

机械设备行业

证券研究报告 公司深度报告

发布日期: 2017年07月18日 星期二

爱建证券有限责任公司

研究所

研究员: 刘孙亮

TEL: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

执业编号: S0820513120002



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	-0.548	-22.87	-13.65
相对表现	-2.25	-25.22	-17.65

评级: 强烈推荐 (首次)

基础数据

收盘价 (2017-07-17)	11.24
目标价 (未来6个月)	14.30
52周内高	16.12
52周内低	10.56
总市值(百万元)	8299
流通市值(百万元)	4312
总股本(百万股)	738
A股(百万股)	738
一已流通(百万股)	384
一限售股(百万股)	354

数据来源: Wind, 爱建证券研究所

相关报告:

轨交系统国内龙头, 正形成多元发展的经营格局

投资要点

□公司是具有完全自主知识产权的轨道交通门系统的供应商。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。目前, 公司是国内轨道交通门行业的龙头企业。

□公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买龙昕科技 100%的股权。交易过程中, 公司拟发行股份募集配套资金不超过 17 亿元, 将用于支付标的资产的现金对价、交易相关费用; 龙昕科技则做出业绩承诺, 为 2017 年~2019 年 (扣非前后孰低) 净利润分别不低于 2.38 亿元、3.08 亿元和 3.88 亿元, 并追加 2 年业绩承诺。此举彰显管理层对未来盈利预期的信心。收购完成后, 公司将形成多元发展的经营格局。

□公司在干线铁路门系统营收无忧。“十三五”期间, 干线门系统的市场规模约为 51 亿元。公司为中国标准动车组门系统研发、生产的主要参与单位, 高铁车门系统占据国内市场份额的 45% 以上。随着动车组需求的逐年上升, 未来公司在铁路门系统方面的营业收入有望持续增长。

□公司是国内轨交门系统的龙头企业。公司在城规系统门方面的市占率超过 50%, 并且有望进一步提升市场占有率, 因此未来轨交门系统的利润贡献可观。

□公司自主研发的新能源汽车公交车门系统 (电动塞拉门) 已转化为经济效益。目前已经有 55 辆车 (75 套系统) 订单实现交付。2015 年和 2016 年新能源汽车零部件业务销售收入约为 1.29 亿元和 2.72 亿元, 分别同比增长了 53% 和 110%。随着中国新能源汽车行业的蓬勃发展, 我们预测公司新能源汽车零部件业务的收入有望保持 30% 以上的增长。

□考虑到公司所处行业内的地位, 以及公司收购龙昕科技后对估值带来提升, 因此, 给予公司 30-35 倍的动态 PE, 并预计公司 2017 和 2018 年公司的 EPS 分别为 0.442 元和 0.561 元。结合行业当前估值水平, 我们给予康尼机电 “强烈推荐” 评级。

表格 1 公司业绩预测简表

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2010.15	3687.02	4502.95	5452.18
增长率(%)	21.35%	83.42%	22.13%	21.08%
归属母公司股东净利润	239.94	326.10	414.56	474.63
增长率(%)	30.53%	35.91%	27.13%	14.49%
每股收益(EPS)	0.325	0.442	0.561	0.643
净资产收益率(ROE)	18.15%	21.10%	22.67%	22.04%
市盈率(P/E)	36.90	27.15	21.36	18.65
市净率(P/B)	6.70	5.73	4.84	4.11

数据来源: 爱建证券研究所

目录

1、公司战略：稳步轨交门业务，逐浪消费电子领域	6
1.1、轨道交通门生产企业的发展历程	6
1.2、校资企业，技术支持是强劲后盾	7
1.3、门系统营收稳步提高，新能源汽车业务有增长预期	8
1.4、收购龙昕科技后将打造多元发展的模式	9
2、轨道交通投资增速加快，公司将坐收相关红利	10
2.1、公司将得益于保持高位运行的铁路投资总额	10
2.2、城市人口数量增多，城轨需求迫切	13
3、收购龙昕科技，布局发展消费电子领域	17
3.1、公司着手布局 3C 业务	17
3.2、消费电子需求持续扩张，表面处理市场空间巨大	18
3.3、智能穿戴和 VR 头显或将成为龙昕新的盈利增长点	22
4、新能源汽车零部件市场蕴藏宝藏	25
4.1、在全球，发达国家和地区均支持新能源汽车的发展	25
4.2、我国新能源汽车已迎来爆发式增长期	26
4.3、高瞻远瞩，公司瞄准新能源汽车业务	28
5、财务分析	29
5.1、资产负债表分析	29
5.2、营运效率分析	29
5.3、经营利润分析	30

5.4、现金流量分析.....	31
6、盈利预测.....	32

图标目录

图表 1 公司发展历程主要时间节点.....	6
图表 2 公司主要产品概览	6
图表 3 行业具体划分情况	7
图表 4 公司参、控股情况	7
图表 5 公司主营产品构成情况.....	8
图表 6 公司主营业务构成 (按产品分类)	8
图表 7 主要产品毛利率 (%) 情况	8
图表 8 行业具体划分情况	10
图表 9 全国铁路投资建设情况.....	11
图表 10 中国目前动车保有量 (按辆计算)	12
图表 11 动车组保有量拐点将现	12
图表 12 公司干线车辆门系列众多, 覆盖面广	12
图表 13 中国建成轨道交通的城市数量	14
图表 14 中国城轨运营里程数增长空间巨大	15
图表 15 中国人均拥有量落后他国发达城市	15
图表 16 2020 年, 中国城规车辆数量有望超过 46,000 辆	15
图表 17 龙昕科技股权架构	17
图表 18 全球电子类消费占比	18
图表 19 全球智能手机出货量	18
图表 20 表面处理阶段的工艺种类	19
图表 21 表面处理业务上下游关系	19
图表 22 精密构件表面处理业务分类	22
图表 23 公司未来营收预测	22
图表 24 智能穿戴市场收益增长 (十亿美元)	22
图表 25 智能穿戴市场发展规模 (百万套)	22
图表 26 全球 AR/VR 市场规模预测 (十亿美元)	23
图表 27 2016~2021 年中国 VR 市场规模 (亿元)	24
图表 28 2016 年 VR 市场细分占比	24
图表 29 新能源产业布局与配套支撑	25
图表 30 新能源过去现在与未来	25
图表 31 全球新能源乘用车销售占比	26
图表 32 新能源汽车当月产量	27
图表 33 2016 年全国销量排名前十的车型	27
图表 34 新能源汽车上下游产业链	28
图表 35 国内新能源"三横三纵"的开发布局.....	28
图表 36 公司资产稳步上升	29
图表 37 公司总负债情况	29
图表 38 公司运营周期正在缩短	30
图表 39 公司库存周转能力有所下降	30
图表 40 公司营业收入有所下降	30
图表 41 公司成本在不断增加	30
图表 42 公司变现能力持续下降	31

表格目录

表格 1 公司业绩预测简表	1
表格 2 铁路里程数规划预期	11
表格 3 人口规模庞大，对城市轨交需求迫切.....	14
表格 4 目前对地铁和轻轨建设的规定.....	14
表格 5 国内城市轨道交通门市场规模预测.....	16
表格 6 龙昕科技的核心技术及应用特点.....	20
表格 7 2016 年龙昕科技前五位客户的销售情况.....	20
表格 8 精密结构件表面处理市场份额.....	21
表格 9 公司各业务盈利预测	32
表格 10 可比上市公司估值对比	33
表格 11 公司盈利预测	34

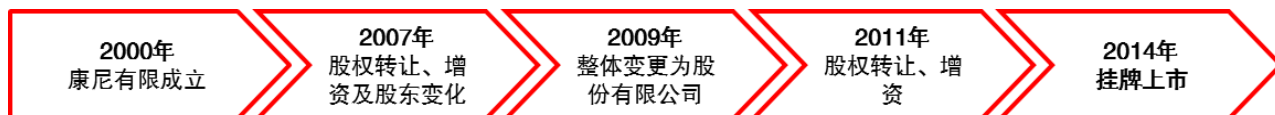
1、公司战略：稳步轨交门业务，逐浪消费电子领域

1.1、轨道交通门生产企业的发展历程

■ 公司成立于 2000 年，前身为康尼有限。公司由南京机械高等专科学校和金元贵等 42 位自然人共同出资设立的有限责任公司。设立时，康尼有限注册资本为 500 万元，其中南京机专以货币资金出资 255 万元，金元贵等 42 位自然人以货币资金出资 245 万元。

■ 公司是具有完全自主知识产权的轨道交通门系统的供应商。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。目前，公司是国内轨道交通门行业的龙头企业。2014 年 8 月 1 日，公司在上海证券交易所挂牌上市，代码为“603111”。

图表 1 公司发展历程主要时间节点



数据来源：爱建证券研究所

图表 2 公司主要产品概览



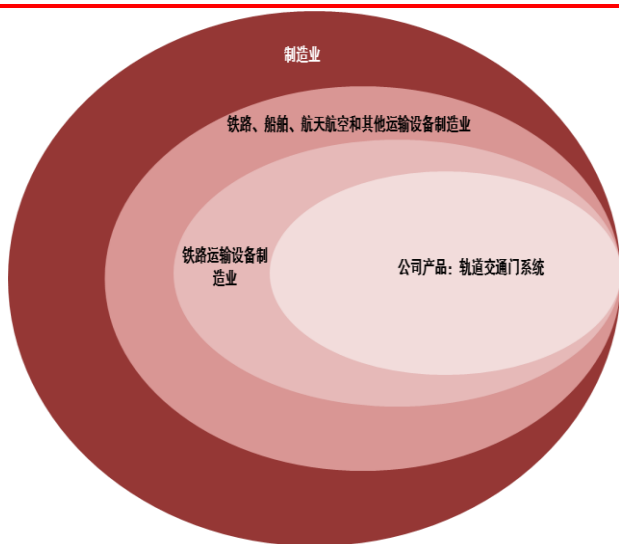
数据来源：公司官网，爱建证券研究所

1.2、校资企业，技术支持是强劲后盾

■ 身为公司第一大股东的南京工程学院资产经营有限责任公司是隶属于南京工程学院。南京工程学院建设了智能电网、智能制造装备和康尼机电等 3 个校级研究院，并将科学技术成果有效的转化成为公司的经济效益。有学院的研发技术所支持，加以现有的自主创新能力，公司建成具有国际先进水平的轨道交通门系统研发平台。2016 年，公司的研发支出达到 1.7 亿元，同比增长超过 30%。目前，公司拥有国内外专利 280 多件，其中国内发明专利 31 件，国际发明专利 8 件。

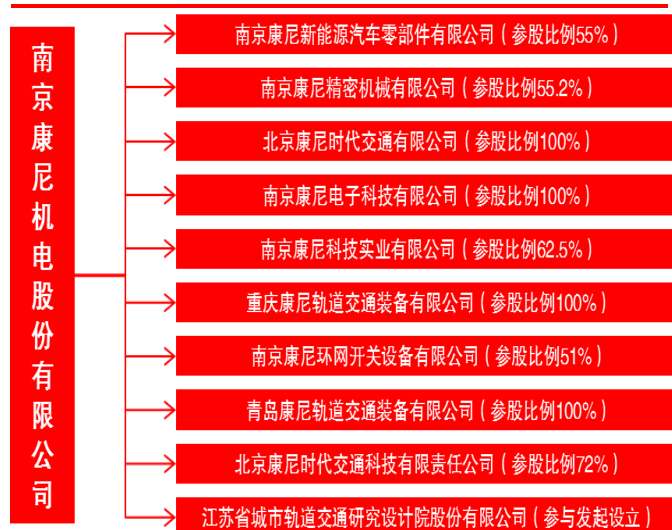
■ 综合来看，公司依托产品的技术、性能、价格、服务等综合优势而占据行业龙头地位。公司所生产的城市轨道交通车辆自动门系统在国内市场占有率近 10 年持续保持在 50%以上；干线车辆门系统国内市场占有率为 47%且新品贡献率达到 80%以上。公司参、控股多家高新企业，并参与设立了江苏省城市轨道交通研究设计院股份有限公司，夯实了未来公司在高新技术方面的发展。

