



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-09-11

公司点评报告

买入/首次

春晖股份(000976)

目标价: 12.6

昨收盘: 9.17

机械设备 运输设备 II

春晖股份：改名契合轨交主业，剥离化纤振翅高飞

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,596/587
总市值/流通(百万元)	14,744/5,420
12个月最高/最低(元)	11.66/8.01

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

证券分析师：钱建江

电话：021-61372597

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517070002

联系人：刘瑜

电话：010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

联系人：徐也

电话：010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

重要事件：公司2017年8月30日发布公告，与弘和投资签署《关于化纤业务相关资产及负债的交割确认书》，截至目前公司已将化纤业务相关资产及负债全部交割。

公司更名“华铁通达”，聚焦于轨交关键零部件业务。近日公司正式公告将公司名称更改为“广东华铁通达高铁装备有限公司”，我们认为此举更贴合公司现有业务，加之公司近期即将完成亏损业务化纤资产的剥离，有助于公司卸掉包袱轻装上阵，契合公司专注于轨交高端设备制造的长远战略。

近期轨道交通行业有望明显复苏，动车组招标可能大幅增加。今年截至目前动车招标仅100余列，严重低于预期，8月21日中铁总同中车集团签署战略合作协议，计划采购500列标准动车组。我们认为此次事件将推动标准动车组招标进度，恢复年均400+列的采购水平。

公司主营业务，受益于动车招标回暖及存量更新。公司主营业务包括：给水卫生系统、高铁备用电源和制动闸片等。公司在高铁给水卫生系统和备用电源系统领域拥有显著的竞争优势，市场份额远高于同行，将极大受益于动车招标进度提速。此外，公司已将高速制动闸片报审，我们认为此次获得资格审批通过的概率较大，如审批通过，将给公司业绩带来新的增长点。

投资建议：我们看好公司有望发展成为轨交行业的关键零部件领军企业，不断引领技术革新，未来两三年业绩将呈现爆发式增长。考虑本次化纤业务剥离带来的影响，以及下半年动车招标可能回暖，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.29元/0.38元/0.50元，对应2017-2019年PE分别为32X/24X/18X，首次覆盖，给予买入评级，六个月目标价12.6元，有40%的上涨空间。

风险提示：铁总招标不达预期；新业务进展不达预期；宏观经济的系统性风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1862.27	2023.91	2818.50	3754.11
增长率	181.01%	8.68%	39.26%	33.20%
归属母公司净利润(百万元)	30.85	455.07	602.29	796.19
增长率	98.63%	1374.92%	32.35%	32.19%
每股收益EPS(元)	0.02	0.29	0.38	0.50
PE	474	32	24	18
PB	4.10	3.65	3.19	2.74

资料来源：wind，太平洋证券整理

一、由传统化纤行业到高端装备制造的跨越

公司原有业务是涤纶长丝和锦纶长丝的生产，由于公司化纤业务持续下滑，于 2015 年末根据证监会批复，发行股份收购香港通达，并于 2016 年 2 月完成资产交割，正式步入高端轨交设备行业。此外公司原有化纤资产及负债已于 8 月 30 日前全部交割给广州弘和投资有限公司。2016 年春晖股份营业收入 18.6 亿元，其中轨道交通业务收入 14 亿元，占比达到 75.29%，综合毛利率 35.29%；而化纤业务营业收入仅 4.5 亿元，综合毛利率-8.04%。因此剥离原有化纤业务将有助于公司轻装上阵，专注于高端轨交设备业务。

