

公司研究

高铁轮对稀缺资产注入稳步推进，助力公司发力千亿轨交后市场

——华铁股份（000976.SZ）发布重大资产购买暨关联交易预案事件点评

要点

事件：8月4日，公司发布重大资产购买暨关联交易预案等公告，拟以支付现金方式购买重庆兆盈轨交持有的青岛兆盈76%股权，预估作价为17.48亿元。青岛兆盈间接持有BVV BT以及香港利合100%股权。若交易于2021年实施完毕，重庆兆盈轨交承诺标的公司2021年、2022年、2023年的扣非归母净利润分别不低于1.6亿元/2.0亿元/2.4亿元。本次交易方案较此前方案有所调整，主要是收购青岛兆盈股权比例由100%下降为76%，交易对方不再包含济南港通，交易方式由发行股份及支付现金购买变为全部支付现金购买，并取消了募集配套资金。由于交易方案不再涉及发行股份，无需报中国证监会审核。

高铁轮对稀缺资产BVV注入，有望增厚公司业绩：BVV集团为全球范围内仅有的掌握动车组轮对制造技术的四家厂商之一，拥有德国铁路股份公司的Q1级供应商资格、全球主要经济体的铁路公司准入许可，且拥有面向全球的销售和服务网络。近年来，动车组轮对新造市场方面，BVV的市场份额重返50%以上；修造市场方面，经测算未来十年我国年均更换需求高达70亿，BVV将通过轮轴产品的互换压装快速切入，我们看好公司未来三年份额有望提升至50%以上。同时，公司快速推进BVV国内制造基地建设，实现国产化，盈利能力有望提升。

战略定位轨道交通核心零部件大平台，BVV将为公司布局再添一子：2020年公司品种类已拓展至十五种。2019年11月公司收购山东嘉泰，增加座椅产品业务，2020年座椅产品成为公司第一大收入来源。易耗品刹车片领域，借助控股湖南博科瑞，公司有望切入制动市场，成为刹车片主流供应商。公司通过代理全球铁路轨道维护产品和建设服务供应商哈斯科，切入轨交工务运营维护领域。本次收购将为公司注入轮对制造工艺领先的BVV，二者轨交领域协同效应显著。

后市场快速发展，助力公司迈上新台阶：我们测算2021-2025年动车组高级修市场规模总计可达2,000亿元，零部件的更换也有望伴随维修市场的发展快速放量。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提升至40%，座椅产品则为28%。公司在轨交核心零部件领域布局完善，轨交后市场的快速发展将成为公司业绩增长的主要动力。

盈利预测、估值与评级：暂不考虑BVV并表，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；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	2,713	3,280	3,845
营业收入增长率	-3.42%	34.15%	20.93%	20.92%	17.23%
净利润（百万元）	303	448	564	674	802
净利润增长率	107.84%	48.02%	25.94%	19.44%	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%	11.16%	11.85%
P/E	30	20	16	14	11
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-06

买入（维持）

当前价：5.71元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebscn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

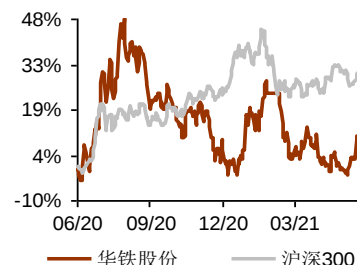
010-56513153

wangrui3@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.96
总市值(亿元)	91.11
一年最低/最高(元)	4.88/7.82
近3月换手率	64.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.08	7.23	-27.06
绝对	-0.17	5.74	-22.52

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）
 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（2021-05-21）

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	2,713	3,280	3,845
营业成本	1,081	1,330	1,630	1,950	2,276
折旧和摊销	20	29	25	27	29
税金及附加	14	21	25	30	35
销售费用	28	34	41	49	58
管理费用	98	120	141	197	238
研发费用	48	51	60	105	142
财务费用	24	72	69	63	57
投资收益	0	0	2	-3	-3
营业利润	394	603	753	886	1,039
利润总额	395	603	738	871	1,024
所得税	85	62	74	87	102
净利润	310	541	664	784	922
少数股东损益	7	93	100	110	120
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	357	587	489
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	587	513	747
其他	-393	-1,052	-818	-626	-1,089
投资活动产生现金流	-572	-179	-24	-68	-43
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	3	-28	-3
融资活动现金流	514	462	-218	-292	-220
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	664	597	-99	-169	-92
无息负债变化	413	-191	131	197	100
净现金流	-42	460	115	227	226

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.4%	40.7%	39.9%	40.6%	40.8%
EBITDA 率	25.9%	32.1%	31.1%	29.9%	29.4%
EBIT 率	24.6%	30.8%	30.2%	29.0%	28.6%
税前净利润率	23.6%	26.9%	27.2%	26.6%	26.6%
归母净利润率	18.1%	20.0%	20.8%	20.5%	20.9%
ROA	4.8%	7.3%	8.2%	8.9%	9.5%
ROE (摊薄)	6.8%	9.1%	10.4%	11.2%	11.8%
经营性 ROIC	5.7%	9.4%	10.2%	11.1%	11.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	31%	29%	26%	24%
流动比率	1.84	2.90	3.27	3.74	4.34
速动比率	1.57	2.62	2.96	3.37	3.92
归母权益/有息债务	4.74	3.20	3.77	4.76	5.76
有形资产/有息债务	3.21	2.59	3.18	4.19	5.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年末总股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,487	7,446	8,092	8,843	9,704
货币资金	506	970	1,085	1,312	1,538
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,054	1,320	1,628	1,804	2,115
应收票据	208	173	217	262	308
其他应收款 (合计)	4	9	7	8	10
存货	412	354	407	488	569
其他流动资产	17	7	7	7	7
流动资产合计	2,806	3,667	4,263	4,973	5,820
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	2,312	2,340	2,349
短期借款	623	512	413	243	152
应付账款	259	254	310	371	432
应付票据	116	121	147	176	205
预收账款	28	0	45	55	64
其他流动负债	-10	-3	-3	-3	-3
流动负债合计	1,528	1,265	1,304	1,331	1,340
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	5,780	6,504	7,355
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	1,631	2,283
归属母公司权益	4,449	4,909	5,423	6,037	6,768
少数股东权益	164	257	357	467	587

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.69%	1.52%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	5.84%	5.34%	5.20%	6.00%	6.20%
财务费用率	1.45%	3.22%	2.53%	1.93%	1.49%
研发费用率	2.86%	2.28%	2.20%	3.20%	3.70%
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	0.22	0.37	0.31
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	2.06	2.41

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	30	20	16	14	11
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	24.4	15.4	13.9	11.4	9.9
股息率	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%

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所载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