



2017年04月27日

增持(首次评级)

当前价: 8.60元

交运及设备行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

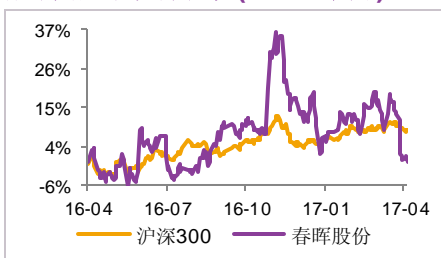
研究助理: 牛永涛

电话: 13810660508
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1862	1769	1946	2141
(+/-)	181.01%	-5.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	31	440	502	565
(+/-)	98.63%	1326.14	13.99%	12.57%
EPS(元)	0.02	0.28	0.31	0.35
P/E	430.00	31.19	27.36	24.30

资料来源: 联讯证券研究院

春晖股份(000976.SZ)

【联讯交运公司点评】春晖股份：转型轨交领域，有望剥离传统亏损资产

投资要点

◇ 事件

公司发布2016年年报，全年实现营业收入18.62亿元，同比增长181.01%；实现归属母公司净利润3085.38万元，同比增长98.63%；实现扣非后归属母公司净利润1445.50万元，同比增长182.48%。EPS为0.02元/股，加权平均净资产收益率1.63%。

◇ 收购香港通达，转型轨交设备领域

公司通过收购香港通达100%股权，转型轨交装备制造企业，交易对价33亿元。主营业务由2015年的化纤类产品转变为2016年的高铁配件产品和化纤产品。2016年2月3日，公司完成香港通达100%股权收购的过户手续，香港通达下属有青岛亚通达铁路设备有限公司、青岛亚通达铁路设备制造有限公司以及景航发展三家企业。并表后，公司的利润来源主要来自于香港通达。香港通达2016年实现营收14.02亿元，归母净利润3.47亿元，2016年公司收入和利润主要由香港通达贡献，基本完成业务转型。

◇ 铁总招标重启，助香港通达业绩增长

香港通达的主要产品为高铁动车配件，包括给水卫生系统（占营收31.63%）、备用电源系统（占营收9.82%）、检修系统（占营收4.76%）、制动闸片（占营收2.17%）等。收购香港通达承诺2015~2017年利润分别为3.12亿元、3.9亿元和4.5亿元。而香港通达2016年扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润为3.23亿元，低于业绩承诺，差额为6719.03万元，未完成比例为17.23%。承诺业绩未实现的主要原因是：（1）上游客户采购招标工作出现延迟情况；（2）公司部分已发货物由于与客户部分交易条件不能如期确定，造成该部分业务不能完全满足收入确认条件，导致销售收入减少。

2016年高铁/动车招标12月才开始启动，且数量较去年大幅下滑，招标数量远远低于往年平均水平。2017年已启动招标时速350公里8编组动车组（具体列数暂未披露）和时速200公里8编组动车组（8列）的招标工作。其中，时速350公里动车组的供货商是中车青岛四方机车车辆股份有限公司和中车长春轨道客车股份有限公司。

2016年年报显示青岛四方是公司的前5大客户，销售额10.56亿元，占年度销售总额的56.69%。我们预计2017年招标数量将恢复到以往的正常水平（往年400+列）。若今年招标进度快的话，下半年有望传导到配件设备的需求。公司是青岛四方的供货商，将增厚公司业绩。

◇ 收缩化纤业务，未来不排除出售资产的可能

公司2016年化纤业务营收4.54亿元，占比降至24.36%，其毛利率为-8.04%。化纤行业经过十多年的快速扩张，产能过剩状况严重，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。公司按照原拟定的经营计划，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。因大部分化纤生产设备处于长期停产的状态，公司对部分长期闲置房屋建筑物、机器设备、电子设备等计提减值准备 1.74 亿元，减值率 58.36%。公司不排除未来暂停更多化纤生产线，甚至将化纤资产整体出售的可能。我们认为此举有利于公司聚焦主业，提升公司整体盈利能力。

◇ 盈利预测与投资评级

预计公司 2017~2019 年归母净利润为 4.40 亿元、5.02 亿元、5.65 亿元，EPS 为 0.28 元、0.31 元、0.35 元。考虑到今年铁总招标重启，有望恢复到 400 列的水平，对公司业绩产生积极影响，以及后续化纤资产的剥离将减少对业绩的拖累，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

轨交业务增速不及预期、化纤业务剥离不及预期。



图表 1: 2017 年标准动车组采购情况

序号	供应商名称	配套车载设备		
时速 350 公里动车组	中车青岛四方机车车辆股份有限公司 中车长春轨道客车股份有限公司	100 套 CTCS-3 级列控系统车载设备	100 套机车综合无线通信设备<CIR>	时速 350 公里动车组

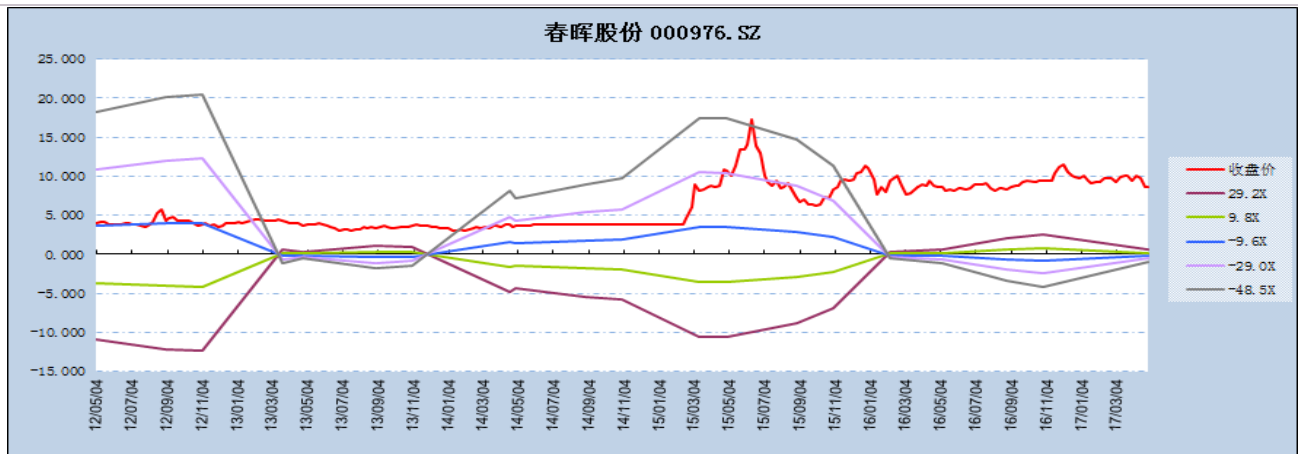
资料来源: 联讯证券研究院

图表 2: 公司前五大客户资料

序号	客户名称	销售额 (百万元)	占年度销售总额比例
1	中车青岛四方机车车辆股份有限公司	1006.21	54.03%
2	中国大唐集团科技工程有限公司	251.4	13.50%
3	福建龙峰纺织科技实业有限公司	75.9	4.08%
4	青岛中车四方销售服务有限公司	49.55	2.66%
5	内蒙古一机集团进出口有限责任公司	48.44	2.60%
合计		1431.5	76.87%

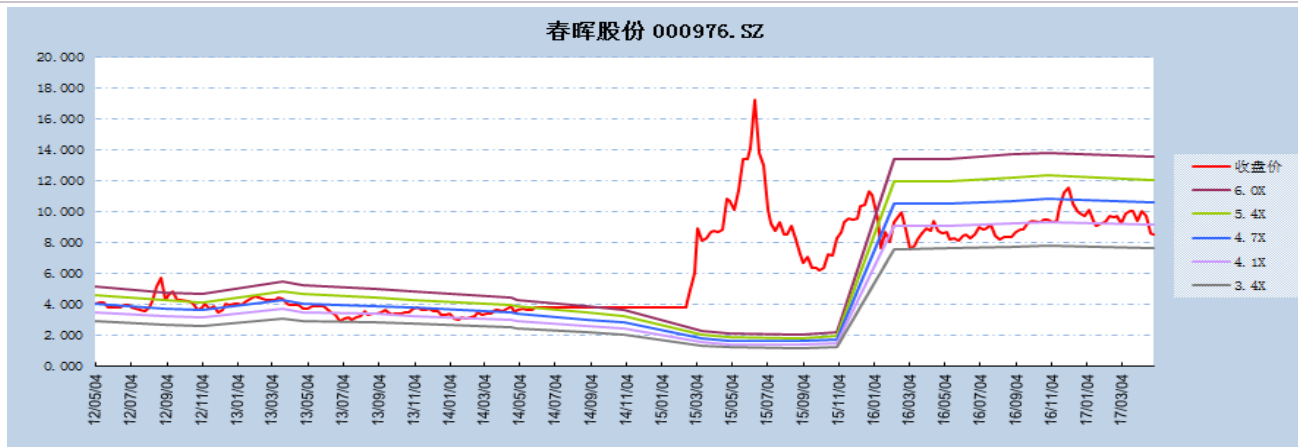
资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

图表 3: 公司 PE-Bands 图



资料来源: 联讯证券研究院

图表 4: 公司 PB-Bands 图



资料来源: 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,460	1,605	1,734	1,821	经营活动现金流	-5	-6	-6	-7
现金	468	781	1,125	1,504	净利润	28	437	499	561
应收账款	428	471	518	569	折旧摊销	40	44	48	53
其它应收款	3	4	4	4	财务费用	32	23	21	21
预付账款	8	8	9	10	投资损失	0	0	0	0
存货	317	348	383	421	营运资金变动	786	64	38	-13
其他	237	-6	-305	-688	其它	-892	-574	-613	-630
非流动资产	3,046	3,350	3,618	3,799	投资活动现金流	-3,105	-3,416	-3,758	-4,133
长期投资	0	0	0	0	资本支出	12	13	14	15
固定资产	311	342	377	414	长期投资	0	0	0	0
无形资产	116	127	140	154	其他	-3,117	-3,429	-3,772	-4,149
其他	2,619	2,880	3,101	3,231	筹资活动现金流	3,395	3,735	4,108	4,519
资产总计	4,505	4,956	5,352	5,620	短期借款	396	436	479	527
流动负债	824	906	997	1,097	长期借款	84	92	101	111
短期借款	396	436	479	527	其他	2,916	3,207	3,528	3,881
应付账款	190	209	230	253	现金净增加额	285	313	344	379
其他	238	262	288	317					
非流动负债	111	122	134	148	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	84	92	101	111	成长能力				
其他	28	30	33	37	营业收入	181.01%	-5.00%	10.00%	10.00%
负债合计	935	1,029	1,131	1,245	营业利润	495.50%	544.16%	13.76%	12.43%
少数股东权益	-2	-2	-2	-2	归属母公司净利润	98.63%	1326.14%	13.99%	12.57%
归属母公司股东权益	3,572	3,929	4,223	4,377	获利能力				
负债和股东权益	4,505	4,956	5,352	5,620	毛利率	24.78%	35.50%	36.00%	36.50%
					净利率	1.66%	24.87%	25.77%	26.38%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	1.49%	11.67%	12.24%	13.06%
营业收入	1,862	1,769	1,946	2,141	ROIC	7.04%	73.73%	83.39%	138.03%
营业成本	1,401	1,141	1,245	1,359	偿债能力				
营业税金及附加	23	5	6	6	资产负债率	20.76%	20.76%	21.14%	22.15%
营业费用	24	19	19	21	流动比率	1.77	1.77	1.74	1.66
管理费用	131	99	107	118	速动比率	1.39	1.39	1.35	1.28
财务费用	32	23	21	21	营运能力				
资产减值损失	178	14	16	17	总资产周转率	0.71	0.37	0.38	0.39
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	8.22	3.94	3.94	3.94
投资净收益	0	0	0	0	应付账款周转率	9.29	5.72	5.68	5.63
营业利润	72	467	531	597	每股指标(元)				
营业外收入	24	29	32	35	每股收益	0.02	0.28	0.31	0.35
营业外支出	4	5	5	6	每股净资产	2.24	2.46	2.65	2.74
利润总额	92	490	557	626					
所得税	64	53	58	64	估值比率				
净利润	28	437	499	561	P/E	430.00	31.19	27.36	24.30
少数股东损益	-2	-3	-3	-3	P/B	3.84	3.49	3.25	3.14
归属母公司净利润	31	440	502	565	EV/EBITDA	44.41	27.38	23.72	20.72
EBITDA	320	510	579	650					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com