

## 公司研究

## 厚积薄发，千亿轨交后市场步入快速成长期

## ——华铁股份（000976.SH）投资价值分析报告之二

## 要点

**轨交后市场概况：**主要分为车辆维修、零部件更换、运营及维护服务四个部分。参照欧美成熟的轨交市场，轨交线路建设已趋于完善，相应的轨交车辆制造环节市场逐步萎缩，规模已被后市场所超越。在我国，后市场的发展重心依然在动车组领域，未来份额有望达到50%以上，铁总及中车承担主要的后市场服务工作。为提升运营维保专业程度、降低运营成本，后市场工作的外包是大势所趋，核心轨交装备供应商在后市场中将会承担更多的角色，面临重大发展机遇。

**我国轨交后市场的发展已步入高速成长期：**2035年我国高铁里程预计提升至7万公里，最终动车组保有量预期由目前的近4000列达到7200列。保有量规模的不断提升，大大带动了后续车辆维修、零部件更换及维护服务的需求。2008年我国高铁正式运营，现如今动车组高级修周期如约而至，我们测算2021-2025年动车组高级修市场规模总计可达2000亿元，零部件的更换也有望伴随维修市场的发展快速放量。

**厚积薄发，后市场推动华铁股份迈上新台阶：**华铁股份战略目标是打造完整的轨交核心零部件大平台，所涵盖的产品种类已由2016年的五种拓展至2020年的十五种。公司零部件更换的收入比重已悄然提升，2020年给水卫生产品收入中，来自后市场更换的收入占比已提升至40%，座椅产品则为28%。易耗品刹车片领域，借助控股湖南博科瑞，公司有望突破刹车片的市场格局，切入标动市场成为刹车片主流供应商。同为易耗品的动车组轮对，未来十年轮对的年均更换需求高达70亿，拟定增收购的BVV将通过互换压装以及国内生产基地的建设，快速进入后市场领域，我们看好未来三年BVV份额有望从个位数提升至50%以上。公司检修业务合作西屋法维莱，技术实力突出，2020年收入实现34.48%的增长，过去三年毛利率维持在41%的水平。公司通过代理哈斯科（全球铁路轨道维护产品和建设服务供应商），切入轨交工务运营维护领域。轨交后市场发展潜力巨大，目前已成为公司业绩增长的主要动力，并推动公司经营质量取得显著提升，2020年经营活动现金流达到1.78亿元，大幅增长1005%。

**盈利预测与投资评级：**我们维持公司2021-2023年净利润预测为5.64/6.74/8.02亿元，对应EPS为0.35/0.42/0.50元。华铁股份2021年有望迎来全新发展面貌，公司立足于轨交核心零部件，加码稀缺资产高铁轮对业务，未来发展值得期待，因此维持公司“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧；主要原材料价格波动风险；政策变化带来的战略及经营风险；资产注入进度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,672	2,243	2,719	3,262	3,932
营业收入增长率	-3.42%	34.15%	21.20%	19.99%	20.52%
净利润（百万元）	303	448	564	674	802
净利润增长率	107.84%	48.02%	25.92%	19.51%	18.99%
EPS（元）	0.19	0.28	0.35	0.42	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.80%	9.13%	10.40%	11.17%	11.85%
P/E	28	19	15	12	10
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-21

## 买入（维持）

当前价：5.16元

## 作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebscn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebscn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.96
总市值(亿元)	82.34
一年最低/最高(元)	4.46/8.04
近3月换手率	50.60%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.91	-19.87	8.44
绝对	-11.04	-18.00	10.32

资料来源：Wind

## 相关研报

2020年经营质量显著提升，BVV轮对资产注入值得期待——华铁股份（000976.SZ）2020年报及2021年一季报点评（2021-05-01）  
高铁轮对稀缺资产注入，全新样貌扬帆起航——华铁股份（000976.SH）投资价值分析报告（2021-03-28）

## 投资聚焦

### 关键假设

公司于 2021 年 3 月公告，拟通过定增及支付现金方式收购德国轨道交通轮对制造商 BVV 的 100% 股权。由于 BVV 与上市公司属于同一实控人，本次交易预计 2021 年年内完成。由于目前 BVV 还未正式被并入上市公司体内，我们基于当前上市公司体内业务进行分项假设和预测：

**1、给水卫生：**公司目前给水卫生系统在动车组领域的份额稳固在 50% 以上，龙头地位稳固。近年来，公司将业务积极推广至非轨交等新兴领域，我们看好公司此项业务未来有望在新领域取得不断突破，预测 2021-2023 年收入增幅分别为 25%、20%、20%。毛利率方面，产品箱体部分使用钢材，采购模式上公司长期进行预投及库存储备，2021 年上半年大宗商品价格上涨对产品毛利率影响不大，若下半年价格持续上涨则会带来负面影响，因此我们下调 2021 年毛利率至 46% 水平，2022-2023 年维持在 47.00% 的水平。

**2、备用电源系统：**公司备用电源起步于地铁车辆领域，近年来在动车组市场的份额取得显著提升，目前同时涵盖了新造、检修、配件等。备用电源系统业务未来有望保持稳定发展，我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 15%、10%、10%。毛利率方面，由于大宗商品在电源产品上应用很低，大宗商品价格上涨对于公司产品毛利率无影响，我们预期 2021-2023 年毛利率维持在 36.00% 的水平。

**3、检修系统：**伴随着我国高速铁路网的不断建设，动车组在运数量呈现快速增长势头，2020 年末我国动车组保有量达到 3918 标准组。按照国铁集团、中国中车发布的动车组高级修检修表披露的检修时间，高峰期投入运营的车辆将在近两年步入检修周期。公司深入布局后市场多年，代理哈斯科铁路大型养路机械业务，轨交后市场业务布局愈发完善。我们看好公司检修系统业务有望实现快速增长，我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 35%、30%、25%。毛利率方面，伴随着检修系统业务的规模不断扩大，规模效应愈发凸显，我们预期 2021-2023 年毛利率有望逐步上行，分别为 42.00%、42.50%、43.00%。

### 我们区别于市场的观点

由于近年来国内轨交车辆的资本开支，处于较为平稳的水平，导致市场上存在华铁股份未来成长性存疑的观点。此篇报告，我们重点分析轨交行业的重大发展机遇——后市场的来临。2008 年我国高铁正式运营，到现在动车组高级修周期如约而至，我们测算 2021-2025 年动车组高级修市场规模总计可达 2000 亿元，零部件的更换也有望伴随维修市场的发展快速放量，轨交后市场发展已经步入高速增长期，华铁股份有望迎来全新面貌。

### 股价上涨的催化因素

- 1、公司受益轨交后市场的发展，经营质量得到不断改善；
- 2、公司定增进展顺利，BVV 轮对产品在国内修造市场上取得进一步突破。

### 估值与目标价

我们维持公司 2021-2023 年净利润预测为 5.64/6.74/8.02 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.42/0.50 元。千亿轨交后市场步入快速成长期，公司立足于动车组核心零部件，同时加码高精尖轮对业务，未来发展值得期待，因此给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、 轨交后市场概况 .....</b>	<b>5</b>
1.1、 轨交后市场已成为行业的发展重心 .....	5
1.2、 高铁动车组仍为后市场的重要看点 .....	6
1.3、 核心零部件厂商面临重大发展机遇 .....	8
1.4、 总结：我国轨交后市场拐点已至 .....	9
<b>2、 轨交后市场的发展已步入高速成长期 .....</b>	<b>10</b>
2.1、 高铁里程的扩张提升动车组保有量规模 .....	10
2.2、 动车组高级修周期如约而至 .....	11
2.3、 千亿级别的动车组维修市场步入成长期 .....	12
<b>3、 厚积薄发，后市场推动华铁迈上新台阶 .....</b>	<b>13</b>
3.1、 高级修带动易耗品零部件更新需求的放量 .....	14
3.2、 检修业务技术实力突出，收入高速增长 .....	16
3.3、 代理哈斯科，切入轨交工务运营维护领域 .....	17
<b>4、 盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>19</b>
4.1、 关键假设与盈利预测 .....	19
4.2、 估值分析与投资评级 .....	21
<b>5、 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图目录

图 1: 轨交后市场的构成.....	5
图 2: 2018 年全球轨交车辆制造市场与后市场规模对比 (亿欧元) .....	6
图 3: 2018 年全球不同地区轨交后市场容量 (百万欧元) .....	6
图 4: 2019 年我国轨交整车市场份额 (按金额) .....	7
图 5: 我国动车段及动车运用所数量 .....	7
图 6: 华铁股份智能化火灾报警系统 .....	9
图 7: 我国高铁营业里程 (公里) .....	10
图 8: 全国动车组保有量(按组计) .....	10
图 9: 2021-2025 年动车组高级修发生量测算 (标准组数) .....	11
图 10: 公司轨交核心零部件大平台业务模式.....	13
图 11: 2016-2020 年公司营业收入 (亿元) 及增速% .....	13
图 12: 2016-2020 年公司净利润 (亿元) 及增速% .....	13
图 13: 2020 年公司收入构成 .....	14
图 14: 2020 年公司给水卫生产品来自更换的比重 .....	14
图 15: 2020 年公司座椅产品来自更换的比重.....	14
图 16: 我国动车组轮对新造市场规模出现停滞.....	15
图 17: 华铁股份动车组刹车片产品 .....	16
图 18: 公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元) .....	16
图 19: 公司 CRH1 平台动车组车门检修产品 .....	17
图 20: 公司 CRH1 平台动车组空调检修产品 .....	17
图 21: 公司检修业务收入及增速.....	17
图 22: 哈斯科多功能吹碴车 .....	18
图 23: 哈斯科 DXC-500 轨道大修车.....	18

## 表目录

表 1: 轨道交通施工周期的划分.....	5
表 2: 轨交后市场维护服务五大子系列.....	5
表 3: 我国 18 个铁路局下的动车运用所 (截止 2017 年 10 月) .....	8
表 4: 装备供应商在轨交后市场业务上的优势.....	8
表 5: 《交通强国建设纲要》两个目标.....	11
表 6: 和谐号动车组高级修维修周期 .....	11
表 7: 2021-2025 年动车组高级修发生量测算 .....	12
表 8: 公司代理哈斯科铁路轨道维护产品介绍.....	18
表 9: 华铁股份分项业务预测 (单位: 亿元) .....	20
表 10: 华铁股份绝对估值关键假设 .....	22
表 11: 华铁股份 FCFE 估值结果.....	22
表 12: 敏感性分析表 .....	22
表 13: 估值结果汇总 (元) .....	22

# 1、轨交后市场概况

## 1.1、轨交后市场已成为行业的发展重心

**轨交后市场的定义：**处于轨道交通施工周期的后周期、后端部分，也即轨道交通基础设施和车辆装备从投入使用至报废的生命周期中，与其使用、运营、维护有关的一系列交易活动。

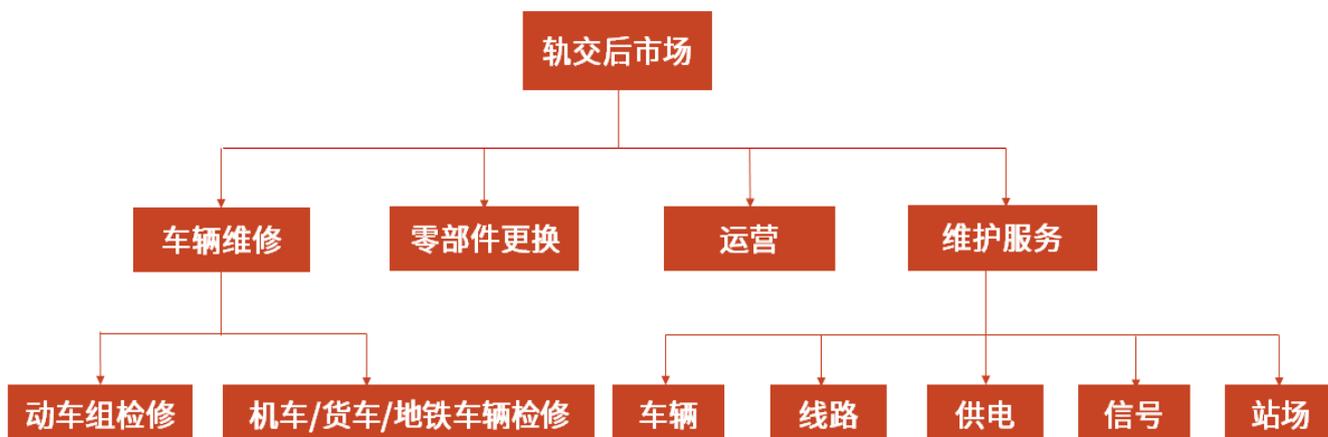
表 1：轨道交通施工周期的划分

	简介
前周期	站前工程，主要包括路基、桥涵、隧道、站场、轨道等线路建设
中周期	站后工程，主要包括信号工程、通信工程、电力工程（牵引供电）、电气化工程（辅助供电）等“四电集成”以及车辆购置
后周期	包括运营维护和更新维修两大部分

资料来源：公司公告

轨交后市场主要分为**车辆维修、零部件更换、运营及维护服务**四个部分。车辆维修市场相对稳定，主要由各铁路局和中国中车合作完成，其中动车组维修分为五级；零部件更换市场格局则相对分散，目前动车组零部件国产化率已经达到 90% 以上，具备技术优势和存量产品的国产轨交零部件龙头企业迎来重大发展机遇；运营及维护服务市场则尚处于新兴阶段，我国高铁发展重点由设计建造阶段逐渐转入设计建造与运营维护并重的阶段，运营维护市场有望实现快速发展。

图 1：轨交后市场的构成



资料来源：现代城市轨道交通网站

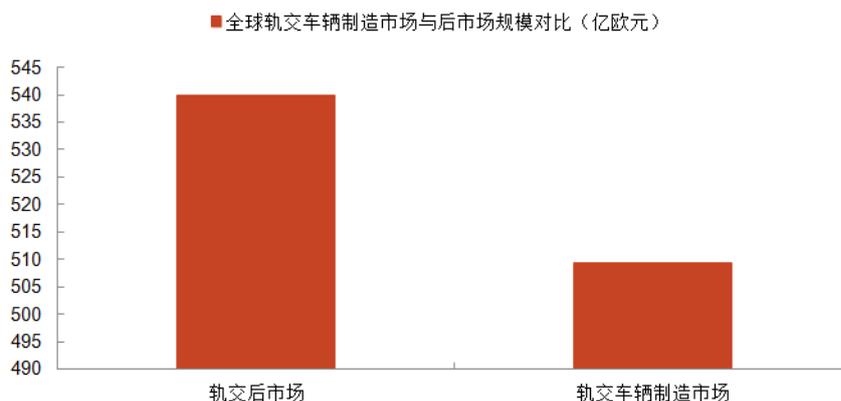
表 2：轨交后市场维护服务五大子系列

五大维护系列	简介
车辆系统	主要包括信息化数据系统、机车车辆检修系统化解决方案、机车车辆运行故障动态图像检测、机车车辆入库轨边综合检测等七大系统
线路系统	线路轨道检测系统包括动态检测和静态检查。动态检测主要有部综合检测车检查和线路检查仪检查。静态检测包括有轨检仪器、静调小车和道尺等
供电系统	供电检测监测系统（6C 系统）包括高速弓网性能综合检测系统、接触网安全状态巡检系统、接触网运行状态检测系统、接触网悬挂状态检测监测系统、接触网与受电弓滑板监测系统和接触网及供电设备地面监测系统
信号系统	铁路电务信号系统设备的维护和管理包括大修、中修和平时的计表及故障设备的维修。大系统有联锁、调监、驼峰、区间信号、站内电码、车载的机车信号。小设备包括继电器、转辙机、变压器、信号机等维修
站场系统	站段系统维保主要是实现数据的对接并达到铁路信息化要求。系统包括铁路机车调车作业防控及视频监控系统、动车组位置追踪系统、动车组应急指挥系统

资料来源：《铁路信号设备维护维修管理办法》

全球范围内,轨交后市场规模已超越新造市场。伴随着轨交线路建设的不断完善,其年新增投资额也将下滑,这个过程将对应着城市轨道交通行业建筑施工、车辆制造环节的逐渐萎缩。而轨交车辆的保有量仍会保持稳步提升,因此轨交后市场的发展前景要远大于新造市场。根据世界铁路行业著名咨询公司德国 SCI 于 2019 年发布的研究报告,2018 年,全球轨道交通运营维护后市场规模近 540 亿欧元(其中城市轨道交通近 60 亿欧元),比车辆制造市场高出 6%,并且预计至 2023 年将以平均每年 3.2%的速率继续增长。

