



轨道交通门系统的龙头企业

——康尼机电（603111）

2014年07月22日

建议申购

康尼机电

新股定价

摘要:

- **公司是轨道交通门系统龙头企业。**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。公司客户相对集中，来自南北车的收入占60%左右。轨交车辆门行业壁垒高、竞争结构相对稳定，公司拥有较强的技术优势和客户认可度，占据城轨市场50%以上市场份额，占据干线市场30%左右份额。公司盈利能力强，毛利率基本保持稳定。
- **轨道交通快速发展推动轨交门系统需求。**城市轨交持续增长，干线铁路迎投资高峰期。预计“十二五”期间城轨门需求：车辆外门20万套、内门6667套、站台安全门10.8万单元；干线铁路门需求：车辆外门12万套、内门18万套。2014年铁路投资总额达到8000亿元以上（同比增长20%），设备投资额增至1430亿元以上（同比增长34%）。铁路投资额确定性强，超出计划的可能性大，干线铁路门需求旺盛。
- **募投项目解决产能瓶颈。**公司拟发行7,230万股，占发行后总股本25.02%，募集资金投向三个项目：轨道交通系统及内饰扩建项目、轨道交通门控装置项目、技术中心项目。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列车内饰产品产能；全资子公司康尼电子将新增年产22,900套门控装置产能。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司2014-2016年实现营业收入12.38亿元、14.26亿元、16.32亿元，同比增长18.9%、15.1%、14.5%；实现归属母公司净利润分别为1.58亿元、1.85亿元、2.1亿元，同比增长35.4%、16.5%、13.6%。按照发行7230万股计算，每股收益分别为0.55元、0.64元、0.73元。当前铁路设备行业可比公司2014年平均动态市盈率为40倍，考虑到除晋西车轴外其他公司规模均小于康尼，且部分公司隐含外延式增长预期，我们认为公司对应2014年合理市盈率区间为33-38倍，对应合理价值区间为18-21元。建议询价区间为6.80元-7.01元。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	999.8	1,041.4	1,238.4	1,425.6	1,631.8
增长率（%）	11.97%	4.17%	18.91%	15.12%	14.46%
净利润（百万元）	124.43	116.99	158.41	184.60	209.69
增长率（%）	0.60%	-5.98%	35.40%	16.53%	13.59%
净资产收益率（%）	34.69%	27.33%	15.89%	16.39%	16.47%
每股收益（元）	0.57	0.54	0.55	0.64	0.73
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514040001

询价区间

6.80-7.01

上市首日定价区间

18-21

发行上市资料

总股本（万股）	21661.33
发行量（万股）	
发行日期	2014-07-22
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	国泰君安证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.98
净资产收益率（%）	27.33%
资产负债率（%）	67.43%

主要股东和持股比例

南京工程学院资产	18.42%
金元贵	10.09%
山西光大金控投资有	6.00%

目 录

1. 轨道车辆门系统的龙头企业	4
1.1 主营轨道车辆门	4
1.2 客户相对集中，来自南北车的收入占 60%左右	5
1.3 股权结构较为分散	5
1.4 募集资金使用	6
2. 轨道交通快速发展推动轨交门系统需求	7
2.1 城市轨道交通持续增长，需求无虞	7
2.2 干线铁路迎建设高峰期，铁路门系统景气回升	8
3. 行业竞争结构和公司市占率分析	9
3.1 公司占据城轨市场 50%以上市场份额	9
3.2 公司在干线铁路门系统占 30%左右份额	10
3.3 城轨站台安全门市场区域性特征明显	11
4. 公司财务分析	12
4.1 营收增速与行业趋势基本一致	12
4.2 公司盈利能力较强，毛利率保持稳定	12
5. 公司竞争优势	13
5.1 较强的研发和技术优势	13
5.2 行业著名的品牌和良好的企业形象	13
5.3 完善的客户服务体系	14
6. 盈利预测与估值分析	14
6.1 盈利预测	14
6.2 估值分析	14
7. 风险提示	14

表格目录

表 1: 公司募投项目（万元）	6
表 3: 公司 2011-2013 年产量	7
表 4: 各型车配备门数量	8
表 5: 城轨门系统需求预测	8
表 6: 干线铁路门系统需求预测	9
表 7: 城轨车辆门系统主要国内竞争对手	10
表 8: 干线铁路车辆门系统竞争对手	11
表 9: 站台安全门市场主要竞争对手	12
表 10: 可比上市公司估值	14

插图目录

图 1:公司主要产品	4
图 2:2013 年分业务收入占比	5
图 3:2013 年分业务毛利占比	5
图 4:客户相对集中	5
图 5:公司股权结构	6
图 6:2014 年铁路固定资产投资增长 20% (亿元)	9
图 7:2014 年车辆购置金额增长 34% (亿元)	9
图 8:公司城轨车辆门市场份额	10
图 9:公司干线铁路车辆门系统市场份额 (%)	11
图 10:2010-2013 年公司业绩增速	12
图 11:收入增长与行业趋势基本一致	12
图 12:公司毛利率相对平稳	13
图 13:类比上市公司毛利率水平	13

1. 轨道车辆门系统的龙头企业

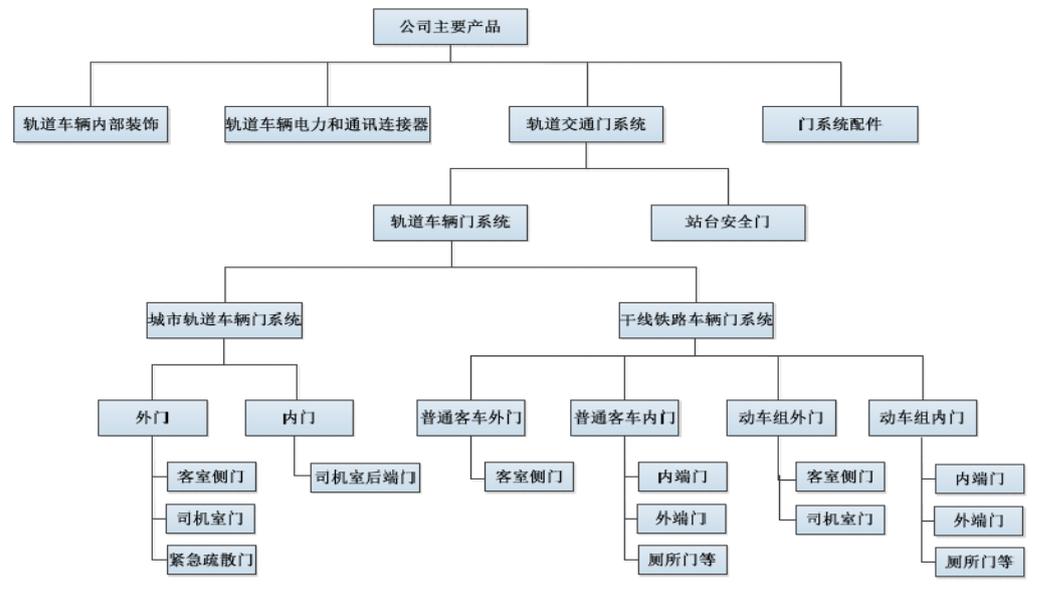
1.1 主营轨道车辆门

公司是轨道交通门系统供应商，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。

轨道车辆门系统主要分为城市轨道交通车辆门系统、干线铁路车辆门系统等。轨道车辆门系统作为轨道车辆的重要组成部件，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。

公司研发和生产的城轨车辆自动门系统产品，是公司最主要的产品，已占国内城轨市场 50%以上份额；公司是国家标准《城市轨道交通车辆客室侧门》的主要制定单位，是《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；公司在行业内率先通过国际铁路行业标准（IRIS）、欧标 EN50128 软件安全完整性认证、欧标 EN15085-2 焊接企业认证，公司适用 CRH2、CRH3、CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL 等车型的动车组外门产品通过了 CRCC 认证。

图 1:公司主要产品

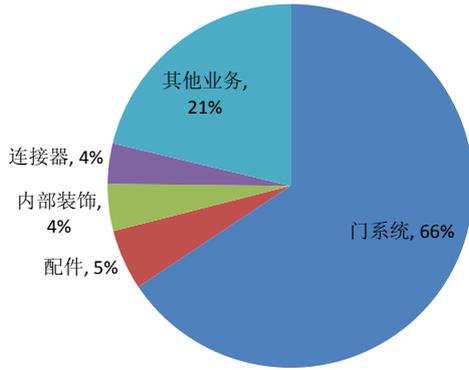


资料来源：东兴证券研究所

轨道交通门系统是公司最主要的业务，2013 年的收入占比为 66%，毛利占比为 70%，此外，门系统配件、内部装饰和连接器合计占收入、毛利的比重为 13%、14%。其他业务主要包括教学仪器、精密锻件、自动化设备及数控产品等，该部分业务主要是公

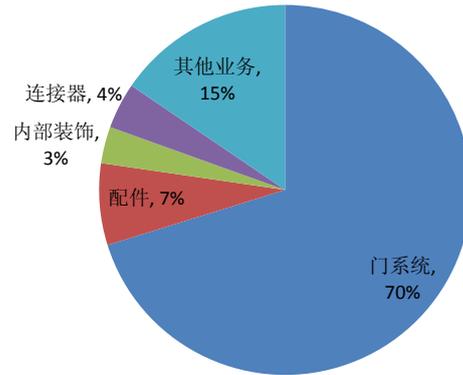
司利用现有技术和公司品牌的溢出效应进行的有限的横向拓展。

图 2:2013 年分业务收入占比



资料来源：东兴证券研究所

图 3:2013 年分业务毛利占比

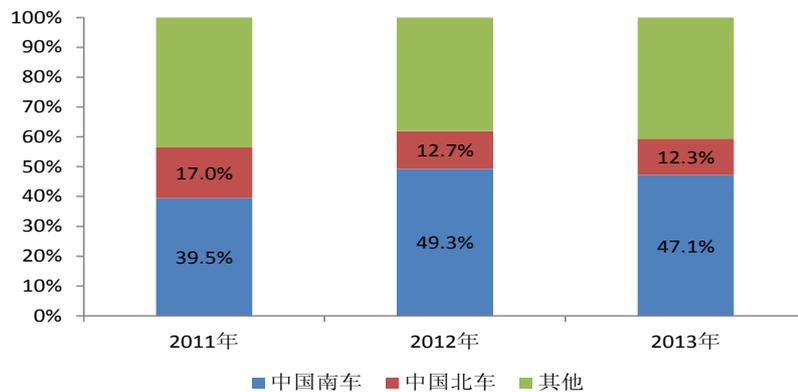


资料来源：东兴证券研究所

1.2 客户相对集中，来自南北车的收入占 60%左右

公司客户主要是中国南车和中国北车的下属整车制造企业，如南车四方、南车株洲、南车浦镇、北车长客和北车唐山等。2011、2012 和 2013 年度，公司对前五大客户的销售收入，分别占公司当年销售收入的 52.04%、53.37%和 50.94%。合并集团客户后的前五大客户的销售收入，分别占公司当年销售收入的 68.33%、71.39%和 67.00%，对第一大客户中国南车的销售收入分别占公司当年销售收入的 39.45%、49.27%和 47.13%。对南北车合计销售收入分别占公司当年销售收入的 56.41%、61.96%、59.40%，平均在 60%左右。

图 4:客户相对集中

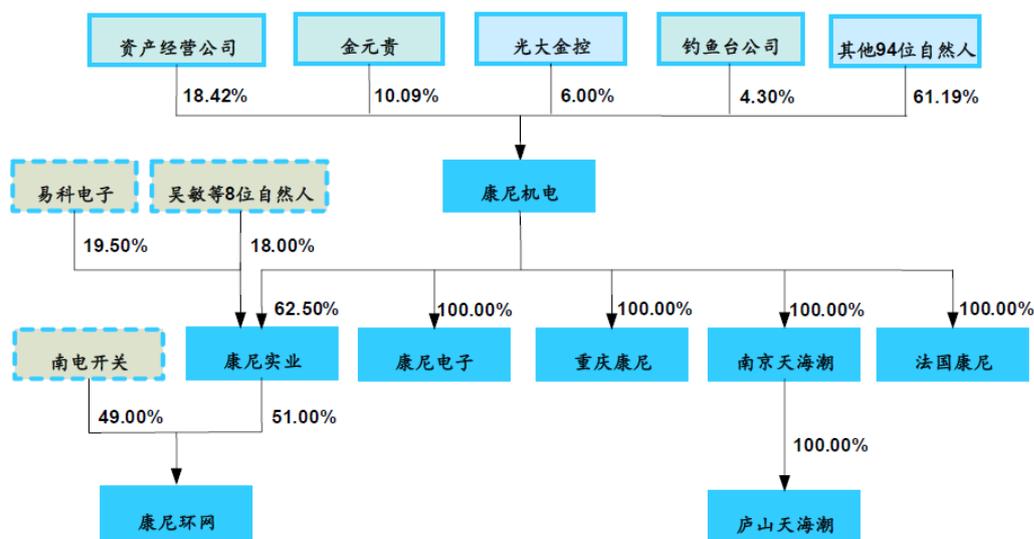


资料来源：东兴证券研究所

1.3 股权结构较为分散

资产经营公司持有公司 3,990.00 万股，占公司本次发行前总股本的 18.42%，为公司第一大股东。资产经营公司是南京工程学院全资设立的有限公司。公司股权结构较为分散，不存在控股股东和实际控制人。第一大股东资产经营公司除向公司提名两名董事外，并不会对公司的生产经营活动进行干预，其对公司经营决策的影响仅限于其在董事会的席位及在股东大会中的表决权。第二大股东金元贵先生作为公司的创始人之一，现任公司董事长，对公司的发展规划和经营决策发挥着重要的作用。

图 5:公司股权结构



资料来源：东兴证券研究所

1.4 募集资金使用

公司目前资金压力较大，13 年末资产负债率已达 67.43%。公司拟向社会公开发行人民币普通股 7,230 万股，占发行后总股本 25.02%，实际募集资金扣除发行费用后的净额三个项目：轨道交通系统及内饰扩建项目、轨道交通门控装置项目、技术中心项目。募集资金投资项目实施后，将大幅提升公司制造自动化、柔性化和信息化水平，有效降低生产成本，缓解公司产能不足的压力。

表 1: 公司募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金投资额	建设期	年均营业收入	年均净利润	内部收益率
轨道交通门系统及内饰扩							
1	建项目	64,405.50	29,300.00	2 年	90,470.40	9,130.00	16.50%
2	轨道交通门控装置项目	11,501.30	7,700.00	2 年	17,770.00	6,847.70	59.30%
3	技术中心项目	9,812.60	8,000.00	2 年			
	合计	85,719.40	45,000.00				

资料来源：东兴证券研究所

单击此处输入文字。

1、轨道交通门系统及内饰扩建项目达产后，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。项目建成达产后，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）。

表 2:公司 2011-2013 年产量

	2013 年	2012 年	2011 年
城轨车辆门系统（套）	16,515	15,328	15,652
干线车辆门系统（套）	16,591	10,347	11,615
内部装饰（列）	39	69	28
站台安全门（单元）	1,569	804	540
连接器（套）	12,028	16,400	14,100

资料来源：东兴证券研究所

2、轨道交通门控装置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。轨道交通门控装置是门系统的核心部件，主要为康尼机电的自动门系统进行配套。项目建成达产后，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）。

3、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。技术中心功能定位为具有国际水准的轨道交通门系统研究与检测中心，产品研发平台覆盖各种地铁列车外门、高速动车组和普通客车的外门和内门、车辆内饰、站台安全门等产品。此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。

2. 轨道交通快速发展推动轨交门系统需求

2.1 城市轨道交通持续增长，需求无虞

《中国城市发展报告（2012）》显示，我国内地已有北京、上海等 17 个城市开通 70 条轨道交通运营线路，总运营里程 2,064 公里，“十二五”规划确定实现 3,000 公里的全国城市轨道交通运营里程，有望突破上升至 4,000 公里左右。“十二五”期间，我国城市轨道交通仍将保持快速发展态势，期间的建设规模为 2,500 公里左右，预计至 2020 年末累计投运里程将达到 7,000 公里左右。

按照城市轨道交通 6.5 辆/公里的配车密度计算，“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，加上车辆替换需求，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 3:各型车配备门数量

车型	车厢数 (辆/列)	客室侧门 (套/辆)	司机室门 (套/列)	紧急疏散门 (套/列)	外门总计 (套/辆)	内门总计 (套/列)
A型车	6	10	4	2	11	2
B型车	6	8	4	2	9	2

资料来源：东兴证券研究所

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 4:城轨门系统需求预测

项目	列车数量 (辆)	车辆外门 (套)	内门 (套)	站台安全门 (单元)
“十二五”总需求	20,000	200,000	6,667	108,333

资料来源：东兴证券研究所

2.2 干线铁路迎建设高峰期，铁路门系统景气回升

根据《2013 年铁道统计公报》，截至 2013 年末，全国铁路营业里程达到 10.3 万公里，路网密度 106.9 公里/万平方公里。“和谐号”动车组保有量 1,308 组、10,464 辆，全国铁路客车保有量 5.88 万辆，铁路货车拥有量为 68.8 万辆，铁路机车拥有量为 2.08 万台。

尽管目前我国正处于铁路客运专线建设的高峰期，但从铁路网密度来看，我国铁路网密度依然低于欧洲、美国、日本和印度等国家，仅高于俄罗斯、加拿大等地人稀的国家；此外，铁路的路网质量还有较大的提升空间，目前我国铁路运行速度主要在 200 公里/小时以下，客运专线占比较低，我国干线铁路的发展特别是客运专线的建设依然存在巨大的空间。

《“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。

《轨道交通装备产业“十二五”发展规划》中预计“十二五”期间，动车组需求量约为 1,000 列以上，即 8,000 辆。“十二五”期间，对普客列车的需求量为 21,000 辆。

干线铁路网络的完善及管理效率的提高，将逐步增加干线铁路的客流量与发车密度。同时，已建成干线铁路投入运营时间的增加，车辆维修、改造的需求也日益增加。综合考虑以上因素，预计“十二五”期间干线铁路对车辆的需求量约为 30,000 辆。

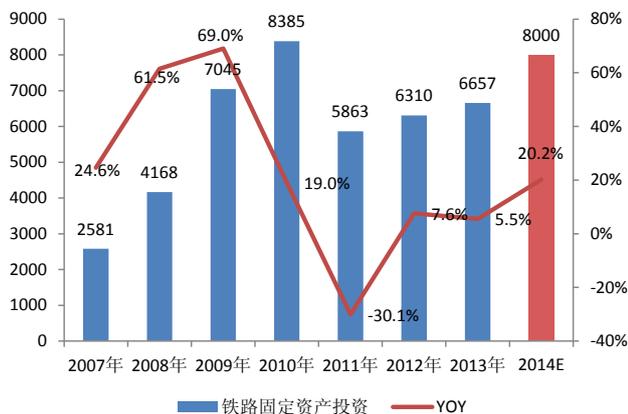
按照每辆车需配套 4 套外门、6 套内门测算，“十二五”期间，我国干线铁路建设对轨道车辆门系统产品的需求如下表所示：

表 5:干线铁路门系统需求预测

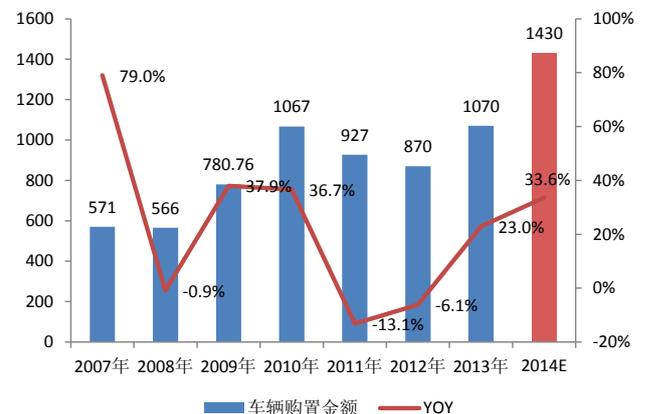
项目	客车数量（辆）	外门（套）	内门（套）
“十二五”总需求	30,000	120,000	180,000

资料来源：东兴证券研究所

2014 年铁路投资多次上调，调整后今年的铁路投资总额将达到 8000 亿元以上（同比增长 20%），开工项目由前此 44 项增至 64 项，设备投资额由 1200 亿增至 1430 亿元以上（同比增长 34%）。今年铁路投资额确定性很强，超出计划的可能性较大，铁路设备整体需求旺盛。

图 6:2014 年铁路固定资产投资增长 20%（亿元）


资料来源：东兴证券研究所

图 7:2014 年车辆购置金额增长 34%（亿元）


资料来源：东兴证券研究所

3. 行业竞争结构和公司市占率分析

3.1 公司占据城轨市场 50%以上市场份额

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，进入该行业需要经过若干年的时间通过重重环节的验证，对于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行经验也有严格要求，因而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。目前公司占据城轨市场 50%以上的市场份额。

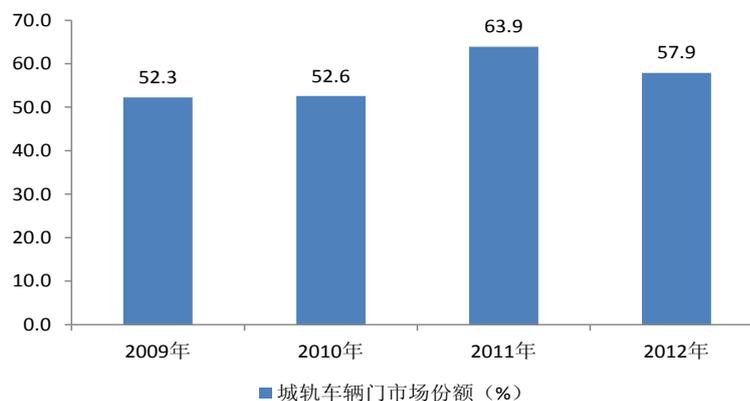
表 6:城轨车辆门系统主要国内竞争对手

主要竞争对手	说明
IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）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岛威奥公司共同投资成立的合资企业。IFE 自动门系统公司是车辆门和上车辅助系统的专家。
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、城市轨道和干线铁路车辆各种门系统。
上海法维莱交通车辆设备有限公司	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。
青岛欧特美股份有限公司	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。产品主要包括列车风档、列车用车门、列车内装。

资料来源：东兴证券研究所

公司 2009-2011 年的城轨车辆门系统中标量增长率为 35.29%、-16.77%、20.15%，中标量增长率波动较大。城轨门系统每年的市场需求量和各城市每年的地铁投资有密切联系，而包含地铁在内的我国城市市政投资和建设虽然在年度间会有一定程度的波动，但长期来看呈现稳定增长的趋势，因此公司的中标量增长率也会随之波动。

图 8:公司城轨车辆门市场份额



资料来源：东兴证券研究所

3.2 公司在干线铁路门系统占 30%左右份额

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。

表 7:干线铁路车辆门系统竞争对手

分类	主要竞争对手
动车内门	青岛欧特美股份有限公司。
动车外门	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
普通客车门	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
	青岛欧特美股份有限公司

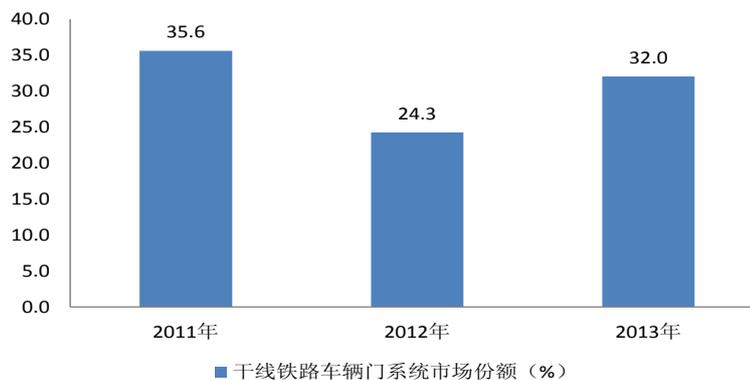
资料来源：东兴证券研究所

经过多年的自主研发，本公司已掌握了高速动车组外门（客室侧门）系统的控制、驱动、锁闭、密封及网络通讯等关键核心技术，并完成了样机设计、型式试验和 30 万公里实车运行试验，目前适用 CRH2、CRH3、CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL 等车型的动车组外门产品已通过 CRCC 认证，获得了订单并实现产品交付，未来在干线铁路市场将有较大的提升空间。

在干线铁路市场，目前，公司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。

公司 2011-2013 年的干线门系统销售量增长率为-10.57%、4.55%、33.91%，销售量增长率波动较大。由于干线门系统每年的市场需求量和国家每年的铁路投资规模有密切联系，因此公司的销售量的增长率也会随之波动。

图 9:公司干线铁路车辆门系统市场份额（%）



资料来源：东兴证券研究所

3.3 城轨站台安全门市场区域性特征明显

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地铁公司，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 8: 站台安全门市场主要竞争对手

主要竞争对手	说明
法中轨道交通运输设备（上海）有限公司	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	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。
深圳市方大自动化系统有限公司	专业从事轨道交通站台安全门业务，其母公司方大集团 1999 年在国内率先进入地铁屏蔽门行业，已具备提供整套地铁屏蔽门系统解决方案的能力。

资料来源：东兴证券研究所

4. 公司财务分析

4.1 营收增速与行业趋势基本一致

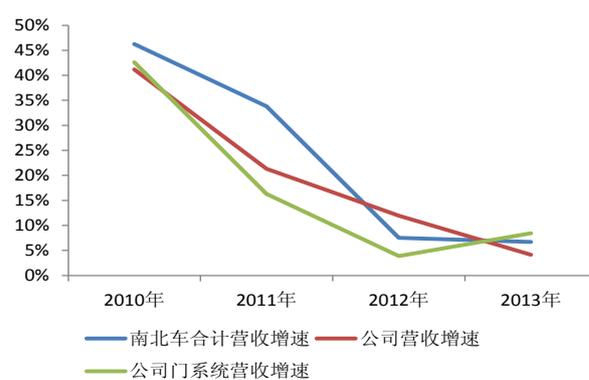
以南北车合计营业收入的增长率作为行业收入增长率的替代，则公司的营收增速与行业的增长趋势基本一致。公司营业收入逐年增长主要得益于门系统收入增长。

图 10: 2010-2013 年公司业绩增速



资料来源：东兴证券研究所

图 11: 收入增长与行业趋势基本一致

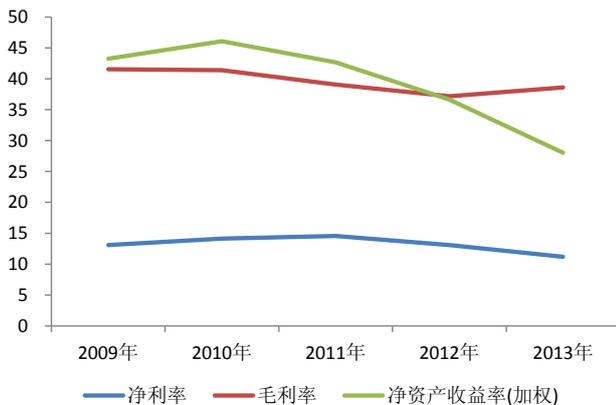


资料来源：东兴证券研究所

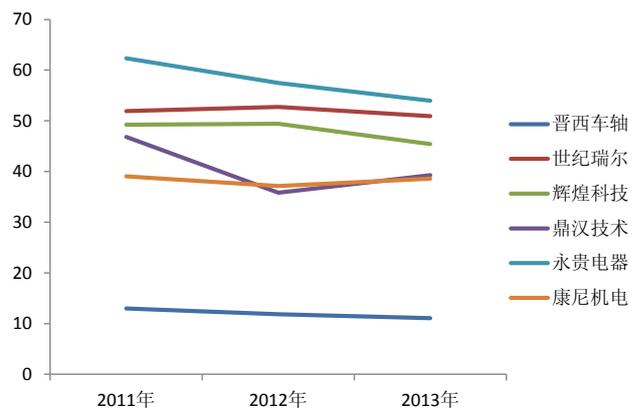
4.2 公司盈利能力较强，毛利率保持稳定

2011-2013 年度综合毛利率分别为 39.05%、37.15%和 38.59%，盈利能力较强，且基本上保持平稳。我们认为主要原因是行业壁垒高、竞争结构相对稳定，且公司具有较强的技术优势和客户认可度。

选取铁路设备和通讯类公司晋西车轴、世纪瑞尔、辉煌科技、鼎汉技术、永贵电器，5 家毛利率做对比，公司毛利率远高于生产轨交车辆配件等机械产品的晋西车轴，与其他与可比上市公司的平均毛利率较为接近。

图 12:公司毛利率相对平稳


资料来源：东兴证券研究所

图 13:类比上市公司毛利率水平


资料来源：东兴证券研究所

5. 公司竞争优势

5.1 较强的研发和技术优势

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核心技术。公司拥有境内专利 214 项，其中发明专利 29 项。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。公司是国家标准《城市轨道交通车辆客室侧门》以及《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。

公司的无源螺旋门机锁闭装置具有结构简单、噪音低、运动特性好和可靠性高的特点，制造成本及后期维护成本低，使得公司的门系统整个生命周期的成本要比市场上同类产品低，且公司生产的门系统在运行过程中出现的故障率显著低于竞争对手。

5.2 行业著名的品牌和良好的企业形象

“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”。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

公司产品出口的国家地区不断增加，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。

5.3 完善的客户服务体系

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。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

募投项目产品可保障公司快速发展的产能需求，进一步巩固公司的市场地位和竞争优势。我们预计公司 2014-2016 年实现营业收入 12.38 亿元、14.26 亿元、16.32 亿元，同比增长 18.9%、15.1%、14.5%；实现归属母公司净利润分别为 1.58 亿元、1.85 亿元、2.1 亿元，同比增长 35.4%、16.5%、13.6%。按照发行 7230 万股计算，每股收益分别为 0.55 元、0.64 元、0.73 元。

6.2 估值分析

当前铁路设备行业可比公司 2014 年平均动态市盈率为 40 倍，公司 2014 年预测每股收益在该市盈率水平下对应股价为 22 元。考虑到除晋西车轴外其他公司规模均小于康尼，且部分公司隐含外延式增长预期，我们认为公司对应 2014 年合理市盈率区间为 33-38 倍，对应合理价值区间为 18-21 元。

表 9：可比上市公司估值

代码	简称	EPS			PE			股价
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
600495.SH	晋西车轴	0.27	0.45	0.53	52	31	26	13.93
300351.SZ	永贵电器	0.42	0.6	0.79	60	42	32	25.10
002296.SZ	辉煌科技	0.32	0.68	0.93	87	41	30	27.98
300150.SZ	世纪瑞尔	0.24	0.38	0.53	64	40	29	15.33
300011.SZ	鼎汉技术	0.25	0.26	0.45	49	47	27	12.33
	平均				62	40	29	

资料来源：东兴证券研究所

7. 风险提示

1、铁路投资增长低于预期的风险

- 2、客户集中的风险
- 3、市场竞争加剧的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	856	1,126	1,666	1,663	1,735	营业收入	1,000	1,041	1,238	1,426	1,632
货币资金	153	232	691	570	490	营业成本	628	640	758	872	998
应收账款	382	444	509	586	671	营业税金及附加	12	11	12	14	16
其他应收款	8	9	11	13	15	营业费用	54	66	78	90	103
预付款项	24	36	36	36	36	管理费用	155	189	217	249	286
存货	187	252	249	263	301	财务费用	26	23	12	8	8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	3	4	4	4
非流动资产合计	240	243	321	581	821	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	3	3	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	195	190	272	533	776	营业利润	122	111	157	188	217
无形资产	29	29	28	27	26	营业外收入	29	26	30	30	30
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	1	1	1
资产总计	1,096	1,369	1,987	2,244	2,557	利润总额	152	137	186	217	247
流动负债合计	694	844	941	1,071	1,238	所得税	21	20	28	33	37
短期借款	221	252	347	374	449	净利润	131	117	158	185	210
应付账款	216	285	332	382	437	少数股东损益	6	0	0	0	0
预收款项	14	16	16	16	16	归属母公司净利润	124	117	158	185	210
一年内到期的非流	65	0	0	0	0	EBITDA	169	156	189	235	284
非流动负债合计	25	79	76	75	75	BPS (元)	0.57	0.54	0.55	0.64	0.73
长期借款	0	60	60	60	60	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	719	923	1,017	1,146	1,313	成长能力					
少数股东权益	18	18	18	18	18	营业收入增长	11.97%	4.17%	18.91%	15.12%	14.46%
实收资本(或股本)	217	217	289	289	289	营业利润增长	-2.94%	-9.36%	41.30%	19.64%	15.73%
资本公积	13	13	399	399	399	归属于母公司净利润	0.60%	-5.98%	35.40%	16.53%	13.59%
未分配利润	93	152	247	357	483	获利能力					
归属母公司股东权	359	428	997	1,126	1,273	毛利率(%)	37.15%	38.59%	38.76%	38.81%	38.85%
负债和所有者权	1,096	1,369	1,987	2,244	2,557	净利率(%)	13.08%	11.20%	12.79%	12.95%	12.85%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	11.36%	8.55%	7.97%	8.23%	8.20%	
经营活动现金流	135	96	114	208	214	偿债能力					
净利润	131	117	158	185	210	资产负债率(%)	66%	67%	50%	50%	50%
折旧摊销	21	23	20	39	59	流动比率	1.23	1.33	1.77	1.55	1.40
财务费用	26	23	12	8	8	速动比率	0.96	1.04	1.51	1.31	1.16
应收账款减少	-120	-62	-65	-77	-85	营运能力					
预收帐款增加	-4	2	0	0	0	总资产周转率	0.91	0.85	0.73	0.66	0.67
投资活动现金流	-34	-25	-104	-304	-304	应收账款周转率	3.11	2.52	2.60	2.60	2.60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.70	4.16	4.01	3.99	3.98
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.54	0.55	0.64	0.73
筹资活动现金流	-102	8	450	-25	9	每股净现金流(最新)	0.00	0.36	1.59	-0.42	-0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.66	1.98	3.45	3.90	4.41
长期借款增加	-110	60	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	72	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	386	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-1	79	459	-121	-81	EV/EBITDA	23.50	25.05	25.61	21.19	18.08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。