

2009 年行业产能利用率将上升

铁路设备行业月报

铁路设备制造 领先大市-B
上次评级 领先大市-B

报告日期 2009-01-05

报告关键点：

- 去年铁路固定资产投资首次超计划完成，今年仍将延续
- 未来两年主要产品产能利用率将上升，其中机车、客车的升幅相对较大
- 2008年第四季度行业毛利率开始回升
- 维持领先大市-B的投资评级，建议参与晋西车轴和天马股份的增发

报告摘要：

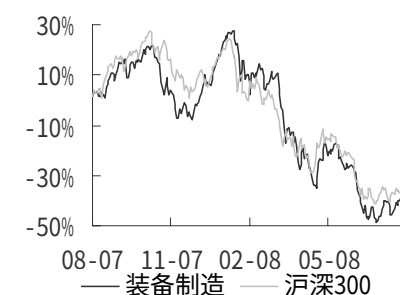
- 去年铁路固定资产投资首次超计划完成，今年仍将延续。至11月份，2008年我国累计铁路固定资产投资金额已达3048亿元，其中基本建设投资2510亿元，同比增长87%。预计全年的固定资产投资金额将超过4000亿，其中基建投资超过3000亿，是此轮铁路建设以来首年超过计划完成。预计今年铁路固定资产投资金额也不会低于计划，其中基建投资6000亿的目标很可能实现。再考虑到今年车辆购置及更新改造的增加，今年铁路固定资产投资金额预计在7000亿元左右，同比增幅在70%左右，而2010年增幅将迅速回落至15%左右，随后很可能开始小幅负增长。
- 未来两年主要铁路设备产品产能利用率将上升，其中机车、客车的升幅相对较大。未来两年电气化铁路建设的进程将明显加快，今年预计投产5000公里以上，受此影响电力机车的需求量将明显上升，预计大功率电力机车也将供不应求；铁道部2008年底增加招标客车1500辆，交货期从去年年底至今年一季度，预计今年客车的需求量也将明显上升，客车的产能利用率也将上升；随着中国南车募集项目的投产，动车组的产能将增加，但供不应求的局面并不会改变；未来两三年货车还存在提速上的更新改造，但量不是很大，因此新造车的需求并不会太大，但相关配件的需求会相对增长较快，与其它车辆品种相比，货车的产能利用率变化不大。
- 2008年第四季度行业毛利率开始回升。随着钢材价格的回落，第四季度铁路设备行业的毛利率止跌回升，达到15.99%，创出此轮铁路建设投资以来的新高。随着高成本钢材的消耗完毕，明年一季度起，行业的毛利率将进一步提升。我们认为，从2009年开始，低毛利率的货车产品在行业所占的比重将开始明显下降，再加上国产化率的逐步提高，预计行业的毛利率将继续稳中有升。如果钢材价格没有太大波动，今年行业毛利率继续上升已毫无悬念。
- 板块并未低估，维持领先大市-B的投资评级。目前铁路设备行业的市盈率相对较高，以铁路设备为主的公司09年的动态市盈率普遍在25倍左右，以铁路设备为辅的公司09年的动态市盈率也已接近20倍，我们认为在目前的市场环境中已，这基本处于合理估值区间的上限，并未低估。但是铁路设备行业是目前市场中为数不多的防御性特征明显的行业，我们维持行业领先大市-B的投资评级。此外，晋西车轴的子公司也获得高新技术企业的资格认定在我们意料之外，我们相应上调其摊薄后的盈利预测至0.51元、0.72元和0.90元，并小幅上调目标价至19元，但维持其中性-A的投资评级，由于其定向增发价格较低，安全边际较大，建议投资者可积极参与。而天马股份此轮反弹涨幅较大，已接近目标价，我们下调其评级至增持-B。但其增发价下调之后同样安全边际较高，建议积极参与增发。

首选股票	目标价	评级
601677 中国南车	5	增持-A
002122 天马股份	56	增持-B
601002 晋西车轴	19	中性-A

预测变动情况

晋西车轴 小幅上调盈利预测及目标价
天马股份 下调评级至增持-B

12 个月行业表现



研究员

林晟 行业分析师
0755-82558022 linsheng@essences.com.cn

前期研究成果

加大铁路投资，引发股价透支业绩 2008-12-05
铁路投资加快，但短期影响有限 2008-11-11
三季度毛利率下降，但行业景气不变 2008-10-10

1. 去年铁路固定资产投资首次超计划完成，今年仍将延续

1.1. 2008 年铁路固定资产投资将超额完成

至 11 月份，2008 年我国累计铁路固定资产投资金额已达 3048 亿元，其中基本建设投资 2510 亿元，同比增长 87%。2007 年 12 月单月固定资产投资就达 683 亿元，占 2007 年全年的 27%，而今年第四季度以来铁路建设明显有加快趋势，我们认为 2008 年 12 月的单月固定资产投资金额不会低于 2007 年 12 月，并且其占全年的总投资额的比重也相差不大。因此预计全年的固定资产投资金额将超过 4000 亿，其中基建投资超过 3000 亿，是此轮铁路建设以来首年超过计划完成。

表 1 铁路固定资产投资金额上升较快

单位：亿元	2006 年 1-11 月	2007 年 1-11 月	2008 年 1-11 月
铁路固定资产投资	1648.86	1838.01	3048.10
基本建设投资	1295.31	1345.02	2510.08
机车车辆购置及更新改造	353.55	492.99	538.02

数据来源：铁道部，安信证券研究中心

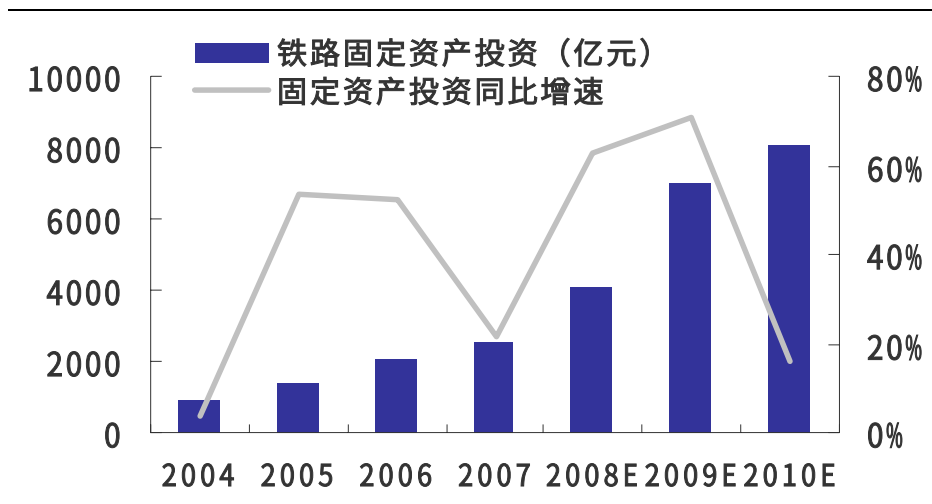
1.2. 今年铁路固定资产投资也不会低于计划

应该看到，由于开始一些项目的审批、开工的延后，2008 年的新线投产 1600 公里左右，低于原来计划，而 2008 年四季度以来明确加快铁路建设进程，不仅立项审批的速度加快，已开工项目的建设进度也有所加快，这使得 2009 年新线投产的量会超过预期，一方面包括原计划 2008 年完工的未完项目，另一方面包括部分原计划在 2010 年上半年完工的项目（如武广线等）。从铁道部目前的规划来看，预计 2009 年新线投产将超过 5000 公里。

此外，虽然我们认为 2020 年超过 12 万公里的营业里程仍然低于合理路网规模，但是此次加快铁路建设是在刺激内需的政策背景之下，因此我们相信如果宏观经济好转，部分项目可能延后。但是 2009 年是刺激内需的首年，宏观经济并不容乐观，外需下降对我国经济的负面影响才开始体现，预计今年就出现复苏的可能性很小，所以我们认为今年铁路项目的进度按计划推进的可能性较大。

综上所述，预计今年铁路固定资产投资金额也不会低于计划，其中基建投资 6000 亿的目标很可能实现，再考虑到今年车辆购置及更新改造的增加，今年铁路固定资产投资金额将在 7000 亿元左右，同比增幅在 70% 左右，而 2010 年增幅将迅速回落至 15% 左右，随后很可能开始进入小幅负增长。

图 1 我国铁路固定资产投资金额



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

2. 未来两年主要铁路设备产品产能利用率将上升

机车：目前正在建的电气化改造线路长度超过 1 万公里，而电气化铁路改造项目一般一年到一年半时间完工，因此未来两年电气化铁路建设的进程将明显加快，今年预计投产 5000 公里以上。受此影响电力机车的需求量将明显上升，我们预计大功率电力机车的产能利用率也将达到 100%。而内燃机车未来两年的产量将止跌起稳，一方面是因为去年雪灾使得电气化铁路也需要配备内燃机车，另一方面电力机车的产量可能达不到需求量，使得线路改造完成初期仍需要使用内燃机车。

客车：铁道部 2008 年底增加招标 1500 辆，交货期从去年年底至今年一季度，而去年全年的产量也就不到 2500 辆，因此预计今年客车的需求量也将明显上升，客车的产能利用率也将上升。

动车组：随着中国南车募集项目的投产，动车组的产能将增加，但供不应求的局面并不会改变。

货车：我们认为从载重量上货车存量存在较大替代空间，因为 50% 左右仍为载重 60 吨以下（包括 60 吨），但从速度上看，大部分已符合 120 公里/小时。而且大部分是在上轮提速时实现的，因此从经济角度来看，并不需要在近两年对载重低的货车进行大规模替换。目前铁道部表示将以速度达标为方向，因此未来两三年货车还存在提速上的更新改造，但量不是很大。考虑到过去两年的正常新旧更替，我国货车存量中速度达标的已经接近 50 万辆，也就是说还需要改造的车辆仅占 15% 左右，并不太多（大约 2006 年一年的改造量）。

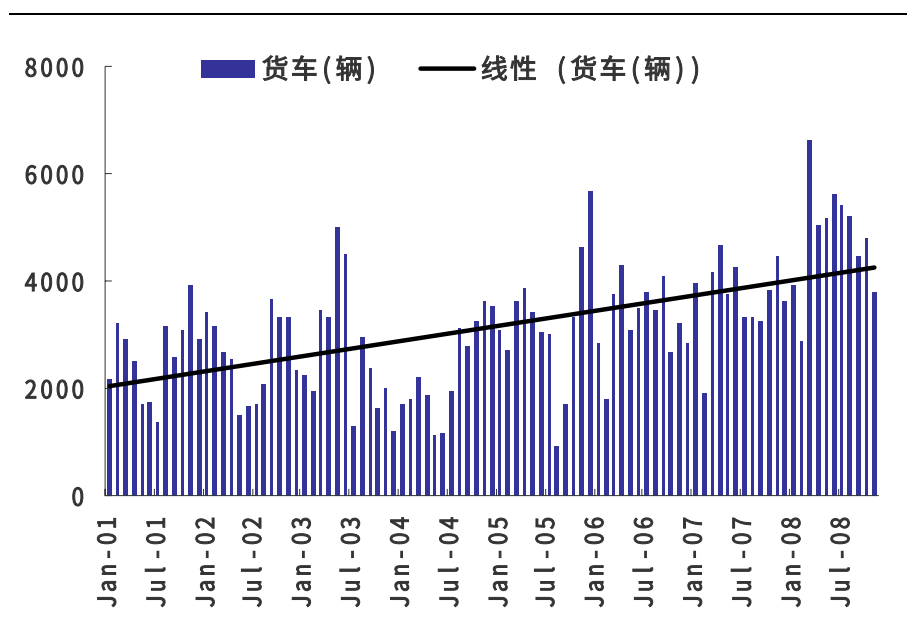
由于提速替代可以通过改造完成（主要针对转向架），不像载重替代必须通过新旧替换来完成，因此未来两年新造车的需求并不会太大，但相关配件的需求会略有增加。也就是说与其它车辆品种相比，货车的产能利用率变化不大。

表 2 2008 年 1-11 月各类车辆的产量均明显上升

时间段	机车产量	客车产量	货车产量
2008 年 1-11 月	1379 辆	2100 辆	529.54 百辆
2007 年 1-11 月	1357 辆	1705 辆	409.55 百辆
2006 年 1-11 月	856 辆	1593 辆	364.54 百辆

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5 2001 年以来每月货车产量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

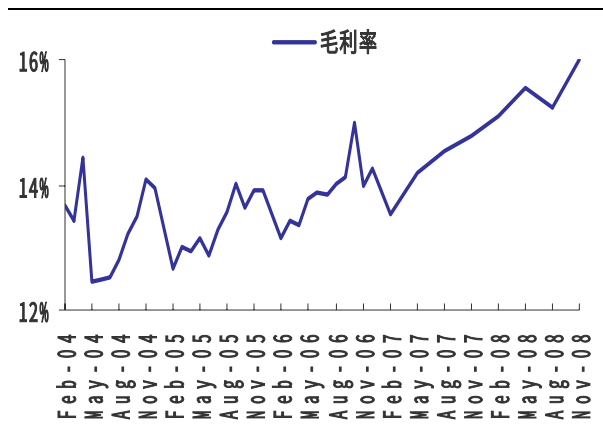
综上所述，大部分车辆品种的产能利用率均将上升，其中机车、客车的升幅相对较大。

3. 2008 年四季度，行业毛利率开始回升

随着钢材价格的回落，第四季度铁路设备行业的毛利率止跌回升，达到 15.99%，创出此轮铁路建设投资以来的新高。随着高成本钢材的消耗完毕，明年一季度起，行业的毛利率将进一步提升。

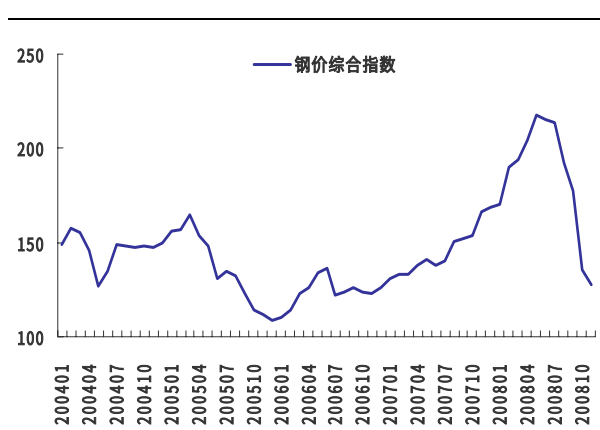
我们认为，从 2009 年开始，低毛利率的货车产品在行业所占的比重将开始明显下降，再加上国产化率的逐步提高，预计行业的毛利率将继续稳中有升。如果钢材价格没有太大波动，今年行业毛利率继续上升已毫无悬念。

图 1 第四季度行业毛利率继续回升



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 2 钢材价格回落明显



数据来源：mysteel，安信证券研究中心

4. 板块并未低估，维持领先大市-B 的投资评级

目前铁路设备行业的市盈率相对较高，以铁路设备为主的公司 09 年的动态市盈率普遍在 25 倍左右，以铁路设备为辅的公司 09 年的动态市盈率也已接近 20 倍，我们认为在目前的市场环境中已基本处于合理估值区间的上限，并未低估。

但是，我们认为在目前估值体系变动较大的市场中，市盈率低并不是决定性因素，更吸引投资者的更是那些较为明确的业绩增长前景带来的防御性，而铁路设备行业是目前市场中为数不多的防御性特征明显的行业。因此虽然行业并未低估，但宏观、金融市场的不确定性使得行业的高防御性成为稀缺品种，我们维持行业领先大市-B 的投资评级。

表 5 上市公司股价仍有一定潜在上涨空间

公司名称	1 月 5 日 股价	2010 年动态市盈率对应股价		潜在空间
		20/15 倍	25/20 倍	
中国南车	4.51	5.01	6.26	25%
晋西车轴	18.57	18.09	22.61	10%
时代新材	10.22	9.48	11.85	5%
北方创业	7.24	7.99	9.98	24%
晋亿实业	5.50	5.49	6.71	11%
天马股份	53.27	50.49	67.32	11%

数据来源：wind，安信证券研究中心

此外，天马股份、时代新材、晋西车轴等相继公告获得高新技术企业的资格认定，2008 年至 2010 年享受 15% 的优惠所得税率。由于前者已在预期之内，因此维持盈利预测不

变，而晋西车轴的子公司也获得高新技术企业的资格认定则在我们意料之外，我们相应上调其摊薄后的盈利预测至 0.51 元、0.72 元和 0.90 元，并小幅上调目标价至 19 元，但维持其中性—A 的投资评级，由于其定向增发价格较低，安全边际较大，建议投资者可积极参与。而天马股份目前股价上涨较多，安全边际下降，已接近目标价，我们下调其评级至增持—B。但其增发价下调之后也具有较大的安全边际，建议参与增发。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期：2009-01-05

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 以来涨幅
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E				
601766	中国南车	增持-A	增持-A	0.12	0.18	0.25	38.1	25.2	18.0	8.6%	11.9%	14.8%	4.51	5		
600495	晋西车轴	中性-A	中性-A	0.51	0.72	0.90	36.4	25.9	20.5	7.2%	9.5%	10.8%	18.57	19		
600458	时代新材	中性-A	中性-A	0.24	0.38	0.47	42.8	26.9	21.6	11.0%	15.5%	16.9%	10.22	11		
600967	北方创业	中性-A	中性-A	0.16	0.32	0.40	46.5	22.4	18.1	3.0%	6.1%	7.1%	7.24	8.5		
601002	晋亿实业	中性-A	中性-A	0.17	0.26	0.31	32.1	20.9	18.0	7.3%	10.5%	11.1%	5.50	5.8		
002122	天马股份	增持-A	增持-A	1.88	2.80	3.37	28.3	19.0	15.8	25.2%	29.1%	27.6%	53.27	56		

作者简介

林晟, CFA, 机械行业分析师, 负责铁路设备制造及机床行业研究, 毕业于厦门大学, 经济学硕士。
 2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

风险评级：

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034