

春晖股份 (000976.SZ)

化学纤维行业

评级：买入 首次评级

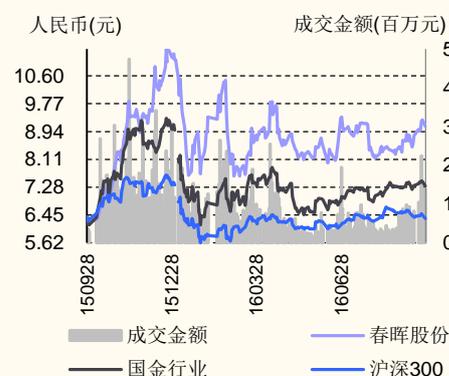
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.10 元  
 目标价格 (人民币): 15.50-16.90 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	586.51
总市值(百万元)	14,520.68
年内股价最高最低(元)	11.40/6.21
沪深 300 指数	3220.28
深证成指	10392.70



## 业绩确定性强，内生发展+外延并购实现快速扩张

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.361	0.026	0.180	0.266	0.320
每股净资产(元)	0.38	0.41	2.37	2.56	2.79
每股经营性现金流(元)	0.21	0.12	-0.20	0.33	0.25
市盈率(倍)	-10.48	418.44	50.52	34.16	28.42
行业优化市盈率(倍)	24.97	62.98	58.10	58.10	58.10
净利润增长率(%)	116.11%	N/A	1750.40%	47.88%	20.18%
净资产收益率(%)	-94.99%	6.52%	7.60%	10.43%	11.49%
总股本(百万股)	586.64	586.64	1,595.68	1,595.68	1,595.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **新的轨道交通装备标的:** 公司原主业是生产化纤产品, 连续多年亏损, 短期内难以扭转趋势。2015 年公司收购香港通达, 香港通达主业是轨道交通车辆给水卫生系统、备用电源系统和制动闸片等产品制造。公司的核心产品给水卫生系统和备用电源系统与中车四方高铁业务实现绑定, 在高铁行业市占率高达 50%, 市场地位稳固。
- **给水卫生系统: 高铁领域稳定增长, 普通客车和其他领域提供成长空间。** 给水卫生系统是动车组卫生间的主要装置, 其核心技术是集便系统, 具有节水环保等多种优点。未来五年铁路投资总体仍能保持稳定, 动车组方面, “十三五”期间动车组年均新增 4300 辆, 叠加每年产品的更新需求, 高铁领域收入将稳步增长; 普通列车方面, 新增市场和存量改造市场空间广阔, 如开始大规模存量改造可大幅增厚公司业绩, 预测每年实现净利 1.17-2.34 亿元, 相当于 2015 年净利润的 37%-74%。其他应用领域也提供了较大的成长空间;
- **备用电源系统: 城轨高速发展带动业绩提升。** 备用电源系统主要为车辆提供应急电源, CRCC 认证是公司产品的核心优势, 产品主要应用于动车组和城轨车辆。目前高铁发展相对稳定, 而城轨交通已经入高速发展期, 未来五年将新增城轨车辆 4.4 万辆, 是动车组的 1.7 倍。公司产品在城轨领域市占率约为 25%, 公司将受益于城轨交通的高速发展实现业绩提升;
- **制动闸片是公司重要看点, 检测维修业务后劲十足。** 制动闸片市场空间极其广阔, 动车组闸片实现国产化是必然趋势。目前公司产品仅向 CRH2 的 200 列动车组供货, 市场占有率很低, 但公司是国内在该领域探索的领先者。未来或可在制动闸片的市场上占有一定的份额, 是公司发展的重要看点。动车组保有量增长将带动后市场需求, 近几年车辆将进入集中维保周期, 公司的产品在高铁领域市占率高, 检修业务可为公司业绩带来成长性;
- **管理层在产业和资本市场有丰富经验, 公司可对标神州高铁。** 第二大股东宣瑞国是中国自动化集团创始人, 在产业和资本市场有丰富经验。香港通达在拥有上市公司融资平台之后, 有望通过各种融资渠道获取低成本的资金去选择既有技术优势又具有良好业绩的标的公司, 实现外延并购和产业扩张。依靠内生发展+外延收购扩张的模式有望使公司实现高速发展。

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
(8610)66216932  
xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
(8621)60230252  
panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516080005  
(8621)60870933  
shenweijie@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人  
biancny@gjzq.com.cn

### 盈利预测及投资建议

- 预计 2016~2018 年公司实现收入 17.75 亿、17.97 亿和 19.30 亿，同比增长 167.90%、1.30%和 7.40%；实现净利润 2.86 亿、4.20 亿和 5.04 亿，同比增长 1742.98%、46.82%和 20.00%，对应 EPS 为 0.18、0.26 和 0.32。
- 2016-2018 年对应 9 月 26 日股价 PE 分别为 51、34 和 28 倍。公司质地优良，行业地位稳固，业绩确定性高。如不考虑亏损资产，当前的估值水平仅有 32 倍，具有很高的安全边际。同时公司对标神州高铁，具有较强的资产剥离和外延并购预期，我们给予公司“买入”评级。按照 2017 年公司实现业绩承诺 4.5 亿元估值，公司未来 12 个月目标价位 15.5-16.9 元，相当于 2017 年 PE 估值 55-60 倍。

### 风险提示

- 公司外延并购低于预期的风险。

## 内容目录

1、新的轨道交通装备标的.....	6
1.1 春晖股份是高铁领域细分行业龙头.....	6
1.2 原主业持续亏损，高铁资产借道春晖实现上市.....	8
1.3 通达实控人成为春晖第二大股东，绑定利益实现共同发展.....	9
2、给水卫生系统：高铁领域稳定增长，普通客车和其他领域提供成长空间..	10
2.1 给水卫生系统环保优势明显.....	10
2.2 给水卫生系统在高铁领域业务将实现稳定增长.....	11
2.2.1 当前铁路投资维持高位，到 2020 年高铁里程达 3 万公里.....	11
2.2.2 高铁列车具有持续加密需求，未来列车密度比肩日本新干线.....	12
2.2.3 未来五年新增动车组 2.14 万辆，市场空间达百亿.....	13
2.3 普通列车便器改造和其他领域市场提供成长性.....	14
2.3.1 普通列车市场空间大，存量普通列车便器改造可大幅增厚公司业绩... 14	14
2.3.2 其他领域仍有较大应用空间，是产品拓展的潜在市场。.....	15
3、备用电源系统：城轨高速发展带动业绩提升.....	17
3.1 蓄电池主要提供应急电源，CRCC 认证是公司产品的核心优势。.....	17
3.2 备用电源系统将受益于城市轨道交通的高速发展.....	18
3.2.1 城轨建设初具规模，发展空间仍然较大.....	18
3.2.2 政策支持力度前所未有，投资规模远超“十二五”.....	19
3.2.3 “十三五”期间将新增城轨车辆 4.4 万辆，预计公司实现收入 21 亿... 19	19
4、制动闸片是重要看点，检测维修业务后劲十足.....	22
4.1 制动闸片进口替代空间大，是公司发展的重要看点.....	22
4.2 产品存量带动检测维修业务成长.....	23
5、管理层在产业和资本市场有丰富经验，公司可对标神州高铁.....	25
5.1 管理层在产业和资本市场有丰富经验.....	25
5.2 亏损资产剥离预期强.....	26
5.3 对标神州高铁，内生发展+外延并购实现公司高速发展.....	26
6、盈利预测及估值.....	29
6.1 关键假设.....	29
6.2 盈利预测及估值.....	29
7、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1：给水卫生系统.....	6
图表 2：备用电池.....	6
图表 3：亚通达业务收入占比情况.....	6
图表 4：香港通达子公司业务情况.....	7
图表 5：公司产品配套中车四方情况.....	7

图表 6: 公司近三年收入和利润情况 .....	8
图表 7: 产品毛利率维持较高水平 .....	8
图表 8: 公司营业收入持续下滑 .....	9
图表 9: 公司业绩持续亏损 .....	9
图表 10: 给水卫生系统产品内部示意图 .....	10
图表 11: 给水卫生系统实装案例 .....	10
图表 12: 集便系统分类 .....	10
图表 13: 铁路运营里程 .....	11
图表 14: 高铁运营里程 .....	11
图表 15: 铁路固定资产投资 .....	12
图表 16: 国务院提出五大举措促进铁路交通建设 .....	12
图表 17: 动车组车辆保有量 .....	13
图表 18: 动车组车辆密度 .....	13
图表 19: 高铁客运量 .....	13
图表 20: 京沪高铁客运量 .....	13
图表 21: 高铁给水卫生系统布置图 .....	14
图表 22: 给水卫生系统高铁领域市场空间及收入测算 .....	14
图表 23: 公司主要竞争对手 .....	15
图表 24: 便器改造可增厚公司业绩 .....	15
图表 25: 真空集便器应用于游轮 .....	16
图表 26: 真空集便器应用于移动卫生设施 .....	16
图表 27: 蓄电池主要特性 .....	17
图表 28: 备用电源系统产品示意图 .....	17
图表 29: 动车蓄电池 CRCC 认证公司 .....	18
图表 30: 全国城轨运营里程 .....	18
图表 31: 全国城轨新增运营里程 (公里) .....	18
图表 32: 主要城市城市轨道交通密度 .....	19
图表 33: 城市轨道交通通车里程预测 .....	20
图表 34: 城轨车辆保有量预测 (辆) .....	20
图表 35: 新增运营列车数预测 (辆) .....	20
图表 36: 公司备用电源收入预测 .....	21
图表 37: 高铁制动闸片 1 .....	22
图表 38: 高铁制动闸片 2 .....	22
图表 39: 制动闸片 CRCC 认证清单 .....	23
图表 40: 动车组运用维修规程 .....	24
图表 41: 中国自动化收入情况 .....	25
图表 42: 中国自动化净利润情况 .....	25
图表 43: 中国自动化资本运作过程 .....	25
图表 44: 神州高铁并购之路 .....	26

图表 45: 轨交装备领域标的估值对照表 .....	26
图表 46: 神州高铁股价走势图 .....	27
图表 47: 轨道交通产业链解析 .....	27
图表 48: 春晖股份盈利预测 .....	29
图表 49: 相关标的估值对照表 .....	30

## 1、新的轨道交通装备标的

### 1.1 春晖股份是高铁领域细分行业龙头

- 2015年1月22日春晖股份与通达集团签署《股权收购协议》，拟通过非公开发行募集资金的形式收购香港通达100%股权，香港通达已成为公司的全资子公司。
- 香港通达是高铁领域的核心供应商。香港通达是春晖股份旗下经营高铁业务的子公司，公司主营业务为在轨道交通领域为客户提供给水卫生系统、备用电源系统和制动闸片等智能、节能、环保的解决方案，其产品和服务广泛应用于高铁动车组、城际列车、地铁、普通客车等轨道交通车辆。

图表 1：给水卫生系统



来源：公司官网、国金证券研究所

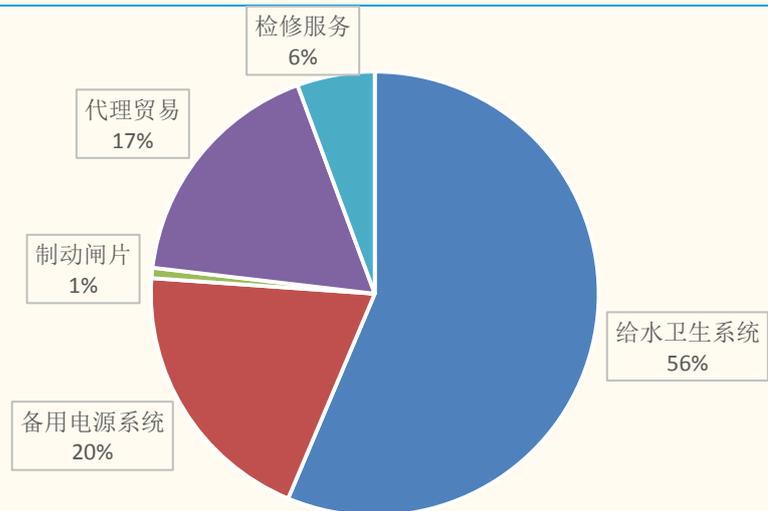
图表 2：备用电池



来源：公司官网、国金证券研究所

- 核心产品高铁领域市占率达 50%。公司的核心产品给水卫生系统和备用电源系统在高铁行业市占率高达 50%，是两大产品在高铁领域的绝对龙头，给水卫生系统和备用电源的产品收入达公司总收入的 75%以上。

图表 3：亚通达业务收入占比情况

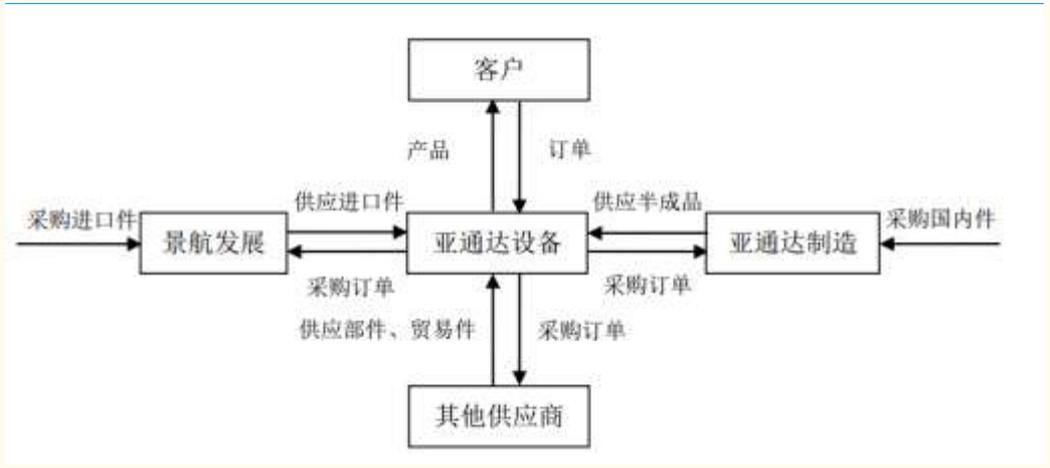


来源：公司公告、国金证券研究所

- 香港通达自身并不实际经营业务，其核心资产为香港通达下属的三家子公司（亚通达设备、亚通达制造、景航发展）。三家子公司各司其职，核心全资子公司亚通达设备开展日常经营，景航发展为亚通达设备采购生产所需

进口原材料，亚通达制造在国内采购国产原材料、加工成半成品后全部供应至亚通达设备。

图表 4：香港通达子公司业务情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **核心产品与中车四方高铁业务实现绑定。**动车组和城市轨道交通车辆分别由铁路总公司和地方政府统一向整车制造厂进行招标采购，再由整车制造厂向各零部件供应商提出相关需求。中车四方（南车四方）是中国中车集团旗下主要的高铁车辆生产基地之一，中车四方制造了中国目前约 50% 的高铁车辆。
- 从中车四方高铁产品配套情况来看，2013 年下半年至 2015 年上半年，中车四方获得高铁车辆中标达 472 列，南车四方所生产的高铁车辆 98% 以上均是采用亚通达的产品，包括给水卫生系统、备用电源系统、烟雾报警器和地板布等，可见核心产品与中车四方已经实现绑定。

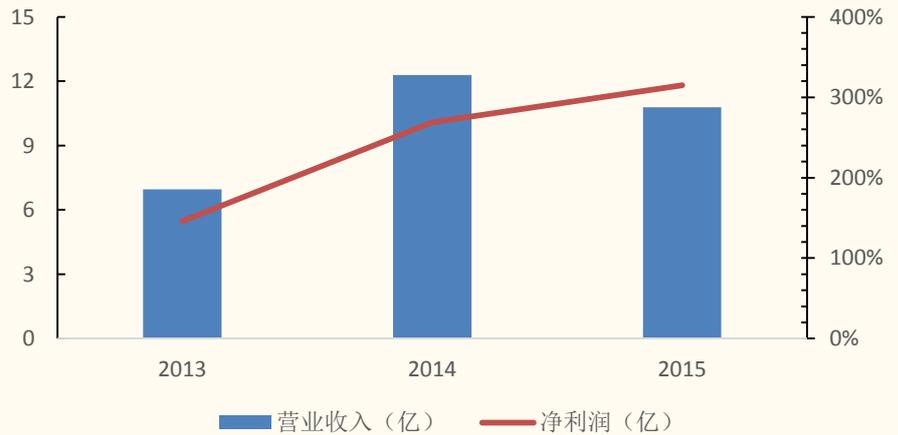
图表 5：公司产品配套中车四方情况

招标时间段	铁总招标总数	南车四方中标数	公司产品配套			
			给水卫生系统	备用电源系统	烟雾报警	地板布
2013 年下半年至 2014 年上半年	473	269	269	269	269	269
2014 年下半年至 2015 年上半年	397	203	199	196	199	198

来源：公司公告、国金证券研究所

- **客户集中程度极高，四方高铁交付量直接影响公司业绩。**从公司的前五大客户来看，中车四方（原南车四方）近三年所贡献的收入占公司总收入的 90% 以上，客户集中程度极高。再结合公司产品在中车四方的配套情况，可以判断公司的业绩情况与中车四方的高铁业务具有很高的关联程度，中车四方每年的高铁交付量将对公司的业绩造成重要影响。
- 从历史情况来看，亚通达 2013-2015 年实现营业收入 6.95 亿/12.29 亿/10.79 亿，实现净利润 1.46 亿/2.69 亿/3.15 亿，公司业绩在 2014 年实现 76.8% 的增长。同比中车四方的高铁交付量来看，2014 年中车四方销售动车组 1,566 辆，较上年增长 77.95%，实现收入 377.7 亿元，同比增长 95.31%，四方动车组交付量的增速和公司业绩增速基本一致。

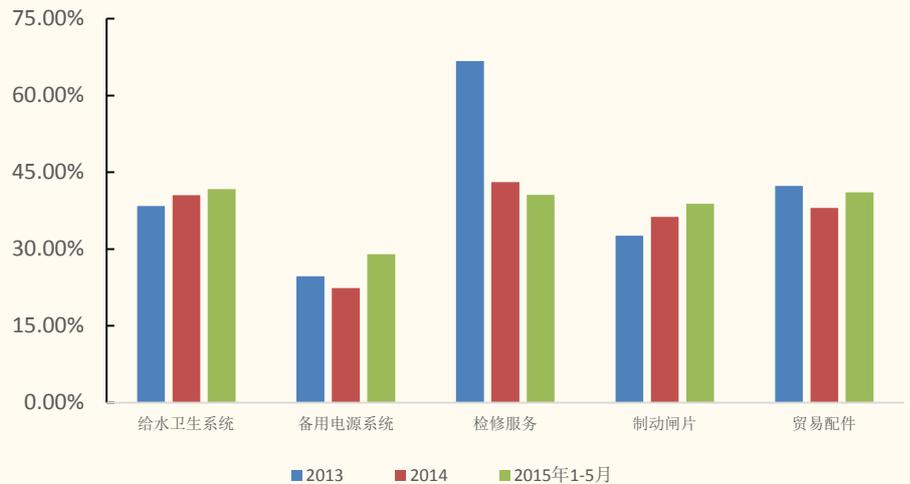
图表 6：公司近三年收入和利润情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **产品毛利率水平较高，未来或有可能下降。**公司产品毛利率也保持较高水平，公司的主要产品给水卫生系统产品毛利率保持在 40%左右，备用电源系统的毛利率在 25%~30%，除检修服务外，各项业务的毛利率均呈现微涨。公司目前客户集中程度极高，业务范围也大部分局限于高铁和城轨业务，如果未来公司大力开拓其他领域市场，整体毛利率将有可能呈下降趋势。

图表 7：产品毛利率维持较高水平

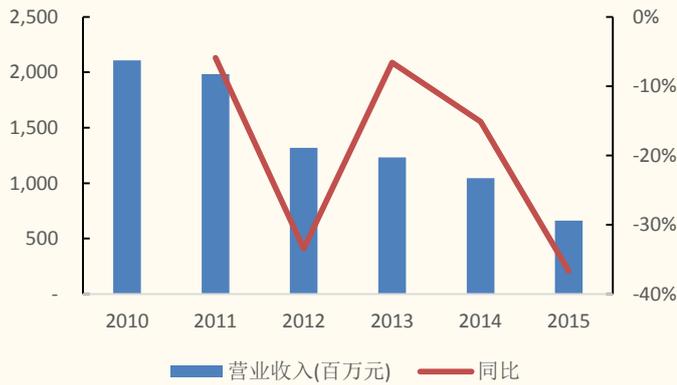


来源：公司公告、国金证券研究所

### 1.2 原主业持续亏损，高铁资产借道春晖实现上市

- 2015 年 1 月 22 日春晖股份与通达集团签署《股权收购协议》，拟通过非公开发行募集资金 33 亿人民币的现金收购通达集团持有的香港通达 100% 股权，香港通达已成为公司的全资子公司，香港通达承诺 2015 年、2016 年及 2017 年扣除非经常性损益后的税后合并净利润分别不低于人民币 3.12 亿元、3.9 亿元和 4.5 亿元。
- 广东开平春晖有限公司（以下简称“春晖股份”）于 2000 年 6 月在深圳证券交易所上市，公司主营业务是化纤产品的生产制造，主要产品为涤纶长丝、锦纶长丝，产品主要用作服装及家纺的原料。
- **公司原主业持续亏损，短期内难以扭转趋势。**公司近几年的营业收入和净利润逐年下滑，并出现持续亏损的状况，2015 年扣除政府非常规补贴 3374 万元后实际亏损 1841 万元。受行业产能过剩和行业竞争加剧等因素的持续性影响，亏损状况在短期内难以扭转。

图表 8：公司营业收入持续下滑



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：公司业绩持续亏损



来源：公司公告、国金证券研究所

### 1.3 通达实控人成为春晖第二大股东，绑定利益实现共同发展

- **通达实控人成为春晖第二大股东。**公司收购香港通达于 2016 年 2 月实现资产交割，香港通达正式成为公司的全资子公司，纳入合并报表范围。香港通达的实际控制人宣瑞国（拉萨经济技术开发区泰通投资合伙企业）本次通过定增预案认购公司 259,036,148 股，占公司总股本的 16.23%，成为春晖股份的第二大股东。
- **锁定期 3 年，绑定利益实现共同发展。**本次 33 亿的定增预案的参与者包括春晖股份实际控制人江逢坤和通达实控人宣瑞国等，认购人承诺 3 年不转让股权，凸显出股东对公司未来发展的坚定信心。

## 2、给水卫生系统：高铁领域稳定增长，普通客车和其他领域提供成长空间

- 给水卫生系统是公司的核心产品之一，主要的产品应用领域包括：高铁车辆、铁路普通列车、飞机、游轮和野外大型作业现场等，公司的给水卫生系统产品收入占公司总收入的56%左右。

### 2.1 给水卫生系统环保优势明显

- **给水卫生系统是高铁卫生间的核心设施。**给水卫生系统由净水箱及管路、卫生间模块、集便系统、排污管路和污物箱等部件组成，主要包括给水装置和卫生设施两部分，给水装置和卫生设施统一在电控单元中集中控制和信号输出。给水装置为高铁、动车组提供各种用水，如饮用水、餐车用水、洗漱用水及便器用水，其核心部件包括车上水箱、车下水箱。卫生设施为高铁、动车组的旅客及司乘人员提供舒适的卫生环境，并收集处理污物，核心部件包括集便系统及污物箱。

图表 10：给水卫生系统产品内部示意图



来源：评估报告书、国金证券研究所

图表 11：给水卫生系统实装案例



来源：公司网站、国金证券研究所

- **集便系统是给水卫生系统的核心技术，技术壁垒高。**真空集便系统主要通过污物箱或附带的密闭式箱体形成真空，将马桶内的污物用极少量的给水系统供水冲洗，同时将污物抽吸至污物箱完成收集。此套系统不仅需要设备能够控制好气压的变化，同时还需能够适应极端的温度环境，具有较高的技术壁垒。
- 真空集便器适用于铁路车辆（高铁动车\普通客车）、航空飞机、航天宇航器、船舶、移动\临时卫生等领域。集便系统主要包括真空中转式、真空保持式和清水空压式等几个类别。

图表 12：集便系统分类

产品类别	产品功能	适用车型
真空中转式	原理为通过中转箱形成真空并抽吸便器污物，之后再排入污物箱。优点为冲洗耗水量低、卫生间无异味、耗气量低、冲洗循环时间短、自动诊断与排除故障等	CRH380A/AL 型动车组、所有 CRH2 型动车组
真空保持式	原理为在污物箱中形成真空，直接抽吸便器污物。优点为耗水量低、卫生间无异味，但与真空中转式相比存在耗气量大、冲洗循环时间较长等缺点	25T 型客车、青藏车
清水空压式	原理为利用压缩空气对水进行增压后冲洗便	CRH2A

产品类别	产品功能	适用车型
	器。在能够实现集便功能的产品中，该产品的成本相对较低，但是缺点为卫生间异味较大	

来源：公司公告、国金证券研究所

- **集便系统在节能环保领域有明显优势，具有拓展至多种领域的可能。**集便系统能够对公共卫生环境有突破性的改善，其优点具体包括：(1) 节水，每次冲洗用水量可缩减至 0.6L，为普通民用便器的十分之一；(2) 减排，可减少 90%左右的排污量；(3) 收集的污物可被循环利用，发酵生成沼气和有机肥料；(4) 减少因人类排泄物造成的地下水资源污染，杜绝传染疾病的传播。目前公司产品仅配套高铁列车，集便系统在节能环保领域有明显优势，具有拓展至多种领域的可能。

## 2.2 给水卫生系统在高铁领域业务将实现稳定增长

- 公司的给水卫生系统目前主要配套中车四方制造的高铁列车，收入受中车四方当年的高铁列车交付量影响较大，产品在高铁领域市占率约 50%，其他领域市场份额很低。

### 2.2.1 当前铁路投资维持高位，到 2020 年高铁里程达 3 万公里

- **铁路运营里程达 12 万公里，高铁里程 1.9 万公里。**2015 年中国铁路固定资产投资总额达到 8230 亿元，投产新线 9531 公里，铁路运营总里程达到 12 万公里，其中高铁投产 3306 公里，高铁运营里程达 1.9 万公里。

图表 13：铁路运营里程



来源：国家统计局、国金证券研究所

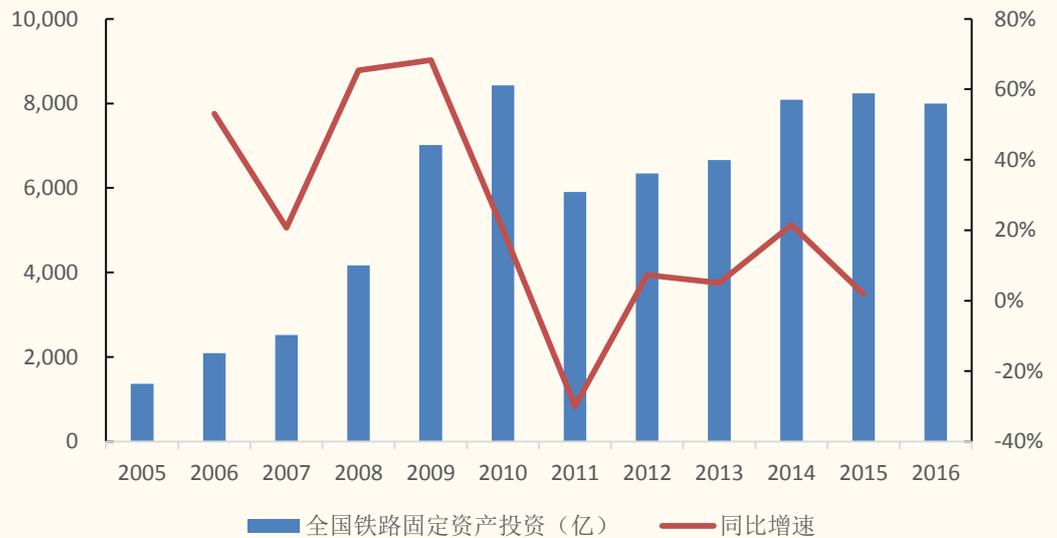
图表 14：高铁运营里程



来源：国家统计局、国金证券研究所

- **铁路投资继续维持高位。**今年 1 月在中国铁路总公司工作会议上宣布 2016 年铁路固定资产投资额 8000 亿元。现阶段我国经济增速下滑，铁路投资是稳定经济发展的重要手段，根据“十三五”规划及相关信息，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达 3.5 万亿至 3.8 万亿元。我们判断我国铁路实际投资额有望保持在 8000 亿/年的高位，总量超过 4 万亿。

图表 15: 铁路固定资产投资



来源: 铁路总公司、国金证券研究所

- **《中长期铁路规划》获通过，铁路投资再掀热潮。**6月29日李克强总理主持召开国务院常务会议，原则通过《中长期铁路网规划》，要求遵循铁路发展规律，兼顾经济和社会效益，扩大铁路基础设施网络，构建与公路、水路、航空等有机衔接的综合交通运输体系。在经济下行的背景下，铁路投资既可以带动经济发展，也可促进区域产业优化调整和经济转型升级，是重要的投资方向，《中长期铁路规划》的通过将再次掀起铁路投资的热潮。

图表 16: 国务院提出五大举措促进铁路交通建设

序号	主要内容
1	打造以沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间1至4小时交通圈、城市群内0.5至2小时交通圈。
2	完善普速铁路网，扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局，形成区际快捷大能力通道，加快建设脱贫攻坚和国土开发铁路。打通普速干线通道瓶颈、卡脖子路段，实现铁路交通基本覆盖县级以上行政区。推进与周边互联互通。
3	按照“零距离”换乘要求，同站规划建设以铁路客站为中心、衔接其他交通方式的综合交通体，扩大集装箱中心站、末端配送等货物集散服务网络，形成配套便捷、站城融合的现代化交通枢纽。
4	培育壮大高铁经济新业态，促进沿线区域交流和合作和资源配置，加速产业梯度转移，带动制造业和整个经济转型升级。
5	深化投融资、价格等改革，提高中央资金对中西部铁路建设投入比重，培育多元投资主体，放宽市场准入，鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间投资、外资等在内的社会资本参与铁路投资建设。铁路总公司要推进自身改革，加快建立现代企业制度，盘活现有资产，用市场化方式多渠道融资，在铁路建设发展中发挥关键作用。

来源: 公开资料、国金证券研究所

- **到 2020 年高铁里程达 3 万公里。**国务院促进铁路交通建设的五大举措中提出打造“八纵八横”通道，实现相邻大中城市间1至4小时交通圈、城市群内0.5至2小时交通圈。在大力支持高铁干线的基础上明确提出建设城际铁路，将大大促进城际铁路的建设。截至2015年高铁运营里程达1.9万公里，规划至2020年高铁运营里程达3万公里。

### 2.2.2 高铁列车具有持续加密需求，未来列车密度比肩日本新干线

- **高铁车辆密度仍然较低。**经过“十二五”期间的大力发展，2015年底我国动车组车辆保有量已从2010年的4408辆增长至17,648辆。五年CAGR达31.98%。我国目前已成为高铁运营里程最长的国家，近几年车辆保有量

增长迅速，而我国高铁车辆密度并未提高，始终保持在 0.9 辆/公里左右。同高铁发展较为成熟的日本相比，日本的高铁车辆保有量达到 1.7 辆/公里，中国仍然有较大差距。

图表 17: 动车组车辆保有量



来源: 铁路总公司、国金证券研究所

图表 18: 动车组车辆密度



来源: 铁路总公司、国金证券研究所

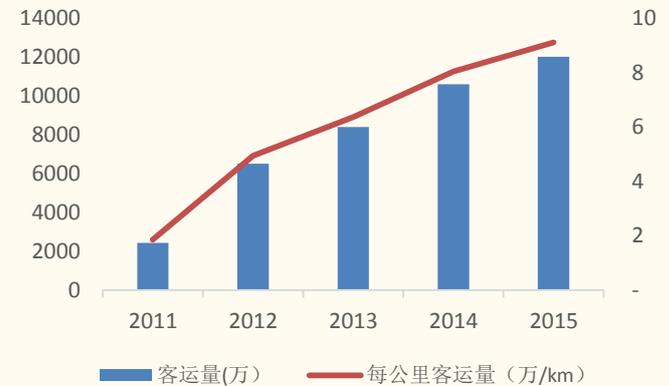
- **高铁客运量增长带动列车加密需求。**我国高铁客运量从 2008 年的 734 万达到 2014 年的 8 亿人次，每公里客运量也从 1.09 万人增长至 4.87 万人，客运量增长迅速。京沪高铁是目前国内盈利能力最强的高铁线路，2015 年营收达到 234.24 亿元，实现净利润 65.8 亿元，净利润率达到了 28% 左右。通过和京沪高铁对比，京沪线全长 1318 公里，2011 年至 2015 年客运量由 0.24 亿增长至 1.2 亿，每公里客运量达 9.10 万人次。持续增加的客运量将对高铁运营带来较大压力，高铁加密需求明显。

图表 19: 高铁客运量



来源: 铁路总公司、国金证券研究所

图表 20: 京沪高铁客运量



来源: 铁路总公司、国金证券研究所

- **到 2020 年我国高铁车辆平均密度将达到 1.3 辆/公里，未来比肩日本新干线水平。**不断增长的客运量带来动车持续加密的需求，我国高铁车辆密度保持在 0.9 辆/公里左右，考虑到成熟市场的车辆密度数据以及国家对高铁发展的持续推进，乐观估计到 2020 年我国高铁车辆平均密度将达到 1.3 辆/公里，部分热门线路，如京沪高铁和京津高铁将达到 1.5 辆/公里。
- 日本从 1964 年开通新干线，经过多年的运营已经是成熟市场，我国高铁从 2006 年才开始建设，目前铁路里程已成为世界第一，但在高铁运营的管理上仍未达到成熟阶段，预计在 2020 年后高铁仍有持续加密的需求，未来可比肩日本新干线的列车运营密度水平。

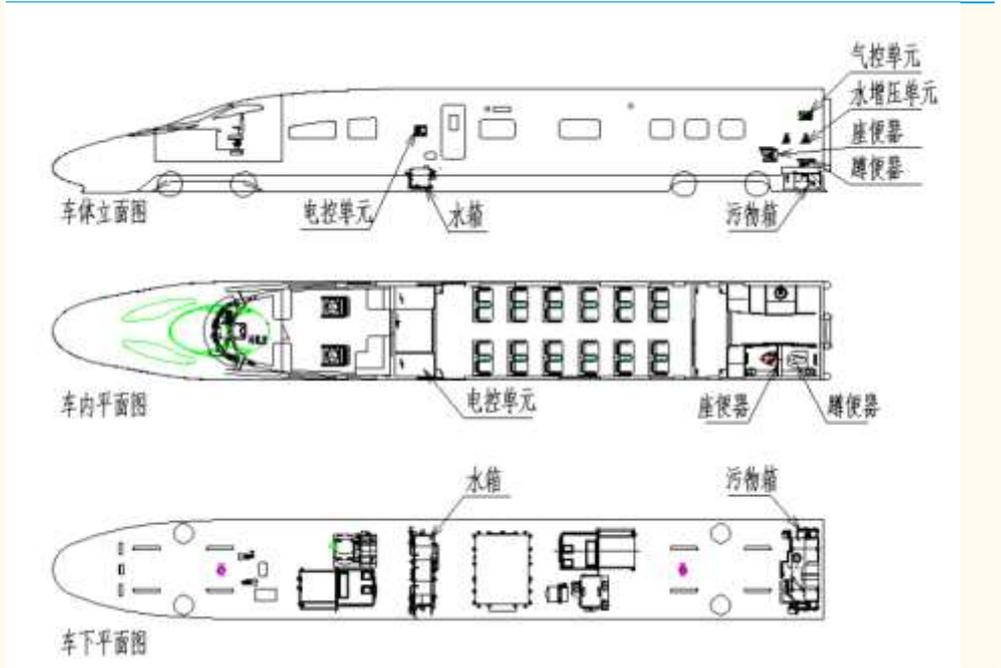
### 2.2.3 未来五年新增动车组 2.14 万辆，市场空间达百亿

- **2020 年我国动车保有量将达 3.9 万辆，未来五年新增 2.14 万辆。**到 2020 年高铁运营里程将达 3 万公里，“十三五”期间新增运营里程 1.1 万公里，同时由于客运量的高速增长带动动车加密的需求，预计 2020 年高铁车辆

平均密度将达 1.3 辆/公里，由此估计到 2020 年我国动车保有量将达 3.9 万辆，目前动车保有量仅为 1.76 万辆，未来五年新增 2.14 万辆，平均每年新增车辆 4300 辆左右。

- **给水卫生系统在高铁领域未来五年市场空间达百亿。**根据我们此前估计到 2020 年我国动车保有量将达 3.9 万辆，“十三五”期间平均每年新增车辆 4300 辆左右，假设 8 辆车为 1 列，每年新增动车组 537 列。一辆动车组平均配置 8 套给水卫生系统，平均一辆车配置一套。同时我们假设存量给水卫生系统大批量的更换周期在 10 年至 13 年，更换比率为 20%、20%、30% 和 30%。平均每套设备的单价在 38.75 万元左右，我们预计“十三五”期间给水卫生系统高铁领域的市场空间达到 100 亿元。

图表 21：高铁给水卫生系统布置图



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司产品占据一半市场，给水卫生系统未来五年收入可达 49.5 亿。**公司产品与中车四方高铁车辆绑定，高铁领域产品市场占有率达 50%。假设未来公司可继续同中车四方保持良好合作关系，未来五年给水卫生系统在高铁领域收入可达 49.5 亿元。

图表 22：给水卫生系统高铁领域市场空间及收入测算

	2016	2017	2018	2019	2020	合计
新增动车组市场	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	21,500
存量更换市场	0	193	516	1,136	2,179	4,024
合计	4,300	4,493	4,816	5,436	6,479	25,524
单价 (万元)	38.75	38.75	38.75	38.75	38.75	38.75
给水卫生系统高铁领域市场空间	166,625	174,096	186,620	210,637	251,061	989,040
给水卫生系统高铁领域收入预测	83,313	87,048	93,310	105,319	125,531	494,520

来源：国金证券研究所

## 2.3 普通列车便器改造和其他领域市场提供成长性

### 2.3.1 普通列车市场空间大，存量普通列车便器改造可大幅增厚公司业绩

- **新增普通列车已逐步改用集便器，存量列车直排式改造是大趋势。**我国的普通铁路客车在最初均采用直排式便器，此类产品具有成本低、安装维护

简便等优点，但对环境会造成较大污染。而在西方国家，列车集便器早已广泛使用，目前大部分 25T 和 25G 型列车均采用真空集便器。随着环保要求的越发严格，存量普通列车的直排式便器必定会被全部替换。

- **未来五年普通列车增量市场达 72 亿。**普通列车给水卫生系统市场分为两部分，一是新增市场，二是存量改造市场。我们假设新增列车均采用真空集便器，“十二五”期间普通列车增量为 1.5 万辆，预计“十三五”期间普通列车增量同“十二五”期间略有下降，能够达到 1.2 万辆左右。如果列车均采用最先进的真空集便器系统，真空集便器系统一套设备价格约 30 万，一辆列车需要两套集便器，未来五年新增普通列车给水卫生系统的市场空间有 72 亿元。
- **普通列车便器改造更换市场空间广阔。**普通列车便器改造更换市场方面，总体而言，普通列车直排式便器使用率在 60% 左右。截至 2015 年底，普通列车保有量达到 6.5 万辆，采用直排式的普通列车达到 3.9 万辆，预计普通列车便器改造更换市场将到达 234 亿元。
- **若大规模开始便器改造可大幅增厚公司业绩。**我们假设大规模的便器改造需 10 年完成，不考虑老旧列车的淘汰问题，每年更替比例为 10%，即每年的市场空间为 23.4 亿元。市场上主要为铁路列车生产给水卫生系统的厂商有四家，假设公司可以取得 25% 的市占率，每年将增加收入 5.85 亿元，按照历史数据净利率能够达 20%，每年将实现净利润 1.17 亿。若改造只需 5 年完成，每年实现净利可达 2.34 亿元。

图表 23：公司主要竞争对手

公司名称	公司简介
无锡市万里实业发展有限公司	主要从事高速铁路 动车组配件生产，主要产品包括真空集便系统、箱体、管件等。该公司是德国 EVAC 公司真空集便系统技术在中国的技术转让方
青岛威奥轨道（集团）有限公司	创建于 1992 年，是一家为高速列车及城际列车提供模块化产品与零部件的专业化集团公司。该公司主营轨道交通车辆配套相关产品，产品包括卫生间及真空集便系统模块。该公司现为中国北车、西门子等列车制造商的供应商之一，并在全国多个城市和欧洲 设立售后服务网点。
山东华腾环保科技有限公司	公司是一家集高科技研发生产、工程施工、技术服务一体化的综合性环保企业，是中国铁道部投资建立的密闭式集便系统研发生产基地。该公司在轨道交通装备领域的产品主要为旅客车集便器，应用于 25G 型高速列车等车型

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：便器改造可增厚公司业绩

完成时间	整体市场空间（亿）	平均每年市场空间	年均收入	年均净利
5 年	234	46.80	11.70	2.34
6 年	234	39.00	9.75	1.95
7 年	234	33.43	8.36	1.67
8 年	234	29.25	7.31	1.46
9 年	234	26.00	6.50	1.30
10 年	234	23.40	5.85	1.17

来源：国金证券研究所

### 2.3.2 其他领域仍有较大应用空间，是产品拓展的潜在市场。

- 真空集便器不仅在铁路市场上应用广泛，在飞机、游轮等领域也是真空集便器的主要应用市场。随着水资源的逐步减少、环保要求的逐步升级和人们环保意识的提升，具有节水环保优势的真空集便器的应用范围将越发广泛，如大型野外作业领域、建筑的真空排水系统、城市移动卫生间等等具有节水需求的领域，是公司产品拓展的潜在市场。

图表 25：真空集便器应用于游轮



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 26：真空集便器应用于移动卫生设施



来源：公开资料、国金证券研究所

### 3、备用电源系统：城轨高速发展带动业绩提升

- 备用电源系统是公司产品的重要产品，产品主要应用于高铁列车和城市轨道交通列车，备用电源系统业务收入占公司总收入的 20%。

#### 3.1 蓄电池主要提供应急电源，CRCC 认证是公司产品的核心优势。

- 蓄电池是动车组在应急情况下提供电力的来源。动车组辅助蓄电池组的主要功能是车辆在接触网电压确实或者变流器故障等情况下，作为应急备用电源向车内负载，为列车提供内部紧急照明、外部照明、紧急通风、车载安全设备、广播、通讯系统等设备工作所需的电力。

图表 27：蓄电池主要特性

序号	蓄电池特性
1	重量轻，适应动车组轻量化设计理念，实现车辆运行的高安全性和低能耗；
2	温度是硬性宽广，能够在-40~60 度的温度下稳定工作
3	长寿命，电池的寿命长，降低电池更换工作量和运营成本；
4	安全性好，电池的安全性高，能有效地保障车辆运行的安全；
5	功率特性好，可满足动车组大电流充放电的需要；
6	能够适应动车组行驶时的震动，自放电低，不污染环境，无记忆效应。

来源：《钛酸锂电池在动车组上的应用研究》、国金证券研究所

- 现有的蓄电池主要包括铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池等。目前动车组主要使用的有两大类：一类是铅酸电池，另一类是碱性镍镉电池。长期以来，铅酸电池以其工艺成熟、性能稳定和售价低等优点得到广泛应用。但由于其重量和体积大、充电时间长及寿命短，铅酸电池难以满足现代动车组高效运营的要求。镍镉电池具有大电流放电特性好，耐过充放能力强，维护简单等优点，在动车组和城市轨道交通车辆上得到了广泛的应用。
- 公司产品技术源自日本。公司自 2005 年开始引进古河电池株式会社的电源技术，备用电源产品主要包括镉镍碱性蓄电池组、蓄电池箱（含系统控制部件），主要运用于 CRH2 所有动车组车型、CRH3 型 380BL 动车及高寒车，并广泛运用于北京、广州、沈阳、成都、深圳、天津等地的城轨地铁线路。

图表 28：备用电源系统产品示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 具有 CRCC 认证资质是公司产品的核心优势。CRCC 资格在铁路装备市场上具有重要影响力，通过 CRCC 认证的产品在产品安全性和可靠性上具有保障，整车厂一般会优先选择具有其认证的公司的产品。目前市场上仅有

五家企业具有动车组蓄电池的 CRCC 认证资格，且亚通达是通过认证设备产品最多的公司，能够为客户提供多种产品的选择。

图表 29：动车蓄电池 CRCC 认证公司

企业	认证规则名称	认证单元	规格型号
青岛亚通达铁路设备有限公司	动车组蓄电池	动车组蓄电池（镉镍碱性）	6GNFG100（6M100B）ADC70/105-000、6GNFG105（6M105B）ADC70/105-000、6GNFG30（6M30A）ADC20/60-000、6GNFG60（6M60A）ADC20/60-000、6GNFG80（6M80B）ADC70/105-000、GNFG120（LPH120A）ADC120/200-000、GNFG140（LPH140A）ADC120/200-000、GNFG160（LPH160A）ADC120/200-000、GNFG180（LPH180A）ADC120/200-000、GNFG200（LPH200A）ADC120/200-000
荷贝克电源系统（上海）有限公司	动车组蓄电池	动车组蓄电池（镉镍碱性）	镍镉蓄电池 HOPPECKE FNC(A) 35~265 HR(2,3)（160, 165Ah）、镍镉蓄电池 HOPPECKE FNC(A) 40~490 MR(2,3,4)（200, 260, 450Ah）
帅福得（珠海保税区）电池有限公司	动车组蓄电池	动车组蓄电池（镉镍碱性）	MRX100—400（-2 至-5）、MSX100—400（-2 至-5）
河南新太行电源股份有限公司	动车组蓄电池	动车组蓄电池（镉镍碱性）	DMH160
四川长虹电源有限责任公司	动车组蓄电池	动车组蓄电池（镉镍碱性）	DMH160

来源：中铁检验认证中心、国金证券研究所

### 3.2 备用电源系统将受益于城市轨道交通的高速发展

- 公司的备用电源系统目前主要配套中车四方制造的高铁列车和城市轨道交通列车，收入受中车四方当年的高铁列车和城轨列车交付量影响较大，产品在高铁领域市占率达 50%，在城市轨道交通领域约为 25%，未来高铁领域发展稳定，而城市轨道交通进入高速发展期，公司将受益于城市轨道交通的高速发展而实现业绩增长。

#### 3.2.1 城轨建设初具规模，发展空间仍然较大

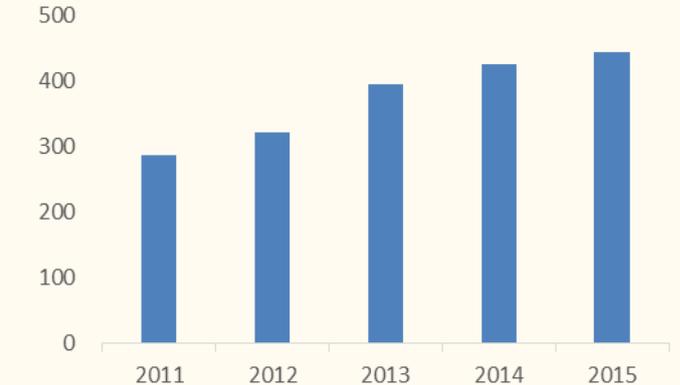
- 2015 年底运营里程已达 3618 公里。截止 2015 年 12 月 31 日，中国共有 25 座城市开通运营轨道交通线路，运营里程达 3618 公里，车站 2257 座，其中地铁运营里程达到 2658 公里。2015 年中国城市轨道交通新增运营 445 公里，其中青岛、南昌、淮安为首条线路开通运营。

图表 30：全国城轨运营里程



来源：城市轨道交通协会、国金证券研究所

图表 31：全国城轨新增运营里程 (公里)

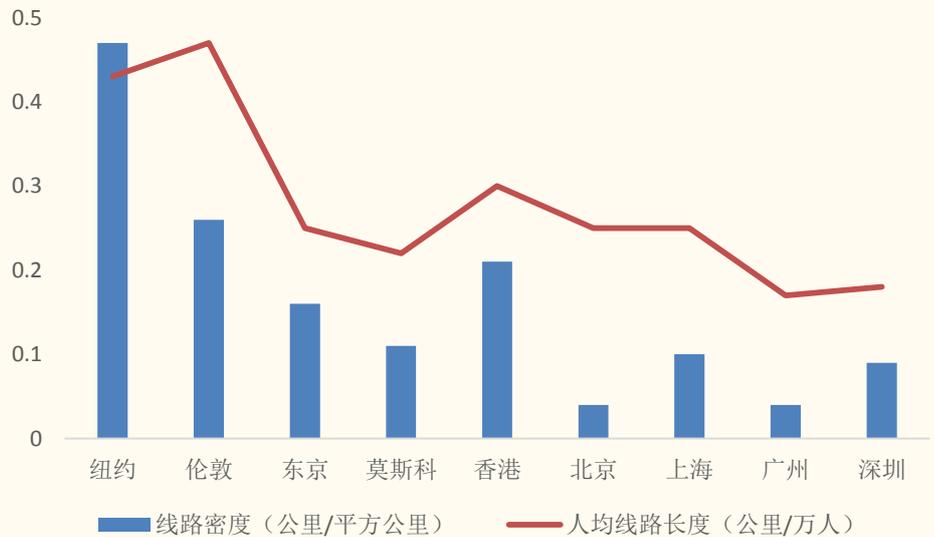


来源：城市轨道交通协会、国金证券研究所

- 城轨发展空间很大，各方面指标和发达国家差距较大。从地铁密度的角度看，我国和发达国家城市仍有很大差距，纽约、伦敦和香港的密度较高，在大陆地区地铁密度最高的城市是上海。在人均里程方面，2015 年人均拥

有量北京、上海为 0.255 km/万人和 0.243km/万人，而以伦敦、纽约等为代表的欧美主要城市约为 0.4-0.5km/万人之间。

图表 32：主要城市城市轨道交通密度



来源：world metro data、国金证券研究所

### 3.2.2 政策支持力度前所未有，投资规模远超“十二五”

- 《三年行动计划》发布，城轨投资规模远超“十二五”。5月发布了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共303个项目，涉及项目总投资约4.7万亿元，三年分别为2.1万亿、1.3万亿、1.3万亿。
- 根据计划，2016-2018年将重点推进103个项目，新建城市轨道交通2385公里，投资金额1.65万亿，分年推进新建路线分别为55、33、19条，新建里程目标1274、695、416公里，投资金额9198、4805和2576亿元。“十二五”期间，我国城市轨道交通投资额达到1.16万亿元，年均投资额2300亿元，2016-2018投资金额1.65万亿，年均投资额达5500亿，远超“十二五”期间投资规模。
- 门槛下调将刺激更多城轨建设需求。《经济参考报》记者从权威人士处获悉，可建设城市轨道交通的城市范围或将扩大。其中，对申报发展城市轨道交通的城市人口要求，将从城区人口达300万人以上，下调至城区人口达150万人以上，人口门槛下调后，更多地级市可以纳入建设体系，预计可再增加万亿级别的投资规模。

### 3.2.3 “十三五”期间将新增城轨车辆4.4万辆，预计公司实现收入21亿

- 到2020年通车里程将达8000公里。根据智研咨询的报告，2011-2013年二三线城市集中批复和开建了大批地铁项目，按照4年左右的建设期推算，未来2年将是城轨在建项目的集中开通高峰期。按项目拆分逐个统计，预测2016/2017年城轨新通车里程有望达到760/1022公里，两年的同比增速分别高达62%和35%。2016年同样也是地铁规划开工的高峰期，2020年将迎来另一个通车高峰，预计到2020年通车里程将超过8000公里。

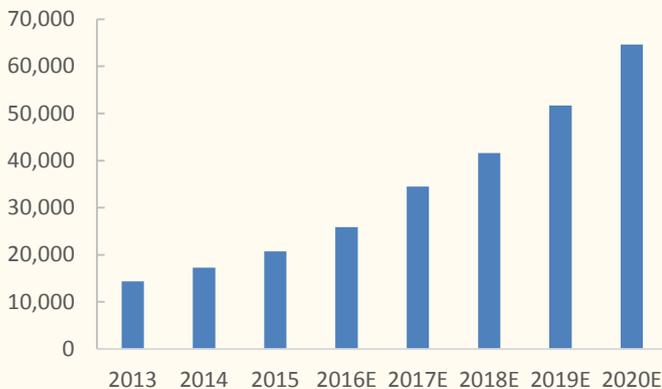
图表 33：城市轨道交通通车里程预测



来源：智研咨询、国金证券研究所

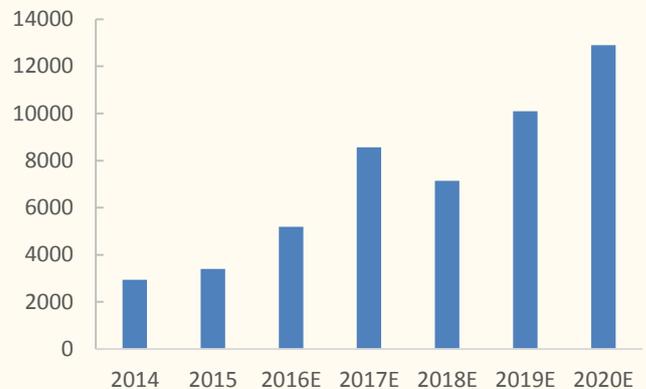
- “十三五”期间将新增城轨车辆 4.4 万辆，是高铁市场的 1.7 倍。城轨通车里程的高速增长，将带动城市轨道交通车辆保有量的大幅提高。而目前国内地铁发车频次还较低，车辆密度远低于国外发达国家水平，2015 年全国在运营地铁里程的车辆密度大约为 6.15 辆/公里，而发达国家城市的均值在 12 辆/公里左右，我们预计到 2020 年我国城轨车辆密度将达 7.9 辆/公里。预计到 2020 年城轨车辆保有量将达到 6.5 万辆，“十三五”期间新增车辆 4.4 万辆，年均每年到 8080 辆，是高铁市场的 1.7 倍。

图表 34：城轨车辆保有量预测 (辆)



来源：国金证券研究所

图表 35：新增运营列车数预测 (辆)



来源：国金证券研究所

- 未来五年高铁+地铁市场空间达 58 亿。根据之前的预测，“十三五”期间动车组新增达 2.5 万辆，城轨车辆新增达 4.4 万辆，合计增量达 6.9 万辆，备用电源系统未来五年市场空间达 58 亿元。
- 城轨领域市占率 25%，仍有提升空间。公司产品同是配套中车四方生产的城轨列车，从历史数据来看，2014 年备用电源系统配套销量 110 列，当年原南车的城轨列车交付量为 224 列，占原南车销量的 49%。从城轨车辆供应商的市场份额来看，南车生产的城轨列车市占率约为 50%，因此我们判断公司备用电源系统市占率约为 25%。
- 目前市场上生产城轨车辆的供应商有六家，包括五家中国中车的子公司和北京地铁车辆装备有限公司，中车旗下公司分别是原中国南车旗下的南京浦镇、株洲电力机车、青岛四方，以及原中国北车旗下的唐山机车、长春轨道客车。公司在持续的经营过程中，保持了同原南车旗下的青岛四方良

好的合作关系，为公司在原南车系统内拓展产品市场提供可能，我们判断公司市占率将有小幅提升空间，到 2020 年公司产品市占率有可能提高至 30%

- 预计未来五年在备用电源系统方面公司可实现收入 21 亿元。备用电源系统在高铁领域市占率达到 50%，市场地位稳固，未来五年将维持稳定。在城市轨道交通领域市占率约为 25%，预计到 2020 年提高至 30%。预计未来五年在备用电源系统方面公司可实现收入 21 亿元，综合市场占有率达 36.21%。

图表 36：公司备用电源收入预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020	合计
<b>高铁领域</b>						
动车组需求量	4,300	4,493	4,816	5,436	6,479	25,524
单价(万元)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
备用电源系统高铁领域市场空间	36,120	37,741	40,454	45,662	54,424	214,402
市场占有率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
备用电源高铁领域收入预测	18,060	18,871	20,227	22,831	27,212	107,201
<b>城市轨道交通领域</b>						
城市轨道交通车辆需求量	5,192	8,568	7,146	10,097	12,893	43,896
单价(万元)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
备用电源系统城轨领域市场空间	43,616	71,971	60,030	84,812	108,300	368,729
市场占有率	25%	26%	28%	28%	30%	50%
备用电源城轨领域收入预测	10,904	18,713	16,808	23,747	32,490	102,662
<b>公司备用电源收入预测</b>	<b>28,964</b>	<b>37,583</b>	<b>37,036</b>	<b>46,579</b>	<b>59,702</b>	<b>209,863</b>

来源：国金证券研究所

#### 4、制动闸片是重要看点，检测维修业务后劲十足

- 制动闸片和检测维修业务都是公司的非主要业务，占比相对很低，分别达到 1%和 6%。动车组制动闸片属于耗材，每年动车组需定期更换，随着动车组存量的继续增长，闸片市场空间将持续扩大。公司闸片产品技术源自日本，目前仅能配套 CRH2 车型，市占率低，进口替代是必然趋势，闸片业务是公司发展重要看点；公司的检测维修业务是针对出售产品的维修，主要包括给水卫生系统和备用电源系统，业绩未来将随着产品存量的提升而增长。

##### 4.1 制动闸片进口替代空间大，是公司发展的重要看点

- 制动闸片是制动系统的关键部件。制动系统作为动车组的关键系统，其安全性、稳定性和经济性是制动系统制造商、维修厂等各个相关部门关注的焦点。制动闸片是制动系统的关键部件，它在动车组制动时的高温环境和强大外力作用下发生的摩擦过程会对其自身造成一定的磨损，当磨损量达到一定的程度时需要进行更换以保障制动系统的正常运转。

图表 37：高铁制动闸片 1



来源：公开网站、国金证券研究所

图表 38：高铁制动闸片 2



来源：公开网站、国金证券研究所

- 每年制动闸片市场空间将近百亿。闸片属于耗材产品，每年动车组都需定期更换，市场空间广阔。我们对闸片的市场空间进行简略的测算，截至 2015 年，我国动车组保有量达 1.76 万辆，平均每辆车需用闸片 20 组，保守估计每辆车每年更换 2 次闸片，闸片的平均价格为 6000 元/组，粗略估计出目前闸片市场空间为 42.24 亿元。到 2020 年预计动车组保有量将达 3.9 万辆，届时闸片每年市场空间可达 93.6 亿元。
- 核心材料依赖进口，技术壁垒极高。高铁列车刹车闸片对技术和稳定性均有着非常高的要求，粉末冶金刹车材料的是制动闸片的核心材料，而目前国内尚无法生产出可靠的粉末冶金材料，技术壁垒极高，该材料只能依赖进口。
- 制动闸片市场被外资占据，进口替代空间大。德国克诺尔、日本川崎和美国西屋是世界上生产制动闸片的主要厂商，其中克诺尔是高铁闸片市场上的龙头，2012 年前在我国市占率达 100%，目前市占率虽然有下滑，但也达到了 80%，在市场上具有统治地位。随着我国闸片技术的进步和国家对高铁国产化的扶持，预计未来闸片进口替代的速度将会加快，进口替代的空间较大。
- 公司产品获 CRCC 认证，是少数已实现供货的厂家之一。亚通达设备 2005 年从曙制动工业株式会社引进了制动闸片的生产技术，是国内最早获得铁总 CRCC 认证的公司之一，技术实力雄厚。虽然目前通过 CRCC 认证的公司已达 11 家，但已经实现给高铁动车组供货的公司却很少，仅有天宜上佳、浦然和亚通达等少数几家厂商，可以说公司的制动闸片在国内公司中处于竞争的前列。

**图表 39：制动闸片 CRCC 认证清单**

企业	认证规则名称	认证产品
青岛亚通达铁路设备有限公司	动车组闸片	200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾非通用型); 300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(燕尾非通用型)
克诺尔车辆设备(苏州)有限公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型); 200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)
北京浦然轨道交通科技有限公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型); 200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型); 200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)
北京天宜上佳新材料股份有限公司	动车组闸片	200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(非燕尾型); 300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型); 200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型);
常州中车铁马科技实业有限公司	动车组闸片	200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾非通用型); 200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型)
博深工具股份有限公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)
北京瑞斯福高新科技股份有限公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)
法维莱交通设备科技(北京)有限公司	动车组闸片	200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型)
湖南博科瑞新材料有限责任公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)
吉林东邦制动技术有限公司	动车组闸片	200-250 km/h 动车组粉末冶金闸片(燕尾通用型)
中车威墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	动车组闸片	300-350 km/h 及以上动车组粉末冶金闸片(非燕尾型)

来源：中铁检验认证中心、国金证券研究所

- **未来或可占据一定市场份额，是公司重要看点。**制动闸片市场空间及其广阔，且动车组闸片实现国产化是必然趋势。虽然目前亚通达设备制动闸片业务仅向 CRH2 的 200 列动车组供货，市场占有率很低，但公司是国内在制动闸片领域探索的领先者。未来或可在制动闸片的市场上占有一定的份额，是公司发展的重要看点。

#### 4.2 产品存量带动检测维修业务成长

- **车辆存量巨大推动检测维修需求。**我国从 2006 年开始生产动车组，2015 年底即保有量即达到 1.76 万辆，年复合增速超过 40%，估计到 2020 年我国动车保有量将达 3.9 万辆，“十三五”期间 CAGR 为 17.25%，巨大的保有量将推动运维检测后市场的需求崛起。
- **车辆将进入高级修，推动维修检测需求崛起。**我国动车组保有量 2008 年以后才开始高速增长，近几年大部分车辆将陆续进入维修保养周期。铁路总公司制定了动车组的检修标准，共分为五级，不同车型不同级别的检修费用标准略有不同，级别越高维修的费用越高。2010-2013 年是我国动车组采购量高达 7736 辆，根据我们的测算，大部分动车组会在投运的 2-3 年后进入三级修，3-5 年后进入四级修，预计 2016-2018 年动车将进入三级以上维保集中期，且维保需求随着保有量的提升呈不断上升趋势。

图表 40：动车组运用维修规程

检修级别	检修类型	检修内容	检查周期					
			CRH1 型	CRH2 型	CRH3 型	CRH5A 型	CRH380A 型	CRH380B 型
一级检修	运用检查	车轮、踏面、轴箱、基础制动装置配件；螺栓、连接件、开口销、车辆间联结状态、列车制动机试验；转向架、制动、车钩、动力传动部分	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h
二级检修	运用检查	牵引电机内外部、辅助电机、牵引变压器、主变换装置（逆变器）、密接式车钩、转向架及轮箱、制动装置、电机悬挂装置、轴箱轴承、油压减震器、受电弓不解体检修	15 天	30000km/30 天	20000km	60000km	1.5-30 万 km/15-360 天	2-80 万 km
三级检修	定期检查	除进行一级检修的外观检查和二级检修中主要部件的检查外，重点对转向架主要部件进行集体检查；受电弓不解体检查	120 万 km	45 万 km	120 万 km	120 万 km	60 万 km	120 万 km
四级检修	定期检查	焊缝、牵引电机、辅助电机、主变换装置（逆变器）、密接式车钩、传动齿轮和齿轮箱、油压减震器、轮对全轴、轮缘、踏面碾堆、轴颈、弹簧装置、制动装置、轴箱、轴承、对受电弓进行解体检查	240 万 km	90 万 km	240 万 km	240 万 km	120 万 km	240 万 km
五级检修	定期检查	更换整个转向架及轮对、齿轮传动系统、制动部件、 <b>蓄电池</b> ；更换牵引电动机、主开关和电路设备，以及主变压器；对受电弓进行彻底解体检查	480 万 km	180 万 km	480 万 km	480 万 km	240 万 km	480 万 km

来源：《铁路动车组运用维修规程》、国金证券研究所

- **产品驱动因素略有不同，存量提升推动业绩成长。**公司的检测维修业务是针对出售产品的维修，主要包括给水卫生系统和备用电源系统。两种产品检修收入的驱动因素略有不同，给水卫生系统不受动车组集中维修的限制，只要设备出现故障或者被人为破坏即需提供检修和更换配件服务，因此只要公司产品售出，即有可能产生检修收入。相比给水卫生系统的检修业务，备用电源系统检修具有延时性，产品在出售后五年，即动车组进入高级修周期，才可能产生相关收入。随着公司产品在市场上的存量提升，可带动检修业务收入的持续增长。

## 5、管理层在产业和资本市场有丰富经验，公司可对标神州高铁

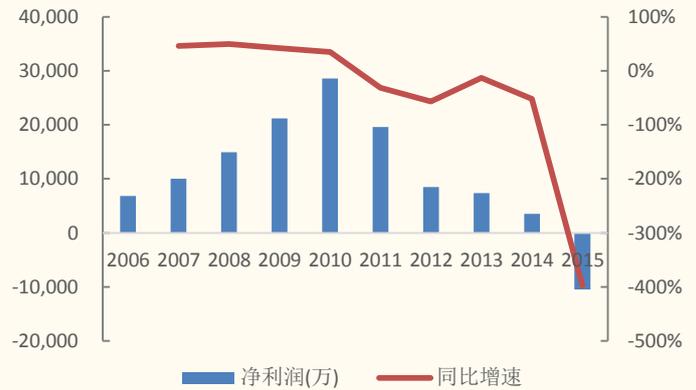
### 5.1 管理层在产业和资本市场有丰富经验

- **第二大股东是中国自动化集团创始人。**公司第二大股东，曾经是香港通达的实际控制人的宣瑞国先生（拉萨经济技术开发区泰通投资合伙企业）是中国自动化集团的创始人，执行董事兼董事长。
- **中国自动化集团是石化安全控制和调节阀领域的龙头。**中国自动化于 1999 年成立，2007 年在香港主板上市，代码 HK00569。主营业务涉及石油及铁路工业，是中国石化安全控制系统的最大供应商，国内最大的调节阀制造商。多年经营，形成了身后的客户基础，与中国石化、中国石油、中国中煤能源及神华集团等企业保持良好而长久的合作关系。在 2015 年实现总收入 16.4 亿，石化部分收入达 14.5 亿，铁路部分收入达 1.9 亿。

图表 41：中国自动化收入情况



图表 42：中国自动化净利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- **四年完成三家公司并购，在资本市场上有丰富经验。**中国自动化 2007 年全年收入仅 4 亿元，从 2007 年 12 月开始，公司以现金收购股权的方式，分几次分别收购了北京交大微联、吴忠仪表和南京华士电气等公司，获得公司控制权。通过内生发展和持续的并购，在五年内，公司收入规模从 2007 年上市时的 4 亿元快速提高至 22 亿元，管理层的在资本市场上有丰富经验。

图表 43：中国自动化资本运作过程

收购日期	本次交易对价(亿)	本次收购(出售)股权比例	累计持有股权比例
<b>北京交大微联</b>			
2007/12/28	1.92	46.97%	46.97%
2008/6/11	0.41	11.04%	58.01%
2008/8/14	0.70	18.69%	76.70%
2015/3/25(出售)	8.11	76.70%	0%
<b>吴忠仪表</b>			
2011/1/25	1.00	25.00%	50.00%
2011/5/24	0.98	30.00%	80.00%
2012/9/18	0.66	20.00%	100.00%
<b>南京华士</b>			
2011/7/8	1.13	48.00%	51.00%

来源：中国自动化公告、国金证券研究所

- **春晖有可能复制中国自动化发展道路。**外延式的并购是公司快速扩大规模的重要手段之一，公司管理层在运营中国自动化集团时积攒了丰富的经验，未来春晖股份有可能复制中国自动化的发展道路，开始走外延并购路线。

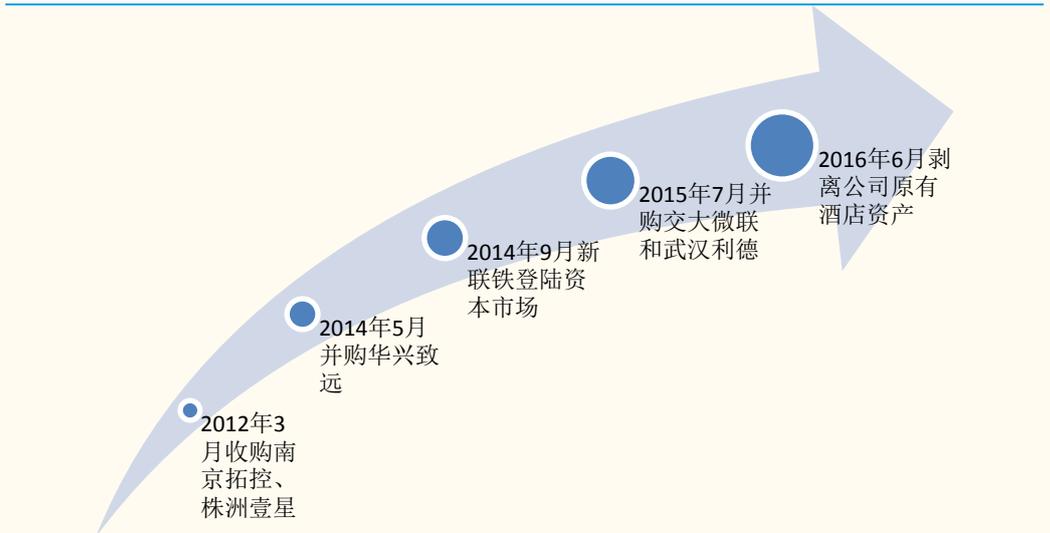
### 5.2 亏损资产剥离预期强

- 化纤资产同公司整体战略不相容，持续拖累公司业绩。公司目前的定位是一家专注于轨道交通领域的公司，公司原有的化纤资产已和管理层对公司的现有定位相去甚远，两种业务无法产生协同效应。同时公司化纤资产部分亏损严重，从目前的化纤行业景气度来看，扭亏的可能性很小。公司预告 2016 年中报净利润约 7000 万元，而香港通达在被收购时承诺 2016 年净利润为 3.9 亿，可见公司的化纤资产是公司业绩持续增长的负担。
- 公司持续缩减相关产能，未来有可能将其完全剥离。公司一直在进行对化纤产品进行战略收缩，因环保原因暂停部分生产线，逐步淘汰市场前景差、经济效益低的产品，公司未来有可能暂停更多化纤生产线，并将剩余资产在以最小损失的情况下实现剥离。

### 5.3 对标神州高铁，内生发展+外延并购实现公司高速发展

- 神州高铁是通过外延并购快速扩张的典型。神州高铁的主要管理团队前身是新联铁，新联铁成立于 1997 年，从 2012 年 3 月开启并购之路，先后收购南京拓控、株洲壹星和华兴致远后于 2014 年 9 月登录资本市场。之后在 2015 年 7 月收购交大微联和武汉利德，初步完成了公司的业务布局。在短短三年间，公司从装备系统制造商逐步发展成为轨道交通运营安全、维护领域的系统化解决方案和综合数据服务提供商，打造成轨道交通运营维护服务领域的龙头企业，收入规模从 2012 年的 3.53 亿增长至 2015 年的 16 亿元。

图表 44：神州高铁并购之路



来源：神州高铁公告、国金证券研究所

- 神州高铁估值水平在轨道交通装备领域较高。截至 9 月 26 日收盘，神州高铁股价 9.22 元，目前市值达到 254 亿，2016 年 PE 为 54 倍，相比于其他轨道交通领域的标的，神州高铁的估值始终是很高的。其业务的高速发展预期和持续不断的外延并购预期为公司提供估值的支撑。

图表 45：轨交装备领域标的估值对照表

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS			PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
神州高铁	254.26	9.22	0.17	0.23	0.30	54.24	40.09	30.73
春晖股份	145.21	9.10	0.18	0.26	0.32	50.56	35.00	28.44
*康尼机电	104.04	14.09	0.33	0.43	0.54	42.22	32.40	26.12
*永贵电器	101.19	26.31	0.54	0.72	0.96	48.68	36.48	27.49
鼎汉技术	102.00	19.27	0.58	0.71	1.01	33.22	27.14	19.08

来源：Wind、国金证券研究所 备注：公司股价为 2016 年 9 月 26 日收盘价，标\*的标的均采用 wind 一致预测

图表 46：神州高铁股价走势图



来源：Wind、国金证券研究所

- **行业特性决定并购是实现规模扩张的有效手段。**轨道交通行业技术门槛较高，轨道交通的建设涉及国计民生，其安全性和稳定性是第一位；新产品应用的周期很长，新产品往往需要通过长时间的测试和实际使用后才会被多方所认可，经过多方了解，这个时间段至少需要三年；整体产业链的进入壁垒较高，行业内竞争格局基本稳定，并购成为公司实现公司规模快速扩大的一条捷径。
- **实现产业整合，发挥协同效应助力公司快速成长。**一条轨道交通线路从建设到运营，产业链大致分为 5 个部分，包括土建工程、车站建设、轨道铺设、车辆设备制造和后期运营维护，每个部分的细分行业更多，每个公司仅能在一到两个子行业内占有一定份额。企业并购标的后，可实现产业整合，发挥协同效应助力公司成长。首先可以共享客户资源，有利于开拓公司产品市场份额；其次公司可实现生产能力整合，实现规模效应，建立统一生产基地，降低单位生产成本；公司规模扩大同样也能够提高对上游供应商的议价能力，有利于降低公司成本。

图表 47：轨道交通产业链解析

产品类别	产品名称	主要供应商
土建工程	隧道建设、盾构机	隧道股份、天业通联、厦工股份、中铁二局
轨道工程	铁轨、紧固件	鞍钢股份、包钢股份、晋亿实业
车站建设	通风系统	金盾股份、盾安环境、上风高科
	屏蔽门系统	方大集团、鼎汉技术、康尼机电、法维莱、柯诺尔、上海嘉城
	地面电源	鼎汉技术、国电南瑞
	自动售票、检票	众合科技、广电运通、中国软件、南京熊猫
车辆装备	整车	中国中车、新筑股份、利源精制
	制动系统	华伍股份、海泰制动、柯诺尔
	牵引控制系统	时代电气、汇川技术、英威腾、ABB
	刹车片	博深工具、北京浦然、柯诺尔、华伍股份、春晖股份

运营维护	门系统	康尼机电、上海法维莱、北京博得
	连接器	永贵电器、沈阳兴华、四川华丰、深圳业成
	车载电源	鼎汉技术、时代电气
	电缆	鼎汉技术、耐克森
	空调	鼎汉技术、松芝股份、石家庄国祥、金鑫美莱克、江苏新誉
	信号系统	中国通号、众合科技、时代电气、北京交控、泰雷兹、西门子
	车辆识别系统	远望谷
	综合监控系统	同方股份、世纪瑞尔、赛为智能
	机电设备监控系统	达实智能
	检测	神州高铁、凯发电气
	维保	申通地铁、中国中车、中国通号

来源：国金证券研究所

- **内生发展+外延并购实现公司高速发展。**公司管理层具有丰富的资本运作经验和较强产业整合能力，香港通达在拥有上市公司融资平台之后，有望通过各种融资渠道获取低成本的资金去选择既有技术优势又具有良好业绩的标的公司，实现外延并购和产业扩张。依靠内生发展+外延收购扩张的模式有望使公司实现高速发展。值得注意的是，2015年1月22日春晖股份完成并购亚通达的资产交割，并承诺未来一年时间不进行重大资产重组，公司有可能通过现金在体外进行相关的并购活动。
- **股权更集中，利于公司长远发展。**神州高铁持股最高的文炳荣和其一致行动人深圳市宝安宝利来实业有限公司共持有17.88%股份，十大股东股份占比合计47.09%，股权结构过于分散，在公司进行重大经营决策时可能会带来一定风险。且在十大股东中有六位自然人，机构投资者较少。
- **对比神州高铁，公司持股比例集中，春晖股份十大股东合计持有公司70.72%的股份，其中仅有一位自然人股东，股权集中有利于使股东同核心管理团队经营理念趋于一致性，提高公司经营决策的效率。通过定增并购香港通达时，公司大股东承诺3年不转让股权，凸显出股东对公司未来发展的坚定信心。**

