

日期: 2014年7月25日

行业: 机械



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

上市合理定价 RMB 15.90~19.08 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	72
发行后总股本 (百万股)	288
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	国泰君安

主要股东

南京工程学院资产经营有限责任公司	13.81%
金元贵	7.56%
山西光大金控投资有限公司	4.50%
陈颖奇	3.66%
高文明	3.32%

收入结构 (2013)

轨道交通门系统	83.33%
配件	6.82%
内部装饰	5.30%
连接器	4.55%

报告编号: YY14-NSP03

首次报告日期: 2014年7月25日

大轨交时代的弄潮儿

■ 投资要点:

轨道交通门领域的绝对领跑者

公司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。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,处于绝对领跑地位。

公司未来将受益于国内轨道交通的大发展

轨道交通具有载客量大、运送效率高、能源消耗低、相对污染小和运输成本低、人均占用道路面积小等优点,是解决大城市交通拥挤问题的最佳方式。

“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,总投资为1.2万亿元左右。预计至2020年末累计投运里程将达到7,000公里左右,届时轨道交通将覆盖全国主要大中城市,在城市交通系统中发挥主体、骨干作用。未来十年,我国将迎来城市轨道交通的快速发展期。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计2014-2016年归属于母公司的净利润分别为15325万元、19487万元和25865万元,同比增速分别为30.99%、27.16%和32.73%,相应的稀释后每股收益为0.53元、0.67元和0.90元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况及康尼机电自身的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为**15.9元-19.08元**,对应2014年每股收益的**30-36**倍市盈率。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	89,288	99,978	104,144	133,502	133,502
年增长率(%)	21.34%	11.97%	4.17%	28.19%	0.00%
归属于母公司的净利润	12,370	12,443	11,699	15,325	19,487
年增长率(%)	26.62%	0.60%	-5.98%	30.99%	27.16%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.43	0.43	0.40	0.53	0.67

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司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。公司是具有完全自主知识产权的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。

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。

公司所属行业为轨道交通装备制造制造业

● 行业增长前景

随着我国的城市规模和经济建设的快速发展，城市化进程在逐步加快，城市人口和人均机动车保有量水平逐年急剧增加，全国大中城市普遍存在着道路拥挤、车辆堵塞、交通秩序混乱的现象。城市轨道交通具有载客量大、运送效率高、能源消耗低、相对污染小和运输成本低、人均占用道路面积小等优点，是解决大城市交通拥挤问题的最佳方式。加快大城市轨道交通的建设，改变轨道交通落后的状况，是解决我国大城市客运交通的根本出路。

“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，总投资为 1.2 万亿元左右。预计至 2020 年末累计投运里程将达到 7,000 公里左右，届时轨道交通将覆盖全国主要大中城市，在城市交通系统中发挥主体、骨干作用。未来十年，我国将迎来城市轨道交通的快速发展期。

此外，目前我国正处于铁路客运专线建设的高峰期，从铁路网密度（反映营运里程与国土面积的比例）的国际对比来看，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、加拿大等地广人稀的国家；与此同时，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，随着我国高铁技术的日益成熟和人民生活节奏的加快，为提高运行速度，除了新建更多的快速客运专线，对既有线路的电气化改造也将大规模实施。因此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。

● 行业竞争结构及公司的地位

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，获得了较高的客户满意度和忠诚度。

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，康尼机电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。

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。康尼机电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。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由原康尼有限整体变更设立的股份有限公司

公司共有 98 名股东，本次新股发行前，持股比例超过 5% 的股东共计 3 名，第一大股东南京工程学院资产经营有限责任公司持股比例为 18.42%，第二大股东持股比例为 10.09%，第三大股东持股比例为 6%，没有任何单一股东所持股权比例超过 20%，任何一名股东单独所持股权比例均没有绝对优势。

根据公司全体股东出具的书面确认，任何股东与公司其他股东均不存在一致行动安排，也不会寻求与其他股东实施对公司的共同控制。

综上，公司股权结构一直较为分散，不存在控股股东和实际控制人，亦不存在多人共同拥有公司控制权的情形。

表 1: 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	南京工程学院资产经营有限责任公司	3990	18.42%	3990	13.81%
2	金元贵	2185	10.09%	2185	7.56%
3	山西光大金控投资有限公司	1300	6.00%	1300	4.50%
4	陈颖奇	1056	4.88%	1056	3.66%
5	高文明	959	4.43%	959	3.32%
6	钓鱼台经济开发公司	931	4.30%	931	3.22%
7	徐官南	709	3.28%	709	2.46%
8	王念春	608	2.81%	608	2.10%
9	刘文平	548	2.53%	548	1.90%
10	沈国盛	532	2.46%	532	1.84%
11	本次拟发行流通股	-	-	7230	25.03%
	合计	21661	100%	28891	100.00%

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2: 公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2013		2012		2011		2010	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
门系统	68350	83.33%	63036	77.24%	60669	83.97%	52165	83.30%
配件	5592	6.82%	5072	6.22%	3577	4.95%	1898	3.03%
内部装饰	4348	5.30%	7763	9.51%	3228	4.47%	4449	7.10%
连接器	3733	4.55%	5735	7.03%	4774	6.61%	4112	6.57%
合计	82024	100%	81605	100.00%	72248	100.00%	62625	100.00%

资料来源: 公司招股意向书

表 3: 公司主要财务指标增长情况(单位: 万元)

项目	2014Q1		2013		2012		2011
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	23187	28.19%	104144	4.17%	99978	11.97%	89288
营业利润	2766	32.18%	11102	-9.36%	12247	-2.94%	12618
利润总额	2881	31.43%	13665	-9.97%	15178	4.11%	14579
归属于母公司股东的净利润	2590	30.99%	11699	-5.98%	12443	0.60%	12370

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

● 募投项目

表 4: 公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万)	建设投资(万)	建设项目投资进度
----	------	---------	---------	----------

2014 年 7 月 25 日

		元)	元)	第一年	第二年	第三年
1	轨道交通门系统及内饰扩建	64405	29300	0	0	30%
2	轨道交通门控装置	11501	7700	0	0	30%
3	技术中心项目	9812	8000	0	0	30%
	合计	85718	45000			

资料来源：公司招股意向书

轨道交通门系统及内饰扩建项目拟总投资 64405 万元。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，项目建设期为 2 年。

项目财务评价：项目完全达产后将实现年均销售收入 90470 万元，净利润 9130 万元。

轨道交通门控装置项目主要用于轨道交通门系统的配套，为“轨道交通门系统及内饰扩建项目”的配套项目。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，项目建设期为 2 年。

项目财务评价：项目完全达产后将实现年均销售收入 17770 万元，净利润 6847 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014-2016 年归母公司的净利润分别为 15325 万元、19487 万元和 25865 万元，同比增速分别为 30.99%、27.16% 和 32.73%，相应的稀释后每股收益为 0.53 元、0.67 元和 0.90 元。

表 5 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	99978	104144	133502	133502	176070
营业总成本	87731	93043	113950	113950	150090
营业成本	62836	63950	76657	76657	100906
营业税金及附加	1203	1053	1350	1350	1781
销售费用	5435	6572	8425	8425	11111
管理费用	15476	18870	24190	24190	31903
财务费用	2562	2268	2908	2908	3835
资产减值损失	220	329	421	421	556
其他经营收益		0	-4878	0	0
营业利润	12247	11102	14674	19552	25979
加：营业外收入	2943	2587	3316	3316	4374
减：营业外支出	12	24	30	30	40
利润总额	15178	13665	17960	22838	30313
减：所得税	2100	2005	2635	3351	4447

净利润	13078	11660	15325	19487	25865
减：少数股东损益	635	(39)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	12443	11699	15325	19487	25865
摊薄 EPS	0.43	0.40	0.53	0.67	0.90

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

客户集中度较高的风险

公司属于轨道交通装备制造产业链中的轨道车辆门系统及相关产品供应商，系轨道车辆整车制造行业的上游企业。目前，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 年度和 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%、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%、47.13%。

在我国轨道车辆整车制造行业格局不变的情况下，预计公司客户集中度短期内仍将处于较高水平，若主要客户发生流失，将对公司未来业绩产生不利影响。

市场竞争加剧的风险

公司目前在国内城轨市场的份额多年持续保持在 50% 以上，并且产品已进入国际市场，市场份额位居全球轨道车辆门系统市场前列。但是，在国内轨道交通行业迅速发展的背景下，国际轨道车辆门系统主要制造企业纷纷通过设立境内合资企业的方式深度参与国内市场的竞争，随着这些合资企业本土化进程的加快，国内市场竞争将更趋激烈。此外，伴随着国际化进程的加快，公司在国际市场的参与程度将不断提高，与国际竞争对手直接竞争的局面也将不断出现。由于国际轨道车辆门系统制造企业纷纷加大在资本、技术、人才、营销等方面的投入，公司若不能在保持现有优势的基础上，通过引进高端人才、加强技术创新、优化营销和服务体系不断提升自身的核心竞争力，将在未来面临较大的市场竞争风险。

应收账款发生坏账的风险

公司主要为轨道车辆整车制造企业提供门系统等配套产品，由于行业销售结算信用期较长，公司期末应收账款金额较高。2011 年、2012 年以及 2013 年末，公司应收账款净额分别为 26,191.30 万元、38,153.15 万元和 44,387.69 万元，占当期流动资产的比例分别为 30.05%、44.58%和 39.42%。2011-2013 年末，应收账款净额占营业收入的比例分别为 29.33%、38.16%和 42.62%。

较大金额的应收账款将影响公司的资金周转速度和经营活动的现金流

量，给公司的营运资金带来一定压力。如果公司下游客户回款速度放缓，或者公司未能有效加强对应收账款的管理，将会对公司资金周转和经营业绩产生不利影响。

税收优惠和政府补贴对利润影响较大的风险

报告期内，公司享受的税收优惠包括软件产品增值税税收优惠、高新技术企业所得税税收优惠、软件企业所得税税收优惠和西部地区鼓励类产业企业所得税税收优惠。2011-2013 年，公司享受的增值税税收优惠金额（所得税前）分别为 1,040.98 万、1,062.31 万元和 1,418.22 万元，享受的所得税税收优惠金额分别为 1,238.62 万元、1,802.39 万元和 1,495.91 万元。

如果国家改变对软件产品增值税，以及高新技术企业、软件企业或西部地区鼓励类产业企业所得税等税收优惠政策，或有关软件企业、高新技术企业或西部地区鼓励类产业企业认定的法律法规发生变化，导致公司及子公司不再符合相关认定条件，则会对公司的盈利水平产生不利影响。

报告期内，公司享受的政府补贴主要来源于国家财政部、国家科技部、江苏省财政厅、江苏省科技厅以及地方各级政府、部门拨付的各种项目资金和专项补贴。2011-2013 年度，公司获得的政府补贴金额（所得税前）分别为 901.74 万元、1,855.01 万元和 1,063.04 万元。如果公司及子公司未来无法持续获得一定规模的政府补贴，则会对公司的盈利水平产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均静态市盈率为 **55.0** 倍，2014 年平均动态市盈率为 **39.9** 倍；最近上市的十家主板企业中，2013 年平均静态市盈率为 **33.3** 倍、2014 年平均动态市盈率 **29.2** 倍。

表 6： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
600495.SH	晋西车轴	14.74	0.34	0.44	0.54	43.4	33.5	27.3	2.09
300150.SZ	世纪瑞尔	14.29	0.24	0.35	0.49	59.5	40.8	29.2	2.90
002296.SZ	辉煌科技	25.90	0.38	0.68	0.93	68.2	38.1	27.8	4.44
300011.SZ	鼎汉技术	11.77	0.24	0.25	0.41	49.0	47.1	28.7	6.23
国内同行业整体平均						55.0	39.9	28.3	3.9

数据来源：Wind (7月24日最新价)

表 7： 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)	市盈率(倍)
------	------	----	-----------	--------

2014 年 7 月 25 日

		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
603308.SH	应流股份	13.30	0.41	0.51	0.60	0.69	32.7	25.9	22.0	19.4
603555.SH	贵人鸟	11.45	0.69	0.71	0.78	0.86	16.6	16.2	14.6	13.3
601225.SH	陕西煤业	4.29	0.35	0.26	0.30	0.33	12.3	16.3	14.5	12.9
603005.SH	晶方科技	36.99	0.68	0.87	1.14	1.63	54.5	42.4	32.4	22.7
603288.SH	海天味业	32.75	1.07	1.33	1.61	1.93	30.5	24.7	20.3	16.9
603006.SH	黎明股份	30.31	0.75	0.88	0.97	1.13	40.2	34.6	31.1	26.7
603328.SH	依顿电子	25.50	0.66	0.72	0.87	1.01	38.8	35.6	29.4	25.2
603168.SH	莎普爱思	79.66	1.59	1.81	2.14	2.51	50.0	44.0	37.2	31.7
603369.SH	今世缘	25.90	1.36	1.24	1.28	1.39	19.1	20.9	20.2	18.7
603009.SH	北特科技	14.77	0.38	0.48	0.61	0.71	38.5	30.9	24.3	20.9
平均值						33.3	29.2	24.6	20.8	

资料来源: Wind; 股价以7月24日最新收盘价计算

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及康尼机电自身的成长性, 我们认为给予康尼机电合理估值定价为 **15.9 元-19.08 元**, 对应 2014 年每股收益的 **30-36 倍** 市盈率。

分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。