

华铁股份(000976)

报告日期: 2022年08月10日

三箭齐发: 后市场、汽车座椅、高铁品类扩张

——华铁股份深度报告

投资要点

□ 华铁股份: 优质轨道交通零部件平台企业

公司聚焦轨道交通核心零部件领域, 依托技术壁垒和资质优势, 现已打造成为国际化轨交零部件平台型企业, 现已形成给水卫生、备用电源、高铁座椅、制动闸片、检修系统、贸易配件等轨交核心业务板块。

□ 高铁进入后市场时代, 预计 2022-2025 年轨交零部件市场复合增速 13.3%

公司现有业务绝大部分均来自于高铁市场, 据我们测算, 2022-2025 年动车组保有量及新增量的复合增速分别为 5.7%、4.5%。

我们统计主要的高铁零部件(据 2021 年年报, 占公司总收入的 74%), 即给水卫生系统、备用电源系统、座椅系统等, 预计 2022-2025 年主要高铁零部件市场的复合增速为 13.3%, 并且 2022 年后市场的市场规模占比将达到 48%, 到 2025 年进一步提升至 60%。后市场占比提升, 收入稳定性增强。

□ 有望通过与麦格纳合作, 从高铁座椅向乘用车座椅等新领域延伸

乘用车座椅是乘用车中单车价值量较高、国产替代比例较低的重要汽车零部件, 伴随新能源车持续渗透引领的自主崛起, 座椅国产替代有望加速, 国产座椅企业将迎来战略发展机遇期。

假设 2022-2025 年自主品牌乘用车市场占有率分别为 48% (2022 年上半年市占率均值达 48%) /52%/56%/60%。我们预测 2025 年自主品牌乘用车座椅市场规模将达到 840 亿元, 未来 4 年行业复合增速达 18%。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 4.22/4.78/6.10 亿元, 分别同比增长 7%/13%/28%, 复合增速为 16%, 对应的 PE 分别为 21/19/15 倍。参考可比公司估值, 给予 2023 年 26xPE, 对应合理市值为 125 亿元。上调评级为“买入”。

□ 风险提示

市场竞争风险; 后市场、乘用车座椅等非轨交领域市场开拓不及预期; 上市公司控股股东股权质押集中度风险; 商誉减值风险。

投资评级: 买入(上调)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

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

分析师: 张杨

执业证书号: S1230522050001
 zhangyang01@stocke.com.cn

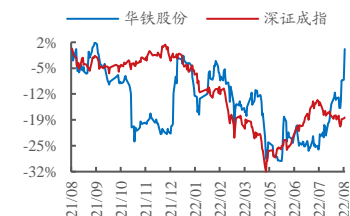
分析师: 刘欣畅

执业证书号: S1230521110001
 liuxinchang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.69
总市值(百万元)	9,079.41
总股本(百万股)	1,595.68

股票走势图



相关报告

- 1 《【华铁股份】三季报业绩符合预期, 轨交装备平台化发展有序推进-20211022》 2021.10.22
- 2 《【华铁股份】中报业绩符合预期, 积极布局核心技术和海外市场-20210831》 2021.08.31
- 3 《【华铁股份】现金收购德国 BVV 轮对资产, 轨交大平台战略推进-20210805》 2021.08.05

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1989	2160	2143	2664
(+/-) (%)	-11%	9%	-1%	24%
归母净利润	395	422	478	610
(+/-) (%)	-17%	7%	13%	28%
每股收益(元)	0.25	0.26	0.30	0.38
P/E	23	21	19	15

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 4.22/4.78/6.10 亿元，分别同比增长 7%/13%/28%，复合增速为 16%。对应的 PE 分别为 21/19/15 倍。
- 2) 参考市场一致预期，可比公司 2022/2023 年 PE 均值分别 39/26 倍。
- 3) 给予公司 2023 年 26xPE，对应的合理市值为 125 亿元，目标价格为 7.8 元，现价 30%空间。
- 4) 上调评级，为“买入”。

● 关键假设

- 1) 假设高速铁路营业里程将从 2020 年的 3.8 万公里发展为 2025 年的 5 万公里。
- 2) 假设给水卫生系统/备用电源系统/座椅系统的更新周期分别为 15 年、5 年、10 年。
- 3) 假设 2022-2025 年自主品牌乘用车市场占有率分别为 48% (2022 年上半年市占率均值达 48%) /52%/56%/60%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为轨交产业已经饱和，零部件企业收入、业绩将面临下滑压力。市场认知的合理性在于，轨交总体市场已经相对饱和，运营总里程增速较慢，每年新增列车数量存在下滑可能。

