

买入 调高

太原重工 (600169)

2010 年 4 月 7 日

增发投向高铁车轮车轴将为公司带来明显利润增厚

机械行业核心分析师: 龙华
SAC 执业证书编号: S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411舒灏
联系人
shuh@htsec.com
021-23219171

今日太原重工公布非公开发行股票预案, 本次非公开发行股票数量不超过 18000 万股, 定价基准日为本次非公开发行股票董事会决议公告之日 (即 2010 年 4 月 7 日), 发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%, 即不低于 13.51 元/股。

点评:

太原重工是目前国内唯一一家同时生产火车车轮和车轴的企业, 通过了 ISO9001、美国铁路协会 AAR、欧盟铁路 TSI 等质量体系认证。太原重工目前已拥有年产能力为 20 万片车轮的辗钢整体车轮生产线、7 万根精密锻造车轴生产线, 本次非公开发行 A 股股票拟募集资金不超过 16.86 亿元, 计划用于新建高速列车轮轴国产化项目, 项目建成后将形成年产 30 万片高速列车车轮的生产能力以及年产 1 万根高速车轴精加工生产能力。2009 年初, 公司试制成功了和谐号 CRH1 型动车用的车轮、车轴, 各项指标完全满足欧洲 EN 标准的要求。目前正在进行和谐号 CRH3 型动车车轮、车轴的研制。

根据公司可行性研究报告, 本项目总投资 168645 万元, 建设期两年。项目达产后, 可新增年销售收入 201226 万元, 实现年税后利润 37696 万元。

轨道交通车轮市场总需求预期:

机车方面, 由于我国大功率机车车轮的制造技术相对薄弱, 目前基本上依靠进口。2008-2010 年我国各年大功率机车下线数量分别为 513 台、1067 台和 1412 台, 对应的车轮需求量约为 6156 片、12804 片和 16944 片。若开始进口替代, 预计今后每年需要车轮在 2 万片以上。

货车方面, 我国正在开发不同用途的时速达 160 公里/小时的快速货运列车, 这些改进措施及投入运营, 将带来对货车车轮需求的明显增加。公司预计货车车轮的年需求约 70~80 万片、车轴 30~40 万根。时速 160 公里/小时甚至 200 公里/小时的快速货运列车将是货车车轮的新增需求, 随着高速铁路网的逐步形成, 轻载高速货车的需求应大量放出, 我们大致估计年新造约在 1 万辆左右, 则将每年新增 8 万片快速货车车轮需求。

普通客车方面, 普通客车对轮轴产品的需求也逐年稳定增加, 公司预计我国年需求客车车轮 6 万片, 车轴 2 万根。

高速动车组方面, 车轮车轴作为高速动车组走行的关键零部件, 直接关系到列车运行的安全性与经济性, 由于我国车轮车轴制造技术相对落后, 目前仍然依赖进口。目前我国高速列车所需的车轮、车轴大部分是由德国的 GHH-VALDUNES、德国的 BVV、意大利的 LUCCHINI RS 及日本的 UMITOMO METAL 等公司制造。另外, 车轮既是安全部件又是易耗品, 每运行 120 万公里需要回厂检修一次, 运行 240 万公里后则必须更换, 公司预计今后每年高速动车轮对需求在 5 万副以上。

我们假设时速 200 公里的动车组每日运行 8 小时, 则估计 2 年后需回厂检修, 4 年后需更换车轮, 时速 300-350 公里动车组更换频率更快。长期看, 我们估计我国动车组保有量应该在 3000 列以上, 仅考虑更换车轮需求则每年需更换 750 列 * 8 节 * 8 片 = 48000 片高速动车组车轮。由于动车组按 25 年计提折旧, 因此初步预计仅保持 3000 列动车组需每年生产 120

列动车组补充淘汰车辆，则新造车辆对车轮的年需求达到 120 列*8 节*8 片=7680 片，保守估计下更换和新造产生对高速动车组轮对的需求达到 2.78 万副。如果考虑 2 年回厂检修需求，则对动车组车轮的年需求达到 10.37 万片，这与公司增发预案中预测的数据基本一致。

城市轨道交通及工矿企业车辆用轮需求，公司预计需车轮约 4~5 万片/年以上，车轴 2 万根。

国际市场需求，目前美洲等 AAR 标准覆盖的地区每年从中国采购车轮约 6 万片，车轴 6~8 万根；欧洲市场采购约 6 万片车轮，3 万根车轴；印度及东南亚市场年需车轮 8 万片以上，其它市场年需车轮 4 万片左右，车轴 2 万根。国外市场合计需求传统车轮 24 万片/年。

表 1 我国轨道车辆车轮市场总量和部分新增量的预计（万片）

	大功率机车	货车	普通客车	高速动车组	城市轨道交通及工矿企业车辆	国际市场	合计
市场总量	>2	70-80	6	5.56	4-5	24	117.00
新增量	>2	8		5.56	2		17.56

资料来源：公司资料、海通证券研究所

车轮和车轴产能分析。目前国内能够生产车轮或车轴的主要有三家公司，分别是晋西车轴、马钢股份和太原重工，其中，晋西车轴的产能是 20 万根车轴，马钢股份的产能为 110 万件车轮，太原重工考虑增发项目后，车轮产能 50 万件，车轴 8 万根。

表 2 两年后我国车轮及车轴产能情况

公司	车轴产能	车轮产能
马钢股份		110 万件
晋西车轴	20 万根	
太原重工	8 万根	50 万件
爱隆宝		5 万件
合计		165 万件

资料来源：公司资料、海通证券研究所

从我们统计的供需情况来看，未来供车轮给大于需求，但从以往情况来看，铁道部对车辆零部件的招标比较集中，生产厂商的产能利用率一般只有 80%，按此来看，产能情况基本合理。

按公司预计的营业收入和产能情况来看，公司新增车轮的含税均价为 7600 元/片左右，目前车轮含税单价为 5000-6000 元/片，我们预计替代进口的高速动车组车轮未来单价可能在万元左右，按此计算，大约 45%左右的新增产能将应用于高铁列车，考虑动车组、快速货车以及未来发展的快速客车需求，国内高速车辆的车轮年需求在 15 万片左右，考虑到马钢拥有 110 万件车轮产能，其中也应有一部分将应用于高速列车，因此我们预计太原重工新增产能中，实际应用于高速列车的比例应低于 45%的比例。

从我们对我国轨道交通车轮市场容量和新增量的分析来看，公司此次募资投向高速车轮项目具备较好可行性。我们认为公司增发成功后新增的 30 万片车轮产能将主要由新增市场容量来消化，另外还有部分高速动车组车轮将在以后年份中逐步开拓出口沙特、巴西、俄罗斯、欧盟等国家。从公司对本次收购后达产的收入和利润分析看，公司目前传统车轮的毛利率约为 22%左右，而如欲达到可行性报告中的收益率，则需要公司车轮业务毛利率提高到 25%左右，考虑到快速车辆所用车轮技术含量高，即使高速车轮所占比例相对较低，仍有可能将新增车轮的平均毛利率拉至 25%。

增发项目达产后，公司预计将新增年销售收入 201226 万元，实现年税后利润 37696 万元，完全摊薄后每股 EPS 增厚 0.42 元。假设今明两年定向增发项目尚不能产生经济效益，我们预计 2010 年和 2011 年公司完全摊薄后每股收益为 0.74 元和 0.90 元，2012 年公司增发项目达产时，公司 EPS 将有望达到 1.51 元。以太原重工最新股价 16.44 元计，达产后预计 2012 年动态市盈率仅为 11 倍。我们认为公司获得高铁市场预期后，对未来 2 年动态估值水平应提升到 12-15 倍，合理价格区间应为 18-23 元，提高对公司的评级至“买入”。

附：铁道部规划建设五个大功率机车检修基地和四大动车组检修基地，预计未来将更多采用国产车辆零部件

随着动车组和大功率机车投入使用年数已超过两年，检修及检修中配件需求日益增加，为了降低动车组及大功率机车的使用成本，铁道部正在规划建设五个大功率机车检修基地和四大动车组检修基地，我们预计相对应的国产零部件研发、试验及生产正在紧密推进中。

我们从公开信息收集到，铁道部计划分别在广州、武汉、上海、天津和哈尔滨建设五个大功率机车检修基地。2009 年底，中国高速铁路第一个动车检修基地——北京动车段正式落成并投入使用。此外，我国目前还有上海、武汉和广州三个动车组检修基地正在建设中。

表 3 我国大功率机车检修基地建设情况

地点	规划检修能力	规划新造能力	投资规模	开工时间
哈尔滨	600 台，远期 1200-2000 台	——	——	预计今年
广东	200 台	200 台	35.66 亿元	2009 年 12 月
天津	700 台	200 台	——	2009 年 8 月
上海	——	——	——	已进入招标阶段
武汉	——	——	——	已进入招标阶段

资料来源：互联网、海通证券研究所

表 4 我国动车组检修基地建设情况

地点	规划检修能力	投资规模	占地面积	开工时间
武汉	——	16.74 亿元	2130 亩	2007 年 9 月
北京	350-500 列/年	——	1800 亩	2009 年底已建成
上海	——	——	1840 亩	2009 年 4 月
广州	250 列/年	——	——	2007 年 9 月

资料来源：互联网、海通证券研究所

从上述动车组及大功率机车检修基地建设情况看，预计 2010 年到 2011 年将基本竣工，届时对高端车辆零部件进口替代的需求将明显产生，从我们了解的情况分析，马钢和太钢均计划拥有大量高速车轮的产能，而高速车轮与车轴应保持 2:1 的比例。而目前规划中的高速车轴产能明显不足，因此我们预计晋西车轴在高速车轴国产化进程中将扮演重要角色。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械及公用事业行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、中铁二局、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业。

舒 灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。