

春晖股份 (000976.SZ)

铁路装备行业

评级：买入 维持评级

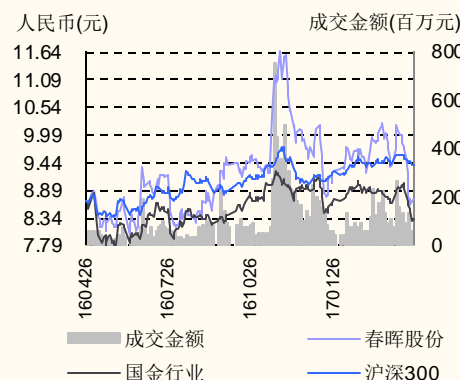
公司点评

市场价格 (人民币): 8.70 元
 目标价格 (人民币): 12.50-12.50 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)	13,882.41
年内股价最高最低(元)	11.66/8.00
沪深 300 指数	3440.97
深证成指	10165.22



相关报告

1. 《香港通达并表业绩大增，化纤业务回暖助全年增长-春晖股份 201...》，2016.10.28
2. 《业绩确定性强，内生发展+外延并购实现快速扩张-春晖股份公司深...》，2016.9.28

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

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

高铁技术平台搭建成型, 传统亏损业务有望剥离

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.026	0.020	0.252	0.288	0.333
每股净资产(元)	0.41	2.24	2.48	2.71	3.03
每股经营性现金流(元)	0.12	-0.00	0.30	0.29	0.35
市盈率(倍)	418.44	497.58	34.57	30.20	26.16
行业优化市盈率(倍)	62.98	56.34	51.43	51.43	51.43
净利润增长率(%)	N/A	101.49%	1182.95%	14.47%	15.46%
净资产收益率(%)	6.52%	0.88%	10.14%	10.63%	10.97%
总股本(百万股)	586.64	1,595.68	1,595.68	1,595.68	1,595.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2016 年公司实现营业收入 18.62 亿元, 同比增长 181.01%, 归属上市公司股东的净利润 3085 万元, 同比增长 98.63%, 扣非后的净利润 1445 万元, 同比增长 182.48%。

经营分析

- 收购香港通达完成业务转型, 并表完成业绩高速增长。2016 年公司非公开发行股份以 33 亿元收购香港通达 100% 股份, 其下包括青岛亚通达铁路设备、青岛亚通达铁路设备制造以及景航发展三家企业, 正式拓展业务范围至高铁路装备板块。2016 年 2 月 3 日将香港通达并表后, 至 2016 年底公司总资产为 45.05 亿元, 比上年同期增长 516.85%。香港通达于 2016 年度经审计的归属于母公司股东的净利润为 3.4 亿元, 扣非后的归属于母公司股东的净利润为 3.23 亿元, 小于盈利承诺金额计 6719 万元, 未完成比例为 17.23%, 主要由于上游客户采购招标工作出现延迟, 部分销售未能如期实现。
- 高铁行业稳步发展, 平台搭建初步成型。亚通达凭借自身对高铁行业及整车制造企业强大的需求认知能力、高水平的研发能力以及高标准的质量控制体系全方位的满足客户需求, 并且能够差异化的满足不同车型所需的给水卫生系统、备用电源系统和制动闸片。2016 年高铁产品实现营收 14.02 亿元, 占总收入比重达到 75.29%, 已经完全替代传统化纤产品的主营业务地位, 公司转型高铁板块基本完成。十三五期间铁路建设稳步推进, 年均投资规模约 8000 亿元, 今年动车组的招标已经陆续启动, 公司在高铁产业平台搭建初步成型, 未来将进一步加速对海内外高新技术产业的持续整合, 以实现国产化替代为目标拓展高铁市场。
- 持续缩减化纤产能, 传统业务可能完全剥离。化纤行业经过十多年的快速扩张, 产能过剩状况严重, 结构性矛盾突出, 行业竞争不断升级, 导致产品价格持续下跌, 涤纶行业已连续两年出现亏损。2016 年公司在该方面的经营业绩进一步下滑, 产品营收降至 4.54 亿元, 并对化纤资产计提约 1.7 亿减值损失, 对净利润造成较大影响。公司一直在进行对化纤产品进行战略收缩, 且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。

盈利预测

- 我们预计公司 2017~2019 年实现收入 19.3/21.1/22.1 亿元，同比增长 3.6%/9.3%/4.7%；归母净利润 4.02/4.6/5.3 亿元，同比增长 1183%/14.5%/15.5%；对应 EPS 分别为 0.25/0.29/0.33，对应 PE 分别为 35/30/26 倍。

投资建议

- 我们认为公司收购香港通达成功转型轨道交通领域，副董事长宣瑞国在高铁装备领域从业多年，具备较强的产业和资本市场运作经验；化纤资产业务未来预计将逐步剥离，对业绩拖累的影响逐步降低。我们维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 12.5 元。

