

出口渐行渐近，重载化同样有利持续性

铁路设备行业动态点评

装备制造 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2011-01-20

报告关键点:

- 中国企业准备竞标美国高铁建设项目是行业出口预期打开的催化剂
- 与出口预期相比，重载化对线下设备的持续性影响更大
- 持续性预期的改善以及稳定的需求增长有利于板块的市场表现

报告摘要:

- 我们认为在对美国市场出口预期进一步明确的环境下，铁路设备行业的可持续性得到强化，是昨日上涨的主要动因。美国高铁项目以及相关产品出口和人民日报1月19日第5版的相关内容实际并未超预期，这次中国铁建等准备参与竞标的行为只是再次拉近了出口预期，我们认为正是出口的渐行渐近导致了板块的上涨。虽然此项目中标与否还有一定不确定性，并且两年内对相关设备难有实质需求，但就高铁产品出口而言，我们认为：目前已有相关产品、出口可能性最大的还是中国南车、中国北车和时代新材；晋亿实业的高铁扣件产品出口的可能性次之；晋西车轴虽然目前暂未有相关产品量产，但后年放量的可能性较大；博深工具产品今年如能通过试验，未来产品出口的可能性也较大。
- 与出口预期相比，重载化对线下设备的可持续性影响更大。与出口预期的影响相比，我们认为重载化对相关公司的可持续性影响可能更为直接，并且是近一两年可以看得到的。其中我们更看好重载化给线下设备厂商带来的机会，因为随着高铁高峰的到来，原来市场对线下设备的持续性最不看好，而2012年前的重载化的需求对这一预期的转变影响最大，相关公司中以线下设备为主的是晋亿实业。就该公司铁路扣件产品来看，我们初步测算重载化在未来两年新增全国市场需求合计在18亿元左右，公司有可能获得其中40%的订单，这将使公司的可持续性后推至2012年以后，届时可以实现与汽车紧固件的量产无缝对接。综合来看，我们认为重载化对公司利大于弊，维持其增持-A的评级。
- 维持行业领先大市-A的投资评级。我们认为出口预期以及重载化带来的短期新增需求均使得行业的可持续性时间得以延长，而持续性正是在今年进入高峰期时困扰板块最重要的不确定因素，因此其对板块的股价影响短期仍将延续。加上今年通胀的预期使得中游制造业的吸引力回落，铁路设备行业稳定的需求增长使得其关注度上升，我们仍然维持行业领先大市-A的投资评级。
- 风险提示：出口市场的进展较慢；相关产品的试验或交货进度低于预期。

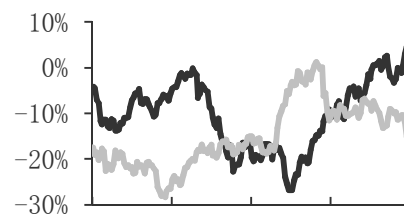
首选股票

目标价

评级

601299	中国北车	10.0	买入-A
601766	中国南车	10.0	买入-A
002282	博深工具	30.0	买入-B
600458	时代新材	60.5	增持-B
601002	晋亿实业	19.0	增持-A
002122	天马股份	16.5	增持-B

12个月行业表现



01/10 03/10 05/10 08/10

— 装备制造 — 沪深300

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450209090270

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450209100287

报告联系人

王舒婷

 021-68765993
 wangst@essence.com.cn

前期研究成果

装备制造：进入高铁完工高峰期，重载化将加快

2011-01-05

1. 出口预期是铁路设备行业昨日整体上涨的主要动因

我们认为在对美国市场出口预期进一步明确的环境下，铁路设备行业的可持续性得到强化，是昨日上涨的主要动因。

1.1. 触发事件

- 据 1 月 18 日《环球时报》报道，中国企业代表团在美国加利福尼亚州勘探地形，准备竞标当地的高铁建设项目。
- 今日人民日报 1 月 19 日第 5 版《中国铁路跨越历史》（全文见后），总结了十一五中国高铁取得的进展。

1.2. 出口的渐行渐近是板块上涨的主要动因

就人民日报的文章来看主要是总结了十一五期间我国引进高铁并消化吸收的跳跃式发展取得的阶段性成果，虽然涉及部分十二五规划，但与年初铁路工作会议中传达出来的信息相比，并没有新的超预期的东西，我们认为，这一文章的出版时机与美国高铁项目的出口预期密切相关，两个事件一起推动了市场对出口预期的期望和热情。

就美国项目的基本情况来看，参与此次竞标的中国企业是中国铁建，加州高铁总长约 1100 公里，第一阶段项目造价预计为 450 亿美元。除我国外，日本、德国、法国、西班牙、意大利、韩国、比利时 7 个国家的公司都表示有意竞标。预计年底能开标，即使我国在此项目中标，此项目最快也要明年才年开始动工，对设备的拉动两年内难以看到。

结合去年底加州州长访华、前期中国南车与 GE 计划在美国成立合资公司的做法，其实这一项目以及相关产品出口早有预期，这次中国铁建等准备参与竞标的行为只是再次拉近了出口的想象空间，而美国作为发达国家，产品对其出口意味着技术吸收基础上的创新得到世界的认可，这与之前参与发展中国家高铁项目相比意义更为重大。

我们认为正是出口的渐行渐近导致了板块的上涨。由于其强化了铁路设备公司的可持续性，因此其对板块的股价影响短期仍将延续。加上今年通胀的预期使得中游制造业的吸引力回落，铁路设备行业稳定的需求增长使得其关注度上升。

就高铁产品出口而言，我们对出口产品的可能性做一排序：

- 目前已有相关产品、出口可能性最大的还是中国南车、中国北车和时代新材；
- 晋亿实业的高铁扣件产品出口的可能性次之；
- 晋西车轴虽然目前暂未有相关产品量产，但后年放量的可能性较大；
- 博深工具产品今年如能通过试验，未来出口的可能性也很大。

2. 与出口预期相比，重载化对线下设备的持续性影响较大

就持续性预期来讲，出口预期的打开使得未来的想象空间增大，虽然也将延长相关公司的增长持续性，但一两年内难以看到实质性贡献，因此影响的力度也难以把握。

相比之下，我们认为重载化对相关公司的可持续性影响更为直接，并且是近一两年可以看得到的。

上篇行业报告中我们谈到除新建线路外，部分线路的重载化将通过对既有线的改造来实现，因此重载化会给线上、线下设备均带来新的需求，因此相关公司均将受益，包括晋亿实业、时代新材、天马股份、晋西车轴、北方创业等。

但我们更看好重载化给线下设备厂商带来的机会，因为随着高铁高峰的到来，原来市场对线下设备的持续性最不看好，明年之后回落的可能性较大，而重载化对其预期转变的影响也最大。而相关公司中以线下设备为主的是晋亿实业。

关于晋亿实业，我们认为虽然重载线路的建设以新建还是改造为主还未正式定调（前者带来的需求相对明确，后者要看改造线路的等级），但未来两年预计会有 1.4 万公里的重载线路需求，假设每套扣件 80 元，约一半的线路需要用到新扣件，初步测算重载化对我国紧固件未来两年新增市场需求合计在 18 亿元左右，其中 2012 年的占比会大些（公司 2010 年的高铁扣件交货量也就在 11 亿元左右，重载化的推进对其影响较大），这将使公司的可持续性后推至 2012 年以后，届时可以实现与汽车紧固件的量产无缝对接。虽然另一方面，也应该看到，新增的需求可能会使得公司在高铁产品上的议价能力下降，在技术转让费的下调可能性降低。但综合来看，我们认为重载化对公司利大于弊，我们维持其增持 - A 的评级。

3. 板块估值及行业评级

3.1. 维持行业领先大市 - A 的投资评级

综合来看，我们认为出口预期以及重载化带来的短期新增需求均使得行业的可持续性时间得以延长，而持续性正是在今年进入高峰期时困扰板块最重要的不确定因素，因此板块短期仍有空间。

从 2011 年的投资角度来看，我们仍然维持行业领先大市-A 的投资评级，其需求增长明确有利于其在其它制造业市场前景不明的环境中有较好表现。

3.2. 重点上市公司

就上市公司的情况来看，我们相对看好中国南车（买入-A）、中国北车（买入-A）、博深工具（买入-B）、晋亿实业（增持-A）、时代新材（增持-B）和天马股份（增持-B）。

其中，中国南车、中国北车主要是其增长的持续性最强，作为我国高铁车辆技术的主要载体，其出口市场的想象空间巨大；博深工具主要是其高铁刹车片产品作为耗材，未来需求前景值得期待；晋亿实业和天马股份主要是重载化给其产品带来增长空间；时代新材主要是铁路产品及路外产品双增长。

附：人民日报 1 月 19 日文《中国铁路跨越历史》

“十一五”是中国铁路规模建设高歌猛进的五年。铁路营业里程、电气化铁路运营里程均跃居世界第二，高速铁路运营里程高居世界第一……建设规模与速度，走在世界前列。

“十一五”是中国铁路自主创新捷报频传的五年。高速铁路后来居上，高原铁路世界一流，重载铁路屡创奇迹……技术与装备水平，实现历史性跨越。

“十一五”是中国铁路迎难而上、攻坚克难的五年。面对低温雨雪冰冻灾害、汶川特大地震、国际金融危机、严重洪涝灾害等严峻挑战，中国铁路彰显钢铁意志。

“‘十一五’铁路工作的显著特点是发展快。无论是经受罕见的自然灾害，还是遭遇严重的国际金融危机，我们都矢志不渝地扭住发展不放松。”铁道部部长刘志军说，“实践使我们深刻认识到，要想早日改变铁路‘瓶颈’制约状况，必须坚持把发展作为第一要务，紧紧抓住难得的历史机遇，以时不我待的精神尽快把我国铁路现代化搞上去！”

建设发展快 经济效益大

铁路建设规模、投资力度、客货运量均创历史纪录

这是铁路投资力度前所未有的五年，也是大规模铁路建设形成高潮、逐步进入收获期的五年。

“十一五”期间，我国铁路基本建设投资完成 1.98 万亿元，是“十五”投资的 6.3 倍；新线投产 1.47 万公里，是“十五”的 2 倍；复线投产 1.12 万公里、电气化投产 2.13 万公里，分别为“十五”的 3.1 倍和 3.9 倍。

俯瞰神州大地，京津城际、武广高铁、郑西客专、海南东环……一条条高铁拔地而起，8358 公里高铁使列车旅行时间普遍缩短了一半以上；青藏铁路、宜万铁路、包西铁路……一条条区际干线建成投产，雪域高原不再遥远，蜀道出行不再艰难；北京南站、上海虹桥、广州南站……295 座现代化火车站投入使用，旅客购票、候车、换乘条件大为改善。

铁路建设飞速发展，直接受益的是旅客。“十一五”期间，全国铁路旅客发送量完成 72.8 亿人，比“十五”增长 35.9%，增幅和总量都创历史佳绩。“过去从福州坐火车去厦门，要 11 个小时。现在坐高铁，只要 1 个半小时，比自驾车少 3 个小时，还省一半的钱，舒服又划算！”福州旅客林鸣坦言，福厦高铁开通后，自己去厦门的次数明显多了，旅行成本却低了。

铁路建设还加速实现了客货分线运输，使铁路货运能力大幅提升。仅京津、胶济、武广、郑西、沪宁 5 条高铁运营后，每年释放的既有线路货运能力就达到 2.3 亿吨，长三角、珠三角春运期间大企业生产受限问题大大缓解。“以前每到春运，京广南线运力紧张，每天至少有 100 多车的钢材不能外发，影响了武钢正常的生产运转。武广高铁开通后，大大提高了武钢的货运能力和物流周转率，春运期间基本上没有产生限车问题。”武汉钢铁集团物流管理总公司副总经理陈桥说。

“十一五”期间，全国铁路货物发送量完成 162.4 亿吨，比“十五”增长 42.9%；总换算周转量完成 16.2 万亿吨公里，比“十五”增长 42.2%，两项指标均创历史新高。

受益于客货运长足发展，“十一五”国铁及控股企业累计完成运输总收入 18113.7 亿元，比“十五”增长 69.3%，全行业保持盈利。到 2010 年底，铁路资产总量达 3 万亿元，比“十五”末增长 1.5 倍。

建设技术精 装备水平高

多项技术成果世界一流，走出中国铁路自主创新的成功之路

“十一五”是铁路技术创新实现重大跨越、大步迈入高铁时代的五年。“青藏铁路工程”荣获国家科技进步特等奖，“大秦铁路重载运输成套技术及应用”、“时速 250 公里动车组高速转向架及应用”等荣获国家科技进步一等奖。坚持原始创新、集成创新和引进消化吸收再创新相结合，中国铁路走出了“5 年等于 40 年”的自主创新之路。

依靠自主创新，中国铁路跑出了“世界第一速”。

2010 年 12 月 3 日，在京沪高铁先导段，国产新一代高速动车组跑出 486.1 公里的时速，再次刷新世界铁路运营试验最高速。“验证铁路是否发达的最综合指标就是速度。这个世界第一高速充分证明，中国高铁技术是当之无愧的世界领先！”铁道部副总工程师张曙光介绍，在掌握时速 200 至 250 公里动车组核心技术的基础上，我国成功搭建了时速 350 公里的动车组技术平台，研制成功时速 380 公里新一代高速列车，形成了具有自主知识产权的成套高铁技术体系，成为世界上高铁系统技术最全、集成能力最强、运营里程最长、运行速度最高、在建规模最大的国家。

依靠自主创新，中国铁路攀上了“世界第一高”。

中国建设者成功解决了多年冻土、高寒缺氧、生态脆弱三大世界性工程难题。2006 年 7 月开通的青藏铁路，是世界上海拔最高、线路最长的高原铁路。这条“天路”运营四年多来，安全无事故，共运送旅客 2900 多万人、运送货物 1.3 亿吨，不仅营造了“上面火车跑，下面羊吃草”的和谐美景，还有力地促进了青藏两省区经济社会发展。

依靠自主创新，中国铁路运起了“世界第一重”。

2010 年 12 月 26 日，我国能源大动脉——大秦铁路再次打破世界铁路重载纪录，年运量突破 4 亿吨。

以大秦铁路为代表的内涵式发展，依靠的就是我国重载铁路技术创新。“十一五”期间，我国企业系统掌握了大功率电力、内燃机车和重载货车的核心技术，形成了具

有自主知识产权的大功率机车系列产品，自主研发了载重 70 吨通用货车、80 吨煤炭专用货车、100 吨矿石和钢铁专用货车。中国还首次在世界上实现了机车无线同步操纵技术与铁路数字移动通信系统的结合，确保了近 3 公里长的重载列车，同步接受指令，同步实施控制。

目前，3676 台大功率机车驰骋在全国铁路各繁忙干线，大幅度提高了铁路货运能力。“如果不发展重载运输，就不可能满足每年 2 亿吨的铁路货运增量，也就不可能有今天中国的经济形势。”铁道部总调度长安路生坦陈，目前世界上年运量超过 1 亿吨的重载运输线路共计 24 条，中国有 21 条。

资金请进来 品牌走出去

实现“中国制造”由低端向高端、由劳动密集型向技术密集型发展

“十一五”是铁路改革深入推进、“走出去”步伐明显加快的五年。五年来，铁路投融资体制改革深入推进，积极吸引地方政府和社会资本投资铁路建设，全国新组建合资铁路公司 138 家，合资铁路建设总规模达到 3.8 万亿元；五年来，铁路扩大建设债券发行规模，加大利用外资工作力度，共发行铁路债券 3600 亿元，利用外资 50.5 亿美元。

资金足、政策好、事业旺。请进来的资金推动了铁路巨变。走入国门，高速铁路让人们看到了一个在现代化道路上快速奔跑的中国；走出国门，中国铁路技术装备又成为显示我国自主创新实力的国家名片。

在大洋洲的澳大利亚，北车制造的 5000 余辆铁路货车，正服务于澳大利亚力拓、必和必拓等知名的矿石物流；在中亚的哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦，南车自主研发的 54 台电力机车正助力当地铁路提速升级；在沙特麦加，中国铁建建设的朝觐铁路与中国北车打造的朝觐列车，圆满完成了运送朝觐旅客的任务……

目前，我国企业在境外承揽的铁路项目涉及 50 多个国家和地区，合同金额超过 260 亿美元，铁路装备已出口亚洲、非洲、澳洲和美洲的 30 多个国家。目前，铁道部成立了 16 个境外合作项目协调组，其中委内瑞拉中西部铁路正在顺利推进，土耳其、老挝、缅甸等国家的铁路项目已开展研究、初测、设计工作，与美国、巴西、俄罗斯、白俄罗斯、阿联酋、泰国、柬埔寨签订了合作意向。

伴随着“走出去”脚步加快，中国铁路的对外合作与出口，也在由低端向高端、由劳动密集型向技术密集型转型。2010 年 12 月，中国南车、中国北车分别与美国通用电气、法国阿尔斯通签署协议，合作目标不局限于本土市场，而是共同进军海外高铁市场。

“现在与 5 年前不同了，中国车辆厂商已经有了自己的领先技术，但我们并不觉得这样发展空间就小了。与中国铁路合作是强强联合。我们将运用更先进的技术，共同开拓国际市场。”阿尔斯通董事长兼首席执行官柏珂龙表示。

“十一五”铁路的发展成就令人鼓舞，“十二五”铁路现代化建设的目标催人奋进。截至 2011 年初，全国仍有 1.7 万公里高铁、1.4 万公里区际干线、235 座新客站在建，而且今年还有 70 个项目将陆续开工。“2011 年是‘十二五’开局之年，是推进铁路现代化建设的关键一年，铁路系统将紧紧抓住难得的历史机遇，牢牢把握科学发展这一主题、加快转变经济发展方式这一主线，开创铁路现代化建设新局面！”刘志军说。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-01-19

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 来涨幅
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E				
601766	中国南车	买入-A	买入-A	0.25	0.39	0.44	34.32	22.20	19.79	15.90%	20.37%	19.17%	8.66	10.0		
601299	中国北车	买入-A	买入-A	0.24	0.40	0.45	35.93	22.20	19.37	9.22%	13.31%	13.57%	8.77	10.0		
600495	晋西车轴	中性-A	中性-A	0.22	0.31	0.40	78.04	54.05	42.48	4.68%	6.40%	7.65%	16.92	15.0		
600458	时代新材	增持-B	增持-B	0.97	1.39	1.72	62.40	43.63	35.23	14.80%	18.10%	19.00%	60.45	60.5		
600967	北方创业	中性-A	中性-A	0.35	0.45	0.48	41.64	32.83	30.33	6.09%	7.26%	7.38%	14.61	13.0		
601002	晋亿实业	增持-A	增持-A	0.36	0.48	0.59	50.96	38.13	31.06	13.02%	15.28%	16.31%	18.24	19.0		
002122	天马股份	增持-B	增持-B	0.54	0.60	0.68	29.02	26.17	23.38	15.23%	14.87%	14.68%	15.81	16.5		
002282	博深工具	买入-B	买入-B	0.43	0.57	0.74	54.91	41.25	31.55	8.85%	10.77%	12.66%	23.43	30.0		

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.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