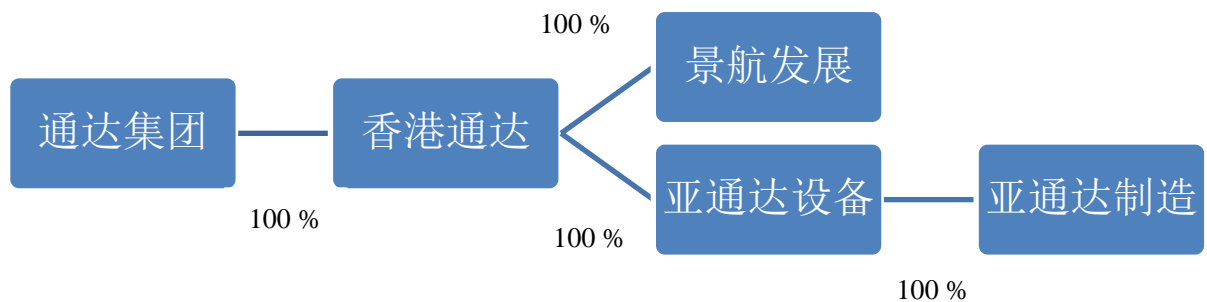
（一）香港通达

- 香港通达成立于 2013 年 7 月，实际控制人为宣瑞国先生。
- 香港通达由下属子公司亚通达设备、景航发展及孙公司亚通达制造开展具体业务。
- 亚通达设备成立于 2002 年，最初是进行国外先进技术的引进转化而设立，目前主要开展香港通达的日常经营业务。
- 景航发展主要经营进口原材料采购，并向亚通达设备供货。
- 亚通达制造主要经营国内原材料采购及轨交设备办成品加工，并向亚通达供货。

（二）股权结构及股东背景

香港通达由母公司通达集团全资设立，并下设全资子公司亚通达设备及景航发展，亚通达设备下设全资子公司亚通达制造。自然人宣瑞国先生是通达集团及香港通达的实际控制人，同时也是中国自动化集团董事局主席兼执行董事，以及富山企业实际控制人。宣瑞国先生拥有轨道交通领域 20 余年的丰富从业经验。

图表 1：香港通达股权结构

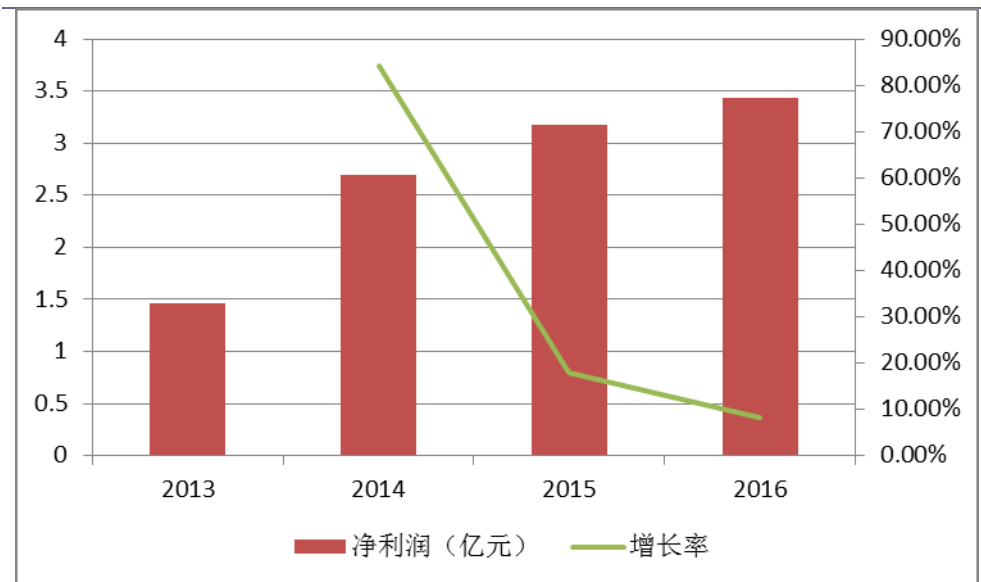


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 香港通达经营良好，盈利能力持续提升

香港通达下属核心子公司亚通达设备聚焦于动车给水卫生系统、备用电源系统、刹车闸片的研发、制造和为客户提供一体化解决方案，同时利用公司供应链优势从事烟雾报警系统、动车地板等配件的贸易业务。公司多年来同中车集团下属的青岛四方等行业内知名整车制造企业保持良好的贸易往来，公司核心拳头产品给水卫生系统及备用电源系统在国内动车市场占有率约50%。

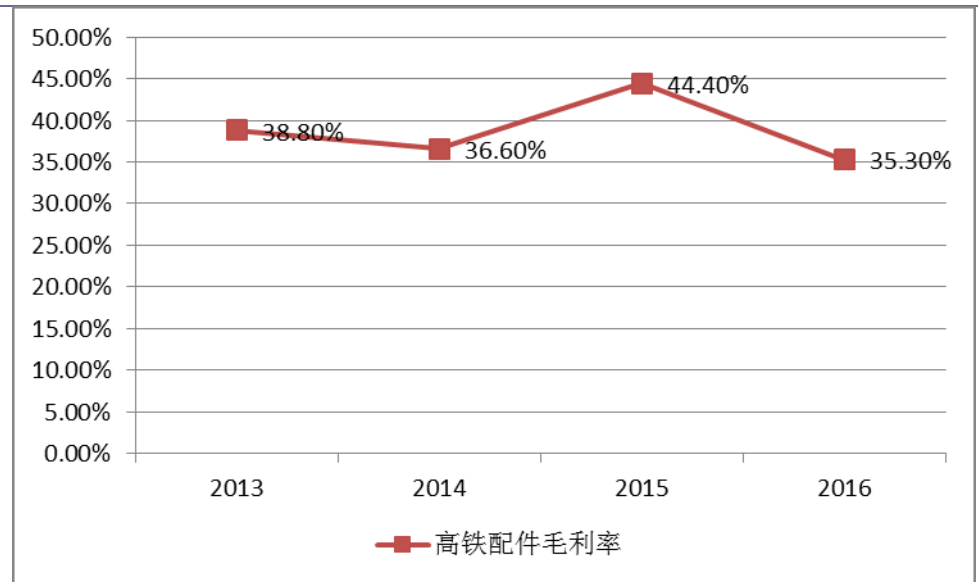
图表 2：香港通达盈利能力不断攀升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

亚通达设备经过多年打拼，有效把握轨道交通行业发展趋势，良好的迎合了行业内整车企业的需求，为客户一对一设计一体化的解决方案，覆盖产品的设计、研发、制造到检修的全生命周期，极大的增加了客户黏性。因此亚通达设备与下游客户保持了长期稳定的合作关系，从而保证了公司未来长期稳定的盈利能力。

图表 3：香港通达综合毛利率稳定



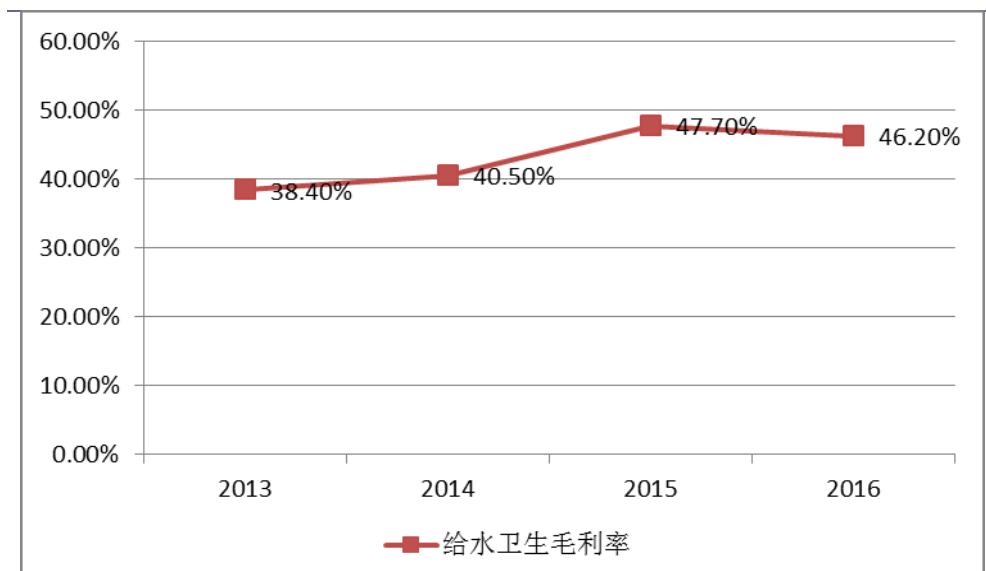
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、公司在轨交行业中处于领先地位

(一) 动车给水卫生系统领域优势显著

公司应用于动车组的给水卫生系统由供水系统及卫生设施组成，其中供水系统主要提供便器用水、洗漱用水及饮用水等，卫生设施为旅客及工作人员提供清洁环保的卫生环境。公司自主研发的真空中转式给水卫生技术获得了客户良好认可，广泛应用于动车组。公司给水卫生系统主要下游客户为中车集团下属的青岛四方，供货中标率达到 90%，综合市占率约 50%。

图表 4：给水卫生系统毛利率较高



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

“十三五”期间国家计划投入约4万亿元用于铁路建设，至期末即2020年末计划铁路通车里程达到15万公里，其中高速铁路达到3万公里。“十三五”期间将新增高速铁路1.1万公里，对应约1650列动车组，年均330列，考虑到2016年全年及2017年上半年动车组招标进度缓慢，我们预计从2018年开始年均动车组采购量有望达到350列。按照每辆动车配套40万元给水卫生系统计算，350列动车组对应至少2800辆动车（动车组编制有8辆/列或16辆/列），公司市占率按照50%计算，则未来三年年均给水卫生系统将贡献5.6亿元收入，如保持现有毛利率水平，大约对应年均2.5亿元营业利润。

（二）备用电源系统优势中寻求突破

亚通达设备目前拥有蓄电池箱、电气控制及电池组的全体系统研发、制造技术，广泛涉足动车及地铁领域。公司与中车集团下属的青岛四方保持多年的良好合作关系，备用电源系统中标率超过90%，综合市占率约60%，产品主要应用在动车CRH2车型上，用于紧急照明、紧急通风、通讯系统等设备的应急供电，同时公司备用电源系统逐步打入城轨领域，目前成功应用于北京、深圳、广州等地的地铁线路。未来随着我国城轨交通快速发展，公司将进一步打开备用电源系统在城轨领域的销售。

（三）制动闸片业务将打开盈利新增长空间

目前亚通达设备已经拥有动车低速车型制动闸片的供货资质，公司闸片应用于CRH2型动车组，同时公司也在积极申报高速车型的制动闸片，未来有望获得销售资质，打开新的利润增长空间。制动闸片属于易耗品，每年需更换3-4次，每辆动车需配置20片闸片，截至目前我国动车保有量超过2万辆，对应每年至少120万片制动闸片的需求量，高速车型制动闸片约1万元/片，低速车型闸片约4000元/片，平均按照5000元/片的价格计算，动车制动闸片存量市场空间超过每年60亿元。如叠加增长迅猛的城轨市场，则制动闸片市场有望超过每年100亿元。目前亚通达设备制动闸片市占率仅约0.25%，未来成长空间较大。

（四）一流的专业管理团队助力公司业务融合

公司具有一支长期从事轨交设备的专业管理团队，二股东宣瑞国先生更是在轨交领域打拼二十余年，具有丰富的行业经验及洞察力。在专业团队的带领下，公司有效整合了高铁及轨交各板块的业务，发挥出“1+1>2”的协同效应。

三、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

● 分业务收入预测

预计公司从2017年起制动闸片业务开始发力，且毛利率提升，随着动车组招标恢复预期到来，公司高铁配件相关业务将大幅度增长。

● 盈利预测假设

高速车型制动闸片获得审批，进入供货商体系。

预计未来三年铁总动车组招标提速。

公司给水卫生系统及备用电源系统市占率稳定，毛利率稳定。

（二）估值及投资建议

我们看好公司有望发展成为轨交行业的关键零部件领军企业，不断引领技术革新，未来两三年业绩将呈现爆发式增长。考虑本次化纤业务剥离带来的影响，以及下半年动车招标可能回暖，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29 元/0.38 元/0.50 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 32X/24X/18X，首次覆盖，给予买入评级，六个月目标价 12.6 元，有 40% 的上涨空间。

四、风险提示

铁总招标不达预期；新业务进展不达预期；宏观经济的系统性风险等。

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1862.27	2023.91	2818.50	3754.11	净利润	28.45	435.26	572.11	754.25
营业成本	1400.76	1293.13	1797.89	2388.10	折旧与摊销	39.81	181.44	181.44	181.44
营业税金及附加	23.26	15.50	24.00	33.39	财务费用	32.41	22.32	12.02	15.15
销售费用	24.25	24.89	35.00	46.85	资产减值损失	178.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.61	124.05	181.06	237.48	经营资本变动	-726.21	165.96	-227.33	-237.91
财务费用	32.41	22.32	12.02	15.15	其他	442.35	0.70	-0.95	0.36
资产减值损失	178.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-5.09	805.69	537.30	713.28
投资收益	-0.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2589.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-515.91	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3105.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.42	544.01	768.53	1033.15	短期借款	190.00	-396.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.59	21.27	22.78	21.74	长期借款	83.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.01	565.28	791.30	1054.89	股权融资	3305.25	0.00	0.00	0.00
所得税	63.56	130.01	219.19	300.64	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	28.45	435.26	572.11	754.25	其他	-183.72	-35.29	-12.02	-15.15
少数股东损益	-2.40	-19.80	-30.17	-41.94	筹资活动现金流净额	3395.15	-431.29	-12.02	-15.15
归属母公司股东净利润	30.85	455.07	602.29	796.19	现金流量净额	284.89	374.40	525.28	698.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	467.56	841.96	1367.24	2065.38	成长能力				
应收和预付款项	670.25	530.52	789.30	1078.29	销售收入增长率	181.01%	8.68%	39.26%	33.20%
存货	316.64	290.97	409.02	545.59	营业利润增长率	295.50%	651.16%	41.27%	34.43%
其他流动资产	5.07	5.52	7.68	10.23	净利润增长率	85.19%	1429.83%	31.44%	31.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	324.22%	416.99%	28.65%	27.83%
投资性房地产	0.99	0.99	0.99	0.99	获利能力				
固定资产和在建工程	311.27	144.95	-21.37	-187.70	毛利率	24.78%	36.11%	36.21%	36.39%
无形资产和开发支出	2726.76	2711.88	2697.00	2682.11	三费率	10.06%	8.46%	8.09%	7.98%
其他非流动资产	6.67	6.43	6.19	5.95	净利率	1.53%	21.51%	20.30%	20.09%
资产总计	4505.21	4533.21	5256.05	6200.85	ROE	0.80%	10.86%	12.49%	14.14%
短期借款	396.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.63%	9.60%	10.88%	12.16%
应付和预收款项	389.44	392.90	535.40	716.33	ROIC	1.58%	12.07%	16.08%	20.54%
长期借款	83.62	83.62	83.62	83.62	EBITDA/销售收入	7.77%	36.95%	34.13%	32.76%
其他负债	66.02	48.59	56.81	66.42	营运能力				
负债合计	935.07	525.10	675.82	866.37	总资产周转率	0.71	0.45	0.58	0.66
股本	1595.68	1595.68	1595.68	1595.68	固定资产周转率	5.78	8.87	45.62	-35.91
资本公积	2654.90	2654.90	2654.90	2654.90	应收账款周转率	8.22	5.86	8.29	7.50
留存收益	-676.11	-221.04	381.24	1177.43	存货周转率	6.64	4.14	5.01	4.92
归属母公司股东权益	3571.76	4029.53	4631.82	5428.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.69%	—	—	—
少数股东权益	-1.62	-21.42	-51.59	-93.53	资本结构				
股东权益合计	3570.14	4008.11	4580.23	5334.48	资产负债率	20.76%	11.58%	12.86%	13.97%
负债和股东权益合计	4505.21	4533.21	5256.05	6200.85	带息债务/总负债	51.29%	15.92%	12.37%	9.65%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	144.64	747.78	961.99	1229.74	流动比率	1.77	4.03	4.56	4.90
PE	474.25	32.15	24.29	18.38	速动比率	1.39	3.33	3.83	4.18
PB	4.10	3.65	3.19	2.74	每股指标				
PS	7.86	7.23	5.19	3.90	每股收益	0.02	0.29	0.38	0.50
EV/EBITDA	101.31	18.54	13.87	10.28	每股净资产	2.24	2.51	2.87	3.34
					每股经营现金	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。