风险提示

- 铁路建设投资不及预期，公司外延并购低于预期，化纤业务剥离进度缓慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,046	663	1,862	1,930	2,110	2,210
增长率		-36.7%	181.0%	3.6%	9.3%	4.7%
主营业务成本	-1,056	-618	-1,401	-1,255	-1,356	-1,356
%销售收入	100.9%	93.3%	75.2%	65.0%	64.3%	61.4%
毛利	-9	45	462	675	754	854
%销售收入	n.a	6.7%	24.8%	35.0%	35.7%	38.6%
营业税金及附加	-2	-2	-23	-19	-19	-20
%销售收入	0.2%	0.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	-12	-8	-24	-33	-35	-36
%销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-74	-29	-131	-135	-148	-155
%销售收入	7.0%	4.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	-98	6	283	488	552	643
%销售收入	n.a	0.9%	15.2%	25.3%	26.2%	29.1%
财务费用	-32	-24	-32	-27	4	10
%销售收入	3.1%	3.6%	1.7%	1.4%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-84	0	-178	-8	-35	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-214	-18	73	452	521	619
营业利润率	n.a	n.a	3.9%	23.4%	24.7%	28.0%
营业外收支	1	34	20	20	20	20
税前利润	-212	15	92	472	541	639
利润率	n.a	2.3%	5.0%	24.5%	25.6%	28.9%
所得税	0	0	-64	-71	-81	-109
所得税率	n.a	0.1%	68.7%	15.0%	15.0%	17.0%
净利润	-212	15	29	402	460	531
少数股东损益	-1	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	-212	16	31	402	460	531
净利率	n.a	2.3%	1.7%	20.8%	21.8%	24.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-212	15	28	402	460	531
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	127	29	218	35	64	64
非经营收益	30	23	36	5	-14	-14
营运资金变动	179	5	-288	43	-49	-26
经营活动现金净流	124	73	-5	485	461	555
资本开支	27	1	-11	-48	-50	-40
投资	0	0	-2,250	0	0	0
其他	0	0	-186	0	0	0
投资活动现金净流	27	1	-2,447	-48	-50	-40
股权募资	0	0	3,305	0	-79	0
债权募资	-134	95	115	-396	0	0
其他	-30	-29	-25	-36	-22	-22
筹资活动现金净流	-164	67	3,395	-431	-101	-22
现金净流量	-13	141	943	6	310	493

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	122	197	468	474	784	1,277
应收款项	51	46	663	631	685	716
存货	94	92	317	275	297	297
其他流动资产	6	6	13	18	19	19
流动资产	272	341	1,460	1,397	1,785	2,308
%总资产	39.5%	46.7%	32.4%	31.2%	36.6%	42.7%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	359	333	311	346	348	338
%总资产	52.1%	45.5%	6.9%	7.7%	7.1%	6.3%
无形资产	57	56	2,729	2,735	2,744	2,752
非流动资产	417	389	3,046	3,087	3,097	3,096
%总资产	60.5%	53.3%	67.6%	68.8%	63.4%	57.3%
资产总计	689	730	4,505	4,484	4,882	5,404
短期借款	111	206	412	16	16	16
应付款项	303	275	312	304	329	332
其他流动负债	51	11	100	106	114	118
流动负债	465	491	824	425	459	466
长期贷款	0	0	84	84	84	84
其他长期负债	0	0	25	17	17	17
负债	465	491	932	526	559	566
普通股股东权益	223	238	3,574	3,960	4,325	4,839
少数股东权益	1	1	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	689	730	4,505	4,484	4,882	5,404

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	-0.361	0.026	0.020	0.252	0.288	0.333
每股净资产	0.380	0.406	2.240	2.482	2.710	3.033
每股经营现金净流	0.212	0.124	-0.003	0.304	0.289	0.348
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	-94.99%	6.52%	0.88%	10.14%	10.63%	10.97%
总资产收益率	-30.73%	2.13%	0.69%	8.96%	9.41%	9.82%
投入资本收益率	-29.14%	1.36%	2.17%	10.21%	10.61%	10.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.12%	-36.67%	181.01%	3.64%	9.33%	4.74%
EBIT增长率	46.57%	-106.21%	#####	72.06%	13.25%	16.38%
净利润增长率	116.11%	N/A	101.49%	1182.95%	14.47%	15.46%
总资产增长率	-27.31%	6.04%	516.85%	-0.47%	8.88%	10.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	10.7	44.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	40.4	55.0	53.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	63.6	82.0	39.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	125.1	183.2	61.0	57.8	53.3	49.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.83%	3.96%	0.78%	-9.45%	-15.82%	-24.33%
EBIT利息保障倍数	-3.0	0.3	8.7	17.9	-151.9	-66.5
资产负债率	67.51%	67.26%	20.70%	11.72%	11.45%	10.48%

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	1	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-28	买入	9.43	15.50~16.90
2	2016-10-28	买入	9.60	15.50~16.90

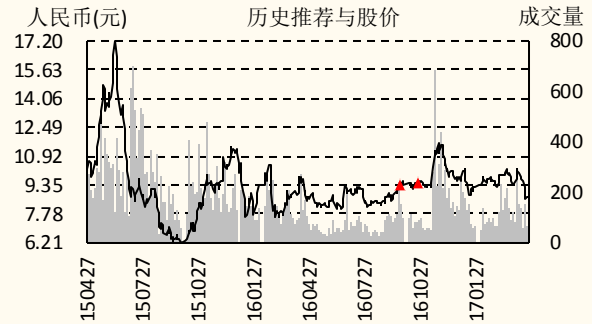
来源：国金证券研究所

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