

轨道交通车辆门系统龙头，新能源汽车、工业 4.0 等拓展打开成长空间

投资要点：

- **轨道交通车辆门系统龙头，“大机电”、“大交通”两大领域拓展**
公司为我国轨道交通车辆门系统龙头，2014 年业绩拐点已现。公司背靠南京工程学院，技术实力雄厚，盈利能力较强，毛利率保持在 40% 左右。公司已完成股权激励计划，未来将通过实体产业和资本运作（内生+外延）双轮驱动，在“大机电”（机电一体化/工业 4.0）和“大交通”（轨道交通装备、新能源汽车零部件）两个高端装备领域实现大发展。
- **铁路投资保持高位，“一带一路”、新型城镇化延长行业景气周期**
2014 年铁路投资重回高点，预计未来将延续高景气度；加密需求、新增需求、维保需求叠加，“高铁外交”、“一带一路”等延长行业景气周期。
- **内生增长：高铁外门新产品+出口+维保，助推公司快速成长**
新产品高铁动车组外门已取得突破，有望实现进口替代；国际市场订单数量持续增加，维保收入不断增长，将助推公司快速成长。
- **新业务：向新能源汽车、工业 4.0 领域拓展，成长空间将打开**
公司已投资 2 个子公司，进入汽车零部件（新能源汽车充电接口及线束总成）、高端精密机械（数控磨齿机、数控磨床、高端精密锻造零部件）新领域；且这两个子公司实现了管理层、骨干人员的持股。预计 2015 年公司新能源汽车零部件业务收入超 1 亿元，未来将保持高增长。未来不排除进一步拓展汽车零部件、工业 4.0 领域领域，成长潜力大。
- **不排除外延式发展，业绩具备上调潜力，给予“谨慎推荐”评级**
公司 2014-2016 年 PE 分别为 56/44/33 倍，估值在铁路设备行业中具有优势。公司成长性较强，在手现金近 6 亿元，未来不排除在轨道交通装备、新能源汽车、工业 4.0 领域进行外延式发展，业绩具备上调潜力。
- **风险提示：铁路重大事故致行业景气下滑，动车外门市场进展低于预期，新能源汽车、工业 4.0 领域发展低于预期。**

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	999.78	1,041.44	1,302	1,617	1,987
营业收入增长率	11.97%	4.17%	25%	24%	23%
净利润（百万元）	124.43	116.99	141	181	241
净利润增长率	0.60%	-5.98%	21%	28%	33%
EPS（元）	0.42	0.40	0.48	0.61	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.69%	27.33%	21.80%	21.80%	22.50%
P/E	63	67	56	44	33
P/B	22.0	18.4	12.2	9.5	7.4
EV/EBITDA	36	39	39	30	24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部，股价截至 2015 年 3 月 27 日

康尼机电（603111.SH）

谨慎推荐 首次评级

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业首席分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.3.27

A 股收盘价(元)	26.71
A 股一年内最高价(元)	27.95
A 股一年内最低价(元)	8.27
上证指数	3691.10
市净率	7.89
总股本（亿股）	2.95
流通 A 股市值(亿元)	19.31

相关研究

行业深度：《机械军工 2015 年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》 2014-12-22

行业点评：《铁路设备行业：动车组招标超预期；行业短期景气向上，中期景气持续》 2014-10-16

行业点评：《铁路设备：南北车合并预案公告，“一带一路”海外开拓提升景气度》 2014-12-31

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、2015 年铁路投资额超过 8000 亿元，未来几年预计将保持高位；“一带一路”和城市轨道交通建设将延长行业景气度。预计到 2020 年我国铁路总里程达到 15 万公里，铁路投资继续保持高景气度。加密需求、新线需求促使未来高铁动车组需求仍保持较高水平。中国正围绕“一带一路”与 28 个国家洽谈高铁合作。到 2020 年我国城市轨道交通新建里程数复合增长率将达到 30%。

2、到 2020 年我国城轨及客运列车门系统市场空间约 32 亿元/年。公司市场占有率将继续提升，现有业务将保持快速增长。公司新产品动车组外门系统未来将实现进口替代，带来新的增长点；随着“一带一路”战略的实施和列车存量市场的增长，公司出口业务和维保业务将高速增长。

3、到 2020 年新能源汽车市场年均复合增速为 66%。公司新能源汽车业务目前主要涉及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充电设备。预计 2015 年公司新能源汽车零部件业务收入超 1 亿元，未来几年将保持高速增长。

我们与市场不同的观点：

1、市场认为公司为校办企业，可能在管理等多方面受制于校方；我们认为公司质地优秀，管理层激励到位，高校背景使得公司技术、人才实力雄厚。公司通过股权激励、子公司中的管理层和骨干持股等激励方式，充分调动管理层积极性。公司在铁路设备行业中具备竞争力。

2、市场认为公司轨道交通门系统成长天花板临近；我们认为公司内生、外延空间均较大。公司轨道交通门系统在高铁动车组外门进口替代、“一带一路”海外出口和维保等业务具备成长潜力。公司积极转型新能源汽车零部件、工业 4.0 相关领域，未来发展天花板将打开。

3、市场认为康尼新能源、康尼精密机械业务规模较小，我们认为这两个子公司成长潜力大。这 2 个子公司是外延发展的第一步，为公司未来在新能源汽车零部件、工业 4.0 相关领域拓展打好基础，我们认为这 2 个子公司未来发展将超市场预期。目前公司已经和比亚迪、北汽、上汽、奇瑞等国内十几家主要新能源汽车整车制造企业建立合作关系，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。预计未来公司将进一步加快外延发展，有望带来业绩估值双提升。

公司估值与投资建议：

公司 2014-2016 年 PE 分别为 56/44/33 倍，估值在铁路设备行业中具有优势。公司成长性较强，在手现金近 6 亿元，未来不排除在轨道交通装备、新能源汽车、工业 4.0 领域进行外延式发展，业绩具备上调潜力，给予“谨慎推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

动车外门市场、海外市场、新能源汽车领域取得重大订单，公司外延式发展获突破。

主要风险因素：

铁路重大事故致行业景气下滑，动车外门市场进展低于预期，新能源汽车、工业 4.0 领域发展低于预期。

目录

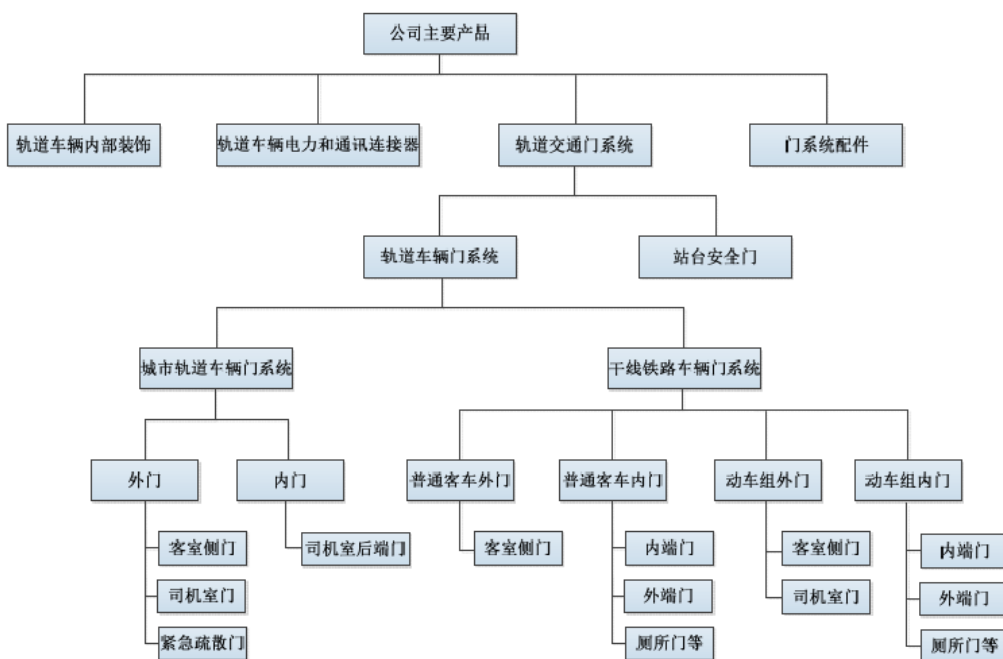
一、轨道交通车辆门系统龙头，向新能源汽车等领域拓展	1
(一) 轨道交通车辆门系统龙头企业，业绩拐点显现	1
(二) 背靠南京工程学院；技术实力雄厚，研发投入大盈利能力强.....	2
(三) 受益“一带一路”等，城轨地铁和高铁设备市场景气度持续.....	3
(四) 向新能源汽车等领域拓展，打开成长空间	4
(五) 股权激励等激励措施到位，未来不排除外延发展可能性	5
二、铁路投资保持高位，“一带一路”等延长景气周期	7
(一) 2014 年铁路投资重回高点，行业高景气将持续	7
(二) 加密需求、新线需求增加，2015 年动车组交付量将保持增长.....	8
(三) “一带一路”、“高铁外交”将延长行业景气周期.....	10
(四) 城市轨道交通建设将成为新热点	12
三、内生增长：高铁新产品+出口+维保，助推快速成长	14
(一) 到 2020 年城轨及客运列车门系统市场空间超过 30 亿元/年	14
(二) 公司市场占有率高，现有业务将保持快速增长	15
(三) 动车组外门实现突破，将成为新增长点	16
(四) 国际市场订单数量持续增加，出口业务有望高速增长	16
(五) 维保业务收入逐年增长，将提升公司盈利能力	17
四、向新能源汽车、工业 4.0 等领域拓展，打开成长空间	19
(一) 出资 1650 万设立康尼新能源，向新能源汽车领域拓展	19
(二) 新能源汽车零部件市场空间大，未来不排除进一步外延发展.....	20
(三) 出资 2208 万设立康尼精密机械，向工业 4.0 等领域拓展.....	22
五、盈利预测和估值：业绩将超预期，“谨慎推荐”评级	23
(一) 预计 2014-2016 年业绩复合增长率达 30%，未来有上调潜力	23
(二) 公司估值在行业中具备优势，给予“谨慎推荐”评级.....	24
附录：3 张表预测	25
插图目录	27
表格目录	28

一、轨道交通车辆门系统龙头，向新能源汽车等领域拓展

(一) 轨道交通车辆门系统龙头企业，业绩拐点显现

康尼机电是国内开发生产、具有自主知识产权的轨道交通车辆门系统配套系统的龙头企业。公司主营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。

图 1：公司主要产品：轨道交通门系统



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 2：城市轨道交通门系统：公司市占率超 50%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3：干线铁路客车门系统：公司市占率超 30%

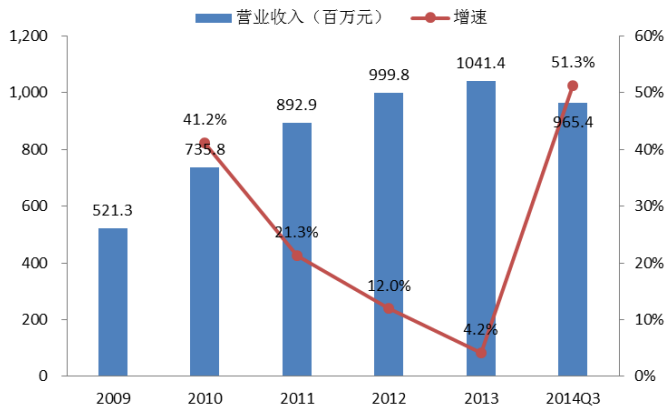


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

受 2011 年温甬线动车组事故的影响，2011-2013 年全国铁路投资回落，公司营业收入和净

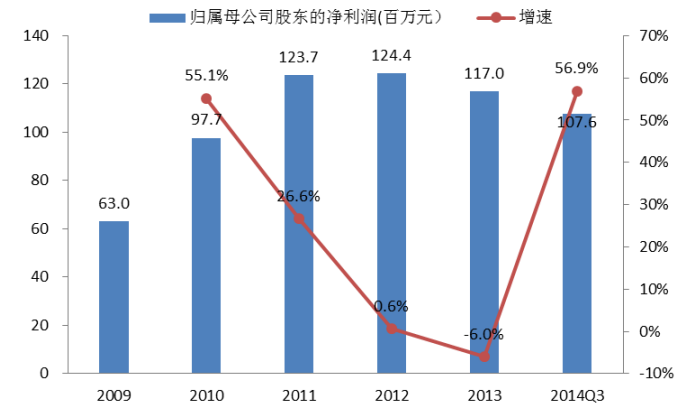
利润增速有所下滑。2014 年铁路投资重回高点，2014 年前三季度，公司实现营业收入 9.65 亿元，同比增长 51.3%，实现归属于母公司股东的净利润 1.08 亿元，同比增长 56.9%。公司收入和净利润拐点显现。

图 4：2014 年公司营业收入增速拐点显现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 5：2014 年公司净利润增速拐点显现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

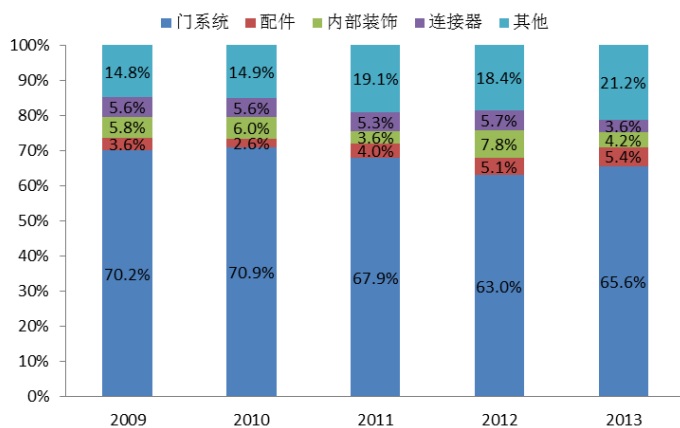
（二）背靠南京工程学院；技术实力雄厚，研发投入大盈利能力强

公司第一大股东为南京工程学院资产经营有限责任公司，大股东技术实力雄厚，人力资源丰富，未来将有助于上市公司的持续增长、新产品新业务开拓。

公司产品以门系统为主，收入占比常年保持在 60% 以上。近年来，随着公司其他业务如包括教学仪器、精密锻件、自动化设备及数控产品等的发展，门系统收入占比有所减少。

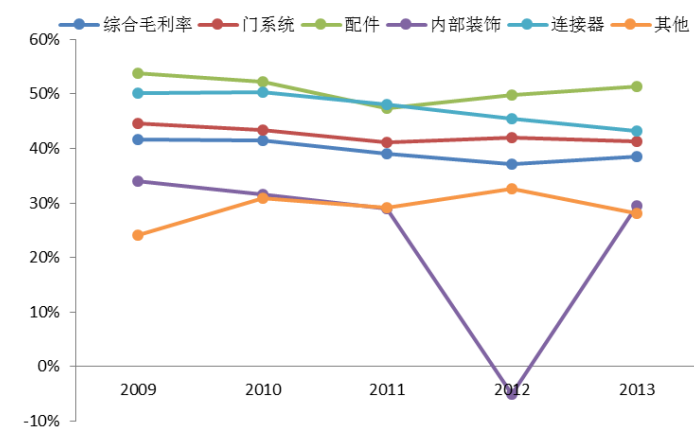
公司近年来以产品性能、价格、服务综合优势，实现在国内城轨车辆自动门系统 50% 以上市场份额，铁路干线门系统 20% 以上的份额。由于行业进入壁垒高，公司综合毛利率保持在 40% 左右，盈利能力较强。

图 6：公司产品以门系统为主



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 7：公司综合毛利率保持在 40% 左右



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司在发展中不断累积技术优势，形成以国家企业技术中心为核心，覆盖轨道交通门系统

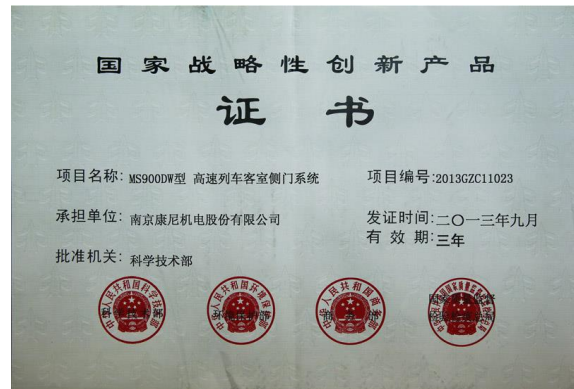
基础应用技术、共性技术、产品实现技术的研发创新体系。公司产品获得欧洲铁路标准 EN50128 软件安全完整性 2 级 (SIL2) 认证, CRCC 认证等多项认证, 拥有国内外专利 280 多项, 其中发明专利 39 项。公司设计了国内首套完全自主的铁路客车塞拉门系统、城轨车门系统和高铁车门系统, 实现了轨道车门完全国产化, 研发了世界第一套高原列车门系统和外挂密闭门系统, 技术实力极为雄厚。

图 8: 公司设备: 冲击振动试验台



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

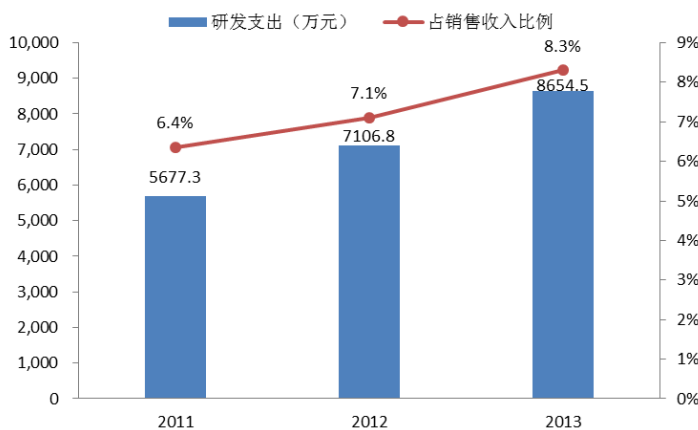
图 9: 公司 MS900W 高速列车客室侧门系统: 国家战略性新兴产业



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

公司拥有行业内人员规模最大的轨道交通装备产品研发团队, 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。近年来公司研发支出不断增长, 占销售收入比例也不断上升, 2013 年公司研发支出达到 8654.5 万元, 占销售收入比例达到 8.3%。

图 10: 公司研发支出占销售收入比例不断提升



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

(三) 受益“一带一路”等, 城轨地铁和高铁设备市场景气度持续

习近平总书记在 2013 年 9 月和 10 月分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想, 强调相关各国要打造互利共赢的“利益共同体”和共同发展繁荣的“命运共同体”, 两大构想简称“一带一路”。2014 年 10 月, 包括中国、印度、新加坡在内的 21 国在北京签署《筹建亚洲基础设施投资银行备忘录》, 11 月, 习近平宣布中国将出资 400

亿美元成立丝路基金，12月，商务部表示将启动一批“一带一路”合作项目。

据媒体报道，“一带一路”规划已赢得近60国参与，于3月26日至29日召开的博鳌亚洲论坛中亮相。规划将包括一份详细的重大工程项目清单，清单将规划未来几年将要签约、开工的项目，涉及铁路、公路、能源、信息、产业园区等总计几百项重大工程。

根据3月28日国家发展改革委、外交部、商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域。在尊重相关国家主权和安全关切的基础上，沿线国家宜加强基础设施建设规划、技术标准体系的对接，共同推进国际骨干通道建设，逐步形成连接亚洲各次区域以及亚欧非之间的基础设施网络。强化基础设施绿色低碳化建设和运营管理，在建设中充分考虑气候变化影响。抓住交通基础设施的关键通道、关键节点和重点工程，优先打通缺失路段，畅通瓶颈路段，配套完善道路安全防护设施和交通管理设施设备，提升道路通达水平。推进建立统一的全程运输协调机制，促进国际通关、换装、多式联运有机衔接，逐步形成兼容规范的运输规则，实现国际运输便利化。推动口岸基础设施建设，畅通陆水联运通道，推进港口合作建设，增加海上航线和班次，加强海上物流信息化合作。拓展建立民航全面合作的平台和机制，加快提升航空基础设施水平。

图 11：“一带一路”路线图



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

受益于“一带一路”建设；城轨地铁和高铁市场景气度持续，公司轨道交通相关设备（高铁、城轨地铁车辆）市场前景较好。目前公司已开始跻身欧洲、北美等发达国家市场，成为国际著名轨道交通车辆供应商加拿大庞巴迪公司、法国阿尔斯通公司、德国西门子的合格供应商。我们认为，公司将充分受益于“一带一路”建设，出口业务有望高速增长。

（四）向新能源汽车等领域拓展，打开成长空间

2015年1月，公司公告拟以现金出资共同设立康尼新能源，主要产品包括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充电设备，公司持股比例为55%。根据公司公告，康尼科技2014年新能源汽车零部件业务销售收入约为5000万元，较2013年增长超过400%，预计2015年将实现收入翻番。

我们注意到，公司在出资建立康尼新能源时，子公司的管理团队和骨干员工拥有子公司股份，激励措施很好。我们判断，未来康尼新能源有望成为公司业绩新增长点。根据我们的测算，到2020年，公司产品面临的市场空间接近30亿元/年。

（五）股权激励等激励措施到位，未来不排除外延发展可能性

2014年公司发起限制性股票激励计划，于2015年1月9日完成授予。公司通过定向增发共授予644万股，授予价格为12.42元/股，授予对象包括高管、核心管理人员和核心技术人员共16名。通过股权激励，公司进一步建立、健全了激励机制，将助推公司发展。

表1：限制性股票激励计划激励对象名单及授予情况

激励对象	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予前总股本的比例
徐庆	董事会秘书	110	0.38%
陈磊	财务总监	102	0.35%
李宏	轨道交通事业总部副总经理、技术中心副主任	90	0.31%
核心技术人员、核心管理人员(13人)		342	1.18%
合计(16人)		644	2.23%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表2：股权激励解锁安排

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	自授予日起满12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日止	50%
第二次解锁	自授予日起满24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日止	30%
第三次解锁	自授予日起满36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日止	20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表3：股权激励解锁条件

解锁安排	解锁条件
第一次解锁	以2013年度业绩为基准，2014年净利润增长率不低于15%，营业收入增长率不低于20%
第二次解锁	以2013年度业绩为基准，2014年净利润增长率不低于30%，营业收入增长率不低于40%
第三次解锁	以2013年度业绩为基准，2014年净利润增长率不低于50%，营业收入增长率不低于60%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

截至2014年第三季度，公司在手现金达到5.87亿元。公司在接受特定对象调研时表示，公司未来将通过实体产业和资本运作双轮驱动，在大机电和大交通两个高端装备领域谋求大发展，只要是符合公司战略规划定位的合适的、优质的项目和标的，公司都会积极予以考虑。我们判断，不排除公司未来通过外延方式在轨道交通装备和新能源汽车领域进行拓展的可能性。

二、铁路投资保持高位，“一带一路”等延长景气周期

(一) 2014 年铁路投资重回高点，行业高景气将持续

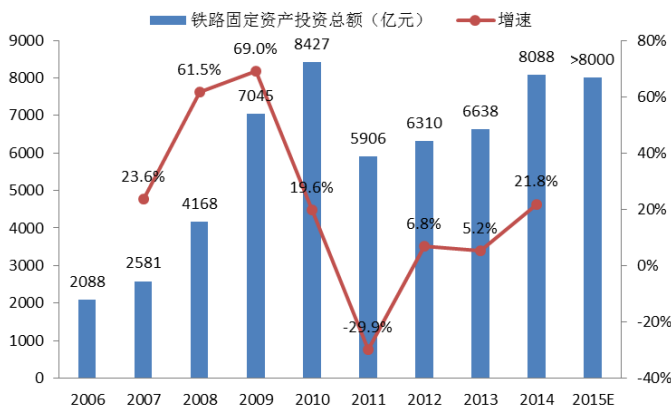
2014 年铁路投资总额达到 8088 亿元，比 2013 年增长 20%；2014 年设备投资额增至 1430 亿元以上，比 2013 年增长 38%。铁路建设作为国家拉动经济增长的重要着力点，中西部铁路投资加大，铁路投资重回历史高点。根据 2015 年的政府工作报告，2015 年铁路投资要保持在 8000 亿元以上，新投产里程 8000 公里以上。

根据铁路“十三五”规划基本思路，“十三五”期间，中国铁路投资额将维持在高位，中国铁路市场仍将是世界上最大的铁路市场。“十三五”期间，铁路建设的重点将从东部地区转向中西部地区，从内陆转向边疆，从重大干线转向中短途城际铁路。

据了解，在铁路“十三五”规划中，中国铁路除了将继续花大力气建设高速铁路，建成“四纵四横”高铁网，进一步将高铁在全国铺开外，还需将发展改革的天平向西部倾斜，缩小东西差距，继续推动全国大通道的打通。此外，铁路“十三五”规划中国家还将继续推进铁路的深化改革，让以前封闭的国家部门直接面向市场，广泛地利用大量民间资本。

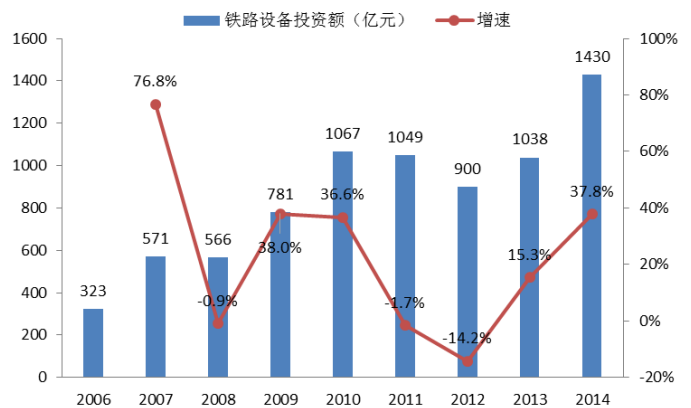
同时，“十三五”还将加快中国铁路“走出去”的步伐，继续参与国际竞标。

图 12: 2014 年铁路投资总额达到 8088 亿元，重回历史高点



资料来源：中国铁路总公司，中国银河证券研究部整理

图 13: 2014 年铁路设备投资额增至 1430 亿，同比增长 38%



资料来源：中国铁路总公司，中国银河证券研究部整理

2014 年，我国铁路新线投产 8427 公里，创历史最高纪录，截至 2014 年底，中国铁路营运里程达到 11.2 万公里。我国高速铁路总营业里程达到 1.6 万公里，占世界的 60% 以上，成为世界上高速铁路投产运营里程最长的国家。根据我们的统计，2015 年铁总公司计划开通 12 条高铁，通车里程约为 3534 公里，新投产高铁继续保持较高水平。

表 4: 预计 2015 年铁路基建投资保持在 5500-6500 亿元左右，新投产高铁在 2000 公里左右

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
固定资产投资 (亿元)	2088	2581	4168	7045	8427	5906	6310	6638	8088	>8000
基建投资 (亿元)	1553	1790	3372	6006	7091	4611	5160	5300	5500-6500	5500-6500
投产新线里程 (公里)	1481	678	1730	5557	4908	2167	5382	5586	8427	>8000
新投产高铁 (客运专线, 公里)			1134	2319	1554	1421	2723	1672	4000-5000	3000-4000

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
营业里程(万公里)	7.7	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.4	11.2	12

资料来源：中国银河证券研究部（注：投产里程即通车里程）

表 5：2015 年铁总公司计划开通高铁情况

项目名称	营业里程（公里）	开工时间	投产时间	速度目标值（km/h）
大西铁路原平至太原段	93	2009 年	2015 年	250
宁安铁路	264	2008 年	2015 年	250
合福铁路	810	2009 年	2015 年	300
成渝客专	308	2010 年	2015 年	300
郑徐客专	362	2012 年	2015 年	300
长昆客专贵阳以东段	693	2010 年	2015 年	250
沈丹客专	206	2009 年	2015 年	250
吉图珲铁路	360	2010 年	2015 年	250
津保铁路霸州至天津段	181	2010 年	2015 年	250
武汉至孝感城际铁路	61	2009 年	2015 年	200
东莞至惠州城际铁路	100	2009 年	2015 年	200
长株潭城际铁路	96	2010 年	2015 年	200
合计	3534			

资料来源：国家铁路局，中国银河证券研究部

《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》提出，2020 年普通铁路网覆盖 20 万以上人口城市，快速铁路网基本覆盖 50 万以上人口城市。中国工程院院士、“中国高铁代言人”王梦恕在接受媒体采访时表示，要达成这一目标需将中国铁路总里程提高到 17 万公里，而此前有媒体报道，城镇化规划初稿中我国铁路的总里程有望在 2020 年达到 14.6 万公里。考虑到 2015 年年底全国铁路运营里程将达到 12 万公里，保守估计 2020 年我国铁路总里程或达到 15 万公里，则“十三五”期间平均每年需投产新线里程 6000 公里，铁路投资将继续保持较高景气度。

（二）加密需求、新线需求增加，2015 年动车组交付量将保持增长

2014 年，全路高铁动车组运送超过 8 亿人次，超过铁路总运输量的 35%，同比增长超过 50%。以京沪高铁为例，全年京沪高铁运送旅客超过 1 亿人次，比上年同期增长 27%，首次实现盈利。根据媒体报道，2015 年春运高铁首次超越普铁，成为旅客铁路出行首选，高铁客运量继续增长。随着高铁客运量的增长，高铁动车组加密需求加大，高铁动卧等新班次也将增加，加密需求将成为动车组需求重要因素。

2014 年 10 月 14 日，中国铁路建设投资公司招标配套动车组机车综合无线通信设备(CIR)共 170 套，计入 2014 年已经招标的 776 套 CIR，共招标 CIR 946 套，可配套 473 标列动车组（每标列动车组配 2 套 CIR）。

2014 年铁总已经正式招标动车组 377 列（8 月份 232 列，9 月份 70 列，10 月份 75 列；其中时速 350 公里的 240 列，250 公里的 137 列）。而已招标的 CIR 可以配套 473 列，预示着未来可能再招标 96 列。

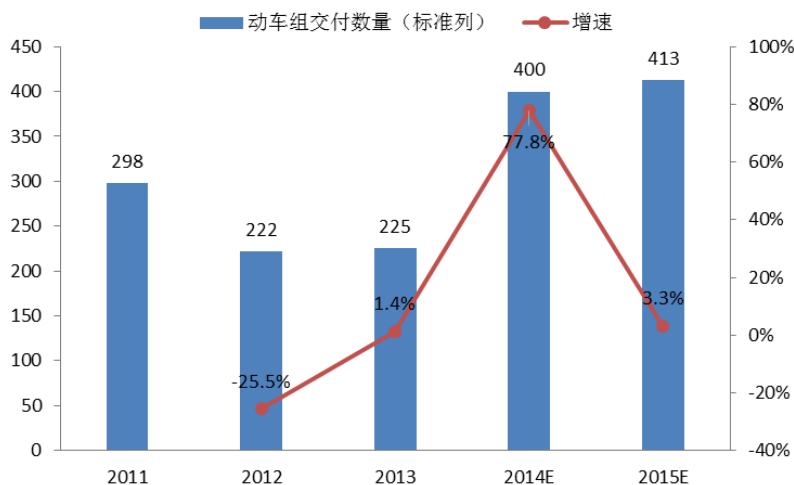
表 6: 2014 年动车组招标超预期, 未来可能再招标 96 列

招标时间	招标内容	采购数量	备注/单价 (亿元)	招标金额估计 (亿元)
2014.10.14	动车组机车综合无线通信设备 (CIR)	170 套	对应 85 列动车组	
2014.8.25	动车组机车综合无线通信设备 (CIR)	776 套	对应 388 列动车组	
合计		946 套	对应 473 列动车组	
2014.10.11	时速 350 公里动车组	40	1.9	76
2014.10.11	时速 250 公里动车组	35	1.29	45
2014.9.24	时速 350 公里动车组 (高寒)	25	2.02	51
2014.9.24	时速 250 公里动车组 (高寒)	35	1.3	46
2014.9.24	时速 250 公里动车组 (抗风沙)	10	1.3	13
2014.8.22	时速 350 公里动车组	175	1.9	333
2014.8.22	时速 250 公里动车组	57	1.29	74
合计		377		636
未来可能招标动车组		96		

资料来源: 中国铁路建设投资公司网站, 中国银河证券研究部

2013 年铁总招标动车组招标共 473 列 (8 月份一次招标 159 列; 二次招标 314 列; 其中时速 350 公里的共 294 列; 250 公里的 179); 2013 年结转到 2014 年的订单约 340 列。我们判断 2014 年动车组交付在 400 列左右, 则 2015 年动车组交付约 413 列。尽管产品结构有所差异, 但我们可以大致判断 2015 年动车组交付多于 2014 年。

图 14: 预计 2014-2015 年中国每年交付动车组数量在 400 列以上



数据来源: 中国银河证券研究部 (注: 不计入青岛BST交付的动车组)

表 7: 预计 2014 年动车组合计交付数量同比增长 78%, 销售额同比增长 62%

2012 年交付动车组 (列)	230	单价 (亿元/列)	金额: 亿元
其中: 350 公里的占比	76%	1.9	332
其中: 250 公里的占比	24%	1.3	72
2012 年动车组交付金额合计			404

2013 年交付动车组 (列, 预计数)	225		
其中: 350 公里的占比	60%	1.9	257
其中: 250 公里的占比	40%	1.3	117
2013 年动车组交付金额合计			374
2013 年动车组交付数量同比增长			-2%
2013 年动车组销售额 (不包含维修) 同比增速			-8%
2014 年交付动车组 (列, 预计数)	400		
其中: 350 公里的占比	35%	1.9	266
其中: 250 公里的占比	65%	1.3	338
2014 年动车组交付金额合计			604
2014 年动车组交付数量同比增长			78%
2014 年动车组销售额 (不包含维修) 同比增速			62%

数据来源: 中国银河证券研究部 (注: 不计入青岛 BST 交付的动车组)

根据国际铁路联盟 2014 年 9 月发布的统计报告, 我国在建和远期规划高铁总里程数达到 **11348 公里**; 2014 年第四季度, 发改委又集中批复了多个高铁项目; 2015 年以来, 包括环渤海高铁 (575 公里)、京张高铁 (174 公里) 等新项目也处于规划当中。按照 2014 年我国共有高铁动车组约 1500 组、高铁运营里程 1.6 万公里计算, 高铁密度约 0.1 组/公里, 简单测算未来我国所需高铁动车组至少将超过 1200 组, 即使扣除 2015 年即将交付的 400 多组, 也还需要 800 余组。考虑到加密需求, 未来高铁动车组需求仍将保持较高水平。

(三) “一带一路”、“高铁外交”将延长行业景气周期

据国际铁路联盟统计, 截至 2014 年 9 月 1 日, 世界其他国家和地区高速铁路总营业里程 11822 公里, 在建、计划建设和远期规划的高铁里程数共 20248 公里。未来国际市场是中国高铁走出去的大舞台。俄罗斯、泰国等地区有望率先突破。

统计显示, 2009~2013 年间, 中国北车累计获得了巴西 42 亿元订单、阿根廷 57 亿元订单, 中国南车累计获得了阿根廷 60 亿元订单, **2014 年南北车新签的海外订单双双超过 30 亿美元, 与 2013 年相比增长幅度超过 60%**。而根据人民日报报道, **2014 年国企海外铁路类订单 (包含基建) 已超过 1000 亿元, 高铁出海初见成效。**

表 8: 2014 年以来轨道交通在海外取得的部分重要成果

时间	国家	主要内容
2014 年 5 月 5 日	埃塞俄比亚	国务院总理李克强在访问埃塞俄比亚时表示, 中方将积极参与非洲公路、铁路、电信、电力等项目建设, 实现区域互联互通, 中方还将在非洲设立高速铁路研发中心。
2014 年 5 月 5 日	尼日利亚	中国土木工程集团与尼日利亚联邦交通部签订尼日利亚沿海铁路项目框架合同, 总金额 131.22 亿美元, 刷新了中国对外承包工程单体合同额最高纪录。
2014 年 5 月 20 日	俄罗斯	在国家主席习近平与俄罗斯总统普京的共同见证下, 中国铁建等几十家中方企业在中国上海与俄罗斯签署了能源、电力、航空、通信、基础设施建设等领域多项合作文件。
2014 年 6 月 5 日	新加坡	中国南车四方股份公司与川崎重工株式会社及其新加坡分公司联合中标新加坡陆路交通管理局 (LTA) 91 列 364 辆无人驾驶地铁车辆项目。

2014年6月24日	马其顿	中国南车股份有限公司与马其顿签署6列动车组购销合同，在合同规定期限内向马其顿铁路提供相关产品和服务。
2014年7月21日	阿根廷	我国出口量最大的城际动车组首批车辆在阿根廷萨缅托线投入运营，首批投入运营的共6列（54辆）。
2014年9月10日	印度	中国南车株机公司获签3亿元印度新孟买1号线地铁车辆及维保订单，这是中国南车首次获得印度地铁维保订单，成功将“制造+服务”的地铁“4S”店模式复制到南亚大陆。
2014年10月10日	德国	在中德两国总理共同出席的第七届中德经济技术合作论坛上，由中德两国政府共同见证下，成立“中德轨道交通技术联合研发中心”的合作协议在德国柏林签署。
2014年10月21日	泰国	中国北车长客股份公司联合BBC联合体与泰国国家铁路公司(SRT)在曼谷正式签署了115辆米轨铁路客车项目合同。这是泰国国家铁路公司有史以来签署的最大铁路客车采购合同，也是中国不锈钢米轨干线铁路客车的首次出口。
2014年10月21日	马来西亚	中国南车株机公司将向马来西亚提供30列应用于安邦线的轻轨列车，其中9列车将在马来西亚吉隆坡实现本地化生产。
2014年10月22日	美国	美国马萨诸塞州交通局正式宣布中国北车股份有限公司中标波士顿地铁车辆采购项目，为波士顿红线和橙线地铁提供地铁车辆，中标金额约为人民币34.85亿元。
2014年11月12日	秘鲁	中国国家主席习近平在北京同秘鲁总统乌马拉举行会谈时表示，中方将积极参与建设从秘鲁到巴西、连接太平洋和大西洋的“两洋铁路”项目。会谈后，两国元首共同见证了中国、巴西、秘鲁三国有关部门设立“两洋铁路”联合工作组等合作文件的签署。
2014年11月18日	泰国	泰国总理巴育表示，内阁当天通过一项中国投资泰国铁路的合作项目，有关合作的规划细节，将提交国家立法议会审议。
2014年11月19日	尼日利亚	中国铁建中非建设有限公司副董事长曹保刚与尼日利亚交通部部长依瑞士·乌斯曼在尼首都阿布贾正式签署尼沿海铁路项目商务合同。

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

据媒体报道，中国现正研究并着手建设四条出境高铁线路，分别是**欧亚高铁、中亚高铁、泛亚高铁和中俄美加高铁**。而将连接起整个中亚和欧洲的“一带一路”战略中的“丝绸之路经济带”，正需要欧亚高铁的支撑。

图 15：中国现正研究并着手建设四条出境高铁线路，支撑“一带一路”建设



资料来源：每日财经、中国银河证券研究部

2015年3月18日，中国北车副总裁余卫平在接受采访时表示，目前中国正围绕“一带一路”与28个国家洽谈高铁合作，其中进展较快的包括俄罗斯的莫喀（莫斯科到喀山）高铁和泰国的高铁，而中国北车将于4月竞标俄罗斯高铁项目。我们认为，“一带一路”建设将延长轨道交通设备行业景气周期。

（四）城市轨道交通建设将成为新热点

我国城市轨道交通建设规模已位居世界首位。根据《城市轨道交通研究》杂志社提供的数据，截至2014年12月31日，中国开通运营城市轨道交通线路的城市共计25座，运营线路共计100条，运营线路总长为3055.6公里，同比增长14%，运营车站共计2027座。随着中国经济的发展，城市轨道交通正向众多二线、三线城市扩散。

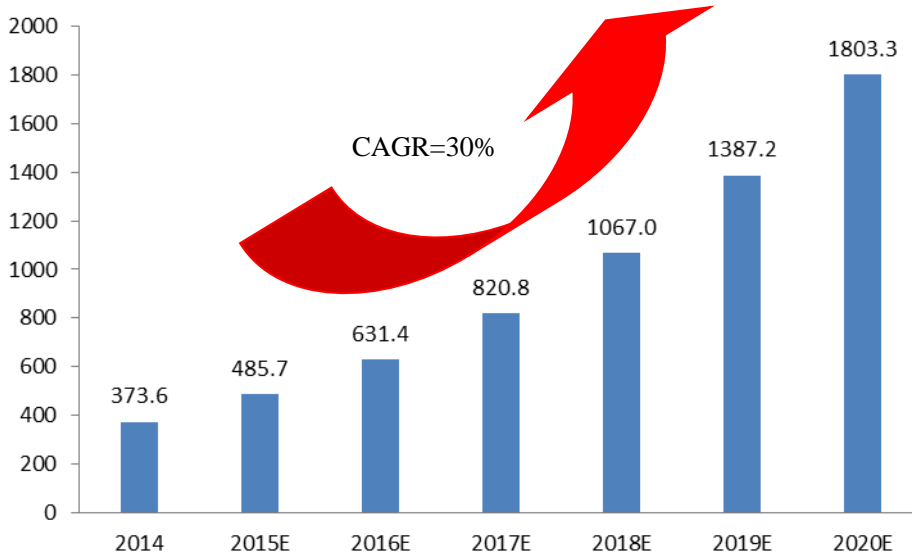
截至2014年底，我国已批准了39个城市的轨道交通线网规划和建设，到2020年以前规划建设总里程约6200公里。据此测算，到2020年我国城市轨道交通新建里程数复合增长率将达到30%。

表9：目前我国已批准39个城市的轨道交通线网规划和建设

2013年底获批轨道交通线网规划和建设城市数	36
规划建设总里程（公里）	5890
2014年新增运营线路长度（公里）	373.6
	南通，324公里
2014年-2015年获批城市及规划建设总里程	郑州，277.1公里
	济南，80.6公里
目前获批轨道交通线网规划和建设城市数	39
目前规划建设总里程（公里）	6198.1

资料来源：《中国城市轨道交通年度报告》，国家发改委，中国银河证券研究部

图 16：预计到 2020 年我国城市轨道交通新建里程数复合增长率将达到 30%



资料来源：《城市轨道交通研究》杂志社、中国银河证券研究部

三、内生增长：高铁新产品+出口+维保，助推快速成长

(一) 到 2020 年城轨及客运列车门系统市场空间超过 30 亿元/年

根据我们的测算，到 2020 年我国城轨及客运列车门系统市场空间约 32 亿元/年，其中城轨运营列车门系统市场空间约 21 亿元/年，客运列车门系统市场空间约 11 亿元/年。

1、到 2020 年我国城轨列车门系统市场空间接近 125 亿元，平均约 21 亿元/年。

2013 年底我国城市轨道交通运营列车数量已达到 14366 辆，同期运营线路总长为 2682 公里，密度约 5.4 辆/公里；据此计算，到 2020 年我国需新增轨道交通运营列车约 34000 辆。

根据公司招股说明书披露的数据，通常情况下城轨车辆配置约为 10 套外门/辆，2 套内门/辆，价格为外门 2.7 万元/套，内门 4.9 万元/套。一套车辆门系统价值总和为 36.8 万元，则到 2020 年，城市轨道交通运营列车门系统市场空间接近 125 亿元，平均约 21 亿元/年。根据上一章的测算，复合增长率将达到 30%。

表 10：到 2020 年城市轨道交通运营列车门系统市场空间为 125 亿元，平均 21 亿元/年。

到 2020 年城市轨道交通规划建设总里程（公里）	6200
列车数量密度（辆/公里）	5.4
到 2020 年需新增轨道交通运营列车数（辆）	33480
城轨车辆门系统配置	外门 10 套，内门 2 套
内外门价格	外门 2.7 万元/套，内门 4.9 万元/套
城轨车辆门系统价值（万元/辆）	36.8
到 2020 年城市轨道交通运营列车门系统市场空间（亿元）	125

资料来源：《中国城市轨道交通年度报告》，国家发改委，公司招股说明书，中国银河证券研究部

2、到 2020 年我国客运列车门系统市场空间约 62 亿元，接近 11 亿元/年

截至 2013 年底，我国共有铁路客车 58965 辆，动车组 1083 组（按照每组 8 辆，折合 8664 辆），同期铁路运营里程 10.3 万公里，目前客运列车密度约 0.7 辆/公里。考虑到动车组密度较大以及未来的加密需求，我们假设新增客运列车密度将达到 1 辆/公里。根据前文中测算，2015-2020 年我国需投产新线里程 3.8 万公里，所需新增客运列车约 3.8 万辆。

按照每辆车配 4 套外门、6 套内门计算，外门 2.9 万元/套，内门 0.8 万元/套，每辆车门系统价值 16.4 万元。据此计算，到 2020 年我国客运列车门系统市场空间约 62 亿元，接近 11 亿元/年。

表 11：到 2020 年我国客运列车门系统市场空间为 62 亿元，接近 11 亿元/年。

到 2020 年我国铁路投产新线里程（公里）	38000
列车数量密度（辆/公里）	1
到 2020 年需新增客运列车数（辆）	38000
客运车辆门系统配置	外门 4 套，内门 6 套

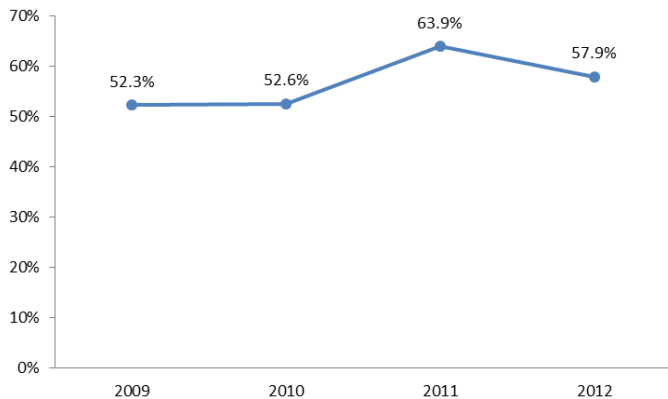
内外门价格	外门 2.9 万元/套，内门 0.8 万元/套
客运车辆门系统价值（万元/辆）	16.4
到 2020 年客运列车门系统市场空间（亿元）	62

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（二）公司市场占有率高，现有业务将保持快速增长

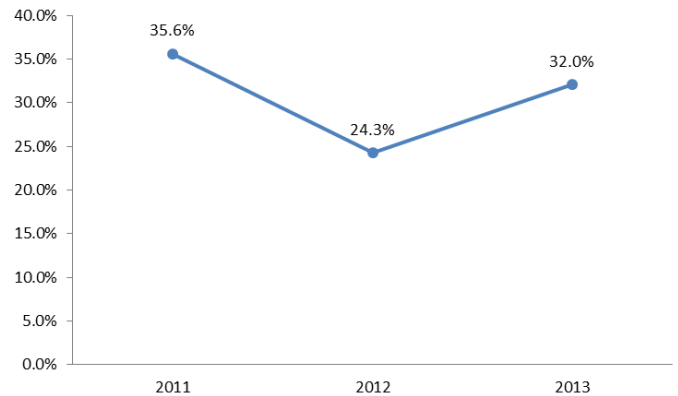
公司主要竞争对手为中外合资企业，包括 IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司、北京博得、上海法维莱、青岛欧特美、江苏纳博特斯克今创等。公司凭借强大的研发能力、雄厚的技术实力、著名的品牌和完善的客户服务体系，赢得了较高的市场占有率。公司城市轨道交通门系统市场份额常年超过 50%，干线铁路门系统市场份额也超过 30%。公司产品已应用于近二十个城市轨道交通车辆和 25T、青藏线和各类主力车型上。

图 17：公司城市轨道交通门系统市场份额超过 50%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 18：公司干线铁路车辆门系统市场份额超过 30%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

轨道交通车辆门系统具有很高的技术门槛，且需要在轨道交通领域具有丰富的运行经验以证明其可靠性，因此整车制造商一般倾向于选择自己熟悉的门系统制造企业，市场竞争格局较为稳定，公司市占率有望继续提升。公司与南北车已保持了多年合作关系，公司对两大集团销售收入占比近年来维持在 60% 左右。公司近年来产能利用率均超过 100%，随着募投项目的投产，公司产能将实现翻倍，我们认为公司现有业务增速将超过行业增速，继续保持高速增长。

表 12：公司近年来产能利用率超过 100%

	2011 年	2012 年	2013 年
产量（套）	25,630	29,586	31,060
产能（套）	22,020	23,042	23,609
产能利用率（%）	116.39%	128.40%	131.56%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 13：公司募投项目达产后将实现产能翻倍

公司现有产能（标准套）	23,609
-------------	--------

募集资金投资项目新增产能（标准套）	24,000
募集资金投资项目达产后总产能（标准套）	47,609

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（三）动车组外门实现突破，将成为新增长点

目前公司已占据高铁门系统约 70% 的车组内门市场，同时适用 CRH2、CRH3、CRH3C、CRH380B、CRH380BL、CRH380CL 等车型的动车组外门产品已通过 CRCC 认证，并完成首批交付。

图 19：公司产品：电控电动塞拉门



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

图 20：公司产品：电控气动内藏移门



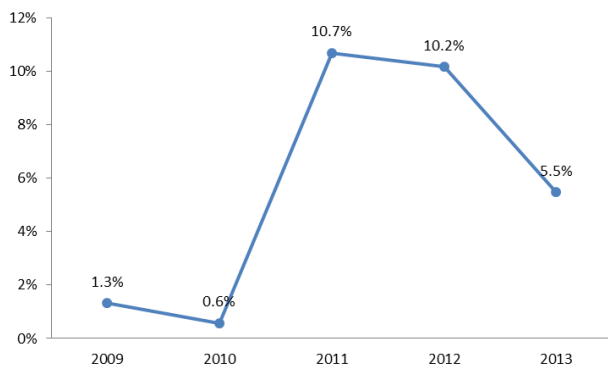
资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

动车组外门系统属于动车组 A 类零部件，目前核心技术仍主要由国外引进。目前我国动车组外门系统的主要生产厂商为 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。根据王梦恕 2014 年 12 月接受采访时提供的信息，时速 350 公里验收时速增加 10% 的机车的国产化率已达到 72%-73%。我们认为，随着产品应用成熟，动车组外门系统将逐步实现进口替代，公司动车组外门系统将实现高速增长，成为公司门系统业务新的增长点。

（四）国际市场订单数量持续增加，出口业务有望高速增长

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，开始了对国际市场的开拓。近年来，公司海外业务收入占比整体保持上行趋势，已出口到包括法国、美国、加拿大、沙特、委内瑞拉、巴西、阿根廷、土耳其、马来西亚等多个国家。2013 年虽然由于产品交付计划的原因导致海外业务收入有所下滑，但公司国际市场订单数量持续增加。

图 21：公司海外业务收入占比整体处于上行趋势



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 22：公司城市轨道交通车辆门系统部分出口项目



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

根据最新第三方中介机构的调查统计，公司门系统产品的全球市场份额与第一名仍然存在较大的差距。公司获得的美国纽约地铁等高端出口订单已开始陆续实现交付，并且获得客户的良好评价，有助于未来进一步拓展海外市场；同时，公司与庞巴迪、阿尔斯通等国际车辆制造商建立起战略合作关系，未来，公司门系统产品直接出口额将得到较快提升。

公司总裁高文明在接受媒体采访时表示，目前国际知名车辆制造企业正实施全球采购战略，一是在全球范围优选 150 家企业作为其主要供应商，二是计划每年在中国市场采购占车辆总价 15% 的车辆配件。未来五年，公司的发展目标是力争进入世界轨道交通门系统制造商前三强行列。公司目前已成为世界三大轨道交通车辆厂商的国际战略供应商，我们判断，公司出口业务将借助“一带一路”的契机，实现高速增长。

（五）维保业务收入逐年增长，将提升公司盈利能力

截至 2013 年底，我国共有铁路客车 58965 辆，动车组 1083 组，城轨列车 14366 辆。随着城轨和铁路车辆存量的扩大，维修需求也随之提升。

以动车组为例，动车组施行计划性的预防检修。检修分为五个等级，一级和二级检修为运用检修，三级、四级、五级检修为定期检修。运用检修在动车运用所内进行，定期检修在动车段内进行。其中三级检修的价格为每列 1000 万元以上，且部分车辆不到 120 万公里就进行三级检修，甚至 60 万公里就有需要进行三级检修的。

城轨车辆一般运行 8-10 年或者 100 万公里将进入大修期；国内主要城市的城轨车辆即将进入大修高峰，公司正加快推行维保业务模式的转变，目前已正式成立维保业务部并推行“贴身服务”战略。

表 14：部分车型动车组维修规则

	CRH1	CRH2	CRH3	CRH5
一级检修	每次运行结束或 48 小时	每次运行结束或 48 小时	每次运行结束	每次运行结束
二级检修	15 天	3 万公里或 30 天	2 万公里	6 万公里
三级检修	120 万公里	45 万公里或 1 年	120 万公里	120 万公里
四级检修	240 万公里	90 万公里或 3 年	240 万公里	240 万公里

五级检修 480 万公里 180 万公里或 6 年 480 万公里 480 万公里

资料来源:《动车组维修》, 中国银河证券研究部

根据招股说明书里的信息, 公司 2011-2013 年的维保收入呈现逐年增长的态势。由于门系统技术标准要求较高, 维保服务一般倾向于由供应商提供。我们判断, 未来几年随着我国城轨和高铁到达检修周期, 公司维保收入将逐步发力, 考虑到一般而言维保业务盈利能力强于产品销售业务, 公司盈利能力将继续提升。

四、向新能源汽车、工业 4.0 等领域拓展，打开成长空间

(一) 出资 1650 万设立康尼新能源，向新能源汽车领域拓展

2015 年 1 月，公司公告拟使用自有资金 1,650 万元与象山易科通用电子有限公司（公司控股子公司康尼科技股东，持有康尼科技 19.5% 的股权）及吴敏等 10 位自然人（均为康尼科技股东及康尼科技新能源业务板块核心骨干）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，公司持股比例为 55%。

康尼科技目前主要产品包括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充电设备。根据公司公告，康尼科技 2014 年新能源汽车零部件业务销售收入约为 5000 万元，较 2013 年增长超过 400%。

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。公司与比亚迪、北汽、上汽、奇瑞等国内十几家主要新能源汽车整车制造企业建立合作关系，除了生产制造目前的产品外，还将运用自主研发、引进吸收和资本运作等多种方式，积极拓展产品种类，向附加值更高的新能源汽车其他产品进行拓展。

表 15：康尼机电持股康尼新能源比例为 55%

股东名称	出资额（万元）	出资比例
康尼机电	1,650.00	55.00%
易科电子	514.80	17.16%
吴敏	171.6	5.72%
马涛	79.2	2.64%
徐肯堂	52.8	1.76%
吴彦斌	26.4	0.88%
陈松	13.2	0.44%
曹燕	111.12	3.704%
于海涛	31.68	1.056%
周喜章	79.2	2.64%
朱恺	150	5%
周红斌	120	4%
合计	3000	100.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 23: 康尼科技产品: 交流车辆充电桩



资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

图 24: 康尼科技产品: 换电连接器

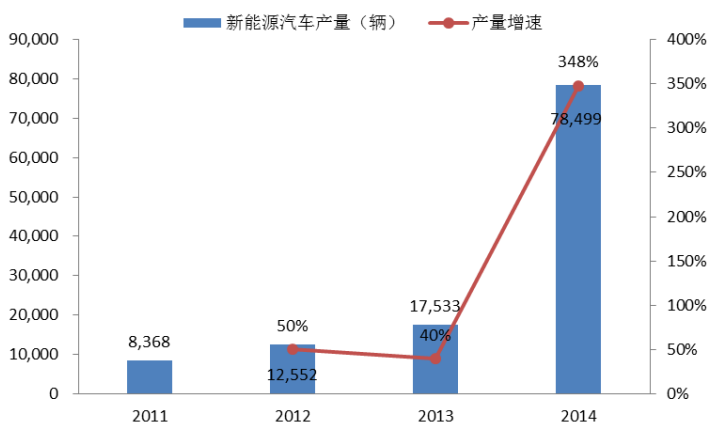


资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

(二) 新能源汽车零部件市场空间大, 未来不排除进一步外延发展

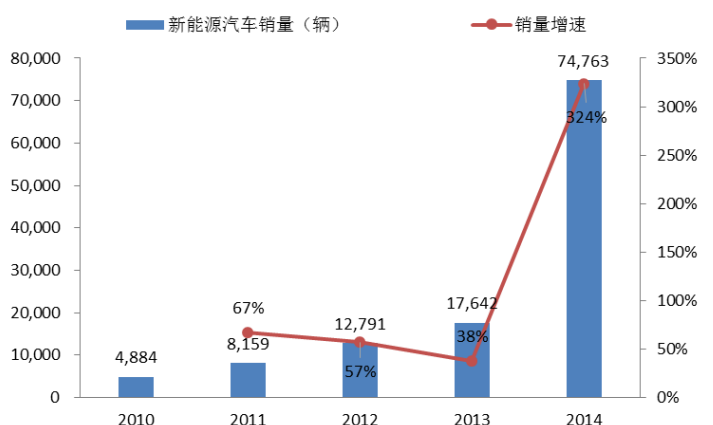
根据中国汽车工业协会的数据,2014 年我国新能源汽车产量为 7.85 万辆,同比大增 348%,销量约 7.5 万辆,同比大增 324%。2015 年 1-2 月,新能源汽车销售 1.24 万辆,同比增长约 290%。工信部的统计数据与中汽协略有差异,2014 年我国新能源汽车产量达到 8.4 万辆,同比增长约 400%,2015 年 1-2 月,新能源产量 1.2 万辆,同比增长仅 500%。整体而言,2014 年起我国新能源汽车行业进入了爆发式增长的阶段。

图 25: 2014 年我国新能源汽车产量增速达到 348%



资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

图 26: 2014 年我国新能源汽车销量增速达到 324%



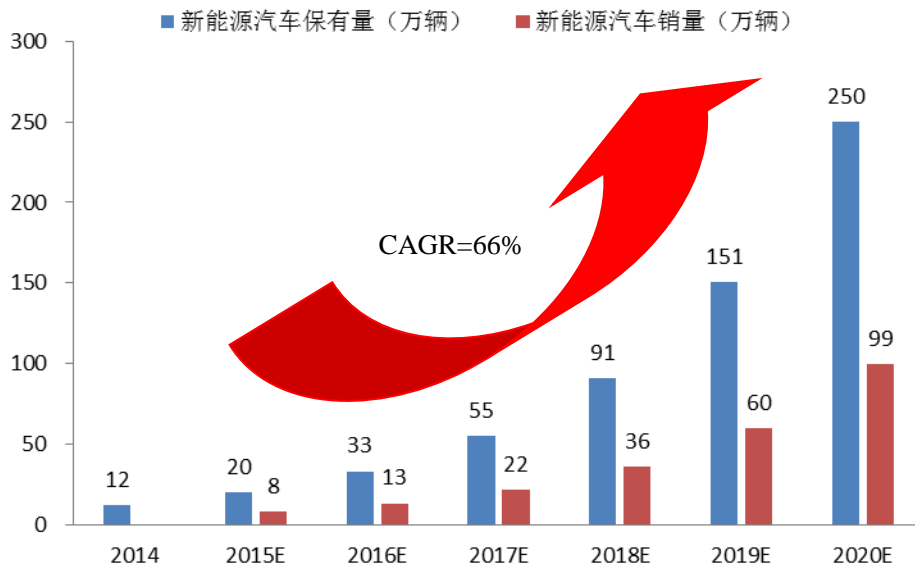
资料来源: 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究部

根据国务院 2012 年发布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020 年)》,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。科技部部长万钢 2015 年 3 月在十二届全国人大三次会议中举行的记者会上表示,截至 2014 年年底,我国新能源汽车保有量已经超过 12 万辆。

2015 年,科技部发布了《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案(征求意见稿)》,

其中提到“为 2020 年实现新能源汽车保有量达到 500 万辆提供技术支持”。我们认为，虽然目前我国新能源汽车保有量距离第一阶段目标还有较大差距，但我国新能源汽车发展的中长期目标仍未改变。即使到 2020 年仅实现目标的 50%，到 2020 年还需新增约 240 万辆新能源汽车，新能源汽车市场的年均复合增速也将达到 66%。

图 27：即使到 2020 年仅达到规划的 50%，新能源汽车市场年均复合增速也将达到 66%



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究部

根据 2015 年 3 月 18 日交通部印发的《交通部关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》，到 2020 年，新能源城市公交车达到 20 万辆。目前我国新能源公交车保有量约 3.6 万辆，同样假设规划目标仅能完成 50%，则到 2020 年需新增 6.4 万辆新能源公交车，另外还需增加约 230 万辆新能源轿车。参考比亚迪的新能源汽车价格，比亚迪 K9 电动大巴价格约 200 万元/辆，比亚迪“唐”电动轿车最低售价为 30 万元/辆，则按此计算，到 2020 年新能源汽车市场空间超过 8200 亿元，平均每年超过 1300 亿元。

表 16：到 2020 年我国新能源汽车市场空间超过 1300 亿元/年

2014 年底我国新能源汽车保有量 (万辆)	12
其中新能源公交车数量 (万辆)	3.6
到 2020 年我国新能源汽车规划保有量 (万辆)	500
其中新能源公交车数量 (万辆)	20
预计完成比例	50%
到 2020 年我国新能源汽车实际保有量 (万辆)	250
其中新能源公交车数量 (万辆)	10
到 2020 年我国需新增新能源汽车数量 (万辆)	238
其中新能源公交车数量 (万辆)	6.4
新能源轿车数量 (万辆)	231.6
比亚迪 K9 电动大巴单价 (万元/辆)	200
比亚迪“唐”电动轿车单价 (万元/辆)	30
到 2020 年我国新能源汽车整车市场空间 (亿元)	8228

到 2020 年我国新能源汽车整车年均市场空间（亿元）

1371

资料来源：互联网、中国银河证券研究部

（三）出资 2208 万设立康尼精密机械，向工业 4.0 等领域拓展

为抓住我国精密数控机床、精密锻造等高端制造行业的发展机遇，进一步扩展公司的业务领域，推动新业务的布局和发展，公司在南京康尼机电股份有限公司精密锻造分公司业务的基础上，引入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，主要从事精密数控机床、精密锻件及机械零部件、计算机软硬件的研制；机、电及一体化装备的研制等业务。

康尼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，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（涉及“绿色制造、再制造”相关业务），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。

我们预计公司精密锻造产品未来能够在汽车零部件市场、精密数控加工两个方面有所突破。

五、盈利预测和估值：业绩将超预期，“谨慎推荐”评级

（一）预计 2014-2016 年业绩复合增长率达 30%，未来有上调潜力

铁路设备行业持续保持高景气度，预计公司 2014-2016 年营业收入复合增长率将达到 24%。公司受益于“一带一路”建设，未来业绩将超预期。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.48/0.61/0.81 元，PE 为 56/44/33 倍，未来业绩仍有上调潜力。

表 17：预计公司 2014-2016 年营业收入符合增长率达到 24%

单位：百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	892.88	999.78	1041.44	1302.0	1617.5	1986.9
门系统	606.69	630.36	683.50	854.4	1059.4	1292.5
配件	35.77	50.72	55.92	67.1	79.2	91.9
内部装饰	32.28	77.63	43.48	50.0	56.5	62.7
连接器	47.74	57.35	37.33	42.9	48.5	53.9
其他	170.39	183.73	221.21	287.6	373.8	486.0
营业收入增速	21.3%	12.0%	4.2%	25.0%	24.2%	22.8%
门系统	16.3%	3.9%	8.4%	25.0%	24.0%	22.0%
配件	88.4%	41.8%	10.3%	20.0%	18.0%	16.0%
内部装饰	-27.4%	140.5%	-44.0%	15.0%	13.0%	11.0%
连接器	16.1%	20.1%	-34.9%	15.0%	13.0%	11.0%
其他	55.5%	7.8%	20.4%	30.0%	30.0%	30.0%
营业收入构成						
门系统	67.9%	63.0%	65.6%	65.6%	65.5%	65.1%
配件	4.0%	5.1%	5.4%	5.2%	4.9%	4.6%
内部装饰	3.6%	7.8%	4.2%	3.8%	3.5%	3.2%
连接器	5.3%	5.7%	3.6%	3.3%	3.0%	2.7%
其他	19.1%	18.4%	21.2%	22.1%	23.1%	24.5%
毛利率	39.1%	37.2%	38.6%	37.5%	37.2%	37.2%
门系统	41.2%	41.9%	41.3%	40.0%	39.0%	39.0%
配件	47.4%	49.8%	51.3%	45.0%	45.0%	45.0%
内部装饰	28.9%	-5.0%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%
连接器	48.0%	45.4%	43.2%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	29.2%	32.6%	28.1%	30.0%	32.0%	32.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 18：预计 2014-2016 年公司业绩复合增长率达到 30%

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	999.78	1,041.44	1,302	1,617	1,987
营业收入增长率	11.97%	4.17%	25%	24%	23%
净利润（百万元）	124.43	116.99	141	181	241

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润增长率	0.60%	-5.98%	21%	28%	33%
EPS (元)	0.42	0.40	0.48	0.61	0.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.69%	27.33%	21.80%	21.80%	22.50%
P/E	63	67	56	44	33
P/B	22.0	18.4	12.2	9.5	7.4
EV/EBITDA	36	39	39	30	24

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部，股价截至2015年3月27日

(二) 公司估值在行业中具备优势，给予“谨慎推荐”评级

公司2014-2016年PE分别为56/44/33倍，估值在铁路设备行业中具有优势。公司成长性较强，在手现金近6亿元，未来不排除在轨道交通装备、新能源汽车、工业4.0领域进行外延式发展，业绩具备上调潜力，给予“谨慎推荐”评级。

表 19：公司估值在铁路设备行业中具备优势，给予“谨慎推荐”评级

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
康尼机电	603111.SH	26.71	0.36	0.48	0.61	0.81	73	56	44	33
永贵电器	300351.SZ	56.68	0.40	0.47	0.62	1.00	141	121	91	57
中国北车	601299.SH	18.41	0.32	0.48	0.58	0.69	58	39	32	27
中国南车	601766.SH	16.99	0.24	0.41	0.50	0.62	70	42	34	28
晋西车轴	600495.SH	24.33	0.08				314			
世纪瑞尔	300150.SZ	25.91	0.21	0.37	0.55	0.69	124	70	47	37
北方创业	600967.SH	16.05	0.32	0.43	0.50	0.64	51	37	32	25
辉煌科技	002296.SZ	21.06	0.15	0.41	0.54	0.68	142	51	39	31
鼎汉技术	300011.SZ	24.62	0.11	0.27	0.59	0.80	224	91	41	31
南方汇通	000920.SZ	19.81	0.10	0.34	0.32	0.43	205	58	61	46
轴研科技	002046.SZ	12.48	0.02				710			
天马股份	002122.SZ	8.00	-0.02				-457			
行业平均估值							140	63	47	35

资料来源：Wind、中国银河证券研究部（除康尼机电外，其余均为Wind一致预期），股价截至2015年3月27日

附录：3 张表预测

表 20：利润表预测

利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,000	1,041	1,302	1,617	1,987
营业成本	628	640	814	1,015	1,249
折旧和摊销	23	24	30	39	46
营业税费	12	11	13	16	20
销售费用	54	66	81	100	123
管理费用	155	189	208	251	308
财务费用	26	23	24	22	4
资产减值损失	2	3	(0)	3	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	2
营业利润	122	111	164	212	283
利润总额	152	137	166	212	283
少数股东损益	6	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	124	117	141	181	241
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.42	0.40	0.48	0.61	0.81
NOPLAT	127.60	114.08	158.21	197.23	242.31
EBIT	148.09	133.70	186.13	232.04	285.07
EBITDA	171.52	158.15	216.11	270.64	331.42

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 21：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	1,096	1,369	1,707	2,122	2,819
流动资产	856	1,126	1,295	1,599	2,192
货币资金	153	232	260	324	568
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	382	444	476	633	784
应收票据	102	153	170	205	268
其他应收款	8	9	11	14	17
存货	187	252	337	375	492
非流动资产	240	243	412	523	627
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	195	190	323	414	501
无形资产	29	29	28	26	25
总负债	719	923	1,120	1,355	1,812
无息负债	433	611	590	1,055	1,734

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
有息负债	286	312	530	300	79
股东权益	377	446	665	846	1,086
股本	217	217	295	295	295
公积金	49	60	74	92	116
未分配利润	93	152	279	441	658
少数股东权益	18	18	17	17	16
归属母公司权益	359	428	648	829	1,069
Vd	286	312	530	300	79
Ve	5,822	5,821	7,924	7,923	7,922
EV	6,152	6,106	8,450	8,219	7,826
IC	706	731	1,113	1,063	912

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 22：现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	135	96	76	510	675
净利润	124	117	141	181	241
折旧摊销	23	24	30	39	46
净营运资金增加	145	16	171	(208)	(313)
其他	(158)	(61)	(267)	499	701
投资活动产生现金流	(34)	(25)	(198)	(148)	(148)
净资本支出	(29)	(29)	200	150	150
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	(8)	0	(398)	(298)	(298)
融资活动现金流	(102)	8	151	(299)	(283)
股本变化	0	0	79	0	0
债务净变化	49	26	218	(230)	(221)
无息负债变化	(153)	178	(21)	465	679
净现金流	(1)	79	29	63	244

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司主要产品: 轨道交通门系统	1
图 2: 城市轨道交通门系统: 公司市占率超 50%	1
图 3: 干线铁路客车门系统: 公司市占率超 30%	1
图 4: 2014 年公司营业收入增速拐点显现	2
图 5: 2014 年公司净利润增速拐点显现	2
图 6: 公司产品以门系统为主	2
图 7: 公司综合毛利率保持在 40% 左右	2
图 8: 公司设备: 冲击振动试验台	3
图 9: 公司 MS900W 高速列车客室侧门系统: 国家战略性创新产品	3
图 10: 公司研发支出占销售收入比例不断提升	3
图 11: “一带一路”路线图	4
图 12: 2014 年铁路投资总额达到 8088 亿元, 重回历史高点	7
图 13: 2014 年铁路设备投资额增至 1430 亿, 同比增长 38%	7
图 14: 预计 2014-2015 年中国每年交付动车组数量在 400 列以上	9
图 15: 中国现正研究并着手建设四条出境高铁线路, 支撑“一带一路”建设	11
图 16: 预计到 2020 年我国城市轨道交通新建里程数复合增长率将达到 30%	13
图 17: 公司城市轨道交通门系统市场份额超过 50%	15
图 18: 公司干线铁路车辆门系统市场份额超过 30%	15
图 19: 公司产品: 电控电动塞拉门	16
图 20: 公司产品: 电控气动内藏移门	16
图 21: 公司海外业务收入占比整体处于上行趋势	17
图 22: 公司城市轨道交通车辆门系统部分出口项目	17
图 23: 康尼科技产品: 交流车辆充电枪	20
图 24: 康尼科技产品: 换电连接器	20
图 25: 2014 年我国新能源汽车产量增速达到 348%	20
图 26: 2014 年我国新能源汽车销量增速达到 324%	20
图 27: 即使到 2020 年仅达到规划的 50%, 新能源汽车市场年均复合增速也将达到 66%	21

表格目录

表 1: 限制性股票激励计划激励对象名单及授予情况	5
表 2: 股权激励解锁安排	5
表 3: 股权激励解锁条件	5
表 4: 预计 2015 年铁路基建投资保持在 5500-6500 亿元左右, 新投产高铁在 2000 公里左右	7
表 6: 2014 年动车组招标超预期, 未来可能再招标 96 列	9
表 7: 预计 2014 年动车组合计交付数量同比增长 78%, 销售额同比增长 62%	9
表 8: 2014 年以来轨道交通在海外取得的部分重要成果	10
表 9: 目前我国已批准 39 个城市的轨道交通线网规划和建设	12
表 10: 到 2020 年城市轨道交通运营列车车门系统市场空间为 125 亿元, 平均 21 亿元/年。	14
表 11: 到 2020 年我国客运列车车门系统市场空间为 62 亿元, 接近 11 亿元/年。	14
表 12: 公司近年来产能利用率超过 100%	15
表 13: 公司募投项目达产后将实现产能翻倍	15
表 14: 部分车型动车组维修规则	17
表 15: 康尼机电持股康尼新能源比例为 55%	19
表 16: 到 2020 年我国新能源汽车市场空间超过 1300 亿元/年	21
表 17: 预计公司 2014-2016 年营业收入符合增长率达到 24%	23
表 18: 预计 2014-2016 年公司业绩复合增长率达到 30%	23
表 19: 公司估值在铁路设备行业中具备优势, 给予“谨慎推荐”评级	24
表 20: 利润表预测	25
表 21: 资产负债表预测	25
表 22: 现金流量表预测	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）

潍柴重机（000880.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn