



国内轨交门系统龙头“十三五”扬帆再起航

- **事件:** 公司发布 2015 年报, 实现营业收入 16.6 亿元, 同比增长 26.6%, 归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 30.4%。
- **公司业绩增长迅速, 略低于预期:** 从公司的收入和净利润来看, 公司业绩略低于我们的预期。这是因为 2015 年连接器、内部装饰和配件三块业务分别下降 21.9%, 23.6%和 8.2%, 主要是由于干线铁路新造车数量的减少和内部装饰产品处于完全竞争的市场环境, 公司调整产品结构所致。同时公司管理费用率上升 1%, 主要系公司研发支出增多和实施限制性股票激励计划所致。
- **公司关键财务数据分析:** 轨道交通行业收入 12.6 亿, 同比增长 19.11%, 收入占比 75.9%; 新能源行业收入 1.6 亿, 同比增长 213.6%, 收入占比 9.6%。公司毛利率为 38.6%, 较去年上升 1 个百分点, 主要是因为公司进一步加大设计工艺及采购降本工作, 导致直接材料成本占比有所下降。公司净利率为 11.8%, 上升 0.8 个百分点, 费用率 25.8%, 上升 0.5 个百分点。其中毛利率, 费用率和净利率变化的差值主要是由于 2015 年公司新增 1220 万的投资收益所致。公司经营活动现金流 8940 万, 同比下降 58.8%, 主要系本年度公司销售回款减缓, 导致经营活动产生的净现金流入减少。
- **公司力扛国内轨交车辆门系统龙头大旗:** 公司占据高铁内门市场 70%的市场份额, 同时是外门市场唯一的国产供应商, 占据市场 20%的份额; 城轨车辆门系统产品保持行业领先地位, 市占率保持在 50%左右; 普铁车辆外门与内门合计占有市场 35%的份额。“十三五”期间我国将继续加大轨道交通领域的投资, 将对公司这类车辆零部件供应商带来积极影响。
- **布局新能源与精密机械夯实产业外延发展基础:** 公司积极布局新能源汽车线束总成领域, 2015 年销售收入同比增长超过 200%, 并新增上汽、吉利等多家新客户。同时公司在 2015 年初成立了控股子公司康尼精机, 现已形成电动工具零部件产品、汽车零部件及高端制造装备三个主要业务方向, 公司在此领域持续加大研发投入, 将牢牢把握住我国高端制造装备行业重要的发展机遇。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.81 元、1.08 元和 1.36 元, 对应 PE 分别为 34 倍、26 倍和 20 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 轨交行业波动、公司新产品新领域开发低于预期的风险等。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1656.43	2098.33	2632.54	3256.79
增长率	26.55%	26.68%	25.46%	23.71%
归属母公司净利润(百万元)	183.83	240.52	319.96	400.52
增长率	30.41%	30.84%	33.03%	25.18%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.81	1.08	1.36
净资产收益率 ROE	16.80%	17.91%	19.24%	19.41%
PE	45	34	26	20
PB	7.07	5.81	4.69	3.78

数据来源: 公司财报, 西南证券整理

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

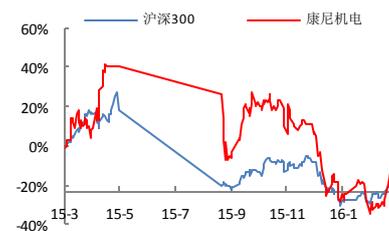
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜

电话: 010-57631198

邮箱: liuyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.95
流通 A 股(亿股)	1.52
52 周内股价区间(元)	17.83-35.69
总市值(亿元)	82.08
总资产(亿元)	22.48
每股净资产(元)	3.86

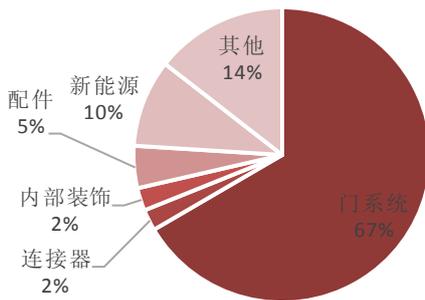
相关研究

1. 康尼机电(603111): 新股聚焦之轨交门系统龙头(2014-07-21)
2. 康尼机电(603111): 产品层次、下游领域、业务地域全面扩张(2016-03-27)
3. 康尼机电(603111): 拟实施高送转, 持续看好公司业务多面发展(2016-04-05)

1 公司业绩稳定，主营业务放量增长

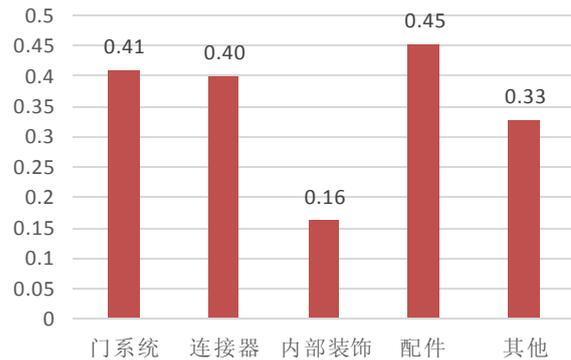
公司是国内门系统的龙头企业，2015 年门系统收入占比为 66.4%，产品覆盖动车组门系统、城轨门系统和普铁门系统。同时公司利用自身优势积极布局新能源汽车零部件产业，2015 年新能源收入占比为 9.6%，产品主要为充电接口及线束总成、高压连接接口及线束总成和高压配电系统等线束总成类产品。两块业务 2015 年合计收入为 12.6 亿，同比增长 37%。

图 1: 2015 年公司收入结构



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 2: 2015 年公司产品毛利率

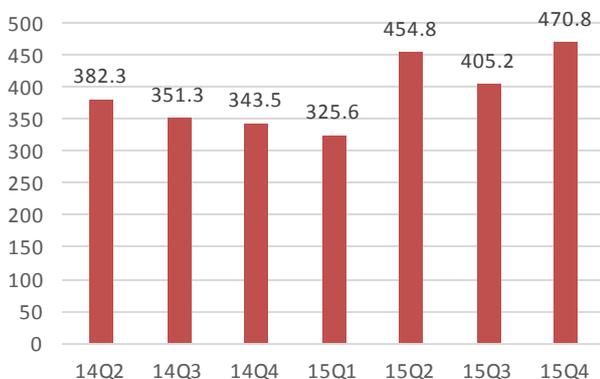


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

公司 2015 年实现营业收入 16.6 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.8 亿元，扣除非经常性损益后净利润 1.7 亿元，分别同比增长 26.6%、30.4% 和 21.4%。公司业绩略低于我们给出的预期，主要是因为 2015 年连接器、内部装饰和配件三块业务分别下降 21.9%、23.6% 和 8.2%，这是由于主要干线铁路新造车数量的减少所导致销售下滑和内部装饰产品处于完全竞争的市场环境、毛利率较低，公司调整产品结构所致。但公司传统主业门系统由于城轨门系统产品及动车组门系统产品的销售增长，较去年增加 26.7%，达到 11 亿，这使得公司整体业绩依然能够保持较快的增长率。

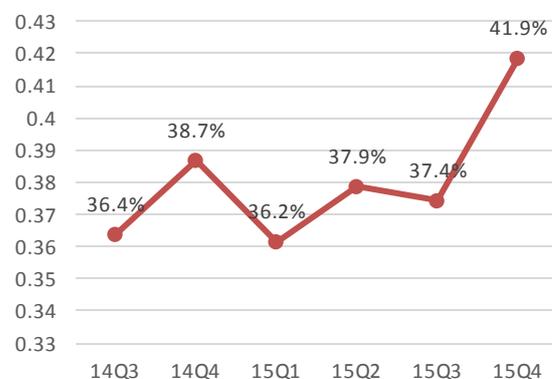
公司 2015 年期间费用率为 25.8%，较去年上升 0.5 个百分点。这是由于研发支出增多和实施限制性股票激励计划导致管理费用增加，同时贷款利率下降及银行贷款减少导致财务费用减少，二者综合作用得出的结果。

图 3: 营业收入季度变化 (百万)

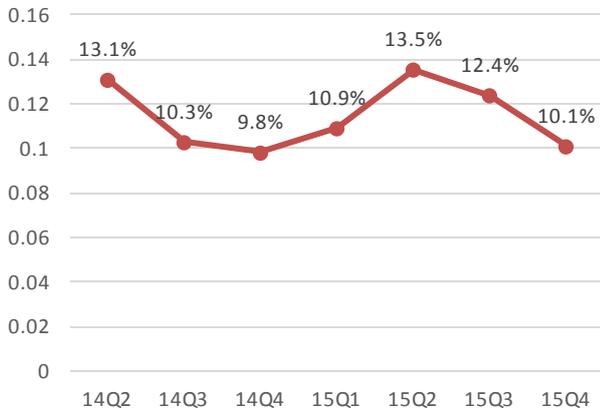


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 4: 毛利率季度变化



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 5: 净利率季度变化


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

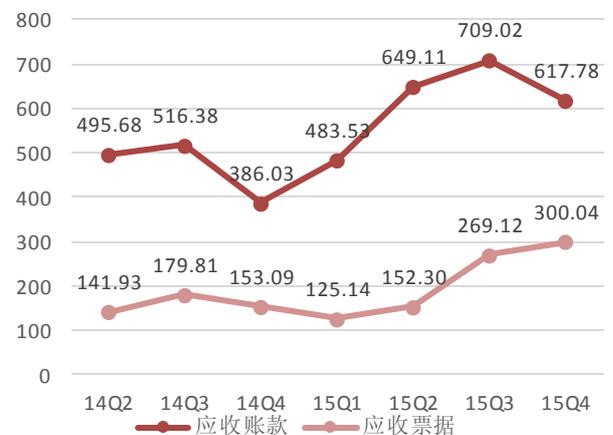
图 6: 期间费用率季度变化


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

公司 2015 年经营活动产生的现金流为 8940 万, 同比下降 58.8%, 主要系本年度公司销售回款减缓, 导致经营活动产生的净现金流入减少。应收账款与应收票据合计为 9.2 亿, 同比增长 70%, 主要是因为 2015 年度公司销售规模进一步扩大, 下游客户改变结算流程致使回款有所减缓。另外新能源连接器销售大幅增长, 但客户回款基本上全部为银行票据所致。

图 7: 经营活动产生的现金流 (百万)


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 8: 应收账款和应收票据 (百万)


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

2 盈利预测及投资建议

关键假设: 1、门系统仍将作为公司主要营业收入来源, 毛利率保持相对稳定; 2、连接器等轨交其他业务将受益于城际铁路网的建设恢复增长; 3、新能源汽车业务持续快速增长; 4、公司研发支出、销售费用占营业收入比重有所上升。

我们对公司未来 3 年的盈利预测见下表:

表 1: 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	1656	2098	2632	3257
增速	27%	27%	25%	24%
毛利率	0.39	0.38	0.37	0.37
门系统				
收入	1102	1378	1695	2051
增速	27%	25%	23%	21%
毛利率	41%	40%	39%	38%
轨交连接器				
收入	39	42	49	58
增速	-21%	10%	15%	20%
毛利率	41%	45%	45%	45%
内部装饰				
收入	41	45	49	52
增速	-24%	10%	8%	6%
毛利率	16%	18%	20%	20%
配件				
收入	77	92	115	149
增速	-9%	20%	25%	30%
毛利率	45%	40%	40%	40%
其他				
收入	239	287	344	413
增速	18%	20%	20%	20%
毛利率	28%	28%	27%	26%
新能源汽车				
收入	159	254	381	533
增速	217%	60%	50%	40%
毛利率	40%	40%	40%	40%

数据来源: 公司财报, 西南证券整理

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.81 元、1.08 元和 1.36 元, 对应 PE 分别为 34 倍、26 倍和 20 倍, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E		
营业收入	1656.43	2098.33	2632.54	3256.79	净利润	194.91	253.18	336.80	421.60
营业成本	1017.79	1308.18	1648.59	2060.39	折旧与摊销	35.24	35.81	35.81	35.81
营业税金及附加	15.99	15.74	19.74	25.60	财务费用	10.42	6.25	-1.41	-2.05
销售费用	111.19	136.39	171.11	195.41	资产减值损失	4.37	2.00	2.00	2.00
管理费用	306.18	356.72	421.21	504.80	经营营运资本变动	-370.02	-170.76	-194.79	-242.18
财务费用	10.42	6.25	-1.41	-2.05	其他	214.49	-1.40	-2.30	-1.95
资产减值损失	4.37	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	89.40	125.07	176.11	213.22
投资收益	12.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-140.96	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-320.29	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-461.25	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	202.69	273.06	371.29	470.65	短期借款	165.00	-285.63	-24.37	0.00
其他非经营损益	26.90	24.17	24.27	24.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	229.59	297.22	395.56	495.33	股权融资	93.52	0.00	0.00	0.00
所得税	34.69	44.04	58.76	73.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	194.91	253.18	336.80	421.60	其他	-113.05	-6.16	1.41	2.05
少数股东损益	11.08	12.66	16.84	21.08	筹资活动现金流净额	145.47	-291.78	-22.97	2.05
归属母公司股东净利润	183.83	240.52	319.96	400.52	现金流量净额	-225.90	-196.71	123.15	185.28

资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E		
货币资金	406.55	209.83	332.98	518.26	成长能力				
应收和预付款项	1042.61	1238.16	1550.59	1943.39	销售收入增长率	26.55%	26.68%	25.46%	23.71%
存货	405.00	519.96	655.72	819.53	营业利润增长率	36.79%	34.71%	35.98%	26.76%
其他流动资产	272.49	345.18	433.06	535.75	净利润增长率	36.02%	29.90%	33.03%	25.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.38%	26.88%	28.74%	24.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	348.05	347.22	346.39	345.56	毛利率	38.56%	37.66%	37.38%	36.74%
无形资产和开发支出	37.86	34.08	30.29	26.51	三费率	25.83%	23.80%	22.45%	21.44%
其他非流动资产	25.82	24.62	23.43	22.24	净利率	11.77%	12.07%	12.79%	12.95%
资产总计	2538.38	2719.05	3372.46	4211.24	ROE	16.80%	17.91%	19.24%	19.41%
短期借款	310.00	24.37	0.00	0.00	ROA	7.68%	9.31%	9.99%	10.01%
应付和预收款项	938.62	1118.24	1420.06	1789.87	ROIC	19.26%	18.02%	20.36%	21.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.99%	15.02%	15.41%	15.49%
其他负债	129.51	162.91	202.08	249.45	营运能力				
负债合计	1378.12	1305.53	1622.13	2039.32	总资产周转率	0.76	0.80	0.86	0.86
股本	295.35	295.35	295.35	295.35	固定资产周转率	6.66	7.16	10.05	14.09
资本公积	477.27	477.27	477.27	477.27	应收账款周转率	3.30	3.08	3.15	3.12
留存收益	414.00	654.52	974.48	1375.00	存货周转率	2.72	2.83	2.80	2.79
归属母公司股东权益	1107.51	1348.12	1668.08	2068.60	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	88.68%	—	—	—
少数股东权益	52.74	65.40	82.24	103.32	资本结构				
股东权益合计	1160.25	1413.52	1750.32	2171.92	资产负债率	54.29%	48.01%	48.10%	48.43%
负债和股东权益合计	2538.38	2719.05	3372.46	4211.24	带息债务/总负债	22.49%	1.87%	0.00%	0.00%

业绩和估值指标				
2015A	2016E	2017E	2018E	
EBITDA	248.35	315.11	405.69	504.40
PE	44.65	34.13	25.65	20.49
PB	7.07	5.81	4.69	3.78
PS	4.96	3.91	3.12	2.52
EV/EBITDA	32.60	25.41	19.38	15.22
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司财报，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn