

拟收购德国 BVV 轨交轮对核心资产，打造国际化平台

——华铁股份事件点评

公司点评

行业公司研究——机械设
备行业——证券研究报告

事件

公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式购买青岛兆盈轨道交通设备有限公司100%股权，从而实现间接持有标的子公司 BVV 集团及香港利合 100%股权（青岛兆盈通过香港富山 100%控股 BVV 集团）。其中，向重庆兆盈轨交以发行股份的方式收购其所持有的青岛兆盈 38%股权，以现金支付的方式收购其所持有的青岛兆盈 38%股权；向济南港通以发行股份的方式收购其所持有的青岛兆盈 24%股权。

投资要点

拟收购 BVV 资产大幅扩张收入利润规模，向国际化大平台战略迈出关键一步

公司实控人宣瑞国旗下的香港富山公司于 2017 年 3 月 100%收购德国钢铁集团旗下的 BVV。BVV 为全球知名的轨道交通车轮、车轴和轮对制造商，拥有深厚的技术底蕴、成熟的规模化生产能力及较为稳固的客户群体。2018 年、2019 年、2020 年前 7 月富山公司的收入分别为 1.9 亿欧元、2.0 亿欧元、1.3 亿欧元；分别实现归母净利润 638 万欧元、988 万欧元、1732 万欧元。BVV 在德语区（德国、奥地利、比利时、瑞典等）轨交轮对市场约 90%；估计目前在中国高铁新造轮对市场约 50%。此次将实控人体外的核心资产注入上市公司后，将实现：1）丰富公司产品线，拓宽收入利润来源。业务将拓展到高门槛的轨交车轮、车轴及轮对的生产销售，收入规模有望扩张 70%以上。2）借助 BVV 品牌影响力，开拓海外市场。此次交易助力公司打造国际化轨交零部件大平台。3）协同效应明显，盈利能力提升。国内企业响应更快，服务优势显著，BVV 集团自被国内企业控股以来，在中国的市占率大幅增长。此次交易对未来三年的具体业绩承诺将由各方后续签署补充协议予以确认。

国内外轨交车轮、车轴及轮对市场总规模有望达到 60-70 亿

中国轨交建设增量占全球轨交建设增量的 80%以上，拥有全球最大的轨交市场。截至 2020 年末，全国铁路营业里程 14.6 万公里，其中高铁 3.8 万公里；全国铁路路网密度 152 公里/万平方公里；根据 2020 年发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年全国铁路网将达 20 万公里，其中高铁约 7 万公里。预计未来每年国内外轨交车轮、车轴及轮对市场总规模(包括新造市场、后市场)有望达 60-70 亿元。

股权激励业绩考核目标：2020-2022 年业绩稳健较快增长

公司 2020 年 6 月发布股票期权激励计划，以公司业绩考核目标作为行权条件之一。业绩考核目标具体为 2020/2021/2022 年公司净利润不低于 4.5/5.5/6.5 亿元。

盈利预测与估值

鉴于公司本次交易涉及的标的资产前尚未完成审计、评估/估值等工作，我们暂不考虑本次收购，预计公司 2020~2022 年收入为 25.29/32 亿元，同比增长 50%/14%/11%；归母净利润 4.5 亿元、5.5 亿元、6.5 亿元，同比增长 48%、23%、18%；对应 EPS 为 0.28/0.35/0.41 元，PE 为 23/19/16 倍，维持公司“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)	2019A	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	34	23	19	16
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
ROE	7%	9%	10%	10%

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 6.44

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.07

2Q/2020

0.09

1Q/2020

0.02

4Q/2019

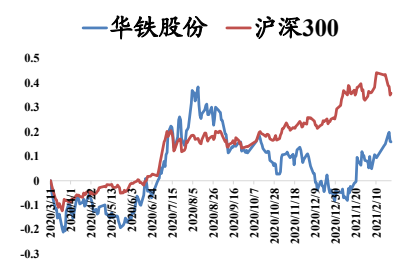
0.05

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghua jun@stocke.com.cn

分析师：潘贻立

执业证书号：S1230518080002
panyili@stocke.com.cn



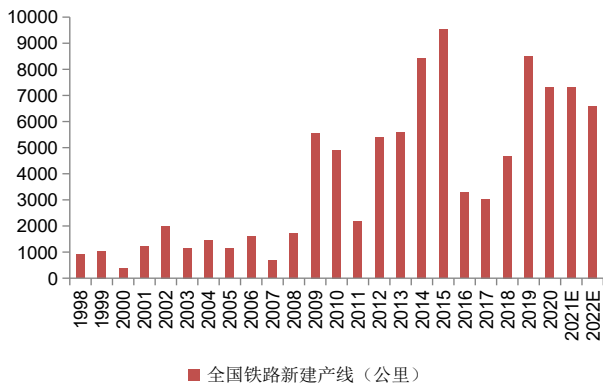
相关报告

【华铁股份】深度：轨交装备零部件龙头，平台战略将提速 2021.02

附录

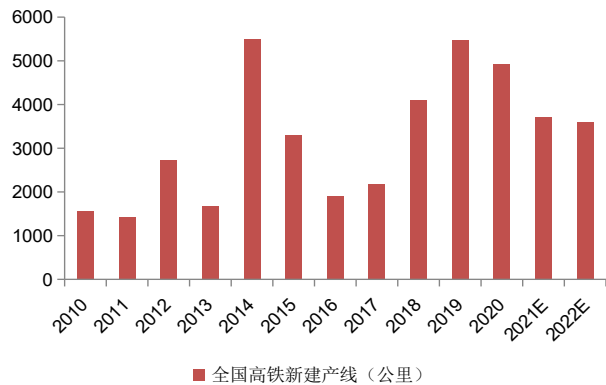
附录 1: 根据目前在建项目和待建项目批复情况结合 4-5 年的建设工期, 我们预计 2020~2022 年高铁新增通车里程(包含城际铁路)分别为 4300 公里、3800 公里和 3600 公里, 全国铁路新建产线 8300 公里、7300 公里和 6600 公里。按照每公里对应机车、客车和动车组保有量分别为 0.16 辆、0.55 辆和 0.1 组测算, 预计 2020~2022 年机车分别增加 1568 辆、1168 辆和 1056 辆, 客车分别增加 5015 辆、4015 辆和 3630 辆, 动车组分别增加 303 组、380 组和 360 组。

图 1: 全国铁路新增产线及其预测



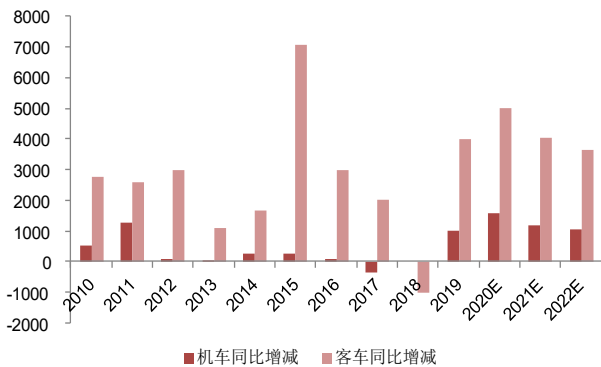
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

图 2: 全国高铁新增产线及其预测



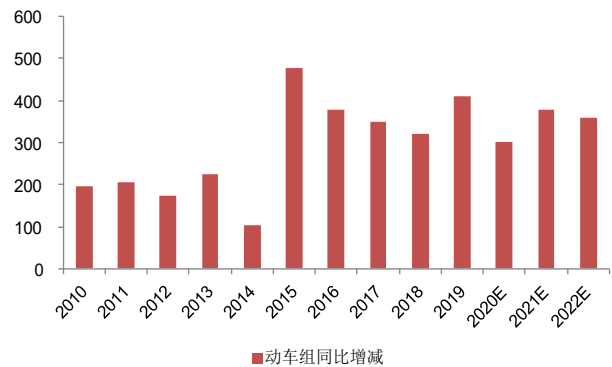
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

图 3: 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

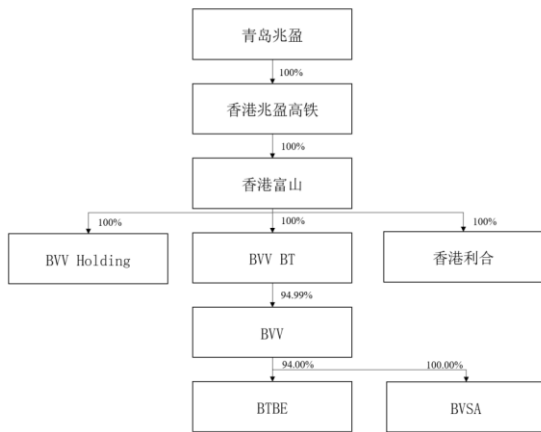
图 4: 全国新增动车组数量及其预测



资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

附录 2: 青岛兆盈于 2020 年 7 月 29 日设立, 未有最近年度的财务数据。青岛兆盈核心资产为通过香港兆盈高铁、香港富山间接控制的 BVVBT 和香港利合 100% 股权。2018 年、2019 年、2020 年前 7 月香港富山的收入分别为 1.9 亿欧元、2.0 亿欧元、1.3 亿欧元; 分别实现归母净利润 638 万欧元、988 万欧元、1732 万欧元。

图 5：青岛兆盈通过香港富山 100%控股 BVV 集团



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：香港富山近三年主要财务数据

单位：欧元

资产负债项目	2020.7.31	2019.12.31	2018.12.31
资产总计	227,404,925.94	218,483,325.10	218,315,310.28
负债合计	120,560,127.76	128,222,602.93	134,076,816.82
所有者权益	106,844,798.18	90,260,722.17	84,238,493.46
归属于母公司所有者权益合计	103,280,082.24	86,699,319.61	80,675,867.71
收入利润项目	2020年1-7月	2019年	2018年
营业总收入	131,309,172.82	195,594,954.60	194,366,978.60
营业利润	19,680,220.00	12,389,235.10	8,656,816.30
利润总额	19,233,508.59	11,687,963.08	7,688,810.66
净利润	17,397,797.16	10,017,708.40	6,506,855.22
归属于母公司所有者的净利润	17,318,631.28	9,884,828.97	6,375,093.60
扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润	9,371,984.90	10,075,548.65	65,504,708.33

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

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2806	3671	4449	5337	营业收入	1672	2506	2868	3172
现金	506	1008	1217	1635	营业成本	1081	1530	1715	1888
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	14	23	23	25
应收账款	1262	1822	2173	2368	营业费用	28	38	37	35
其它应收款	4	31	17	22	管理费用	98	120	135	146
预付账款	604	448	617	763	研发费用	48	63	72	79
存货	412	351	413	536	财务费用	24	39	29	26
其他	17	11	12	13	资产减值损失	(0)	0	0	0
非流动资产	3681	3159	3265	3428	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	8	8	7	8
固定资产	201	213	226	240	营业利润	395	702	865	980
无形资产	104	94	103	112	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	5	20	32	42	利润总额	395	702	865	980
其他	3370	2831	2903	3034	所得税	85	140	182	196
资产总计	6487	6830	7714	8764	净利润	310	562	683	784
流动负债	1528	1218	1417	1681	少数股东损益	7	112	130	133
短期借款	623	440	440	501	归属母公司净利润	303	449	553	651
应付款项	375	401	488	563	EBITDA	458	757	911	1025
预收账款	28	35	45	49	EPS (最新摊薄)	0.19	0.28	0.35	0.41
其他	502	341	443	568	主要财务比率				
非流动负债	346	337	339	341		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	316	316	316	316	成长能力				
其他	30	21	22	24	营业收入	-3.42%	49.85%	14.46%	10.59%
负债合计	1874	1555	1756	2022	营业利润	108.03%	77.88%	23.20%	13.35%
少数股东权益	164	276	406	540	归属母公司净利润	107.99%	48.34%	23.17%	17.62%
归属母公司股东权益	4449	4998	5552	6203	获利能力				
负债和股东权益	6487	6830	7714	8764	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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	33.93	22.87	18.57	15.79
					P/B	2.31	2.06	1.85	1.66
					EV/EBITDA	19.21	13.62	11.23	9.76

资料来源：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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>