图表 3 行业具体划分情况



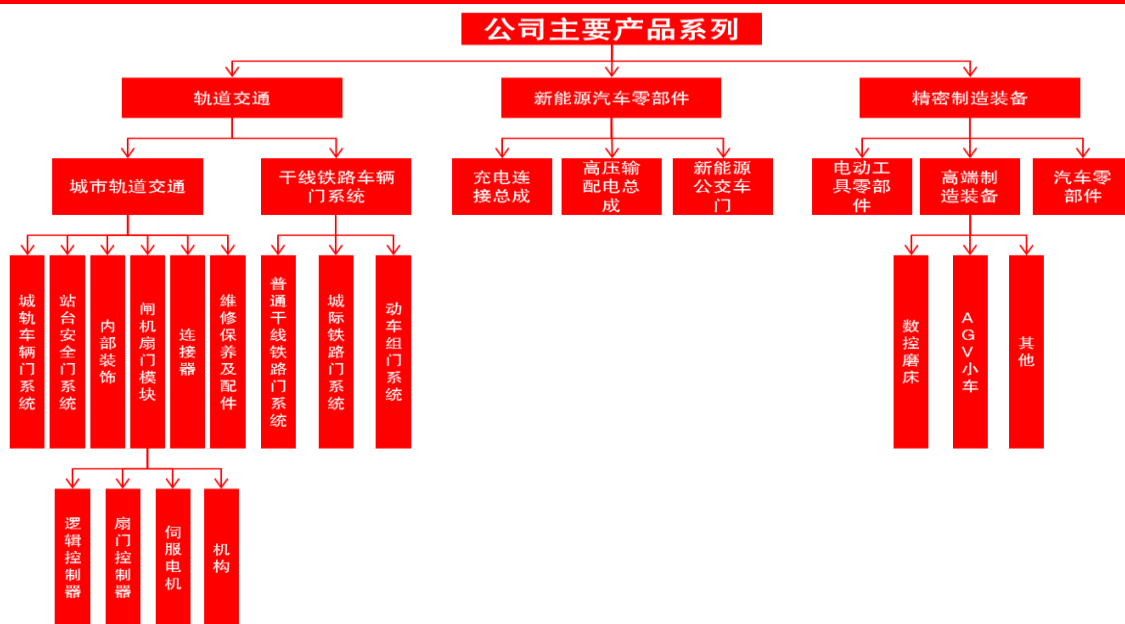
数据来源：爱建证券研究所

图表 4 公司参、控股情况



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5 公司主营产品构成情况

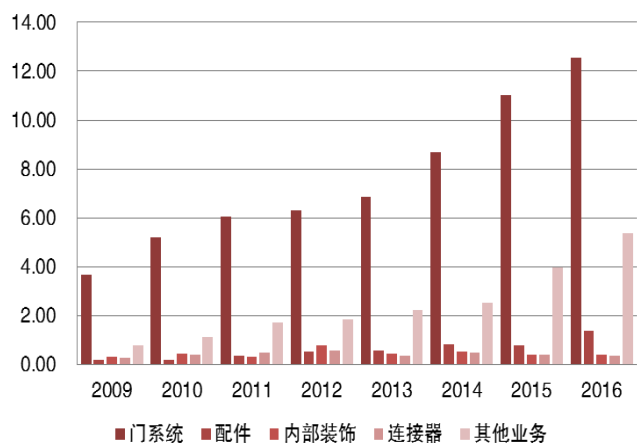


数据来源：公司年报，爱建证券研究所

1.3、门系统营收稳步提高，新能源汽车业务有增长预期

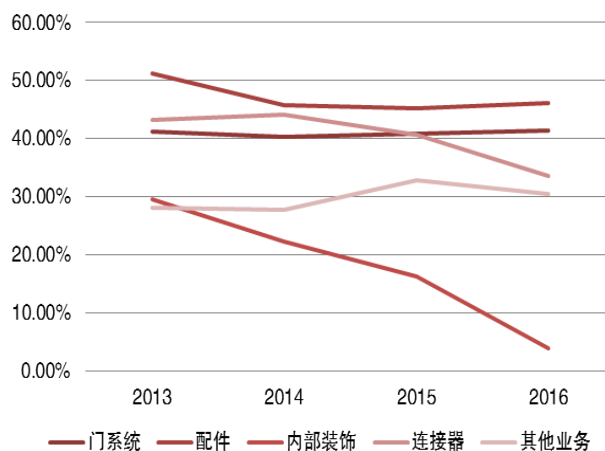
- 2017 年第一季度公司实现营收 3.94 亿元，同比下降了 9.30%；净利润为 0.42 亿元，同比下降了 15.06。虽然今年一季度公司业绩出现了一定幅度的下滑，主要原因在于公司新能源汽车零部件业务利润减少所致。
- 纵观去年至今，作为公司营业收入的核心，门系统一直保持稳定的。2016 年，公司门系统的营业收入达到 12.55 亿元，同比增长 13.88%，并且占到主营业务收入的 62.43%。而且近三年以来，门系统的营收占比一直保持在 60%以上。

图表 6 公司主营业务构成（按产品分类）



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7 主要产品毛利率（%）情况



数据来源：Wind，爱建证券研究所

■ **新能源汽车行业景气度不及预期，拖累公司业绩。**新能源汽车方面，由于受到补贴下降的影响，今年上半年新能源汽车的销量出现明显下滑。随着各地对新能源汽车补贴的落地，并且我们判断行业向上的趋势不变，新能源汽车的销量将会在下半年有明显的增长。对于公司新能源汽车零部件业务的发展将起到利好作用。

1.4、收购龙昕科技后将打造多元发展的模式

■ **公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买龙昕科技 100%的股权。**交易过程中，公司拟发行股份募集配套资金不超过 17 亿元，将用于支付标的资产的现金对价、交易相关费；龙昕科技则做出业绩承诺，为 2017 年~2019 年（扣非前后孰低）净利润分别不低于 2.38 亿元、3.08 亿元和 3.88 亿元，并追加 2 年业绩承诺。此举彰显管理层对未来盈利预期的信心。

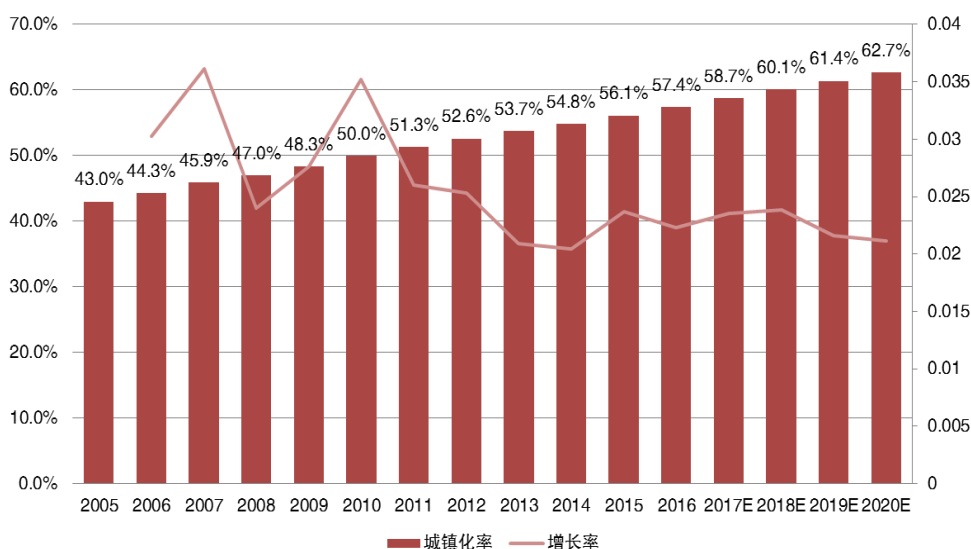
■ **龙昕科技定位为行业领先的消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商。**2016 年度和 2015 年度，龙昕科技分别实现营业收入 10.18 亿元和 6.55 亿元；净利润分别为 1.8 亿元和 1.39 亿元。

■ **收购完成后，公司将着力发展 3C 精密结构件检测业务。**通过此次收购后，公司将打造“轨交装备+3C+新能源汽车”的多元发展的经营模式。

2、轨道交通投资增速加快，公司将坐收相关红利

■ 由于城镇化政策的深入，公共交通是受此政策影响最深远的领域。城镇化的概念主要体现在将农村人口转变为城市人口的一个过程，其主要的表现形式为增加城镇数量和扩大城市人口数量。城镇化的目的则是通过人口在城市与农村间的流转后解放过剩的农村劳动力，并通过加大基础建设的力度刺激经济的增长。从机械设备行业来看，首当其冲的就是轨道交通。主要原因在于城镇化的大力发展需要建立在城镇间畅通无阻的交通上，经济的大力发展更需要货物的流动与人口的转移。

图表 8 行业具体划分情况

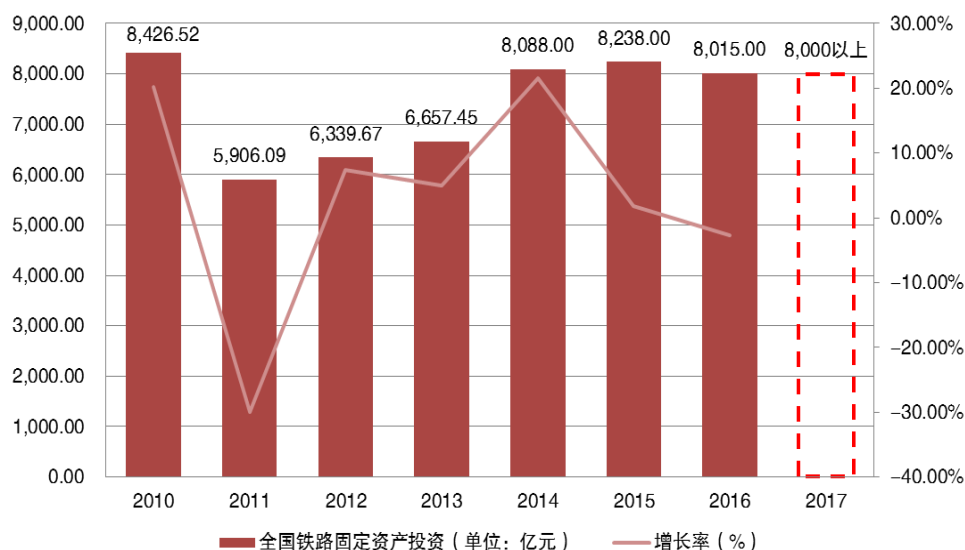


数据来源：国家统计局，爱建证券研究所

2.1、公司将得益于保持高位运行的铁路投资总额

■ 铁路投资额维持高位不减。2016年，全国铁路行业完成固定资产投资8,015亿元，其中国家铁路完成7,676亿元，投产新线3,281公里、复线3,612公里、电气化铁路5,899公里。新开工项目46个，新增投资规模5,500亿元；全国铁路营业里程达12.4万公里，其中高铁运营里程2.2万公里以上。进入2017年后，铁路新开工项目将达35个，计划投产新线2,100公里、复线2,500公里、电气化铁路4,000公里，并有多条专等项目于今年开工建设。预计今年铁路固定资产投资总额仍超8,000亿元。

图表 9 全国铁路投资建设情况



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

■ “十三五”内高铁里程数有望增长逾六成。根据国家发展改革委发布的《中长期铁路网规划》(2016 版本)指出,到 2020 年,中国铁路网规模达到 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。规划还提及到 2030 年基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖的铁路网络。因此,未来 5~10 年铁路相关产业链仍处于“黄金期”。

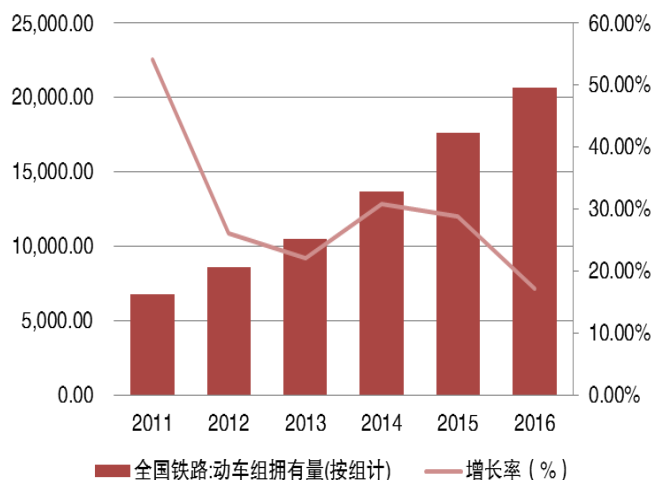
表格 2 铁路里程数规划预期

	铁路运营里程	高铁里程	高铁占比
2015 年	12.1 万公里	1.9 万公里	16%
2020 年目标	15 万公里	3 万公里	20%
5 年新增里程	2.9 万公里	1.1 万公里	
2020 年较 2015 年增长率	24%	58%	4.3 个百分点
2025 年目标	17.5 万公里	3.8 万公里	22%
10 年新增里程	5.4 万公里	1.9 万公里	
2025 年较 2015 年增长率	45%	100%	6 个百分点

数据来源: 国家发改委, 爱建证券研究所

■ 国内标准动车市场巨大。“十三五”期间,中国高铁里程将新增 3 万公里。以每辆车/每公里的密度计算,2017~2020 年预计将会新增 1,000 列动车组。而为了实现国家、区域中心城市 1 至 8 小时高速通达圈;相邻大中城市 1 至 4 小时快速交通圈;城市群内 0.5 小时至 2 小时通勤圈。高铁里程数有望超预期增加,对应的动车组也会增加。因此我们保守估计最终新增需求量将达到 1,200~1,300 列。另一方面,铁路总公司招标正在回归稳定。由于 2016 年未招标 350 公里时速的动车组,而 250 公里时速的动车组招标数量不足实际需求。随着新增运营里程数的增加,我们预计动车组大规模招标或将到来。

图表 10 中国目前动车保有量 (按辆计算)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 11 动车组保有量拐点将现



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

■ **干线铁路的数量增长将提高铁路动门系统市场空间。**“十三五”期间,干线门系统的市场规模约为 51 亿元。公司为中国标准动车组门系统研发、生产的主要参与单位,高铁车门系统占据国内市场份额的 45%以上。随着动车组需求的逐年上升,未来公司在铁路门系统方面的营收无忧。

■ **纯国产替代逐步实现,有望主导国内干线铁路外门市场。**在高铁动车组外门市场,以 IEF~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为主的两家合资企业占据绝大部分市场份额。但是,公司 2016 年公司近 120 列外门系统交付使用后,市场占有率从原先的 14%提升至 20%左右。随着国内高铁动车组的发展加速,公司有望稳步提升外门系统市场。

图表 12 公司干线车辆门系列众多,覆盖面广



数据来源: 公司官网, 爱建证券研究所

2.2、城市人口数量增多，城轨需求迫切

■ **城市轨道交通的发展势在必行。**城市化是城镇化的后期表现形式。城市轨道交通的发展速度决定了城市化推行的速度。主要依据在于，城市轨道交通引领了城市的规划，不仅体现在改善和缓解城市人口出行的交通压力，同时还能减少城市资源的浪费。

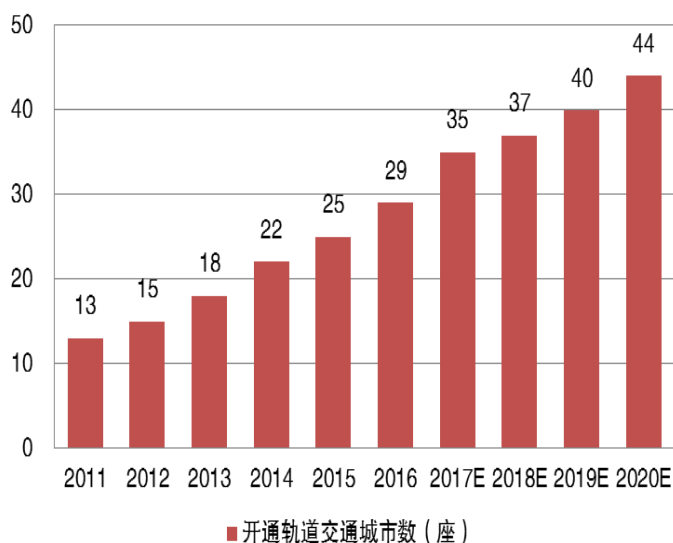
■ **城市轨道交通具有运输能力大、安全系数高、低耗能且全天候等一系列经济优势。**城市轨道交通系统按照用途可分为城市铁路、市郊铁路、地下铁道、轻轨交通、城市有轨电车、独轨交通、磁悬浮等。目前中国城市内轨道交通的发展方向 and 形式是以地铁和轻轨为主。相较传统交通运输方式而言，城市轨道交通具有以下优势：

- 1、**运输能力：**以地铁为例，单向每小时可运送 4~6 万人次，而公共电汽车则为 2,000~5,000 人次。
- 2、**安全度：**城规采用列车运行控制系统，信息化程度高。而与行车有关的固定设施和移动设备也均采用诊断和检测系统。
- 3、**低能耗：**以城规交通每人每公里消耗的能量为基准 1，则公共汽车为 1.5，轿车为 8.8。此外，轨道交通使用二次能源，在节能减排方面优势突出。

■ **城市人口的增加将加速城市轨交建设的步伐。**目前中国 500 万人口以上的城市为 19 座、300~500 万人口的城市为 23 座、100 万~300 万人口的城市数量为 120 座。在诸多大型城市中，中国有 29 座城市已建有轨道交通（地铁或轻轨），另有 15 座城市的轨交项目在建或获批。但是，随着城市人口规模不断增长，市民对出行交通的需求逐日增加。

■ **目前申报城市地铁交通建设的标准为：**地方财政一般预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值达到 1,000 亿元以上，城区人口在 300 万人以上，规划线路的客流规模达到单向高峰小时 3 万人以上。因此，人口规模的限定将不再是城市轨道交通建设门槛的关键。更值得注意的是，欧美国家建设城市轨道交通的标准所对应的人群数量仅为 100 万人。因此，中国城市轨道交通具有很宽广的发展前景。

图表 13 中国建成轨道交通的城市数量



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

表格 3 人口规模庞大, 对城市轨交需求迫切

城市群	城市数量	2016年常住人口
珠三角	9	5,998.49 万
京津冀	30	1.5 亿
长江中游	28	1.2 亿
成渝	16	逾 1 亿
五大城市群占全国人口比例		40%

数据来源: Wind, 爱建证券研究所

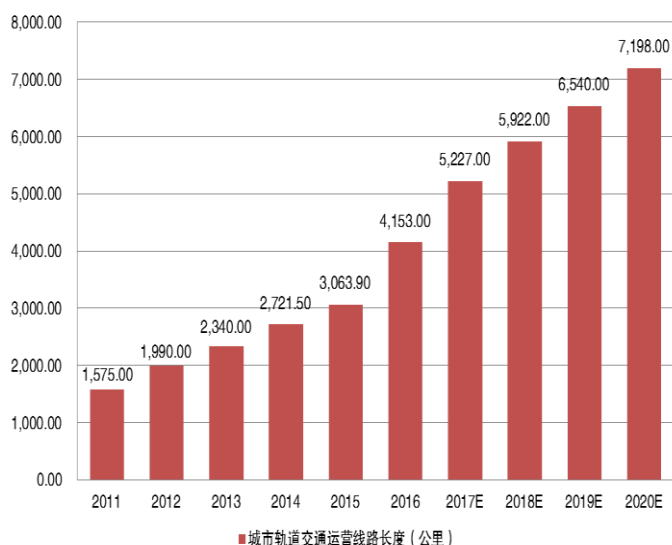
表格 4 目前对地铁和轻轨建设的规定

	地铁	轻轨	备注
人口 (城区)	≥300 万人	≥150 万人	城区概念模糊
国内生产总值	≥1000 亿元	≥600 亿元	
地方财政一般公共预算收入	≥100 亿元	≥60 亿元	
初期客流负荷强度	≥0.7 万人/日/公里	≥0.4 万人/日/公里	

数据来源: 国家发改委, 爱建证券研究所

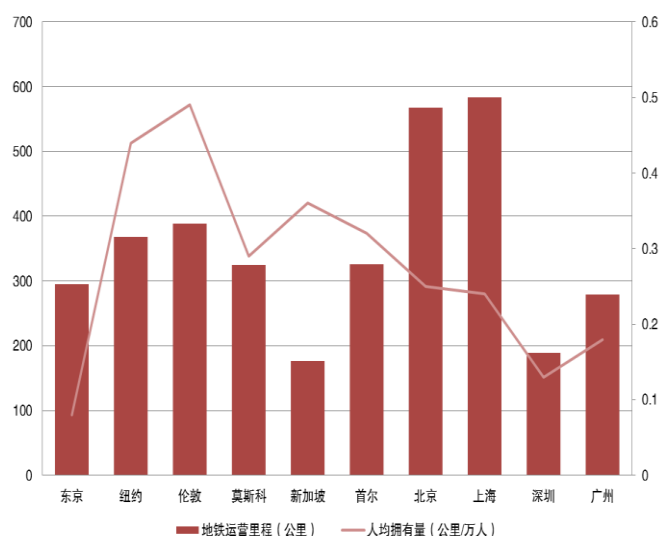
■ 城市人口的增加将加速城市轨交建设的步伐。2008 年~2016 年, 中国城市轨道交通运营线总长度由 835 公里增加至 4,153 公里, 平均年复合增长率为 20%; 预计到 2020 年, 中国城市轨道交通(地铁+轻轨)累计里程数将突破 7,200 公里, 平均每年将开通 700 公里。另一方面, 虽然近年来中国城市轨道交通发展迅速, 但于发达国家相比仍有较大差距。以北京、上海为例, 运营里程分别排名全球前两位, 但人均拥有量仅为 0.25km/万人和 0.24km/万人。而欧美发达城市的人均拥有量则达到 0.4km/万人以上。这也说明中国轨道交通的潜在增长空间巨大。

图表 14 中国城轨运营里程数增长空间巨大



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

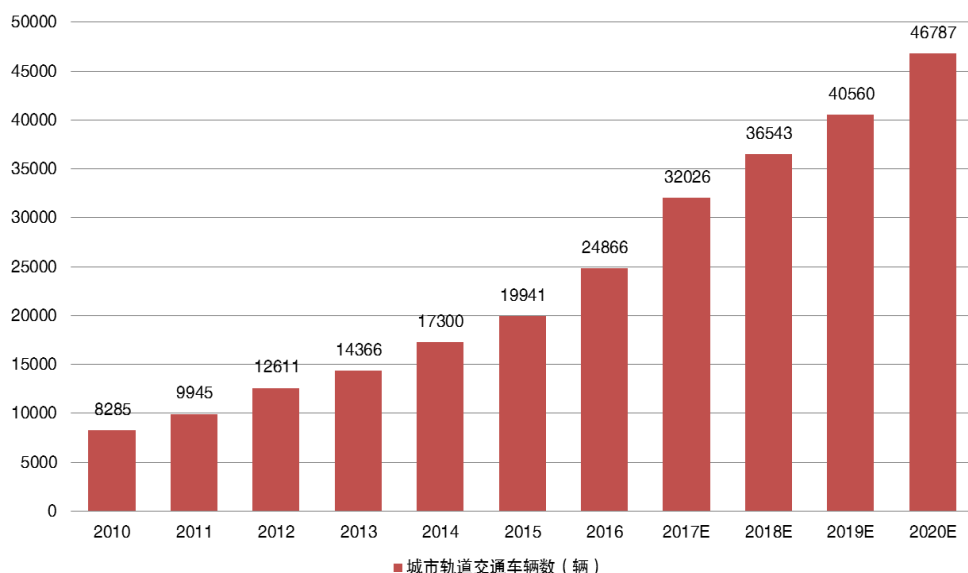
图表 15 中国人均拥有量落后他国发达城市



数据来源: 中国轨道交通网, 爱建证券研究所

■ **轨交车辆的需求将呈现爆发式增长。**中国轨道交通运营车辆由 2008 年的 4,530 辆增加至 2016 年的 24,866 辆, 年复合增长率为 24%。以每公里 6 辆车的密度计算, 到 2020 年中国轨道交通运营车辆的总数量将达到 43,200 辆。并且高峰时段的最小发车间隔有望缩短。因此, 我们保守估计, 2020 年中国轨道交通运营车辆的总量将近 46,000 辆。

图表 16 2020 年, 中国城规车辆数量有望超过 46,000 辆



数据来源: 国家发改委, Wind, 爱建证券研究所

■ 根据城市轨道交通行业的相关规定要求, 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。

■ **公司是行业龙头，市场占有率达到 50%**。我们以外门 2.7 万元/套、内门 4.9 万元/套计算，且每辆城规车配备 10 套外门（8 套侧门，2 套司机门，2 个应急车门）和 2 套内门，以及 0.7 公里/座站台计算，2017~2020 年，城市轨道交通车门系统的市场空间约为 87 亿元。公司是国内轨交门系统的龙头企业，市占率超过 50%，并且有望进一步提升市场占有率，因此未来轨交门系统的利润贡献可观。

■ 此外，伴随着国际化进程的加快，公司积极拓展海外业务，在国际市场上直接参与行业内竞争。目前，公司已跻身欧洲、北美等发达国家市场，成为国际著名轨道车辆供应商加拿大庞巴迪公司、法国阿尔斯通公司、德国西门子公司合格供应商。

表格 5 国内城市轨道交通门市场规模预测

	2017E	2018E	2019E	2020E
城市轨道交通网络里程（公里）	5,227.00	5,922.00	6,540.00	7,198.00
新增里程（公里）	774.00	695.00	618.00	658.00
新增车辆（辆）	7,160.00	4,517.50	4,017.00	4,277.00
新增车辆（列）	1,193.33	752.92	669.50	712.83
新增站台（0.7 座/公里）	541.80	486.50	432.60	460.60
外门（套/列）	54.00	54.00	54.00	54.00
外门单价（万元/套）	2.70	2.70	2.70	2.70
外门市场空间（亿元）	17.40	10.98	9.76	10.39
内门（套/列）	2.00	2.00	2.00	2.00
内门单价（万元/套）	5.00	5.00	5.00	5.00
内门市场空间（亿元）	1.19	0.75	0.67	0.71
列车门合计	18.59	11.73	10.43	11.11
安全门单价（套/座）	40.00	40.00	40.00	40.00
安全门单价（万元/套）	3.50	3.50	3.50	3.50
安全门市场空间（亿元）	7.59	6.81	6.06	6.45
城市轨道交通安全门系统合计：	26.18	18.54	16.49	17.55

数据来源：爱建证券研究所

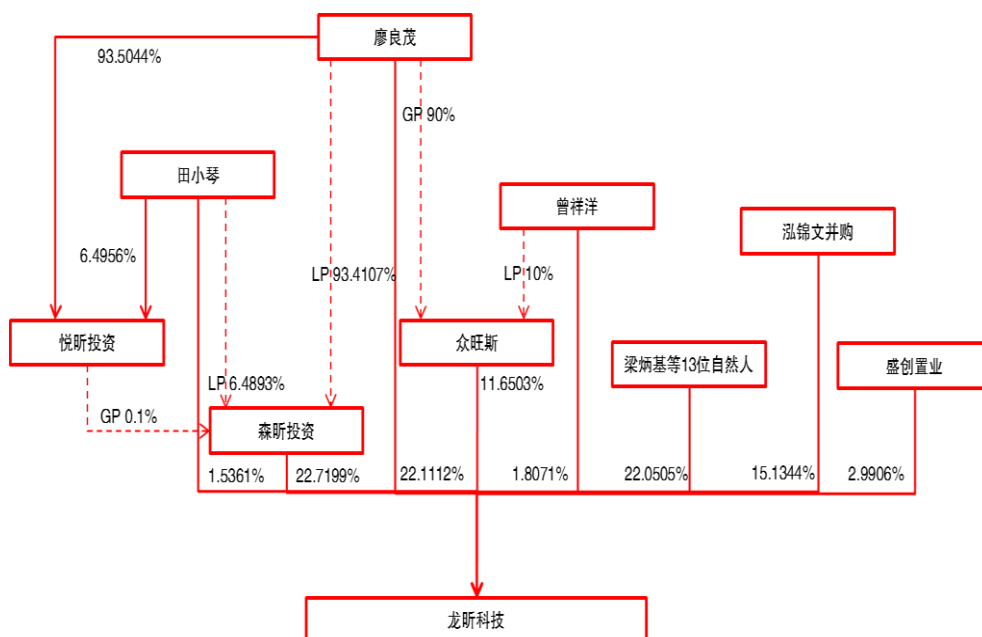
3、收购龙昕科技，布局发展消费电子领域

3.1、公司着手布局 3C 业务

■ 公司发布公告称，通过发行股份及支付现金相结合的方式，作价 34 亿元向廖良茂等 16 位自然人及众旺昕等 4 家机构购买其持有的龙昕科技 100% 的股权。其中，公司拟发行股份募集配套资金不超过 17 亿元，用于支付标的资产的现金对价、交易相关费用及标的公司的陶瓷和玻璃精密结构件表面处理的技术改革项目及搬迁。而龙昕科技原股东承诺 2017 年、2018 年、2019 年合并报表口径扣除非经常性损益前后孰低的净利润分别不低于 23,800 万元、30,800 万元和 38,766 万元，并追加 2 年业绩承诺。

■ 广东龙昕科技有限公司（以下简称“龙昕科技”）的前身为东莞市龙昕实业投资有限公司，系经东莞市工商行政管理局 2010 年 12 月 15 日批准成立，由廖良茂、李石宁共同出资组建。

图表 17 龙昕科技股权架构



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

■ 龙昕科技是消费电子精密结构件表面处理整体解决方案提供商。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。

■ 目前的主要产品和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。旗下的伊美特智能科技有限公司则主要负责智能化设备、智能飞行器、智能机器人、智能穿戴产品等的研发、设计和销售，是国内专业的双轮平衡车、电动平衡车、VR 眼镜、智能平衡车制造公司。

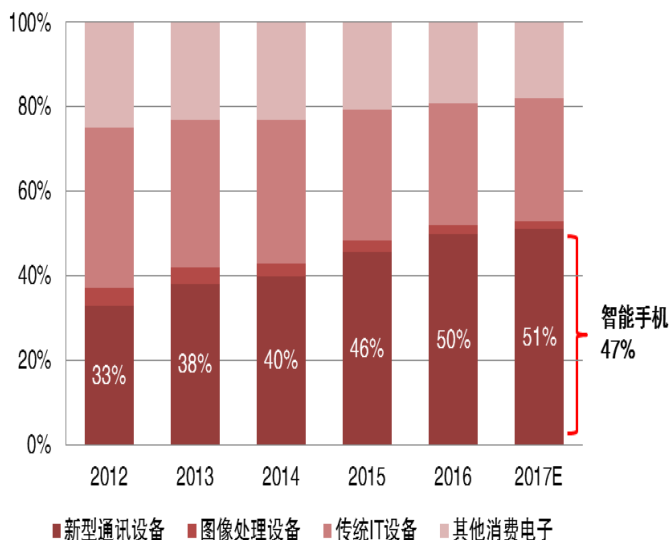
■ 近年来受益于消费电子市场的快速发展和不断扩张，同时也凭借自身的技术实力，龙昕科技与诸多国内外多家知名消费电子品牌保持合作关系。产品和服务覆盖了包括华为、三星、LG、OPPO, VIVO、TCL、ADVAN、MICROMAX、LAVA 等在内的主流品牌；在平板电脑结构件方面，龙昕科技是万利达的主要供应商；VR 头显产品主要是与 TCL 达成战略合；在智能家居精细表面处理业务上与乐视保持密切合作。

3.2、消费电子需求持续扩张，表面处理市场空间巨大

■ 消费电子主要是指用于个人和家庭与广播、电视有关的视频和音频产品。随着互联科技的发展、消费电子产品更新速度的加快，以及人均收入的增加，使得消费电子产品已经成为大众日常生活的一部分。消费电子产品的年销售额正在不断提高，整个产业保持高景气度。

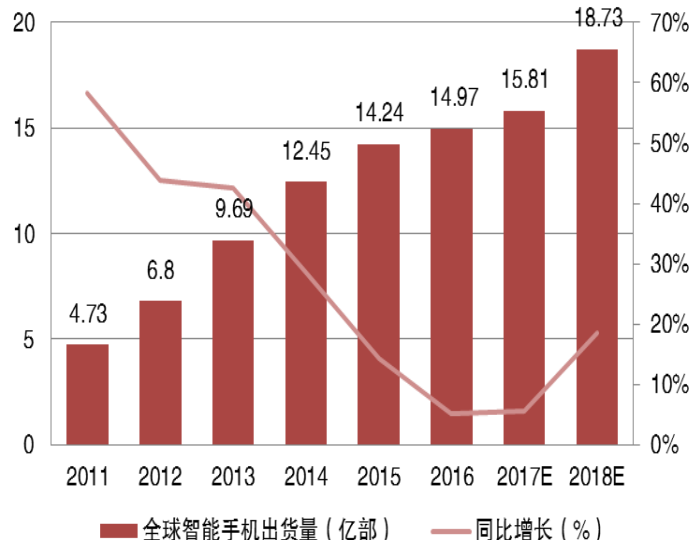
■ **智能手机是消费电子的主力。**目前市场上主要的消费电子类产品为平板、笔记本、台式机、传统手机、智能手机、电视和相机。2015 年全年消费电子类产品的市场规模为 7,610 亿美元，上述 7 类产品占据了 79% 的市场份额。2016 年，全球 7,400 亿美元的消费电子规模中的 78% 来自于这 7 类产品。预计 2017 年它们将占 7,540 亿美元市场的 81%，其中，智能手机仍将是主力，市场规模将达 4,320 亿美元，出货量将会将近 16 亿部；2018 年全球智能手机出货量将超过 18 亿部。

图表 18 全球电子类消费占比



数据来源：CES，爱建证券研究所

图表 19 全球智能手机出货量



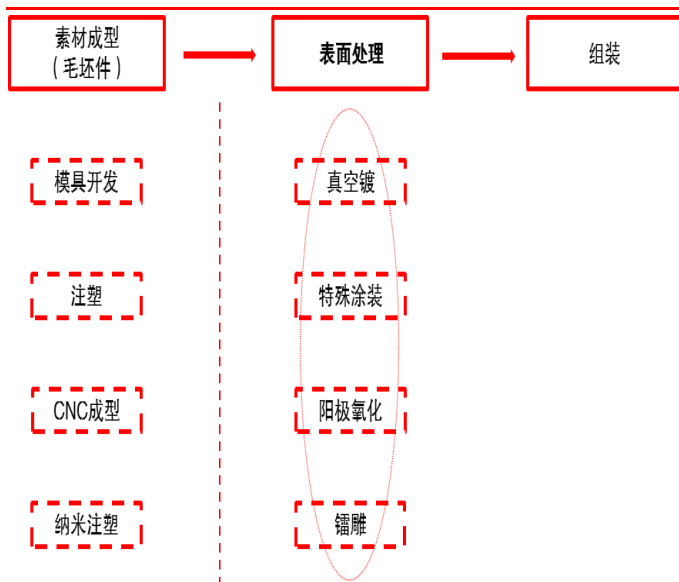
数据来源：Gartner，爱建证券研究所

■ **消费电子精密结构件表面处理行业属于技术密集型行业，受终端市场影响较大。**消费电子结构件的 60~80% 是精密构件，是消费电子产品的重要组成部分，也是关键环节所在，其设计和制造占到消费电子产品开发周期的 1/2。随着近年来消费电子行业制造能力的快速发展，智能终端产品，特别是智能手机的功能及硬件差异不断缩小。而且智能手机更新速度较快，因此产品的细节设计备受品牌商的关注。精密结构件能带给消费者最直观的感受，因而品牌商在此领域

的投入不断加大，追求高层次的美观性、工艺性，受此影响，消费电子精密结构件表面处理行业发展迅速。

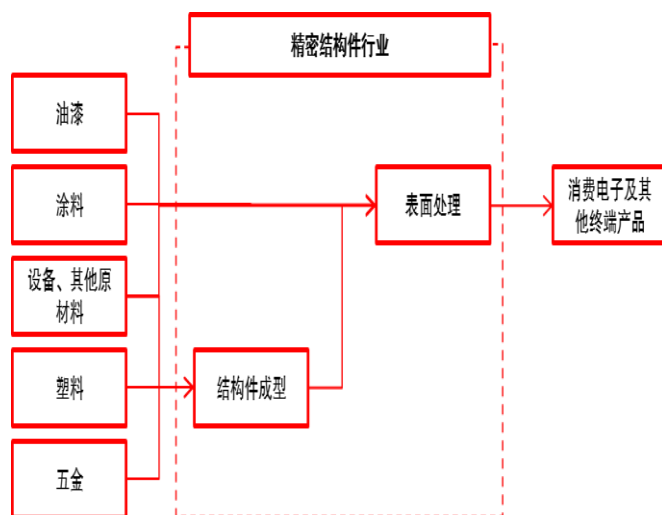
■ **技术领先，且客户群稳定是龙昕科技的主要竞争优势。**消费电子精密结构件的生产环节主要可分为素材成型、表面处理和组装三大部分。其中表面处理阶段的工艺种类繁多，包括真空镀、涂装、阳极氧化、镭雕、丝印与曝光显影等，属于后端环节。龙昕科技专注于表面处理领域，提供塑胶、金属材质结构件的各类表面处理解决方案，并覆盖素材成型环节的模具开发、纳米注塑业务，具备自动化配套组装能力。另一方面，表面处理环节存在一定的技术壁垒，将直接导致工艺差异。龙昕科技凭借自身先进的技术工艺、生产能力和对客户需求的快速反应能力得到国内众多消费电子生产厂商的认可。2015年和2016年龙昕科技对前五大客户的销售收入占其营业收入的70%以上。由于消费电子品牌商对供应商的资质审核周期较长，一旦通过品牌厂商的资质认定后合作关系稳固持久。因此可见经过多年的经营沉淀，公司客户群稳定，且客户粘性度较高。

图表 20 表面处理阶段的工艺种类








数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 21 表面处理业务上下游关系



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

表格 6 龙昕科技的核心技术及应用特点

产品型号	产品展示	技术特点
华为 Mate8		龙昕科技产品：机壳（陶瓷白） 龙昕科技工艺：金属表面精细处理 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，使金属面呈现陶瓷质感
华为 Mate9		
OPPO A59S		龙昕科技产品：机壳及中框 龙昕科技工艺：真空镀、3D 镭雕 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
VIVO X9		龙昕科技产品：机壳 龙昕科技工艺：模具开发、纳米注塑 工艺特点：单模具两型腔，生产效率高；注塑粘合度好，良品率高；生产过程自动化
LG G5		龙昕科技产品：机壳 龙昕科技工艺：特殊涂装 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

数据来源：公司公告，爱建证券研究所

表格 7 2016 年龙昕科技前五位客户的销售情况

序号	客户名称	销售收入 (万元)	主要终端客户	占营业收入比例
1	东莞市润兴进出口有限公司	24,260.01	LAVA、ADVAN、MICROMAX、传音科技	23.82%
2	广东泽兴进出口贸易有限公司	15,861.04	LAVA、ADVAN、MICROMAX、传音科技	15.58%
3	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	13,079.01	华为、LG、三星	12.84%
4	江西合力泰科技有限公司	9,687.08	三星、LG	9.51%
5	惠州 TCL 移动通信有限公司	8,611.68	TCL	8.46%
	合计	71,498.82	~	70.21%

数据来源：公司公告，爱建证券研究所

■ **从传统工艺到新材质的拓展，龙昕科技着手布局陶瓷、玻璃等新材质的表面处理业务。**当前阶段，消费电子外观件主要以塑胶、金属为主，随着市场发展的需求，以及科学技术的进步和工艺水平的提高，消费电子精密结构件表面处理行业对颜色、质感、品质等方面的要求不断提升，对新型材料的需求逐步扩大。公司在现有的塑胶、金属材质精密结构件表面处理业务的基础上，着手开始布局陶瓷、玻璃等新材质的表面处理业务和技术储备。一方面，手机外观的差异有限，而陶瓷机壳则为手机生产企业提供新的选择。通过差异化竞争，将有效的促进陶瓷机壳的发展。另一方面，随着 5G 时代的来临，迫使金属机身将逐步退出历史舞台。而陶瓷材料结合了玻璃的外形差异化、无信号屏蔽、硬度高等特点，同时拥有接近于金属材料的优异散热性，比金属和钢化玻璃更加符合 5G 通信的要求。所以，5G 通信的到来将在客观上促进陶瓷机壳的普及。

■ 2010 年全球电子陶瓷市场规模为 181.3 亿美元,2014 年增长至 205.9 亿美元。机构预计，到 2019 年全球新型电子陶瓷材料市场空间有望达 241.4 亿美元，年复合增长率将达 3.2%。。此次收购方案中就已经包含了“新材料精密结构件表面处理建设项目”。达产后预计将为龙昕科技贡献营收 9 亿元/年。

■ **表面处理市场空间广阔，公司的市场份额有足够的提升空间。**2016 年，龙昕科技实现营业收入 10.18 亿元，同比增长 55.5%；净利润为 1.8 亿元，同比增长 29.5%。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。

■ 一般情况下，精密构件在手机售价中的占比 19%左右，而表面处理业务则占手机售价的 2%~3%左右。依据 2016 年各手机出货量计算，市场份额约为 8500 亿元。其中龙昕科技的终端客户市场空间约为 420 亿。

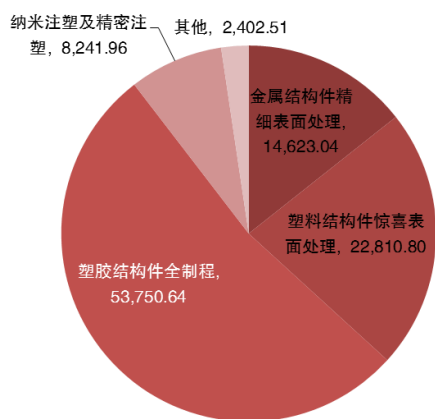
表格 8 精密结构件表面处理市场份额

手机品牌	出货量 (亿部)	均价 (元)	2%~3%的售价占比 (元)	表面处理市场空间 (亿元)
苹果	2.16	5,000	100~125	216~270
华为	3.08	2,500	56~70	172.48~215.6
OPPO	1.38	2,200	44~55	60.72~75.9
VIVO	0.97	2,200	44~55	42.68~53.35
三星	0.77	3,000	60~75	46.20~57.75
其他	6.61	1,800	36~45	237.96~297.05
合计	14.7	~	~	776~970.05

数据来源：公司公告，爱建证券研究所

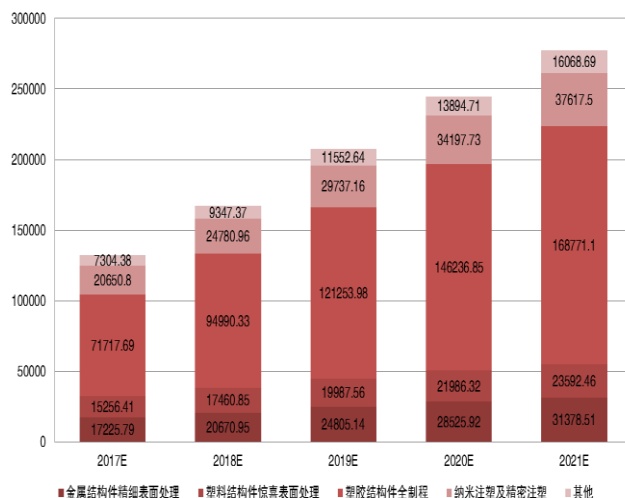
■ 公司业务结构中，塑胶占比为 80%，且目前占据市场份额的 5~6%，随着终端客户出货量的提升，以及公司大力开发海外市场，未来市场份额有足够的提升空间。同时，营业收入也会随之有较大幅度的增长。

图表 22 精密构件表面处理业务分类



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 23 公司未来营收预测

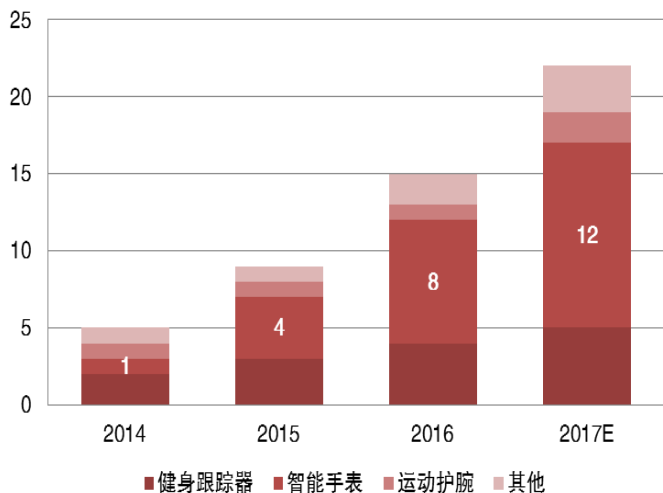


数据来源：公司公告，爱建证券研究所

3.3、智能穿戴和 VR 头显或将成为龙昕新的盈利增长点

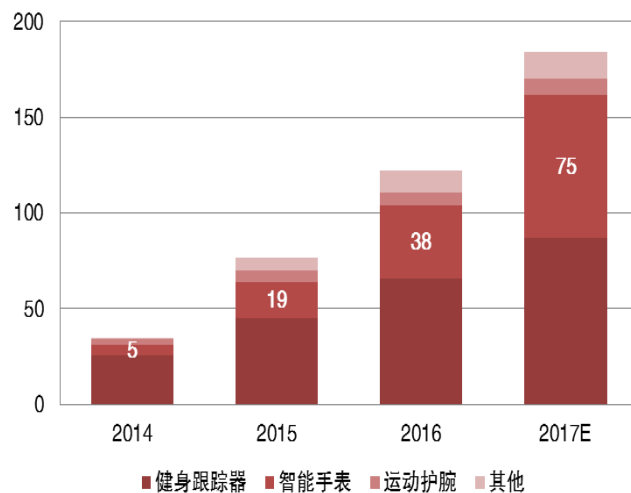
■ **智能穿戴将迎来发展机遇。**近两年，虽然智能穿戴的出货量出现了明显的下降，主要原因在于智能穿戴的使用范围局限在于时间、运动、健身。并且当前智能穿戴市场主要以智能手环为主，市场份额超过 50%。根据 IDC 预测，未来 3 年智能穿戴市场将保持比较稳健的增长，尤其是欧美地区。其中，健身追踪将依旧是主要贡献，预计从 2016 年的 6,600 万套增长到 8,700 万套。随着智能手表的应用升级，以及兼容性的提高，市场份额预计将从 2016 年的 3,800 万套的规模增长为 7,500 万套，增速接近 50%。值得关注的是，近年来 AR 技术如火如荼，而智能穿戴设备以其可移动性，以及相对低廉的成本，可以成为 AR 进军消费市场最理想的载体。因此，智能穿戴的相关供应商将迎来发展机遇。

图表 24 智能穿戴市场收益增长 (十亿美元)



数据来源：CES，爱建证券研究所

图表 25 智能穿戴市场发展规模 (百万套)

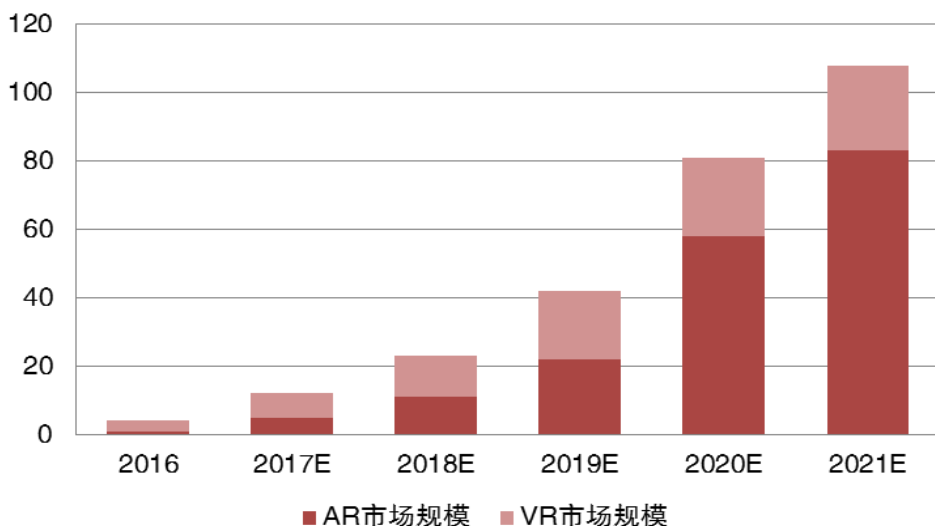


数据来源：CES，爱建证券研究所

■ **VR 头显年复合增长率将超 7 成。**2016 年，随着《口袋妖怪 GO》的成功，以及 Oculus Rift、HTC Vive、Gear VR 2、PlayStation VR 和 Daydream View 相继面市，AR/VR 技术也从被公众淡忘中复苏，并进入一个持续发展的爬坡期，因此硬件销量至关重要。随着智能手机开始支持 VR 头显，未来 VR 头显市场空间将被彻底打开。据 Gartner 预计，AR 和 VR 的头显销量将由 2015 年不足 50 万台跃升至 2020 年的近 4,000 万台。行业收入也将从 2016 年的 52 亿美元攀升至 2020 年的 1,600 亿美元。到 2030 年，沉浸式界面将取代 80% 人机交互案例中的所有其他用户体验模式。

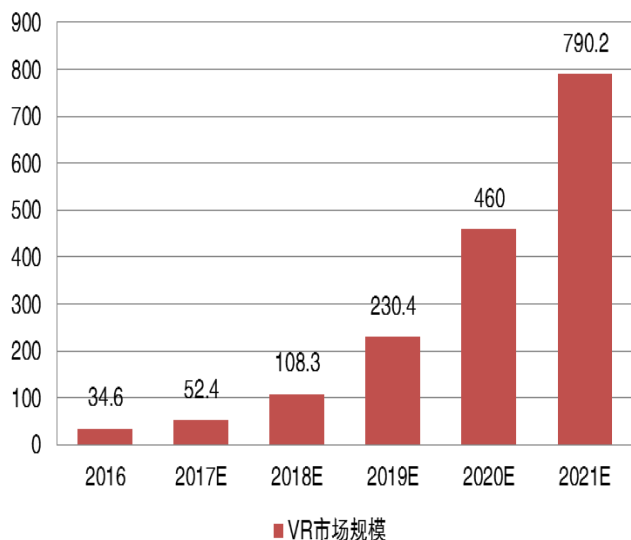
■ **特别是在中国将成为全球 VR 市场份额排名第一。**预计到 2021 年，中国 VR 市场规模将达到 790 亿元，其中头显设备市场规模约为 300 亿元，复合增长率达到 71.9%。因此，随着 VR 设备渗透率的提高和行业投资的持续增加，即便目前看来行业的盈利能力尚显不足，但未来的发展前景非常广阔。

图表 26 全球 AR/VR 市场规模预测 (十亿美元)

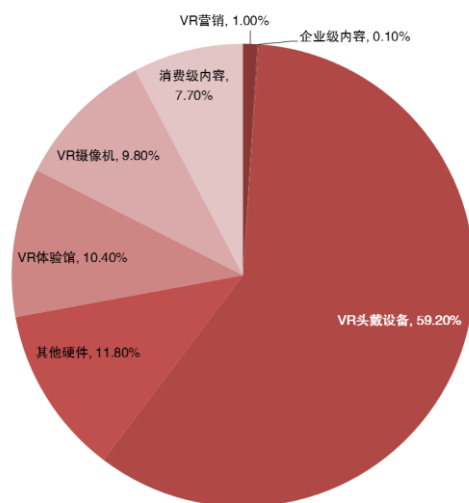


数据来源：Digi-Capital，爱建证券研究所

图表 27 2016~2021 年中国 VR 市场规模 (亿元)



图表 28 2016 年 VR 市场细分占比



数据来源: iResearch, 爱建证券研究所

数据来源: iResearch, 爱建证券研究所

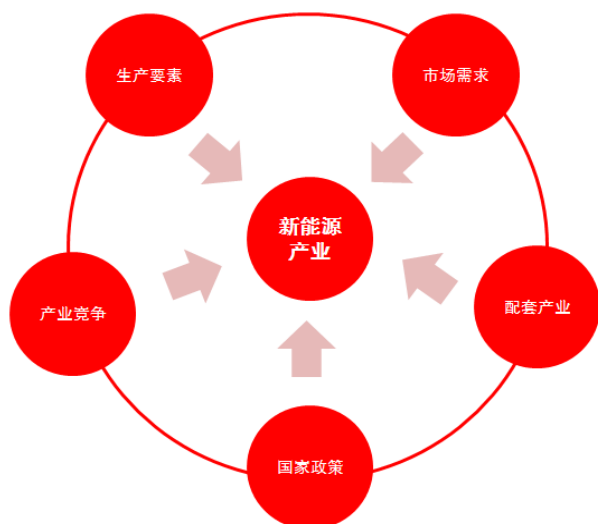
- 本次交易完成后, 上市公司将形成“以轨道交通系统门为主, 消费电子类为辅”的经营格局, 抵御宏观经济波动的能力将显著增强。同时, 通过本次交易, 上市公司的资产、收入、利润规模将明显提升, 上市公司整体抗风险能力也进一步增强。
- 同时, 上市公司的资产质量、业务规模大幅提升, 持续盈利及持续增长能力显著增强, 公司价值将有明显的上升。

4、新能源汽车零部件市场蕴藏宝藏

■ 进入二十一世纪后，虽然中国能源消费的主架构并未发生太多变化，其中煤炭和石油一直占据了我国能源消费的主导地位，特别是煤炭在我国一次能源消费结构中的比重逾七成，石油的占比则为两成左右。但是，随着经济转型、产业升级的逐步深入，节能降耗的相关政策陆续落实，对环境保护的需求致使煤炭和石油等化石能源的消费量将不断下滑，能源消费结构进入调整时代，并且将会持续深入。

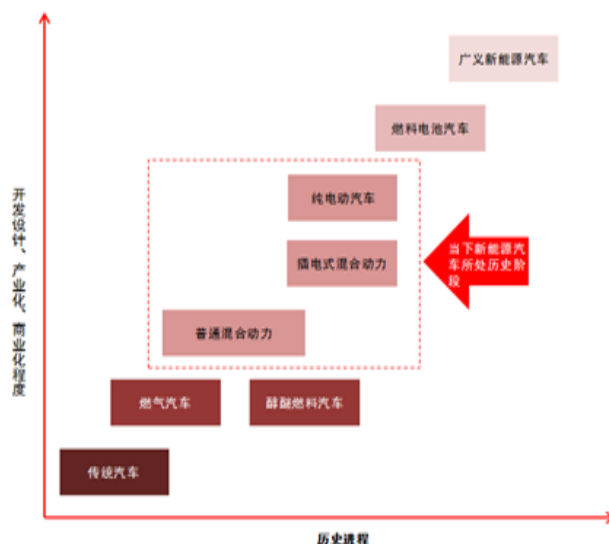
■ 对于新能源而言，将会是新能源行业以及相关产业的发展契机。特别是中国将超过欧洲，成为世界上最大的可代替能源增长市场，在此背景之下，风电、太阳能等新能源的使用比重将会提高，而新能源汽车及相关产业的市场份额也将会扩容。

图表 29 新能源产业布局与配套支撑



数据来源：国家国家发改委，爱建证券研究所

图表 30 新能源过去现在与未来



数据来源：爱建证券研究所

4.1、在全球，发达国家和地区均支持新能源汽车的发展

■ 全球范围内对新能源汽车的需求正在逐年上升，对环境保护是一方面，另一方面的原因在于新能源汽车种类的增加，以及各国政府加大了对新能源汽车的扶持力度，包括减免税收和政府补贴等政策。作为世界三大汽车工业发达国家和地区，美国、欧洲、日本在新能源汽车的发展路线上各具特色。

1、美国：早在上世纪 90 年代就制定了新能源汽车的发展计划。2007 年美国能源部曾先后斥资 2,150 万美元和 2,000 万美元用于资助新能源汽车的研发。2009 年，美国能源部又宣布 250 亿美元先进汽车技术贷款项目的首批拨发情况，向福特、日产和特斯拉发放 80 亿美元低息贷款，旨在支持汽车制造商发展混合动力汽车、插电式混合动力汽车和柴油车。

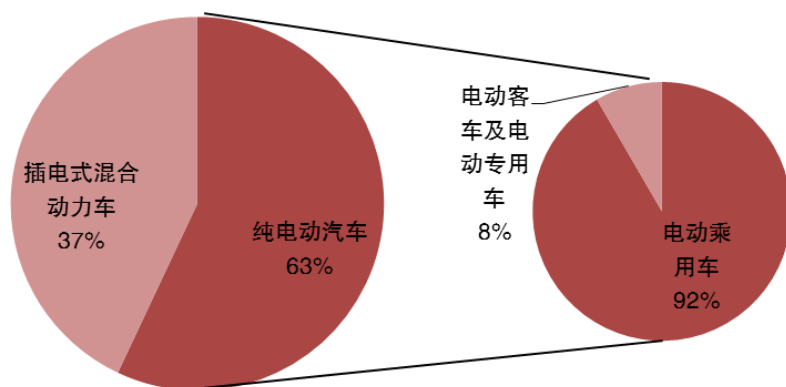
2、欧洲：从 1991 年开始发展新能源汽车，当下已经成为全球推广最成功的地

区。其中，2008 年瑞典政府投入 6200 万瑞典克朗支持瑞典相关机构与本土汽车制造商等联合开发可直接连接电源充电的下一代混合动力环保汽车；英国计划加快建设充电桩的速度与数量，并且为每辆车提供购车补助；德国则由政府牵头，与工业界共同成立了“电动汽车国家平台”。同时，以购买电动汽车免缴 10 年行驶税的政策刺激消费；挪威于 2009 年颁布法令，为鼓励民众购买电动汽车，免除了购买税和车辆增值税。

3、日本：2007 年，日本经济产业省就制定了将氢气、生物燃料等新能源作为燃料的下一代汽车普及计划。在不断革新新能源汽车技术的同时，日本还特别重视电池、新材料等新能源汽车产业链上的行业发展。

■ 而根据全球能源署 (IEA) 统计，到 2020 年全球新能源汽车总销量将达到 600 万辆，全球新能源汽车的保有量将会达到 2,000 万辆，总产值将超过万亿美元。2016 年，全球新能源汽车市场共销售 77 万辆新能源乘用车，同比增长 40%。其中纯电动汽车为 49 万辆，同比增长 18%。

图表 31 全球新能源乘用车销售占比



数据来源：Wind，爱建证券研究所

4.2、我国新能源汽车已迎来爆发式增长期

■ 中国受益于国家产业政策的扶持，市场需求急速扩容，位居世界新能源汽车需求第一。2016 年，中国新能源汽车产量为 51 万台，销量为 50.7 万台，占全球市场份额的 65%。美国、挪威、日本、法国、德国、英国位列其他。

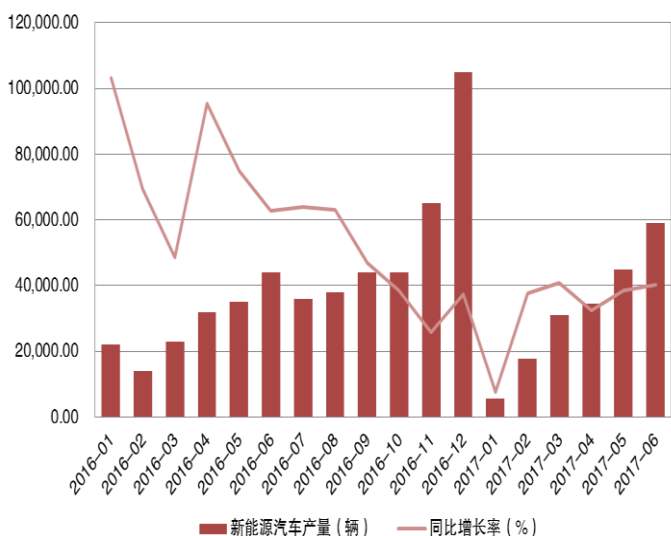
■ 在中国新能源乘用车中，纯电动乘用车产销分别完成 26.3 万辆和 25.7 万辆，同比分别增长 73.1%和 75.1%；插电式混合动力乘用车产销分别为 8.1 万辆和 7.9 万辆，与上年同期相比分别增长 29.9%和 30.9%。在新能源商用车中，纯电动商用车产量为 15.4 万辆，销量为 15.2 万辆，比上年同期分别增长 50.2%和 50.7%；插电式混合动力商用车销量为 1.9 万辆，同比下滑 19.3%

■ 进入 2017 年，由于补贴退坡和准入规则的调整，1~6 月中国的新能源汽车销量为 19 万辆，较去年同期只增长了 11.8%。不过可以看到，1~5 月的销量疲

软实际上是对去年销量透支的一种消化。而6月数据已经有了明显的回暖迹象,预计下半年销量将会有明显回升,全年销量预计达到70万台。

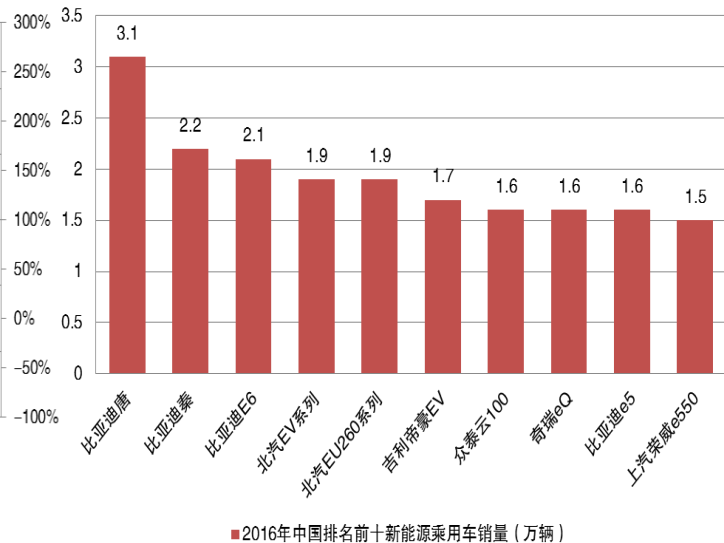
■ 国家近年也连续出台多项政策,鼓励新能源汽车的发展。根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020年)》,到2020年,纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。而在“十三五规划纲要”中再一次明确,到2020年“全国新能源汽车累计产销量达到500万辆”。预计中国新能源汽车销量2025年预计达700万。未来我国新能源汽车发展势态良好。

图表 32 新能源汽车当月产量



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

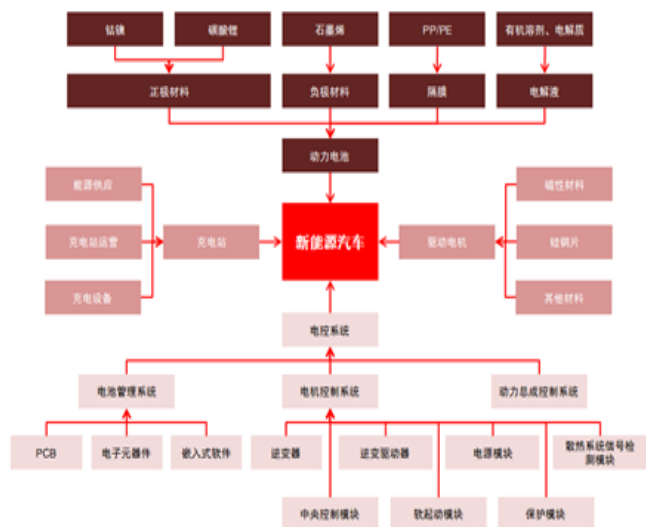
图表 33 2016 年全国销量排名前十的车型



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

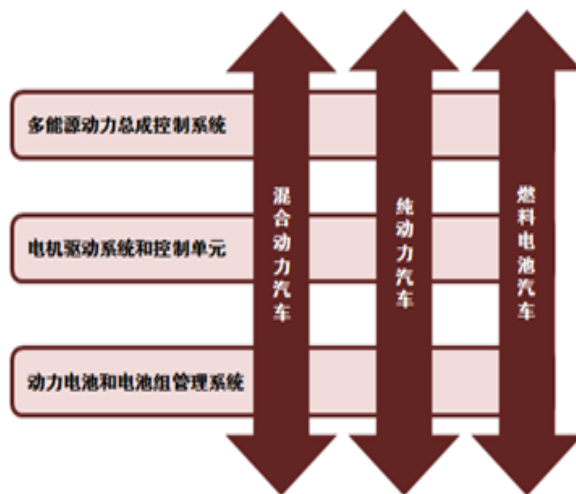
■ 当下,“三横三纵”是我国新能源汽车产业的布局形式,其中“三横”为多能源动力总成控制系统、电机驱动系统和控制单元、动力电池和电池组管理系统;“三纵”则为混合动力汽车、纯电动汽车和燃料电池汽车。其中,电机、电池和电控系统作为新能源汽车行业发展的核心部件,不但直接决定了新能源汽车的性能,也间接决定了新能源汽车的价格。在成本方面,电力驱动系统占到整车成本的五成以上,随着新能源汽车产销的快速增长,未来电力驱动系统的市场将达到千亿级规模,市场空间巨大。

图表 34 新能源汽车上下游产业链



数据来源：爱建证券研究所

图表 35 国内新能源"三横三纵"的开发布局



数据来源：爱建证券研究所

4.3、高瞻远瞩，公司瞄准新能源汽车业务

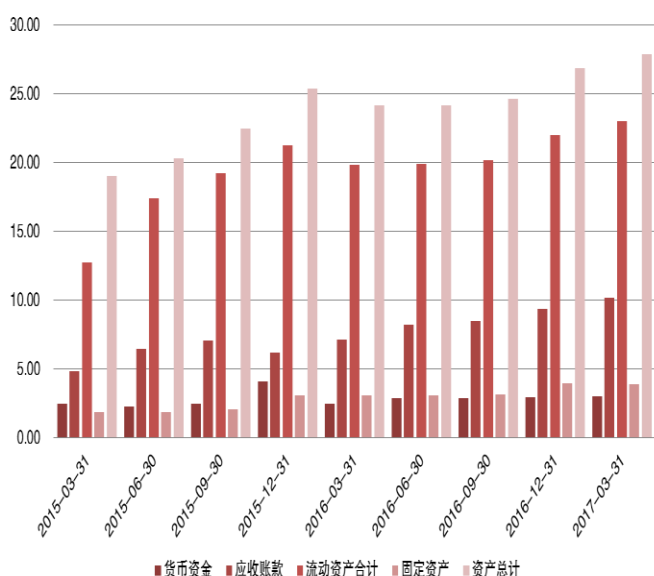
- 2015 年初成立控股子公司康尼新能源，主要生产新能源汽车零部件。产品涵盖充电接口及线束总成、高压连接接口及线束总成和高压配电系统等。同年，公司正式获得 TUV 德国总部颁发的 TS16949 质量管理体系认证证书。目前公司新能源零部件方面共获得专利 14 项。所服务的客户包括比亚迪、奇瑞、广汽、江淮、众泰等知名车企，并获得大众预定点通知书。
- 公司自主研发的新能源汽车公交车门系统（电动塞拉门）已转化为经济效益，55 辆车（75 套系统）订单已实现交付。
- 公司 2015 年和 2016 年新能源汽车零部件业务销售收入约为 1.29 亿元和 2.72 亿元，分别同比增长了 53%和 110%。随着中国新能源汽车行业的蓬勃发展，我们预测公司新能源汽车零部件业务的收入有望保持 30%以上的增长。

5、财务分析

5.1、资产负债表分析

■ 从公司的财务会计报表及相关核心数据，我们了解到，2017 年第一季度公司的总资产为 27.88 亿元，货币资金为 2.98 亿元，固定资产为 3.91 亿元，流动资产为 23.03 亿元，无形资产为 0.36 亿元，流动负债达 13.17 亿元，非流动负债为 0.44 亿元。从一季报的数据可以看出，公司的总资产、货币资金、固定资产以及流动资产在行业内处于中等水平。而债务方面，公司应付账款较去年同期有所上升，说明公司在原材料采购方面数量增加，也从另一方面说明公司的订单数量有所增加。总体来看，公司债务水平较低

图表 36 公司资产稳步上升



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 37 公司总负债情况

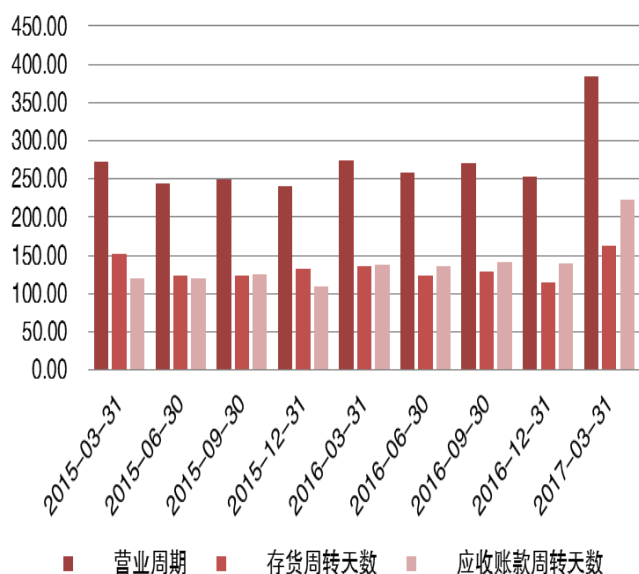


数据来源：Wind，爱建证券研究所

5.2、营运效率分析

■ 通过对公司的财务指标的分析得出，2017 年前一季度，公司的应收账款达到 10.20 亿元，存货为 4.82 亿元。公司的总资产周转率有一定程度的下降，主要是因为公司受到经济增速放缓导致营运周期以及公司营业利润同比下降的缘故。另一方面，公司库存周转率较 2016 年同期下降，说明公司去库存能力有所下降，库存周转天数已由 2016 年一季度的 136 天上升至 2017 年一季度的 161 天。不过我们注意到，一季度存在假期效应，预计二季度后将会明显好转。

图表 38 公司运营周期正在缩短



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 39 公司库存周转能力有所下降

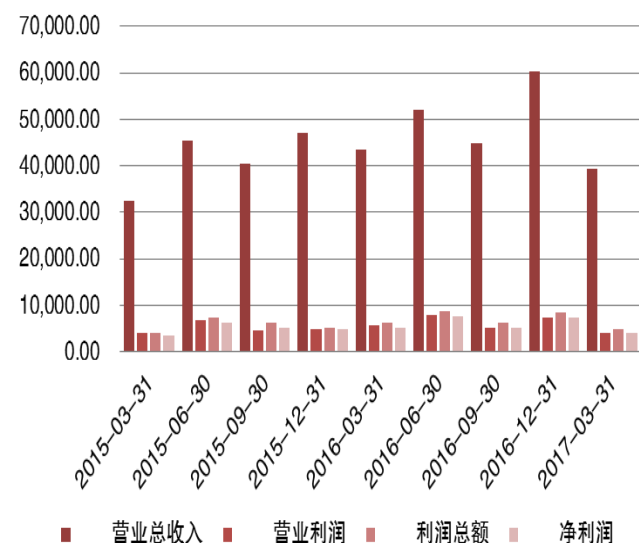


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

5.3、经营利润分析

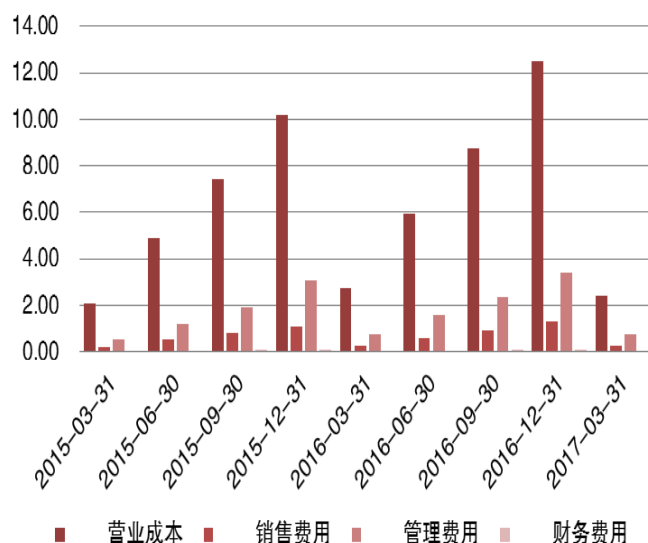
■ 截至 2015 年 03 月 30 日止, 公司的营业总收入为 3.94 亿元, 较 2016 年有所下滑; 净利润为 0.41 亿元, 同比减少了 22%; 销售费用、管理费用和财务费用也均较 2016 年同期出现不同程度的增幅。公司营业收入的下降在一定程度上说明了公司受到外部因素的影响, 导致销售受阻。但是公司的销售毛利率从去年同期的 36.97% 上升至今年的 38.79%。总体来说, 公司营业收入稳定, 随着其他业务的加速发展, 公司利润空间仍有上升的空间。

图表 40 公司营业收入有所下降



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 41 公司成本在不断增加

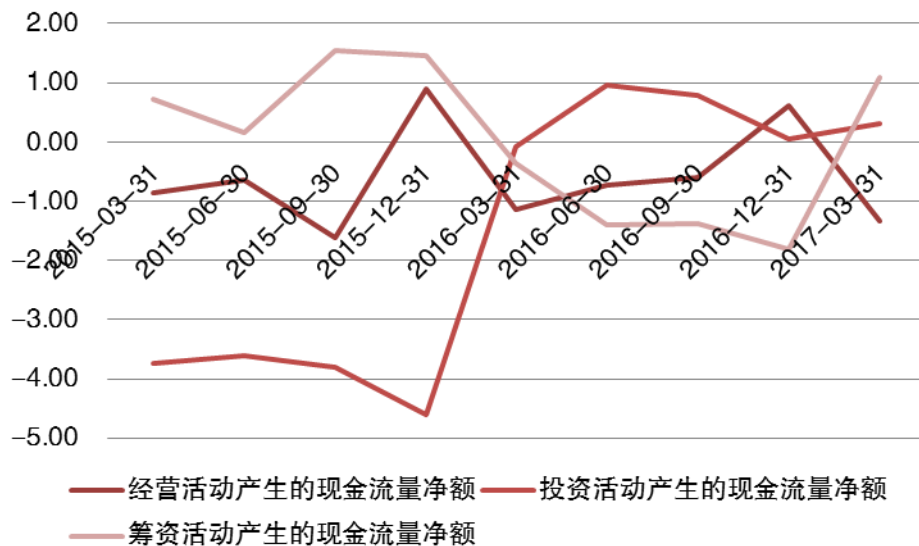


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

5.4、现金流量分析

■ 2017 年一季度，公司的经营活动现金流净额为~1.34 亿元，其中经营性现金流出较去年有所增加；投资活动现金流量为 0.32 亿元，虽然较 2016 年同期有明显增长，但 2016 年公司用于投资子公司资金较多；筹资活动现金流量较 2016 年同期大幅增加。总体来看，目前公司融资能力方面有所增强，但是在变现能力方面有风险存在。

图表 42 公司变现能力持续下降



数据来源：Wind，爱建证券研究所

6、盈利预测

■ 城市轨道交通门系统是公司主要收入来源。而且我们预计 2017 和 2018 年将会是订单集中交付期，公司业绩将会有明显的增加。

■ “十三五”期间，干线门系统的市场规模约为 51 亿元。保守估计，公司生产的高铁车门系统占据国内市场份额的 30%，预计该业务为公司每年贡献 3 亿的营收业绩。

■ 如若顺利收购，龙昕科技 2017 ~2019 年的业绩承诺分别为：(扣非前后孰低) 净利润分别不低于 2.38 亿元、3.08 亿元和 3.88 亿元，并追加 2 年业绩承诺。

■ 随着新能源汽车产销量的放量增长，公司新能源汽车零部件业务的同比增幅有望超过 30%。

表格 9 公司各业务盈利预测

项目 (亿元)	2016	2017E	2018E	2019E
门系统				
收入	12.55	14.58	17.09	20.18
增长 (%)	13.88%	16.15%	17.24%	18.11%
成本	7.36	8.31	9.74	11.51
毛利率	41.41%	43.00%	43.00%	43.00%
配件				
收入	1.39	1.66	1.97	2.36
增长 (%)	17.45%	19.11%	19.15%	19.68%
成本	0.75	0.88	1.05	1.25
毛利率	46.18%	47.00%	47.00%	47.00%
内部装饰				
收入	0.41	0.37	0.4	0.4
增长 (%)	~0.94%	~9.76%	8.11%	0.00%
成本	0.39	0.35	0.38	0.38
毛利率	3.90%	5.00%	5.00%	5.00%
连接器				
收入	0.37	0.365	0.381	0.39
增长 (%)	~4.18%	~1.35%	4.38%	2.36%
成本	0.25	0.24	0.25	0.25
毛利率	33.56%	35.00%	35.00%	35.00%
其他				
收入	5.38	6.68	8.45	10.45
增长 (%)	35.34%	24.15%	26.55%	23.65%
成本	3.74	4.48	5.66	7.00
毛利率	30.54%	33.00%	33.00%	33.00%
消费电子				
收入	10.81	13.22	16.73	20.73

增长 (%)	65.04%	22.29%	26.55%	23.91%
成本	6.87	9.13	11.64	14.53
毛利率	31.38%	30.88%	30.40%	29.90%

数据来源：爱建证券研究所

■ 我们选取 6 家轨道交通系统上市公司作为公司的可比公司。根据 Wind 的一致性预测，2017 年市盈率平均值为 23 倍，考虑到公司所处行业内的地位，以及公司龙昕科技后对估值带来提升，因此给予公司 30-35 倍的动态 PE。

表格 10 可比上市公司估值对比

股票代码	股票名称	股价 (前复权)	Wind 一致性预测 EPS			PE (TTM)		
		2017/7/12	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300011	鼎汉技术	15.01	0.4987	0.6289	0.7320	30.1x	23.87x	20.51x
300351	永贵电器	18.33	0.6338	0.8412	1.0687	28.92x	21.79x	17.15x
600458	时代新材	11.19	0.4105	0.6022	0.7968	27.26x	18.58x	14.04x
002480	新筑股份	7.90	0.1903	0.3004	0.4372	41.51x	26.30x	18.07x
601390	中国中铁	8.66	0.6288	0.7091	0.7648	13.77x	12.21x	11.32x
601766	中国中车	10.00	0.4560	0.5130	0.5848	21.93x	19.49x	17.10x

数据来源：Wind，爱建证券研究所

■ 我们预计公司 2017 和 2018 年公司的 EPS 分别为 0.442 元和 0.561 元。结合行业当前估值水平，我们给予康尼机电 “**强烈推荐**” 评级。

表格 11 公司盈利预测

资产负债表						利润表					
	2015A	2016A	2017E	2017E	2019E		2015A	2016A	2017E	2017E	2019E
货币资金	292.64	104.13	36.87	77.85	54.52	营业收入	1656.43	2010.15	3687.02	4502.95	5452.18
应收和预付款项	1042.61	1357.09	2522.25	2216.40	3521.90	减: 营业成本	1017.79	1247.93	2338.23	2871.98	3492.55
存货	405.00	385.51	1242.35	757.10	1674.39	营业税金及附加	15.99	19.74	41.29	48.63	57.79
其他流动资产	272.49	163.67	163.67	163.67	163.67	营业费用	111.19	129.66	261.78	305.75	359.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	306.18	342.57	645.23	770.00	965.04
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.42	7.73	16.03	11.28	6.92
固定资产和在建工程	348.05	416.00	353.90	291.80	229.70	资产减值损失	4.37	8.22	4.25	4.25	4.25
无形资产和开发支出	37.86	36.55	31.35	26.14	20.94	加: 投资收益	12.20	5.70	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	15.58	25.86	14.75	3.65	3.65	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2414.23	2488.81	4365.13	3536.60	5668.76	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	310.00	190.00	472.30	0.00	315.77	营业利润	202.69	260.01	380.21	491.06	566.32
应付和预收款项	938.01	906.47	2256.22	1589.47	3050.35	加: 其他非经营损益	26.90	39.31	28.42	28.42	28.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	229.59	299.32	408.62	519.48	594.74
其他负债	5.97	6.31	6.31	6.31	6.31	减: 所得税	34.69	43.76	61.29	77.92	89.21
负债合计	1253.98	1102.78	2734.83	1595.78	3372.42	净利润	194.91	255.56	347.33	441.55	505.53
股本	295.35	738.38	738.38	738.38	738.38	减: 少数股东损益	11.08	15.62	21.23	26.99	30.90
资本公积	398.25	~10.96	~10.96	~10.96	~10.96	归属母公司股东净	183.83	239.94	326.10	414.56	474.63
留存收益	413.91	594.80	817.83	1101.37	1425.98						
归属母公司股东权益	1107.51	1322.23	1545.26	1828.79	2153.41						
少数股东权益	52.74	63.80	85.04	112.03	142.93	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2017E	2019E
股东权益合计	1160.25	1386.03	1630.29	1940.82	2296.34	EBITDA	240.30	308.90	424.62	530.72	601.63
负债和股东权益合计	2414.23	2488.81	4365.13	3536.60	5668.76	净利润	183.83	239.94	326.10	414.56	474.63
						EPS	0.249	0.325	0.442	0.561	0.643
						BPS	1.500	1.791	2.093	2.477	2.916
						PE	48.16	36.90	27.15	21.36	18.65
						PB	7.99	6.70	5.73	4.84	4.11
						EV/EBITDA	13.15	25.10	18.86	14.76	14.00
						股息率	0.005	0.007	0.012	0.015	0.017

数据来源: 爱建证券研究所

风险提示:

- 1、公司股权较为分散, 目前没有实际控制人;
- 2、高铁车厢招标不及预期, 公司业绩受到影响;
- 3、城规建设增速放缓, 城规系统门市场份额减少;
- 4、龙昕科技业绩承诺无法兑现

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性:预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避:预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市:相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市:相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址:上海市浦东新区世纪大道1600号33楼(陆家嘴商务广场)

电话:021~32229888 邮编:200122

网站:www.ajzq.com