



买入

28%% ↑

目标价格: 人民币 29.19

603111.CH

价格: 人民币 22.89

目标价格基础: 45倍 15年市盈率

板块评级: 增持

康尼机电

国内轨道交通门系统领航者

康尼机电是国内最大的轨道交通门系统供应商, 主要产品包括城市轨道车辆门系统、动车组门系统以及普通铁路客车门系统等。受益于国内地铁进入交付高峰, 城市轨道车辆门系统业务继续保持旺盛发展, 同时公司是国内唯一动车组车门供应商, 受益于动车组国产化进程, 放量在即。新能源汽车业务贡献占比也将逐步增大。预计 2014、2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.65 元, 给予 45 倍 2015 年市盈率, 目标价 29.19 元, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 城市轨道车辆门系统市场规模达到 10 亿元, 行业龙头受益于地铁车辆交付高峰。城市轨道车辆门系统包括外门和内门, 均已实现国产化设计生产。公司目前在地铁领域市占率达到 58%, 已成长为行业龙头。今明两年受益于国内地铁进入交付高峰, 对车门需求也将保持旺盛态势。
- 干线铁路车辆门系统市场规模在 18-20 亿元。包括普通铁路客车车门 5-6 亿元, 动车组车门 12-13 亿元。在这其中普通铁路客车车门已全部国产化, 动车组内门也已大部分国内生产。目前动车组外门市场仍在外资企业手中掌握, 预计规模在 10 亿元左右。
- 全系列动车组外门唯一国产化供应商, 受益于国产化进程。自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后, 公司车门产品已先后获得南北车各主流车型的小批量订单。公司作为动车组外门国产化唯一的供应商, 受益于动车组国产化进程, 2014 年动车组外门市场占有率为约 10%-12%, 预计经过 1-2 年的市场拓展, 动车组车门市场份额将快速提高, 有望复制在城轨市场的发展经历。
- 布局新能源汽车业务, 寻求第二主业。公司成立康尼新能源公司, 致力于生产新能源汽车充电接口及线束总成、高压连接接口及线束总成等产品。目前已取得比亚迪、奇瑞、宇通等整车厂供应商资质。将分享新能源汽车行业盛宴。

评级面临的主要风险

- 地铁通车里程不及预期。
- 动车组外门国产化进程放缓。

估值

- 公司作为轨道交通门系统领航者, 未来城市轨道车辆门系统业务继续保持旺盛发展, 同时已敲开动车组国产化之门, 受益于动车组国产化进程, 放量在即。新能源汽车业务贡献占比也将逐步增大。预计 2014、2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.65 元, 给予 45 倍 2015 年市盈率, 目标价 29.19 元, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,000	1,041	1,261	1,562	1,924
变动(%)	12	4	21	24	23
净利润(人民币 百万)	124	117	147	187	235
全面摊薄每股收益(人民币)	0.431	0.405	0.508	0.649	0.812
变动(%)	0.6	(6.0)	25.5	27.7	25.2
全面摊薄市盈率(倍)	53.1	56.5	45.1	35.3	28.2
价格/每股现金流量(倍)	49.0	68.6	47.6	43.5	35.7
每股现金流量(人民币)	0.47	0.33	0.48	0.53	0.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.9	44.6	34.0	27.2	22.2
每股股息(人民币)	0.102	0.105	0.069	0.088	0.110
股息率(%)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.1	6.3	(6.8)	0.0
相对上证指数	3.7	4.5	(24.2)	(57.2)

发行股数(百万)	289
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	1,655
3个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2015E)	9
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, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 3 月 3 日收市价为标准

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

张君平

(8610)66229331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

目录

投资摘要.....	3
国内轨道交通门系统领航者.....	4
城轨车辆门系统行业龙头.....	9
动车组车门国产化先锋.....	11
国际市场开拓值得期待.....	15
行业进入壁垒较高.....	17
新业务瞄准新能源汽车零部件及精密加工.....	18
盈利预测.....	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

投资摘要

城市轨道交通车辆门系统市场规模达到 10 亿元，行业龙头受益于地铁车辆交付高峰。城市轨道交通车辆门系统包括外门和内门，均已实现国产化设计生产。公司目前在该领域市占率达到 58%，已成长为行业龙头。今明两年受益于国内地铁进入交付高峰，对车门需求也将保持旺盛态势。

干线铁路车辆门系统市场规模在 18-20 亿元。包括普通铁路客车车门 5-6 亿元，动车组车门 12-13 亿元。在这其中普通铁路客车车门已全部国产化，动车组内门也已大部分国内生产。目前动车组外门市场仍在外资企业手中掌握，预计规模在 10 亿元左右。

全系列动车组外门唯一国产化供应商，受益于国产化进程。自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后，公司车门产品已先后获得南北车各主流车型的小批量订单。公司作为动车组外门国产化唯一的供应商，受益于动车组国产化进程，2014 年动车组外门市场占有率为约 10%-12%，预计经过 1-2 年的市场拓展，动车组车门市场份额将快速提高，有望复制在城轨市场的发展经历。

布局新能源汽车业务，寻求第二主业。公司成立康尼新能源公司，致力于生产新能源汽车充电接口及线束总成、高压连接接口及线束总成等产品。目前已取得比亚迪、奇瑞、宇通等整车厂供应商资质。将分享新能源汽车行业盛宴。

估值

公司作为轨道交通门系统领航者，未来城市轨道交通车辆门系统业务继续保持旺盛发展，同时已敲开动车组国产化之门，受益于动车组国产化进程，放量在即。新能源汽车业务贡献占比也将逐步增大。预计 2014、2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.65 元，给予 45 倍 2015 年市盈率，目标价 29.19 元，首次评级为**买入**。

图表 1. 估值对比

	股票名称	总市值(亿元)		股价(元)			每股收益(元)			市盈率(倍)		
		2015/3/3	2015/3/3	2015/3/3	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E		
601299.CH	中国北车	1,504	12.27	0.34	0.49	0.61	36.1	25.0	20.1			
601766.CH	中国南车	1,615	11.70	0.30	0.42	0.50	39.0	27.9	23.4			
600967.CH	北方创业	117	14.28	0.31	0.41	0.50	46.1	34.8	28.6			
300351.CH	永贵电器	66	42.99	0.41	0.74	0.98	104.9	58.1	43.9			
600495.CH	晋西车轴	137	20.38	0.17	0.15	0.19	119.9	135.9	107.3			
300095.CH	华伍股份	24	11.69	0.32	0.20	0.41	36.5	58.5	28.5			
600458.CH	时代新材	98	14.88	0.18	0.20	0.25	82.7	74.4	59.5			
002282.CH	博深工具	43	18.88	0.07	0.14	0.20	269.7	134.9	94.4			
	平均估值	-	-				91.9	68.7	50.7			
603111.CH	康尼机电	68	22.89	0.41	0.51	0.65	55.8	44.9	35.2			

