

2017年06月05日

康尼机电 (603111.SH)

## 稳居轨交门龙头地位，战略并购切入3C领域

■ **稳居轨交门系统龙头地位，2016年业绩符合预期：**据2016年报，城轨车辆门系统作为公司当前的核心产品占公司主营收入50%左右，该产品国内市占率持续十年保持在50%以上。2016年公司实现营收20.1亿元，同比增长21.35%，归母净利润2.40亿元，同比增长30.53%，主要系国家大力发展轨道交通及新能源汽车产业收入增长所致。公司近年连续获得上汽大众和德国TS16949、DEKRA Seal证书，截止2016年，公司主要客户包括比亚迪、奇瑞、吉利、上汽、广汽、江淮、众泰等新能源品牌车企，并获取上汽大众预定点通知书。

■ **外延式拓展新产品市场，收购龙昕科技切入3C领域：**据公司公告称，公司拟斥资34亿元收购涉足3C精密结构件检测业务的龙昕科技100%股权。龙昕科技精密模具设计开发、纳米注塑技术、真空镀膜技术、自动装配技术处国内领先地位。客户包括OPPO、VIVO、华为、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA等。2016年营业收入10.18亿元，同比增长55.5%；净利润1.80亿元，同比增长29.5%。未来三年承诺净利润不低于2.38亿元、3.08亿元和3.88亿元。收购完成后，未来将形成轨交+新能源汽车+3C多元化发展格局，为业务增长提供充足驱动力。

■ **围绕“机电一体化”核心能力，适度跨界实现多元发展：**公司将以“自主研发、合作设计”的研发设计模式，实现主要产品的前瞻性研究与设计。据中国产业信息网预测，2020年城轨交通车辆门系统市场规模可接近60亿元，年均增速接近30%。因此，公司轨交门系统未来的市场空间较大。同时，公司还提供精密制造装备产品，其中包括电动工具零部件产品、汽车零部件及高端制造装备三个业务方向。公司未来将加大对新能源汽车零部件板块的投入，着力培育和孵化新能源公交门系统、闸机扇门模块、电机等新产品业务。根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》，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。

■ **投资建议：**不考虑此次收购，预计2017-2019年净利润2.96亿元、3.76亿元、4.81亿元，EPS为0.40元、0.51元、0.65元，考虑收购龙昕科技后备考净利润分别为2.38亿元、3.08亿元和3.88亿元，按照分业务分布估值：参考可比公司平均估值，给予轨交装备业务35倍PE，对应合理市值103.6亿元，给予龙昕科技25倍PE，合理市值59.5亿元，综合考虑，合理总市值160亿元。收购完成后总股本10.47亿股，对应6个月合理价格15.58元。公司未来将继续加强在轨交、新能源汽车零部件和精密制造装备产业布局，收购完成后成功切入3C领域，维持买入-A评级。

■ **风险提示：**国内轨道交通投资放缓，政府税收补贴政策改变，收购不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,656.4	2,010.1	2,667.2	3,544.7	4,641.9
净利润	183.8	239.9	295.7	375.5	480.9
每股收益(元)	0.25	1.14	0.40	0.51	0.65
每股净资产(元)	1.50	1.79	2.16	2.58	3.14

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	45.4	34.8	28.2	22.2	17.4
市净率(倍)	7.5	6.3	5.2	4.4	3.6
净利润率	11.1%	11.9%	11.1%	10.6%	10.4%
净资产收益率	16.6%	18.1%	18.5%	19.7%	20.7%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.8%	0.8%	0.7%
ROIC	34.5%	22.0%	23.1%	24.4%	24.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

铁路交通设备

投资评级 **买入-A**

维持评级

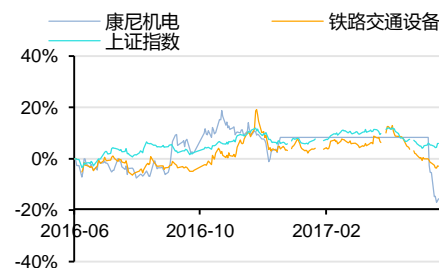
6个月目标价：**15.58元**

股价(2017-06-02) **10.92元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,063.15
流通市值(百万元)	4,189.24
总股本(百万股)	738.38
流通股本(百万股)	383.63
12个月价格区间	10.92/16.12元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-25.02	-22.21	-17.61
绝对收益	-25.71	-25.71	-11.94

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

### 相关报告

- 康尼机电：一季度业绩下滑主营业务稳固，并购开启盈利新增长点/王书伟 2017-04-27
- 康尼机电：外延收购涉足3C产业，多元化助力潜在发展/王书伟 2017-03-26
- 康尼机电：Q3业绩增速放缓，受益于高铁大修及城轨建设/王书伟 2016-11-03
- 康尼机电：半年业绩符合预期，轨交装备和新能源汽车零部件双轮驱动/王书伟 2016-08-24
- 康尼机电：中国轨交第一门，受益于城轨地铁建设 2016-06-01

## 内容目录

<b>1. 轨交门系统龙头，积极寻求业务多元化发展</b>	<b>5</b>
1.1. 公司是一家专注机电核心技术研发和应用的高新技术企业	5
1.2. 依托高校平台注重科研创新，自主研发夯实核心技术	7
1.3. 公司业绩保持较快增长，整体趋势稳中向好	8
<b>2. 战略收购龙昕科技，打造“投资+消费”新格局</b>	<b>10</b>
2.1. 战略收购龙昕科技，积极拓展消费电子主业	10
2.2. 消费电子市场空间上升，行业高景气仍将延续	10
2.2.1. 消费电子需求扩张，智能手机为主要动力	10
2.2.2. 智能穿戴设备市场空间广阔，智能手表或成新趋势	12
2.2.3. 虚拟现实保持高速增长，VR 头显市场有望较快提升	12
2.2.4. 精密结构件表面处理行业将受益于消费电子终端强劲需求	13
2.3. 传统产品表面处理业内领先，提前卡位新材料业务领域	13
2.3.1. 塑胶、金属产品表面处理业务属于领先水平	13
2.3.2. 提前卡位玻璃、陶瓷材料表面处理业务领域	15
2.4. 自主研发提升市场竞争力，核心工艺助力引领市场	16
2.5. 业绩有望稳健增长，未来发展值得期待	17
<b>3. 城轨建设催生下游需求，轨交产品进入蓝海市场</b>	<b>19</b>
3.1. 我国步入城轨交通发展期，轨交建设进入高峰	19
3.2. 轨交项目拉动需求，打开市场天花板	20
3.3. 门系统产品市场占有率高，产品体系丰富	22
3.4. 城市轨道交通门系统市场空间可观	23
<b>4. 中国铁路投资空间上升，干线轨交产品有望受益</b>	<b>25</b>
4.1. 高铁投资连续高位，动车需求高速拓展	25
4.2. “八纵八横”广联通，城际铁路成为新增长点	26
4.3. 动车门系统市场空间上行，有望成为新的增长点	27
4.4. 动车市场周期轮转，提前布局高级维修	28
<b>5. 外延式多方拓展新兴产业，注入成长新动力</b>	<b>29</b>
5.1. 把握新能源汽车发展势头，拓展产品分享行业盛宴	29
5.2. 整合数控技术，布局精密高端制造领域业务	31
<b>6. 盈利预测及投资评级</b>	<b>33</b>
6.1. “买入-A”投资评级，6 个月目标价 15.58 元	33
6.2. 相关政策变化的风险	35
6.3. 市场竞争风险	35
6.4. 股权分散、无实际控制人的风险	35

## 图表目录

图 1: 公司 2016 年主营产品结构	5
图 2: 新能源汽车零部件业务主要客户	5
图 3: 公司参与国内项目概况 (部分)	6
图 4: 公司参与国际项目概况 (部分)	6
图 5: 公司近年来研发支出情况	7

图 6: 公司技术人员占比达到 23%.....	7
图 7: 公司部分生产设备示例.....	7
图 8: 公司近年来营业收入及增速.....	8
图 9: 公司近年来归母净利润及增速.....	8
图 10: 公司 2016 年主营业务构成 (%) .....	8
图 11: 公司近年主营业务营业收入 (亿元) .....	8
图 12: 龙昕科技股权结构示意图 .....	10
图 13: 全球科技产品消费规模及增速.....	11
图 14: 全球手机市场规模及增速.....	11
图 15: 我国手机出货量 (亿部) .....	12
图 16: 全球智能可穿戴设备市场规模 (亿美元) .....	12
图 17: 智能手表出货量 (百万) .....	12
图 18: 全球 VR/AR 市场规模 (亿美元) .....	13
图 19: 20 家虚拟现实上市公司营业收入 (亿元) .....	13
图 20: 20 家虚拟现实上市公司净利润 (亿元) .....	13
图 21: 龙昕科技目前服务的客户 .....	14
图 22: 公司表面处理相关产品.....	15
图 23: 我国电子陶瓷市场规模 (亿元) .....	15
图 24: 公司消费电子精密结构件的生产环节.....	16
图 25: 龙昕科技表面处理核心技术应用及特点.....	17
图 26: 龙昕科技 2016 营业收入构成.....	17
图 27: 龙昕科技主营业务收入预测 (亿元) .....	18
图 28: 龙昕科技净利润预测 (亿元) .....	18
图 29: 全国城镇化率 (%) .....	19
图 30: 全国城市轨交投资总额 (亿元) .....	19
图 31: 全国城轨地铁里程 (公里) .....	20
图 32: 公司门系统营业收入 (亿元) .....	22
图 33: 公司轨交门系统产品 (部分) .....	22
图 34: 全国铁路固定资产投资 (亿元) .....	25
图 35: 我国铁路运营里程 (万公里) .....	26
图 36: 我国高铁运营里程 (万公里) .....	26
图 37: 公司干线门系统产品 (部分) .....	27
图 38: 我国铁路机车数量 (台) .....	28
图 39: 全国新能源汽车产销量 (万辆) .....	30
图 40: 全国汽车产销量 (万辆) .....	30
图 41: 公司新能源主营业务构成.....	30
图 42: 公司新能源产品系列 .....	30
图 43: 康尼新能源汽车零部件产品 (部分) .....	31
图 44: 新能源汽车零部件销售收入 .....	31
图 45: 我国高端装备制造产业销售收入 (万亿元) .....	32
图 46: 高端制造产品示意图 (部分) .....	33
表 1: 截止报告期末前十名股东持股情况表.....	9
表 2: 公司主营表面处理业务介绍 .....	14

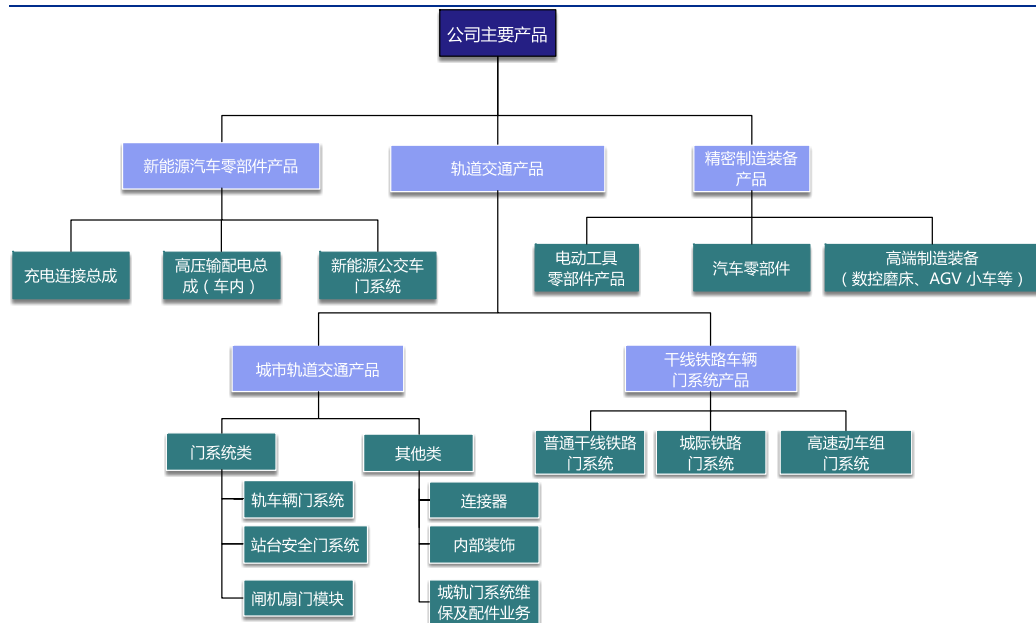
表 3: 公司主要核心技术一览表 .....	16
表 4: 我国城市轨道交通在建项目一览表 (截至 2015.12.31) .....	20
表 5: 公司城轨门系统主要竞争对手 .....	23
表 6: 公司站台安全门系统主要竞争对手 .....	23
表 7: 城市轨道交通近年发展规划及预测 .....	24
表 8: 城市轨道交通门系统市场估算 .....	24
表 9: 铁路交通近年发展规划及预测 .....	25
表 10: 铁路动车门系统市场空间估算 .....	27
表 11: 动车组检修周期表 .....	28
表 12: 近年来出台推动新能源汽车发展的政策 (部分) .....	29
表 14: 轨道交通领域可比上市公司估值对比表 .....	33
表 15: 消费电子领域可比上市公司估值对比表 .....	34

## 1. 轨交门系统龙头，积极寻求业务多元化发展

### 1.1. 公司是一家专注机电核心技术和应用的高新技术企业

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。据 2016 年 SCI 报告称，公司在城市轨道车辆自动门系统国内市场占有率近 10 年持续保持在 50% 以上，全球市场占有率为 25%。作为轨道交通门系统领域龙头，公司有望继续受益十三五期间轨交行业高景气。

图 1：公司 2016 年主营产品结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

依托连接器技术和孵化成果，拓展新能源汽车零部件产品。2015 年初，公司依托连接器技术和孵化成果，成立了南京康尼新能源汽车零部件有限公司，主要服务于自主品牌、合资品牌的主流新能源乘用车主机厂。截止 2016 年，公司主要客户包括比亚迪、奇瑞、吉利、上汽、广汽、江淮、众泰、宇通、中通等众多新能源品牌车企，并获取上汽大众预定点通知书。目前项产品项目处于开发和应用阶段，产品系列不断丰富。

图 2：新能源汽车零部件业务主要客户



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

参与项目众多国内外轨交门系统项目，产品市场占有率高。康尼城市轨道交通车辆自动门系统，从2003年起在国内逐步替代国外技术和产品，国内市场占有率逐年提高。包括北京、上海、天津、广州、深圳、南京等近二十个城市轨道交通车辆用上了康尼门，产品市场占有率一直保持较高水平。此外，公司干线铁路门系统也成功应用于25T、青藏线、出口车辆等主力车型，台安全门系统也应用各大城市轨道交通线路上，累计获得11个项目，194个站台，10660余套单元门系统。车辆内装产品在国内成功应用在北京、上海、广州、南京、武汉、深圳等国内多个城市的地铁车辆上，同时出口到法国、西班牙巴塞罗那、澳大利亚昆士兰等国外城市。同时，康尼自主研发的城轨高端自动门系统，在与国际一流品牌角逐中，成功挺进国际高端市场，“中国康尼”品牌已在巴黎、纽约、旧金山、温哥华、多伦多等欧美一流城市的轨道车辆门上打上印记，康尼成功跻身到世界。

图3：公司参与国内项目概况（部分）

<p>城市轨道交通车辆门系统市场</p>	 <p>单轨车辆内藏移门系统</p>	<p>公司城市轨道交通车辆自动门系统：从2003年起在国内逐步替代国外技术和产品，市场占有率逐年提高。包括北京、上海、天津、广州、深圳、南京等近二十个城市轨道交通车辆用上了康尼门。</p> <p>公司参与项目（部分）： 北京4号线、上海12号线、上海1号线6改8、广州3号线增购、南京2号线、南京10号线、深圳2号线、深圳4号线增购、重庆1号线、重庆2号线延长线、大连3号线增购、杭州2号线、苏州2号线、宁波1号线2期、武汉轻轨、长春地铁2号线等。</p>
<p>干线铁路客车门系统</p>	 <p>CRH1高速动车组门系统</p>	<p>公司干线铁路门系统：成功应用于25T、青藏线、出口车辆等主力车型，至今累计销售各种门系统11万余套。康尼高速动车各型号自动门系统，分别于去年和今年获得CRCC认证，这意味着以国外技术垄断中国高铁客室侧门市场的结束。</p> <p>公司参与项目（部分）： CRH1型高速动车组、CRH380B(L/K)型高速动车组、25T型车、22型翻新车、CRH2型高速动车组、CRH6型高速城际动车组、25G型车、长白山号、CRH3型高速动车组、CRH1型长编组卧铺车、青藏线、先锋号、CRH380A型高速动车组、25K型车、BST高速车</p>
<p>地铁站台安全门系统</p>	 <p>全高站台安全门</p>	<p>康尼站台安全门系统：成功应用于北京、上海、南京等大力发展轨道交通的重要城市，累计获得11个项目，194个站台，10660余套单元门系统</p> <p>公司参与项目（部分）： 南京地铁1号线、南京地铁2号线东延线、南京地铁3号线、北京地铁13号线、北京地铁14号线、南京机场线、宁天城际、湖北城际、南京地铁4号线一期、上海3号线、长沙地铁1号线、宁和城际、合肥地铁1号线</p>
<p>城轨车辆内部装饰系统</p>	 <p>南京地铁1号线内饰</p>	<p>康尼车辆内装产品：成功应用在北京、上海、广州、南京、武汉、深圳等国内多个城市的地铁车辆上，同时出口到法国、西班牙巴塞罗那、圣多明哥、荷兰阿姆斯特丹、土耳其伊斯坦布尔、澳大利亚昆士兰等国外城市。</p> <p>公司参与项目（部分）： 上海明珠线二期、南京地铁1号线、南京2号线、上海11号线侧窗、广州3号线扶手杆项目、南京1号南延线、深圳5号线侧窗项目、重庆单轨3号线侧窗、昆明首期项目侧窗、昆明首期项目扶手、广州128号线侧窗、武汉2号线1期侧窗、上海11号线侧窗</p>

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图4：公司参与国际项目概况（部分）

<p>城市轨道交通车辆门系统市场</p>  <p>出口到加拿大的TTC项目车型</p>	<p>城轨车辆内部装饰系统</p>  <p>车辆内装系统项目示例</p>
<p>公司参与项目（部分）： 法国奥尔良轻轨、法国Brest项目、加拿大ART项目、摩洛哥卡萨布兰卡项目、沙特425项目、巴西圣保罗453项目、阿根廷A线项目、法国RATP T7&amp;8、美国纽约地铁179项目、加拿大双层车、美国旧金山BART项目、加拿大温哥华Evergreen项目、马来西亚吉隆坡KLAV项目、土耳其安卡拉项目、阿根廷通勤车（布宜诺斯艾利斯萨维托托）、马来西亚安邦项目等</p>	<p>公司参与项目（部分）： 斯洛文尼亚内装项目、澳大利亚昆士兰机车扶手梯、巴塞罗那/圣多明哥扶手杆、TTNG扶手杆项目、伊斯坦布尔扶手杆项目、Mitsui and F4 机车扶手项目、巴塞罗那扶手杆项目、法国里昂TTNG扶手杆、法国南特TTNG扶手杆、阿姆斯特丹扶手杆项目、土耳其伊兹密尔内装项目、法国DIJON 扶手、圣多明各2号线扶手、印度古尔冈项目侧窗、土耳其内装项等</p>

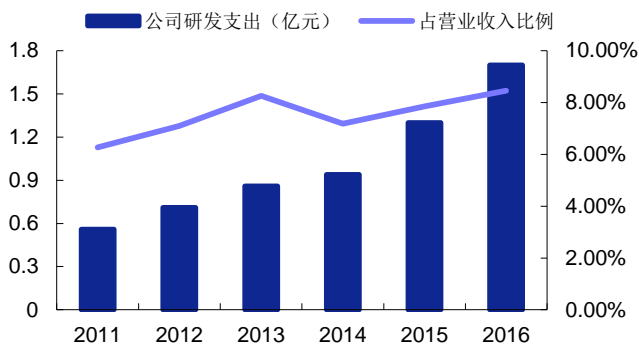
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 依托高校平台注重科研创新，自主研发夯实核心技术

据公告称，公司前身南京康尼机电新技术有限公司在 2000 年设立时注册资本中 51% 由南京机械高专（现南京工程学院）出资，公司 2016 年报显示南京工程学院资产经营有限责任公司为公司第一大股东。而康尼机电的核心业务轨道交通车辆机电系统，正是南工程的重点学科，学校拥有机电控制类国家级人才培养模式创新实验区、江苏省轨道车辆现代化装备工程研究中心。公司依托高校平台，及国家级技术中心优势，掌握众多自主产权核心技术，并致力掌握国际最前沿的轨道交通装备技术，不断开发满足用户需求的新产品。

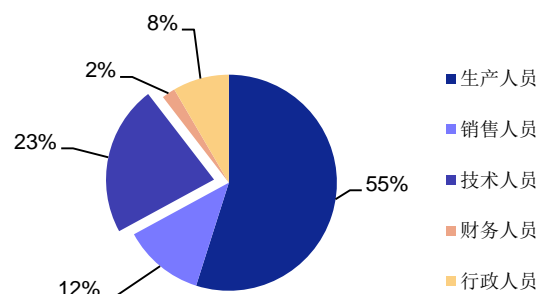
**公司研发投入逐年增长，自主产权成果不断累积。**公司研发投入逐渐增高，2016 年研发投入合计 1.7 亿元，研发投入总额占营业收入比例 8.46%。同时，公司拥有一支经验丰富、创新能力强的研发团队，组成了完整的产品研发、工艺、质量控制和售后技术服务的人才队伍。截止 2016 年，公司研发人员数量为 544，占公司总人数 19.60%，技术人员占公司员工比例为 22%。**依托南京工程学院拥有强大的产学研平台，注重科研投入。**截至 2016 年底，公司拥有有效专利 389 件，软件著作权登记 60 项，其中国内发明专利 72 件；在申专利为 149 件，其中发明专利 109 件。2015 年，公司拥有有效专利 313 项，软件著作权 42 项，其中发明专利 58 项。

图 5：公司近年来研发支出情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司技术人员占比达到 23%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**建立精益制造管理体系，注入生产效率新动力。**2012 年开始为康尼精益推进的发展阶段，逐步推进各精益元素，并持续深化系统性改善阶段。重点在现场基础管理、生产流动化改善、供应链物流优化，精益自动化及信息化的引入，打造高效运行的生产系统。目前具有年产 40000 套轨道交通车门系统、2000 套站台安全门系统和 400 辆车城轨车辆内装部件的生产能力。拥有众多的 CNC 加工设备、焊接机器人、数控激光切割机、专用加工设备、等各种先进生产设备。

图 7：公司部分生产设备示例



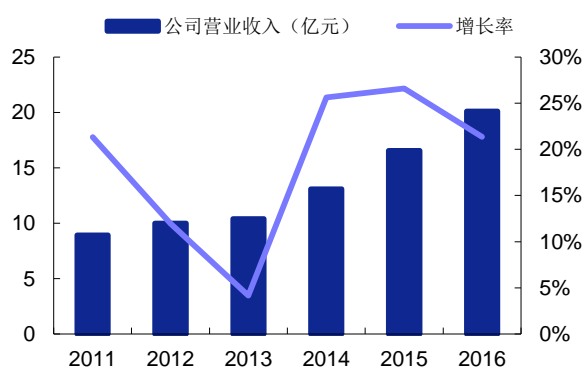
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 1.3. 公司业绩保持较快增长，整体趋势稳中向好

**2016 年公司业绩实现增长，符合预期。**公司自 2014 年上市以来营业收入和归母净利润逐年持续增长,2014 年营业收入和归母净利润分别为 13.08 亿元和 1.40 亿元,2015 年增至 16.56 亿元和 1.83 亿元，增长迅速，且主要产品毛利率保持平稳。2016 年公司营业收入和归母净利润分别为 20.10 亿元和 2.39 亿元，分别与上年同期增长 21.35%和 30.53%，主要系国家近年大力发展轨道交通及新能源汽车产业，轨道交通主业销售收入增加 2.13 亿元，新能源汽车零部件销售收入增加 1.13 亿元。

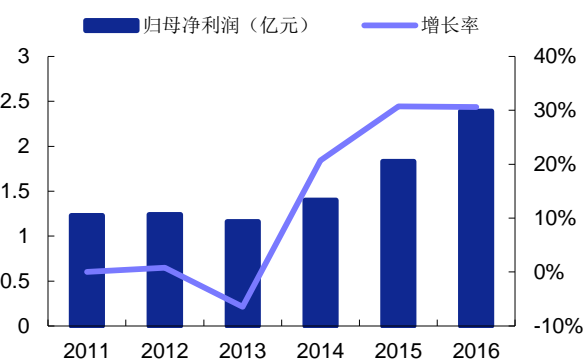
**Q1 业绩受新能源业务影响短期承压，不改全年业绩向好趋势。**由于今年新能源汽车市场弱势开局，2017Q1 国内累计新能源汽车产量达到 4.7 万辆，同比下降 8.8%。新能源汽车零部件业务净利润同比减少 1515 万元,公司 2017Q1 实现营收 3.94 亿元,同比下降 9.30%;2017Q1 归母净利润为 0.42 亿元，同比下降 15.06%。据《节能与新能源汽车产业发展规划》，至 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。随着未来市场回暖，公司相关业务有望复苏。

图 8：公司近年来营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：公司近年来归母净利润及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**轨道交通装备营收占主导地位，配件业务有所增长。**公司主业轨道交通装备制造实现营业收入 14.72 亿元，占总收入的 73.23%，毛利率达到 40.62%，产品营收同比增长 17.01%，毛利率去年基本持平。其中主要产品门系统实现营业收入 12.55 亿元，毛利率 41.41%，较上年同期增长 13.88%，主要系城轨门系统产品及动车组门系统产品、站台安全门产品销售增长所致。此外，公司今年配件产品的营业收入也保持稳定增长，由 2014 年收入 0.84 亿元，上升到 2016 年的 1.4 亿元。

图 10：公司 2016 年主营业务构成 (%)

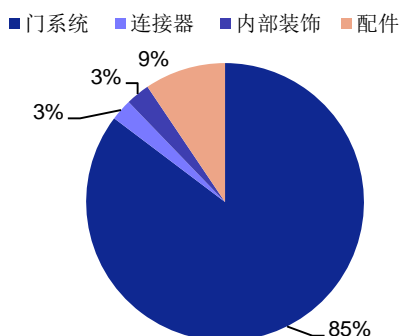
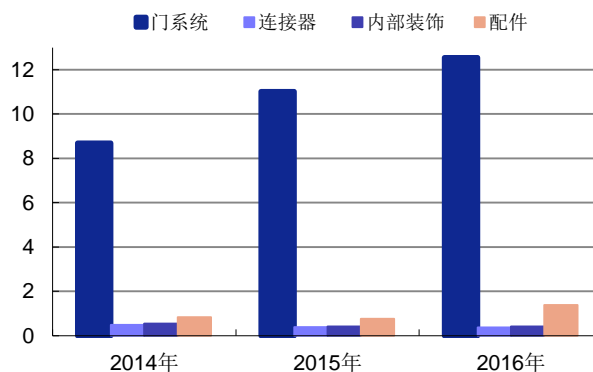


图 11：公司近年主营业务营业收入 (亿元)





资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2016 年末，第一大股东资产经营公司持股比例为 11.52%，不存在可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%或能够通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任的投资者，公司股权结构略微分散。

**表 1：截止报告期末前十名股东持股情况表**

股东名称 (全称)	报告期内增减	期末持股数量	比例 (%)	股东性质
南京工程学院资产经营有限责任公司	51,056,757	85,094,595	11.52	国有法人
金元贵	32,775,000	54,625,000	7.40	境内自然人
山西光大金控投资有限公司		32,490,000	4.40	境内非国有法人
陈颖奇	15,893,150	26,455,250	3.58	境内自然人
高文明	14,428,250	24,013,750	3.25	境内自然人
全国社保基金四零六组合		21,475,230	2.91	国有法人
钓鱼台经济开发公司	11,913,243	19,855,405	2.69	国有法人
全国社会保障基金理事会转持二户	10,845,000	18,075,000	2.45	国有法人
徐官南	10,666,900	17,761,500	2.41	境内自然人
上海浦东发展银行股份有限公司-嘉实 优质企业股票型开放式证券投资基金	12,643,279	14,227,265	1.93	境内非国有法人

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 战略收购龙昕科技，打造“投资+消费”新格局

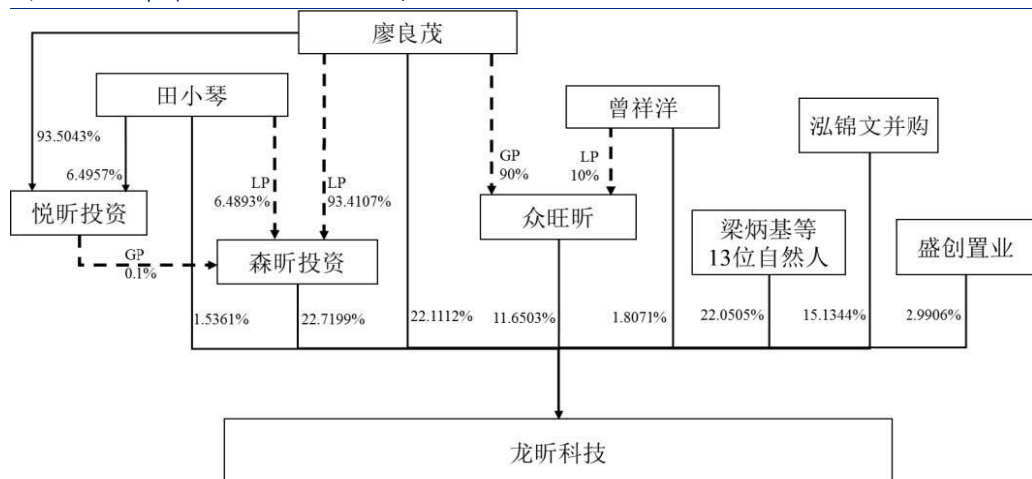
### 2.1. 战略收购龙昕科技，积极拓展消费电子主业

**战略收购切入消费电子领域。**据公告，2016 年末公司开始收购龙昕科技，拟发行股份及支付现金收购龙昕科技 100% 股权。标的资产交易价格为 34 亿元，发行价格 14.96 元/股。此外，公司拟发行股份融资 17 亿元主要投向陶瓷和玻璃精密结构件表面处理及搬迁技改项目。若不考虑募集配套资金，本次交易完成后，上市公司总股本将从 7.38 亿股增加至 8.94 亿股。据《资产评估报告》，预计龙昕科技 2017 年、2018 年、2019 年合并报表口径净利润分别为 2.38 亿元、3.08 亿元和 3.88 亿元。若按 2017 年承诺业绩计算，可判断本次公司收购龙昕科技的平均 PE 为 14.34 倍，我们认为估值相对合理。

**龙昕科技有望成为公司中长期驱动力。**此次收购龙昕科技定位行业消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商，涉足 3C 精密结构件检测业务，产品服务包括智能手机及配件、平板电脑、VR 头显、智能玩具、智能穿戴设备、汽车内饰件等。标的公司精密模具设计开发、纳米注塑技术、真空镀膜技术、自动装配技术处国内领先地位。客户 OPPO、VIVO、华为、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA 等，是万利达平板电脑结构件主要供应商、VR 头显方面为 TCL 首要战略合作方、乐视智能家居结构件及精细表面处理的合作方。2016 年营业收入 10.18 亿元，同比增长 55.5%；净利润 1.80 亿元，同比增长 29.5%。若收购完成后，未来将形成轨交+新能源汽车+3C 多元化发展格局，为业务增长提供更充足的长期驱动力。

**廖良茂先生为公司实际控制人。**据公告称，龙昕第一大股东为森昕投资，占比 22.72%。廖良茂先生直接或间接控制龙昕科技 55.01% 的权益，为龙昕科技实际控制人。其次泓锦文并购与众旺昕，分别占比 15.13% 与 11.65%。

图 12：龙昕科技股权结构示意图



资料来源：收购草案，安信证券研究中心

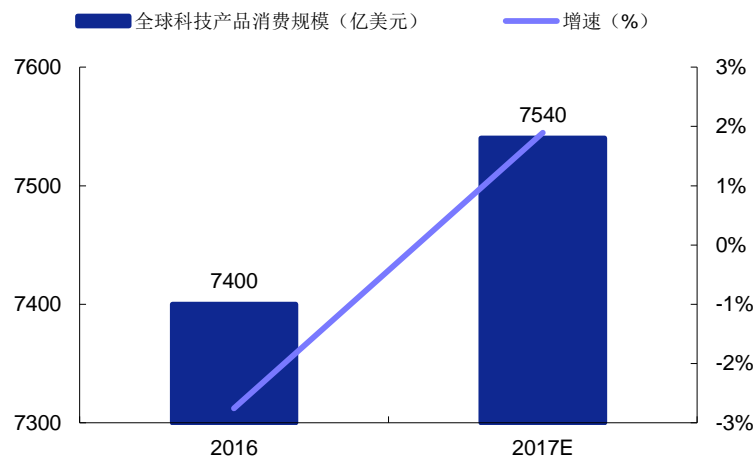
### 2.2. 消费电子市场空间上升，行业高景气仍将延续

#### 2.2.1. 消费电子需求扩张，智能手机为主要动力

全球科技产品消费的总量已经达到 7400 亿美元，其中智能手机占比约 58%。美国消费科技协会（CTA）在今年 1 月于美国拉斯维加斯举办的电子展（CES）上，对全球科技消费产品

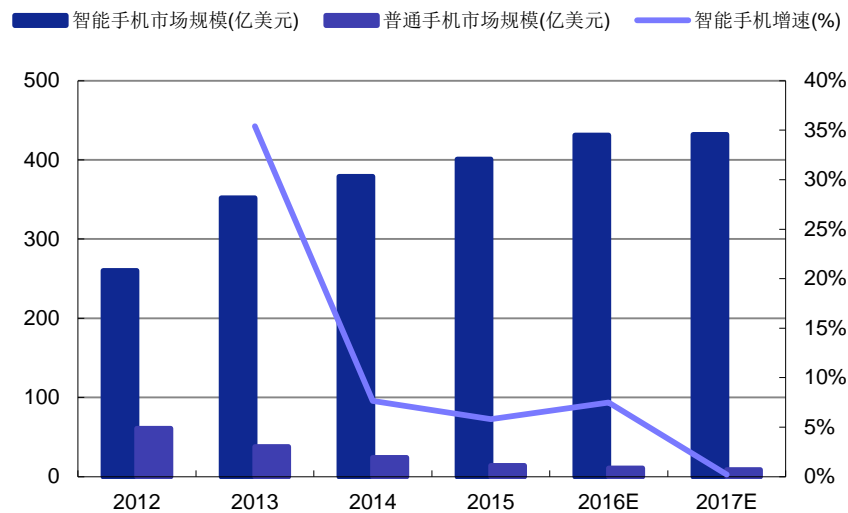
进行分析及预测。CTA 指出电子科技七勇士依旧是平板、笔记本、台式机、传统手机、智能手机、电视和相机，2015 年全球科技产品消费达到 7610 亿美元，其中 79%来自于上述七大消费产品。2016 年，全球 7400 亿美元的消费中 78%来自于它们，其中 58%来自于智能手机，市场规模达到 4310 亿美元。据 CTA 预计，2017 年七大主流电子科技产品将占 7540 亿美元市场的 81%。其中，智能手机将是主要功臣，市场规模将达 4320 亿美元，亚洲新兴经济体将是增速最快的市场。

图 13：全球科技产品消费规模及增速



资料来源：CTA，安信证券研究中心

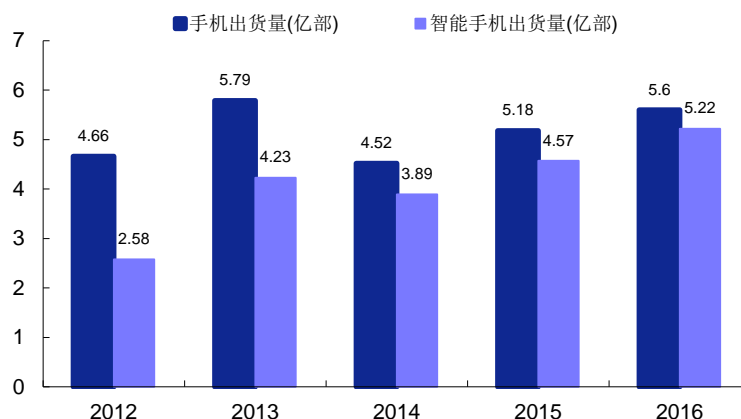
图 14：全球手机市场规模及增速



资料来源：CTA，安信证券研究中心

我国手机制造商在全球市场出货量占全球八成以上。近些年，中国已经逐渐成为消费电子产品在全球的主要消费者和生产者。仅就手机市场而言，自 2012 年至 2016 年，手机出货量年增长率为 5.2%，2016 年全年手机出货量 5.6 亿台，其中智能手机占比超过 90%。2016 年，以 OPPO、华为和 VIVO 为代表的中国手机制造商在全球市场出货量占全球八成以上。智能手机需求量的急速增长不但意味着处于手机制造业产业链条各环节的企业拥有者广阔的市场发展空间，也对电子精密结构件生产商提出了更高的技术和生产能力要求，市场竞争势必更加激烈。

图 15: 我国手机出货量 (亿部)

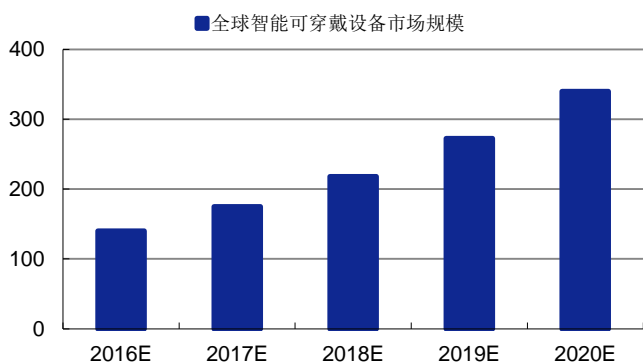


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 2.2.2. 智能穿戴设备市场空间广阔, 智能手表或成新趋势

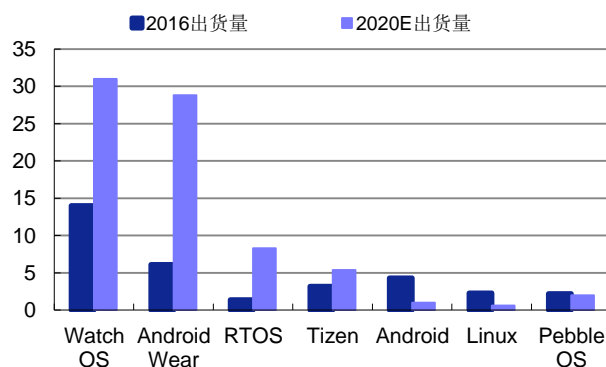
2020 年全球智能穿戴设备市场将达到 340 亿美元。IDC 的最新报告显示, 预计 2016 年智能穿戴设备市场规模将达 1.01 亿台, 比 2015 年增长 29%。随后, 这一增长率将保持在 20% 左右, 到 2020 年智能穿戴设备出货量将增至 2.13 亿台。2016 年其市场规模预计为 140 亿美元, 预计到 2020 年将会达到 340 亿美元, 年复合增长率 25%。目前, 智能穿戴设备市场的真正主角是 FitBit 和小米等公司生产的智能手环, 它们占据了智能穿戴市场的半壁江山, 而智能手表则只能屈居其后 (市占率为 40% 左右)。不过这一趋势将在 2020 年逆转, IDC 预计智能手表将最终上位, 市占率升至 52%。我国行业 24 家上市企业 2016 前三季度实现营业收入 1,124.7 亿元, 同比增长 31.94%, 近 5 年呈稳步增长趋势, 未来可穿戴设备的市场规模的迅速增加, 相关设备供应商也将迎来新的发展机遇。

图 16: 全球智能可穿戴设备市场规模 (亿美元)



资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 17: 智能手表出货量 (百万)



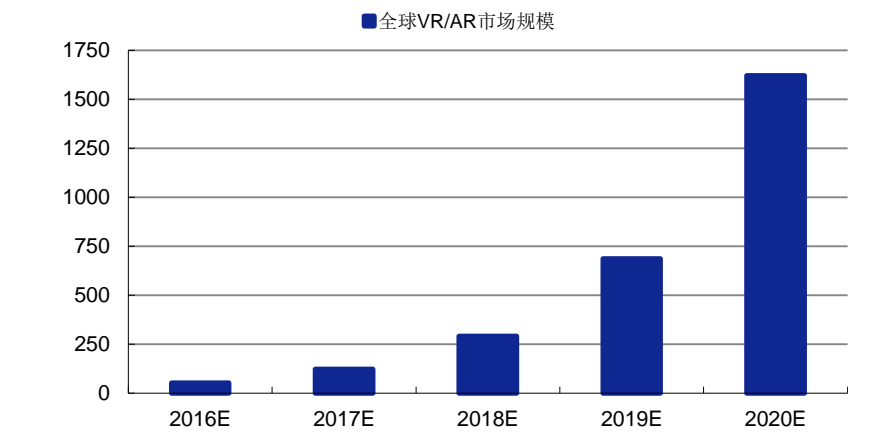
资料来源: IDC, 安信证券研究中心

### 2.2.3. 虚拟现实保持高速增长, VR 头显市场有望较快提升

2020 年全球 AR/VR 市场收入将达到 1620 亿美元。据 IDC 预测, 2016 年全球 VR/AR 市场规模为 52 亿美元, 预计到 2020 年将会达到 1620 亿美元, 年复合增长率 136%, 发展迅速。另外, IDC 预测桌面头显以及无屏头显都将迎来高速增长, 2015-2020 年复合增长率高达 75.5%。同时, 我国 VR 市场发展事态良好。据统计, 我国虚拟现实 20 家上市企业 2016 全年实现营业收入 5484 亿元, 同比增长 13%, 近五年来营收呈现持续上涨的趋势。从利润来

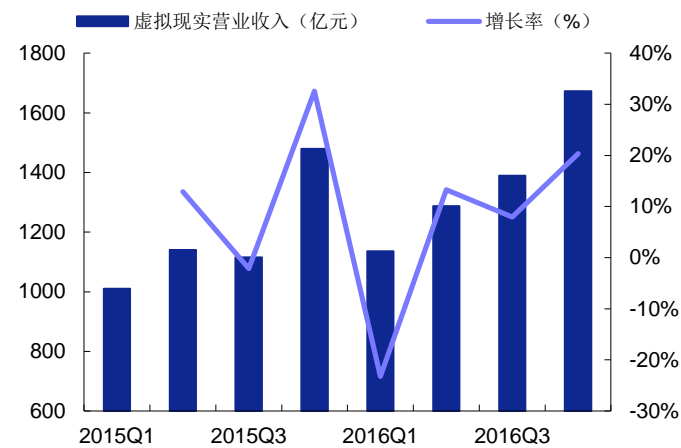
看，2016 全年虚拟现实板块实现净利润 292 亿元，同比增 26.53%。

图 18: 全球 VR/AR 市场规模 (亿美元)



