

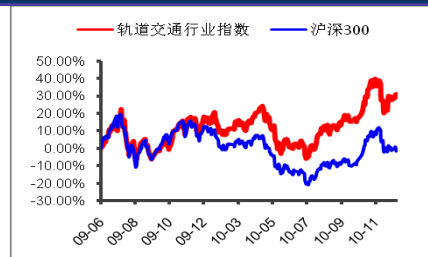


需求超预期增长 相关公司获得更大的发展空间

轨道交通行业 2011 年策略研究报告

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



重点公司	6m%	YTD %	评级
敦煌种业	73.0	93.6	买入
回天胶业	24.1	49.7	买入
太原重工	77.1	23.9	买入
隧道股份	34.3	-12.4	买入
特锐德	12.5	-6.7	买入
时代新材	78.8	175.6	增持

轨道交通研究小组相关报告

《从首堵看轨道交通的发展空间》

2010 年 11 月 3 日

《轨道交通行业指数编制一效用导向下的新模式》

2010 年 6 月

《高铁投资具备可持续性和安全性—轨道交通行业系列研究之二》

2010 年 6 月

《符合国家节能战略 有效拉动内需增长—轨道交通主题研究之一》

2010 年 5 月

卜忠东 (S0350207100527)

联系人：孙林 张新平

电话：0755-83716694

邮件：buzd@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 中国正步入改革开放以来第四个朱格拉经济周期。2010 年是中国第四个朱格拉周期的开始，消费启动与产业升级成为新的双核驱动力，且城镇化仍将扮演重要角色。轨道交通在当下的经济周期中有望实现超预期发展。国家已将高铁纳入优先发展的新兴产业。与今年初的研究报告相比，陆续出来的数据进一步印证了我们的观点，且发展速度和未来规划均超预期。
- 地缘政治及国家战略，将推动中国高铁在泛亚欧大陆的迈进。中国有望加快跨国铁路的修建。
- 预计“十二五”期间中国轨道交通的年投资额有望在 8000 亿元以上，这个投资额尚未包括中国铁路的跨国业务及其他国际市场业务。随着“中国高铁”品牌的提升，中国高铁的国际化业务必将给相关企业带来较大的增长空间。
- 轨道交通板块近一年的涨幅明显强于沪深 300 指数，且目前的估值水平并不高，给予轨道交通“强于大市”的评级。
- 建议投资者重点关注轨道交通设备、电气设备和通信信号系统等领域的投资机会。
- 重点推荐辉煌科技、回天胶业、太原重工、特锐德、隧道股份等公司。

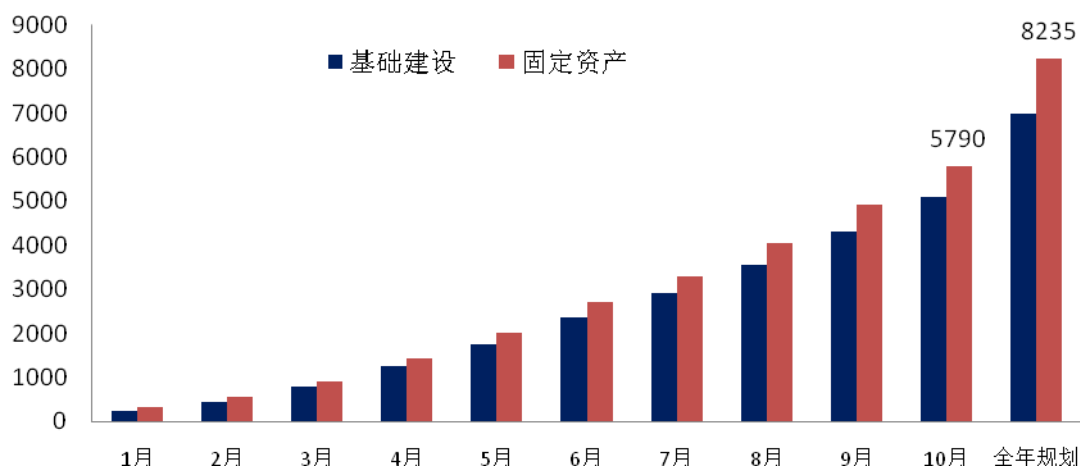
中国轨道交通有望超预期发展

延续此前的观点：基于中国城市化进程及可持续发展、有效拉动内需等迫切需要，中国轨道交通正处于集中投资、快速发展阶段。根据国海研究所对当下中国经济周期的判断：中国正步入改革开放以来第四个朱格拉经济周期。美国次贷危机引发全球经济衰退与中国经济快速回落，标志着中国由第三经济周期向第四经济周期过渡已经是大势所趋。2010 年是中国第四个朱格拉周期的开始，消费启动与产业升级成为新的双核驱动力，且城镇化仍将扮演重要角色。轨道交通的适度超前发展，将为中国消费升级和经济腾飞提供基本保证。轨道交通在当下的经济周期中有望实现超预期发展。与今年初的研究报告相比，陆续出来的数据进一步印证了我们的观点，且发展速度和未来规划均超预期，令人欣喜。

1、高铁纳入新兴产业 投资力度和发展速度有望超预期

根据铁道部网站信息：2003 年以来，中国先后开工建设铁路新线 3 万公里，投产新线 1.4 万公里；到 2009 年年底，中国铁路营业里程达到 8.6 万公里，位居世界第二，2010 年底中国铁路营业里程将突破 9 万公里。高速铁路建设成就尤为突出。目前，中国已投入运营的高速铁路营业里程达到 7531 公里，居世界第一位；正在建设之中的高速铁路有 1 万多公里。中国铁路的路网规模和质量已大幅提升。

图 1 2010 年铁路固定资产投资基本符合年初规划



资料来源：wind，国海证券研究所

2010 年 12 月 7 日国务院副总理张德江称，中国已将高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，今后将在财政投入、建设用地、技术创新、经营环境等方面加大支持力度。

根据《国家中长期铁路网规划》，2012 年中国将建成 42 条高速铁路

客运专线，中国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中新建高铁总里程将超过 1.3 万公里。到 2020 年，中国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，主要繁忙干线实现客货分线。其中，新建高速铁路将达到 1.6 万公里以上，加上其他新建铁路和既有线提速线路，我国铁路快速客运网将达到 5 万公里以上。届时中国将形成以北京为中心，到全国绝大部分省会城市的 1 至 8 小时交通圈。中国铁路快速客运网将基本形成，连接所有省会及 50 万人口以上的大城市，覆盖全国 90% 以上人口。

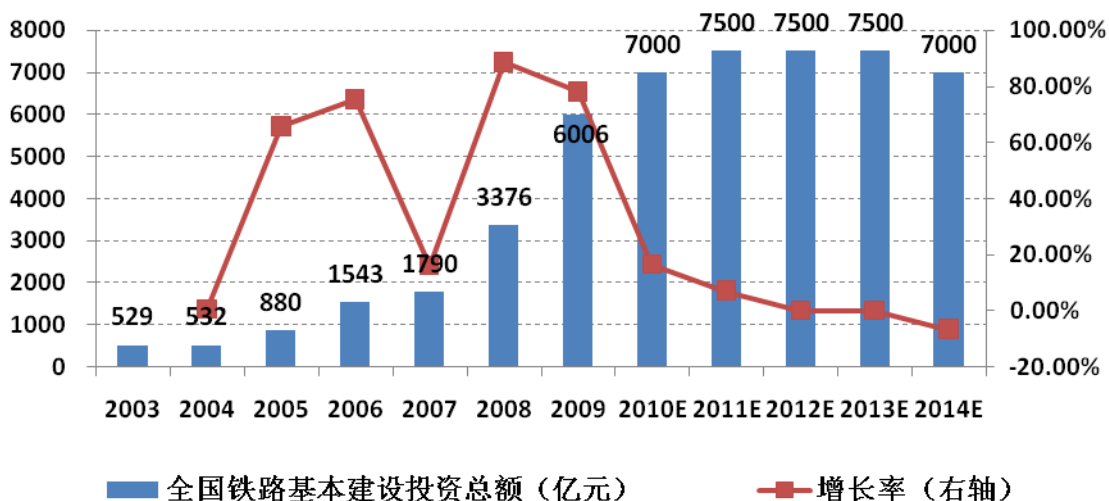
表 1 未来几年全国铁路营业里程变化

时间	2001 年末	2008 年末	2009 年末	2010 年末	2011 年 E	2012 年 E	2015 年 E
营业里程: 万公里	7	8	8.6	9.2	10	11	12

资料来源：铁道部，国海证券研究所

根据目前的铁路投资力度和实际建设速度，中国 2012 年即可完成 2020 年规划铁路运营里程规划的 91.67%。预计今年底中国铁路运营里程约为 9.2 万公里，在建和拟建的铁路里程已达 7.6 万公里，据此估算，2020 年我国将拥有 16.6 万公里以上的铁路营业里程，总营业里程比规划总里程数 12 万公里多出 38%。我国中长期铁路网规划的 2020 年营业里程 12 万公里的目标很可能在“十二五”末提前实现。国家中长期铁路规划目标可能会出现调整。据悉，国家发改委综合运输研究所和铁道部规划研究院，正在对 2015 年铁路目标进行研究。

图 2 未来 5 年全国铁路投资规模将有望处于较高水平



资料来源：铁道部，国海证券研究所

根据铁道部的数据：“十一五”期间，全国铁路基本建设投资额预计在 2 万亿左右；而根据国家发改委综合运输研究所测算：为保证铁路已开工项目的顺利完成，未来 5 年，全国铁路投资额计划将为 3.5 万亿以上，年均投资额 7000 亿元以上。铁路“十二五”规划正在制订中，预计有望在明年两会后正式公布。业内人士预计“十二五”期间中国铁路的投资额可能在 3 万亿-4 万亿元。考虑到提速后的中国多数铁路的时速达到

200 公里以上，已符合高速铁路的基本定义。预计未来 5 年的中国铁路投资也将以高速铁路建设为主。预计最终公布的“十二五”期间铁路投资数据很可能会超过我们之前的预期。调整后的铁路可能投资情况见上图 2。

2、城市轨道交通的规划和建设速度不断加快

很多国家的发展进程表明：当人均 GDP 处于 500-4000 美元的发展阶段时，往往是人口、资源、环境等瓶颈约束最严重的阶段。中国 2009 年的人均 GDP 为 25575.48 元，正处于这样的发展阶段。各城市不断恶化的交通状况及未来的可持续发展愿望，迫使人们考虑转换交通方式。而国际经验也表明，当一国城市化率超过 60%，城市轨道交通将实现高速发展以解决城市拥堵问题。中国目前的城市化率已超过 50%，面临的交通拥堵问题也日益严重。大力发展准时、高效、快捷、客运量大、能耗低的轨道交通，成为中国当下必然选择。

随着城市化进程的加快，我国城市轨道交通建设将成为新的增长点。按照 2009 年底国务院公布批准地铁建设的 3 个指标——城市人口超过 300 万、GDP 超过 100 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元，全国有近 50 个城市达标。截至目前，已有 36 个城市上报了城市轨道交通建设规划，国务院正式批复 28 个，已允许逐步开工建设，另外有 8 个城市也都制定了轨道交通建设计划。

截至 2009 年底，中国共有 11 个城市开通城市内轨道交通，投入运行长达到 1012 公里，2010、2011 年预计新增运营里程分别为 477 公里、284 公里，2012-2020 新增运营里程为 5575 公里，为 2009 年年底运营里程数的 5.5 倍。未来十年我国将迎来城市内轨道交通快速发展期。

表 2 全国轨道交通累计运营里程数

城市	截止 2009 运 营里程 (km)	新增运营里程数		截止 2011 年 运营里程 (km)	新增运营里 程 (km) 2012-2020	截止 2020 年 运营里程 (km)	新增运营里 程 (km) 2020-2050	截止 2050 年 运营里程 (km)
		2010	2011					
北京	230	91	30	351	699	1050	-	1050
上海	340	70	-	410	560	970	-	970
天津	79	-	60	138	159	297	-	297
广州	145	81	-	226	374	600	126	726
南京	22	63	-	85	246	330	287	617

武汉	10	47	-	57	170	227	313	540
沈阳	28	22	-	50	78	78	272	400
长春	32	16	-	48	70	119	87	206
重庆	17	21	36	74	129	203	310	513
深圳	22	47	109	177	246	423	162	585
杭州	-	-	4	4	127	132	317	449
哈尔滨	0	-	-	-	82	82	61	143
青岛	-	-	-	-	232	232	288	519
大连	87	-	-	87	100	187	119	305
苏州	-	-	-	-	181	181	199	380
西安	-	-	26	26	78	102	149	252
成都	-	19	-	19	122	141	133	274
郑州	-	-	-	-	180	180	25	205
南昌	-	-	-	-	51	51	117	168
宁波	-	-	-	-	230	230	-	230
合肥	-	-	-	-	181	181	141	323
无锡	-	-	-	-	100	100	57	158
东莞	-	-	-	-	59	59	205	264
南宁	-	-	19	19	67	86	92	178
长沙	-	-	-	-	103	103	77	180
福州	-	-	-	-	56	56	124	180
贵阳	-	-	-	-	59	59	83	142
昆明	-	-	-	-	162	162	-	162
佛山	-	-	-	-	92	92	226	318
厦门	-	-	-	-	-	-	165	165
兰州	-	-	-	-	202	202	-	202
常州	-	-	-	-	66	66	63	129
乌鲁木齐	-	-	-	-	53	53	98	151
石家庄	-	-	-	-	242	242	-	242
太原	-	-	-	-	70	70	261	332
济南	-	-	-	-	-	-	282	262

总计	1012	477	284	1771	5626	7346	4839	12217
----	------	-----	-----	------	------	------	------	-------

数据来源：各地政府规划网站、国海证券研究所

地缘政治及国家战略，将推动中国高铁在泛亚欧大陆的迈进

第七届世界高速铁路大会透露：中国和泰国、老挝已签订合作协议，将建一条连接中国、老挝、泰国的高速铁路，有望 2011 年开工，2015 年建成。另据《法制晚报》报道：目前中国已拟定了穿越中亚、俄罗斯及东南亚等方向的 3 条高铁建设计划，并已和俄罗斯等部分国家达成协议，希望能在 2025 年内完工。这些铁路规划对中国未来具有重要的战略意义。

1、地缘政治促使中国推出“泛亚欧”铁路规划

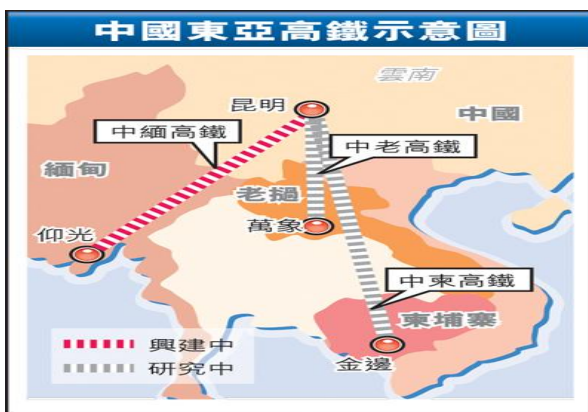
中国是典型的大陆性国家。从地理角度来看，中国处于亚欧大陆的最东部，周边国家较多，而且有俄罗斯，日本，印度等大国环绕，且只有东部是海洋开放地区，在太平洋，美国太平洋舰队主要是控制中国东部海面；在印度洋有印度控制南亚，牵制中国。美国打入中亚阿富汗既是对俄罗斯在中亚影响的一个牵制，也是对中国牵制。因此，中国面临的地缘政治局势非常复杂。

图 3 中国的 4 条高铁线路图



资料来源：国海证券研究所

图 4 中国东南亚高铁示意图



资料来源：国海证券研究所

铁路是大陆性国家交通发展的普遍模式。发达完善的铁路交通网，对大陆性国家的经济发展和战略安全具有不可替代的重要意义。中国需要打通出入太平洋、印度洋，南中国海的通道，为国家安全提供有力的保障。中国制定了中亚和俄罗斯、东南亚铁路等高铁网建设计划，计划把在国内建设的高铁网，延伸到俄罗斯、中亚以及东亚 17 个国家。中亚线由新疆乌鲁木齐经哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦连接伊朗和印度，欧亚线由北京经中国东北、俄罗斯直抵西欧。由于该计划涉及多个国家，预计工程最快也要到 2025 年才能全部竣工。随着高铁突飞猛进，未来

中国还可能建设通往欧洲多国的高铁。可以预计，高铁将被摆在重要的战略位置，迎来重大的发展机遇。

2、 中国“泛亚欧”铁路规划概要

铁道部的《中长期铁路网规划》提出要形成西部铁路网骨架，形成西北、西南进出境国际铁路通道，这其中的西南国际铁路通道指的就是从云南出境的铁路。规划中的西南地区进出境铁路，一共有三条，中国-缅甸铁路，中国-越南-柬埔寨-马来西亚-新加坡线，和中国-老挝-泰国线，统称“泛亚铁路”，是中国与东盟合作项目。

通过对于“南部路线”的拓展，铁路可以连通打通中国南部-缅甸-印度-伊朗-土耳其。土耳其在地理上联接欧亚大陆，在地理上，自古就有“欧亚大陆桥”之称。“南部路线”到达土耳其之后，也可以通过巴尔干半岛、沿地中海，直通西欧。此外，从土耳其开始，“欧亚大陆桥”就有可能经叙利亚，以色列，跨过埃及，进入非洲大陆。如此一来，这条“欧亚洲际大动脉”就可能在土耳其这个“欧亚大陆接合部”转身走进非洲大陆，这条“欧亚洲际大动脉”就很可能扩展成一张覆盖“欧亚非”三大洲的庞大铁路网。

图 5 泛亚铁路四线图



数据来源：国海证券研究所

2009年6月包括中国在内等18个亚太区国家签署了“泛亚铁路网政府协定”。近年由于中国在高铁建设上取得飞跃发展，不少签署国基于高铁在中国内地的成效，开始调整想法，部分国家可能会把泛亚铁路网的规划升格为高速铁路。

3、三条跨国铁路线的具体介绍

为了加强与东南亚，中亚等邻国的睦邻友好，落实及深化东盟自由贸易协定及中巴的传统友谊，打通在印度洋及南中国海的新出海口，并加强中国对中东海湾地区乃至非洲国家的影响力，中国可能在预计 2020 年前修建以下三大铁路线：

中-巴高铁：通往印度洋的出海口

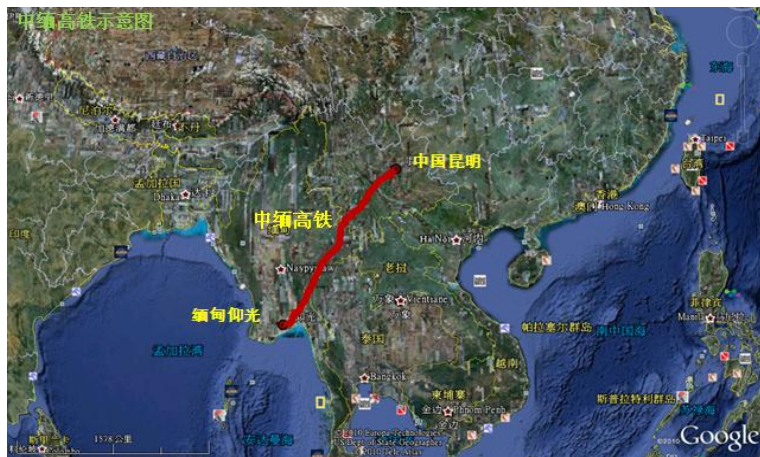
中国打算把铁路延伸到巴基斯坦境内由中方出资建议的瓜达尔港，以便获得通向印度洋的战略出口。这条全长约 700 公里的铁路将穿过海拔 4620 米的红其拉甫山口出印度洋。其建成将使中国获得通往印度洋的运输通道，也更加方便我国的海洋运输。

图 6 中巴铁路线示意图



资料来源：国海证券研究所

图 7 中缅铁路线示意图

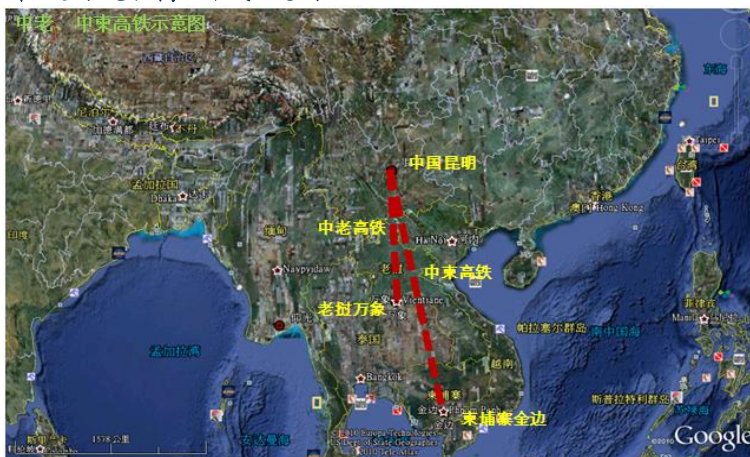


资料来源：google 地图，国海证券研究所

中-缅高铁：化解马六甲困境，节约未来资源的运输成本

中缅高铁起点在中国云南省会城市昆明，终点为缅甸最大城市仰光，全程 1920 公里，设计运行时速为 170-200 公里，建成后实现朝夕至。中缅高铁将是第一条延伸到境外的中国高铁，打通直达印度洋出海口的快速通道，化解中国石油进口过度依赖马六甲的困局。中缅高铁建成后还可以向周边国家进一步延伸并可能成为中国连接东南亚国家的交通主干道。

图 8 中-泰-柬-越南-老挝高铁路线示意图



数据来源：google 地图、国海证券研究所

中-泰-柬-越南-老挝-新加坡：打开东南亚大门

据世界银行数据，2009 年泰国物流成本占 GDP 总额的 20%，物流短板已成泰国经济发展瓶颈。中-泰-柬-越南-老挝-新加坡这条跨国线路

的建成，将提振沿途各国经济，加强中国与东盟的经济贸易关系，并提升中国在东南亚的地位。

中国高铁国际化步伐加快 中国相关企业有望获得广阔的发展空间

1、中国高铁产业已具备拓展国际市场的能力

中国高铁起步于 2004 年。短短的六年时间，通过“引进、吸收、消化、再创新”，中国取得了世界瞩目的进步。据铁道部统计，2003 年以来，中国申请高速铁路相关专利共计 946 项。除了铁路网建设的推进，中国在高速铁路技术、机车车辆装备技术、高原铁路技术、既有线提速技术、机车车辆装备技术、重载运输技术等领域均达到世界先进水平；铁路客货运量持续大幅增长，旅客周转量、货物发送量、运输密度均居世界第一。2010 年 12 月 3 日，中国南车集团研制的“和谐号”CRH380A 新一代高速动车组最高时速达到 486.1 公里，中国高铁再次刷新世界铁路运营试验最高速纪录。中国高铁技术在原有技术的基础上有大量创新，是拥有自主知识产权的技术。中国已成为目前世界上高速铁路发展速度最快、系统技术最全、集成能力最强、运营里程最长、运营速度最高和在建规模最大的国家。中国的高铁技术已具备了走出国门、拓展全球市场的能力。

2、中国高铁已经开始国际化的尝试

中国高铁已经开始国际化的尝试。

- 以中国中铁、中国铁建为代表的基建类公司和以中国南车、中国北车为代表的装备制造公司，已经在中东和非洲市场获得了大量订单。例如：2010 年 9 月中国中铁已与目前非洲最大的银行南非标准银行就 300 亿美金的高铁项目初步达成意向，合作的高铁计划总长在 400 到 500 公里之间。
- 中国和阿根廷今年 7 月 13 日签署了 100 亿美元的铁路合作协议，中国将投资阿根廷 10 个铁路项目：阿根廷计划斥资数十亿美元引进中国铁路技术和其他投资项目，而中国政府则可帮助阿根廷筹集上述计划中所需的资金。
- 在今年的第七届世界高速铁路大会上，铁道部部长刘志军与保加利亚共和国、黑山共和国、斯洛文尼亚共和国、土耳其共和国的政府主管部门以及法国阿尔斯通公司、加拿大庞巴迪公司、德国铁路股份公司、美国通用电气公司分别签署了铁路合作文件。其中，中国南车将与美国通用电气（GE）公司签订一个合作框架协议，在美国建立合资公司，共同促进高速铁路及其他轨道交通技术在美国市场的推广发展。
- 中国南车集团的海外拓展具有很强的代表性。据悉，中国南车

集团 08 年的海外订单金额约 5.7 亿美元，09 年已大升至 12.8 亿美元，而今年首 9 个月已逾 10 亿美元。当前集团手头订单金额近千亿元人民币，海外市场占约 8%，预计 2015 年海外收入有望占集团总收入约两成。未来中国南车将与美国通用电气集团 (GE) 合作研究竞投美国多个高铁项目。南车集团发展海外市场将以北美洲、东欧及发展中国家为主，并尽可能将风险减至最低。

3、高铁国际市场“蛋糕”诱人

2008 年的国际金融危机，迫使很多国家推出超常规经济刺激政策。经济刺激政策的推出及低碳环保的普及一定程度推动了世界各国的高铁建设和城市轨道交通建设，国际市场新一轮的建设高潮为中国相关企业提供了广阔的发展空间。

鉴于各国城市轨道交通的投资数据较难为零散，这里暂不做统计。以下主要说明业内专家对高铁国际市场的预测：

- 据预测，亚太地区对外开放的铁路市场规模在 2016 年将超过北美自贸区市场成为全球第二大区域市场，其主要增长点就是高速铁路和城市轨道交通市场。
- 非洲和中东铁路市场现有规模较小，但由区域性铁路建设而带动的铁路基建市场潜力巨大，其中包括：北非的马格里布铁路，用于连通突尼斯、阿尔及利亚、摩洛哥、利比亚及毛里塔尼亚等国，目前阿尔及利亚和利比亚已开始大规模铁路建设；东非共同体铁路，用于连接肯尼亚、坦桑尼亚、乌干达、卢旺达和布隆迪 5 国，项目费用预计约 46 亿美元；海湾国家 (GCC) 铁路，将贯通沙特阿拉伯、科威特、巴林、卡塔尔、阿联酋和阿曼等海湾六国，预计总投资约 600 亿美元，第一期工程连通沙特阿拉伯、巴林与科威特，第二期工程将延伸到阿联酋和阿曼，第三期工程将把海湾铁路同两条国际线路接轨，直通中亚和欧洲。

表 3 未来 10 年世界高铁发展规划统计

地区	新增高铁里程：公里	新增投资额：万亿美元	备注
日本	3000	1500	按每公里造价 5000 万美元估算
美国	1000	500	
欧盟	9000	4500	
其他发展中国家 (不包括中国)	4000	1200	按每公里造价 3000 万美元估算
合计	17000	7700	

资料来源：国海证券研究所

业内人士预计：到 2020 年，在发达国家中，日本高铁将从目前的 4000 公里增加到 7000 公里；欧盟从 7000 公里增加到 1.6 万公里，再加上美国的发展规划，发达国家的新增里程约可能约为 1.3 万公里，按每

公里造价 0.5 亿美元计算，发达国家的高铁建设投资大约为 6500 亿美元。粗略估算：到 2020 年，不包括中国在内的发展中国家可能也将新建高铁 4000 公里，按每公里造价 0.3 亿美元计算，发展中国家高铁建设需投资 1200 亿美元。两者相加，未来 10 年，世界高铁世界的投资额（不包括中国）接近 8000 万美元，平均每年投资额在 800 万美元左右。这个诱人的“蛋糕”正等待中国企业参与分享。

轨道交通投资机会分析：重点关注轨道交通设备及电气信号类公司

上述研究表明：轨道交通未来几年有望获得超预期发展。与今年初的研究报告相比，我们认为轨道交通的“蛋糕”更大了，相关企业将获得更大的发展空间。预计“十二五”期间，中国铁路建设的年投资额有望保持在 7000 亿元以上，中国城市轨道交通（地铁等）建设的年投资额有望在 1000 亿元以上。也就是说每年轨道交通的投资额在 8000 亿元以上，这个投资额尚未包括中国铁路的跨国业务及其他国际市场业务。随着“中国高铁”品牌的提升，中国高铁的国际化业务必将给相关企业带来较大的增长空间。

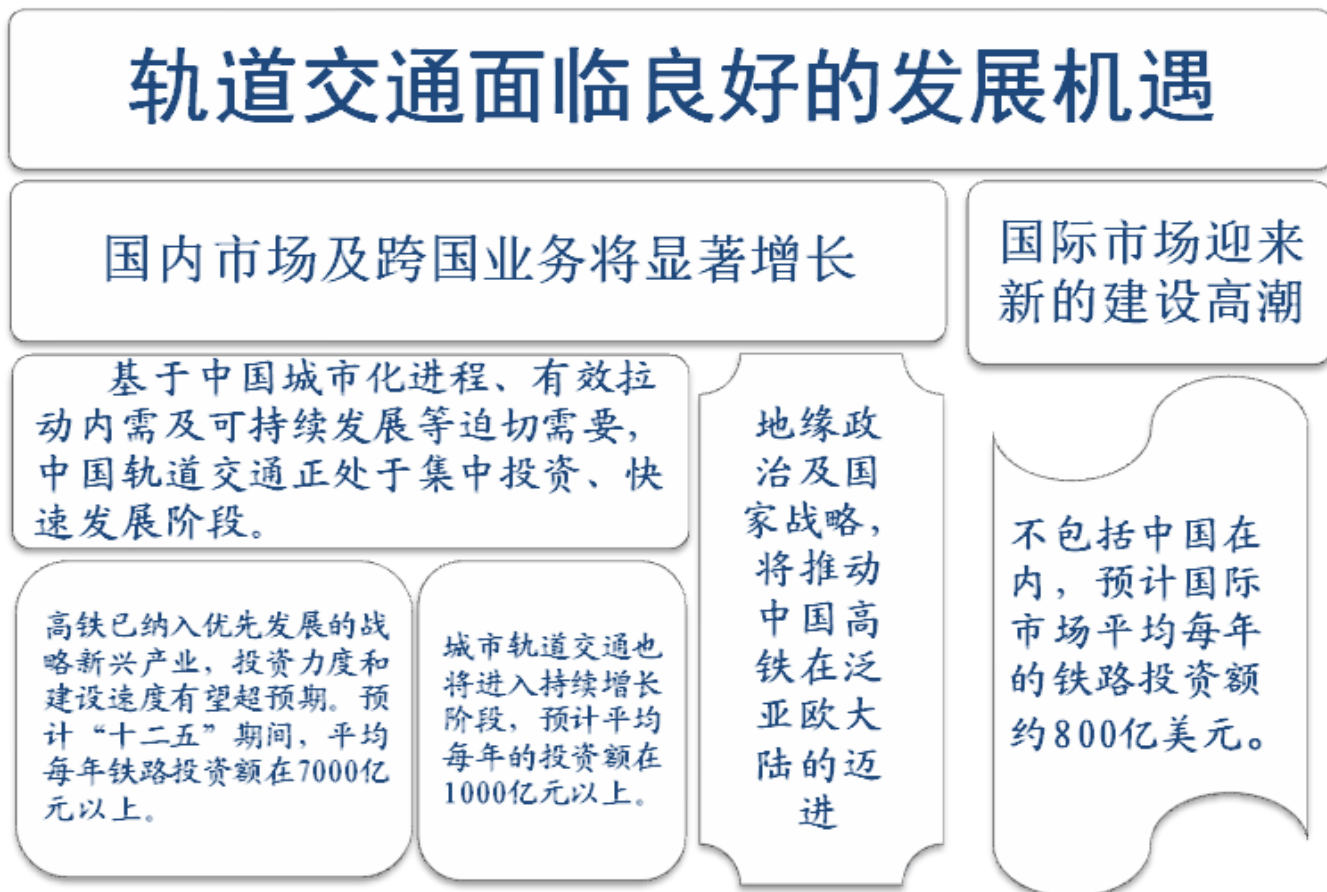
表 4 轨道交通建设的主要成本构成

分类	占总投资的比重：%	
	高铁	地铁
工程及基础建设	40--60	50--60
电气设备、通信系统	25--40	20--25
机车车辆及配件系统	10--15	10--15

资料来源：国海证券研究所

根据相关机构的研究，在高速铁路总造价结构中，最大的部分是铁路基础建设投资（包括轨道采购与铺设，桥梁、隧道、车站的建设）约占 40%-60%；通信、信号及信息工程、电力和电力牵引系统等约占 25%-40%，机车车辆的购置（包括铁路机车、车辆的整车和配件）约占 10%-15%。在地铁工程总造价结构中，最大的部分是依然是工程及基础建设投资（包括土建成本、轨道铺设，桥梁、隧道、车站及车辆段、停车场的建设等）约占 50%-60%；通信、信号及信息工程、电力和电力牵引系统等约占 25%-25%，机车车辆的购置（包括铁路机车、车辆的整车和配件）约占 10%-15%。具体见上表 4。

图9 中国轨道交通未来面临良好的发展机遇



资料来源：国海证券研究所

我们认为：在轨道交通“蛋糕”变大，相关公司发展空间增加的同时，轨道交通相关产业的市场竞争格局较今年初并没有大的改变。因此，我们维持之前的观点：继续看好市场进入壁垒相对较高的轨道运输设备、电气设备和通讯信号系统等轨道交通中游领域。鉴于中国高铁在国际上的影响力增强和国际工程市场的供给不足，预计中国中铁、中国铁建等公司将明显受益于国际市场需求的的增长，建议投资者密切关注。由于轨道交通下游的相关产业的受益情况尚未明朗，这里暂不做分析。

表 5 轨道交通建设的相关行业的竞争格局分析

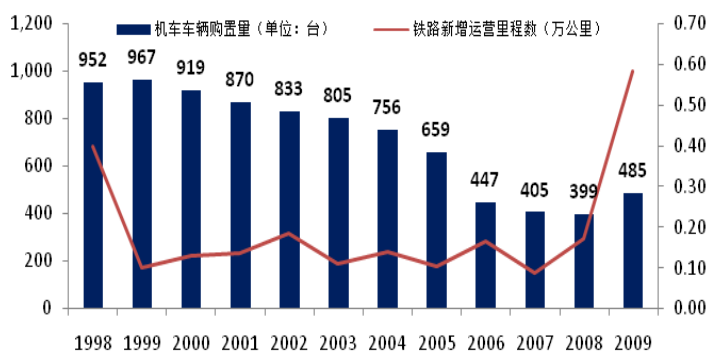
所属领域	细分行业	竞争格局
上游	铁路工程	资质约束下的双寡头垄断
	地铁工程	充分竞争，具有相关资质的央企与地方优势企业具有较强的竞争力
	装饰装修	充分竞争，数家优势企业具有较强的竞争力
	轨道交通相关橡胶制品	内需为主要导向，铁道部为境内唯一大客户；铁道部低价中标策略导致成本控制成为行业主要的核心竞争力；竞争格局平稳
	钢铁	轨道交通的需求主要体现在重轨和不锈钢。高端优势企业间竞争格局平稳
	铝型材	能够满足轨道交通要求的企业不多，南山铝业有望获得较大的市场份额
	水泥	同质性产品 区域需求差别明显 相关地域企业受益
中游	轨道运输设备	高技术壁垒下的双寡头垄断，铁道部为最大下游需求
	电气和通信信号设备	行业内多数公司规模不大，但具有竞争优势的数家企业占有较高的市场份额，竞争格局平稳

资料来源：国海证券研究所

1、轨道车辆设备：年投资额约为 1571.7-1611.7 亿元/年

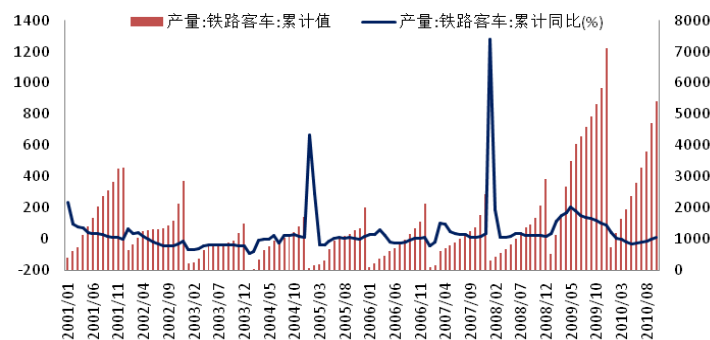
轨道交通快速发展，新线不断投入运营，对各种车辆的需求也随之快速增长。根据测算：未来五年机车、客车、货车总市场容量在 464-504 亿/年；未来三年我国需新增动车 12910 辆。以目前动车组均价 2000 万元/辆计算，年市场容量在 860.7 亿左右；未来十年，地铁运营所需城轨车辆市场容量为 246 亿元/年。总计每年的轨道交通车辆设备需求在 1611 亿元左右。中国南车、中国北车及相关的轨道交通配件生产企业均可能受益。

图 10 近年来机车购置数量和铁路新增营业里程数



资料来源：wind，国海证券研究所

图 11 我国铁路客车保有量



资料来源：wind，国海证券研究所

表 6 轨道交通车辆设备的需求增长情况

区域间铁路车辆需求			
	需求量	单价	市场容量
机车	500 台	1200 万/台	60 亿元
货车	4-5 万辆	40 万/辆	160-200 亿元
客车	7000 辆	350 万/辆	245 亿元
合计			465-505 亿元/年
高铁动车需求			
2011 年-2013 年	需求量	单价	市场容量
基本铺车需求	5374 辆	2000 万/辆	1074.8 亿元
补充铺车需求	7536 辆	2000 万/辆	1507.2 亿元
合计			2582 亿元
年均			860.7 亿元/年
城轨车辆需求			
	新增运营里程	每公里配车数	配属车辆价值
2011-2020 新增运营里程数	配属车辆单价	配属车辆总价值	配属车辆年价值
5857 公里	4200 万/公里	2460 亿元	246 亿/年
汇总: 1571.7-1611.7 亿元/年			

资料来源: 国海证券研究所

2、关注轨道交通电气设备和通讯信号系统的国产化进程

电气设备、通讯信号系统, 占据铁路投资额的 25% 左右。该领域进入壁垒较高, 其中的优势企业已经脱颖而出, 竞争格局相对平稳。轨道交通的快速发展, 将为这些优势企业提供广阔的增长空间。

在电气设备和通讯信号系统中, 成本比重较大的是供电、信号、通风空调三大系统。通风和空调系统、自动扶梯系统、环境监控系统基本上完全实现了国产化, 但信号系统、给排水和消防系统及自动售检票系统的国产化率较低。是轨道交通设备国产化关注的重点。建议投资者密切关注其中的投资机会。

轨道交通行业的估值分析

1、轨道交通行业的估值相对合理

截至 2010 年 12 月 15 日收盘, 轨道交通的整体估值水平略高于全部 A 股和沪深 300, 但低于低碳经济、新材料、新能源等市场概念板块的整体估值水平。具体见表 7。

值得关注的是, 轨道交通重点公司由于受到市场的热捧, 目前的估值水平已基本接近低碳经济、新材料、新能源等市场概念板块的整体估值水平。

鉴于轨道交通行业具有较好的成长性预期, 按 2011 年预测业绩对应的市盈率在 15 倍左右, 略微低估; 其中的重点公司 2011 年预测市

盈率在 23 倍左右，考虑到重点公司的成长性更好些，其目前的估值也处于略微低估的水平。

表 7 2010 年 12 月 15 日相对估值情况

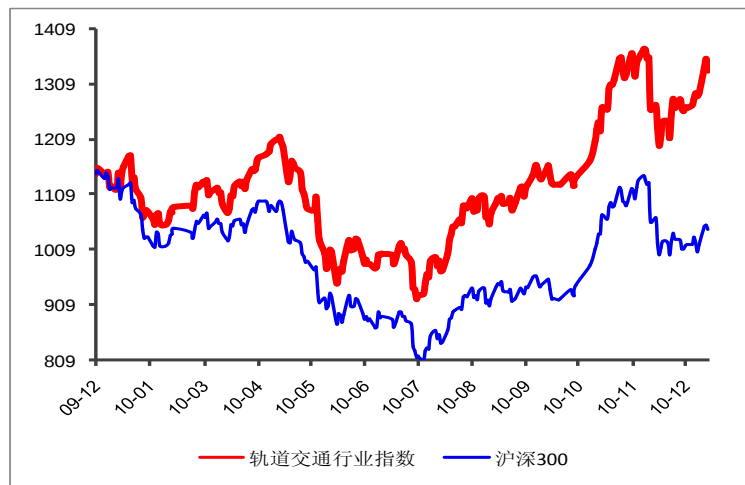
板块名称	2009 市盈率	2010 预测市盈率	2011 预测市盈率	最新市净率
全部 A 股	24.36	18	14.97	2.95
沪深 300	19.18	14.75	12.31	2.46
新材料	69	43.89	30.98	6.48
新能源	43.11	31.97	24.24	4.69
低碳经济	43.51	35.69	25.79	5.36
轨道交通行业	30.74	18.37	14.82	3.38
轨道交通重点公司	47.33	31.68	23.32	5.35

资料来源: wind (2010 年 12 月 15 日收盘价数据, 整体法统计, 剔除负值)

2、轨道交通板块近一年的走势分析

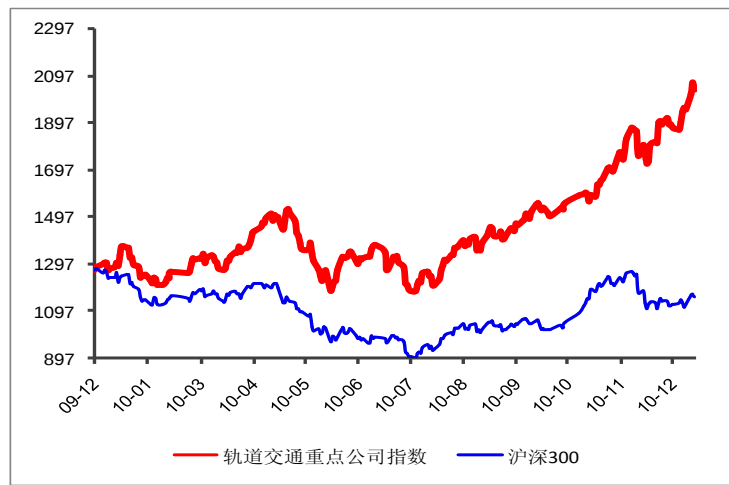
近一年来, 轨道交通板块的走势明显强于上证指数及沪深 300 指数。近一年沪深 300 指数下跌 8.74%, 而同期轨道交通指数上涨 16.39%, 轨道交通重点公司指数同期上涨 60.53%。具体见图 12、图 13。

图 12 近一年来建材板块的走势



资料来源: Wind

图 13 近一年来水泥板块的走势



资料来源: Wind

投资建议

鉴于轨道交通正处于快速发展阶段, 且相关公司的估值水平略微偏低, 我们继续看好轨道交通行业, 给予“强于大市”的投资评级。

建议投资者重点关注轨道运输设备、电气设备和通讯信号系统等轨道交通中游领域的投资机会。

建议投资者密切关注中国中铁、中国铁建及其他建筑工程相关公司的海外市场拓展情况。

1、轨道交通上游产业：重点关注回天胶业、隧道股份、金螳螂、奥克股份等公司

建议投资者重点关注上游基础工程领域中竞争格局相对平稳、盈利能力较强的原材料产品领域和细分施工领域。回天胶业、奥克股份、时代新材、大冶特钢、中鼎股份、东方雨虹等公司均符合此标准，且轨道交通业务的需求增长有望带动其业绩显著增长。金螳螂、隧道股份等公司在其细分领域中奠定了较强的竞争优势，盈利能力平稳，也有望受益于轨道交通需求的显著增长。

由于建筑施工板块的毛利率较低，虽然受益轨道交通的需求增长，但对业绩的提升程度尚需观察。暂给予中国中铁、中国铁建中性的评级，继续关注其海外市场拓展情况。

表8 轨道交通上游产业的公司估值

证券简称	2010-12-15 收盘价 (元)	市净率 (PB)	每股收益：元			市盈率			投资建议
			2009年EPS	2010预测平均值	2011预测平均值	2009年	2010预测	2011预测	
回天胶业	68.85	5.52	1.04	1.40	1.85	66.49	49.18	37.22	买入
隧道股份	12.26	2.15	0.49	0.64	0.78	25.02	19.31	15.80	买入
金螳螂	71.31	21.78	0.95	1.15	1.80	75.06	61.96	39.52	买入
中鼎股份	23.15	9.88	0.48	0.78	1.02	48.23	29.76	22.74	增持
利源铝业	49.93	13.25	0.77	0.89	1.50	64.84	56.16	33.29	增持
大冶特钢	17.11	3.21	0.74	1.13	1.32	23.09	15.13	12.96	增持
时代新材	56.22	9.24	0.47	0.88	1.37	119.62	63.57	40.98	增持
奥克股份	61.33	3.78	2.15	1.26	2.08	28.53	48.75	29.51	增持
东方雨虹	41.80	12.49	0.93	0.64	0.97	44.95	65.29	42.90	增持
冀东水泥	24.16	3.76	0.81	1.22	1.63	29.78	19.82	14.82	增持
柳工	37.54	4.73	1.41	2.40	3.10	26.62	15.64	12.11	增持
中国铁建	7.04	1.64	0.53	0.55	0.86	13.28	12.76	8.17	中性
中国中铁	4.52	1.48	0.32	0.40	0.51	14.13	11.22	8.94	中性
祁连山	18.11	3.52	0.94	1.18	1.64	19.27	15.34	11.03	中性
赛马实业	35.90	2.88	2.28	2.63	3.14	15.75	13.67	11.42	中性
上海建工	15.52	2.16	0.50	0.85	1.02	31.04	18.37	15.16	中性
宏润建设	14.71	3.94	1.03	0.79	0.96	14.28	18.53	15.31	中性
海螺水泥	29.51	3.30	2.01	1.47	1.91	14.68	20.10	15.41	中性
天山股份	28.84	3.33	1.12	1.32	1.78	25.75	21.79	16.17	中性
南山铝业	9.59	1.29	0.50	0.43	0.57	19.18	22.08	16.77	中性
青松建化	22.51	4.58	0.56	0.59	0.85	40.20	38.20	26.62	中性
中联重科	15.12	4.91	1.42	0.76	0.93	10.66	19.94	16.27	中性
徐工机械	54.18	5.03	2.01	2.65	3.23	26.96	20.47	16.75	中性
腾达建设	5.18	3.50	0.11	0.09	0.10	47.09	59.68	50.24	中性
天业通联	29.77	3.98	0.63	0.78	1.11	47.25	38.04	26.83	中性
松芝股份	30.93	4.42	0.84	0.98	1.21	36.68	31.48	25.63	中性
鞍钢股份	8.11	1.08	0.10	0.50	0.66	81.10	16.17	12.35	中性
太钢不锈	5.51	1.47	0.16	0.27	0.41	34.65	20.45	13.59	中性
包钢股份	4.18	2.08	(0.25)	0.11	0.20	(16.72)	39.14	20.71	中性

资料来源：国海证券研究所

2、轨道交通中游产业：重点关注辉煌科技、太原重工、特锐德等公司

建议投资者重点关注轨道交通中游的轨道交通设备、电气设备及通信信号系统等领域。这些领域的进入壁垒较高，盈利能力较强，其中的优势公司已具有较大的市场份额，轨道交通对其业绩的贡献更为明显，且目前市值不大，持续成长性好。辉煌科技、特锐德及太原重工均符合

此选股标准，给予买入评级。

中国南车和中国北车将显著受益于中国高铁产业的国际化进程，但短期涨幅过大，暂给予增持评级，建议投资者继续密切关注。

表 9 轨道交通中游产业的公司估值

证券简称	2010-12-15 收盘价 (元)	市净率 (PB)	每股收益：元			市盈率			投资建议
			2009年EPS	2010预测平均值	2011预测平均值	2009年	2010预测	2011预测	
辉煌科技	70.20	12.95	1.09	0.92	1.47	64.39	76.62	47.67	买入
太原重工	21.50	4.29	0.77	0.99	1.37	27.76	21.82	15.69	买入
特锐德	41.16	5.32	0.79	0.89	1.30	52.10	46.25	31.66	买入
晋亿实业	14.81	6.26	(0.00)	0.39	0.52	\	37.97	28.48	增持
北方创业	16.30	3.04	0.26	0.37	0.48	63.18	44.46	34.12	增持
中国北车	7.11	2.67	0.23	0.25	0.39	30.91	28.86	18.08	增持
中国南车	8.01	5.11	0.14	0.24	0.35	57.21	33.56	22.80	增持
许继电气	34.99	5.63	0.34	0.47	0.67	101.66	75.21	52.59	增持
天马股份	14.19	3.98	0.94	0.53	0.57	15.10	26.67	24.73	中性
华东数控	29.17	7.32	0.97	0.62	0.82	30.07	47.20	35.49	中性
鑫龙电器	15.36	5.34	0.43	0.39	0.53	35.99	39.77	29.06	中性
南风股份	56.00	7.26	0.64	0.90	1.46	87.50	62.42	38.44	中性
鼎汉技术	38.16	5.99	1.48	0.88	1.20	25.83	43.57	31.75	中性
赛为智能	30.35	5.85	0.53	0.45	0.66	57.26	67.93	46.12	中性
国电南瑞	80.35	33.53	0.98	0.70	0.99	81.99	115.35	81.38	中性
晋西车轴	18.04	3.99	0.22	0.15	0.26	82.00	116.92	70.52	中性
卧龙电气	18.87	3.46	0.70	0.60	0.82	27.10	31.21	22.88	中性
中航重机	21.25	6.29	0.53	0.40	0.53	40.09	53.14	40.29	中性
昆明机床	10.87	4.33	0.51	0.41	0.50	21.31	26.40	21.89	中性
众合机电	25.27	11.81	0.34			74.32			暂不评级
上风高科	9.80	4.41	(0.10)			(98.00)			暂不评级
青海华鼎	9.67	2.97	0.06			161.17			暂不评级

资料来源：国海证券研究所

3、轨道交通下游产业：暂不评级

鉴于轨道交通下游产业的受益程度不明朗，且缺少具有突出投资价值投资标的，对该领域公司保持关注，暂不评级。

表 10 轨道交通下游产业的公司估值

证券简称	2010-12-15 收盘价 (元)	市净率 (PB)	每股收益：元			市盈率		
			2009年EPS	2010预测平均值	2011预测平均值	2009年	2010预测	2011预测
南方航空	9.44	5.98	0.05	0.53	0.57	188.80	17.75	16.54
东方航空	7.22	5.36	0.08	0.49	0.54	86.05	14.86	13.46
铁龙物流	14.34	4.69	0.35	0.47	0.58	41.29	30.35	24.61
申通地铁	11.48	5.12	0.21	0.21	0.23	54.67	53.77	50.15
大秦铁路	8.17	3.18	0.50	0.61	0.67	16.34	13.33	12.16
中国国航	13.05	5.07	0.42	0.86	0.91	31.07	15.20	14.27
广深铁路	3.57	1.06	0.19	0.22	0.23	18.79	16.54	15.72

资料来源：国海证券研究所

重点公司简要评述

1、辉煌科技：迎来高速增长期

公司是高铁微机信号检测的主导厂商，2008 年以来国内高铁建设快速增长对公司微机信号检测的拉动将在 2010 年开始逐步体现。根据铁部近期的《关于印发<铁路信号集中监测系统技术条件>的通知》，今后新建铁路及既有线微机监测系统的升级改造应参照新标准执行，将加速铁路信号监测系统更新和升级。

与此同时，公司作为高铁防灾系统的三家供应商之一，将受益高铁建设的高速增长。

由于公司系统产品更新周期较其他铁路产品短（5 年），因此，行业景气周期延续更长时间。

公司步入加速增长期，预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.88 元、1.45 元、2.36 元，复合增长率超过 60%，动态 PE 分别为 79.2、47.14、28.54 倍，长期前景仍然看好，给予“买入”评级。

2、太原重工：扩张步伐加快 未来业绩有望持续增长

高速列车轮轴国产化项目瞄向中国高铁的速度。公司拟非公开发行募资不超过 16.86 亿元，投向高速列车轮轴国产化项目，规划 2012 年达产，目标新增销售规模 20.1 亿元，利润 3.76 亿元，投资回收期 6-8 年。公司目前车轮年产能为 20 万片，车轴年产能为 7 万根。募资项目达产后，公司车轮年产能将达到 50 万片，车轴年产能达到 17 万根，分别是现有产能的 2.5 倍和 1.7 倍，从而继续优化业务结构。大型铸锻件项目完善公司铸锻件生产能力。

动车轴、轮项目将在 2012 年得到大的发展。随着我国高铁“四纵四横”的布局 2012 年完成，未来客货分离，货车提速及重载的需求也将增强，预计货车将从目前的 70 吨-80 吨向 100 吨载重，时速从目前 50-60 公里/时向 120 公里/时提升，因此货车的车轴，车轮，轮对的改造需求还将比预期要大的多，并且我国 36 个城市规划的 2010-2020 年的地铁项目也达到 5600km 以上，我们对未来货运市场和城轨交通持有较高乐观预期。

临港基地再造一个太重，主攻新能源装备。公司的天津临港基地建设，以风电、核电、煤化工等新能源装备为主，产品定位高端，面向国际市场。规划 2011 年建成投产，目标销售规模 100 亿元，相当于公司 2009 年营业总收入的 1.24 倍，为公司 2011-2013 年间年均增长 30%奠定了基础。

高端装备制造典范。大型电动矿用挖机行业处于第一水平。公司是国内唯一能做大型矿用挖机的企业，主要用于露天煤炭，金属矿山等挖掘行业，最大容量已做到 55 立方米，并研制出 77 立方米的矿用挖机，已逐渐实现替代进口，成为公司近年的一个主要增长点，也是我国高端装备制造的典型。

业绩预测：预计 2010-2012 年 EPS 为 0.99，1.37，1.8 元，目前机械行业整体估值较低，按 11 年 20 倍 P/E 给予估值，对应股价为 27.4 元，较现在股价仍有很大的上涨空间，我们维持“买入”的投资评级

3、回天胶业：募投项目受益于高铁快速增长

公司主要从事各类高端工程胶粘剂的研发、生产和销售，产品涵盖了高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶等五大类、四十个系列产品，为国内工程胶粘剂行业规模最大的内资企业。

国内工程胶粘剂的销售量只占胶粘剂总量的 7% 左右，但在胶粘剂和密封胶行业中有着举足轻重的地位，被誉为“工业味精”，广泛应用于各种制造行业。工程胶粘剂行业作为内需导向型产业受益于国内经济，特别是工业持续发展保持的强劲势头，近 20 年来产量和销售额高速增长，平均增长率达到 17.8%，工程胶粘剂未来需求仍高速增长。

公司的核心竞争优势主要表现为：稳定的研发和管理团队优势、技术开发和自主创新优势、销售网络和销售模式优势、以下游行业为导向的组织和管理模式优势、下游行业需求稳定且增长迅速的优势、品牌优势。

未来公司募投资金项目为最大看点：受益于国家高铁建设，未来三年聚氨酯胶粘剂有望迎来爆发式增长，有机硅胶粘剂受益于新能源和电子电器大力建设，也将迅速增长。营业收入未来三年内复合增长率有望超过 35% 左右，随着生产规模扩大，公司毛利率保持稳中有升态势，未来三年内公司净利润增速将超过 40%。超募资金也将带来更多惊喜

预计公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为 1.40 元、1.85 元和 2.56 元，考虑到公司未来三年内公司持续高速增长以及未来高铁订单不断超预期，公司业绩具巨大想象空间，参考创业板成长性企业的估值水平，维持公司买入评级。

4、特锐德：未来业绩稳步增长

公司是国内最早研发出客运专线电力远动箱变的厂商，是高铁远动箱变主导厂，2010 年约占高铁市场份额 50%。由于高铁安全性要求较严，进入门槛较高，高铁领域箱变的竞争对手较弱，因此我们认为未来公司在高铁箱变市场的主导性地位不会被撼动，市场份额将会维持在 40-50%。

2008 年以来国内铁路建设开始快速高速增长对电气化建设将拉动将在 10-12 年体现。未来 2 年公司处快速增长期。

随着安全问题的重视，煤炭领域开始进行双电源改造，09 年山西煤炭企业由 2 万家整合为 1000 多家，整合后的煤企因安全需要，需要安装箱变设备，因此我们预计该市场需求 10-12 年将会快速上升。

公司在石油、电力等行业市场也不断获得进展。公司 11 月底搬迁至新厂，公司募集资金项目将于 2011 年陆续释放，为公司后续快速发展奠定基础。此外，公司积极开拓新增长点，计划参与对外援助项目，获得新增长空间。

公司未来3年将处于稳步增长期,预计2010-2012年EPS分别为0.89、1.3、1.89元,以12月10日收市价计,动态PE分别为43.67、30.04、20.62,未来PE趋于下降,我们估计未来3年公司复合增长率不低于40%,PEG约为1,因此长期具有投资价值。给予“增持”评级。

5、隧道股份: 受益于城市轨道交通的蓬勃发展 增长持续

公司为中国软土施工开拓者和领军企业,是全球唯一兼具盾构法隧道施工和盾构设备制造能力的企业,具有技术创新优势、施工技术和质量优势、地域和市场优势。工程施工是公司收入的主要来源,公司还致力于发展盾构制造业务和项目投资业务等战略业务,以及工程咨询和养护业务等新兴业务,BT、BOT业务已成为公司利润的主要来源之一

全国轨道交通的蓬勃发展,将为公司的施工业务及盾构制造业务提供良好的增长空间。在不考虑资产注入的情况下,预计2010年--2011年的每股收益分别为0.65元、0.78元,具有较好的持续成长性。

结合公司的行业地位及其未来成长性,并考虑到公司的业绩具有一定的弹性,且市场对其有较强的资产注入预期,给予其长线买入的投资评级,建议投资者可在回调时择机增持。

国家宏观调控、市政规划变更及原材料波动等均可能影响公司的项目进展和收益。

重点上市公司汇总

建议投资者重点关注的轨道交通相关公司如下表,投资者可在回调时择机逢低增持,不建议追涨:

表11 重点轨道交通公司估值

证券简称	2010-12-15 收盘价 (元)	市净率(PB)	每股收益: 元			市盈率			投资建议
			2009年EPS	2010预测平均值	2011预测平均值	2009年	2010预测	2011预测	
辉煌科技	70.20	12.95	1.09	0.92	1.47	64.39	76.62	47.67	买入
太原重工	21.50	4.29	0.77	0.99	1.37	27.76	21.82	15.69	买入
特锐德	41.16	5.32	0.79	0.89	1.30	52.10	46.25	31.66	买入
回天胶业	68.85	5.52	1.04	1.40	1.85	66.49	49.18	37.22	买入
隧道股份	12.26	2.15	0.49	0.64	0.78	25.02	19.31	15.80	买入
金螳螂	71.31	21.78	0.95	1.15	1.80	75.06	61.96	39.52	买入
晋亿实业	14.81	6.26	(0.00)	0.39	0.52	\	37.97	28.48	增持
北方创业	16.30	3.04	0.26	0.37	0.48	63.18	44.46	34.12	增持
中国北车	7.11	2.67	0.23	0.25	0.39	30.91	28.86	18.08	增持
中国南车	8.01	5.11	0.14	0.24	0.35	57.21	33.56	22.80	增持
许继电气	34.99	5.63	0.34	0.47	0.67	101.66	75.21	52.59	增持
中鼎股份	23.15	9.88	0.48	0.78	1.02	48.23	29.76	22.74	增持
利源铝业	49.93	13.25	0.77	0.89	1.50	64.84	56.16	33.29	增持
大冶特钢	17.11	3.21	0.74	1.13	1.32	23.09	15.13	12.96	增持
时代新材	56.22	9.24	0.47	0.88	1.37	119.62	63.57	40.98	增持
奥克股份	61.33	3.78	2.15	1.26	2.08	28.53	48.75	29.51	增持
东方雨虹	41.80	12.49	0.93	0.64	0.97	44.95	65.29	42.90	增持
冀东水泥	24.16	3.76	0.81	1.22	1.63	29.78	19.82	14.82	增持
柳工	37.54	4.73	1.41	2.40	3.10	26.62	15.64	12.11	增持

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。