资料来源：万得、中银国际研究

国内轨道交通门系统领航者

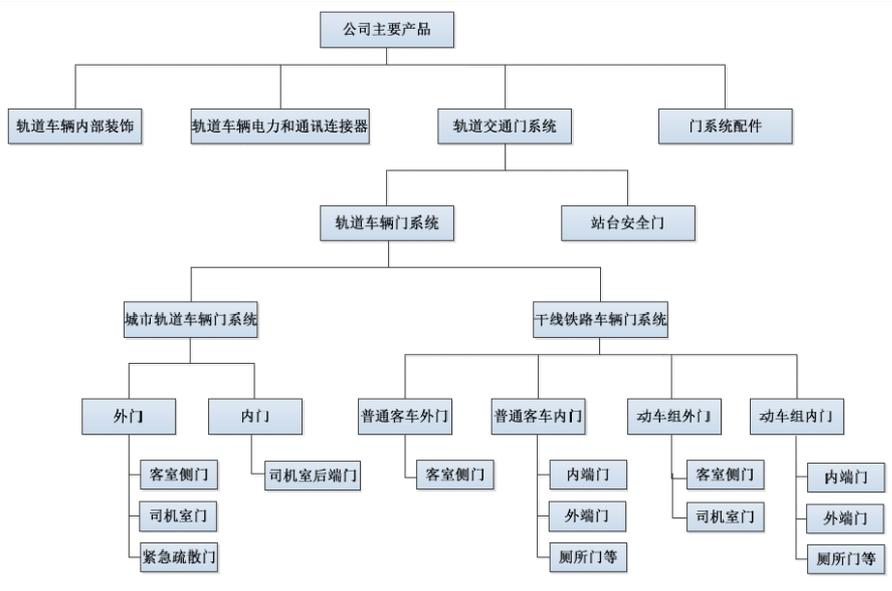
康尼机电的主营业务为轨道交通门系统的研发、制造和销售及提供轨道交通装备配套产品与技术服务，是具有完全自主知识产权的轨道交通门系统供应商。公司的主要产品包括轨道车辆门系统、站台安全门系统、轨道车辆内部装饰产品、轨道车辆电力和通讯连接器、门系统配件等。

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。

致力于轨道交通门系统的研发与生产

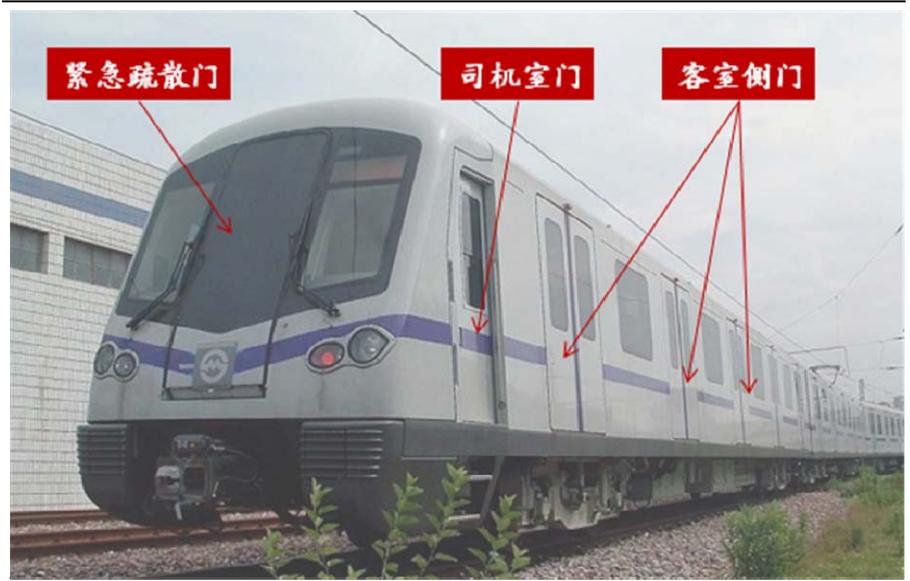
轨道车辆门系统主要分为城市轨道车辆门系统、干线铁路车辆门系统等。轨道车辆门系统作为轨道车辆的重要组成部分，涉及车辆安全性、可靠性、舒适性，直接影响着乘客的出行安全和车辆的正常运行，在轨道交通的运营中扮演着重要的角色，是轨道车辆关键装备之一。从产品结构上看，公司主要业务为城轨地铁车辆门系统，2013年收入实现4.27亿元，占主营业务收入的52%，其次为干线铁路车辆门系统，2013年收入2.18亿元，占主营业务收入的27%，占比开始上升。

图表 2. 公司主要产品



资料来源：公司招股书、中银国际研究

图表 3. 城市轨道车辆外门系统



资料来源：中银国际研究

图表 4. 干线铁路车辆外门系统



资料来源：中银国际研究

图表 5. 站台安全门系统

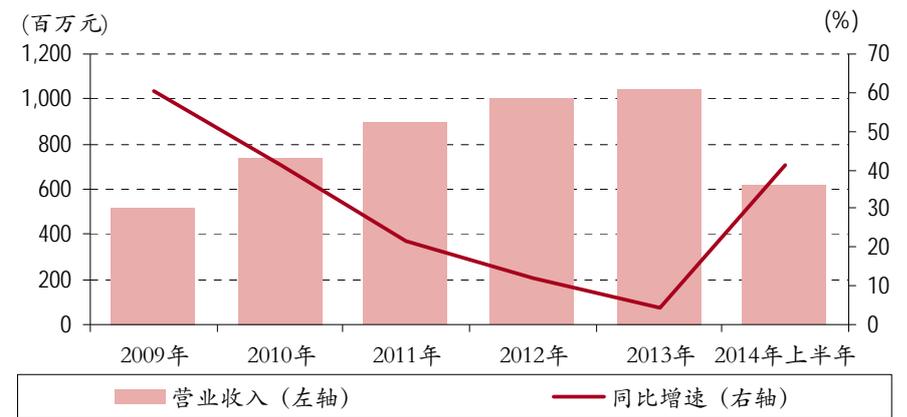


资料来源：中银国际研究

行业复苏，公司业绩快速增长

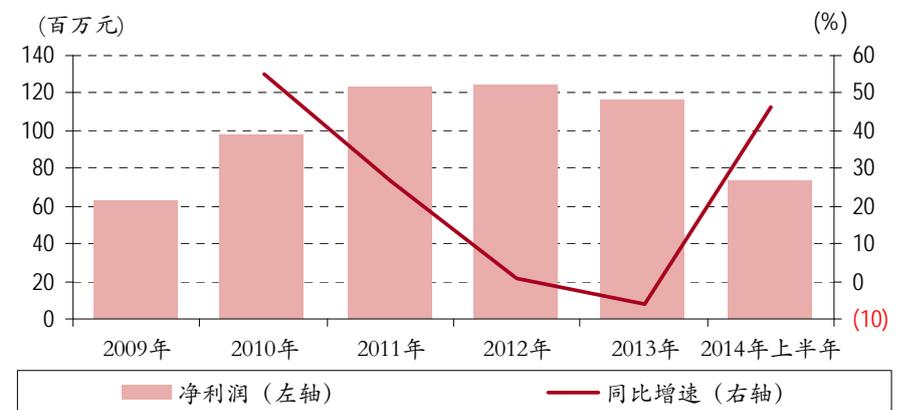
以 2013 年原铁道部重启动车组招标为标志，在稳增长的背景下，我国铁路装备采购需求复苏，同时 2013-2014 年我国地铁车辆交付量大幅增长，行业复苏明显。公司 2013 年收入达到 10.4 亿元，同比增长 4.2%。实现归属于母公司所有者净利润 1.2 亿元，同比下降 6%。主要由于 2013 年城轨地铁车辆交付量减少，受行业影响，车门交付量下降。随着城轨地铁交付量增加，公司 2014 年上半年收入实现 6.14 亿元，同比增长 41.09%，净利润实现 7,332 万元，同比增长 46.49%。

图表 6. 公司收入及增速



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 7. 公司净利润及增速



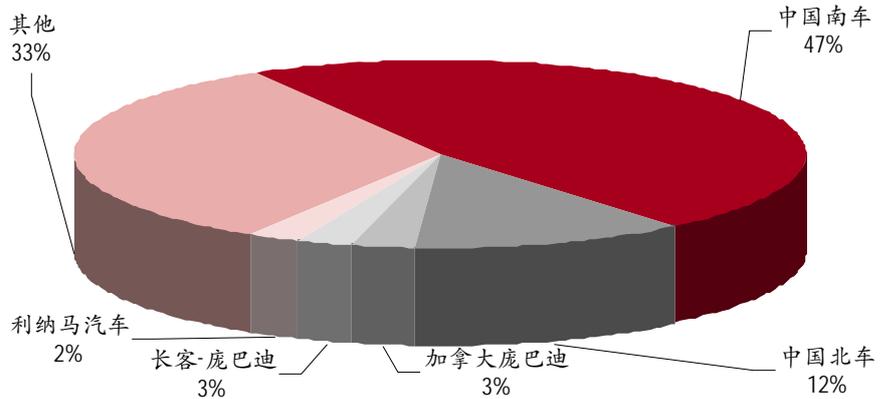
资料来源：公司资料、中银国际研究

客户集中，业绩增速与南北车保持一致

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，属于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 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%。

从公司占客户需求比例来看，康尼供应了中国南车 79.05%的城轨车门以及 55.28%的干线车门；北车方面，公司供应了 45.52%的城轨车门，以及 64.09%的干线车门。公司的业绩与南北车整车交付计划一致性很高。受此影响，2013 年公司收入增速达到低谷的 4.2%，2014 年上半年随着南北车城轨地铁交付量提高，公司收入增速立即恢复至 41.1%。

图表 8. 2013 年客户结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 9. 2013 年公司产品占客户需求比例

	城轨车门需求(套)	公司占比(%)	干线车门需求(套)	公司占比(%)
中国南车	17,740	79.05	4,793	55.28
中国北车	6,874	45.52	6,304	64.09

资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 10. 公司收入与南北车收入增速一致

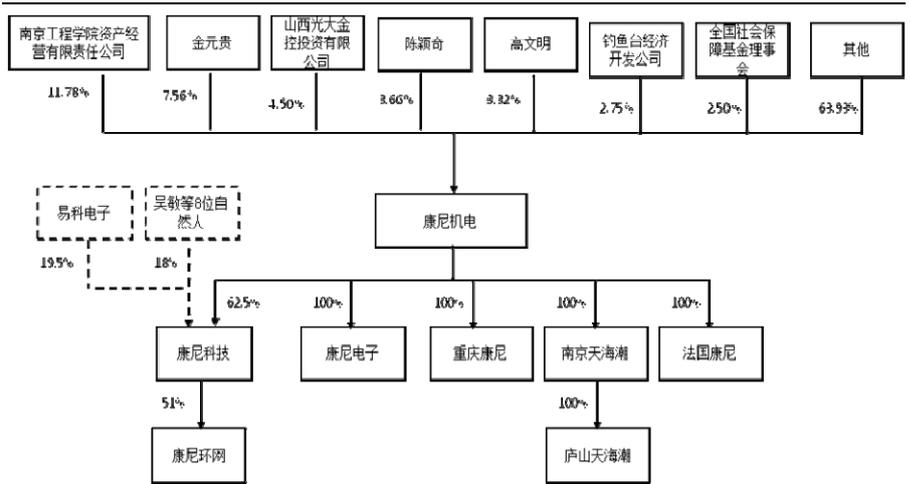


资料来源：公司资料、中银国际研究

股权分散，无实际控制人

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 11.78%，公司董事长金元贵先生持股 7.56%，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 11. 公司股权结构



资料来源：公司招股书

城轨车辆门系统行业龙头

我国城市轨道交通发展迅速

从2005-2014年的10年间，中国内地拥有城市轨道交通的城市从8座发展为22座；运营线路数由17条增长为83条；运营线路总长由381.6公里增长至2913公里，年均增长253.1公里，运营车站数由237座增长至1,770座。其中，2005年-2009年的前5年间，运营线路年均增长为109.7公里；2010年-2014年的后5年，年均增长则达到了353.9公里，增速约为前5年的3倍，在2010年更是创下了一年新增运营线路长度454.1公里的纪录。

随着建设规模的扩大和运营线路的增加，北京、上海、广州已实现轨道交通网络化运营，深圳、南京、重庆、天津等城市正逐步走向网络化运营。“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7,000公里。

一线城市轨道交通仍有待发展

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。以北京、上海为例，路网密度分别为0.265和0.290公里每平方公里。与伦敦、东京、纽约等国外主要城市相差巨大。从人均拥有量上来看，北京、上海的市区人口是巴黎的2倍以上，但轨道交通路网长度仅为其一半。我国一线城市轨道交通尚需建设，各二线、三线城市在深度城镇化的背景下，将面对或正在面对人口的爆发，需要建设大量轨道交通设施。

图表 12.我国城市轨道交通拥有量对比

城市	市区面积 (km ²)	路网长度 (km)	路网密度 (km/km ²)	市区人口 (万人)	拥有长度 (km/万人)
伦敦	1,578	1,160	0.735	707	1.641
莫斯科	375	275	0.733	862	0.319
巴黎	2,060	849	0.412	879	0.966
东京	617	488	0.791	797	0.612
旧金山	119	152	1.277	77.7	1.956
纽约	757	577	0.762	753	0.766
芝加哥	590	173	0.293	278	0.622
慕尼黑	311	93	0.299	120	0.775
北京	1,268	336	0.265	2,019	0.166
上海	1,563	453	0.290	2,347	0.193

资料来源：中银国际研究

城轨车辆门系统市场规模达到10亿元以上

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。车门均价在3万元左右，6节编组的标准列车门价值在162万元左右。每年市场空间在10-12个亿。

图表 13. 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	3
内门	头尾各 1 个司机室内门 2x1	2	5

资料来源: 中银国际研究

图表 14. 城市轨道交通车辆车门市场推算

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
中国城轨交通网络里程 (公里)	2,539	2,913	3,594	4,275	4,956	5,638	6,319	7,000
新增里程 (公里)	481	374	681	681	681	681	681	681
新增车站数量 (个)		254	463	463	463	463	463	463
新增车辆 (列)		374	681	681	681	681	681	681
车门								
外门 (套/列)		54	54	54	54	54	54	54
外门需求 (套)		20,174	36,787	36,787	36,787	36,787	36,787	36,787
外门单价 (万元/套)		3	3	3	3	3	3	3
外门市场空间 (亿元)		6.1	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
内门 (套/列)		2	2	2	2	2	2	2
内门需求 (套)		747	1,362	1,362	1,362	1,362	1,362	1,362
内门单价 (万元/套)		5	5	5	5	5	5	5
内门市场空间 (亿元)		0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源: 中银国际研究

行业龙头, 市场份额达到 58%

在轨道交通门系统市场中, 城轨车辆门系统及铁路客车门系统的国产化率较高, 以康尼为代表的国内企业市场份额占比较高。行业内生产城轨车辆门系统的厂商主要有, 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。

根据中国城市轨道交通网披露的数据, 2009-2011 年, 我国地铁车辆门系统市场需求分别为 3.08 万套、2.55 万套和 2.52 万套。公司轨道交通门系统所占国内市场份额 52.27%、52.55% 以及 63.89%。2012 年从新增线路运营里程来推算, 公司市占率达到了 57.91%。康尼作为城轨地铁车门行业龙头, 未来将受益于地铁高速发展。

图表 15. 公司是城轨地铁车门行业龙头


资料来源: 公司资料、中银国际研究

动车组车门国产化先锋

铁路客车车门市场预计 5-6 亿元

公司干线铁路车门可以分为普通铁路客车车门以及动车组车门。铁路客车车门一般采用塞拉门，结构强度大，但电气化程度较低，因此单价不高，一般每套 3 万元。目前主流的铁路客车为 25G 及 25T 型车，除部分餐车外，每辆车配置 4 个车门。每辆车外门价值 12 万左右。每年铁路客车采购量在 3,000-4,000 辆，外门市场规模在 4.2 个亿。

内门方面，在每个车厢两端均有端门，同时考虑到厕所、洗手间、乘务室、配电室等，每节车厢内部平均装配两个厕所门，铁路客车内门市场预计为 1-1.5 亿元。

图表 16 铁路客车车门价值量推算

铁路客车 (辆)	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	1x4	4	3	12
内门	每辆车 2 个端门 2 个厕所门	2+2	4	1	4

资料来源：中银国际研究

图表 17. 铁路客车车门市场推算

	2011	2012	2013	2014E	2015E
铁路客车新增(辆)	2,447	2,900	1,100	3,500	3,500
外门 (套/辆)	4	4	4	4	4
外门需求 (套)	9,788	11,600	4,400	14,000	14,000
外门单价 (万元/套)	3	3	3	3	3
外门市场空间 (亿元)	2.9	3.5	1.3	4.2	4.2
内门 (套/列)	4	4	4	4	4
内门需求 (套)	9,788	11,600	4,400	14,000	14,000
内门单价 (万元/套)	1	1	1	1	1
内门市场空间 (亿元)	1.0	1.2	0.4	1.4	1.4

资料来源：中国铁路总公司、中银国际研究

目前公司普通铁路客车车门竞争对手主要为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等。普通铁路客车的内外门是公司的传统产品，后来进入动车组内门市场，并取得了较高市场份额。2011-2013 年市占率分别为 35.6%、24.26% 以及 32.04%。如果只考虑普通铁路客车车门预计市场份额在 50% 以上。

图表 18. 干线铁路客车车门市占率


资料来源：公司资料、中银国际研究

动车组车门市场预计每年 12-13 亿元

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 个车门外，其他各型动车组每辆车配置 4 个车门。以此可以计算每标准列动车组外门价值在 192 万元左右。考虑到近几年我国动车组正处于交付高峰，预计外门市场规模在 10 亿元左右。

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两个厕所门。在动车组的头尾两节车厢各有一个内置的司机室内门。综上，动车组内门市场预计为 2-3 亿元。

图表 19. 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	8x4	32	6
	每辆车 2 个端门			
内门	2 个厕所门	8x(2+2)+2x1	34	2
	头尾各 1 个司机室内门			

资料来源：中银国际研究

图表 20. 动车组车门市场推算

	2011	2012	2013	2014E	2015E
动车组交付数量	205.00	173.00	225.00	410.00	440.00
外门 (套/列)	32	32	32	32	32
外门需求 (套)	6,560	5,536	7,200	13,120	14,080
外门单价 (万元/套)	6	6	6	6	6
外门市场空间 (亿元)	3.9	3.3	4.3	7.9	8.4
内门 (套/列)	34	34	34	34	34
内门需求 (套)	6,970	5,882	7,650	13,940	14,960
内门单价 (万元/套)	2	2	2	2	2
内门市场空间 (亿元)	1.4	1.2	1.5	2.8	3.0

资料来源：中国铁路总公司、中银国际研究

十年磨一剑，敲开动车组国产化之门

公司自 2005 年开始自主研发动车组外门系统，对我国多个型号的高速动车组门系统平台进行了开发试验。公司从 2012 年开始开拓动车组车辆外门市场，对我国多个型号的高速动车组门系统平台进行了开发试验。目前公司已完成自主研发，拥有掌握了动车组车辆外门系统的全套生产技术和制造工艺，并具备了产业化生产进入动车组市场的条件。铁道部改制后，受国家政策支持，公司并在 2013 年先后取得了适用 CRH2、CRH3、CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL 等车型的动车组外门产品 30 万公里运营考核和 CRCC 认证证书，敲开了动车组国产化的大门。截至 2013 年 12 月末，公司已小批量交付使用的动车组车辆外门系统包括 CRH2、CRH3、CRH6 等车型的门系统。2014 年，根据招标公告等资料，初步预测，康尼高速动车组外门已在北京、上海、广州等多个路局、40 余列车上正式运营，市场占有率预计为 10%-12%。预计经过 1-2 年的市场拓展，动车组车门市场份额将快速提高，有望复制在城轨市场的发展经历，放量在即。

图表 21. 截至 2013 年 12 月末公司已交付使用的动车组车辆外门系统

客户	已交付项目	产品	备注
南车四方	CRH-200 动车组项目	列车客室侧拉门系统	该项目为 4 列车，合计 112 套塞拉门系统；
南车四方	EMU 200 动车组项目	列车客室侧门系统	该项目首期为 1 列车，每列 8 编组车辆，30 套侧拉门系统。
南车四方	CRH2 E28 动车组项目	列车客室侧门系统	该项目为 1 列车，26 套侧拉门系统。
南车浦镇	CRH6-200 动车组	列车客室侧拉门系统	该项目首期为 3 列车，合计 108 套塞拉门系统；
广东南车轨道交通车辆有限公司	CRH6-200 动车组	列车客室侧拉门系统	该项目为 3 列车，共 96 套塞拉门系统。
长春轨道客车股份有限公司	CRH3A 动车组项目	列车客室侧门系统	该项目首期为 1 列车，每列 8 编组车辆，30 套侧拉门系统。

资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 22 截至 2013 年 12 月末公司在动车组市场的项目储备情况

客户	已取得订单项目	产品	备注
唐山轨道客车有限责任公司	TC-250A 动车组项目	列车客室侧门系统	同时签定了 25 列车的合作意向书，该项目为 8 编组车辆，每列车 30 套侧拉门系统。
唐山轨道客车有限责任公司	CRH380B(TX) 动车组项目	列车客室侧门系统	该项目为 10 列车，每列车 22 套侧拉门系统。
广东南车轨道交通车辆有限公司	CRH6-200 动车组	列车客室侧拉门系统	该项目为 3 列车，96 套塞拉门系统。

资料来源：公司资料、中银国际研究

全系列动车组外门唯一国产化供应商

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，公司已拿到首列订单，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唯一供应商，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 23. CRH2 型动车组内置式侧拉门认证厂商

企业	认证单元	适用车型
今创集团股份有限公司	动车组气压式动车组内置式侧拉门（门机构）	CRH2A、CRH2B、CRH2C、CRH2E、CRH380A、CRH380AL
	动车组油压式动车组内置式侧拉门（门机构）	CRH2A、CRH2B、CRH2C、CRH2E
南车青岛四方机车车辆股份有限公司	动车组油压式动车组内置式侧拉门（总成）	CRH2A、CRH2B、CRH2C、CRH2E
	动车组气压式动车组内置式侧拉门（总成）	CRH2A、CRH2C、CRH380A、CRH380AL
南京康尼机电股份有限公司	动车组气压式动车组内置式侧拉门（门机构）	CRH2、CRH380A
	动车组气压式动车组内置式侧拉门（门扇）	CRH2、CRH380A
青岛欧特美股份有限公司	动车组气压式动车组内置式侧拉门（门扇）	CRH2A、CRH2B、CRH2C、CRH2E、CRH380A、CRH380AL

资料来源：中铁检验认证中心、中银国际研究

图表 24. 动车组塞拉门认证厂商

企业	认证单元	适用车型
	CRH380D 动车组塞拉门	CRH380D
IFE-威奥轨道车辆门系统(青岛)有限公司	CRH3C\CRH380B\CRH380BL\CRH380CL 动车组塞拉门	CRH3C、CRH380BL、CRH380BK、CRH380B 高寒、CRH380B 简统高寒、CRH380B 简统、CRH380CL、CRH380C
	CRH5A 动车组塞拉门	CRH5A、CRH5A 高寒、CRH5A 高寒抗风沙
	CRH3C\CRH380B\CRH380BL\CRH380CL 动车组塞拉门	CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL、CRH380BK、CRH380B 简统高寒
上海法维莱交通车辆设备有限公司	CRH1A/B 系列动车组塞拉门	CRH1A、CRH1B

资料来源：中铁检验认证中心、中银国际研究

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（青岛）有限公司	动车组外门、地铁车门	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。在青岛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。
青岛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	青岛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：中银国际研究

国际市场开拓值得期待

近几年来，国内轨道交通装备制造企业突破了一系列高端产品的关键技术和制造工艺，产品竞争力获得了大幅度提高，产品出口大幅增长，出口市场从发展中国家扩展到许多发达国家。未来十年，中国轨道交通装备制造企业将成为国际市场上最具竞争力的轨道装备制造者之一，国际市场的拓展必将促进国内轨道交通装备制造行业的快速发展。

专利保护及资质认证为出口保驾护航

公司通过 PCT 途径，已向欧盟、美国、加拿大、墨西哥、印度、韩国、日本等国家和地区递交了国际专利申请并获得受理，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。这些认证将为公司开拓全球市场保驾护航。

公司海外拓展已取得初步成果

2008 年 9 月，公司与法国阿尔斯通公司签订了第一份出口欧洲的门系统订单，标志着具有自主知识产权的中国品牌轨道车辆门系统开始进入国际市场。近年来，公司积极开拓国际市场，2011 年、2012 年和 2013 年，实现出口销售收入 6,977.95 万元、7,522.83 万元和 4,256.51 万元。2013 年度，由于产品交付计划的原因，国际市场销售收入有所下降，但公司国际市场订单数量持续增加。随着与国际整车制造商法国阿尔斯通、加拿大庞巴迪等公司合作的继续深入，公司在国际市场的开拓值得期待。

“一带一路”推动国际市场开拓

随着“一带一路”国家战略的不断深入，高铁车辆出口项目将迎来大好发展机遇。我国高铁技术已经过近十年的发展达到世界先进水平，铁路作为一种高效环保的运输方式正逐渐重回世界各国的视野，根据我们的统计，我国目前有意向参与 25 个国家提出的铁路修建计划，里程合计达到近 15,000 公里，其中明确提出设计时速超过 200 公里的高速铁路里程达到 7,000 公里左右。除此之外，我国已经参与的海外铁路项目达到 5,000 公里，随着“一带一路”战略的推进，未来我国将参与更多的铁路项目。南北车集团合并后，集中了优势、减少了内耗，国际市场竞争的综合能力大大加强，是国家战略付诸实施的重要举措。公司作为门的国产化领头羊，将从中直接受益。

图表 26. 公司已签订的出口订单

客户	已签订海外销售订单
2012 年	BLEP 双层车项目
	加拿大庞巴迪公司 纽约地铁 R179 项目
	旧金山 BART 项目销售合同
法国阿尔斯通公司	加拉加斯 2 号线项目销售合同
2013 年	马来西亚门控器改造项目
	加拿大庞巴迪公司 温哥华空中列车项目销售合同
	法国阿尔斯通公司 RATP-T7/T8 增购项目合同
	Hartasuma 私人有限公司 马来西亚吉隆坡格纳拉再也线增购项目的销售合同

资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 27. 公司出口项目统计

国家	项目	国家	项目
法国	奥尔良轻轨	沙特	沙特 425 项目
	Brest 项目	巴西	圣保罗 453 项目
	Dijion 项目	阿根廷	阿根廷 A 线
	Aubagne 项目		阿根廷通勤车
	RATP T7&8	委内瑞拉	加拉加斯 2 号线
	纽约地铁 179 项目	马来西亚	吉隆坡轻轨
美国 BART 项目	安邦轻轨		
摩洛哥	卡萨布兰卡项目	土耳其	安卡拉地铁
加拿大	加拿大多伦多 TTC 项目		
	BLEP 双层车项目		
	ART 项目		
温哥华 Evergreen 项目			

资料来源：公司资料、中银国际研究

行业进入壁垒较高

门系统涉及行车安全，生产标准要求高

轨道交通门系统是涉及车辆安全性、可靠性的重要组成部分，特别是用于城轨车辆上供乘客上下的自动门，在无人操纵的情况下，频繁进行自动开关，在关闭过程中碰到乘客时自动返回以保护乘客安全并重新关闭。车辆运行过程中，门始终处于安全锁闭状态。国内城轨车辆经常处于满负荷运行状态，对门的可靠性和安全性的要求更高。

门的安全性和可靠性来自于门系统机械、控制和网络通讯的技术保证。机械方面主要涉及门的驱动和锁闭，门的驱动和锁闭装置是关系到轨道车辆自动门系统可靠性和安全性的最重要部件之一。轨道交通门系统还必须具备符合国际标准要求的列车通讯网络技术，才能与 TCMS 集成；在安全控制技术方面，轨道交通门系统是安全相关部件，与门系统相关的控制技术要符合 EN50126、EN50128 等国际安全性标准。

市场准入制度形成较高进入门槛

轨道交通装备制造行业中各大整车制造企业均会选择若干家具有过往成功项目经验和业绩支撑的企业进入自己的合格供应商目录，同时其质量部门会定期与不定期的对合格供应商的资格进行审查。只有进入该目录的供应商才有机会参与各大整车制造企业及作为项目业主的各地铁公司举行的市场招标。

同时，我国铁路要求凡直接关系铁路运输安全的动车组重要零部件，都需要列入铁路产品认证采信目录，实行认证管理，取得认证后，产品方可装车使用。

车门系统为上述纳入认证目录的重要零部件之一，通过上述认证的周期较长，难度较大，国际项目还必须通过 IRIS（国际铁路行业标准认证）认证。这给潜在的市场进入者设置了很高的市场门槛。

新业务瞄准新能源汽车零部件及精密加工

进军新能源汽车零部件领域

1月21日公司公告拟使用自有资金1,650万元与易科电子及吴敏等10位自然人以现金出资共同设立康尼新能源，从事汽车零部件及配件、汽车充电设备的研发、生产、销售、服务。康尼新能源将主要生产新能源汽车充电接口及线束总成、高压连接接口及线束总成等产品。

图表 28. 康尼新能源股东名单

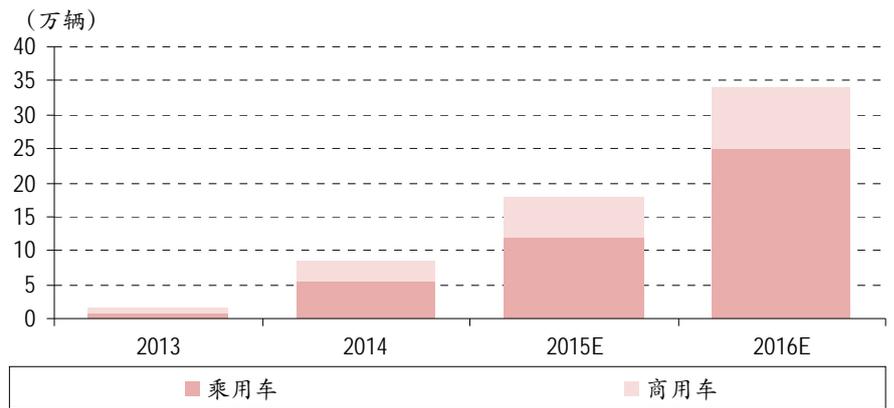
股东名称	出资额 (万元)	出资比例(%)	首期出资额 (万元)
康尼机电	1,650.00	55.00	1155
易科电子	514.80	17.16	360.36
吴敏	171.6	5.72	120.12
马涛	79.2	2.64	55.44
徐肯堂	52.8	1.76	36.96
吴彦斌	26.4	0.88	18.48
陈松	13.2	0.44	9.24
曹燕	111.12	3.704	77.784
于海涛	31.68	1.056	22.176
周喜章	79.2	2.64	55.44
朱恺	150	5	105
周红斌	120	4	84
合计	3,000	100.00	2,100

资料来源：公司资料、中银国际研究

我国新能源汽车发展正进入爆发期

根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）》，到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到50万辆；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。

2014年新能源汽车累计生产8.39万辆，同比增长近4倍。其中，纯电动乘用车生产3.78万辆，同比增长3倍，插电式混合动力乘用车生产1.67万辆，同比增长近22倍；纯电动商用车生产1.57万辆，同比增长近4倍，插电式混合动力商用车生产1.38万辆，同比增长2倍。我国新能源汽车已进入爆发式增长期，对零部件保持旺盛需求。

图表 29. 我国电动汽车产量爆发式增长


资料来源：中银国际研究

已有市场基础，分享行业盛宴

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、奇瑞、宇通等十几家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 年新能源汽车零部件业务销售收入约为 5,000 万元，较 2013 年增长超过 400%，同时，公司预计 2015 年新能源汽车零部件业务将能够在 2014 年基础上实现收入翻番，未来该板块的业务收入预计将会继续保持快速发展态势。

拓展精密锻造业务，进军精密加工领域

公司在原有的精密锻造业务基础上，引入精密锻造分公司管理层和骨干人员持股，与其他投资方共同投资设立精密机械公司，并持有其 55.2% 的股份。精密机械公司将主要从事精密数控机床、精密锻件及机械零部件、计算机软硬件的研发、制造、销售与技术服务；机、电及一体化装备的研发、制造、销售与技术服务；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

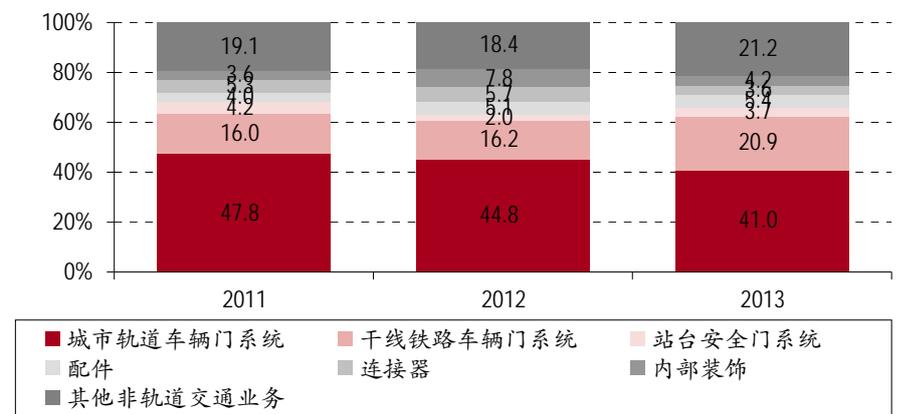
精密机械公司成立后，业务范围将不再局限于原精密锻造分公司的既有业务，通过张兆祥等新股东的加入，精密机械公司的业务将拓展至数控磨齿机、数控磨床等高新技术产品的研发、生产和销售，不仅有助于提高公司精密锻造业务的整体水平，也能够进一步拓展高端精密锻造零部件的市场。

盈利预测

城市轨道交通车辆门系统是主要利润来源

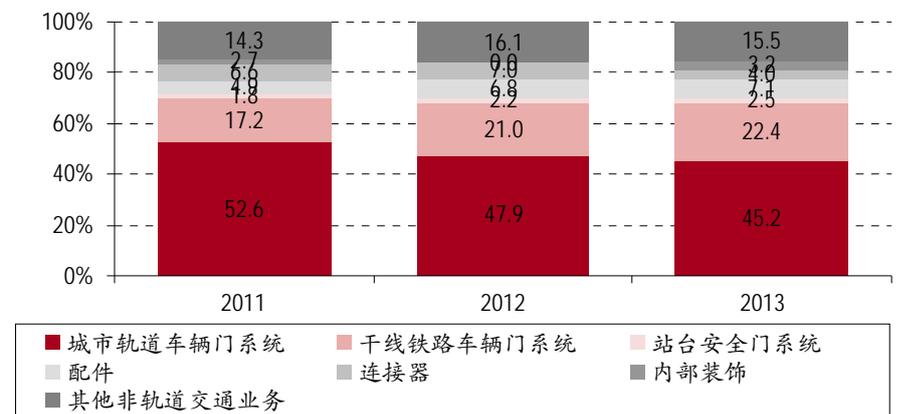
从收入结构上看，公司产品轨道交通门系统占比 65.5%，其中城市轨道交通车辆门系统占总收入的 41%，贡献最大。从毛利的贡献来看，城市轨道交通车辆门系统占比 45.2%，已是主要利润来源。考虑到今明两年将是我国城轨地铁通车高峰，预计南北车城轨地铁车辆交付量将快速增长，我们判断今明两年城市轨道交通车辆门系统将保持稳定增长。

图表 30. 主营业务收入结构及占比



资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 31. 毛利贡献占比



资料来源：公司资料、中银国际研究

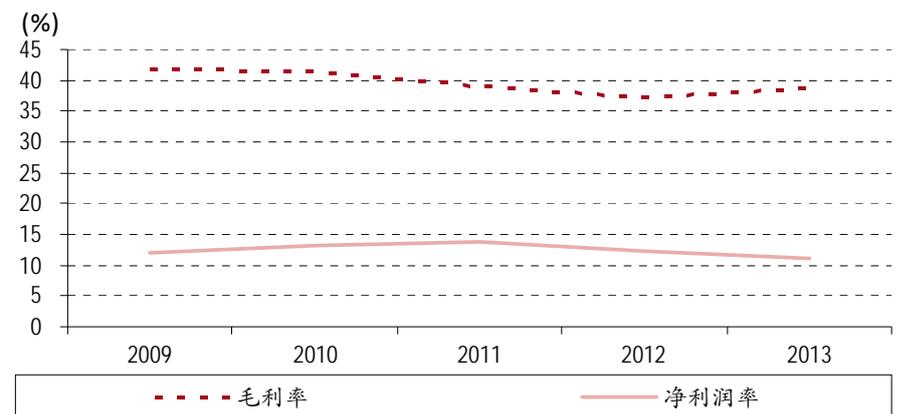
动车组外门业务放量在即

自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后，公司车门产品已先后获得南北车各主流车型的小批量订单。公司作为动车组外门国产化唯一的供应商，预计经过 2-3 年的培育，动车组车门市场份额将逐步提高。公司动车组外门业务即将放量。

毛利率受交付产品结构略有波动

自 2013 年取得动车组外门 CRCC 认证后，公司车门产品已先后获得南北车各主流车型的小批量订单。公司作为动车组外门国产化唯一的供应商，预计经过 2-3 年的培育，动车组车门市场份额将逐步提高。公司动车组外门业务即将放量。

图表 32. 毛利率受交付产品结构略有波动

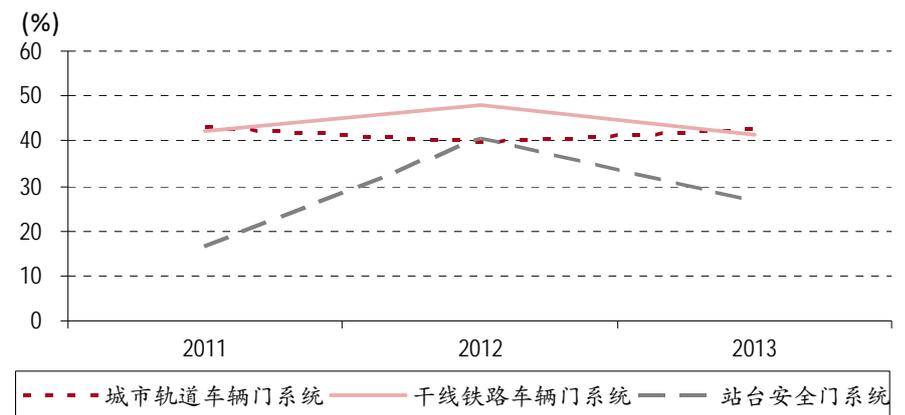


资料来源：公司资料、中银国际研究

公司主要产品城市轨道交通车辆门系统毛利率基本保持稳定，2012 年度，毛利率较 2011 年度下降 3.03 个百分点，主要系毛利率较高的电动双开塞拉弯门占城轨门系统收入比重从 2011 年度的 21.52% 下降至 15.83%，同时其毛利率也有所下降，使城轨门系统的综合毛利率下降了 2.63 个百分点。2013 年度电动双开塞拉弯门占城轨门系统收入比重回升至 43.53%，同时其毛利率也提高了 1.42 个百分点，使城轨门系统毛利率有所提升。

干线车门方面毛利率略有波动。2012 年度毛利率相对较高，主要原因系毛利率相对较高的干线外门产品收入占比大幅度提高，同时，毛利率较高的电动内门产品在干线内门中的收入比重也相对较大。由于不同项目的产品设计有所不同，2013 年干线外门中的电控气动塞拉门和电动双开塞拉弯门毛利率有所下降，此外，干线内门中毛利率较高的电动内门收入在 2013 年的占比有所下降，也降低了干线门系统的毛利率。

2012 年度和 2013 年度，站台安全门系统毛利率较高，主要系公司当期销售的安全门产品以核心的门系统机构部件为主，毛利率较高。

图表 33. 公司主要产品毛利率


资料来源：公司资料、中银国际研究

期待海外市场拓展及新业务爆发

公司在深耕国内市场的同时，海外市场也取得了积极的成果。公司已经取得了海外整车厂商的认可资质，可以期待出口业务贡献业绩。近期公司布局新能源汽车零部件及精密加工业务，为未来第二主业发展奠定基础。

图表 32. 盈利预测

(人民币, 百万)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	999.8	1,041.4	1,260.7	1,562.4	1,923.7
车辆门系统	610.1	644.9	786.2	986.1	1,254.3
其中：城市轨道交通车辆门系统	448.3	426.8	546.3	710.2	923.2
干线铁路车辆门系统	161.8	218.1	239.9	275.9	331.1
站台安全门系统	20.3	38.6	44.4	51.1	58.7
配件	50.7	55.9	61.5	67.7	74.4
连接器	57.4	37.3	78.4	133.3	173.2
内部装饰	77.6	43.5	51.3	61.6	73.9
其他	183.7	221.2	238.9	262.8	289.1
增速					
车辆门系统	7.1	5.7	21.9	25.4	27.2
其中：城市轨道交通车辆门系统	5.1	(4.8)	28.0	30.0	30.0
干线铁路车辆门系统	13.1	34.8	10.0	15.0	20.0
站台安全门系统	(45.4)	90.1	15.0	15.0	15.0
配件	41.8	10.3	10.0	10.0	10.0
连接器	20.1	(34.9)	110.0	70.0	30.0
内部装饰	140.5	(44.0)	18.0	20.0	20.0
其他	7.8	20.4	8.0	10.0	10.0
毛利率					
车辆门系统	42.0	42.2	41.4	41.7	42.0
其中：城市轨道交通车辆门系统	39.7	42.6	42.0	42.0	42.0
干线铁路车辆门系统	48.2	41.3	40.0	41.0	42.0
站台安全门系统	40.5	26.5	25.0	25.0	25.0
配件	49.8	51.3	50.0	50.0	50.0
连接器	45.4	43.3	40.0	38.0	35.0
内部装饰	(5.0)	29.6	30.0	30.0	30.0
其他	32.6	28.1	27.0	27.0	27.0

资料来源：公司资料、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,000	1,041	1,261	1,562	1,924
销售成本	(628)	(640)	(782)	(964)	(1,184)
经营费用	(221)	(249)	(277)	(347)	(434)
息税折旧前利润	150	153	201	251	306
折旧及摊销	0	(16)	(21)	(23)	(21)
经营利润(息税前利润)	150	137	181	229	285
净利息收入/(费用)	(26)	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益/(损失)	27	22	20	20	20
税前利润	152	137	178	226	282
所得税	(21)	(20)	(27)	(34)	(42)
少数股东权益	(6)	0	(4)	(5)	(5)
净利润	124	117	147	187	235
核心净利润	101	98	130	171	218
每股收益(人民币)	0.431	0.405	0.508	0.649	0.812
核心每股收益(人民币)	0.350	0.339	0.451	0.591	0.755
每股股息(人民币)	0.102	0.105	0.069	0.088	0.110
收入增长(%)	12	4	21	24	23
息税前利润增长(%)	(5)	(9)	32	27	25
息税折旧前利润增长(%)	(5)	2	31	25	22
每股收益增长(%)	1	(6)	25	28	25
核心每股收益增长(%)	(11)	(3)	33	31	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	152	137	178	226	282
折旧与摊销	0	16	21	23	21
净利息费用	26	23	23	23	23
运营资本变动	(34)	(64)	(65)	(97)	(115)
税金	(21)	(20)	(27)	(34)	(42)
其他经营现金流	12	5	10	12	17
经营活动产生的现金流	135	96	139	152	185
购买固定资产净值	(34)	(25)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(56)	0	(3)
投资活动产生的现金流	(34)	(25)	(156)	(100)	(103)
净增权益	0	0	72	0	0
净增债务	55	26	(1)	(1)	(1)
支付股息	(32)	(33)	(34)	(22)	(28)
其他融资现金流	(125)	15	(21)	(21)	(20)
融资活动产生的现金流	(102)	8	17	(44)	(50)
现金变动	(1)	79	(0)	9	33
期初现金	154	153	232	231	240
公司自由现金流	106	76	(17)	52	83
权益自由现金流	135	79	(41)	28	59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	153	232	231	240	273
应收帐款	492	606	733	908	1,117
库存	187	252	309	381	467
其他流动资产	24	36	44	54	67
流动资产总计	856	1,126	1,317	1,583	1,924
固定资产	196	196	265	330	392
无形资产	29	29	29	29	29
其他长期资产	4	4	60	60	63
长期资产总计	240	243	369	434	499
总资产	1,096	1,369	1,686	2,017	2,423
应付帐款	331	452	552	681	837
短期债务	286	252	252	252	252
其他流动负债	77	140	167	200	239
流动负债总计	694	844	972	1,134	1,328
长期借款	0	60	59	58	57
其他长期负债	25	19	20	20	21
股本	217	217	289	289	289
储备	142	211	324	490	696
股东权益	359	428	613	779	985
少数股东权益	18	18	22	26	31
总负债及权益	1,096	1,369	1,686	2,017	2,423
每股帐面价值(人民币)	1.24	1.48	2.12	2.70	3.41
每股有形资产(人民币)	1.52	1.84	2.02	2.60	3.31
每股净负债/(现金)(人民币)	0.61	0.37	0.28	0.24	0.13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.0	14.7	16.0	16.1	15.9
息税前利润率(%)	15.0	13.2	14.3	14.6	14.8
税前利润率(%)	15.2	13.1	14.1	14.5	14.7
净利率(%)	12.4	11.2	11.6	12.0	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	5.9	6.0	8.0	10.1	12.6
净权益负债率(%)	35.3	18.0	12.6	8.7	3.6
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	53.1	56.5	45.1	35.3	28.2
核心业务市盈率(倍)	65.4	67.5	50.8	38.7	30.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	83.4	86.1	64.8	49.4	38.7
市净率(倍)	18.5	15.5	10.8	8.5	6.7
价格/现金流(倍)	49.0	68.6	47.6	43.5	35.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.9	44.6	34.0	27.2	22.2
周转率					
存货周转天数	138.9	125.3	130.9	130.5	130.7
应收帐款周转天数	162.3	192.4	193.9	191.7	192.2
应付帐款周转天数	124.4	137.3	145.4	144.1	144.0
回报率					
股息支付率(%)	26.4	28.9	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	39.1	29.7	28.2	26.9	26.6
资产收益率(%)	11.7	9.5	10.1	10.5	10.9
已运用资本收益率(%)	25.3	19.3	21.2	22.2	23.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中国南车(601766.CH/人民币 11.7, 买入)
中国北车(601299.CH/人民币 12.27, 买入)
庞巴迪(BBD/B.CN/加元 2.41, 未有评级)
西门子(SIE.GR/欧元 97.8, 未有评级)
阿尔斯通(ALO.FP/欧元 29.32, 未有评级)
三菱重工(7011.JP/日元 643, 未有评级)
法维莱(LEY.FP/欧元 56, 未有评级)
纳博特斯克(6268.JP/日元 3170, 未有评级)
比亚迪(002594.CH/人民币 51.36, 未有评级)
宇通客车(600066.CH/人民币 27.13, 未有评级)
北方创业(600967.CH/人民币 14.28, 未有评级)
永贵电器(300351.CH/人民币 42.99, 未有评级)
晋西车轴(600495.CH/人民币 20.38, 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 14.88, 未有评级)
博深工具(002282.CH/人民币 18.88, 未有评级)

以 2015 年 3 月 3 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 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371