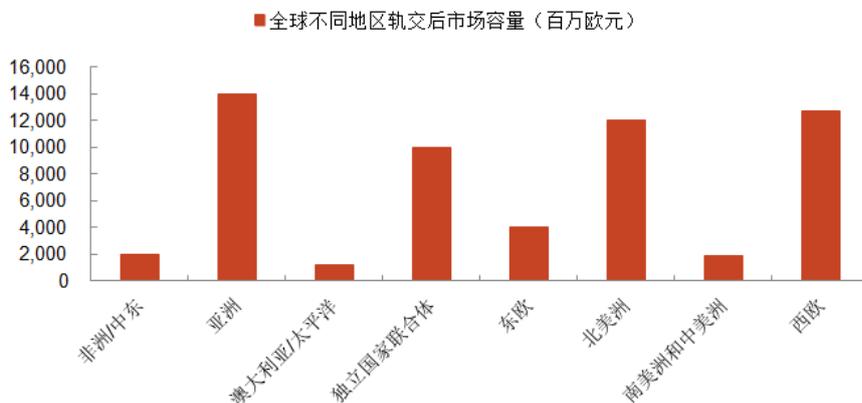
图 2: 2018 年全球轨交车辆制造市场与后市场规模对比 (亿欧元)



资料来源:现代城市轨道交通网站

我国已成为全球轨交后市场的发展主要动力。在我国轨交市场近年来快速发展的助力下,2018 年亚洲轨交后市场的规模超过西欧,越居为全球第一(约 140 亿欧元),并有望成为未来全球轨交后市场发展的主要动力。北美洲、独立国家联合体位居第三、第四位。

图 3: 2018 年全球不同地区轨交后市场容量 (百万欧元)

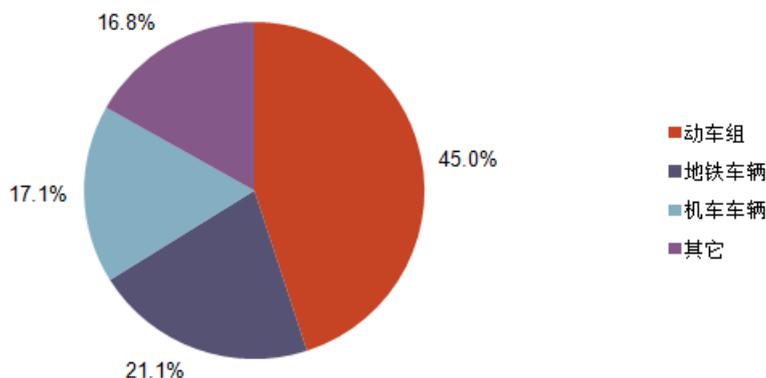


资料来源:现代城市轨道交通网站

## 1.2、 高铁动车组仍为后市场的重要看点

轨交后市场的发展重心依然在动车组领域。轨交车辆中,动车组由于技术门槛高、单车价值大等原因,占据着新造市场近一半的份额。2019 年中国轨道交通(包括大铁路和城轨)整车市场规模达到 1766 亿元,其中动车组占比最高,市场占比达到 45%左右,其次为地铁车辆,市场占比为 21.1%,第三是机车车辆,市场占比为 17.1%。随着高铁线路的持续扩充,我国动车组的保有量持续提升,我们预期未来后市场领域动车组有望达到 50%以上的份额。

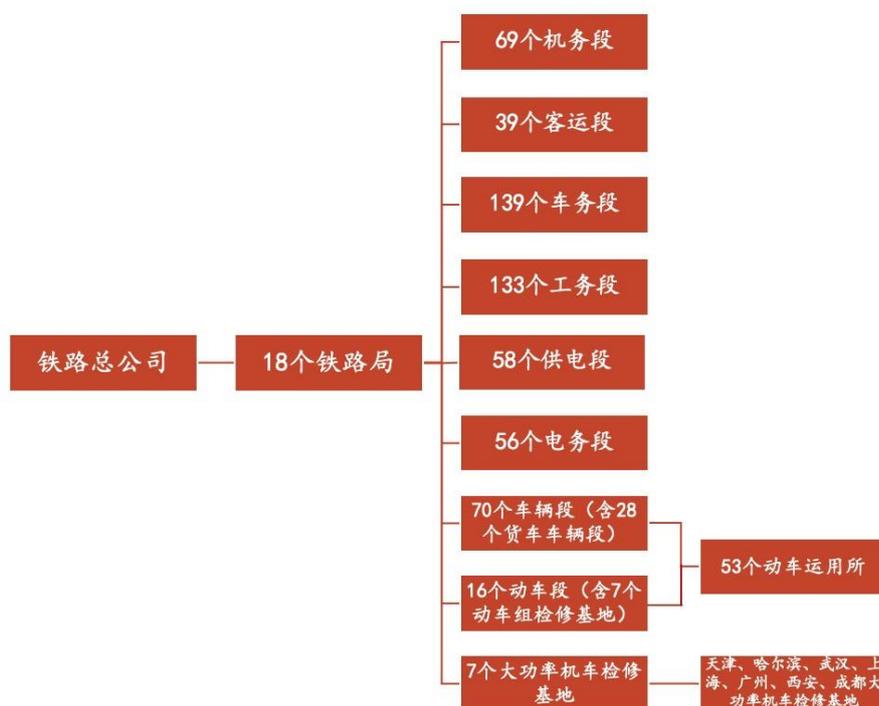
图 4：2019 年我国轨交整车市场份额（按金额）



资料来源：公司公告

当前我国总计含有 7 个动车组检修基地，46 个动车运用所。铁路总公司下辖 18 个铁路局，各局下辖多个机务段、客运段、车务段、工务段、供电段和车辆段。2010 年后，我国高铁动车组得到显著发展，铁路局相继建立 10 个动车段，专门负责动车组的维修及相关业务，其中 7 个为动车组检修基地。另外，在各高铁沿线已建设有 46 个动车运用所，对动车组进行日常和低级别维修（归所属车辆段管辖）。

图 5：我国动车段及动车运用所数量



资料来源：铁路总公司

车辆维修市场相对稳定，主要由各铁路局与中国中车合作完成。目前动车组维修分为五级，一二级修为段修，主要在由铁总下属各路局的动车运用所完成，三四级修为厂修，车辆将由主机厂进行返厂检修。未来，三级修及部分四级修将由各路局和主机厂共同承担，相关核心零部件厂商也将会得到广阔发展空间。

表 3：我国 18 个铁路局下的动车运用所（截止 2017 年 10 月）

铁路局	车辆段	动车运用所	机务段	电务段	工务段
哈尔滨铁路局	4	1	5	4	9
沈阳铁路局	7	5	7	6	15
呼和浩特铁路局	2	1	2	2	4
北京铁路局	5	5	7	6	9
太原铁路局	5	1	4	3	8
济南铁路局	4	3	3	2	7
郑州铁路局	3	2	3	3	5
上海铁路局	4	7	5	5	8
武汉铁路局	2	2	3	3	5
西安铁路局	4	1	3	4	6
乌鲁木齐铁路局	3	1	3	2	6
南昌铁路局	4	6	4	2	12
成都铁路局	6	3	4	4	11
兰州铁路局	3	1	3	2	6
南宁铁路局	3	2	2	2	5
昆明铁路局	3	1	2	1	4
广州铁路局	6	10	7	4	10
青藏铁路公司	2	1	2	1	3
合计	70	53	69	56	133

资料来源：铁路总公司

### 1.3、核心零部件厂商面临重大发展机遇

当前我国后市场上，铁总及中车承担主要的轨交后市场服务。随着轨交后市场的规模逐步扩大，内部竞争亦是愈发激烈，市场内的供应商主要分为轨交线路运营企业（一般由政府直接管理）和轨交装备提供商两大类，在我国对应的便是铁路总公司和中车。大部分国家（如日本、德国、法国、印度、意大利和波兰等）均由线路运营企业自行承担大部分车辆、信号、轨道保养等后市场工作。目前，由线路运营企业提供的后市场服务占比在 50% 以上，但呈下降趋势。

轨交装备供应商在后市场中将会承担更多的角色。在全球，像铁总这类的线路运营企业占据了后市场的大部分份额，这其中有着市场的先发优势等原因。但是，未来装备供应商有望在后市场中发挥更大的作用。后市场服务本身亦是复杂的系统，运营商在使用此类系统及相关设备提供运营维保服务的同时，也需对其进行维修养护。装备制造商向后市场服务商转型是业务模式的自然延伸，具有天然的优势，原因在于激烈的市场竞争会促使企业不断更新设备技术，提高设备国产化率，从而有效降低企业运营服务的成本。目前，轨道交通线路运营企业将后市场的工作外包已是大势所趋。例如，2012 年俄罗斯国营铁路公司（RZD）将机车维修业务出售给运营维保系统装备提供商 Locotech。

表 4：装备供应商在轨交后市场业务上的优势

	优势
1	车辆、线路、信号、供电等运营维保系统装备提供商可以借助其对系统的全面认识和对关键技术的掌握，有效控制运营成本
2	其参与可以缓解线路运营企业的资金压力
3	轨道交通设备在运营中反复使用，极易出现疲劳损伤，其运营维保需要更加专业化

资料来源：现代城市轨道交通网站

**后市场维保服务的智能化需求，为创新型企业提供机遇。**在当前轨交线路上，维保服务工作仍基于大量人员的现场作业，例如多数检修设备沿用大铁路的工装设备，相对简单、落后。因此，后市场的智能化作业需求一直存在，已有部分创新型的轨交零部件供应商开始进行相关领域的尝试，例如推广应用了各类检修机器人，开创了智能运营维保的先河。这些供应商的参与，可大大减少人员投入、降低人工成本，进一步提高整条线路运营维保的有效性、安全性和可靠性。

**图 6：华铁股份智能化火灾报警系统**



资料来源：华铁股份官方网站

#### 1.4、 总结：我国轨交后市场拐点已至

参照欧美成熟的轨交市场，轨交线路建设已趋于完善，年新增投资额呈现不断下降趋势，相应的建筑施工、车辆制造环节市场逐步萎缩，轨交后市场规模则稳步向上。以全生命周期理念来审视轨交行业的发展趋势，后市场必将占据市场的最大份额。从行业竞争格局角度来看，为提升运营维保专业程度、降低运营成本，后市场工作的外包是大势所趋，核心轨交装备供应商在后市场中将会承担更多的角色，面临重大发展机遇。

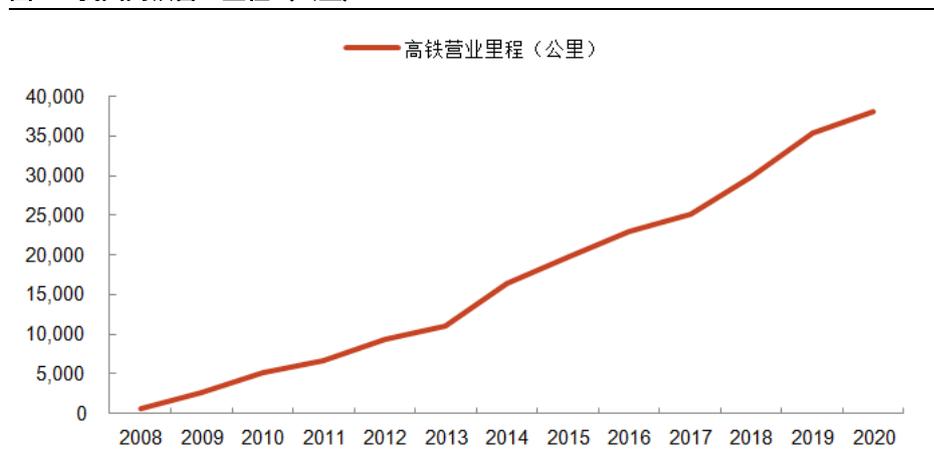
## 2、轨交后市场的发展已步入高速成长期

### 2.1、高铁里程的扩张提升动车组保有量规模

我国轨道交通装备制造业经历了 60 多年的发展，尤其近十多年来通过引进国外先进技术，并进行消化、吸收、再创新，高速动车组和大功率机车取得了举世瞩目的成就。十三五期间，“八纵八横”高速铁路主通道和普速干线铁路加快建设，重点区域城际铁路快速推进，从而使得我国的高铁营业里程得到快速增长。

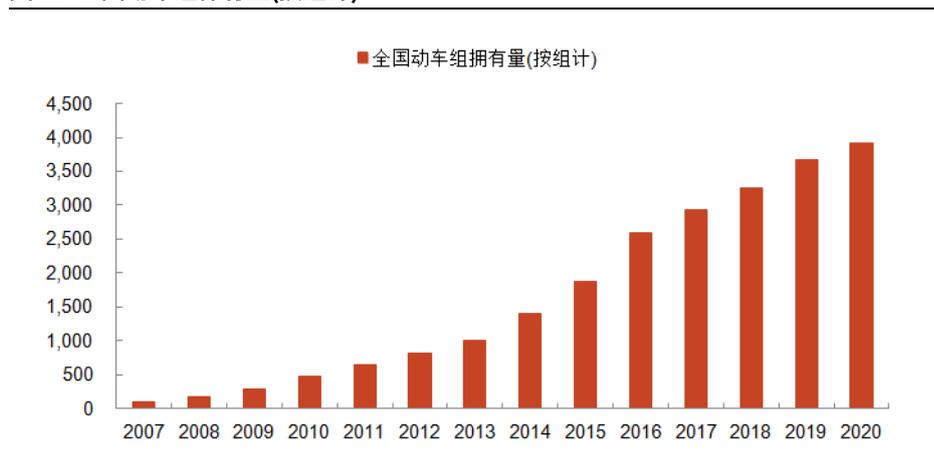
高铁里程的快速增长带动了动车组车辆的需求，当前动车组保有量接近 4000 列。2020 年 12 月发布的国新办《中国交通的可持续发展》白皮书，预计 2020 年末，全国铁路营业里程达到 14.6 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里。高铁里程的快速增长，带动了动车组保有量的大幅提升，2020 年底我国动车组的保有量为 3918 标准组（3.13 万辆），密度为 0.82 辆/公里，处于合理水平。

图 7：我国高铁营业里程（公里）



资料来源：wind

图 8：全国动车组保有量(按组计)



资料来源：wind

根据我国铁路交通路网发展规划，2035 年高铁里程预计提升至 7 万公里。2020 年 8 月，中国国家铁路集团有限公司发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，全国铁路网达 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。20 万人口以上城市实现铁路覆盖，其中 50 万人口以上城市高铁通达。在 2019 年 9 月印发的《交通强国建设纲要》中提到，到 2035 年，基本建成交通强国：现代化综合交通体系基本形成；拥有发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网，城乡

区域交通协调发展达到新高度；基本形成“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快物流圈”。

表 5:《交通强国建设纲要》两个目标

时间	目标
第一阶段 (2020-2035 年)	用 15 年的时间基本建成交通强国。现代化综合交通运输体系基本形成，人民满意度明显提高，支撑国家现代化建设能力显著增强，交通国际竞争力和影响力显著提升。
第二阶段 (2036-2050 年)	到本世纪中叶全面建成交通强国。要全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。基础设施的规模质量，技术装备、科技创新能力、智能化与绿色化的水平位于世界前列，交通安全水平、治理能力、文明程度、国际竞争力及影响力达到国际先进水平。

资料来源：国新网

**铁路网建设规划助力动车组保有量未来有望保持稳定提升。**依据 2035 年我国铁路网规划中的高铁里程 7 万公里、动车组车辆密度 0.82 辆/公里的假设条件，我们测算未来 15 年国内动车组保有量平均每年有望保持 200+列的增幅，最终整体保有量预期达到 7200 列。保有量规模的提升，大大带动了后续车辆维修、零部件更换及维护服务的需求。

## 2.2、动车组高级修周期如约而至

**动车组高级修周期如约而至。**随着保有量的不断增加，车辆的维修需求也在持续扩大。动车组的检修分为 5 个等级，等级越高，检修的要求也越高。一级、二级修为运用修，三级检修至五级检修需要返厂维修，属于高级修。按照国铁集团、中国中车发布的动车组高级修检修表披露的检修时间，我国高铁自 2008 年运营以来，目前保有量市场上的动车组有望开始步入检修的高级修周期。

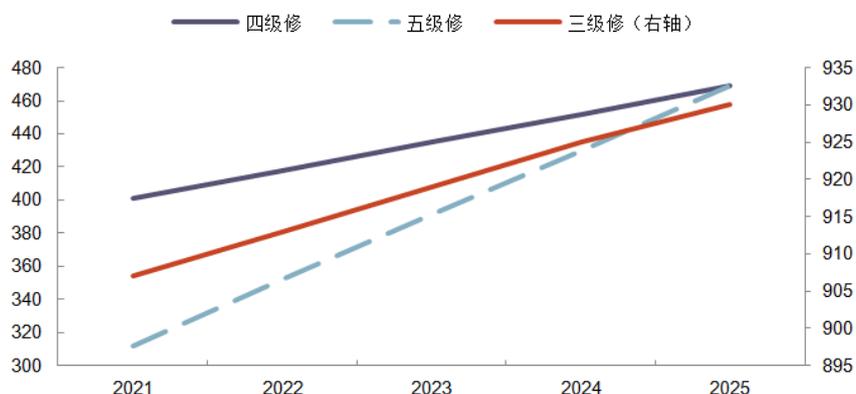
表 6: 和谐号动车组高级修维修周期

车型	设计寿命	一级检修	二级检修	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1	25 年	-	-	(120±10) 万 km 或 3 年	(240±10) 万 km 或 6 年	(480±10) 万 km 或 12 年
CRH5	30 年	-	-	(120±12) 万 km 或 3 年	(240±12) 万 km 或 6 年	(480±12) 万 km 或 12 年
CRH3	20 年	-	-	(120±12) 万 km 或 3 年	(240±12) 万 km 或 6 年	(480±12) 万 km 或 12 年
CRH380B/CRH380C	20 年	-	-	(120±12) 万 km 或 3 年	(240±12) 万 km 或 6 年	(480±12) 万 km 或 12 年
CRH2/CRH380A	20 年	-	-	(120±12) 万 km 或 3 年	(240±12) 万 km 或 6 年	(480±12) 万 km 或 12 年

资料来源：国铁集团、中国中车；备注：除和谐号动车组外，复兴号动车组首轮三级修周期为 145 公里

根据国铁集团发布的 2021-2025 年动车组高级修发生量测算数据，2021 年高级修发生量约为 1,620 标准组，随后逐年上升至 2025 年的 1,868 标准组，五级修发生量呈逐年上升趋势。2021 年-2025 年，三级修、四级修和五级修涉及到的车辆总计为 8,723 标准组。

图 9: 2021-2025 年动车组高级修发生量测算 (标准组数)



资料来源：公司公告，国铁集团

## 2.3、 千亿级别的动车组维修市场步入成长期

根据国铁集团的数据，2021-2025 年动车组进入三级修、四级修、五级修的量分别为 4594、2175、1954 列。不同动车组型号的维修价值量不同，我们假设三级修到五级修的单列价值量分别为 1200、2200、4500 万元，因此我们测算 2021-2025 年我国动车组高级修市场规模总计可达 2000 亿元。自 2008 年我国高铁正式运营以来，千亿级别的轨交维修后市场正式步入快速成长期，零部件的更换也有望伴随维修市场的发展快速放量。

表 7：2021-2025 年动车组高级修发生量测算

年份	修程	发生量(标准组)	合计(标准组)	各修程占比
2021	三级修	907	1620	56%
	四级修	401		25%
	五级修	312		19%
2022	三级修	913	1683	54%
	四级修	418		25%
	五级修	352		21%
2023	三级修	919	1745	53%
	四级修	435		25%
	五级修	391		22%
2024	三级修	925	1807	51%
	四级修	452		25%
	五级修	430		24%
2025	三级修	930	1868	50%
	四级修	469		25%
	五级修	469		25%

资料来源：公司公告，国铁集团，光大证券研究所测算

### 3、厚积薄发，后市场推动华铁迈上新台阶

华铁股份战略目标：打造完整的轨交核心零部件大平台。公司深耕轨道交通装备制造行业，形成了全方位覆盖轨道交通车辆核心零部件产业链的商业模式，具备产品自主研发升级的能力以及可持续发展潜力。公司在依托现有业务的基础上，不断增加经营的产品种类，开拓铁路“后市场”维保领域，打造一个完整的轨道交通核心零部件大平台。目前，华铁股份所涵盖的产品种类，已由 2016 年的五种拓展至 2020 年的十五种。

图 10：公司轨交核心零部件大平台业务模式



资料来源：公司公告

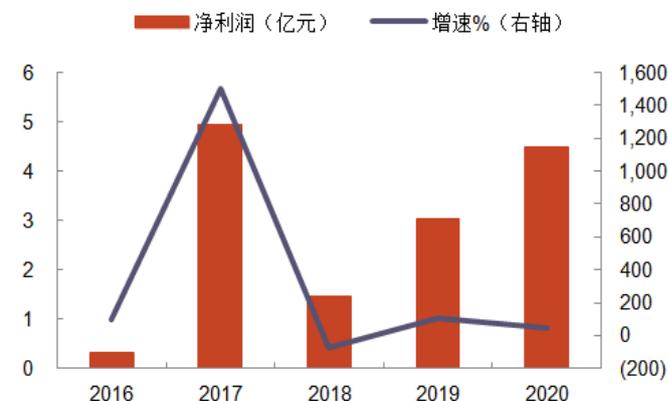
不畏疫情，2020 年业务稳步增长。2020 年国内虽受到疫情影响，经济增长乏力，但公司过去多元化产品的布局开始发挥成效，降本增效成果显著。2020 年公司实现营业收入 22.43 亿元，同比增长 34.15%；归母净利润 4.48 亿元，同比增长 48.02%。

图 11：2016-2020 年公司营业收入（亿元）及增速%



资料来源：wind

图 12：2016-2020 年公司净利润（亿元）及增速%

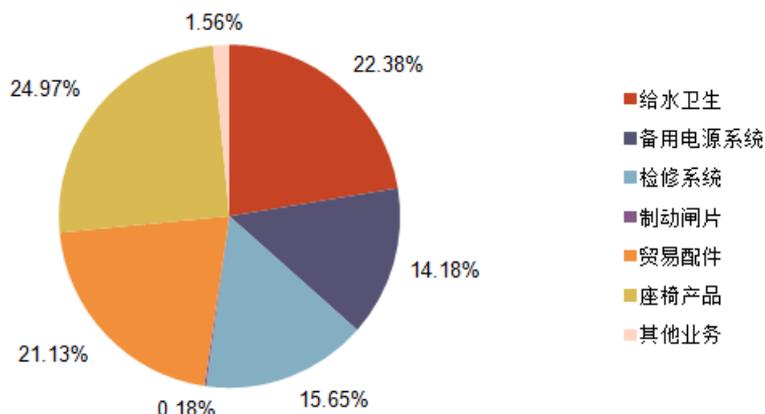


资料来源：wind

### 3.1、高级修带动易耗品零部件更新需求的放量

公司收入主要来自座椅、给水卫生系统、检修系统、备用电源四项。2016 年上市公司并购香港通达，产品以给水卫生、备用电源系统、检修系统、制动闸片为主；2019 年并购山东嘉泰，增加座椅产品业务。2020 年公司全年收入 22.43 亿元，座椅与给水卫生产品为公司收入最高的两个产品，分别贡献收入 5.60、5.02 亿元，占公司总收入的比重分别为 24.97%、22.38%。检修系统 2020 年收入为 3.51 亿元，增长幅度较快，占公司总收入的比重为 15.65%。备用电源收入为 3.18 亿元，占比 14.18%。贸易配件主要为高铁动车组生产所配套的进口零部件，包括地板布、受电弓、接地装置、受流器及轴承等，2020 年收入为 4.74 亿元，占据公司总收入比重为 21.13%。

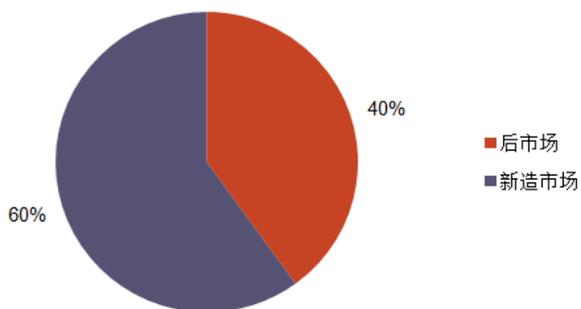
图 13：2020 年公司收入构成



资料来源：wind

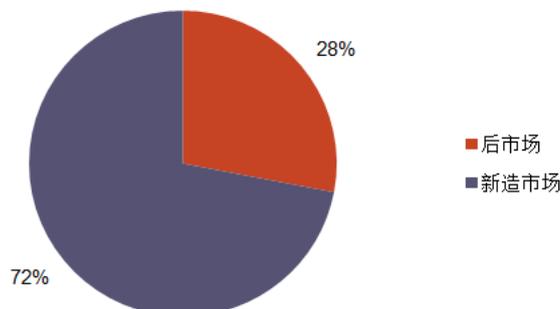
**零部件更换的收入比重，已悄然提升。**收入占比较高的给水卫生、备用电源、座椅产品均为公司的成熟产品，在中车采购体系中占据 50% 以上的份额。自 2008 年我国高铁正式运营以来，随着动车组保有量的不断扩大，来自零部件的更新需求在近两年出现快速增长。2020 年给水卫生产品收入中，来自后市场的占比已提升至 40%，座椅产品对应数据为 28%。我们认为伴随着后市场的发展进入快速成长期，成熟产品来自后市场的比重有望获得不断提升。

图 14：2020 年公司给水卫生产品来自更换的比重



资料来源：公司公告

图 15：2020 年公司座椅产品来自更换的比重



资料来源：公司公告

易耗品动车组轮对在国内后市场的拓展,有望带来重要增长动力。轮对属于易耗品,制造门槛极高,而技术难度最高的动车组轮对制造,被全球四家海外厂商所垄断,德国 BVV 集团便是其中之一。2021 年 3 月公司公告,拟定增收购全球稀缺的轨交轮对资产 BVV。目前国内仅 BVV、智齐两家供货商同时拥有高铁车轮、车轴合格供应商资质和批量供货业绩,而在后市场维修更换上,由于早期的轮对新造市场主要由智奇供应,因此后续的轮对后市场基本被智奇所垄断。根据我们测算,未来我国每年动车组轮对修造后市场需求高达 70 亿元。2017 年 BVV 被并购以来,公司一直致力于帮助 BVV 切入修造后市场。国铁集团前身原铁道部曾要求,同一列高铁列车不能混装不同品牌的轮对,这样导致处于新造市场优势地位的智奇,在修造后市场上同样拥有绝对优势。2020 年铁总发出通知——《关于动车组轮轴不同供应商产品互换压装的通知》,表示经过技术分析和验证,不同供应商的轮轴产品可以进行互换压装。借此, BVV 将通过轮轴产品的互换压装快速进入修造后市场,我们看好 BVV 有望复制过去在新造市场的成绩,未来三年将修造市场份额由 10%提升至 50%的水平。

图 16: 我国动车组轮对新造市场规模出现停滞



资料来源: wind, 光大证券研究所测算

易耗品刹车片领域,公司有望突破刹车片的市场格局实现异军突起。动车组刹车片市场,同样分为新造市场与修造后市场。刹车片为列车运行的核心零部件,在运行中磨损严重,平均每 3-4 个月需要更换一次。目前我国动车组刹车片领域,主要由德国克诺尔、本土企业天宜上佳供应。公司制动刹车片业务引进日本曙制动先进的生产技术及设备,主要供应 200 公里及 300 公里一阶段车型检修用动车组,一直未能取得突破,收入体量维持在 2000 万左右。2020 年公司刹车片收入为 396.77 万元,下降幅度高达 83.61%,主要原因为供应车型采购下降导致。公司于 2021 年 4 月 25 日增持湖南博科瑞股份至 51%,博科瑞以中南大学粉末冶金研究院为平台,推出的轨交闸片产品近年来在市场上取得显著成绩,已覆盖 CRH380CL、CRH380D 等九种车型,拥有可观的在手订单。公司借助控股博科瑞,拓展产品适用车型,直接切入标动刹车片市场,有望成为轨道交通车辆刹车片的主流供应商。我们看好公司在控股博科瑞后,在轨交闸片领域取得新的成长。

图 17: 华铁股份动车组刹车片产品



资料来源: 华铁股份官方网站

后市场发展潜力巨大，并推动公司经营质量取得显著提升。轨交后市场的发展，助力公司迈上新的台阶。当前公司成熟产品在轨交后市场的收入占比，取得不断提升；布局的新产品，尤其是动车组上两大易耗品（轮对、刹车片），未来在后市场上取得重大突破。同时，后市场的检修以及运营模式，帮助公司经营质量得到显著提升，例如 2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.78 亿元，同比大幅增长 1005%。

图 18: 公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源: 公司公告

### 3.2、检修业务技术实力突出，收入高速增长

公司检修业务，承接的检修主要是路局及主机厂的厂修，含三级修、四级修、次轮四级修、五级修、次轮五级修等。2020 年，公司为配合主机厂属地修要求，分别在江门、成都、长春、唐山设立了检修基地，为各路局及主机厂提供本地化高级修服务。

合作全球轨交装备龙头，助力检修业务技术实力大幅提升。2018 年，公司与西屋法维莱合作成立公司，除了培育制动系统、车门系统等新产品外，还通过合资公司从法维莱集团引进了动车组塞拉门和空调的全套制造技术和检修技术，并分别于 2018 年和 2019 年取得了四方庞巴迪平台动车组法维莱系列塞拉门检修和空调检修工序的合格供应商资质。自 2019 年以来，华铁西屋法维莱已经承担了四方庞巴迪和谐动车组 27 列塞拉门的检修业务，70 列和谐动车组空调大修工序的检修业务，产品分布在上海、成都、南昌和广州四个铁路局。

图 19: 公司 CRH1 平台动车组车门检修产品



资料来源: 公司公告

图 20: 公司 CRH1 平台动车组空调检修产品



资料来源: 公司公告

**受益轨交后市场, 检修业务收入高速增长。**随着轨交车辆逐步进入高级修周期, 公司检修业务近年来实现了快速增长, 尤其是在 2018 年引入法维莱集团技术之后。公司检修业务 2019 年实现收入 2.61 亿元, 增长 75.17%; 2020 年收入进一步达到了 3.51 亿元, 增长 34.48%。检修业务毛利率水平较高, 2018-2020 年三年毛利率平均达到 41% 水平。

图 21: 公司检修业务收入及增速



资料来源: 公司公告

### 3.3、代理哈斯科, 切入轨交工务运营维护领域

**公司与哈斯科共同拓展后市场维护业务。**哈斯科铁路公司为全球知名的铁路轨道维护产品和建设服务供应商, 2018 年公司成为哈斯科铁路公司的中国区独家代理商, 从而涉足到轨道维护、建设、服务等领域。

**国内打磨车市占率遥遥领先。**钢轨打磨类产品能够延长钢轨寿命, 提高钢轨性能。哈斯科钢轨打磨车运行速度业内领先, 整体成本相对较低。公司代理哈斯科产品, 目前已在国内城轨及国铁集团打磨车市场的份额遥遥领先。2020 年, 公司陆续获得天津、杭州等地铁领域内钢轨打磨车的车辆大修业绩资质, 目前已稳定开展各地铁及轻轨公司对整车的中、大修业务。

图 22: 哈斯科多功能吹碴车



资料来源: 公司公告

图 23: 哈斯科 DXC-500 轨道大修车



资料来源: 公司公告

除了钢轨打磨类产品外, 公司还具备多功能吹碴车、DXC-0500 轨道大修列车、综合检测车、道岔清筛车等产品。其中, 公司的国内首台该型号道岔清筛车成功运用于神华铁路轨道维护领域, 填补了国内铁路领域在道岔区段无机化清筛作业的长期空白, 目前已经累计清筛道岔 1000 余组, 极大地提高了道岔区段施工效率以及行车安全。

表 8: 公司代理哈斯科铁路轨道维护产品介绍

车型	介绍
多功能吹碴车	创新产品, 可代替传统的捣固方式来恢复轨道的垂直和侧面准直度。它能够令轨道表面平顺, 立即恢复列车不限速运行。经过吹碴车作业后的线路准直度劣化时间, 比传统捣固方式作业后的线路劣化时间, 延长 3 至 5 倍, 从而极大地延长线路养护时间, 提升线路运营效率。
DXC-0500 轨道大修列车	可高效地处理大型轨道更新改造项目。它适用于混凝土轨枕、预镀木制轨枕和钢枕。对于客户来说, 它操作简便, 改造后的轨道质量高, 轨枕间隔精确、道床平顺。
综合检测车	几何状态检测车 (TGIV) 是一种用来测量轨道几何状态和接触网的自行式轨道车辆。它能够收集和记录大量关于轨道状态的信息。随时监测轨道状态能够让铁路部门更加了解自己的维护需求, 合理安排维护时间。车辆的人员配置精简, 仅需 3 人。
道岔清筛车	主要对道岔区段的石渣进行筛分、回填、补砟等作业。现场作业证明, 该设备不受线路道床结构限制, 可完成双开道岔、复式交分、交叉渡线等清筛难度较大的道岔作业区段。公司代理的该类产品为哈斯科 GO4S-III-CN 型号道岔清筛车。

资料来源: 公司公告

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、关键假设与盈利预测

公司于 2021 年 3 月公告，拟通过定增及支付现金方式收购 BVV 资产进入上市公司体内。由于 BVV 与上市公司属于同一实控人，本次交易预计 2021 年年内完成。由于目前 BVV 还未正式被并入上市公司体内，我们基于上市公司当前业务进行假设和预测：

**1、给水卫生：**公司目前给水卫生系统在动车组领域的份额稳固在 50%以上，龙头地位稳固。近年来，公司将业务积极推广至非轨交等新兴领域，2020 年初步涉猎民用市场、航空市场等全新业务领域，并已在部分领域取得小批量销售订单。我们看好公司此项业务未来有望在新领域取得不断突破，预测 2021-2023 年收入增幅分别为 25%、20%、20%。毛利率方面，产品箱体部分使用钢材，采购模式上，公司长期进行预投及库存储备，2021 年上半年大宗商品价格上涨对产品毛利率影响不大，若下半年价格持续上涨则会带来负面影响，因此我们下调 2021 年毛利率至 46%水平，2022-2023 年维持在 47.00%的水平。

**2、备用电源系统：**公司生产的备用电源系统包括镉镍碱性蓄电池组、蓄电池箱（含系统控制部件）以及复兴号专用钛酸锂电池组。公司备用电源起步于地铁车辆领域，近年来在动车组市场的份额取得显著提升，目前同时涵盖了新造、检修、配件等。备用电源系统业务未来有望保持稳定发展，我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 15%、10%、10%。毛利率方面，由于大宗商品在电源产品上应用很低，大宗商品价格上涨对于公司产品毛利率无影响，我们预期 2021-2023 年毛利率维持在 36.00%的水平。

**3、检修系统：**伴随着我国高速铁路网的不断建设，动车组在运数量呈现快速增长势头，2020 年末我国动车组保有量达到 3918 标准组。按照国铁集团、中国中车发布的动车组高级修检修表披露的检修时间，高峰期投入运营的车辆将在近两年步入检修周期。公司深入布局后市场多年，代理哈斯科铁路大型养路机械业务，轨交后市场业务布局愈发完善。我们看好公司检修系统业务有望实现快速增长，我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 35%、30%、25%。毛利率方面，伴随着检修系统业务的规模不断扩大，规模效应愈发凸显，我们预期 2021-2023 年毛利率有望逐步上行，分别为 42.00%、42.50%、43.00%。

**4、制动闸片：**动车组核心零部件中，制动闸片同样为技术门槛较高的易耗品。公司布局闸片产品多年，2008 年从日本曙光制动集团引进了生产技术，提供时速 200-225km 的动车组制动闸片及其后续耗材，但近年来一直未能形成突破。2021 年公司借助控股湖南博科瑞，公司有望突破刹车片的市场格局实现异军突起。我们预期 2021-2023 年收入增幅分别为 300%、500%、150%。基于过去三年毛利率的变化，我们预测 2021 年毛利率为 20%；伴随着湖南博科瑞高端闸片产品的放量，我们预期 2022-2023 年毛利率可达到 37%的水平。

**5、座椅业务：**2019 年公司实现并购山东嘉泰，增添轨交座椅。山东嘉泰专注于轨道交通座椅的研发及制造，座椅业务在轨交车辆领域较为成熟，公司并购之后，助力业务延伸至船舶领域，积极拓展邮轮市场。2020 年座椅业务取得船舶市场小批量订单，取得显著成绩。我们预测 2021-2023 年收入增幅分别为 20%、15%、15%，毛利率维持在 54.00%的水平。

**6、贸易配件：**公司贸易产品主要为高铁动车组生产所配套的进口零部件，配套公司自有动车组零部件。此项业务非公司重点发展方向，但是伴随着公司整体业务体量的增长，我们预期 2021-2023 年收入有望保持 10%的增长速度，毛利率维持在 20.00%的水平。

综上，我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别达到 27.18、32.62、39.31 亿元，增速分别为 21.20%、19.99%、20.52%。公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.64、6.74、8.02 亿元，对应 EPS 为 0.35、0.42、0.50 元。

**表 9：华铁股份分项业务预测（单位：亿元）**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>给水卫生</b>					
收入	4.08	5.02	6.28	7.53	9.04
增速(%)	-10.33	23.04	25.00	20.00	20.00
成本	2.28	2.63	3.39	3.99	4.79
毛利	1.80	2.39	2.89	3.54	4.25
毛利率(%)	44.08	47.62	46.00	47.00	47.00
<b>备用电源系统</b>					
收入	3.56	3.18	3.66	4.02	4.42
增速(%)	17.88	-10.67	15.00	10.00	10.00
成本	2.14	2.03	2.34	2.57	2.83
毛利	1.41	1.15	1.32	1.45	1.59
毛利率(%)	39.76	36.23	36.00	36.00	36.00
<b>检修系统</b>					
收入	2.61	3.51	4.74	6.16	7.70
增速(%)	75.17	34.48	35.00	30.00	25.00
成本	1.63	2.05	2.75	3.54	4.39
毛利	0.98	1.46	1.99	2.62	3.31
毛利率(%)	37.64	41.55	42.00	42.50	43.00
<b>制动闸片</b>					
收入	0.24	0.04	0.16	0.96	2.40
增速(%)	26.32	-83.33	300.00	500.00	150.00
成本	0.15	0.02	0.13	0.60	1.51
毛利	0.09	0.00	0.03	0.36	0.89
毛利率(%)	38.35	0.00	20.00	37.00	37.00
<b>高铁装备及配件(座椅)</b>					
收入	1.12	5.60	6.72	7.73	8.89
增速(%)		400.00	20.00	15.00	15.00
成本	0.60	2.59	3.09	3.55	4.09
毛利	0.52	3.01	3.63	4.17	4.80
毛利率(%)	46.81	53.72	54.00	54.00	54.00
<b>贸易配件</b>					
收入	4.85	4.74	5.21	5.74	6.31
增速(%)	-39.07	-2.27	10.00	10.00	10.00
成本	4.01	3.94	4.17	4.59	5.05
毛利	0.84	0.80	1.04	1.15	1.26
毛利率(%)	17.34	16.91	20.00	20.00	20.00
<b>其他业务</b>					
收入	0.26	0.35	0.42	0.48	0.56

增速(%)	136.36	34.62	20.00	15.00	15.00
成本		0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	0.26	0.35	0.42	0.48	0.56
毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
<b>公司总收入</b>					
收入	16.72	22.43	27.18	32.62	39.31
增速(%)	-3.41	34.15	21.20	19.99	20.52
成本	10.81	13.30	15.87	18.86	22.66
毛利	5.91	9.13	11.32	13.76	16.66
毛利率(%)	35.35	40.70	41.63	42.20	42.37

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

## 4.2、估值分析与投资评级

**相对估值:** 华铁股份深耕轨交装备核心零部件领域, 通过自主研发及外延并购两个路径, 战略定位打造完整的轨道交通核心零部件大平台。我们认为, 2021 年公司有望迎来全新面貌, 稀缺资产轨交轮对寡头制造商 BVV 有望注入上市公司。

“大国重器” 高铁动车组, 是我国高端装备走向全球市场的一张名片, 技术处于世界前沿, 公司立足于动车组核心零部件, 同时加码高精尖轮对业务, 未来发展值得期待。我们选取同样深耕轨交零部件领域、布局具备高技术门槛轨交信号系统的众合科技、交控科技, 以及同样具备中国高端制造优质稀缺属性的恒立液压, 三家公司为可比公司。目前三家可比公司 2021 年平均 PE 为 24x。华铁股份 2021 年的 PE 仅为 15 倍, 具有显著的估值优势。我们以 2021 年 24 倍估值计算, 公司目标价为 8.4 元。

