

# 轨交装备零部件龙头，平台战略将提速

## ——华铁股份深度报告

### 投资要点

#### 三大类业务布局成型，产品结构持续优化

公司为轨道交通车辆装备制造核心零部件平台化公司。子公司青岛亚通达、华铁西屋法维莱、全通达、山东嘉泰生产十余种轨道交通装备制造核心产品，形成了能源与舒适、制动与安全、智能与服务三大类方向布局，其中核心业务给水卫生系统、备用电源和高铁座椅领域在国内市占率均超50%。

公司发展方向对标国际成熟轨交零部件制造企业德国克诺尔，目前公司市值较德国克诺尔仍有较大成长空间，预计未来产业布局加速，盈利有望持续提升。

#### “管理层换新+优质并购”，公司轨交产业大平台布局渐成

2020年初公司铁路业务实控人宣瑞国先生正式成为控股股东，6月完成新一届董事会的交接，引入行业资深人士加盟，新任管理层均常年深耕铁路行业，拥有丰富企业运营和管理经验，有利于进一步的市场开拓和资源整合。

公司精准并购行业优质资产，与国际领先轨道交通企业展开合作，例如与西屋法维莱成立合资公司；成为哈斯科铁路中国总代理；收购山东嘉泰切入高铁座椅领域。

#### 零部件制造稳步增长+维保后市场需求提升，双轮驱动公司发展

动车组新增需求将趋于平稳，维保后市场需求逐步提升，零部件类需求稳步增长。近期国家发改委颁发《“十四五”综合交通运输发展规划》，确保京津冀、长三角、粤港澳三大区域的城轨建设规模达到年均2000公里水平。根据去年8月发改委提出的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到2035年全国高铁通车里程7万公里左右，截至2019年底已通车3.5万公里，即未来16年年均通车2188公里，预计新增里程对应年均所需动车组数量在200-250组。动车组增量市场趋于稳定，但存量市场基数将持续扩大，且上一轮采购高峰期的车辆均步入大修期，庞大的设备保有量催生零部件后期维保更换需求，轨交后市场进入黄金发展期，零部件企业尤其是耗材类零部件企业将充分受益。

#### 盈利预测及估值

公司打造轨交零部件大平台战略雏形已现，铁路系新管理层将会加速这一战略的推进。预计2020-2022年公司净利润4.5亿元、5.5亿元、6.5亿元，同比增长48%、23%、18%，对应PE为21/17/15倍。考虑到公司较强的盈利能力，以及轨交产业大平台战略的顺利推进，给予公司2021年25倍PE，对应目标价8.7元/股。首次评级，给予“增持”评级。

#### 风险提示

轨交投资低于预期；公司33亿元商誉占比较大；大股东质押比例较高。

#### 财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1672	2506	2868	3172
(+/-)	-3%	50%	14%	11%
净利润	303	449	553	651
(+/-)	108%	48%	23%	18%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.35	0.41
P/E	32	21	17	15

### 评级

### 增持

上次评级	首次评级
当前价格	¥6.00

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.07
2Q/2020	0.09
1Q/2020	0.02
4Q/2019	0.05

### 公司简介

公司通过内生和外延发展，逐渐形成了轨交装备给水卫生系统、备用电源、制动闸片、贸易配件、高铁座椅、撒砂装置、空调、车门、车钩及缓冲器系统、制动系统等核心零部件为主的轨交产业大平台。

#### 分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
[wanghuajun@stocke.com.cn](mailto:wanghuajun@stocke.com.cn)

#### 分析师: 潘贻立

执业证书号: S1230518080002  
[panyili@stocke.com.cn](mailto:panyili@stocke.com.cn)

#### 分析师: 邵桂龙

执业证书号: S1230520120001  
[taiguilong@stocke.com.cn](mailto:taiguilong@stocke.com.cn)



## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2020-2022 年公司净利润同比增长 48%、23%和 18%，对应估值分别为 21 倍、17 倍和 15 倍。公司目前 PB(LF) 处于历史区间的下限，2021 年预测 PE 也低于可比公司的平均 PE(21 倍)。给予华铁股份 2021 年 25 倍 PE，对应目标价 8.7 元/股，距离目标价还有 45%涨幅。给予“增持”评级。

### ● 关键假设

1) 随着 2007 年采购的动车组在 2019 年进入五级修，高铁后市场的市场规模迅速扩大。预计 2020-2022 年铁后市场规模分别为：152/170/199 亿元；预计公司 2020-2022 年后市场市占率分别为：2.6%/3.2%/3.6%，逐年提升。

2) **公司收入增长及毛利率假设：**传统业务：给水卫生系统和备用电源系统由于公司市场份额比较稳定，未来仍将维持低速增长；制动闸片收入维持 30%以上同比增速；座椅收入 2020 年由于并表因素影响为 7.2 亿元，预计 2021~2022 年收入增速为 17%、10%；新兴业务检修系统：公司自 2020 年起集中力量重点发力后市场，预计 2020~2022 年检修系统收入增速分别为 50%、40%和 30%。轨交零部件市场由于进入门槛较高，竞争格局相对稳定，毛利率一般处于小幅波动的状态，规模效应和原材料采购成本对毛利率产生影响。

### ● 我们与市场的观点的差异

我们认为在宣瑞国先生成为实控人和董事会换届完成之后，公司轨交大平台的战略将加速推进。未来将向轨交后市场（比如高铁轮对、刹车片等耗材）和高铁国产化难点——制动系统等方向重点发力。“十二五”期间投入运营的动车组和地铁将进入大修期，“十四五”将成为轨交后市场发展的黄金期。公司于 2020 年 7 月 29 日设立华铁通达（青岛）轨道交通维保有限公司，将全面开启平台化战略发展模式，同时发力轨交后市场。

### ● 股价上涨的催化因素

1) 轨交大平台战略相关项目落地；2) 轨交后市场取得重大突破

### ● 投资风险

轨交投资低于预期；公司 33 亿元商誉占比较大；大股东质押比例较高

## 正文目录

<b>1. 轨交装备零部件龙头，平台战略将提速</b>	<b>5</b>
1.1. 内生外延增长并举，全力打造轨交产业大平台	5
1.2. 三大类业务布局成型，产品结构优化	6
1.3. 铁路系管理层全面上位，轨交产业大平台正式起航	11
<b>2. 轨交后市场、制动系统和轮对是未来重点发展方向</b>	<b>12</b>
2.1. “十四五”高铁新增通车里程稳健增加，后市场发展进入黄金期	12
2.2. 制动系统和轮对是高铁国产化最后亟待攻克堡垒	16
<b>3. 盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
3.1. 盈利预测	18
3.2. 估值	20
3.3. 核心风险	21

## 图表目录

图 1: 2016 年以来公司在轨交产业的业务布局进程	5
图 2: 克诺尔通过不断外延并购成功扩张产品品类及进入新市场	5
图 3: 西屋制动通过不断外延并购成功扩张产品品类及进入新市场	6
图 4: 截至 2020H1 华铁股份业务布局	7
图 5: 目前华铁股份水卫生系统市占率达 50%	7
图 6: 公司高铁备用电源系统国内市占率过半	8
图 7: 高铁座椅近年市场规模趋于稳定	8
图 8: 动车组闸片需求量逐年递增	9
图 9: 公司制动闸片在国内市占率较海外进口品牌仍有提升空间	9
图 10: 2016~2020 年营业收入逐年略有下降	10
图 11: 2017 年化纤业务剥离、贸易配件收入逐年减少	10
图 12: 2016~2019 年公司各类业务毛利率变化	10
图 13: 截至 2020 年 Q1 华铁股份最新股权结构图	11
图 14: 近 5 年内，我国铁路年均投资额维持在 8000 亿元左右	12
图 15: 我国城轨固定资产投资维持较高水平	12
图 16: 2020 年我国累计高铁营运里程已经超额完成任务	13
图 17: 预计十四五期间年高铁新增通车里程达到 2600 公里	13
图 18: 全国铁路新增产线及其预测	13
图 19: 全国高铁新增产线及其预测	13
图 20: 全国新增机车和客车数量及其预测	14
图 21: 全国新增动车组数量及其预测	14
图 22: 2020 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高	14
图 23: 2020 年我国地铁运营里程占城轨运营里程 79%	14
图 24: 全国新增城市轨道交通运营公里预测	15

图 25: 全国新增新增城市轨道交通运营车辆预测 .....	15
图 26: 2020~2022 年三级以上维修动车组列数预测 .....	16
图 27: 2020~2022 年架大修地铁车辆数预测 .....	16
图 28: 我国和谐号高铁制动系统示意图 .....	17
图 29: 我国高铁轮对系统产品图 .....	17
图 30: 华铁股份自借壳 ST 春晖以来 PB(TTM)处于 1.3-12 倍之间 .....	20
表 1: 预计 2020-2022 年公司检修系统收入快速增长 .....	18
表 2: 公司细分业务收入和毛利率预测 .....	19
表 3: 华铁股份与可比公司主要财务指标对比 (截至 2021 年 1 月 29 日) .....	20
表 4: 2020Q3 公司商誉账面价值为 33.5 亿元 .....	21
表 5: 公司控股股东质押明细 .....	21
表附录: 三大报表预测值 .....	22

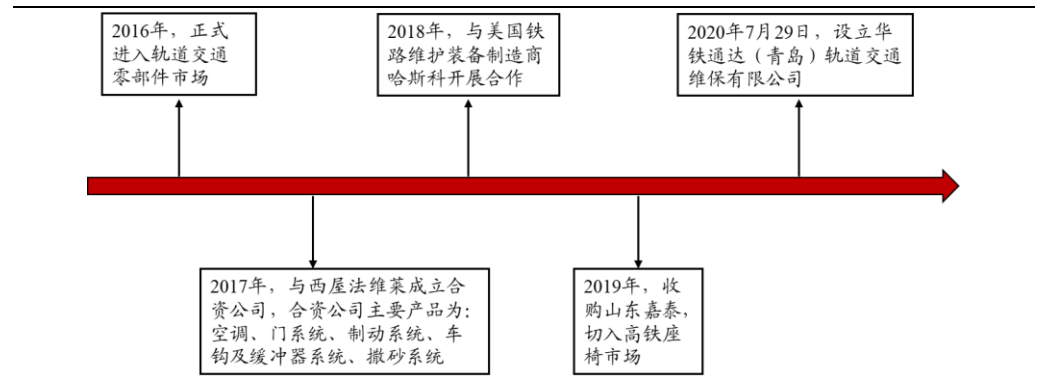
## 1. 轨交装备零部件龙头，平台战略将提速

### 1.1. 内生外延增长并举，全力打造轨交产业大平台

进入轨交产业 5 年，内生外延并举布局轨交产业平台。华铁股份前身是春晖股份，公司原从事化纤、涤纶等业务。2015 年收购香港通达 100% 股权，2016 年正式进入轨道交通零部件市场。2017 年 8 月将原有化纤资产完全剥离，成为纯正的轨交零部件公司。

2017-2020 年通过与外资合作、并购，相继切入列车制动系统、铁路服务、高铁座椅、轨交运维等市场。进入轨交零部件 5 年来，公司通过内生和外延并举的方式全力打造了一个涵盖轨交零部件制造和维修后市场的产业大平台。

图 1：2016 年以来公司在轨交产业的业务布局进程

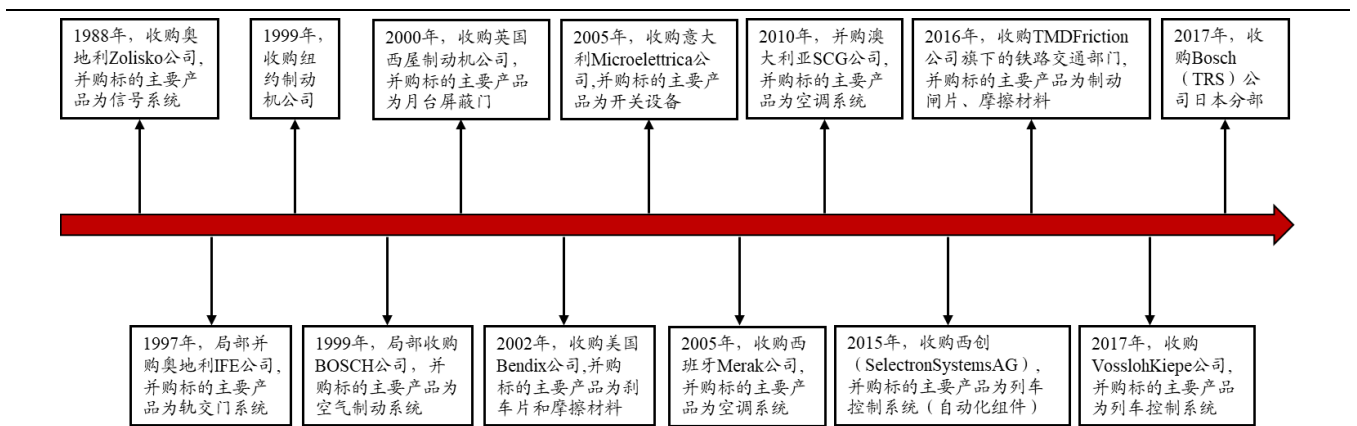


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

从国际经验来看，外延并购是打造轨交产业平台的主要方式。轨交产业的国际巨头克诺尔、西屋制动成长壮大的共同规律：1) 生于轨交大国；2) 发家于制动系统；3) 不断通过外延并购实现公司产品品类的扩张并以此打造轨交产业大平台。

克诺尔集团(Knorr-Bremse)是世界领先的轨道车辆和商用车辆制动系统的制造商，产品涵盖各类轨交车辆系统、控制组件、零部件及相关设备。2012-2018 年克诺尔收入年均增速为 8%，远超行业 2% 的水平；毛利率保持在 26%-28% 之间；净利率由 2000 年前后约 3% 提升至如今的 10% 上下。2019 年公司实现营业收入 69.4 亿欧元，实现 EBITDA 13.29 亿元，分别同比增长 4.8% 和 12.8%。公司庞大的收入体量和稳健的利润增长离不开其积极外延并购，不断扩张产品品类及进入新市场使得公司的抗风险能力进一步增强。

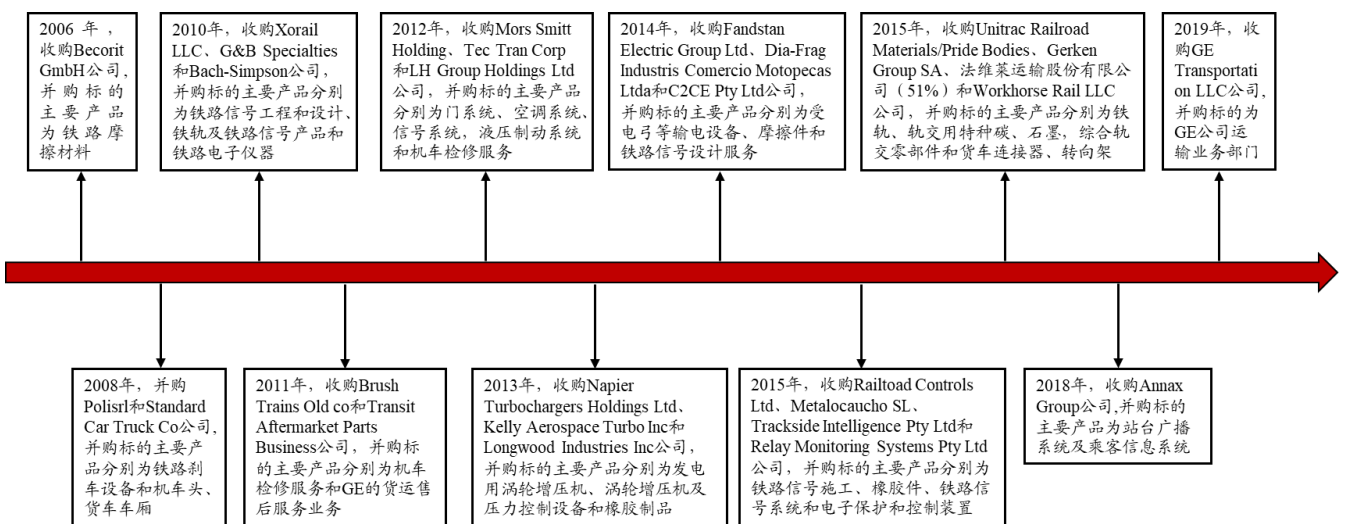
图 2：克诺尔通过不断外延并购成功扩张产品品类及进入新市场



资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

西屋制动公司(Wabtec)是北美最大的铁路产品和服务的供应商之一,拥有140余年历史,在铁路摩擦制品、空调和受电弓方面全球领先。公司2019年实现营业收入82亿美元,净利润3.3亿美元,同比分别增长87.9%和10.8%。2016年,西屋制动以约18亿美元价格收购法国铁路设备生产商法维莱,合并后的西屋法维莱成为世界最大铁路设备制造商之一。西屋制动在欧洲、美洲及亚太地区30多个国家设有工厂及运营机构,产品销往逾100个国家,2019年公司营业收入中58.8%来自海外。

图3:西屋制动通过不断外延并购成功扩张产品品类及进入新市场



资料来源:公司官网、浙商证券研究所

**实控人宣瑞国旗下拥有优质轨交资产——BVV (Bochumer Verein Verkehrstechnik GmbH)**。BVV是全球知名的轨道交通五大轮对制造商之一,拥有175年历史,其客户涵盖中国中车、庞巴迪、GE和西门子等全球各大轨交设备公司及中国铁路、德意志铁路、沙特国家铁路,西班牙国铁等世界各大轨交运营商。宣瑞国旗下的富山公司于2017年3月100%收购德国钢铁集团旗下BVV。目前BVV的主要市场是欧洲和中国,目前欧洲市场订单占比接近三分之二,中国市场占比为三分之一,其高速轮对已占国内新造动车组市场份额的50%,国内维修换装市场份额的10%。为继续扩大产能,BVV计划在一至两年内在中国新建轮对轧装工厂。

### 1.2. 三大类业务布局成型,产品结构优化

**打造全方位覆盖轨道交通装备制造核心零部件产业的商业模式。**公司近年来积极通过自主研发及外延并购丰富产品线,其核心业务水卫生系统、备用电源和高铁座椅领域在国内市占率均超50%。公司发展方向对标国际成熟轨交零部件制造企业克诺尔,目前公司市值较克诺尔的百亿级体量仍有较大成长空间,预计未来产业布局加速,盈利水平有望持续提升。

**三大类业务布局成型。**经过5年内外延布局,公司目前形成了**能源与舒适、制动与安全、智能与服务**三大类十余种产品的研发、生产、销售与安装的业务布局。其中**能源与舒适类产品**主要包括:座椅、空调、备用电源等。公司的备用电源产品可应用于高铁及地铁车辆,同时公司拥有全系列轨道交通座椅产品供应商资质;**制动与安全类产品**主要包括:制动系统、制动闸片、车钩及缓冲器系统、撒砂装置、烟火报警器等。制动系统、制

动闸片、车钩及缓冲器系统主要应用于高铁及城际列车领域。其中，制动闸片目前为高铁部分车型提供配套；**智能与服务类产品**主要包括：给水卫生系统、门系统等。给水卫生系统产品主要为高铁、城轨车辆配套，亦可适用于高铁站内、大型赛事场馆等；车门系统产品主要应用于高速列车、城际列车、动力集中式动车组、机车、城市轨道交通领域以及铁路客车等领域，站台屏蔽门和安全门系统类产品主要应用于城市轨道交通领域。

图 4：截至 2020H1 华铁股份业务布局

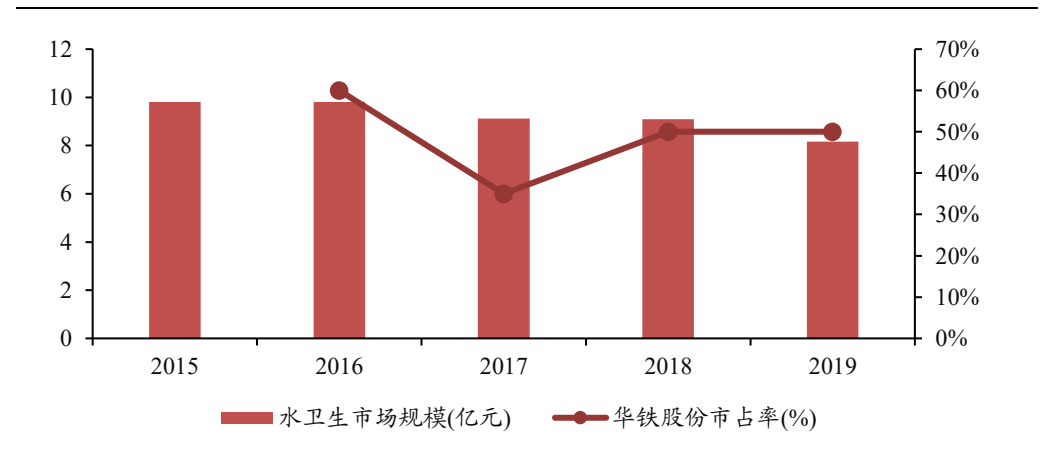


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**公司为动车水卫生系统龙头。**公司旗下青岛亚通达设备是我国动车给水卫生系统龙头，所生产的水卫生系统产品较为成熟，是配合中国的标准动车组自主研发的产品。动车给水卫生系统对产品技术与质量要求极高，公司拥有多年和德日美合作的经验，掌握核心的真空技术，能够确保产品的安全性和稳定可靠性，订单稳定。

目前，公司给水卫生系统在国内的市占率达 50%，其主要客户包括中车青岛四方和青岛四方庞巴迪(BST)；其直接竞争对手是时代电气，时代电气在中车青岛四方占比 30%，在 BST 占比 60%，预计未来该领域竞争将更加激烈。

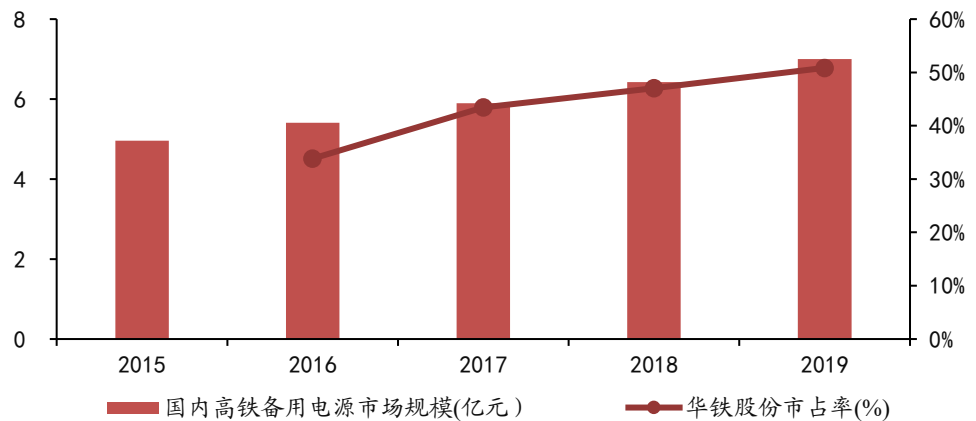
图 5：目前华铁股份水卫生系统市占率达 50%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

国内高铁备用电源系统年市场空间已近 10 亿元，公司目前市占率过半。公司生产的备用电源系统主要运用于 CR300AF、CR400AF 等车型以及高寒车，客户主要是青岛四方、中车唐车、中车浦镇等，同时地铁备用电源也是公司开拓业务的一块。国内市场的主要竞争对手为全球电池巨头帅福得，帅福得是法国道达尔公司的全资子公司，2005 年在珠海建立了第一个亚洲生产基地，主要方向为智能电表及铁路领域，在国内列车备用电源市场中占据较高份额。

图 6：公司高铁备用电源系统国内市占率过半

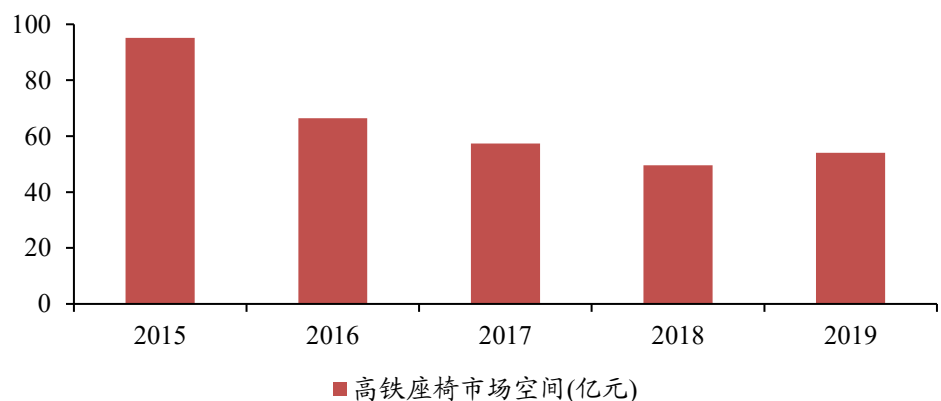


资料来源：中研普华、浙商证券研究所

公司旗下山东嘉泰是轨交座椅龙头企业，竞争优势显著，市占率有望进一步提升。山东嘉泰专注于轨道交通座椅设计、研发、生产、销售及服务，目前是行业内唯一一家拥有全系列轨道交通座椅产品供应商资质的企业，客户包括青岛四方、长客、唐客、庞巴迪等主机厂，公司于 2019 年以现金收购其 51% 的股权，交易作价合计 9.7 亿元。座椅是轨交车辆重要零部件之一，根据座椅平均价格以及维修周期测算，行业需求趋于稳定。

山东嘉泰 2018 年实现收入 2.2 亿元，实现净利润 0.5 亿元；2019 年实现收入 4.8 亿元，同比增长 116.7%，实现净利润 1.6 亿元，同比增长 232.2%。山东嘉泰于 2019 年 11 月正式并表，2019 年贡献归母净利润 0.2 亿元。本次收购交易的业绩承诺为：2019 年、2020 年、2021 年山东嘉泰实现净利润不低于 1.6 亿元、2.2 亿元、2.5 亿元，2019 年度已完成业绩承诺。

图 7：高铁座椅近年市场规模趋于稳定

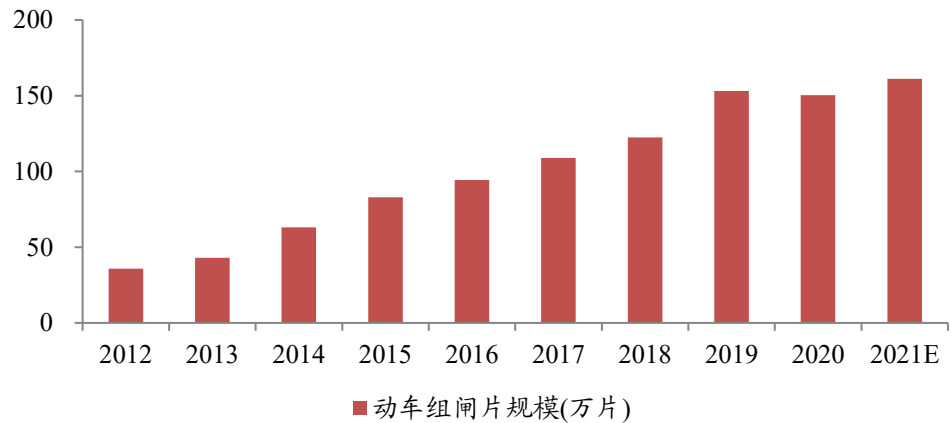


资料来源：中国产业调研网、浙商证券研究所



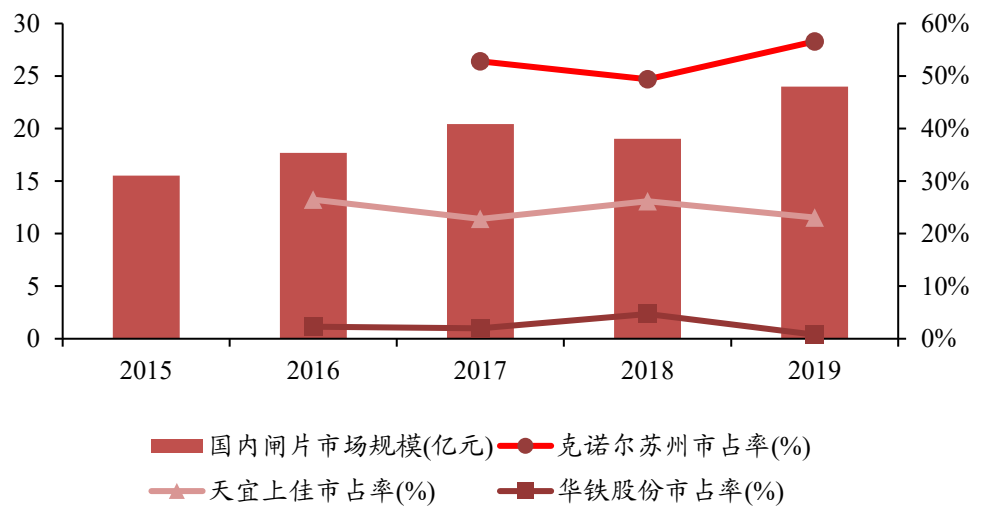
**轨交制动系统实现进口替代空间较大。**制动闸片是高铁制动系统重要的一环，主要安装于转向架制动卡钳，与车轮制动盘接触，通过接触摩擦力进行制动，使机车车辆减速、停车。目前制动系统技术门槛较高，国产化率低，主要依赖进口，2019年克诺尔苏州子公司在国内市占率达到约60%，对比公司2.3%的市占率，未来公司利用优质并购实现技术共享，国产替代空间较大。

图 8：动车组闸片需求量逐年递增



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

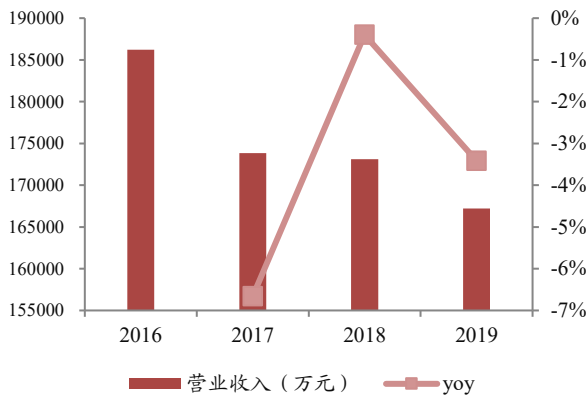
图 9：公司制动闸片在国内市占率较海外进口品牌仍有提升空间



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

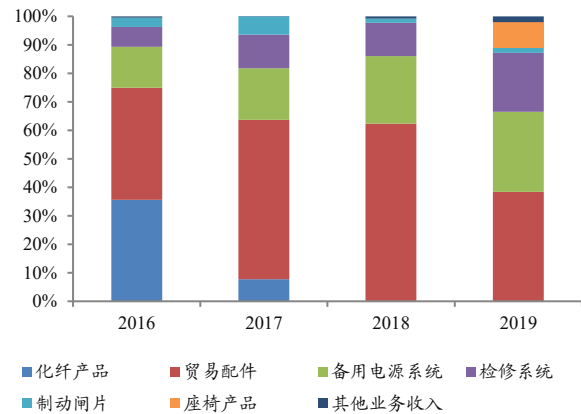
**主营业务产品结构优化，公司盈利能力提升。**公司2017年将化纤业务剥离，2019年贸易配件业务收入同比下降了39%。尽管近年收入总规模逐年略有下降，但是公司业务结构却得到持续优化，亏损的化纤业务剥离、低毛利率的贸易配件业务收入占比下降，使得公司的综合毛利率逐年上升，自2016年25%上升至2019年35%。其中，毛利率在30%以上的给水卫生系统、备用电源系统、检修系统和制动闸片、座椅的收入占比从2016年17%上升至2019年45%。

图 10: 2016~2020 年营业收入逐年略有下降



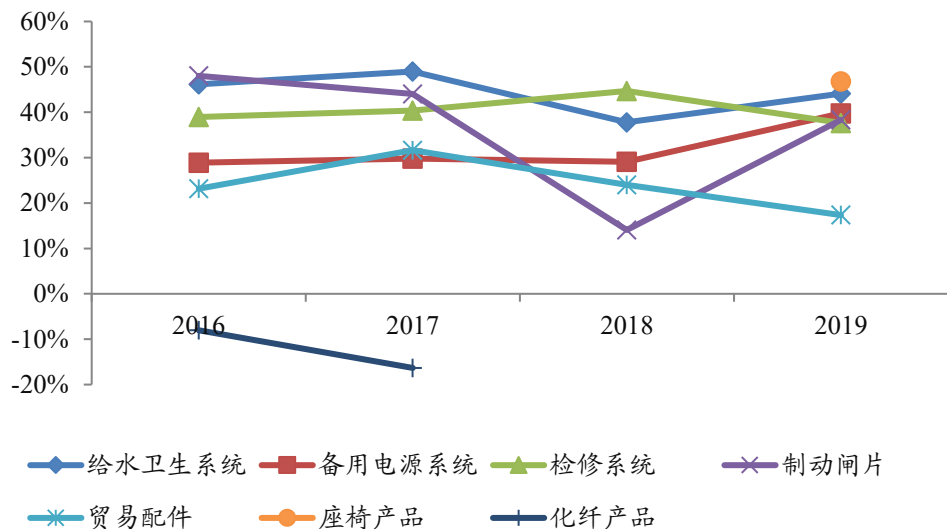
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 11: 2017 年化纤业务剥离、贸易配件收入逐年减少



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 12: 2016~2019 年公司各类业务毛利率变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

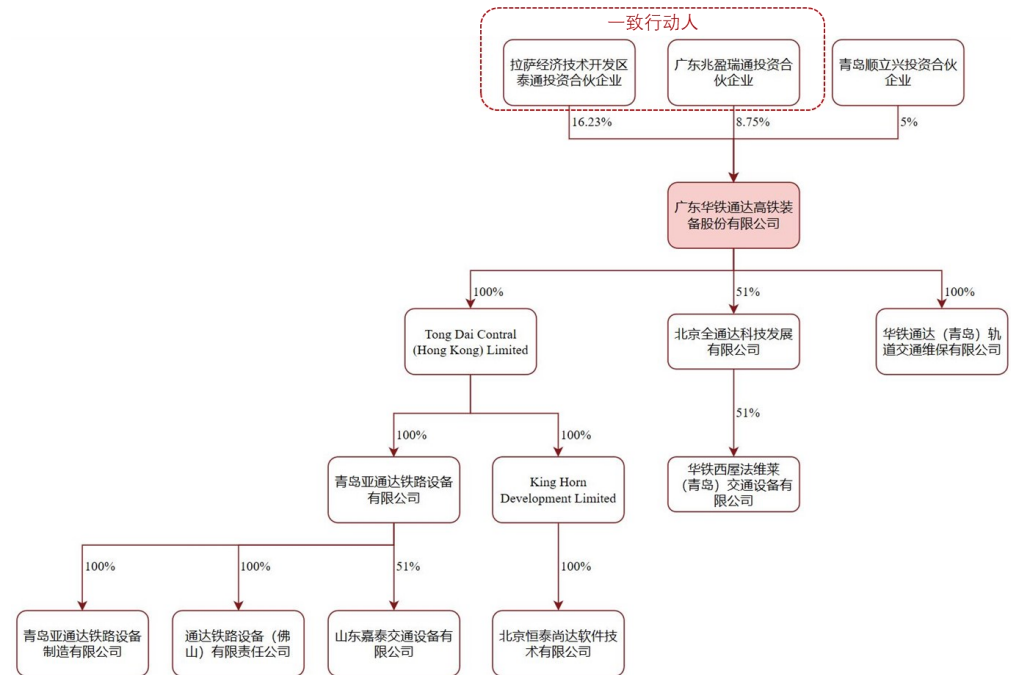
**2020 年公司全年业绩有望实现快速增长。**公司 2020 年前三季度收入同比大幅增长 44%。根据公司近期发布的 2020 年业绩预告,公司预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润范围为 4.2-4.7 亿元,同比增长 38.8%-55.3%。

2020 年受疫情影响动车组招标量较少,公司业绩实现逆势增长有以下 3 方面原因:  
(1) 业务品类逐步多元化:公司于 2019 年 11 月收购山东嘉泰 51% 的股权,切入了动车组座椅业务,今年并表带来业绩增长,山东嘉泰承诺业绩为 2019-2021 年分别为 1.6 亿、2.2 亿、2.5 亿;公司与西屋法维莱成立的合资公司华铁西屋法维莱(青岛)从事动车组制动系统等高端产品研发、生产和销售,根据公司业绩预告 2020 年已实现扭亏为盈;(2) 地铁轨道维保业务收入增长,公司通过新增轨道洗磨机业务切入地铁轨道维保,带来收入利润的增长。公司此前业务中动车组相关占比较高,地铁相关占比低,仅备用电源业务下游涉及地铁市场,自此更进一步渗透地铁市场。(3) 维保配件销售及服务等后市场业务增长。

### 1.3. 铁路系管理层全面上位，轨交产业大平台正式起航

2020年1月宣瑞国先生成为华铁股份的实际控制人。拉萨泰通及其一致行动人广州兆盈合计持有公司24.98%的股份，为公司的控股股东，其实际控制人为宣瑞国；广州鸿众投资公司为公司第二大股东，持股比例7.09%。宣瑞国先生深耕工业自动化领域、能源、轨道交通领域数十载，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；其带领的中国自动化集团是中国最大的安全及紧急控制系统供应商。

图 13：截至 2020 年 Q1 华铁股份最新股权结构图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2020年6月董事会换届选举，铁路系管理层全面上位。新增的两位非独立董事杨永林、韩文麟均曾从事中车体系内高级管理岗位。杨永林历任大同机车厂设计处副处长、厂长办公室副主任、厂部副总工程师，大同电力机车有限公司总工程师、副总经理、董事长兼总经理，北京二七机车有限公司董事长兼总经理；韩文麟曾任中国南车襄阳机车公司生产、安技部长、总经理助理兼生产中心总监、副总经理，中国南车洛阳机车公司生产部长、运营中心总监、副总经济师，洛阳机车厂厂长。

新增的独立董事孙喜运曾任大连机车车辆厂设计处副处长，大连机车车辆厂党委书记兼总工程师，中国北车大连机车车辆公司董事长兼总经理董事长兼党委书记，中国北车总部总裁助理兼机车事业部总经理。

新一届董事会成员在各专业领域从业年限均在30年以上，其中2/3来自铁路及轨道交通行业，这表明华铁股份轨交产业大平台将自上而下正式起航。

## 2. 轨交后市场、制动系统和轮对是未来重点发展方向

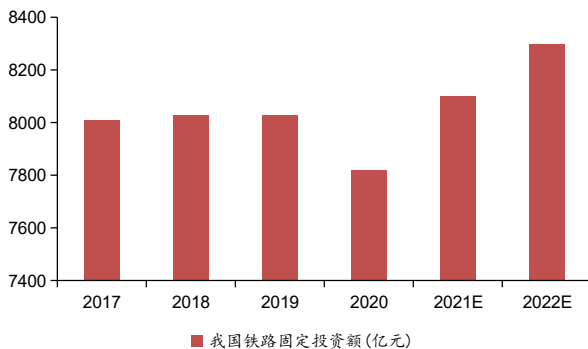
### 2.1. “十四五”高铁新增通车里程稳健增加，后市场发展进入黄金期

铁路固定资产投资维持高位，后市场增长弹性更大。今年1月，发改委颁发《“十四五”综合交通运输发展规划》，确保京津冀、长三角、粤港澳三大区域的城轨建设规模达到年均2000公里水平。根据去年8月中国国家铁路集团有限公司提出的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到2035年全国高铁通车里程7万公里左右，截至2020年底已通车3.79万公里，即未来15年年均通车2140公里，预计新增里程对应年均所需动车组数量在200-250组。动车组增量市场趋于稳定，但存量市场基数将持续扩大，且上一轮采购高峰期的车辆均步入大修期，庞大的设备保有量催生零部件后期维保更换需求，轨交后市场进入黄金发展期，零部件企业尤其是耗材类零部件企业将充分受益。

交通强国政策推进，高铁新增通车里程稳健增加。近年来，国家对铁路行业的投资力度持续加大，不断推进铁路现代化建设。截至2020年末，“十三五”铁路建设目标基本完成，全国铁路营业里程由2015年12.1万公里增加到14.6万公里增长20.9%。高铁累计运营里程由1.98万公里增加到3.79万公里，接近翻倍，复线率由53.5%增长到59.5%。尤其在2020年疫情影响下，新建里程数依旧维持高水平，全年铁路新增通车里程达7300公里，其中高铁为4933公里。铁路网覆盖约99%的20万以上人口城市，高铁网覆盖约90%的50万以上人口城市，运输服务水平和品质提升明显。

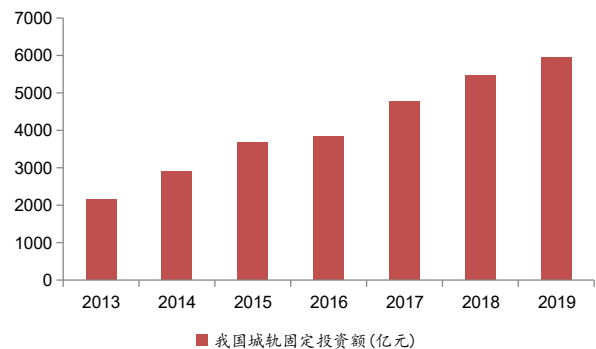
资产投资方面，“十三五”期间完成投资将近4万亿元，较“十二五”投资规模增长10.5%。其中2020年，全国铁路完成固定资产投资7819亿元，新线投产4933公里，新开工项目20个。自2014-2020年间，我国铁路固定资产投资年均总额基本维持在8000亿元左右，线性外推可预计2021年度铁路投资规模及新线投产基本保持该水平线。

图 14：近 5 年内，我国铁路年均投资额维持在 8000 亿元左右



资料来源：Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

图 15：我国城轨固定资产投资维持较高水平

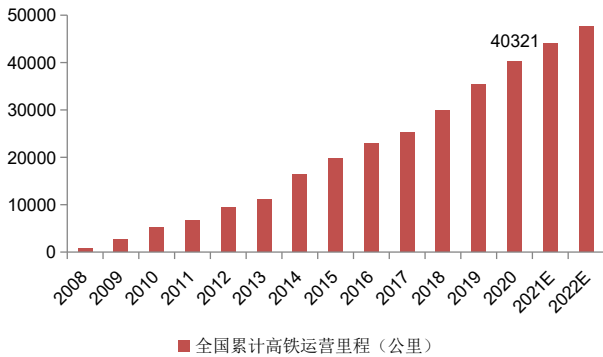


资料来源：Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

高铁仍将是“十四五”铁路建设重点，城际铁路或将贡献主要增量。“十四五”期间铁路投资包括高铁投资仍将是重点，参考“十三五”期间高铁年均通车里程3620公里，“十四五”期间高铁通车里程仍将稳健增长。考虑到中美贸易战和新冠疫情对国内宏观经济带来的不利影响，未来宏观经济仍将面临较大的下滑压力。根据《新时代交通强国铁路先行规划纲要》提出的到2035年全国高铁通车里程7万公里左右的目标，测算得出2020-2035高铁新增里程CAGR为3.7%。根据我们的不完全统计，目前已经取得国家发改委批复或者待批复的主要城际铁路规划有浙江省都市圈城际铁路一期、二期建设规划、京津冀地区城际铁路网规划修编方案、皖江城际铁路网、海峡西岸城市群粤东地区城际铁路网规

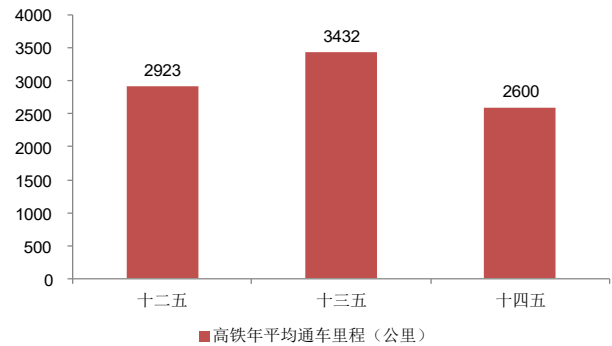
划、江苏省沿江城市群城际铁路建设规划(2019-2025年)和粤港澳大湾区(城际)铁路建设规划,合计建设里程约为1.5万公里左右,保守预计十四五期间城际铁路年均新增2600公里。

图 16: 2020 年我国累计高铁运营里程已经超额完成任务



资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

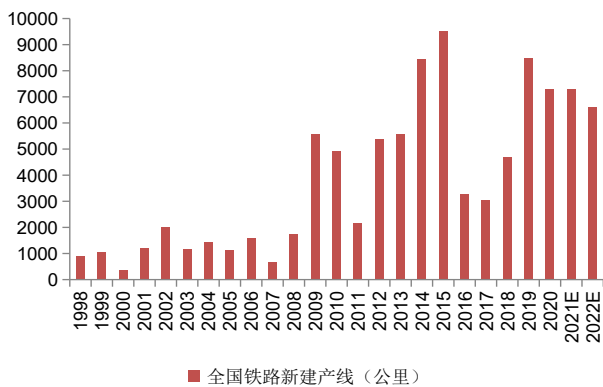
图 17: 预计十四五期间年高铁新增通车里程达到 2600 公里



资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

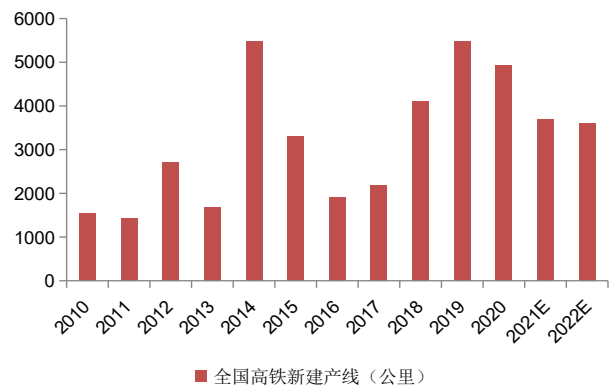
根据目前在建项目和待建项目批复情况结合 4-5 年的建设工期,我们预计 2020~2022 年高铁新增通车里程(包含城际铁路)分别为 4300 公里、3800 公里和 3600 公里,全国铁路新建产线 8300 公里、7300 公里和 6600 公里。按照每公里对应机车、客车和动车组保有量分别为 0.16 辆、0.55 辆和 0.1 组测算,预计 2020~2022 年机车分别增加 1568 辆、1168 辆和 1056 辆,客车分别增加 5015 辆、4015 辆和 3630 辆,动车组分别增加 303 组、380 组和 360 组。由此可见,未来三年国铁增量市场的新增通车里程、高铁新增通车里程和机车、客车以及动车组的采购都会有不同程度的下滑。

图 18: 全国铁路新增产线及其预测



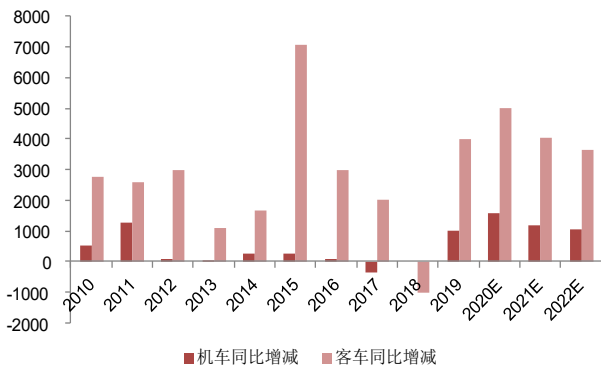
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

图 19: 全国高铁新增产线及其预测



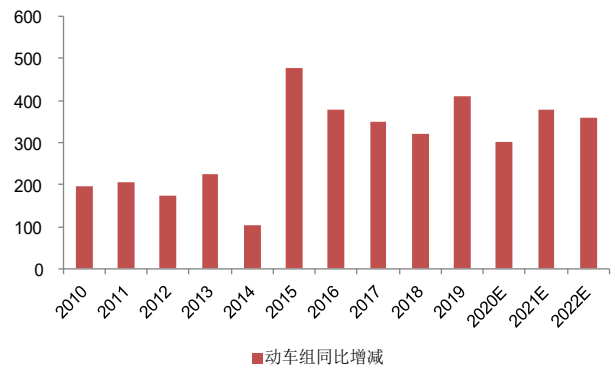
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

图 20：全国新增机车和客车数量及其预测



资料来源：Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

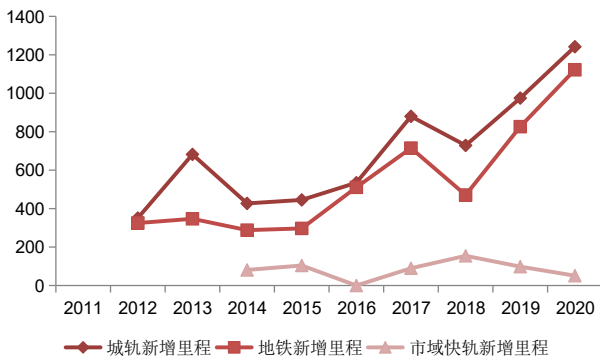
图 21：全国新增动车组数量及其预测



资料来源：Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

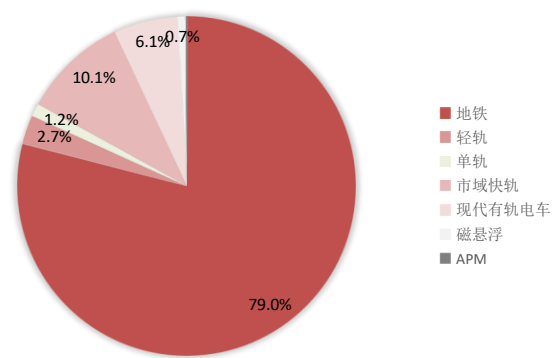
“十四五”期间，以地铁为代表的城市轨道交通投资仍将维持高位，年均新增通车里程或超 1000 公里。作为城市发展的重要一环，轨道交通在缓解城市拥堵，改善城市环境，缓解资源压力，促进低碳经济的过程中发挥了重要作用。2020 年全国完成新增城市轨道交通投资约 1 万亿；完成新增城市轨道交通运营里程 1242 公里，同比增长 28.2%。新增城轨投资和运营里程均创历年最高。其中新增地铁运营里程 1122 公里，同比增长 34.8%。截至 2020 年底，全国城市轨道交通运营里程累计达到 7978 公里。其中地铁运营里程为 6303 公里，占比 79%；市域快轨 806 公里，占比 10%；现代有轨列车 486 公里，占比 6%。

图 22：2020 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高



资料来源：城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

图 23：2020 年我国地铁运营里程占城轨运营里程 79%



资料来源：城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

预计 2020~2022 年将迎来城轨建成投运高峰期。根据我们的不完全统计，2015~2019 年国家发改委共批复了 3741 公里的城市轨道交通计划，累计投资金额 26793 亿元。其中 2015-2016 年共批复了 1977 公里，累计投资金额 13639 亿元，按照 4-5 年的工期测算，这些项目将在 2019~2021 年逐步建成运营；2017~2018 年暂停批复，2018 年 8 月又重新开始批复。2018 年 8 月到 2019 年共批复了 1765 公里，累计投资金额达到 7991 公里。而我国远期规划城市轨道交通里程达 3.5 万公里，其中地铁 2.7 万公里。对比 2019 年 6730 公里的运营里程，未来发展空间依然很大。

预计“十四五”期间市域快轨将得到重大发展。2017 年，多部门联合出台《关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见》中明确提出，至 2020 年京津冀、长江三角洲、珠江三角洲、长江中游、成渝等经济发达地区的超大、特大城市及具备条件的大城市，市域

(郊)铁路骨干线路基本形成,构建核心区至周边主要区域的1小时通勤圈。作为城轨中占比第二高的市域快轨,预计在十四五期间将得到重大发展。根据我们不完全统计,目前在建或待建的市域快轨达到1879.3公里。

根据目前在建项目和待建项目批复情况结合4-5年的建设工期,我们预计2020~2022年全国新增轨道交通运营里程分别为1000公里、1100公里和1200公里;根据历史数据分析,车辆密度逐年提升。假定按照每公里采购车辆6.2辆、6.3辆和6.4辆测算,预计2020~2022年分别新增6930辆、7704辆和8564辆轨道运营车辆。与国铁增量市场未来三年可能下滑相比,城轨的增量市场未来三年仍将维持增长趋势。

图 24: 全国新增城市轨道交通运营公里预测

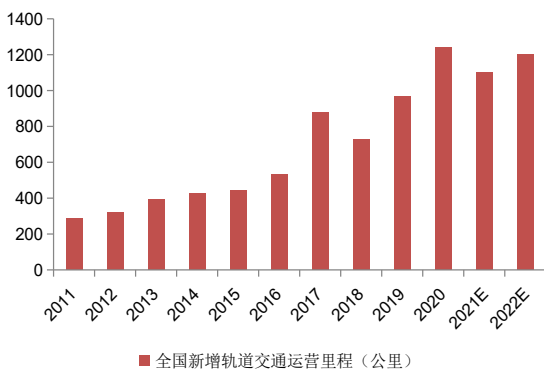
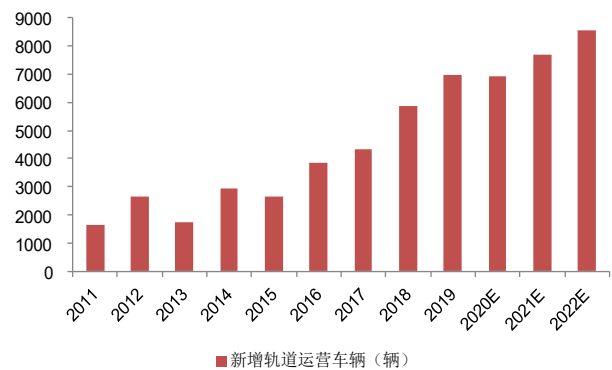


图 25: 全国新增城市轨道交通运营车辆预测



资料来源: Wind、城市轨道交通协会、浙商证券研究所

资料来源: Wind、城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

总体来看,未来三年轨交增量市场中国铁采购车辆可能会随着新增产线的减少而逐年下滑;城轨新采购车辆虽然逐年提升,但是增速相比2018年、2019年均有所下滑。

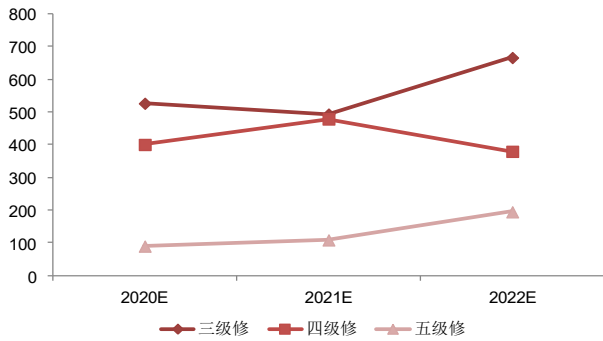
随着国铁和城轨运营里程逐年增加,运营车辆保有量屡创新高,轨交后市场进入黄金发展期。2019年全国铁路机车保有量22000台,客车保有量76000辆,货车保有量878000辆,动车组保有量达到3665组(对应29319辆);城市轨道交通运营车辆的保有量也达到了40998辆。庞大的轨交运营车辆保有量将催生巨大的维修更换后市场。

“十二五”期间集中采购的车辆正在集中进入大修期。1)我国高铁从2008年开始运营,“十二五”期间进入第一个新建产线和运营车辆采购高峰期。我国高铁维修分为五级,累计运行4000公里或48个小时,需要接受一级检修,累计运行3万公里或1个月,需要接受二级检修。三、四、五级检修则是对动车组的全面修理和深度维护,检修周期分别为120万公里、240万公里、480万公里,或3年、6年、12年。一、二级维修主要由各运营单位实施,三级以上维修需要由车辆制造单位进行。

根据每年新增的动车数量以及运行时间测算维修需求,2020年车辆三级修需求为527列,四级修需求为401列,五级修需求为90列;2021年车辆三级修需求为494列,四级修需求为479列,五级修需求为109列;2022年车辆三级修需求为667列,四级修需求为380列,五级修需求为195列。按照三级、四级和五级维修单价分别900万元/列、1800万元/列和3600万元/列测算,我们预计2020~2022年高铁维修市场规模分别为152亿元、170亿元和199亿元;2)我国城市轨道交通在“十二五”期间实现了阶梯式的发展,车辆保有量迅速提升,“十二五”期间投入运营的车辆也在近两年逐步步入大修。城轨地铁的维修分为架修和大修。根据检修规定,一般架修在车辆运行5年左右或60万公里进行,大修在车辆运行10年左右或120万公里进行。

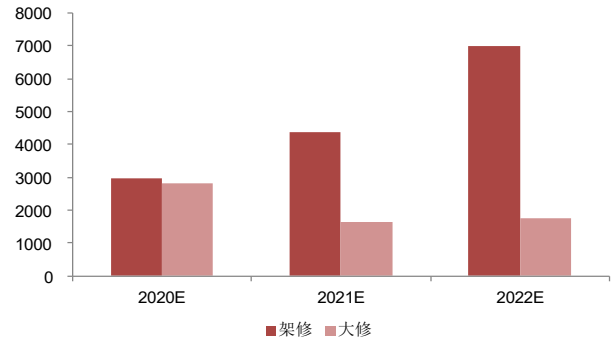
根据每年新增的城轨车辆数量以及运行时间测算维修需求，2020 年车辆架修需求为 2963 辆，大修需求为 2806 辆，架修加大修需求为 5769 辆；2021 年车辆架修需求为 4387 辆，大修需求为 1660 辆，架修加大修需求为 6047 辆；2022 年车辆架修需求为 4978 辆，大修需求为 2666 辆，架修加大修需求为 7644 辆；2023 年车辆架修需求为 6988 辆，大修需求为 1755 辆，架修加大修需求为 8743 辆。

图 26：2020~2022 年三级以上维修动车组列数预测



资料来源：浙商证券研究所

图 27：2020~2022 年架大修地铁车辆数预测



资料来源：浙商证券研究所

## 2.2. 制动系统和轮对是高铁国产化最后亟待攻克堡垒

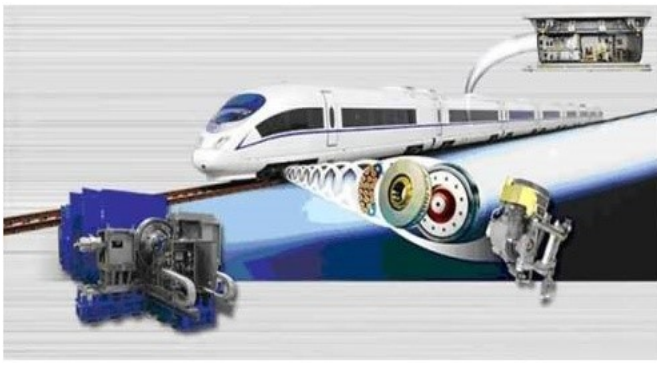
制动系统和轮对是我国高铁核心零部件亟待国产化的最后堡垒。我国高铁技术从引进、消化、吸收到自主创新经历了二十余年，实现了从引进到完全自主化的转折，核心零部件的国产化率不断提高，目前已超 80%，车身系统基本完全实现国产化。

其中，门系统方面康尼机电市场份额较高，给水卫生系统华铁股份市场份额较高，座椅内饰今创集团市场份额较高，密封条海达股份市场份额较高；电气系统中难度较大的包括车载辅助电源和连接器，车载辅助电源一般与牵引系统配套，目前中车时代电气可自主供货，鼎汉技术产品也通过部分车型认证并小批量供货，连接器方面永贵电器国产化市场份额较高；牵引系统方面主要由中车旗下两家供应商中车时代电气及大连电牵供货，核心 IGBT 也由时代电气实现国产化；转向行走部分，转向架由中车自主生产，转向架上关键部件中目前轮对仍主要由中外合资企业智奇供货，其中车轴由晋西车轴实现国产化，车轮由太原重工实现国产化。

最后，制动系统是国产化程度最低的部分，目前仍主要由德国企业克诺尔供货，仅其中的部件如刹车片实现了国产化，部分辅助配件如撒砂装置实现国产化。据《中国经营报》提供的信息显示，国内轮对市场目前主要由 BVV 和智奇铁路设备有限公司供货，其中 2019 年 BVV 高速轮对已占中国新造动车组市场份额的 50%，维修换装市场份额的 10%。这意味着，智奇在中国高铁轮对市场长达 10 年的垄断地位已经不复存在。

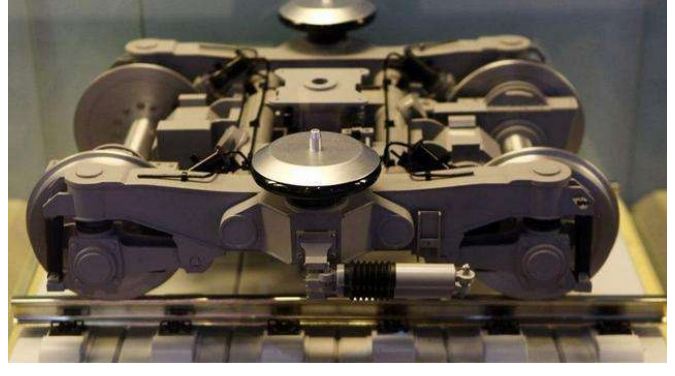


图 28：我国和谐号高铁制动系统示意图



资料来源：航天精工、浙商证券研究所

图 29：我国高铁轮对系统产品图



资料来源：百度图库、浙商证券研究所整理

**高铁制动系统**由主要由风源系统、制动指令发生及传输系统、制动控制系统、动力制动装置、防滑器、转向架制动装置、辅助制动装置、撒砂装置、备用制动系统等子系统或部件组成。一般动车组速度越高，对制动系统的要求也越高。目前国内每年高铁制动市场空间 70-80 亿元，主要由克诺尔、铁科院和浦镇海泰分享，其中克诺尔的市场份额最高。制动系统中作为耗材的刹车片年市场空间约在 30 亿元左右，目前国产化程度比较高，天宜上佳、克诺尔威墅堰、博深工具、华铁股份都有布局，其中天宜上佳市场份额最高。**2018 年华铁股份与西屋法维莱成立合资公司——华铁西屋法维莱，面向中国市场提供制动系统、钩缓系统、撒砂系统、车门及空调等 8 种产品。**

**高铁轮对**技术含量高，产业高度集中。目前全球具备规模化生产轮对的厂商主要有德国的 BVV（被中资富山企业 2017 年收购）、意大利路奇霓、日本住友金属工业公司、西班牙铁道车辆制造商 CAF 公司和德国与捷克的合资公司 GHH-Bonatrans。

目前国内高铁轮对市场的主要参与者是 BVV 和智奇（智波公司与意大利路奇霓设立的合资公司）。来自《中国经营报》的信息显示，**2019 年 BVV 高速轮对已占中国新造动车组市场份额的 50%，维修换装市场份额的 10%**。2019 年国铁招标 409 组动车组，按照一副高铁轮对（一对车轮加一根车轴）的终端售价 6 万~7 万元左右，以最常见 8 编组动车组列车为例，一组动车组 8 节车厢（即 8 编组），一节动车需要 4 副轮对，不包括维修在内，一组动车组轮对采购价格就达 208 万元。2019 年市场规模达到 8.51 亿元。**现在高铁轮对维修更换市场是新造的 1.5~2 倍，待动车组保有量相对稳定之后，预计高铁轮对每年的维修更换量或将是新造的 5 倍。**

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1. 盈利预测

##### 收入增长假设:

1) 传统业务给水卫生系统、备用电源系统以及贸易配件业务由于公司市场份额比较稳定,未来仍将维持低速增长。预计 2020~2022 年给水卫生系统收入增速分别为 5%、5% 和 3%;备用电源系统收入增速分别为 15%、10%和 5%;贸易配件业务收入增速分别为 2%、2%和 1%;制动闸片收入增速分别为 30%、30%和 30%。

2) 座椅业务:山东嘉泰于 2019 年 11 月实现并表,2019 年实现收入 4.8 亿元;净利润 1.6 亿元,并表收入为 1.1 亿元,贡献归母净利润 0.2 亿元。根据业绩承诺(2019 年、2020 年、2021 年山东嘉泰分别实现不低于 1.6 亿元、2.2 亿元、2.5 亿元净利润),假设公司座椅业务 2020 年实现并表收入 7.2 亿元,2021~2022 年收入同比增速为 17%、10%。

3) 其他业务收入维持稳定增长,预计 2020~2022 年其他业务收入增速分别为 17%、13%和 18%。

4) 新兴业务检修系统:预计 2020~2022 年检修系统收入增速分别为 50%、40%和 30%。一是随着 2007 年采购的动车组在 2019 年进入五级修,高铁后市场的市场规模迅速扩大;二是 2020 年 7 月设立华铁通达(青岛)轨道交通维保有限公司,将对现有维修保养业务的市场资源、人力资源、采购供应链等进一步充分整合,2020 年起将集中力量重点发力后市场,公司在后市场的市场份额有望加速提升。

**表 1: 预计 2020-2022 年公司检修系统收入快速增长**

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
三级修动车组	588	575	527	494	667
四级修动车组	173	172	401	479	380
五级修动车组	0	86	90	109	195
高铁后市场规模(亿元)	84	114	152	170	199
华铁检修系统收入(万元)	14899	26107	39161	54825	71273
华铁后市场市占率	1.8%	2.3%	2.6%	3.2%	3.6%
华铁检修系统收入增速	-12%	75%	50%	40%	30%

资料来源:公司公告、浙商证券研究所预测

**毛利率假设:**轨交零部件市场由于进入门槛较高,竞争格局比较稳定,毛利率一般处于比较稳定的状态,但是每年采购量分布不均,规模效应的大小容易导致毛利率波动。

1) 给水卫生系统由于竞争格局稳定,收入增长平稳,各年间毛利率变化不大,预计 2020~2022 年给水卫生系统毛利率维持在 44%的水平;

2) 备用电源系统 2019 年毛利率大幅提高主要是因为收入增长较快带来规模效应,预计未来三年随着后市场爆发,备用电源增长仍将维持较快增长,其毛利率有望持续改善,预计 2020~2022 年备用电源毛利率为 40%、41%和 41%;

3) 贸易配件 2019 年毛利率大幅下滑主要是由于收入大幅下降-39%，未来三年随着通车高峰期的到来，贸易配件的收入将会恢复缓慢增长，毛利率也将随之逐步恢复，预计 2020~2022 年贸易配件毛利率分别为 19%、21%和 21%；

4) 座椅业务自 2019 年 11 月正式并表，市场份额维持较高（45%），预计未来三年毛利率维持在 47%的水平；

5) 检修系统和制动闸片由于随着维修后市场爆发，毛利率会随着收入快速增长而提高，预计 2020~2022 年检修系统毛利率分别为 38%、40%和 40%，制动闸片毛利率分别为 39%、40%和 40%。

**表 2：公司细分业务收入和毛利率预测**

业务类型	2019A	2020E	2021E	2022E
给水卫生系统收入（万元）	40816	42857	45000	46350
YOY	-10%	5%	5%	3%
给水卫生系统毛利率	44%	44%	44%	44%
备用电源系统收入（万元）	35581	40918	45009	47260
YOY	18%	15%	10%	5%
备用电源系统毛利率	40%	40%	41%	41%
检修系统收入（万元）	26107	39161	54825	71273
YOY	75%	50%	40%	30%
检修系统毛利率	38%	38%	40%	40%
制动闸片收入（万元）	2421	3148	4092	5320
YOY	30%	30%	30%	30%
制动闸片毛利率	38%	39%	40%	40%
贸易配件收入（万元）	48523	49493	50483	50988
YOY	-39%	2%	2%	1%
贸易配件毛利率	17%	19%	21%	21%
座椅产品收入（万元）	11202*	72000	84000	92000
YOY		543%	17%	10%
座椅产品毛利率	47%	47%	47%	47%
<b>营业总收入</b>	<b>167213</b>	<b>250576</b>	<b>286809</b>	<b>317190</b>
<b>YOY</b>	<b>-3%</b>	<b>50%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>35%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>

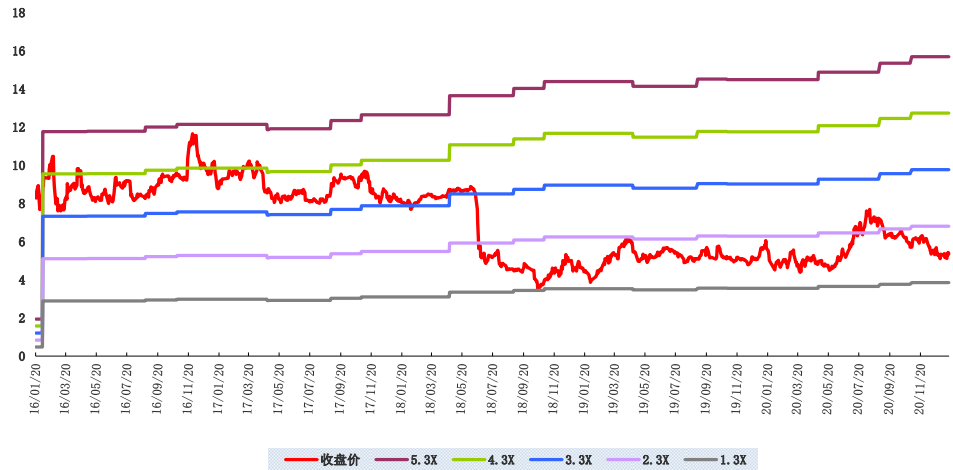
资料来源：浙商证券研究所（带\*数据为山东嘉泰 2019 年 11 月并表后的公司座椅业务收入）

根据以上假设，我们预计华铁股份 2020~2022 年营业收入分别为 25.06 亿元、28.68 亿元和 31.72 亿元，增速分别为 49.85%、14.46%和 10.59%；归母净利润分别为 4.49 亿元、5.53 亿元和 6.51 元，增速分别为 48.34%、23.17%和 17.62%；EPS 分别为 0.28 元/股、0.35 元/股和 0.41 元/股。

### 3.2. 估值

由于华铁股份之前受化纤业务剥离的影响，净利润年度波动较大，PE 不能如实反应公司历史估值的变动。因此，我们选用 PB(LF)来反映公司历史估值的变动。从历史估值来看，华铁股份自 2016 年借壳春晖股份以来 PB (LF) 均处于 1.3-12 倍之间。截至 2021 年 1 月 29 日，公司的 PB (LF) 为 2.03 倍，处于历史较低水平。

图 30：华铁股份自借壳 ST 春晖以来 PB(TTM)处于 1.3-12 倍之间



资料来源：Wind、浙商证券研究所

从与可比公司横向比较的角度来看，截至 2021 年 1 月 29 日可比公司康尼机电（轨道交通门系统）、永贵电器（连接器）和鼎汉技术（轨道交通电源）、天宜上佳（粉末冶金闸片）和今创集团（门系统、座椅和厨房等）2021 年 Wind 一致预期预测的平均 PE 为 21 倍，我们对华铁股份 2021 年预测 PE 为 17 倍，低于可比公司的平均水平。

华铁股份打造轨交大平台战略雏形已现，铁路系新管理层将会加速这一战略的推进。预计 2020-2022 年公司净利润同比增长 48%、23%和 18%，对应估值分别为 21 倍、17 倍和 15 倍。考虑到公司较强的盈利能力和较低的资产负债率，以及轨交产业大平台战略的顺利推进，我们认为公司理应享有更高的估值。给予华铁股份 2021 年 25 倍 PE，对应目标价 8.7 元/股，距离当前股价还有约 45%空间。给予“增持”评级。

表 3：华铁股份与可比公司主要财务指标对比（截至 2021 年 1 月 29 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (2021E)	2019 年净利润 (亿元)	2020 前三季度			
					毛利率	净利率	资产负债率	ROE
603111	康尼机电	51.05	9.20	6.50	36.89%	15.52%	41.83%	13.32%
300351	永贵电器	31.69	24.76	-4.30	34.98%	10.09%	15.82%	3.82%
300011	鼎汉技术	32.23	33.58	0.43	34.27%	6.68%	46.32%	2.85%
688033	天宜上佳	55.24	-	2.71	74.39%	26.74%	6.25%	2.68%
603680	今创集团	97.49	17.87	3.96	30.42%	11.24%	52.26%	6.86%
行业平均		53.54	21.35	1.86	42.19%	14.05%	32.50%	5.91%
000976	华铁股份	96.06	17.36	3.03	38.14%	19.76%	28.39%	5.93%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

### 3.3. 核心风险

- 1) 轨交投资低于预期
- 2) 公司 33 亿元商誉占比较大

2016 年 1 月，公司非公开发行股份筹集资金购买香港通达 100%的股权，2019 年 10 月 12 日公司现金收购山东嘉泰 51%股权，以上两笔交易形成的商誉经审计账面原值为 34.6 亿元，于 2018 年度计提商誉减值准备 1.1 亿元。截至 2020 年 9 月 30 日，公司商誉账面价值为 33.5 亿元，占到公司总资产的 48.6%。若公司未来的经营业绩未能达到预期收益目标，则商誉将存在减值风险，对公司未来业绩产生不利影响。

**表 4：2020Q3 公司商誉账面价值为 33.5 亿元**

(亿元)	2017	2018	2019	2020Q3
商誉账面原值(山东嘉泰)			8.5	8.5
商誉账面原值(香港通达)	26.1	26.1	26.1	26.1
商誉账面原值(合计)	26.1	26.1	34.6	34.6
计提商誉减值准备		1.1		
<b>商誉账面价值</b>	<b>26.1</b>	<b>25.0</b>	<b>33.5</b>	<b>33.5</b>

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 3) 大股东质押比例较高

公司控股股东广州兆盈于 2020 年 4 月质押其所持有的全部公司股份 13960 万股（占质押总股数 50%），拉萨泰通持股总数为 25904 万股，累计未解押质押股数为 20856 万股（占质押总股数 27.6%，占持股总数的 80.5%）；广州兆盈与其一致行动人拉萨泰通合计未解押质押股数 34816 万股，两者合计持股 39864 亿股，未解质押比例达到 87.3%，占质押总股数 77.6%，存在大股东高比例质押风险。

**表 5：公司控股股东质押明细**

公告日期	股东名称	质押方	质押股数(万股)	质押起始日期	质押日参考股价	质押截止日	解押日期
2020-04-24	广州兆盈	中原信托	13960	2020-04-23	5.04	2023-04-24	--
2020-04-24	广州兆盈	华泰证券	13960	2020-01-09	--	2022-01-06	2020-04-23
2021-01-30	拉萨泰通	招行深圳分行	4100	2017-01-17	--	--	2021-01-28
2020-10-28	拉萨泰通	华创证券	500	2020-10-26	5.97	2021-08-30	--
2020-09-01	拉萨泰通	华创证券	7431.63	2020-08-28	7.23	--	--
2020-08-28	拉萨泰通	中国进出口银行	8876	2016-06-14	--	--	2020-08-26
2017-11-17	拉萨泰通	西藏信托	1400	2017-11-14	9.11	--	--
2017-11-17	拉萨泰通	中国进出口银行	1400	2016-06-14	--	--	2017-11-06
2017-01-20	拉萨泰通	中国进出口银行	3024	2016-06-14	--	--	2017-01-12
2017-01-20	拉萨泰通	西藏信托	11524	2017-01-17	8.79	--	--
2017-01-20	拉萨泰通	华融证券	1792	2016-06-21	--	--	2017-01-16
2017-01-20	拉萨泰通	华融证券	2300	2016-05-24	--	--	2017-01-16
2017-01-20	拉萨泰通	华融证券	7408	2016-05-19	--	--	2017-01-16
2016-06-23	拉萨泰通	长安国际信托	15000	2016-02-03	--	--	2016-06-14
2016-05-24	拉萨泰通	西藏信托	10903.61	2016-02-03	--	--	2016-05-18

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2806	3671	4449	5337
现金	506	1008	1217	1635
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1262	1822	2173	2368
其它应收款	4	31	17	22
预付账款	604	448	617	763
存货	412	351	413	536
其他	17	11	12	13
<b>非流动资产</b>	3681	3159	3265	3428
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	201	213	226	240
无形资产	104	94	103	112
在建工程	5	20	32	42
其他	3370	2831	2903	3034
<b>资产总计</b>	6487	6830	7714	8764
<b>流动负债</b>	1528	1218	1417	1681
短期借款	623	440	440	501
应付款项	375	401	488	563
预收账款	28	35	45	49
其他	502	341	443	568
<b>非流动负债</b>	346	337	339	341
长期借款	316	316	316	316
其他	30	21	22	24
<b>负债合计</b>	1874	1555	1756	2022
少数股东权益	164	276	406	540
归属母公司股东权	4449	4998	5552	6203
<b>负债和股东权益</b>	6487	6830	7714	8764
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	16	125	363	569
净利润	310	562	683	784
折旧摊销	21	20	21	23
财务费用	24	39	29	26
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	179	(558)	(308)	(142)
其它	(518)	63	(63)	(122)
<b>投资活动现金流</b>	(572)	498	(125)	(186)
资本支出	(18)	(40)	(40)	(40)
长期投资	0	0	0	0
其他	(554)	538	(85)	(146)
<b>筹资活动现金流</b>	514	(121)	(29)	34
短期借款	364	(182)	0	61
长期借款	300	0	0	0
其他	(150)	61	(29)	(26)
<b>现金净增加额</b>	(42)	502	209	418

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1672	2506	2868	3172
营业成本	1081	1530	1715	1888
营业税金及附加	14	23	23	25
营业费用	28	38	37	35
管理费用	98	120	135	146
研发费用	48	63	72	79
财务费用	24	39	29	26
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	8	8	7	8
<b>营业利润</b>	395	702	865	980
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	395	702	865	980
所得税	85	140	182	196
<b>净利润</b>	310	562	683	784
少数股东损益	7	112	130	133
<b>归属母公司净利润</b>	303	449	553	651
EBITDA	458	757	911	1025
EPS (最新摊薄)	0.19	0.28	0.35	0.41
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.42%	49.85%	14.46%	10.59%
营业利润	108.03%	77.88%	23.20%	13.35%
归属母公司净利润	107.99%	48.34%	23.17%	17.62%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.35%	38.94%	40.20%	40.47%
净利率	18.53%	22.41%	23.82%	24.73%
ROE	6.81%	9.09%	9.85%	10.25%
ROIC	6.37%	10.23%	11.13%	11.41%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.89%	22.77%	22.76%	23.07%
净负债比率	50.11%	48.64%	43.10%	40.43%
流动比率	1.84	3.01	3.14	3.17
速动比率	1.57	2.73	2.85	2.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.38	0.39	0.38
应收帐款周转率	1.44	1.93	1.67	1.63
应付帐款周转率	4.53	5.58	5.37	5.06
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.28	0.35	0.41
每股经营现金	0.01	0.08	0.23	0.36
每股净资产	2.79	3.13	3.48	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	31.61	21.31	17.30	14.71
P/B	2.15	1.92	1.72	1.54
EV/EBITDA	19.21	12.69	10.45	9.07

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>