

已签署化纤业务剥离协议；

春晖股份(000976)/轨交装备

迈向国际一流轨交零部件供应商

评级：买入(维持)

市场价格：8.12

目标价格：12—13

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

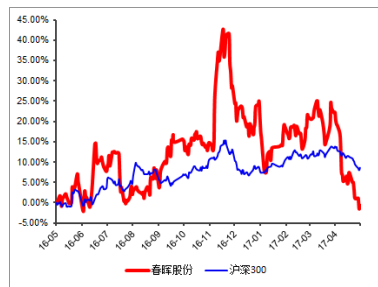
联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,596
流通股本(百万股)	587
市价(元)	8.12
市值(百万元)	12,959
流通市值(百万元)	4,766

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《春晖股份(000976) 深度报告：迈向国际一流轨交装备核心供应商》

2017.03.06

《轨交装备：香港富山收购世界最大轨交轮对制造商德国 BVV；春晖股份有望迈向国际一流轨交装备核心供应商》

20170407

《春晖股份(000976)中报业绩盈利约 7000 万元并表香港通达，轨交设备业绩渐呈现》

20160714

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	662.71	1,862.27	1,855.57	2,356.70	2,930.15
增长率 yoy%	-36.67%	181.01%	-0.36%	27.01%	24.33%
净利润	15.53	30.85	462.01	597.00	742.33
增长率 yoy%	107.34%	98.63%	1397.43%	29.22%	24.34%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.29	0.37	0.47
每股现金流量	0.2	0.00	0.54	0.32	0.45
净资产收益率	6.52%	0.86%	11.45%	12.88%	13.81%
P/E	418	505	28	22	17
PEG	3.90	5.12	0.02	0.74	0.72
P/B	27.27	4.36	3.21	2.80	2.41

备注：

投资要点

■ 已签署资产转让协议，化纤业务将剥离

5月10号，公司已与弘和投资签署化纤业务相关资产及债务的转让协议，合同初步确定交易价格为2.9亿元(账面价值2.4亿元)，在协议生效后2个工作日内，弘和投资即需支付初步确定总价款的51%，即人民币1.48亿元，剩余款项在交易标的交割完成之后支付。

■ 业绩补偿款已到位

公司公告于5月11号已收到业绩承诺方(宣瑞国显示及上达公司)约6700万的业绩承诺现金补偿款。

■ 富山企业收购 GMH 铁路系统业务

富山企业(实际控制人为春晖股份副董事长宣瑞国先生)于近期正式完成对德国 GMH 集团轨交全部业务收购，包括“BVV”、“BTBE”以及“MWL”。其中，BVV 具有 175 年历史，是世界最大的轨交车轮、车轴、轮对制造商，是中车、庞巴迪、阿尔斯通、西门子等轨交设备公司和中铁总、德铁、西班牙国铁、挪威国铁、瑞士铁路等全球各大轨交运营商的长期客户。二股东宣总收购 BVV 将促进公司在轨交零部件市场的全球布局；同时，公司将协助 BVV 在中国市场进一步拓展，提高对中国中车等客户的服务能力。

■ 刹车闸片有望今年完成高速车型资质突破

公司已拥有 250 公里车型供货，在 300 公里以上产品型号已进行 3-4 个月实验室实验，预计很快结束。后面会做装车实验，公司有望在今年至少完成一个高速车型闸片的 CRCC 认证运作。在刹车闸片领域，公司未来也会积极通过兼并收购扩大市场份额。

■ 新管理层具备国际化视野，第二大股东、公司副董事长宣瑞国先生在轨交领域经验丰富。宣瑞国先生同时是港股上市公司中国自动化集团(0569.HK)董事局主席。宣瑞国先生团队曾于 2012 年轨交行业低谷收购通达集团，并成功运作北京交大微联，展现其在轨交行业丰富背景、独到理解。春晖股份新的管理团队具有国际化视野、资本运作和海外资产并购经验。

■ 公司收购香港通达进入轨交领域，香港通达主营高铁给水卫生系统、备用电源和制动闸片。香港通达 2015-2017 年承诺业绩分别为 3.12 亿元、3.90 亿元、4.5 亿元，盈利能力较强。高铁给水卫生系统在动车组市场占有率超 50%，未来将向航空、船舶、移动卫生等多种市场推广；备用电源在动车组市场占有率超 50%，将开拓城轨市场；高铁制动闸片市场空间大，目前市场容量近 60 亿元/年，进口替代带来市场机遇，2017 年有望实现突破。

■ 未来受益于“一带一路”、“走出去”战略。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29/0.37/0.47 元，对应 PE 分别为 28/22/17。我们看好公司未来迈向国际一流轨交装备核心供应商，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：动车组招标量低于市场预期风险；公司高铁轨交零部件业务发展不及预期；制动闸片业务进展不及预期；外延并购进度低于市场预期。

图表 1：春晖股份三张表预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,046,384	662,714	1,862,268	1,855,569	2,356,701	2,930,153
增长率	-15.12%	-36.7%	181.0%	-0.4%	27.0%	24.3%
营业成本	-1,055,842	-618,022	-1,400,759	-1,216,567	-1,481,360	-1,847,555
% 销售收入	100.9%	93.3%	75.2%	65.6%	62.9%	63.1%
毛利	-9,458	44,693	461,509	639,002	875,341	1,082,599
% 销售收入	-0.9%	6.7%	24.8%	34.4%	37.1%	36.9%
营业税金及附加	-2,333	-2,073	-23,265	-14,492	-23,924	-26,315
% 销售收入	0.2%	0.3%	1.2%	0.8%	1.0%	0.9%
营业费用	-12,104	-7,671	-24,253	-22,822	-29,839	-36,569
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
管理费用	-73,621	-28,895	-130,614	-105,525	-149,658	-176,355
% 销售收入	7.0%	4.4%	7.0%	5.7%	6.4%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	-97,516	6,054	283,377	496,163	671,921	843,360
% 销售收入	-9.3%	0.9%	15.2%	26.7%	28.5%	28.8%
财务费用	-32,398	-23,927	-32,410	-2,664	14,397	23,393
% 销售收入	3.1%	3.6%	1.7%	0.1%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-83,746	-438	-178,099	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-445	764	611	550
% 税前利润	0.0%	0.0%	-	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	-213,661	-18,312	72,423	494,263	686,929	867,303
营业利润率	-20.4%	-2.8%	3.9%	26.6%	29.1%	29.6%
营业外收支	1,471	33,686	19,585	48,645	19,585	19,585
税前利润	-212,189	15,374	92,008	542,907	706,514	886,888
利润率	-20.3%	2.3%	4.9%	29.3%	30.0%	30.3%
所得税	0	-11	-63,556	-86,865	-113,042	-141,902
所得税率	-	0.1%	69.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-212,189	15,363	28,452	456,042	593,472	744,986
少数股东损益	-528	-170	-2,402	-5,972	-3,533	2,661
归属于母公司的净利润	-211,662	15,534	30,854	462,014	597,004	742,325
净利润率	-20.2%	2.3%	1.7%	24.9%	25.3%	25.3%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-212,189	15,363	28,452	456,042	593,472	744,986
少数股东损益	0	0	0	-5,972	-3,533	2,661
非现金支出	127,466	28,918	217,905	35,015	38,168	40,437
非经营收益	30,144	23,304	36,430	-34,371	-14,761	-14,700
营运资金变动	178,902	5,386	-287,881	398,066	-104,122	-46,667
经营活动现金净流	124,322	72,971	-5,094	848,781	509,223	726,716
资本开支	-26,954	-900	11,414	-11,958	23,044	29,028
投资	0	0	-2,907,779	0	0	0
其他	0	0	-186,274	764	611	550
投资活动现金净流	26,954	900	-3,105,467	12,722	-22,433	-28,477
股权募资	0	0	3,305,254	0	0	0
债权募资	-133,763	95,182	115,205	-411,678	0	0
其他	-30,252	-28,549	-25,012	-16,551	-5,435	-5,435
筹资活动现金净流	-164,015	66,633	3,395,447	-428,229	-5,435	-5,435
现金净流量	-12,739	140,504	284,886	433,273	481,355	692,803

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	121,630	196,533	467,557	906,802	1,391,690	2,081,833
应收款项	51,020	45,782	662,687	344,210	486,754	584,645
存货	93,745	92,410	316,642	179,495	217,807	271,964
其他流动资产	5,595	6,474	12,636	10,953	12,512	14,235
流动资产	271,990	341,199	1,459,522	1,441,461	2,108,763	2,952,676
% 总资产	39.5%	46.7%	32.4%	32.1%	40.9%	49.1%
长期投资	1,052	1,023	993	993	993	993
固定资产	358,625	332,621	311,269	308,333	305,631	304,234
% 总资产	52.1%	45.5%	6.9%	6.9%	5.9%	5.1%
无形资产	57,100	55,510	2,729,134	2,733,743	2,740,906	2,750,479
非流动资产	416,777	389,154	3,045,693	3,047,365	3,051,826	3,060,002
% 总资产	60.5%	53.3%	67.6%	67.9%	59.1%	50.9%
资产总计	688,768	730,354	4,505,215	4,488,826	5,160,589	6,012,679
短期借款	110,818	206,000	411,678	0	0	0
应付款项	302,892	274,678	320,705	289,044	338,502	425,737
其他流动负债	51,278	10,533	100,211	71,119	99,953	119,822
总流动负债	464,988	491,211	832,594	360,163	438,455	545,559
长期贷款	0	0	83,617	83,617	83,617	83,617
其他长期负债	0	0	16,155	16,155	16,155	16,155
负债	464,988	491,211	932,366	459,935	538,227	645,331
普通股股东权益	222,824	238,357	3,574,465	4,036,480	4,633,484	5,375,809
少数股东权益	955	785	-1,617	-7,589	-11,122	-8,461
负债股东权益合计	688,768	730,354	4,505,215	4,488,826	5,160,589	6,012,679

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.361	0.026	0.019	0.290	0.374	0.465
每股净资产 (元)	0.380	0.406	2.240	2.530	2.904	3.369
每股经营现金净流 (元)	0.212	0.124	-0.003	0.536	0.321	0.454
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-94.99%	6.52%	0.86%	11.45%	12.88%	13.81%
总资产收益率	-30.73%	2.13%	0.69%	10.31%	11.59%	12.36%
投入资本收益率	-46.02%	2.44%	2.43%	12.97%	16.99%	20.98%
增长率						
营业总收入增长率	-15.12%	-36.67%	181.01%	-0.36%	27.01%	24.33%
EBIT 增长率	-46.57%	106.21%	4580.98%	75.09%	35.42%	25.51%
净利润增长率	-116.11%	107.34%	98.63%	1397.43%	29.22%	24.34%
总资产增长率	-27.31%	6.04%	515.67%	-0.36%	14.97%	16.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	10.7	44.4	33.2	36.9	35.7
存货周转天数	40.4	55.0	53.3	53.9	53.7	53.7
应付账款周转天数	63.6	82.0	39.3	53.5	48.8	50.3
固定资产周转天数	147.0	190.4	63.1	60.0	45.4	34.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.83%	3.96%	0.78%	-20.43%	-28.30%	-37.23%
EBIT 利息保障倍数	-3.0	0.3	8.7	186.2	-46.7	-36.1
资产负债率	67.51%	67.26%	20.54%	10.07%	10.28%	10.60%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。