## 6、盈利预测及估值

### 6.1 关键假设

**假设 1:** “十三五”期间我国铁路实际投资额有望保持在 8000 亿/年的高位，到 2020 年高铁里程达 3 万公里，车辆平均密度达 1.3 辆/公里，动车保有量达 3.9 万辆，平均每年新增车辆 4300 辆左右。

**假设 2:** 城市轨道交通到 2020 年通车里程将达 8000 公里，城轨车辆保有量将达到 6.5 万辆，“十三五”期间新增车辆 4.4 万辆。

**假设 3:** 除闸片外，公司产品在高铁领域市占率能够保持在 50%，备用电源系统在城轨领域市占率稳定在 25%，并逐步提升至 30%。

**假设 4:** 闸片业务目前仅能对 200 列 CRH2 的动车组进行耗材更换，市场空间拓展难度较大；维修检测业务受到列车进入集中维保期和产品存量的不断提升而较快增长。

**假设 5:** 化纤资产同公司整体战略不相容，2017 年公司将剥离此部分资产，将产生营业外支出大概 5000 万左右。

### 6.2 盈利预测及估值

预计 2016~2018 年公司实现收入 17.75 亿、17.97 亿和 19.30 亿，同比增长 167.90%、1.30%和 7.40%；毛利收入分别为 5.45 亿元、7.02 亿元、7.54 亿元；实现净利润 2.86 亿、4.20 亿和 5.04 亿，同比增长 1742.98%、46.82%和 20.00%，对应 EPS 为 0.18、0.26 和 0.32。

图表 48：春晖股份盈利预测

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>给水卫生系统</b>					
销售收入 (百万元)	692.76	587.20	889.40	1,012.80	1,136.69
增长率 (YOY)		-15.24%	51.46%	13.87%	12.23%
毛利率	40.51%	47.65%	43.00%	42.00%	42.00%
销售成本 (百万元)	412.12	307.40	506.96	587.42	659.28
增长率 (YOY)		-25.41%	64.92%	15.87%	12.23%
毛利 (百万元)	280.64	279.80	382.44	425.38	477.41
增长率 (YOY)		-0.30%	36.68%	11.23%	12.23%
<b>备用电源系统</b>					
销售收入 (百万元)	243.34	217.34	289.64	375.83	370.36
增长率 (YOY)		-10.69%	33.27%	29.76%	-1.46%
毛利率	22.38%	31.50%	28.00%	27.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	188.88	148.88	208.54	274.36	274.07
增长率 (YOY)		-21.18%	40.08%	31.56%	-0.11%
毛利 (百万元)	54.46	68.46	81.10	101.47	96.29
增长率 (YOY)		25.71%	18.46%	25.12%	-5.11%
<b>制动闸片</b>					
销售收入 (百万元)	9.16	38.76	9.00	47.60	11.20
增长率 (YOY)		322.93%	-76.78%	428.89%	-76.47%
毛利率	36.25%	53.58%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)	5.84	17.99	4.95	26.18	6.16
增长率 (YOY)		207.96%	-72.49%	428.89%	-76.47%
毛利 (百万元)	3.32	20.77	4.05	21.42	5.04
增长率 (YOY)		525.12%	-80.50%	428.89%	-76.47%
<b>检修服务</b>					
销售收入 (百万元)	68.98	61.92	73.00	89.15	106.98
增长率 (YOY)		-10.24%	17.89%	22.12%	20.00%

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率	43.06%	41.11%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本(百万元)	39.28	36.46	43.07	52.60	63.12
增长率(YOY)		-7.16%	18.11%	22.12%	20.00%
毛利(百万元)	29.70	25.46	29.93	36.55	43.86
增长率(YOY)		-14.30%	17.58%	22.12%	20.00%
<b>贸易配件业务</b>					
销售收入(百万元)	215.42	174.04	238.53	271.92	305.19
增长率(YOY)		-19.21%	37.05%	14.00%	12.23%
毛利率	38.00%	48.90%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本(百万元)	133.56	88.93	135.96	155.00	173.96
增长率(YOY)		-33.41%	52.88%	14.00%	12.23%
毛利(百万元)	81.86	85.11	102.57	116.93	131.23
增长率(YOY)		3.97%	20.52%	14.00%	12.23%
<b>化纤产品</b>					
销售收入(百万元)	1,046.38	622.71	275.54	0.00	0.00
增长率(YOY)		-40.49%	-55.75%	-100.00%	#DIV/0!
毛利率	-0.90%	6.74%	-20.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	1,055.80	580.74	330.65	0.00	0.00
增长率(YOY)		-45.00%	-43.06%	-100.00%	#DIV/0!
毛利(百万元)	-9.42	41.97	-55.11	0.00	0.00
增长率(YOY)		-545.67%	-231.30%	-100.00%	#DIV/0!
销售总收入(百万元)	2276.04	1701.97	1775.11	1797.30	1930.41
销售总成本(百万元)	1835.48	1180.41	1230.13	1095.56	1176.58
毛利(百万元)	440.56	521.56	544.98	701.75	753.83
平均毛利率	19.36%	30.64%	30.70%	39.04%	39.05%

来源: 国金证券研究所 备注: 2014年、2015年为备考数据

- 2016-2018年对应9月26日股价PE分别为51、34和28倍。公司质地优良,行业地位稳固,业绩确定性高。如不考虑亏损资产,当前的估值水平仅有32倍,具有很高的安全边际。同时公司对标神州高铁,具有较强的资产剥离和外延并购预期,我们给予公司“买入”评级。按照2017年公司实现业绩承诺4.5元估值,公司未来12个月目标价位15.5-16.9元,相当于2017年PE估值55-60倍。

图表 49: 相关标的估值对照表

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS			PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
春晖股份	145.21	9.10	0.18	0.26	0.32	50.56	35.00	28.44
*康尼机电	104.04	14.09	0.33	0.43	0.54	42.22	32.40	26.12
*永贵电器	101.19	26.31	0.54	0.72	0.96	48.68	36.48	27.49
神州高铁	254.26	9.22	0.17	0.23	0.30	54.24	40.09	30.73
鼎汉技术	102.00	19.27	0.58	0.71	1.01	33.22	27.14	19.08

来源: Wind、国金证券研究所 备注: 公司股价为2016年9月26日收盘价,标\*的标的均采用wind一致预测

## 7、风险提示

- 公司外延并购低于预期的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,233</b>	<b>1,046</b>	<b>663</b>	<b>1,775</b>	<b>1,797</b>	<b>1,930</b>	货币资金	101	122	197	432	810	1,086
增长率		-15.1%	-36.7%	167.9%	1.3%	7.4%	应收款项	150	51	46	468	446	529
主营业务成本	-1,254	-1,056	-618	-1,230	-1,096	-1,177	存货	140	94	92	270	240	290
%销售收入	101.8%	100.9%	93.3%	69.3%	61.0%	60.9%	其他流动资产	12	6	6	51	46	49
毛利	-22	-9	45	545	702	754	流动资产	404	272	341	1,221	1,542	1,954
%销售收入	n.a	n.a	6.7%	30.7%	39.0%	39.1%	%总资产	42.6%	39.5%	46.7%	27.8%	34.5%	40.1%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-19	-16	-17	长期投资	1	1	1	1	1	1
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	1.1%	0.9%	0.9%	固定资产	484	359	333	465	225	221
营业费用	-10	-12	-8	-29	-25	-27	%总资产	51.1%	52.1%	45.5%	10.6%	5.0%	4.5%
%销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.7%	1.4%	1.4%	无形资产	59	57	56	2,709	2,713	2,717
管理费用	-33	-74	-29	-155	-126	-133	非流动资产	544	417	389	3,177	2,932	2,923
%销售收入	2.7%	7.0%	4.4%	8.8%	7.0%	6.9%	%总资产	57.4%	60.5%	53.3%	72.2%	65.5%	59.9%
息税前利润 (EBIT)	-67	-98	6	342	535	576	<b>资产总计</b>	<b>948</b>	<b>689</b>	<b>730</b>	<b>4,398</b>	<b>4,474</b>	<b>4,877</b>
%销售收入	n.a	n.a	0.9%	19.3%	29.7%	29.9%	短期借款	251	111	206	227	0	0
财务费用	-24	-32	-24	-8	3	14	应付款项	249	303	275	246	221	238
%销售收入	1.9%	3.1%	3.6%	0.5%	-0.1%	-0.7%	其他流动负债	12	51	11	144	175	194
资产减值损失	-8	-84	0	-7	-3	-4	流动负债	512	465	491	617	396	432
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>512</b>	<b>465</b>	<b>491</b>	<b>617</b>	<b>396</b>	<b>432</b>
营业利润	-98	-214	-18	326	534	586	<b>普通股股东权益</b>	<b>434</b>	<b>223</b>	<b>238</b>	<b>3,780</b>	<b>4,077</b>	<b>4,445</b>
营业利润率	n.a	n.a	n.a	18.4%	29.7%	30.4%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
营业外收支	0	1	34	12	-34	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>948</b>	<b>689</b>	<b>730</b>	<b>4,398</b>	<b>4,474</b>	<b>4,877</b>
税前利润	-98	-212	15	338	500	601							
利润率	n.a	n.a	2.3%	19.1%	27.8%	31.1%	<b>比率分析</b>						
所得税	0	0	0	-51	-75	-90		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	n.a	n.a	0.1%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	-98	-212	15	287	425	511	每股收益	-0.167	-0.361	0.026	0.180	0.266	0.320
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股净资产	0.741	0.380	0.406	2.369	2.555	2.785
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-98</b>	<b>-212</b>	<b>16</b>	<b>287</b>	<b>425</b>	<b>511</b>	每股经营现金净流	-0.193	0.212	0.124	-0.198	0.330	0.253
净利率	n.a	n.a	2.3%	16.2%	23.7%	26.5%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.060	0.080	0.090
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	-22.54%	-94.99%	6.52%	7.60%	10.43%	11.49%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	-10.34%	-30.73%	2.13%	6.54%	9.50%	10.47%
净利润	-98	-212	15	287	425	511	投入资本收益率	-9.69%	-29.14%	1.36%	7.25%	11.14%	11.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	52	127	29	37	24	19	主营业务收入增长率	-6.61%	-15.12%	-36.67%	167.85%	1.25%	7.41%
非经营收益	24	30	23	0	50	-6	EBIT 增长率	31.99%	46.57%	-106.21%	5544.89%	56.45%	7.79%
营运资金变动	-90	179	5	-640	28	-120	净利润增长率	N/A	116.11%	N/A	1750.40%	47.88%	20.18%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-113</b>	<b>124</b>	<b>73</b>	<b>-316</b>	<b>526</b>	<b>404</b>	总资产增长率	-11.50%	-27.31%	6.04%	502.13%	1.74%	9.01%
资本开支	6	27	1	-2,804	181	0	<b>资产管理能力</b>						
投资	10	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	5.3	6.5	10.7	75.0	70.0	80.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	43.8	40.4	55.0	80.0	80.0	90.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>1</b>	<b>-2,805</b>	<b>181</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	63.4	63.6	82.0	60.0	60.0	60.0
股权募资	2	0	0	3,350	0	0	固定资产周转天数	143.4	125.1	183.2	72.8	13.0	32.2
债权募资	24	-134	95	21	-227	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-23	-30	-29	-15	-103	-128	净负债/股东权益	34.41%	-4.83%	3.96%	-5.42%	-19.85%	-24.43%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>-164</b>	<b>67</b>	<b>3,356</b>	<b>-330</b>	<b>-128</b>	EBIT 利息保障倍数	-2.8	-3.0	0.3	41.3	-213.7	-40.5
<b>现金净流量</b>	<b>-95</b>	<b>-13</b>	<b>141</b>	<b>235</b>	<b>378</b>	<b>276</b>	资产负债率	53.99%	67.51%	67.26%	14.03%	8.85%	8.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD