

现金收购德国 BVV 轮对资产，轨交大平台战略推进

——华铁股份事件点评

事件

8月4日公司发布重组交易方案调整公告，公司拟通过支付现金的方式购买重庆兆盈轨交持有的青岛兆盈76%股权，从而实现间接持有标的子公司BVV集团及香港利合股权（青岛兆盈通过香港富山100%控股BVV集团）。青岛兆盈100%股权的预估作价为23亿元，标的资产青岛兆盈76%股权的预估作价为17.48亿元。标的公司承诺2021至2023年实现扣非归母净利润分别不低于1.6亿元、2.0亿元、2.4亿元。

投资要点

□ 拟并购方案调整为全现金支付，确保交易流程加速推进

原方案中华铁股份拟采用发行股份及支付现金的方式购买重庆兆盈轨交、济南港通合计持有的青岛兆盈100%股权。其中，以发行股份的方式向重庆兆盈轨交以及济南港通收购其所持有的青岛兆盈38%、24%的股权，以现金支付的方式向重庆兆盈轨交收购其所持有的青岛兆盈38%股权。

此次方案调整后，将不再采用发行股份购买资产并募集配套资金的方式，改用全现金收购青岛兆盈76%的股权。此次BVV资产注入方案拟以全现金方式完成，将有助于：1) 加快交易进程，确保顺利推进；2) 不涉及股份增发摊薄；3) 股权激励方案业绩目标有望超预期是实现。

□ 丰富核心产品种类，轨交装备零部件龙头有望加速成长

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）轨交轮对市场份额约90%；估计目前在中国高铁新造轮对市场份额超50%。

此次将实控人以外的核心资产注入上市公司后，将有利于：1) 丰富公司产品线，完善产品结构，拓宽收入利润来源，充分发挥客户协同效应，增强抗风险能力，提升公司资产质量、盈利能力与综合竞争力。

□ 提升在新造及维修后市场地位，以国际化轨交零部件大平台为战略发展目标

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。在轨交行业新造市场及维修市场需求不断提升的背景下，公司把打造轨交零部件大平台作为长期发展战略目标；通过内伸+外延的方式，不断扩宽业务范围。近三年来，公司的传统主业稳健发展，此时选择收购德国BVV，有望通过布局海外市场及核心产品，快速提升其在铁路维修后市场的地位。

□ 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，承诺2020/2021/2022年公司净利润不低于4.5/5.5/6.5亿元(未考虑BVV业绩并表)。

盈利预测与估值

鉴于本次交易涉及的标的资产尚未完成审计、评估/估值等工作，我们暂不考虑并购BVV的情形下，预计公司2021~2023年收入为28/33/39亿元，同比增长25%/17%/18%；归母净利润5.7/7.0/8.4亿元，同比增长27%/22%/21%；对应EPS为0.36/0.44/0.53元，PE为17/14/11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。

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥6.04

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.03

4Q/2020

0.11

3Q/2020

0.07

2Q/2020

0.09

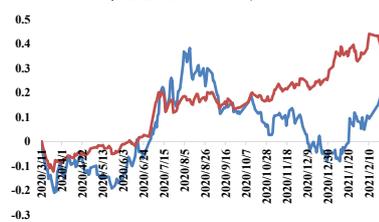
分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 潘贻立

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

—华铁股份 —沪深300



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

【华铁股份】拟收购德国BVV轨交轮对核心资产，打造国际化平台 2021.03

【华铁股份】业绩符合预期，轨交装备零部件龙头有望加速成长-2021.05

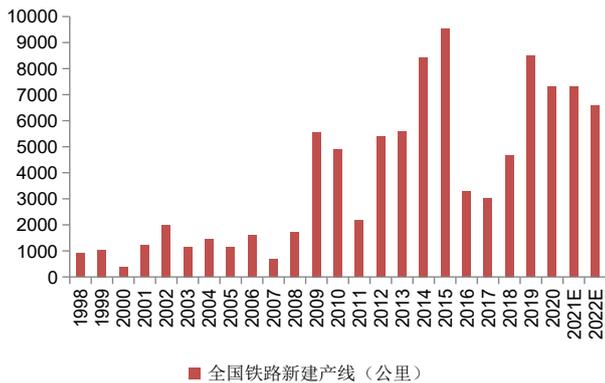
财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2243	2810	3292	3873
(+/-)	34%	25%	17%	18%
净利润	448	570	695	839
(+/-)	48%	27%	22%	21%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.44	0.53
P/E	22	17	14	11
P/B	2.0	1.7	1.5	1.4
ROE	9%	10%	11%	12%

附录

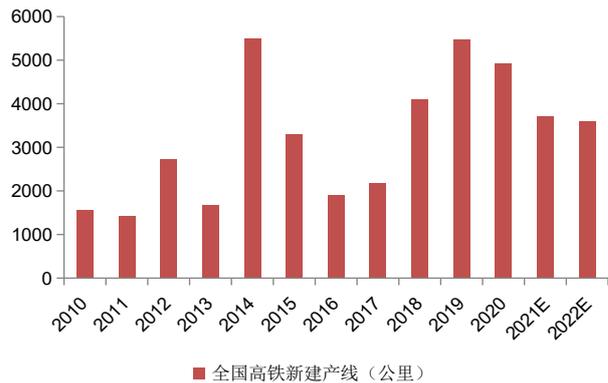
附录 1: 根据目前在建项目和待建项目批复情况结合 4-5 年的建设工期, 我们预计 2020~2022 年高铁新增通车里程(包含城际铁路)分别为 4300 公里、3800 公里和 3600 公里, 全国铁路新建产线 8300 公里、7300 公里和 6600 公里。按照每公里对应机车、客车和动车组保有量分别为 0.16 辆、0.55 辆和 0.1 组测算, 预计 2020~2022 年机车分别增加 1568 辆、1168 辆和 1056 辆, 客车分别增加 5015 辆、4015 辆和 3630 辆, 动车组分别增加 303 组、380 组和 360 组。

图 1: 全国铁路新增产线及其预测



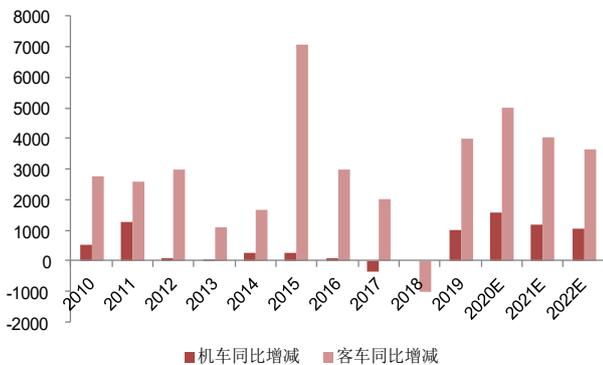
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所

图 2: 全国高铁新增产线及其预测



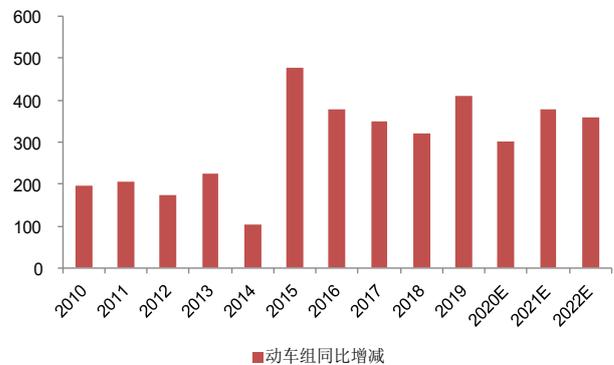
资料来源: Wind、铁道统计公报、浙商证券研究所整理

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

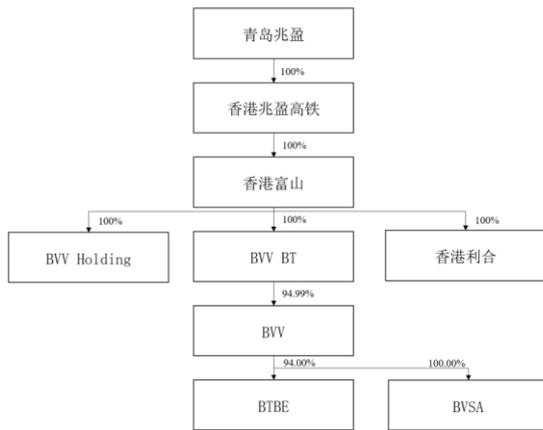
图 4: 全国新增动车组数量及其预测



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	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3667	4917	5861	6889	营业收入	2243	2810	3292	3873
现金	970	1641	1846	2304	营业成本	1330	1641	1918	2239
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	21	25	26	31
应收账款	1493	2072	2368	2740	营业费用	34	42	46	54
其它应收款	9	9	11	13	管理费用	120	146	165	194
预付账款	779	751	1024	1177	研发费用	51	62	69	81
存货	354	415	576	612	财务费用	72	74	65	61
其他	62	30	36	43	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3778	3453	3687	3693	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	2	8	6	5
固定资产	195	208	222	236	营业利润	603	827	1009	1218
无形资产	98	104	110	108	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	9	23	34	43	利润总额	603	827	1009	1218
其他	3477	3119	3322	3306	所得税	62	141	171	207
资产总计	7446	8371	9548	10582	净利润	541	687	837	1011
流动负债	1265	1402	1740	1765	少数股东损益	93	117	142	172
短期借款	512	464	533	503	归属母公司净利润	448	570	695	839
应付款项	375	478	588	657	EBITDA	702	914	1092	1300
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.28	0.36	0.44	0.53
其他	379	460	619	605	主要财务比率				
非流动负债	1015	1016	1018	1016		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	994	994	994	994	成长能力				
其他	21	22	24	22	营业收入	34.15%	25.28%	17.13%	17.66%
负债合计	2280	2418	2758	2781	营业利润	52.85%	37.27%	21.94%	20.72%
少数股东权益	257	373	516	688	归属母公司净利润	48.02%	27.20%	21.95%	20.72%
归属母公司股东权益	4909	5579	6274	7113	获利能力				
负债和股东权益	7446	8371	9548	10582	毛利率	40.70%	41.59%	41.74%	42.18%
					净利率	24.10%	24.43%	25.43%	26.10%
					ROE	9.16%	10.25%	10.91%	11.50%
					ROIC	9.37%	10.52%	11.35%	12.26%
					偿债能力				
					资产负债率	30.62%	28.89%	28.89%	26.29%
					净负债比率	67.36%	60.72%	55.85%	54.47%
					流动比率	2.90	3.51	3.37	3.90
					速动比率	2.62	3.21	3.04	3.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.36	0.37	0.38
					应收帐款周转率	1.89	1.79	1.70	1.74
					应付帐款周转率	5.19	5.58	5.18	5.22
					每股指标(元)				
					每股收益	0.28	0.36	0.44	0.53
					每股经营现金	0.11	0.30	0.28	0.35
					每股净资产	3.08	3.50	3.93	4.46
					估值比率				
					P/E	21.51	16.91	13.87	11.49
					P/B	1.96	1.73	1.54	1.35
					EV/EBITDA	13.21	10.76	9.02	7.34

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>