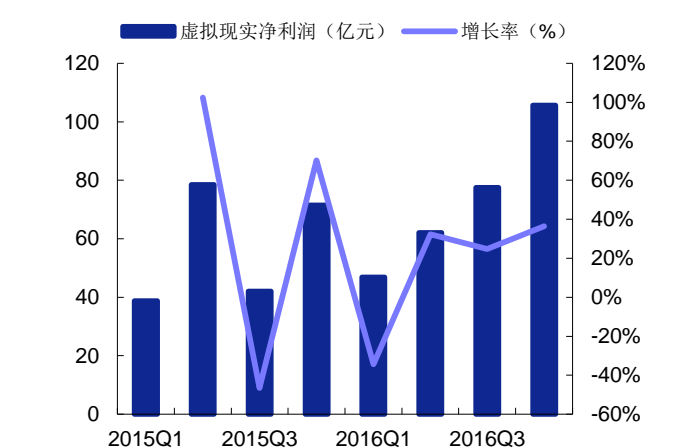
资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 19: 20 家虚拟现实上市公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 20 家虚拟现实上市公司净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2.2.4. 精密结构件表面处理行业将受益于消费电子终端强劲需求

受益于消费电子终端市场强劲需求的驱动，精密结构件表面处理行业发展迅速。近年来，全球消费电子产品快速发展，市场规模持续增长。随着技术水平的提升，智能终端逐步渗入到人们生活中的方方面面，以智能手机、平板电脑、VR 头显为代表，包括各类可穿戴设备、智能家居、车载系统等，产品种类不断丰富。IDC 的统计数据 and 预测报告表明，未来全球智能手机市场将保持稳定增长，2018 年出货量达 18.73 亿部；平板电脑有望受“二合一”类产品驱动，逐渐扭转销量颓势；VR 头显市场则有望迎来高速增长行情，未来五年复合增长率达 75.5%。受益于消费电子终端市场强劲需求的驱动，精密结构件表面处理行业发展迅速，市场前景广阔。

## 2.3. 传统产品表面处理业内领先，提前卡位新材质业务领域

### 2.3.1. 塑胶、金属产品表面处理业务属于领先水平

龙昕科技定位为行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商。公司的主营

业务为面向塑胶、金属精密结构件的真空镀膜、特殊涂装、3D 镭雕等精细**表面处理服务**，同时覆盖纳米注塑、模具开发、塑胶注塑等**结构件成型业务**，并具备新材料结构件的真空镀膜、纳米喷镀等表面处理新工艺的研发应用能力。终端客户主要为 OPPO、VIVO、华为、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA 等国内外品牌终端厂商，产品如华为 mate8、mate9 等手机机壳的金属表面精细处理等。

**表面处理业务和精密结构件生产为主要收入来源。**龙昕科技的产品和服务广泛应用于消费电子领域，包括智能手机及配件、平板电脑、VR 头显、智能玩具、智能穿戴设备、汽车内饰件等，其中智能手机及配件精密结构件的生产及其表面处理业务收入占龙昕科技营业收入的绝大部分，是目前龙昕科技的主要盈利来源。

**表 2：公司主营表面处理业务介绍**

<b>塑胶产品表面处理</b>	以塑胶特殊涂装和真空镀膜、结合 3D 镭雕等表面处理技术为核心，为客户提供从产品设计，新工艺预演，产品智造的一站式服务和方案解决。
<b>金属产品表面处理</b>	为客户提供金属陶瓷镀膜、金属纳米喷镀等金属产品表面处理技术服务和产品智造。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

龙昕是被三星、华为、LG、TCL、乐视、VIVO、OPPO、富士康、比亚迪、魅族正式认证的合格供应商。受益于以智能手机为代表的消费电子市场规模不断扩张，同时国产品牌在全球竞争中快速崛起，近年来龙昕科技的主营业务迅速发展。凭借国内领先的精密结构件表面处理工艺、精密模具设计开发能力和自动装配技术，加之优良的生产实力、精细的运营管理和国际化的营销战略，龙昕科技与国内外知名消费电子厂商建立了良好的长期合作关系。在手机精密结构件方面，龙昕科技的产品及表面处理服务覆盖了 OPPO、VIVO、华为、TCL、三星、LG 等品牌的旗舰机型；在平板电脑结构件方面，龙昕科技是万利达的主要供应商。同时，龙昕科技在 VR 头显产品上是 TCL 的战略合作方，在智能家居精细表面处理业务上与乐视保持密切合作。

**图 21：龙昕科技目前服务的客户**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：公司表面处理相关产品

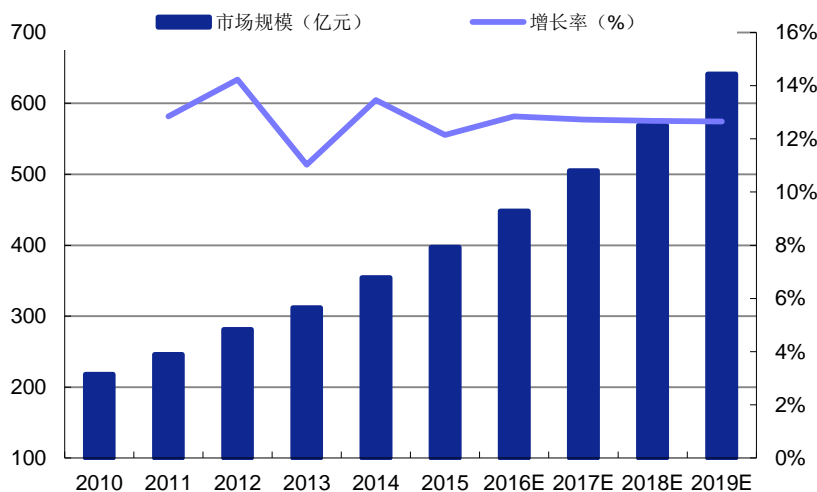
类别	产品图片示例	定义和功能	类别	产品图片示例	定义和功能
手机后盖		手机结构件，包括塑胶、铝合金等材料，保护手机内部机件，防止异物接触，起到结构支撑、外观美化、优化手感的作用	智能穿戴		可穿戴智能电子设备，如智能手表、智能手环等，记录用户的运动、睡眠等实时数据，与手机、平板等设备同步，实现数据记录、查看、分析等功能
卡托		手机结构件配件，作为存放SIM卡及内存卡的支撑	VR眼镜		头戴式显示设备，配合手机使用，封闭用户视觉，使之产生置身虚拟环境的体验
耳机、耳塞		终端设备配件，实现通话、音乐外放、录音等功能	智能玩具		电动平衡车，作为玩具或辅助交通工具

资料来源：收购草案，安信证券研究中心

### 2.3.2. 提前卡位玻璃、陶瓷材料表面处理业务领域

传统塑胶、金属产品业务将拓展到玻璃、陶瓷材料表面处理领域。目前，手机市场同质化现象日趋严重，陶瓷机壳为手机厂家和消费者提供了一个新选择。一方面，为了展开差异化竞争，陶瓷材料将逐步成为手机行业差异化的竞争利器，越来越多的手机厂家会采用陶瓷机壳，这将促进陶瓷机壳的发展；另一方面，小米 MIX 发布后，优美的陶瓷机壳获得了广大消费者的称赞，说明陶瓷材质符合手机用户对手机材质性能的要求，消费市场对陶瓷机壳具有极大的需求，这将在根本上促进陶瓷机壳在手机行业的普及。据中国产业信息网，我国是世界电子陶瓷元器件的需求大国之一，我国电子陶瓷产品需求量从 2006 年的 115 亿元增长至 2015 年的 397 亿元，预计到 2019 年市场规模将达到 641 亿元，年复合增长约 13%。据公告称，龙昕科技在原有的塑胶、金属材质精密结构件表面处理业务的基础上，提前布局陶瓷、玻璃等新材料表面处理业务及进行技术储备，并加大 VR 头显、智能玩具、智能穿戴等新产品的开发。受益于电子陶瓷市场空间的上市，以及玻璃、陶瓷等在电子产品中渗透率的提升，公司的新型业务布局有望培育新的业绩增长点。

图 23：我国电子陶瓷市场规模（亿元）

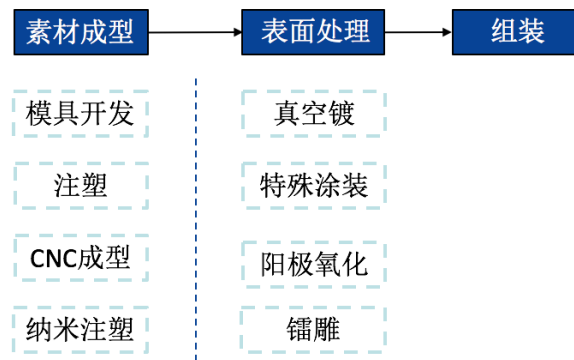


资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

## 2.4. 自主研发提升市场竞争力，核心工艺助力引领市场

公司专注于精密结构件生产和表面处理环节，存在一定行业技术壁垒。消费电子精密结构件的生产环节主要可分为素材成型、表面处理和组装三大部分。素材成型阶段的主要工艺包括模具开发、注塑、CNC成型、纳米注塑等，属于前端环节。表面处理阶段的工艺种类繁多，包括真空镀、涂装、阳极氧化、镭雕、丝印与曝光显影等，属于后端环节。公司专注于高端消费电子产品的表面处理环节，属于手机结构件、外观件重要环节，存在一定行业技术壁垒。主要表现在工艺技术差异化竞争，制程设备投资规模，专业定制化等方面。

图 24：公司消费电子精密结构件的生产环节



资料来源：收购草案，安信证券研究中心

公司重视新工艺、新技术研发。龙昕科技专注于消费电子精密结构件表面处理领域，高度重视新工艺、新技术的开发。龙昕科技结合自身多年的生产研发经验和精准的市场趋势把握，探索具有前瞻性的工艺技术新思路，并形成成熟的技术储备。龙昕科技调拨人员和经费，成立项目组开展专项攻关；最终技术成果交由龙昕科技销售部门向市场推广，以期对客户的产品设计环节施加引导，提高企业知名度和行业影响力，争取更多高附加值的业务订单。

表 3：公司主要核心技术一览表

序号	技术名称	技术说明	技术来源
1	千米级 7 涂 8 烤真空镀膜涂装工艺	通过喷涂、真空镀膜技术，实现数码壳高品质各种颜色外观效果，通过多次涂装技术，达到表面涂层硬度 3H 以上，以及石头震动耐磨 2 小时以上，适合高性能要求产品，具有高附加值。提高生产效率，形成喷涂核心技术。	自主研发
2	真空电镀 7 涂 7 烤超薄涂装镀膜技术	通过喷涂、真空镀膜技术，实现数码壳高品质各种颜色外观效果，减少油漆油量，通过多次薄涂技术，达到表面涂层硬度 3H 以上，以及石头震动耐磨 2 小时以上，适合高档产品，具有高附加值。产品安全性能大幅提升，喷涂成本降低，形成价格竞争力，具有高附加值，形成喷涂核心技术。	自主研发
3	模扣机的前后模倒装双色注塑技术	通过加装模扣机，使双色模具实现前后模倒装，降低模具制造成本，提升产量。模具制造成本减低 20%，产量提高 10%。形成专有技术。	自主研发
4	阳极氧化及光面倒角的哑面金属外壳技术	利用两种不同的激光技术，结合高质感纳米喷涂和镜面 NCVM 镀膜，达到光哑同体的金属外观效果，具有价格竞争力和高附加值。	自主研发
5	消费类电子产品结构件表面涂装陶瓷工艺技术	通过材料表面阳极氧化或腐蚀、仿陶瓷油漆技术、喷涂技术、光学镀，实现表面陶瓷外观效果和硬度耐磨性能，同时有优良的延展性和耐冲击性能。改善金属表面质感，显著提升产品附加值。	自主研发

资料来源：收购草案，安信证券研究中心



图 25: 龙昕科技表面处理核心技术应用及特点

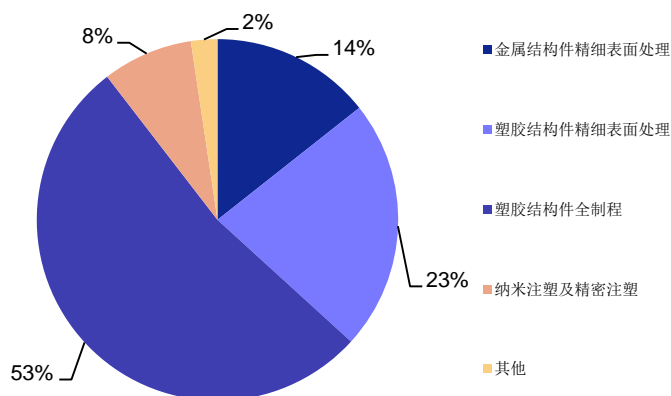
电子产品型号	产品图片示例	龙昕科技产品应用及技术特点
<p>华为mate8</p> <p>华为mate9</p>		<p>龙昕科技产品：机壳（陶瓷白）</p> <p>龙昕科技工艺：金属表面精细处理</p> <p>龙昕科技工艺特点：通行的金属阳极氧化工艺无法获取白色效果，龙昕科技通过特殊喷涂技术，使金属表面呈现陶瓷质感</p>
<p>OPPO A59S</p>		<p>龙昕科技产品：机壳及中框</p> <p>龙昕科技工艺：真空镀、3D 浮雕</p> <p>龙昕科技工艺特点：单个机壳上呈现多种色彩，塑胶材质具备金属质感</p>
<p>VIVO X9</p>		<p>龙昕科技产品：机壳</p> <p>龙昕科技工艺：模具开发、纳米注塑</p> <p>龙昕科技工艺特点：单模具两型腔，生产效率高；注塑粘合力好，良品率高；生产过程自动化</p>
<p>LG G5</p>		<p>龙昕科技产品：机壳</p> <p>龙昕科技工艺：特殊涂装</p> <p>龙昕科技工艺特点：多个颜色、仿阳极效果，弥补压铸金属件阳极氧化良品率低、产品具备多种颜色</p>

资料来源：收购草案，安信证券研究中心

## 2.5. 业绩有望稳健增长，未来发展值得期待

塑胶结构件全制程与其表面处理业务占比最高。据公告称，龙昕科技 2016 年塑胶结构件全制程占营业收入 52%，塑胶结构件精细表面处理业务占 21%，金属结构件精细表面处理业务占 13.42%、纳米注塑及精密注塑业务占 11%。按公司自身规划，塑胶结构件全制程及纳米注塑及精密注塑业务将保持快速增长，2020 预计收入占比分别为 60%、15%。

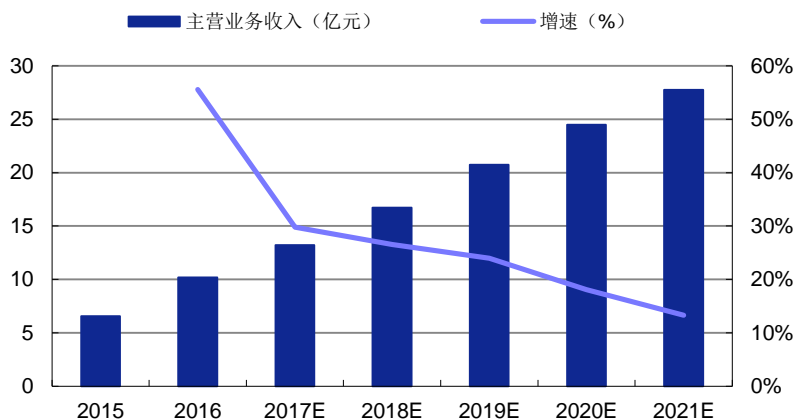
图 26: 龙昕科技 2016 营业收入构成



资料来源：收购草案，安信证券研究中心

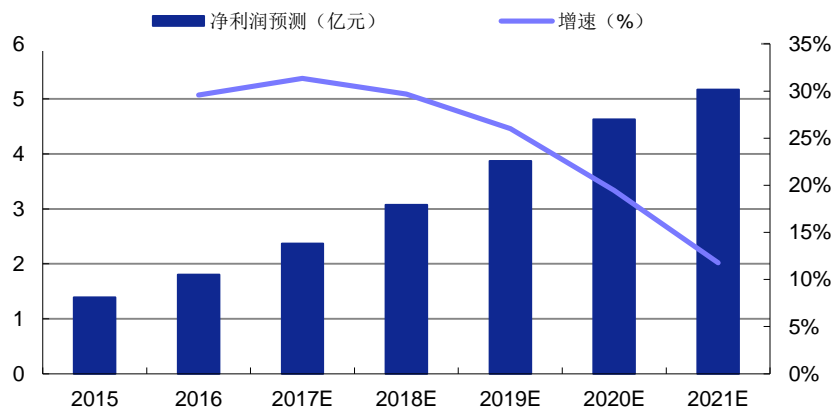
未来有望维持较高符合增长率，公司成长性可观。龙昕科技主营业务实现了较快发展，营业收入和净利润均实现了快速增长。据公告称，2015、2016年，公司收入为6.55亿、10.18亿元。龙昕科技于2015、2016年，实现净利润分别为13,927.27万元和18,047.34万元，呈较快增长趋势。随着业务领域的不断拓展，收入结构的不断完善，预计龙昕科技未来经营业务和经营业绩仍将保持快速发展势头。审计结果披露龙昕科技2016年实现营业收入10.18亿元，净利润1.80亿元，预计2019年营业收入20.73亿元（净利润3.88亿元），成长性十分优秀。按公司预计，2016-2022年收入及净利复合增速在20%左右。

图 27：龙昕科技主营业务收入预测（亿元）



资料来源：收购草案，安信证券研究中心

图 28：龙昕科技净利润预测（亿元）



资料来源：收购草案，安信证券研究中心

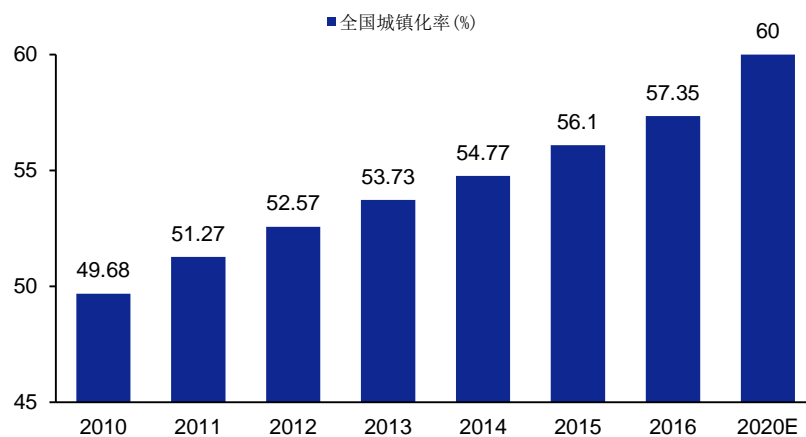
谋求共同发展，实现协同效应。康尼机电在生产经营、财务管理等方面制度完善，运行规范，具备布局新兴业务领域的的能力。龙昕科技作为非上市企业，正处于快速成长期，亟需良好的发展平台。借助本次重组，龙昕科技将进入上市公司体系，获取融资渠道，进而扩张生产规模、加大研发力度和优化管理体系。后续双方将在海外市场的业务模式、管理制度、出口渠道、客户维护等方面可以进行业务整合，资源互补，在开拓国际市场方面、公司经营和管理方面实现协同发展。

### 3. 城轨建设催生下游需求，轨交产品进入蓝海市场

#### 3.1. 我国步入城轨交通发展期，轨交建设进入高峰

城镇化率近 70% 时，地铁建设进入快速增长期。根据国际经验，城镇化率在 70% 左右时地铁建设进入快速增长期，接近 80% 的时候开始接近天花板。我国 2016 年的城镇化率仅为 57.35%，尚有很大的发展空间。预计我国城市轨道交通仍有至少十年的“黄金发展期”。

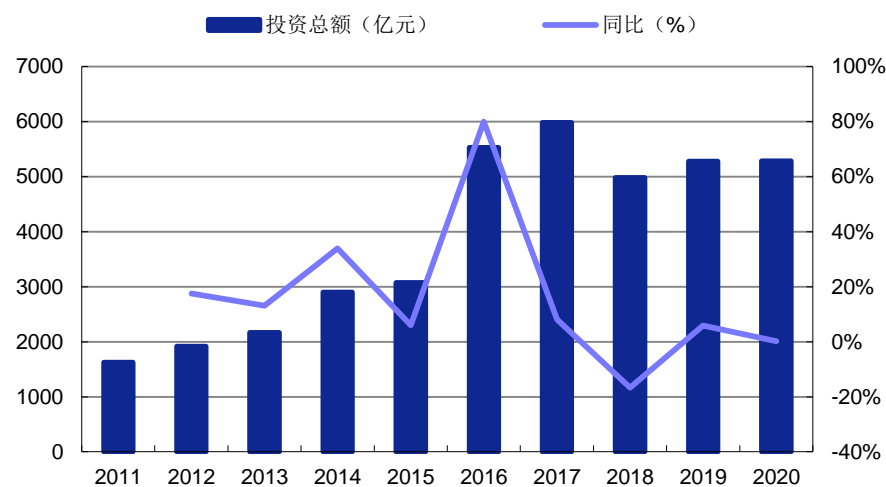
图 29：全国城镇化率（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

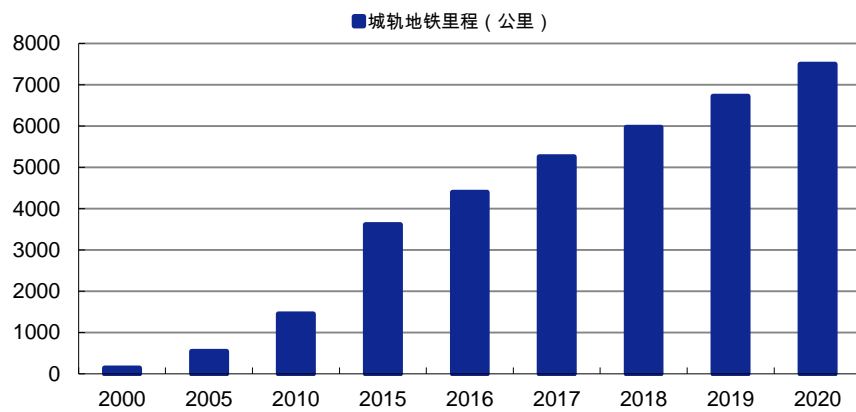
城轨交通投资加速，轨交建设进入高峰。国家发改委、交通运输部联合印发了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》。计划指出，2016 年至 2018 年城市轨道交通领域将重点推进 103 个前期项目，新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

图 30：全国城市轨交投资总额（亿元）



资料来源：Wind，中国城市轨道交通协会，安信证券研究中心

图 31: 全国城轨地铁里程 (公里)



资料来源: Wind, 中国城市轨道交通协会, 安信证券研究中心

### 3.2. 轨交项目拉动需求, 打开市场天花板

全国地铁建设项目的完工将带来大量的城市轨道交通车辆需求。截止 2017 年 3 月最新出版的中国城市轨道交通年度报告《中国城市轨道交通年度报 2015》，全面并详细的反映了中国近期城市轨道交通发展情况。根据该报告, 我们统计出在 2017 年及以后开通的地铁线路共有 99 条, 总里程 2678.97 公里, 未来还有更多项目等待开工或在规划中。此外, 2016 年 5 月发改委和交通部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》, 计划 2016-2018 年将重点推进 103 个项目前期工作, 新建城轨 2000 公里以上。2017 年城市轨道交通将迎来建设高峰期, 完工里程预计超过 600 公里, 投资额将超过 5150 亿元。目前看来, 众多的全国地铁建设项目的完工将带来大量的城市轨道交通车辆需求, 在未来几年内我国城轨建设将处于一个高增长期, 城市轨道交通车辆门系统产品有望拓展市场空间。

表 4: 我国城市轨道交通在建项目一览表 (截至 2015.12.31)

城市	线路	在建里程 / km	站数	预计通车时间	城市	线路	在建里程 / km	站数	预计通车时间
北京	8 号线三期	17.13	7	2016	大连	1 号线二期	10.6	7	2016
	14 号线	30.7	37	—		2 号线二期	16.8	12	2016
	16 号线	40.2	24	2016		金普城际铁路	42.7	16	2016
	S1 线西段	10.2	8	2017	沈阳	沈阳地铁 9 号线一期工程	28.996	23	2018
	现代有轨电车西郊线	9.1	7	—		沈阳地铁 10 号线一期工程	27.21	21	2018
				沈阳至铁岭城际铁路		6.02	4	2017	
上海	5 号线南延	19.5	9	2018	成都	沈阳地铁 4 号线一期工程	34.1	23	2020
	8 号线三期	6.6	6	2017		1 号线三期	18.68	14	2018.6
	9 号线三期	13.82	9	2017		3 号线一期	20.36	17	2016.8
	10 号线二期	10	6	2018	3 号线二、三期	29.54	20	2019.2	
	13 号线二期、三期	22.3	17	2018	4 号线二期	21.62	14	2017.8	
	14 号线	39	31	2020	5 号线一、二期	49.06	41	2019.12	
	15 号线	42.3	30	2020	7 号线	38.63	31	2018.1	
	17 号线	35.3	12	2017	10 号线一期	10.94	6	2017.1	
18 号线	36.8	26	2020						
广州	广佛线后通段	5.3	3	2016	佛山	广佛线二期	6.678	4	2016
	4 号线南延线	12.6	6	2017		2 号线一期	32.4	17	—
	6 号线二期	17.6	10	2016	西安	3 号线一期	39.15	26	2016
	7 号线一期	18.6	9	2016		4 号线	35.2	26	2018
	8 号线北延段	17.8	14	2018	苏州	2 号线延伸线 (东延)	13.8	11	2016
	9 号线	20.1	10	2016		2 号线延伸线 (北延)	1.8	2	2016
	11 号线	44.1	32	2022		3 号线	44.9	37	2019

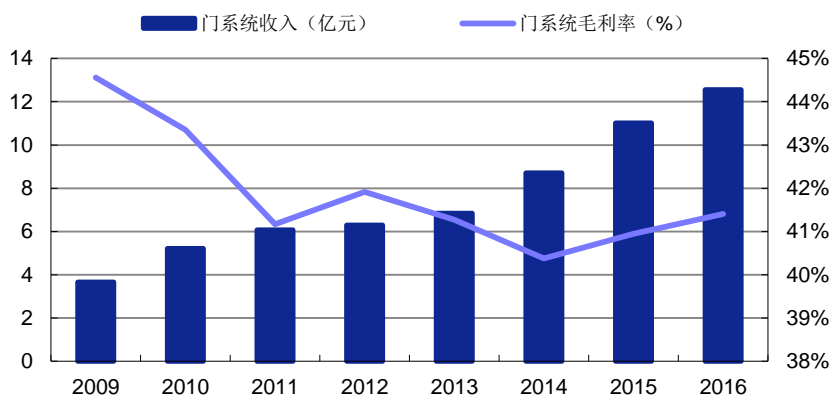
	13号线首期	27	11	2017		4号线	42	31	2017
	14号线主线	54.1	13	2018		4号线支线	10.8	8	2017
	14号线支线	21.8	9	2018		有轨电车2号线	18.5	8	2017.5
	21号线	60.1	21	2017					
天津	天津地铁5号线	34.8	28	2016—	杭州	2号线一期西北段	12.2	11	2018
	天津地铁6号线	42.36	39	2016		2号线二期工程	11.3	8	2018
	天津地铁1号线东延线	16.04	11	2018		4号线一期工程南段	11.2	8	2018
	天津地铁4号线	19.4	14	2019		5号线一期	48.6	36	2019
	天津地铁10号线	21	21	2020		6号线一期	27	19	2019
深圳	机场线(11号线)	51.9	18	2016.12	昆明	1号线呈贡支线	5.318	4	2016
	西丽线(7号线)	30.173	28	2016.12		2号线二期	12.748	10	2019
	梅林线(9号线)	25.38	22	2016.12		3号线一期	19.158	17	2016
	光明线(6号线)	37.85	20	2016		6号线二期	7.543	4	2018
南京	4号线一期	33.8	18	2016	哈尔滨	1号线三期	8.54	5	2020
	5号线	37.2	29	2020		2号线一期	28.6	19	2020
	宁和城际一期	36.3	19	2017		3号线一期	5.45	5	2016.12
	宁溧城际	31	9	2017		3号线二期	32.22	29	2020.12
	宁高城际二期	52.4	5	2017	郑州	1号线二期	9.9	10	2016
重庆	3号线北延伸段	9.97	6	2016		2号线一期	20.7	22	2016
	环线	50.84	33	2017		2号线南延	42.1	18	2016
	4号线一期	15.77	8	2017	5号线	40.7	32	2018	
	5号线一期	39.76	25	2017	长沙	1号线	23.6	20	2016.5
	10号线一期	34.28	18	2017		3号线一期	36.5	25	2018
1号线璧山段	5.6	1	2017	4号线		33.7	24	2019	
5号线延伸线江津段	26.7	5	2018	5号线一期	22.7	18	2020		
长春	1号线一期	18.5	15	2016.9	宁波	机场磁浮线	18.5	3	2016
	2号线一期	22.8	19	2017.12		1号线二期	25.29	9	2016
	轨道交通北湖线	13.4	13	2016.9		3号线一期	16.72	15	2019
	轻轨3号线一期工程延长线	5.38	4	2018.12		2号线二期	8.48	5	2020
武汉	1号线径河延长线	3.6	3	2018.12	青岛	4号线	36.11	25	2020
	2号线南延线	13.35	10	2019.12		宁波至奉化城际铁路	21.64	9	2019
	3号线一期	30.1	24	2015.12		1号线	59.9	39	2020
	6号线一期	35.95	27	2016.12		2号线	25.2	22	2017
	7号线一期	30.85	19	2017.12	11号线	29.6	22	2017	
	8号线一期	16.7	12	2017.12	13号线	70.3	22	2018	
	11号线东段	19.7	13	2019.12	城阳有轨电车	8.77	12	2016	
	阳逻线(21号线)	35.02	16	2018.12	南昌	2号线一期	23.7	21	2017.12
	纸坊线(27号线)	16.9	8	2019.12		3号线	28.5	24	2020
	机场线	19.5	7	2016.12	东莞	2号线	37.8	15	2016
	有轨电车T1示范线	16.803	23	2016	乌鲁木齐	1号线	27.6	21	2019.12
有轨电车T2示范线	19.192	25	2016	2号线一期		19.35	16	2020	
福州	1号线一期	24.89	21	2016	南宁	1号线	32.1	25	2016
	2号线	28.1	22	—		2号线	21	18	2017
贵阳	1号线	33.6	23	2017		3号线一期	27.96	23	2018
	2号线一期	27.6	23	2019		4号线一期	24.6	19	2019
厦门	1号线	30.3	24	2017	石家庄	1号线一期工程	23.9	20	2017
	2号线一期	26.1	23	2018		3号线一期工程(首开段)	6.4	6	2017
	3号线	36.73	26	2020	淮安	—	—	—	
	4号线	38.24	8	2020	合肥	1号线	24.58	23	2016.12
太原	2号线一期	23.38	23	2020		2号线	27.8	24	2017
兰州	1号线	26	21	2016	3号线	37.3	33	2019	

资料来源：《中国城市轨道交通年度报 2015》，安信证券研究中心

### 3.3. 门系统产品市场占有率高，产品体系丰富

城轨车辆门系统市场占有率连续十年保持 50% 以上。公司城市轨道交通产品主要包括城轨车辆门系统、站台安全门系统、内部装饰、连接器、闸机扇门模块和城轨门系统维护及配件业务。其中，城轨车辆门系统作为公司核心业务，占公司 2016 年营业收入 50% 左右，且该产品国内市场占有率连续十年保持在 50% 以上。

图 32：公司门系统营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司产品齐全，覆盖各方需求。据公告称，公司是国家标准《城市轨道交通车辆客室侧门》和《城市地铁车辆电动客室侧门行业技术规范》的主要制定单位，在业内拥有较高的地位。公司多年深耕门系统产品研发，逐步形成全方位，覆盖各方需求的门系统产品体系。

图 33：公司轨交门系统产品（部分）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

城轨门系统产品竞争力强。中国具有广阔的城市轨道交通市场空间，国际车辆门系统的主要

供应商纷纷进入中国。在市场的激烈竞争中，公司城轨门系统产品依然连续十年占据 50% 以上市场份额，作为行业龙头遥遥领先，优势明显。相比于车辆门系统，站台安全门具有较低的技术难度，市场准入门槛较低，竞争更加激烈。闸机扇门模块是公司自主研发的轨道交通站台闸机核心部件，主要由逻辑控制器、扇门控制器、伺服电机和机构四个部分组成，公司闸机扇门模块的主要特点是高安全、高可靠性、高性价比，可实现全面进口替代，该产品市场主要竞争对手是德国 Magnetic、瑞典固力保。2016 年，该产品已在南京地铁一号线、二号线、三号线等运营线路上全面应用。

**表 5：公司城轨门系统主要竞争对手**

<b>IFE-威奥轨道交通车辆门系统（青岛）有限公司</b>	该公司是德国克诺尔（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。其经营范围主要为开发、设计、生产各种类型的轨道交通车辆门及其部件、零件和相关产品，并提供相关技术和售后服务。IFE 自动门系统公司是车辆门和上车辅助系统的专家。1997 年，IFE 自动门系统公司加入克诺尔（Knorr），克诺尔（Knorr）集团是全球著名的轨道交通车辆设备供应商，其多个轨道交通车辆门系统产品市场占有率位居全球第一。
<b>北京博得交通设备股份有限公司</b>	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。
<b>上海法维莱交通车辆设备有限公司</b>	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。
<b>青岛欧特美股份有限公司</b>	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：公司招股说明书，安信证券研究中心

**表 6：公司站台安全门系统主要竞争对手**

<b>法中轨道交通运输设备（上海）有限公司</b>	法中轨道交通运输设备（上海）有限公司为法维莱（Faiveley）旗下的法维莱运输远东有限公司于 2005 年成立的全资子公司，专业从事安全门生产业务。
<b>西屋月台屏蔽门（广州）有限公司</b>	西屋月台屏蔽门（广州）有限公司为克诺尔制动系统亚太区（控股）有限公司（克诺尔（Knorr）的子公司）于 2006 年在华投资成立的合资公司，专业致力于站台安全门事业发展。西屋月台屏蔽门（广州）有限公司是克诺尔（Knorr）全球站台安全门的生产基地。
<b>深圳市方大自动化系统有限公司</b>	深圳市方大自动化系统有限公司成立于 2003 年，专业从事轨道交通站台安全门的开发、设计、制造、测试、调试及安装管理。其母公司方大集团股份有限公司 1999 年在国内率先进入地铁屏蔽门行业，经过多年研究，现已具备提供整套地铁屏蔽门系统解决方案的能力，并开发出了具有自主知识产权的地铁屏蔽门系统。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 3.4. 城市轨道交通门系统市场空间可观

保守估计 2020 年城轨里程总数将达到 7100 公里。依据中国城市轨道交通协会网信息，截止 2014 年末，全国 22 个城市共开通城市轨道交通运营线路长度 3173 公里；2015 年末，中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营，共计 116 条线路，运营线路总长度达 3618 公里。中国城市轨道交通协会发布的《2016 年我国城轨交通线路概况》快报信息，截至 2016 年末，我国累计 30 个城市建成投运城轨交通线路 134 条，运营线路 4153 公里。根据国家十三五规划纲要，十三五期间将新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里。据此保守估计 2020 年城轨里程总数将达到 7100 公里。预测我国 2017-2020 年平均每年城市轨道交通新增里程为 616km。

表 7：城市轨道交通近年发展规划及预测

年份	2013	2014	2015	2016	发展规划 2020E
运营城市数量 (个)	19	22	26	30	50(E)
城轨运营里程 (公里)	2539	3173	3618	4153	7100(E)
通车线路 (条)	87	91	116	134	230(E)

资料来源：中国城市轨道交通协会，安信证券研究中心

预计城市轨道交通门系统市场规模于 2020 年达到 31.81 亿。我们保守假设到 2020 年全国城市轨道交通运营里程达到 7100 公里，列车密度到 2020 年增加到约 6.99 辆/公里，预计每年平均提升 0.25 辆/公里。此外，根据《城市轨道交通年度统计和分析报告》数据，发现每年城市轨道交通站台密度基本稳定，我们预测未来四年站台密度在 0.64 座/公里左右。

若按照每辆车厢需配 10 套外门、2 套内门测算（每套外门价格为 2.5 万元，每套内门价格为 5 万元），一辆列车门系统的价值为 35 万元。按照每个城市轨道交通站台 50 个安全门测算（每套安全门 3.5 万元），一个城市轨道交通站台安全门系统的价值为 175 万元。据推算，预计在 2020 年，城市轨道交通门系统市场规模将达到 31.81 亿。

表 8：城市轨道交通门系统市场估算

年份	运营里程数 (公里)	新增运营里程数 (公里)	列车保有量	列车密度 (辆/公里)	列车增量	站台数	站台密度 (座/公里)	站台增量	列车门市场规模 (亿)	站台安全门市场规模 (亿)	城轨交通门系统市场规模 (亿)
2016	4153	535	24866	5.99	3850	2671	0.64	435	13.48	7.61	21.09
2017E	4889	736	30495	6.24	5629	3129	0.64	458	19.70	8.01	27.72
2018E	5626	737	36499	6.49	6004	3601	0.64	472	21.01	8.25	29.27
2019E	6364	738	42877	6.74	6379	4073	0.64	472	22.33	8.27	30.59
2020E	7100	736	49611	6.99	6734	4544	0.64	471	23.57	8.24	31.81

资料来源：公开资料整理（其中 2016 年数据来自中国产业信息网），安信证券研究中心

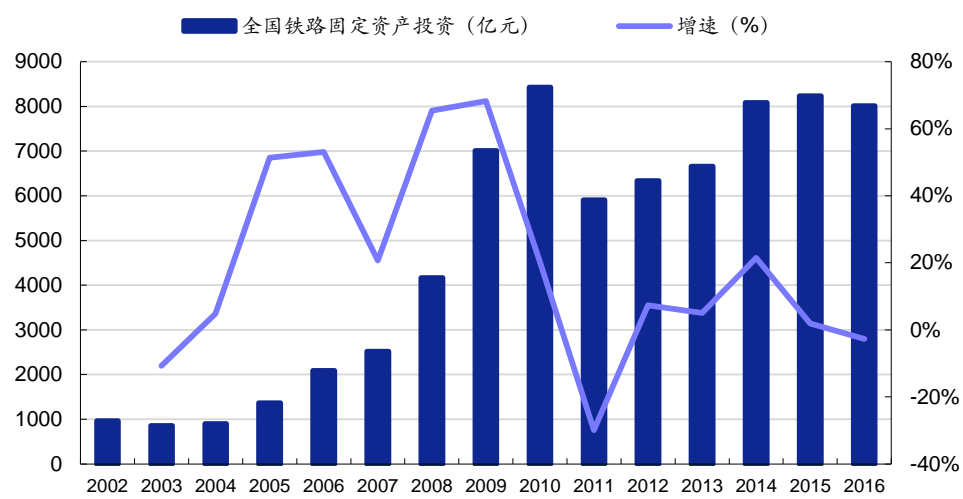


## 4. 中国铁路投资空间上升，干线轨交产品有望受益

### 4.1. 高铁投资连续高位，动车需求高速拓展

国内未来高铁市场需求规模增加。根据我国高铁“十三五”发展规划，到2020年高铁里程3万公里。按照现在1辆车/公里的密度，将带来1375列标准动车组的新增需求。再考虑路网加密、传统客车更换为动力集成型动车组等因素，保守估计新增需求将达到1600~1800列。随着将来标准动车组大规模生产及上线运营，国内存量动车组将逐步替换，长期看，国内标准动车组潜在市场很大。目前全国铁路投资连续三年维持8000亿元高位，并且3月5日李克强总理作政府工作报告中也重申完成铁路投资8000亿元。中国铁路作为“稳增长”的重要抓手，在国家战略布局中的地位越来越重要，将驶入黄金发展时代。

图 34：全国铁路固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

十三五高铁投资高峰，新增里程1.1万公里。根据《中长期铁路发展规划（2016-2030）》：

- 到2020年，铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里（覆盖80%以上的大城市）；
- 到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右；
- 到2030年，铁路网规模将达到20万公里左右，其中高速铁路4.5万公里左右；

根据市场初步预测，“十三五”期间我国预计将新建铁路3万公里，高铁1.1万公里。2017年仅新增高速铁路项目初步统计就近4300公里。初步统计，2017年将有16条高速铁路线路开工，开工线路里程为4272.58公里，投资额达6593.19亿元，已超出“十三五”规划初步方案的五分之一，而且此处仅仅统计了高速铁路项目，并未包含普通铁路项目。

表 9：铁路交通近年发展规划及预测

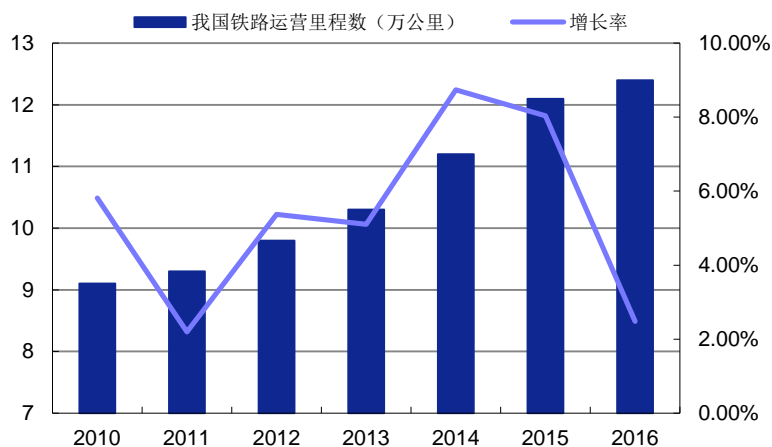
期间	十一·五	十二·五	十三·五	十三五新增
铁路里程：万公里	9.10	12.1	15	3
高铁里程：万公里	0.8358	1.9	3	1.1
铁路投资：万亿元	2.43	规划 2.8（实际 3.58）	3.5-3.8	较规划增长 25%-35%
基建投资：万亿元	1.98	规划 2.1（实际 2.3）	3	较规划增长 30%左右
车辆投资：亿元	3400	6000	8000	10%-20%

资料来源：公开资料整理（主要数据来自中国产业信息网），安信证券研究中心

## 4.2. “八纵八横”广联通，城际铁路成为新增长点

继续发展高速铁路，广泛联通大江南北。2016年7月，经国务院批准，国家发改委引发了《中长期铁路网规划》，中国高铁网正式由“四纵四横”升级为“八纵八横”。规划指出，在过去十几年内，发展铁路在社会经济发展、保障和改善民生等方面发挥了重要作用，成为现代化建设成就的重要展示。为满足快速增长的客运需求，需要在原有铁路网基础上大力发展高速铁路，实现区域间便捷相连。根据本次国家规划，到2020年，一大批重大标志性项目将建成投产，铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市；到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，高速铁路3.8万公里。

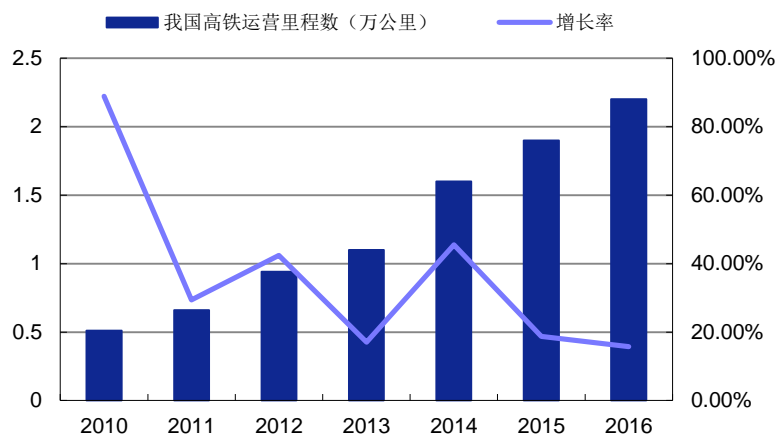
图 35：我国铁路运营里程（万公里）



资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

高速铁路持续发展，运营超过 2 万公里。根据 2017 年 1 月中国铁路总公司党组书记、总经理陆东福在工作会议上的报告，截至 2016 年底，我国已建成并投入运营铁路 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里。根据我国“十三五”规划，我国将建设铁路新线 3 万公里，铁路固定资产规模将达到 3.5 万亿元。根据中国统计年鉴的数据显示，过去几年中我国铁路覆盖范围不断扩大，运营里程不断增加，尤其是高速铁路发展迅速，客运量在全国铁路中占比不断扩大。截至 2015 年底，我国高速铁路客运量达到 9.36 亿人次，占比 37.9%。国家政策的大力支持使得未来几年中我国铁路，尤其是高速铁路必将迎来高速发展时期。

图 36：我国高铁运营里程（万公里）



资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

国家重点发展城际高速铁路，成为新增长点。2015年3月，国家铁路局正式颁布实施了《城际铁路设计规范》，规范指出城际铁路是指专门服务于相邻城市间或城市群，旅客列车设计速度250公里/小时及以下的快速、便捷、高密度客运专线铁路。2015年11月，国家发展改革委和交通运输部联合发布了《城镇化地区综合交通网规划》，规划显示至2020年，城际铁路运行里程达到3.2万公里（其中新建城际铁路约8000公里），覆盖98%的节点城市和近60%的县（市），城际铁路的建设速度将进入快速增长期。尽管未来五年铁路投资、高铁新增里程将在高位维持且有所放缓，而城际铁路、高铁海外市场将成为新的增长点。

#### 4.3. 动车门系统市场空间上行，有望成为新的增长点

公司动车组门系统的市场占有率有望提升。干线铁路车辆门系统产品主要包括普通干线铁路、城际铁路及动车组门系统。随着中国标准动车组许可证的颁发，中国标准动车组将可能成为国内和高铁出海的主要车型，作为中国标准动车组门系统研发、试制的主要参与单位，未来，公司动车组门系统的市场占有率有望得到明显提升。

图 37：公司干线门系统产品（部分）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

铁路动车门系统市场空间广阔。按动车组目前的情况测算，一列动车组的门系统分为34套外门和16套内门。其中，外门配置为4套客室门/辆和2套司机门/列；内门为2套/辆（端门+厕所门）按8辆车厢组为一列动车编组估计，一列动车组外门系统为34套门（32套客室门+2套司机们），而一列动车组内门系统为16套门（8套端门+8套厕所门）。此外，据中国产业信息网预测，我国十三五期间动车年均新增450-500列。因此，按照十三五期间年均新增450列动车，2016-2020年动车门系统总市场为53.1亿元，年均10.62亿元。

表 10：铁路动车门系统市场空间估算

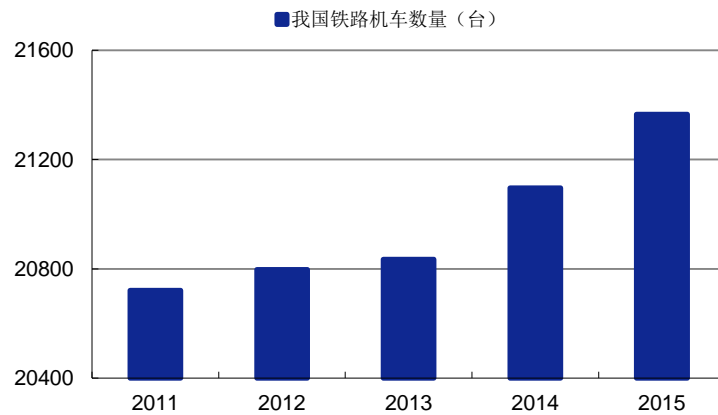
	2016	2017	2018	2019	2020
动车需求量	400	450	450	450	500
所需外门个数	13600	15300	15300	15300	17000
外门市场 (亿元)	8.16	9.18	9.18	9.18	10.2
所需内门个数	6400	7200	7200	7200	8000
内门市场 (亿元)	1.28	1.44	1.44	1.44	1.6
动车门市场规模 (亿元)	9.44	10.62	10.62	10.62	11.8

资料来源：公开资料整理（其中2016年数据来自中国产业信息网），安信证券研究中心

#### 4.4. 动车市场周期轮转，提前布局高级维修

铁路交通保有量上升，维护需求逐渐增大。经过多年的高速发展，我国 2016 年铁路运营总里程数达到 12.4 万公里。其中高速铁路运营里程达到 2.2 万公里，居世界首位。在“十三五”期间，我国铁路交通持续高速发展。随着车辆保有量的增长，对车辆进行维护、保养的需求越来越大。

图 38：我国铁路机车数量（台）



资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心

维保与更新服务市场将复制前 10 年城市轨道交通车辆的增长趋势。根据城市轨道交通行业的相关规范要求，城市轨道交通车辆（包括门系统）运营 5 年或者 60 万公里需要架修，运营 10 年或者 120 万公里必须进行大修。维保与更新服务市场将复制前 10 年城市轨道交通车辆的增长趋势。此外，高速动车组车辆门系统维修保更新业务出现进口替代趋势。根据中国铁路总公司 2013 年发布的《铁路动车组运用维修规程》，我国铁路动车组检修共分为五级。一级、二级较为简单，三至五级检修需要返厂维修，属于高级维修。根据规定，轨道交通车辆（包括门系统）运营 3 年或者 120 万公里需要三级检修，运营 6 年或者 240 万公里必须进行四级检修，运营 12 年或者 480 万公里必须进行五级检修。

表 11：动车组检修周期表

单位	一级检修	二级检修	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A CRH1B CRH1E	4000±400 公里或运用 48 小时	15 天	120±10 万公里或 3 年	240±10 万公里或 6 年	480±10 万公里或 12 年
CRH5A	5000±400 公里或运用 48 小时		120±10 万公里或 3 年	240±10 万公里或 6 年	480±10 万公里或 12 年
CRH3C CRH380B CRH380BL CRH380CL	4000±400 公里或运用 48 小时				
CRH2A CRH2B CRH2E CRH2C CRH380A CRH380AL	20%20%4000±400 公里或运用 48 小时				

资料来源：《铁路动车组运用维修规程》，安信证券研究中心

出资设立子公司，完善动车高级维修。依公司年报，为满足公司产品服务和客户的需求，加快推进公司进入高铁维保市场，经2016年7月14日召开的三届二次董事会审议通过《关于投资设立唐山康尼轨道交通装备有限公司的议案》，同意公司使用自有资金1,000.00万元设立唐山康尼轨道交通装备有限公司。2016年10月24日，唐山康尼的工商注册登记手续已办理完毕，并取得唐山市丰润区市场监督管理局颁发的《营业执照》。

## 5. 外延式多方拓展新兴产业，注入成长新动力

### 5.1. 把握新能源汽车发展势头，拓展产品分享行业盛宴

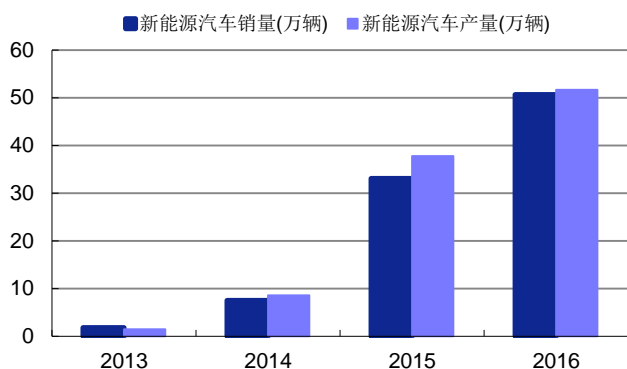
下游新能源汽车行业加速增长，新能源业务有望成为第二增长极。据中国汽车工业协会统计，2016年我国新能源汽车产销分别为51.7万辆和50.7万辆，同比分别增长51.7%和53.0%。2016年汽车产销创历史新高，全年产销量分别为2811.9万辆和2802.8万辆。为推动中国新能源汽车发展，国家近年出台多项政策。根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》，到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆，十三五规划纲要中再一次明确，到2020年“全国新能源汽车累计产销量达到500万辆”。同时，据中汽协预测，中国汽车销量2025年预计达3500万，20%为新能源车。未来我国新能源汽车发展势态良好。

表 12：近年来出台推动新能源汽车发展的政策（部分）

发布时间	发布单位	文件名称	主要内容
2014年7月	国务院办公厅	《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	新能源汽车推广城市今后新增及更新车辆中的新能源汽车占比不低于30%。
2015年10月	国家发改委、能源局、工信部、住建部	《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》	2015年到2020年需要新建公交车充换电站3848座，出租车充换电站2462座，环卫、物流等专用车充电站2438座，公务车与私家车用户专用充电桩430万个，城市公共充电站2397座，分散式公共充电桩50万个，城际快充站842座。
2015年12月	住建部	《关于加强城市电动汽车充电设施规划建设工作的通知》	加快充电设施规划建设，到2020年，社会公共停车场具有充电设施的车位不少于10%，每2000辆电动车配备一座快速充电站。
2016年1月	财政部、科技部、工信部、发改委和国家能源局	《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	2016-2020年中央财政将继续安排资金对充电基础设施建设、运营给予奖补。至2020年，对大气污染防治重点省市奖励门槛为7万辆，奖补标准1.26亿元。
2016年4月	国家能源局	《2016年能源工作指导意见》	建设充电站2000多座、分散式公共充电桩10万个，私人专用充电桩86万个，各类充电设施总投资300亿元。
2016年12月	财政部、科技部、工业和信息化部、国家发展改革委	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	除燃料电池汽车外其他车型补助稳定下调，确定2017年至2020年的补贴退坡幅度为每两年下降20%。

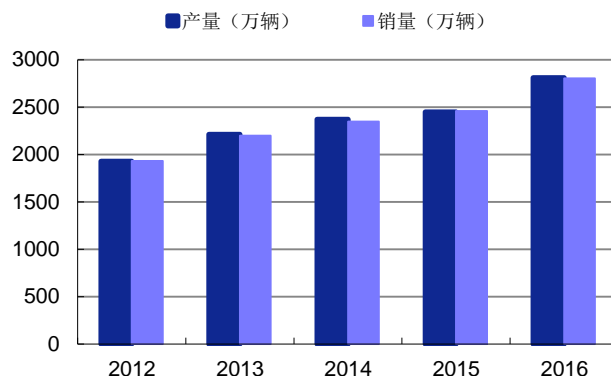
资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 39：全国新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

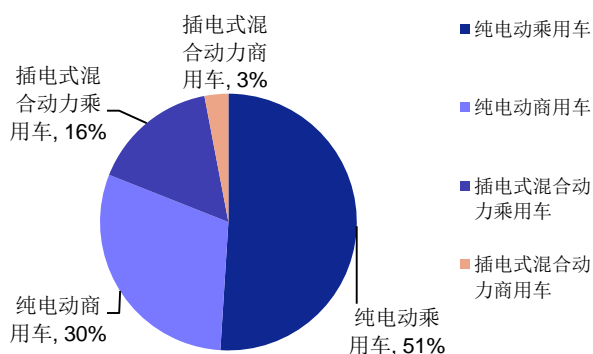
图 40：全国汽车产销量（万辆）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**新产品储备奠定潜在发展。**公司依托连接器技术和孵化成果，成立了南京康尼新能源汽车零部件有限公司。公司新能源汽车零部件主要公司主要产品有内充接口（线束），外充接口（线束），高压接口插件（线束），维修开关，充电桩，车载高压配电箱，及整车高压线束等。并且，公司已成为国内主要自主品牌新能源汽车企业的重要供应商。并且未来会进一步加快推进新能源汽车零部件和汽车零部件产业的发展，着力培育和孵化新能源公交门系统新产品业务。公司于 2015 年 10 月 25 日正式获得 TUV 德国总部颁发的 TS16949 质量管理体系认证证书，近期，公司研制的电动汽车高压连接器产品获得由德国机动车监督协会（DEKRA）大中华区颁发的 DEKRA Seal 证书。截至 2015 年底，新能源汽车零部件公司，已拥有专利 14 项，其中发明专利 1 项；在申请专利 2 项，其中发明 2 项。此外，据公告称，公司 2016 年启动研发新能源汽车零部件前瞻性产品项目 5 项，截止去年底已经完成 2 项。此外，公司 2016 年自主研发的新能源公交车门系统产品（电动塞拉门）已成功推向市场，获得首个 55 辆车（75 套门系统）订单并实现交付。

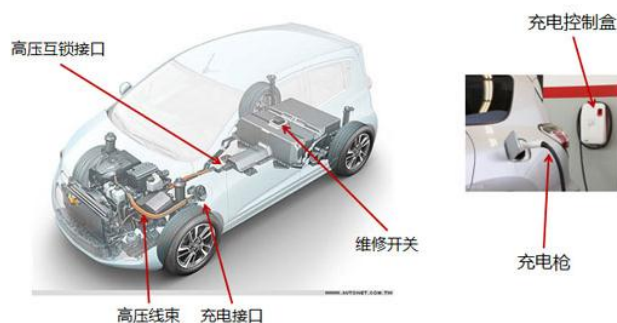
图 41：公司新能源主营业务构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 42：公司新能源产品系列

新能源产品系列（EV与PHEV均需要如下产品）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

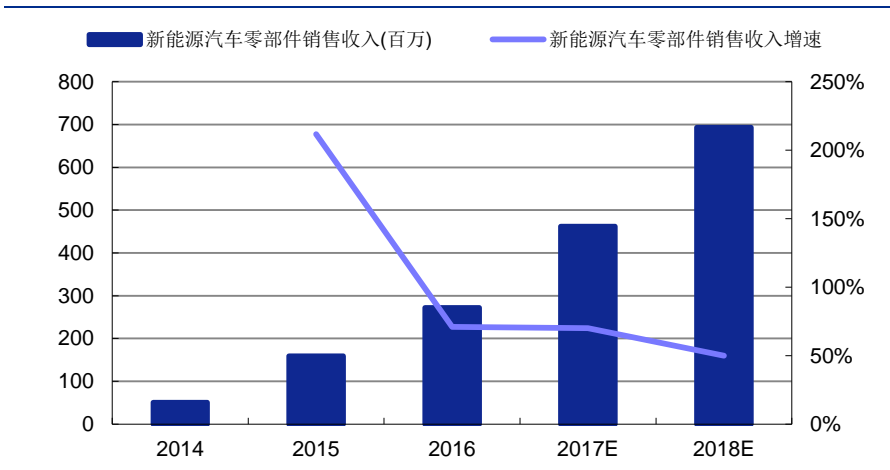
图 43：康尼新能源汽车零部件产品（部分）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

新能源业绩符合预期，有望成为新的利润增长点。2015 年，公司新能源汽车零部件业务收入 1.59 亿元，同比增长 200%，净利润 1811 万元。2016 年新能源汽车零部件销售收入增加 1.13 亿元，同比增长 71.1%。根据新能源汽车未来 3 年的增速，我们预计公司 2017，2018 年新能源汽车零部件依旧保持增速 70% 的增速。未来随着新能源汽车行业的快速发展，及公司多想新产品加快产业化和市场开拓，新能源汽车零部件业务有望成为公司业绩快速增长的第二大驱动力。

图 44：新能源汽车零部件销售收入



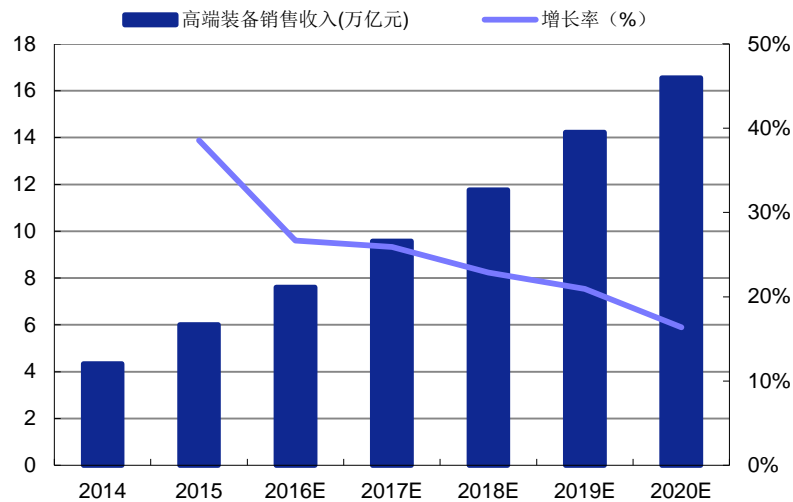
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5.2. 整合数控技术，布局精密高端制造领域业务

高端装备为推动工业转型引擎，近年增速已超 30%。高端装备制造业是以高新技术为引领，处于价值链高端和产业链核心环节，决定着整个产业链综合竞争力的战略性新兴产业，是现代产业体系的脊梁，是推动工业转型升级的引擎。我国高端装备制造业 2012 年的销售收入

约为 2.58 万亿元。按照《高端装备制造产业“十二五”规划》，到 2015 年，我国高端装备制造制造业销售收入超过 6 万亿元，在装备制造业中的占比提高到 15%；据《2014-2020 年高端装备制造产业发展前瞻与投资战略规划分析报告》，2011-2015 年我国高端装备制造产业的销售收入复合增长率达到 32.3%。到 2020 年，高端装备制造产业销售收入在装备制造业中的占比提高到 25%

图 45：我国高端装备制造产业销售收入（万亿元）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

**整合数控技术，拓展高端制造业务领域。**2015 年初，为抓住我国高端制造装备行业的发展机遇，进一步扩展公司的业务领域，公司在原精密锻造分公司的基础上，整合数控技术，成立了控股子公司康尼精机。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、机电产品的研发、制造、销售、代理与技术服务。数控磨削机床是目前公司的重点研发产品，已经进入到调试阶段。随着研发投入的不断加大、自主研发的高端制造装备与精密锻造技术的有机融合，公司期待未来在精密机械制造装备产品上能够实现新的、有效突破。受益于高端装备制造业的高速发展，精机制造装备产品有望公司业绩成为新的增长点。

**精密机械制造装备产品与去年同比稳中有升，高端制造产品销售增长较快。**公司精密机械制造装备产品主要包括电动工具零部件产品、汽车零部件及高端制造装备（数控磨床、AGV 小车等）三个主要业务方向。

- 电动工具零部件产品：主要客户相对稳定，与去年同比销售额略有下降；汽车零部件产品销售额较去年保持稳定增长，新产品研制、认证工作正有序推进；
- 汽车零部件产品：产品销售额较去年保持稳定增长，新产品研制、认证工作正有序推进；
- 高端制造装备产品：2015 年，高端制造装备产品 320G CNC 成形磨床、360G 直齿成形磨床等，实现销售 790 多万元；2016 年，高端制造装备实现销售超过 2,000 万元，与去年相比增长较快。自主研发的数控摆线磨、数控内齿磨已完成开发和调试工作，数控坐标磨已完成研制工作，目前正在调试；数控随动磨仍处于研制阶段。随着研发投入的不断加大、自主研发的高端制造装备与精密锻造技术的有机融合，公司期待未来在精密机械制造装备产品上能够实现新的、有效突破。



图 46: 高端制造产品示意图 (部分)



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

## 6. 盈利预测及投资评级

### 6.1. “买入-A” 投资评级, 6 个月目标价 15.58 元

若不考虑收购龙昕科技, 我们预计公司 2017-2019 年营业收入 26.67 亿元、35.44 亿元、46.42 亿元, 同比分别增长 32.7%、32.9%、31.0%, 净利润分别为 2.96 亿元、3.76 亿元、4.81 亿元, 同比分别增长 23.2%、27.0%、28.1%。

对于传统轨交主业部分, 我们选取 5 家轨道交通系统及设备细分行业的优质公司作为康尼机电主营业务的可比公司。据万得一致预测, 2017 年可比公司对应的动态 PE 平均值为 31.22 倍, 考虑公司轨交门系统的龙头地位, 我们给予公司这部分业务 2017 年 35 倍的动态 PE, 对应合理市值为 103.6 亿元。

表 13: 轨道交通领域可比上市公司估值对比表

股票代码	股票名称	股价			EPS			PE			PB (MRQ)	投资评级
		2017/06/01	17E	18E	19E	17E	18E	19E				
601766	中国中车	10.27	0.46	0.51	0.58	22.52	20.02	17.56	2.50	买入-A		
000976	春晖股份	8.25	0.26	0.32	0.36	31.26	25.8	22.83	3.67	买入-A		
000925	众合科技	20.29	0.52	0.82	1.14	38.92	24.61	17.77	5.90	买入-A		
300351	永贵电器	17.12	0.63	0.84	1.07	27.01	20.35	16.02	2.45	买入-A		
002480	新筑股份	7.89	0.19	0.30	0.44	41.46	26.26	18.05	2.23	买入-A		
300011	鼎汉技术	14.63	0.54	0.68	0.75	27.26	21.47	19.56	4.71	买入-A		
	神州高铁	7.01	0.23	0.30	0.34	30.15	23.66	20.43	4.00	买入-A		
	均值		0.40	0.54	0.67	31.22	23.17	18.89	3.64			

资料来源: Wind (数据截止至 2017 年 6 月 1 日), 安信证券研究中心

对于龙昕科技部分，我们选取 4 家消费电子领域的优质公司作为龙昕科技的可比公司。据万得一致预测，2017 年可比公司对应的动态 PE 平均值为 23.56 倍。据公告称，龙昕科技 2017-2019 年净利润分别为 2.38 亿元、3.08 亿元和 3.88 亿元。若以 2017 年承诺利润 2.38 亿元为基准参考值，若按 25 倍测算合理估值，则龙昕科技 2017 年对应市值为 59.5 亿元。

表 14：消费电子领域可比上市公司估值对比表

股票代码	股票名称	股价		EPS			PE			PB (MRQ)	投资评级
		2017/06/01	17E	18E	19E	17E	18E	19E			
300115	长盈精密	27.79	1.11	1.56	2.29	25.06	17.85	12.16	6.06	买入-A	
300083	劲胜精密	7.73	0.38	0.57	0.75	20.08	13.59	10.27	2.10	买入-A	
002426	胜利精密	—	0.33	0.45	0.37	23.39	16.89	20.81	3.08	暂无评级	
300408	三环集团	20.39	0.79	1.05	1.30	25.69	19.51	15.63	6.40	暂无评级	
均值	—	—	0.65	0.91	1.18	23.56	16.96	14.72	4.41		

资料来源：Wind（数据截止至 2017 年 6 月 1 日），安信证券研究中心

根据分步式估值给出的 2017 年合理总市值为 163.1 亿元(2.96 亿元\*35 倍 PE+2.38 亿元\*25 倍 PE)，若收购龙昕科技顺利完成，则公司的备考总市值为 122.66 亿元 (82.26 亿元+发行 23.4 亿元+配套 17 亿元)，由此可见市值仍有较大上升空间。

据公告预案，公司拟发行股份及支付现金收购龙昕科技 100% 股权，交易价格 34 亿元，其中发行股份支付 23.4 亿元，发行价格 14.96 元/股，同时发行股份融资 17 亿元。若收购顺利完成则总股本增至 10.47 亿股 (7.38 亿股+23.4 亿元/(14.96 元/股)+17 亿元/(11.14 元/股))。根据龙昕科技备考业绩，预计未来三年合并净利润为 5.34 亿元、6.84 亿元、8.69 亿元，考虑到股本摊薄后，对应 PE 为 31 倍、24 倍、19 倍。给出 6 个月目标价为 15.58 元。

## 6.2. 相关政策变化的风险

本公司所处的轨道交通装备制造业作为国民经济的基础性行业之一，行业发展与国民经济的景气程度有很强的关联性。近年来，我国轨道交通持续快速增长，对公司的快速发展构成有力支撑。未来如果轨道交通不能保持快速增长，则将直接影响本公司的业绩，给本公司的生产经营带来一定的风险。新能源汽车作为国家战略，近两年已经呈现高速增长态势，但目前该行业尚处于成长期，增长态势主要得益于国家政策的支持，未来支持政策能否持续、新能源汽车行业自身能否健康发展，进而影响本公司的业绩，存在一定的风险。

## 6.3. 市场竞争风险

公司目前在国内外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。

## 6.4. 股权分散、无实际控制人的风险

公司股权相对分散，不存在控股股东和实际控制人。截 2016 年末，第一大股东资产经营公司持股比例为 11.52%。公司股权结构的分散，使得公司上市后有可能成为被收购的对象，如果公司被收购，会导致公司控制权发生变化，从而给公司生产经营和业务发展带来潜在的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,656.4	2,010.1	2,667.2	3,544.7	4,641.9	成长性					
减:营业成本	1,017.8	1,247.9	1,628.2	2,159.7	2,856.8	营业收入增长率	26.5%	21.4%	32.7%	32.9%	31.0%
营业税费	16.0	19.7	26.8	34.9	46.0	营业利润增长率	36.8%	28.3%	28.6%	29.9%	29.5%
销售费用	111.2	129.7	175.2	233.1	303.2	净利润增长率	30.4%	30.5%	23.2%	27.0%	28.1%
管理费用	306.2	342.6	468.3	627.2	809.1	EBITDA 增长率	24.4%	28.4%	23.9%	28.7%	25.7%
财务费用	10.4	7.7	4.7	5.0	8.2	EBIT 增长率	26.1%	25.6%	26.7%	29.6%	29.9%
资产减值损失	4.4	8.2	4.3	5.6	6.0	NOPLAT 增长率	25.1%	26.4%	26.5%	29.4%	30.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	97.7%	20.4%	22.6%	29.7%	15.9%
投资和汇兑收益	12.2	5.7	6.0	8.0	6.5	净资产增长率	19.4%	19.5%	20.6%	19.8%	22.3%
营业利润	202.7	260.0	334.5	434.5	562.6	利润率					
加:营业外净收支	26.9	39.3	28.5	31.6	33.1	毛利率	38.6%	37.9%	37.8%	37.6%	37.2%
利润总额	229.6	299.3	363.0	466.0	595.7	营业利润率	12.2%	12.9%	12.5%	12.3%	12.1%
减:所得税	34.7	43.8	53.5	69.1	87.7	净利润率	11.1%	11.9%	11.1%	10.6%	10.4%
净利润	183.8	239.9	295.7	375.5	480.9	EBITDA/营业收入	14.6%	15.4%	14.4%	14.0%	13.4%
						EBIT/营业收入	12.9%	13.3%	12.7%	12.4%	12.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	54.0	63.0	55.3	45.2	37.6
						流动营业资本周转天数	104.7	134.8	100.3	86.4	92.7
						流动资产周转天数	400.7	387.3	309.8	286.8	291.2
						应收帐款周转天数	122.1	154.5	121.0	110.0	118.0
						存货周转天数	81.3	70.8	78.3	77.4	76.2
						总资产周转天数	474.6	467.8	377.4	341.1	335.7
						投资资本周转天数	169.8	204.8	187.7	178.7	166.4
						投资回报率					
						ROE	16.6%	18.1%	18.5%	19.7%	20.7%
						ROA	7.7%	9.5%	10.6%	10.4%	10.5%
						ROIC	34.5%	22.0%	23.1%	24.4%	24.5%
						费用率					
						销售费用率	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%
						管理费用率	18.5%	17.0%	17.6%	17.7%	17.4%
						财务费用率	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%
						三费/营业收入	25.8%	23.9%	24.3%	24.4%	24.1%
						偿债能力					
						资产负债率	54.3%	48.4%	49.8%	52.7%	53.6%
						负债权益比	118.8%	93.7%	99.3%	111.5%	115.4%
						流动比率	1.56	1.75	1.46	1.56	1.52
						速动比率	1.26	1.44	0.99	1.20	1.09
						利息保障倍数	20.45	34.64	72.39	88.19	69.83
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	-	0.08	0.09	0.08
						分红比率	32.1%	0.0%	21.2%	17.8%	13.0%
						股息收益率	0.7%	0.0%	0.8%	0.8%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	194.9	255.6	295.7	375.5	480.9	EPS(元)	0.25	1.14	0.40	0.51	0.65
加:折旧和摊销	35.2	50.4	45.5	55.6	51.7	BVPS(元)	1.50	1.79	2.16	2.58	3.14
资产减值准备	4.4	8.2	-	-	-	PE(X)	45.39	34.77	28.22	22.22	17.35
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.53	6.31	5.23	4.38	3.59
财务费用	10.8	10.7	4.7	5.0	8.2	P/FCF	-37.22	-91.00	23.86	78.02	68.90
投资损失	-12.2	-5.7	-6.0	-8.0	-6.5	P/S	5.04	4.15	3.13	2.35	1.80
少数股东损益	11.1	15.6	13.9	21.5	27.1	EV/EBITDA	34.82	34.73	21.53	17.02	13.38
营运资金的变动	-400.3	-81.4	-240.7	-400.3	-271.6	CAGR(%)	26.8%	25.7%	29.3%	26.8%	25.7%
经营活动产生现金流:	89.4	61.5	113.0	125.5	289.7	PEG	1.70	1.35	0.96	0.83	0.67
投资活动产生现金流:	-461.2	4.0	6.0	8.0	6.5	ROIC/WACC	3.31	2.11	2.22	2.34	2.35
融资活动产生现金流:	145.5	-181.0	-117.6	-70.7	-114.2	REP	2.45	4.08	2.43	1.81	1.54

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034