

康尼机电（603111）调研报告

不断创新的轨道交通装备企业 增持（首次）

2015年9月9日

主要交流心得

- 公司是国内最大的轨道交通门系统供应商，城轨车辆门系统产品占有率保持在 50% 以上：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。半年度报显示，公司收入和净利润均同比增长 27%，其中收入占比 78% 的轨道交通产品收入 6.08 亿元，同比增长 21%，毛利率 40%。高速动车组外门系统产品已覆盖国内动车组主要车型，目前市场占有率已达到 20% 左右。
- 快速增长业务之一新能源汽车零部件：新能源汽车零部件产品已经形成了以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、高压配电系统为主要产品的产品系列，已经与比亚迪、奇瑞、宇通等十几家新能源汽车主机厂建立了合作关系，进入其合格供应商目录。新能源汽车零部件上半年收入为 5155 万元，毛利率为 36%；公司目标，2015-17 年新能源汽车零部件销售复合增长率 100%。
- 快速增长业务之二高铁动车组门系列：公司是国内唯一可以供应高铁动车组外门的制造商。整个动车外门市场空间为 8-9 亿元。高铁动车组外门订单增量主要来自五六年投放市场的动车进入了五级维修期。公司动车组门系统的价格约为进口的 30%-40%，价廉物美，主机厂希望通过康尼逐步实现进口替代。去年动车组外门市场占有率 13%，今年市占率目标 20%。
- 拟收购邦柯科技大力发展轨道交通后市场：康尼机电拟发行股份 1143.2 万股并支付现金 2.59 亿元购买邦柯科技的 98.7742% 的股权。同时康尼机电拟采用向特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过人民币 5.97 亿元，标的公司业绩承诺：2015-2017 年度净利润分别不低于 4,000 万元、5,700 万元和 7,500 万元。
邦柯科技主要产品：自动检测检修系统、智能安全监控系统、仓储与物理自动化系统、系统集成控制软件。2014 年收入 1.7 亿元，智能检测、检测检修、立体仓库收入分别为 7000, 4000, 5500 万元。2015 年在手订单 2.2 亿元。
随着车辆设备安全由预防性维修向状态性维修逐步转型，邦柯的铁路机车、车辆及动车组安全运行保障专用设备 2015-2017 年市场规模为 250 亿元-300 亿元。
收购实现协同互赢：康尼认为今后轨道交通装备的核心竞争力不是制造，而是基于软件的控制系统。邦柯的软件优势协助康尼打造平台技术提升产品品质。同时康尼在制造以及城轨市场方面的优势可以帮助邦柯拓展业务。
- 盈利预测：假设公司收购邦柯将在年底完成，邦柯在 2016 年开始实现并表，则公司 2015-17 年的收入分别为 17.43、25.5 和 33.00 亿元，实现净利润分别为 1.96、2.95 和 3.70 亿元。考虑发行后的股本摊薄，2015-17 年的 EPS 分别为 0.60、0.90 和 1.13 元。停牌前股价对应 PE 分别为 66、44 和 35 倍。公司未来三年业绩高增长可期，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：收购计划存在不确定因素。

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

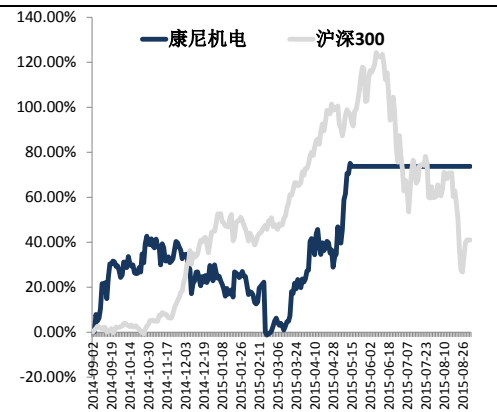
huanghf@dwzq.com.cn

研究助理 周尔双

执业资格证书号码：S0600114060002

联系电话：0512-62936113

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.58
一年最低价/最高价	19.03 / 39.84
市净率	0.00
流通A股市值(百万元)	5721.4

基础数据

每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	44.4
总股本(百万股)	295.35
流通A股(百万股)	148.30

1. 主营业务

康尼机电主营轨道交通产品和新能源汽车零部件，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交通车辆门系统、动车组门系统以及普通铁路客车门系统等。过去三年收入复合增长率为 13.6%，净利润复合增长率为 4.45%。半年度报显示，公司收入和净利润均同比增长 27%，其中轨道交通产品收入 6.08 亿元，同比增长 21%，毛利率 40%。公司城轨车辆门系统产品继续保持市场领先地位，国内市场占有率保持在 50% 以上，未来有望继续保持；高速动车组外门系统产品已覆盖国内动车组主要车型，目前市场占有率已达到 20% 左右。

分区域来看，上半年国外销售增长 75%，主要是拓展了美国轨道交通市场，后续公司还会继续努力。

上半年零部件收入 3856 万元，同比增长 50.63%，主要由于五六前年投资的动车目前进入五级维保期，后市场需求增大零部件需求。

公司高铁外门销售单价为 6 万元，每节车厢 4 扇门，每列车标准 8 个车厢。

公司地铁车外门销售单价为 3 万元，每节车厢 8-10 扇门，每列车标准 6 个车厢。

2. 新业务增长情况

2.1. 新能源汽车零部件

新能源汽车零部件产品已经形成了以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、高压配电系统为主要产品的产品系列，已经与比亚迪、奇瑞、宇通等十几家新能源汽车主机厂建立了合作关系，进入其合格供应商目录。

新能源汽车零部件上半年收入为 5155 万元，毛利率为 36%；公告中体现新能源汽车零部件子公司上半年收入 3000 万元主要由于子公司 4 月份才开始独立核算。总体来说，新能源汽车零部件全年可实现 1-1.5 亿元收入，同比增长 100%-150% (去年同比增长 400%)。计划 2016-2017 年的销售目标均为同比增长 100%。

目前公司新能源汽车零部件有 8 个客户，涵盖 12 个型号产品，全部是乘用车。公司做过测算，对整车商来说，每个产品必须销售 10 万辆才能保本。所以只要拿下一款新产品，增量就很可观。公司在新能源汽车上面的快速增长主要得益于多年研发积累，厚积薄发。未来将慢慢切入商用车。公司的用于轨道交通门的远程控制系统已经受到上汽集团的关注。

相比其他同类上市公司，永贵电器电动汽车连接器上半年收入 6800 万元，同比增长 366%，毛利率 31.68%；中航光电连接器上半年收入 12.66 亿元，同比增长 42%，毛利率 37.45%。还有比亚迪也有大量的汽

车零部件销售。对比其他上市公司，公司认为新能源汽车零部件市场很大，公司自身技术力量雄厚，后续销售上规模不是问题。

2.2. 高铁动车组门系列

公司是国内唯一可以供应高铁动车组外门的制造商。之前高铁动车外门市场主要被两家合资企业垄断，江苏纳博特斯克（日本合资）和青岛 IFE-威奥（德国诺尔）。整个动车外门市场空间为 8-9 亿元。2014 年公司高铁动车组外门市场占有率为 13%，今年有望突破 20%。高铁动车组外门订单增量主要来自五、六年前投放市场的动车进入了五级维修期。外门维修费用进口价格为 10 万元，换新价格为 18 万元。而公司的新门价格为 6 万元，价廉物美，主机厂希望通过康尼逐步实现进口替代。

目前高铁动车组市场存量为 2500 列，使用寿命 30 年，每 5-6 年要进入一次大的维保。如此推算，高铁动车后市场潜力非常巨大。同样还有城轨交通车辆的后市场容量惊人。

3. 拟收购邦柯科技

3.1. 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案

康尼机电拟分别向 25 名交易对象发行股份并支付现金购买其合计持有的邦柯科技的 98.7742% 的股权，交易标的资产价格暂定为 5.98 亿元。公司向交易方共支付现金 2.59 亿元并发行股份 1143.2 万股。同时康尼机电拟采用向特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过人民币 5.97 亿元，本次募集配套资金成功与否并不影响发行股份购买资产的实施。标的公司业绩承诺：2015-2017 年度净利润分别不低于 4,000 万元、5,700 万元和 7,500 万元。

