	28.26	4.11
603100.SH	康尼机电		0.54	0.54	0.62				

数据来源：安信证券研究中心

## 6. 风险提示

- 市场竞争的风险
- 技术革新的风险
- 主要客户集中的风险
- 铁路投资波动的风险
- 经营业绩下滑的风险
- 应收账款占比较高风险

**财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月17日)**

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>999.8</b>	<b>1,041.4</b>	<b>1,228.9</b>	<b>1,425.5</b>	<b>1,610.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	628.4	639.5	749.6	872.4	989.1	营业收入增长率	12.0%	4.2%	18.0%	16.0%	13.0%
营业税费	12.0	10.5	12.3	14.3	16.1	营业利润增长率	-2.9%	-9.4%	53.5%	17.9%	14.3%
销售费用	54.3	65.7	73.7	85.5	88.6	净利润增长率	0.6%	-6.0%	34.2%	13.9%	13.2%
管理费用	154.8	188.7	208.9	240.4	279.1	EBITDA 增长率	1.6%	-7.4%	35.0%	16.7%	16.1%
财务费用	25.6	22.7	11.0	9.1	5.4	EBIT 增长率	-1.3%	-9.7%	35.6%	15.7%	11.9%
资产减值损失	2.2	3.3	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	-4.7%	-10.6%	36.7%	15.7%	11.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.3%	2.7%	23.9%	46.4%	7.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.2%	18.3%	145.1%	15.4%	15.1%
<b>营业利润</b>	<b>122.5</b>	<b>111.0</b>	<b>170.4</b>	<b>200.8</b>	<b>229.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	29.3	25.6	19.8	15.8	15.8	毛利率	37.2%	38.6%	39.0%	38.8%	38.6%
<b>利润总额</b>	<b>151.8</b>	<b>136.6</b>	<b>190.2</b>	<b>216.6</b>	<b>245.3</b>	营业利润率	12.3%	10.7%	13.9%	14.1%	14.2%
减:所得税	21.0	20.0	26.6	30.3	34.3	净利润率	12.4%	11.2%	12.8%	12.5%	12.6%
<b>净利润</b>	<b>124.4</b>	<b>117.0</b>	<b>157.0</b>	<b>178.9</b>	<b>202.5</b>	EBITDA/营业收入	16.9%	15.0%	17.2%	17.3%	17.7%
						EBIT/营业收入	14.8%	12.8%	14.8%	14.7%	14.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	70	67	61	60	65
货币资金	152.8	231.6	626.4	427.7	467.7	流动营业资本周转天数	84	103	90	101	106
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	311	342	382	395	365
应收帐款	389.7	453.2	337.0	666.4	491.5	应收帐款周转天数	119	146	116	127	129
应收票据	102.4	152.8	137.6	200.5	185.3	存货周转天数	86	76	89	83	83
预付帐款	23.9	36.0	30.2	47.3	41.9	总资产周转天数	398	426	471	500	482
存货	186.7	252.4	353.4	302.7	438.1	投资资本周转天数	155	175	168	197	215
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	34.7%	27.3%	14.7%	14.6%	14.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	8.5%	8.9%	8.8%	9.6%
长期股权投资	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	ROIC	35.2%	22.9%	30.5%	28.5%	21.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	194.8	190.4	224.4	250.5	334.3	销售费用率	5.4%	6.3%	6.0%	6.0%	5.5%
在建工程	0.9	5.3	93.2	182.4	199.4	管理费用率	15.5%	18.1%	17.0%	16.9%	17.3%
无形资产	29.0	29.0	27.4	25.8	24.2	财务费用率	2.6%	2.2%	0.9%	0.6%	0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	23.5%	26.6%	23.9%	23.5%	23.2%
<b>资产总额</b>	<b>1,095.8</b>	<b>1,368.8</b>	<b>1,845.0</b>	<b>2,116.6</b>	<b>2,194.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	221.0	252.0	-	44.0	-	资产负债率	65.6%	67.4%	40.8%	40.4%	33.8%
应付帐款	234.2	303.3	291.0	396.8	401.6	负债权益比	190.8%	207.0%	68.9%	67.9%	51.2%
应付票据	101.3	150.9	108.1	210.7	153.7	流动比率	1.23	1.33	2.60	2.05	2.26
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.96	1.04	1.98	1.67	1.65
长期借款	-	60.0	154.2	30.4	-	利息保障倍数	5.78	5.89	16.53	23.12	43.12
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>718.9</b>	<b>923.0</b>	<b>752.5</b>	<b>855.6</b>	<b>742.8</b>	DPS(元)	-	-	0.05	0.06	0.07
少数股东权益	18.1	17.7	24.3	31.7	40.2	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	216.6	216.6	288.9	288.9	288.9	股息收益率					
留存收益	142.1	211.4	779.4	940.3	1,122.6						
<b>股东权益</b>	<b>376.9</b>	<b>445.8</b>	<b>1,092.6</b>	<b>1,261.0</b>	<b>1,451.7</b>						

**现金流量表**

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	130.8	116.6	157.0	178.9	202.5	EPS(元)	0.57	0.54	0.54	0.62	0.70
加:折旧和摊销	23.4	24.5	29.7	36.3	50.8	BVPS(元)	1.66	1.98	3.70	4.25	4.89
资产减值准备	2.2	3.3	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	21.2	18.3	11.0	9.1	5.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	6.3	-0.4	6.5	7.5	8.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-55.1	-49.4	-11.3	-156.7	24.1	CAGR(%)	12.5%	21.9%	7.9%	12.5%	21.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>134.9</b>	<b>96.4</b>	<b>192.9</b>	<b>75.0</b>	<b>291.4</b>	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-33.7	-25.2	-150.0	-150.0	-150.0	ROIC/WACC	5.2	3.4	4.5	4.2	3.2
融资活动产生现金流量	-101.8	7.7	351.9	-123.8	-101.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邹润芳、王书伟分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