但我们认为部分轨交零部件企业的收入、利润增速有望超市场预期。理由是：1) 尽管轨交总体增速放缓，但在铁路发展总体规划中高铁相对增速较快。2) 并且，高铁产业已经进入后市场时代。尽管每年新增量增速较慢，但是维修市场增速较快。据我们测算 2022 年后市场的市场规模占比已经接近 50%。3) 轨交零部件企业有望将先进的技术、工艺能力向其他非轨交领域延伸，构成新的业绩增长点。

● 股价上涨的催化因素

与麦格纳有关乘用车座椅的合作事项达成；乘用车座椅相关订单发布；高铁零部件订单发布等。

● 风险提示

市场竞争风险；后市场、乘用车座椅等非轨交领域市场开拓不及预期；上市公司控股股东股权质押集中度风险；商誉减值风险。

正文目录

1 华铁股份：优质轨道交通零部件平台企业	5
2 高铁产业进入后市场时代，预计后市场空间占比近 50%	7
3 高铁先进技术向其他领域延伸，乘用车座椅等有望加速开拓	9
4 盈利预测及估值	10
4.1 盈利预测：预计 2022-2024 年归母净利润复合增速达 14%	10
4.2 估值：参照可比公司给予 2023 年 26 倍 PE，合理市值 125 亿元	12
5 风险提示	12

图表目录

图 1: 发展历程: 打造国际化轨交零部件平台型企业	5
图 2: 股权结构: 第一、二大股东持股比例约 25%.....	5
图 3: 深度布局轨道交通车辆装备制造全产业链.....	6
图 4: 2021 年公司收入 20 亿元, 同比下滑 11%.....	6
图 5: 2021 年公司净利润 4 亿元, 同比下滑 12%.....	6
图 6: 公司毛利率 40%以上, 净利率接近 25%.....	6
图 7: 公司现金流情况良好.....	6
图 8: 2020 年全球乘用车座椅市场份额: 外资为主.....	9
图 9: 2020 年中国乘用车座椅市场自主品牌有较大替代空间.....	9
表 1: 预计 2022-2025 年动车组新增量复合增速为 4.5%.....	7
表 2: 预计 2022-2025 年主要高铁零部件市场复合增速 13.3%, 2022 年后市场市场规模占比 48%.....	8
表 3: 预计 2025 年自主品牌乘用车座椅市场规模将达到 840 亿元, 未来 4 年行业复合增速达 18%.....	9
表 4: 预计 2022-2024 年营业收入/毛利额的复合增速分别为 10%/9%.....	11
表 5: 华铁股份 2022/2023 年 PE 估值 21 倍/19 倍, 低于板块平均 PE 水平.....	12
表附录: 三大报表预测值.....	13

1 华铁股份：优质轨道交通零部件平台企业

公司聚焦轨道交通核心零部件领域，依托技术壁垒和资质优势，现已打造成为国际化轨交零部件平台型企业。

2016年，完成对亚通达的收购，正式进入轨道交通零部件市场，亚通达是轨道交通核心设备供应商。

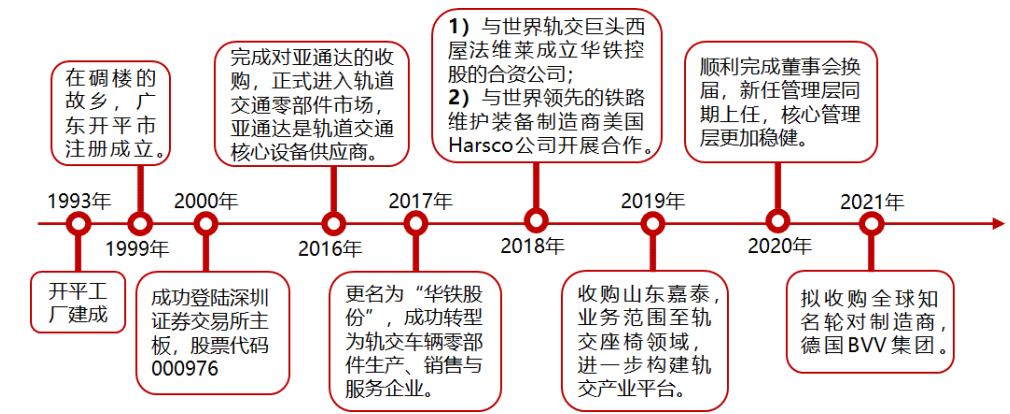
2017年，更名为“华铁股份”，成功转型为轨交车辆零部件生产、销售与服务企业。

2018年，与世界轨交巨头西屋法维莱成立华铁控股的合资公司，与世界领先的铁路维护装备制造美国 Harsco 公司开展合作。

2019年，收购山东嘉泰，业务范围至轨交座椅领域，进一步构建轨交产业平台。

2021年，拟收购全球知名轮对制造商，德国 BVV 集团。（尚未完成）

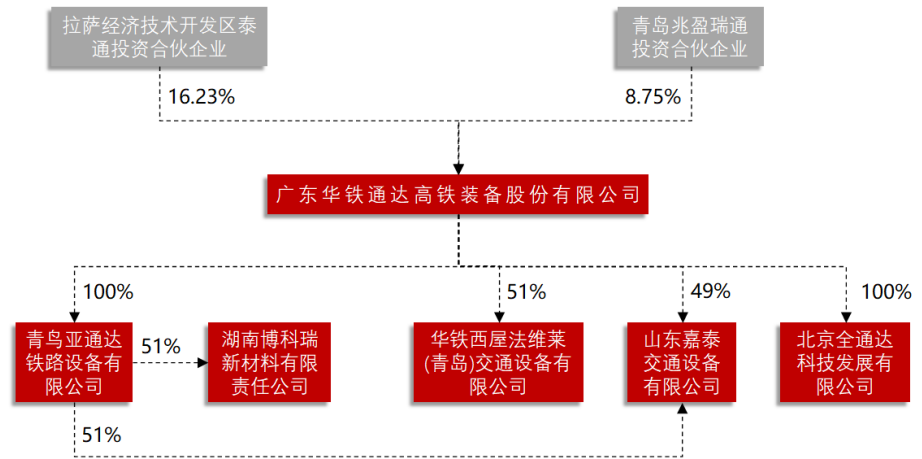
图1：发展历程：打造国际化轨交零部件平台型企业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司为一家民营企业，第一大股东为拉萨经济技术开发区泰通投资合伙企业(有限合伙)，实际控制人宣瑞国。

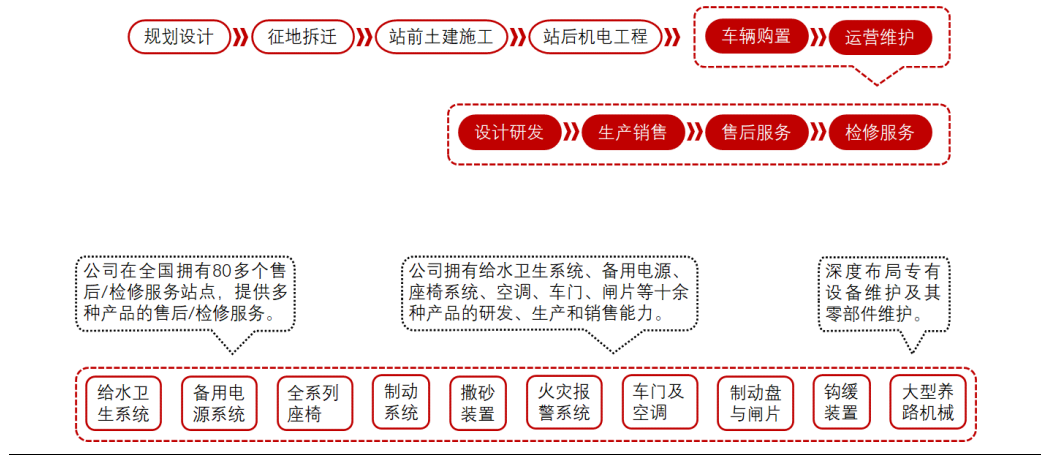
图2：股权结构：第一、二大股东持股比例约 25%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司深度布局轨道交通车辆装备制造全产业链。现已形成给水卫生、备用电源、高铁座椅、制动闸片、检修系统、贸易配件等轨交核心业务板块。

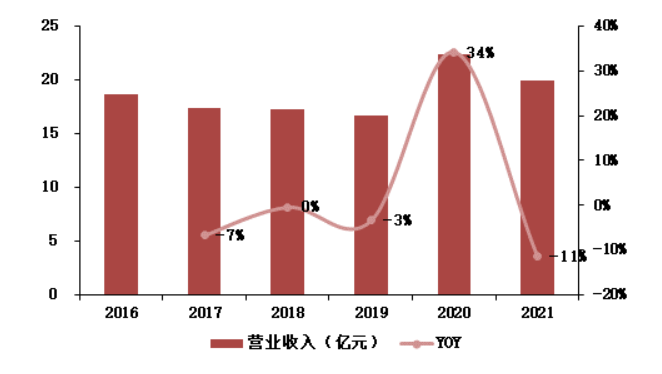
图3：深度布局轨道交通车辆装备制造全产业链



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

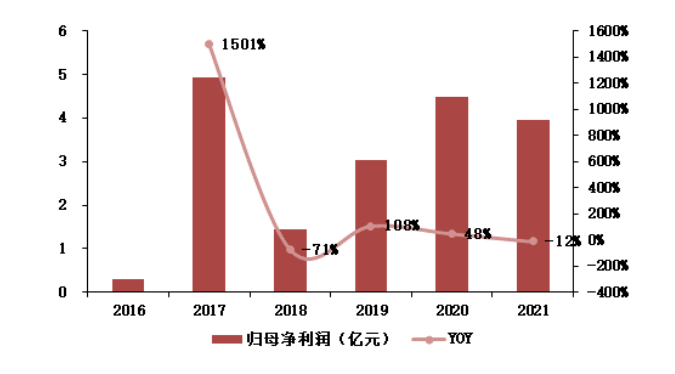
据公司年报，2021年公司实现营业收入20亿元，同比下滑11%；归母净利润4亿元，同比下滑12%。

图4：2021年公司收入20亿元，同比下滑11%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：2021年公司净利润4亿元，同比下滑12%

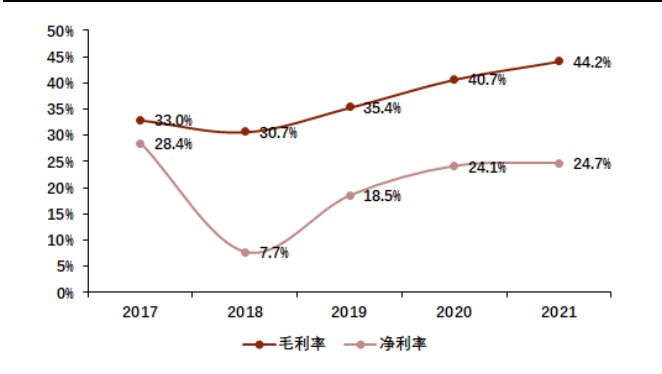


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司盈利能力较强：毛利率持续提升，2021年达44%；公司2021年净利率24.7%。

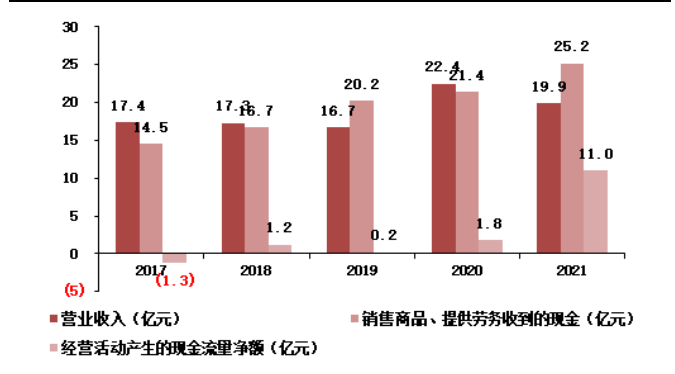
公司现金流情况良好：2021年销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为126%，2021年经营性现金流量净额达11.0亿元。

图6：公司毛利率40%以上，净利率接近25%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：公司现金流情况良好



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 高铁产业进入后市场时代，预计后市场空间占比近 50%

公司现有业务绝大部分均来自于高铁市场。根据《2021年铁道统计公报》，2021年底我国高速铁路营业里程达到4万公里，动车组4153标准组，33221辆。

根据2022年1月18日，国务院发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，在综合交通运输发展的铁路主要指标方面，高速铁路营业里程将从2020年的3.8万公里发展为2025年的5万公里。

据此我们假设每年全国高铁运营里程增速6%至2025年达5万公里，对应2022-2025年全国高铁新建产线分别为2283/2400/2550/2700公里。

假设每公里高铁运营里程对应的动车组拥有量为0.83辆/公里，则对应2022-2025年动车组每年的新增量分别为1930/1992/2117/2241辆，增速分别为3%、3%、6%、6%。

表1：预计2022-2025年动车组新增量复合增速为4.5%

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
全国高铁运营里程(公里)	16456	19838	22980	25164	29904	35378	37899	40067	42350	44750	47300	50000
增速	49%	21%	16%	10%	19%	18%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
全国高铁新建产线(公里)	5491	3306	1903	2182	4100	5474	2521	2168	2283	2400	2550	2700
增速	228%	-40%	-42%	15%	88%	34%	-54%	-14%	5%	5%	6%	6%
每公里高铁运营里程对应的动车组拥有量(辆/公里)	0.83	0.89	0.90	0.93	0.87	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
动车组拥有量(辆)	13696	17648	20688	23480	26048	29319	31340	33221	35151	37143	39259	41500
增速	31%	29%	17%	13%	11%	13%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
动车组新增量(辆)	3232	3952	3040	2792	2568	3271	2021	1881	1930	1992	2117	2241
增速	70%	22%	-23%	-8%	-8%	27%	-38%	-7%	3%	3%	6%	6%

资料来源：铁道统计公报，浙商证券研究所

我们统计主要的高铁零部件（据 2021 年年报，占公司总收入的 74%），给水卫生系统、备用电源系统、座椅系统等，预计 2022-2025 年主要高铁零部件市场的复合增速为 13.3%，并且 2022 年后市场市场规模占比将达到 48%，到 2025 年进一步提升至 60%。

假设给水卫生系统/备用电源系统/座椅系统的单车价值量分别为 50 万元、10 万元、44 万元。在增量市场，每年的各产品销量对应当年动车组的新增量。在存量市场，我们假设给水卫生系统/备用电源系统/座椅系统的更新周期分别为 15 年、5 年、10 年。据此，我们测算出具体的市场空间及增速情况如下：

表2：预计 2022-2025 年主要高铁零部件市场复合增速 13.3%，2022 年后市场市场规模占比 48%

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E	
给水卫生系统 (更新周期 15 年)	单车价值量 (万元)	50	50	50	50	50	50	50	
	增量市场	动车组新增量 (辆)	3271	2021	1881	1930	1992	2117	2241
		增量市场价值量 (亿元)	16.36	10.11	9.41	9.65	9.96	10.58	11.21
	后市场	动车组更新量 (辆)				1050	710	1090	1950
		后市场价值量 (亿元)				5.25	3.55	5.45	9.75
	后市场市场空间占比	0%	0%	0%	35%	26%	34%	47%	
	总市场空间 (亿元)	16.36	10.11	9.41	14.90	13.51	16.03	20.96	
	市场增速	27%	-38%	-7%	58%	-9%	19%	31%	
	备用电源系统 (更新周期 5 年)	单车价值量 (万元)	10	10	10	10	10	10	10
		增量市场	动车组新增量 (辆)	3271	2021	1881	1929.5	1992	2116.5
增量市场价值量 (亿元)			3.27	2.02	1.88	1.93	1.99	2.12	2.24
后市场		动车组更新量 (辆)	4322	5902	5424	5616	5176	7593	7923
		后市场价值量 (亿元)	4.32	5.90	5.42	5.62	5.18	7.59	7.92
后市场市场空间占比		57%	74%	74%	74%	72%	78%	78%	
总市场空间 (亿元)		7.59	7.92	7.31	7.55	7.17	9.71	10.16	
市场增速		47%	4%	-8%	3%	-5%	35%	5%	
座椅系统 (更新周期 10 年)		单车价值量 (万元)	44	44	44	44	44	44	44
		增量市场	动车组新增量 (辆)	3271	2021	1881	1929.5	1992	2116.5
	增量市场价值量 (亿元)		14.31	8.84	8.23	8.44	8.72	9.26	9.80
	后市场	动车组更新量 (辆)	1090	1950	2384	1774	1898	3232	3952
		后市场价值量 (亿元)	4.77	8.53	10.43	7.76	8.30	14.14	17.29
	后市场市场空间占比	25%	49%	56%	48%	49%	60%	64%	
	总市场空间 (亿元)	19.08	17.37	18.66	16.20	17.02	23.40	27.09	
	市场增速	33%	-9%	7%	-13%	5%	37%	16%	
	合计后市场市场规模 (亿元)	9.09	14.43	15.85	18.63	17.03	27.18	34.96	
	总市场空间 (亿元)	43.03	35.40	35.37	38.65	37.70	49.14	58.21	
市场增速	33%	-18%	0%	9%	-2%	30%	18%		
高铁后市场空间占比	21%	41%	45%	48%	45%	55%	60%		

资料来源：公司公告，铁道统计公报，浙商证券研究所

3 高铁先进技术向其他领域延伸，乘用车座椅等有望加速开拓

2022年6月24日、2022年7月6日，公司在互动易平台回复投资者问答“公司全资子公司山东嘉泰交通设备有限公司具备新能源汽车座椅系统的生产与配套服务能力”、“公司正在筹划进入新能源汽车零部件行业，目前正在与世界知名汽车零部件供应商麦格纳集团进行前期的相关业务合作谈判”。

乘用车座椅是乘用车中单车价值量较高、国产替代比例较低的重要汽车零部件，市场规模较大。伴随新能源汽车渗透率的快速提升，布局新能源较早的自主品牌乘用车市场份额有望持续提升，并推动座椅的国产替代，国产品牌座椅企业迎来战略发展机会。

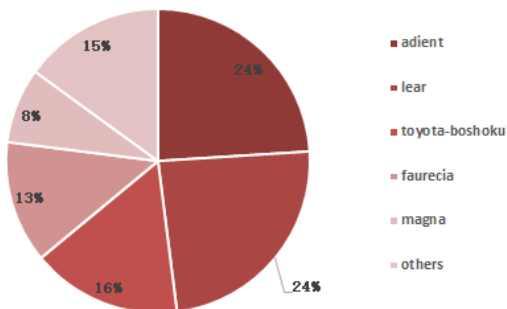
假设 2022-2025 年自主品牌乘用车市场占有率分别为 48%（2022 年上半年市占率均值达 48%）/52%/56%/60%。参考浙商汽车团队 2022 年 6 月 26 日报告《把握确定性复苏，在真成长中掘金》，我们预测 2025 年自主品牌乘用车座椅市场规模将达到 840 亿元，未来 4 年行业复合增速达 18%。

表3: 预计 2025 年自主品牌乘用车座椅市场规模将达到 840 亿元，未来 4 年行业复合增速达 18%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量 (万辆)	2438	2472	2371	2144	2018	2148	2299	2414	2486	2560
yoy	15%	1%	-4%	-10%	-6%	6%	7%	5%	3%	3%
中国自主品牌乘用车销量 (万辆)	1053	1085	998	841	775	954	1103	1255	1392	1536
yoy	21%	3%	-8%	-16%	-8%	23%	16%	14%	11%	10%
自主品牌乘用车市场占有率	43%	44%	42%	39%	38%	44%	48%	52%	56%	60%
乘用车座椅单车价值量 (元)	3500	3500	3500	3500	4000	4500	4725	4961	5209	5470
yoy	0%	0%	0%	0%	14%	13%	5%	5%	5%	5%
乘用车座椅市场规模 (亿元)	853	865	830	751	807	967	1086	1197	1295	1401
yoy	15%	1%	-4%	-10%	8%	20%	12%	10%	8%	8%
自主品牌乘用车座椅市场规模 (亿元)	369	380	349	294	310	429	521	623	725	840
yoy	21%	3%	-8%	-16%	5%	39%	21%	19%	16%	16%

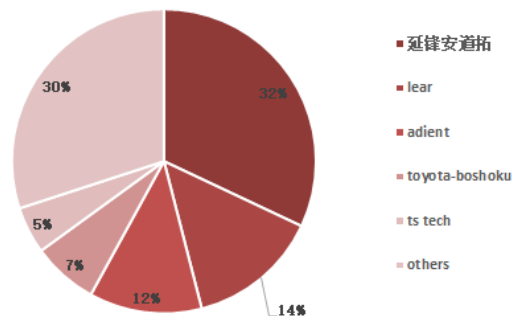
资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图8: 2020 年全球乘用车座椅市场份额：外资为主



资料来源：Marklines，浙商证券研究所

图9: 2020 年中国乘用车座椅市场自主品牌有较大替代空间



资料来源：Marklines，浙商证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测：预计 2022-2024 年归母净利润复合增速达 14%

公司核心主业为高铁装备及配件（座椅）、给水卫生、备用电源系统等，2021 年其收入占比达 74%，毛利额占比达 79%。此外，贸易配件（青岛亚通达进口或自制的紧固件铆钉、地板布、烟火报警器等产品）、检修系统（检修、轨道维护保养业务等）、制动闸片等构成公司的次要业务。

假设：

- 1、分别引用第二章节对高铁装备及配件、给水卫生、备用电源系统市场空间的测算。
- 2、因下游客户对高铁零部件安全性要求较高、供应体系稳定，假设高铁装备及配件、给水卫生、备用电源系统的 2022-2024 年的市场份额分别维持 35%/48%/50%。
- 3、由于高铁零部件的竞争格局相对稳固，盈利能力总体稳定。假设高铁装备及配件、给水卫生、备用电源系统的 2022-2024 年的毛利率分别维持 50%/46%/40%。
- 4、考虑高铁产业进入后市场时代，预计行业 2022-2025 年市场复合增速为 13.3%，我们保守假设公司贸易配件、检修系统 2022-2024 年的收入与 2021 年持平。盈利能力方面，我们假设贸易配件、检修系统 2022-2024 年的毛利率取 2019-2021 年三年均值，分别为 20%、41%。
- 5、制动闸片业务，公司整合优质标的博科瑞（持股比例 51%），依托中南大学粉末冶金研究院平台，具备 CRH380CL 等 11 种车型闸片资质。目前公司已经取得 CR300、CR400 复兴号动车组闸片 CRCC（试用）证书，正在准备装车运用考核。我们假设 2022 年收入与 2021 年基本持平，2023-2024 年复兴号新型号持续切入，对应收入分别 1 亿、1.5 亿元，毛利率取 2019-2021 年三年均值，2022-2024 年毛利率为 41%。
- 6、公司贸易配件以零散配件为主，收入较为稳定。2021 年收入下滑系 2019-2020 年进口大型修路设备基数较高所致，未来保守预计将不再出现这块业务。
- 7、公司检修系统业务均为后市场业务，后市场相对稳定。取 2019-2021 年收入最低值即 2021 年的收入 1.97 亿元，保守预计 2022-2024 年的收入与 2021 年持平为 1.97 亿元。

表4: 预计 2022-2024 年营业收入/毛利额的复合增速分别为 10%/9%

		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
高铁装备及配件 (座椅)	市场规模 (亿元)	19.08	17.37	18.66	16.20	17.02	23.40
	公司收入 (亿元)	1.12	5.6	6.68	5.67	5.96	8.19
	公司市场份额	6%	32%	36%	35%	35%	35%
	公司收入增速		400%	19%	-15%	5%	37%
	毛利率	47%	54%	51%	50%	50%	50%
	毛利额 (亿元)	0.52	3.01	3.38	2.84	2.98	4.09
给水卫生	市场规模 (亿元)	16.36	10.11	9.41	14.90	13.51	16.03
	公司收入 (亿元)	4.08	5.02	4.38	7.15	6.48	7.70
	公司市场份额	25%	50%	47%	48%	48%	48%
	公司收入增速		23%	-13%	63%	-9%	19%
	毛利率	44%	48%	45%	46%	46%	46%
	毛利额 (亿元)	1.80	2.39	1.99	3.29	2.98	3.54
备用电源系统	市场规模 (亿元)	7.59	7.92	7.31	7.55	7.17	9.71
	公司收入 (亿元)	3.56	3.18	3.71	3.77	3.58	4.85
	公司市场份额	47%	40%	51%	50%	50%	50%
	公司收入增速		-11%	17%	2%	-5%	35%
	毛利率	40%	36%	42%	40%	40%	40%
	毛利额 (亿元)	1.41	1.15	1.58	1.51	1.43	1.94
贸易配件	收入 (亿元)	4.85	4.74	2.43	2.43	2.43	2.43
	增速		-2%	-49%	0%	0%	0%
	毛利率	17%	17%	24%	20%	20%	20%
	毛利额 (亿元)	0.84	0.80	0.59	0.49	0.49	0.49
检修系统	收入 (亿元)	2.61	3.51	1.97	1.97	1.97	1.97
	增速		34%	-44%	0%	0%	0%
	毛利率	38%	42%	48%	42%	42%	42%
	毛利额 (亿元)	0.98	1.46	0.95	0.83	0.83	0.83
制动闸片	收入 (亿元)	0.24	0.04	0.64	0.6	1	1.5
	增速		-83%	1500%	-6%	67%	50%
	毛利率	38%	40%	46%	41%	41%	41%
	毛利额 (亿元)	0.09	0.02	0.29	0.25	0.41	0.62
其他主营业务	收入 (亿元)	0.26	0.35	0.08	0	0	0
	毛利率		88%	22%	0%	0%	0%
	毛利额 (亿元)		0.31	0.02	0	0	0
	收入 (亿元)	16.72	22.44	19.89	21.59	21.43	26.64
汇总	毛利额 (亿元)	5.64	9.14	8.80	9.19	9.12	11.51
	毛利率	34%	41%	44%	43%	43%	43%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

综上, 我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 4.22/4.78/6.10 亿元, 分别同比增长 7%/13%/28%, 复合增速为 16%。对应的 PE 分别为 21/19/15 倍。

4.2 估值：参照可比公司给予 2023 年 26 倍 PE，合理市值 125 亿元

我们选取天铁股份（轨交工程橡胶制品收入占比 63%）、天宜上佳（粉末冶金闸片收入占比 63%）、海达股份（轨交零部件收入占比 26%、汽车零部件收入占比 30%）、永贵电器（轨交业务收入占比 59%）作为可比公司。参考市场一致预期，对应可比公司 2022/2023 年 PE 均值分别 39/26 倍。

给予公司 2023 年 26xPE，对应的合理市值为 125 亿元，现价 30%以上空间。上调评级为“买入”。

表5：华铁股份 2022/2023 年 PE 估值 21 倍/19 倍，低于板块平均 PE 水平

简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
天铁股份	161	3.0	4.7	7.0	53	34	23
天宜上佳	139	1.7	3.6	5.1	80	39	28
海达股份	82	1.5	2.0	3.5	55	42	23
永贵电器	66	1.2	1.6	2.2	54	41	31
平均值	112	1.9	3.0	4.4	61	39	26
华铁股份	91	3.9	4.2	4.8	23	21	19

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：除华铁股份外，其他上市公司参考 Wind 一致预期；股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价

5 风险提示

1、市场竞争风险

随着行业技术升级换代，高端装备国产化加快推进，未来新的厂商可能通过加大研发投入，逐步进入公司所处的细分行业。如果公司未能根据行业发展趋势和市场竞争格局及时调整经营策略，保持持续的研发投入，其市场竞争优势可能逐渐被削弱，从而对未来的经营业绩造成不利影响。

2、后市场、乘用车座椅等非轨交领域市场开拓不及预期

高铁产业进入后市场市场，但公司若在轨交后市场领域的开拓不及预期，未来将面临市场份额下降、收入利润不及预期的风险。同时，公司积极从高铁零部件向乘用车座椅等非轨交领域延伸，若新签订单获取不利或导致未来收入利润增速不及预期。

3、上市公司控股股东股权质押集中度风险

据公告，上市公司控股股东拉萨泰通及其一致行动人兆盈瑞通等合计未解押股权质押数量为 3.5 万股，占总股本的 21.92%，占其所持有股份数的 72.77%，质押集中度较高。

4、商誉减值风险

公司近年来通过非同一控制下企业合并收购香港通达 100%股权、山东嘉泰 100%股权、湖南博科瑞 51%股权，在合并资产负债表中形成商誉。根据企业会计准则等相关规定，若标的资产在未来经营中实现的收益未达预期，收购标的资产所形成的商誉将存在较高的减值风险，从而影响公司损益，可能对公司业绩造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3937	4656	5115	6004
现金	1502	1973	2494	2752
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1246	1475	1417	1756
其它应收款	178	69	90	145
预付账款	538	673	661	789
存货	341	394	366	465
其他	132	70	88	97
非流动资产	3780	3756	3732	3706
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	184	176	161	147
无形资产	95	92	79	68
在建工程	10	9	9	8
其他	3491	3479	3483	3484
资产总计	7717	8412	8848	9711
流动负债	1260	1367	1256	1417
短期借款	400	512	475	462
应付款项	430	420	413	536
预收账款	0	0	0	0
其他	430	436	368	419
非流动负债	1022	1024	1023	1023
长期借款	1002	1002	1002	1002
其他	21	23	21	21
负债合计	2282	2391	2278	2440
少数股东权益	222	284	374	487
归属母公司股东权	5212	5736	6196	6783
负债和股东权益	7717	8412	8848	9711

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1097	478	626	335
净利润	492	485	549	701
折旧摊销	33	23	25	25
财务费用	77	74	69	61
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	228	(38)	(40)	(355)
其它	267	(66)	23	(98)
投资活动现金流	(283)	9	0	(3)
资本支出	9	(2)	3	3
长期投资	0	0	0	0
其他	(292)	11	(3)	(6)
筹资活动现金流	(314)	(16)	(106)	(74)
短期借款	(112)	111	(37)	(12)
长期借款	8	0	0	0
其他	(210)	(127)	(69)	(61)
现金净增加额	500	471	520	258

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1989	2160	2143	2664
营业成本	1111	1240	1231	1514
营业税金及附加	19	20	20	25
营业费用	51	55	51	64
管理费用	121	151	107	133
研发费用	46	54	43	59
财务费用	77	74	69	61
资产减值损失	0	(2)	(5)	(3)
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	12	7	7	9
营业利润	576	575	634	820
营业外收支	(0)	0	(0)	0
利润总额	576	575	634	820
所得税	85	90	85	119
净利润	492	485	549	701
少数股东损益	97	63	71	91
归属母公司净利润	395	422	478	610
EBITDA	667	664	719	899
EPS (最新摊薄)	0.25	0.26	0.30	0.38

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-11.32%	8.57%	-0.78%	24.34%
营业利润	-8.83%	-0.16%	10.23%	29.41%
归属母公司净利润	-17.27%	6.99%	13.13%	27.65%
获利能力				
毛利率	44.16%	42.57%	42.56%	43.19%
净利率	24.71%	22.48%	25.63%	26.31%
ROE	7.45%	7.37%	7.59%	8.81%
ROIC	7.98%	7.47%	7.82%	9.01%
偿债能力				
资产负债率	29.58%	28.43%	25.75%	25.13%
净负债比率	68.17%	63.28%	64.80%	59.99%
流动比率	3.12	3.41	4.07	4.24
速动比率	2.85	3.12	3.78	3.91
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.27	0.25	0.29
应收账款周转率	1.62	1.78	1.68	1.89
应付账款周转率	4.86	5.43	5.02	5.72
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.26	0.30	0.38
每股经营现金	0.69	0.30	0.39	0.21
每股净资产	3.27	3.59	3.89	4.28
估值比率				
P/E	23.00	21.50	19.00	14.89
P/B	1.74	1.58	1.46	1.33
EV/EBITDA	13.70	13.41	11.71	9.17

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>