3.2. 邦柯的主营情况

邦柯科技主要生产销售铁路机车、车辆及动车组安全运行保障专用设备，主要包括：自动检测检修系统、智能安全监控系统、仓储与物理自动化系统、系统集成控制软件。各种产品按其用途分类共达 160 多种，且产品广泛运用于铁路各站段、机车、车辆检修基地并拓展至路外市场。2013 和 2014 年收入分别为 1.22 亿元和 1.69 亿元，增速 38.5%；实现净利润分别为 576 万元和 1330 万元，增速 131%。

对于业绩承诺的解释：过去两年，中国铁路总局的订单帐龄较长，导致 2014 年计提坏账准备 1000 多万元。今年公司加大了应收回款力度，完成 4000 万元净利润不是问题。邦柯 2014 年收入 1.7 亿元，智能检测、检测检修、立体仓库收入分别为 7000 万，4000 万，5500 万。邦柯目前在手订单 2.2 亿元，生产周期基本为一年。收购后，公司控股邦柯 98.7% 的股份，但未来三年邦柯的主营业务主要依靠其原来的核心团队完成，康尼只做战略服务。

3.3. 邦柯业务相应市场的预测

铁路系统内部

目前世界铁路后市场规模为 3500 亿元，占到全市场的 60%。亚洲地区后市场占比只有 26%，成长空间大。中国铁路里程 2014 年已经达到 11.2 万公里，高铁 1.6 万公里，现有铁路后市场空间 300 亿元。另，今年还要新增 8000 公里铁路里程。

车辆设备安全由预防性维修向状态性维修逐步转型，邦柯的铁路机车、车辆及动车组安全运行保障专用设备 2015-2017 年市场规模为 250 亿元-300 亿元。

铁路系统外部

公司还未涉足城市轨道交通领域，未来依托康尼在轨道交通领域的优势，逐步渗透。全国城市轨道交通 2014 年末为 3000 公里，计划到 2020 年达到 7000 公里。

自动化仓储

公司的自动化立体仓储系统可以用于各行各业。2015 年自动化仓储市场容量为 320 亿元，未来几年的复合增长率在 15% 以上。

3.4. 邦柯的发展目标

站稳铁路后市场，不断打造机电一体化平台技术，重点拓展城轨和高铁装备后市场，努力成为轨道交通后市场的知名企业。

3.5. 收购实现协同互赢

邦柯科技原来是一家软件企业，为了准备上市慢慢进入机电市场，以扩大资产。他的核心竞争力就是软件，这也是康尼最看重的。康尼认为今后轨道交通装备的核心竞争力不是制造，而是基于软件的控制系統。2012 年，由于上市暂停，邦柯 IPO 计划搁浅。2013 年开始，邦柯管理出现一些问题，业绩受到影响。邦柯愿意并入康尼，主要是认为康尼在制造方面以及在城轨市场方面的优势可以帮助邦柯拓展业务，同时在管理上面也能帮邦柯走出困境。

3.6. 置换的股价问题

用于资产置换的股份对应股价为 29.65 元每股，如果公司复牌后，股价跌破 29.65 元，黄石邦柯能接受么，并购能兑现么？

回答：康尼和黄石邦柯是诚心合作。对于股价问题，是由市场决定的，如果康尼的估值跌了，标的物的估值也会跌，所以对应的置换股份数量不变。

配套募集的 5.97 亿元是否会因为市场原因，增发价格低于 29.65 元？

回答：有半年的时间去执行增发，公司会选择市场起来的时候执行。如果实在市场低迷，可以低于 29.65 元每股的价格增发。

4. 康尼机电的发展战略

- 1) 城轨车辆门系统市场占有率保持 50% 以上。
- 2) 依托“一带一路”建设，积极拓展海外市场。
- 3) 快速提升高铁动车组门系统市场占有率，成为进口替代先锋。
- 4) 联手邦柯，大力拓展轨道交通装备后市场。
- 5) 结合资本市场，大力发展新能源汽车产业。

5. 盈利预测

假设轨道交通业务 2015-2017 年的收入增长分别为 30%、20% 和 20%；新能源汽车零部件 2015-17 年的收入增速分别为 150%、100% 和 100%；检测设备及系统 2015-15 年收入增速分别为 50%、40% 和 30%。轨道交通毛利率维持 40%，新能源汽车毛利率稳定在 36%（根据公司公开数据推算），假设公司收购邦柯将在年底完成，邦柯在 2016 年开始实现并表，则公司 2015-17 年的收入分别为 17.43、25.5 和 33.00 亿元，实现净利润分别为 1.96、2.95 和 3.70 亿元。

康尼机电从 5 月 15 日停牌，考虑开盘后的市场波动，我们认为最后增发价格不会超过 25 元，假设增发价格为 22 元，则将非公开发行 2714 万股。加上发行股份购买资产发行的 1143.2 万股，本次发行股份并支付现金收购及非公开发行募集配套资金后，公司股本一共增加 3857 万股。考虑发行后的股本摊薄，2015-17 年的 EPS 分别为 0.60、0.90 和 1.13 元。停牌前股价对应 PE 分别为 66、44 和 35 倍。

公司未来三年业绩高增长可期，给予公司“增持”评级。

6. 风险提示

收购计划存在不确定因素。

预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1560.8	2057.9	2586.7	3222.0	营业收入	1308.9	1742.9	2549.5	3296.5
现金	632.4	850.5	475.1	490.8	营业成本	815.7	1096.7	1594.9	2064.1
应收款项	554.9	716.3	1397.0	1806.3	营业税金及附加	14.0	17.4	25.5	33.0
存货	343.0	450.7	655.4	848.3	营业费用	85.7	118.5	173.4	224.2
其他	30.4	40.5	59.2	76.5	管理费用	226.2	297.4	434.6	561.5
非流动资产	268.2	836.1	896.0	879.3	财务费用	20.8	-2.7	-11.6	-8.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	214.3	783.4	844.4	828.9	其他	1.7	-1.9	-1.9	-1.9
无形资产	34.4	33.2	32.1	31.0	营业利润	148.2	213.7	331.0	420.3
其他	19.5	19.5	19.5	19.5	营业外净收支	19.3	20.0	20.0	20.0
资产总计	1829.0	2894.0	3482.6	4101.3	利润总额	167.5	233.7	351.0	440.3
流动负债	834.2	840.7	1223.0	1582.7	所得税费用	24.2	37.4	56.2	70.4
短期借款	205.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	2.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	517.8	691.1	1005.0	1300.7	归属母公司净利润	141.0	196.3	294.8	369.8
其他	111.5	149.7	218.0	282.0	EBIT	169.2	214.0	322.4	414.8
非流动负债	23.0	23.0	23.0	23.0	EBITDA	194.5	252.7	389.3	496.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	23.0	23.0	23.0	23.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	857.2	863.7	1246.0	1605.7	每股收益(元)	0.49	0.60	0.90	1.13
少数股东权益	18.3	18.3	18.3	18.3	每股净资产(元)	3.30	6.14	6.77	7.56
归属母公司股东权益	953.5	2012.0	2218.4	2477.3	发行在外股份(百万股)	288.9	327.5	327.5	327.5
负债和股东权益总计	1829.0	2894.0	3482.6	4101.3	ROIC(%)	15.0%	13.9%	16.2%	16.7%
					ROE(%)	14.8%	9.8%	13.3%	14.9%
					毛利率(%)	37.7%	37.1%	37.4%	37.4%
					EBIT Margin(%)	12.9%	12.3%	12.6%	12.6%
					销售净利率(%)	10.8%	11.3%	11.6%	11.2%
					资产负债率(%)	46.9%	29.8%	35.8%	39.2%
					收入增长率(%)	25.7%	33.2%	46.3%	29.3%
					净利润增长率(%)	20.5%	39.2%	50.2%	25.4%
					P/E	79.07	64.37	42.86	34.16
					P/B	11.69	5.54	5.02	4.50
					EV/EBITDA	61.70	47.53	31.83	25.69

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