表 8: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 5 月 21 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000925.SZ	众合科技	6.64	36.10	0.33	0.41	NA	20	16	NA
688015.SH	交控科技	30.18	48.29	1.90	2.28	2.85	16	13	11
601100.SH	恒立液压	79.35	1035.80	2.27	2.76	3.24	35	29	24
	平均值						24	19	18
000976.SZ	华铁股份	5.24	82.34	0.35	0.42	0.50	15	12	10

资料来源: 众合科技、交控科技、恒立液压为 wind 一致预期, 华铁股份为光大证券研究所预测

**绝对估值:** 假设长期增长率为 2%; 假设公司未来税收政策较稳定, 维持 2020 年的税率水平, 预测公司未来税率为 10.00%。

**表 10: 华铁股份绝对估值关键假设**

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	1.36
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	9.06%
税率	10.00%
Kd	4.30%
Ve	8915.53
Vd	1613.02
目标资本结构	15.32%
WACC	8.33%

资料来源: 光大证券研究所预测

**表 11: 华铁股份 FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1315.21	7.44%
第二阶段	6684.44	37.81%
第三阶段 (终值)	9680.85	54.75%
企业价值 AEV	17680.50	100.00%
加: 非经营性净资产价值	632.81	3.58%
减: 少数股东权益 (市值)	556.47	-3.15%
减: 债务价值	1613.02	-9.12%
总股本价值	16143.81	91.31%
股本 (百万股)	1595.68	
每股价值 (元)	10.12	
PE (隐含)	28.62	
PE (动态)	14.82	

资料来源: 光大证券研究所预测

**表 12: 敏感性分析表**

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.33%	11.17	11.78	12.51	13.39	14.48
7.83%	10.13	10.63	11.21	11.90	12.74
8.33%	9.24	9.65	10.12	10.67	11.33
8.83%	8.46	8.80	9.19	9.63	10.16
9.33%	7.78	8.07	8.38	8.75	9.17

资料来源: 光大证券研究所预测

**表 13: 估值结果汇总 (元)**

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	10.12	7.78-14.48	贴现率 $\pm$ 1%, 长期增长率 $\pm$ 1%
AE	7.30	6.52-8.56	贴现率 $\pm$ 1%, 长期增长率 $\pm$ 1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，华铁股份的估值区间为 7.30~10.12 元。

**投资评级：**我们维持公司 2021-2023 年净利润预期 5.64/6.74/8.02 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.42/0.50 元。2008 年我国高铁正式运营，到现在动车组高级修周期如约而至，我们测算 2021-2025 年动车组高级修市场规模总计可达 2000 亿元，零部件的更换也有望伴随维修市场的发展快速放量，轨交后市场发展已经步入高速增长期，华铁股份有望迎来全新面貌。同时，稀缺资产轨交轮对寡头制造商 BVV 有望于 2021 年正式注入上市公司体内。“大国重器”高铁动车组，是我国高端装备走向全球市场的一张名片，技术处于世界前沿，公司立足于动车组核心零部件，同时加码高精尖轮对业务，未来发展值得期待，因此给予“买入”评级。

## 5、风险提示

- 1、市场竞争加剧的风险。**近年来行业产能的扩张、原有企业的成长和新进入者的不断增加，未来可能使得行业竞争加剧。
- 2、主要原材料价格波动风险。**近年来，受宏观经济波动影响，铝、钢铁等大宗商品的价格波动导致公司部分原材料的市场价格存在一定的波动性，从而对公司盈利能力产生不利影响。
- 3、政策风险：**轨道交通设备制造业准入政策、城轨交通产业政策的变化可能导致市场环境和发展空间出现不确定因素，给公司的战略和经营带来风险。
- 4、资产注入进度不及预期。**

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,672	2,243	2,719	3,262	3,932
营业成本	1,081	1,330	1,587	1,886	2,266
折旧和摊销	20	29	25	27	29
税金及附加	14	21	25	30	36
销售费用	28	34	54	65	79
管理费用	98	120	163	196	256
研发费用	48	51	101	130	157
财务费用	24	72	68	62	57
投资收益	0	0	-10	-10	-2
营业利润	394	603	753	886	1,082
利润总额	395	603	738	871	1,067
所得税	85	62	74	87	107
净利润	310	541	664	784	961
少数股东损益	7	93	100	110	159
归属母公司净利润	303	448	564	674	802
EPS(元)	0.19	0.28	0.35	0.42	0.50

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16	178	387	618	440
净利润	303	448	564	674	802
折旧摊销	20	29	25	27	29
净营运资金增加	86	753	571	478	875
其他	-393	-1,052	-773	-561	-1,266
投资活动产生现金流	-572	-179	-35	-75	-42
净资本支出	-6	-19	-26	-40	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-566	-160	-9	-35	-2
融资活动现金流	514	462	-234	-326	-130
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	664	597	-115	-204	-2
无息负债变化	413	-191	119	189	124
净现金流	-42	460	118	217	268

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.4%	40.7%	41.6%	42.2%	42.4%
EBITDA 率	25.9%	32.1%	29.9%	30.2%	29.8%
EBIT 率	24.6%	30.8%	28.9%	29.4%	29.0%
税前净利润率	23.6%	26.9%	27.1%	26.7%	27.1%
归母净利润率	18.1%	20.0%	20.7%	20.7%	20.4%
ROA	4.8%	7.3%	8.2%	8.9%	9.8%
ROE (摊薄)	6.8%	9.1%	10.4%	11.2%	11.9%
经营性 ROIC	5.7%	9.4%	9.8%	11.2%	12.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	31%	28%	26%	24%
流动比率	1.84	2.90	3.32	3.89	4.27
速动比率	1.57	2.62	3.01	3.52	3.86
归母权益/有息债务	4.74	3.20	3.82	4.96	5.57
有形资产/有息债务	3.21	2.59	3.20	4.30	5.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,487	7,446	8,063	8,773	9,785
货币资金	506	970	1,087	1,305	1,573
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,054	1,320	1,631	1,794	2,162
应收票据	208	173	217	261	315
其他应收款 (合计)	4	9	7	8	10
存货	412	354	397	471	566
其他流动资产	17	7	7	7	7
流动资产合计	2,806	3,667	4,235	4,902	5,902
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	201	195	192	190	188
在建工程	5	9	14	17	18
无形资产	104	98	109	119	128
商誉	3,349	3,349	3,349	3,349	3,349
其他非流动资产	1	101	101	101	101
非流动资产合计	3,681	3,778	3,828	3,870	3,883
总负债	1,874	2,280	2,284	2,269	2,391
短期借款	623	512	397	193	191
应付账款	259	254	302	358	431
应付票据	116	121	143	170	204
预收账款	28	0	45	54	66
其他流动负债	-10	-3	-3	-3	-3
流动负债合计	1,528	1,265	1,276	1,260	1,382
长期借款	316	994	994	994	994
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	12	12	12	12
非流动负债合计	346	1,015	1,008	1,008	1,008
股东权益	4,613	5,166	5,779	6,504	7,394
股本	1,596	1,596	1,596	1,596	1,596
公积金	2,771	2,792	2,848	2,916	2,996
未分配利润	185	627	1,085	1,632	2,283
归属母公司权益	4,449	4,909	5,423	6,037	6,769
少数股东权益	164	257	357	467	625

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.69%	1.52%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	5.84%	5.34%	6.00%	6.00%	6.50%
财务费用率	1.45%	3.22%	2.52%	1.89%	1.45%
研发费用率	2.86%	2.28%	3.72%	4.00%	4.00%
所得税率	22%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.03	0.04	0.04	0.05
每股经营现金流	0.01	0.11	0.24	0.39	0.28
每股净资产	2.79	3.08	3.40	3.78	4.24
每股销售收入	1.05	1.41	1.70	2.04	2.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	19	15	12	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	22.7	14.4	12.9	10.6	9.2
股息率	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE