

铁路投资持续下滑，铁道部改革悄然进行

研究员：陈耀邦 执业证书编号：S0570510120046

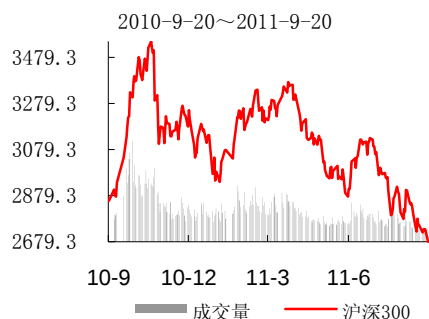
☎ 025-51863296 ✉ ecoqinrui@yahoo.com.cn

🌐 <http://t.zhangle.com/5823>

行业评级：中性(首次评级)

铁路装备 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ **铁路投资持续下滑。**今年 1-8 月份，铁路投资累计达 3577.23 亿元，同比下降 11.75%。其中，8 月份单月投资金额为 353.04 亿元，同比下降 54.29%，下降速度较 7 月进一步加快。

◆ **设备购置投资下降速度快于基建投资。**铁路基建投资 1-8 月累计总额达 3164.69 亿元，同比下降 11.14%。其中，8 月份单月投资金额为 330.39 亿元，同比下降 49.54%，下降速度较 7 月份进一步加快。铁路设备购置及更新投资 1-8 月累计投资达 412.54 亿元，同比下降 16.16%。其中，8 月份单月投资金额为 22.65 亿元，大幅下降 80.72%。

◆ **铁道部债务压力加大，在建高铁项目受影响。**铁道部半年报显示，铁道部上半年营业总收入 3525.53 亿元，总成本 3473.29 亿元，利润总额 42.92 亿元。而同期铁道部总负债达到 2.09 万亿，资产负债率继续创新高，达到 58.53%。债务压力的加大及商业银行信贷不到位导致铁道部资金紧张，杭甬、沿海客专等部分在建线路或延缓交付或缓被迫停工。

◆ **2012 年铁道部将迎来首个偿债高峰。**我们统计了铁道部发行的企业债、短融券等，并对其到期年份进行了分析。我们发现，2012 年将是铁道部的首个偿债高峰，到期债务总额达到 737.3 亿元。2015 年后，铁道部将进入大规模集中偿债期，届时铁道部的投资能力大受掣肘。

◆ **铁道部放权改革悄然进行。**据铁道部内部人士透露，铁道部已准备退出部分区域铁路的投资建设，即便参与投资也不再要求做大股东，而在此前，铁道部参与地方铁路建设均要求绝对控股，至少也是与地方政府 1:1 地出资。另外，铁道部对于企业自建铁路的政策也在悄然松绑。日前，新疆广汇集团筹建的运煤铁路已经获铁道部政策松绑。

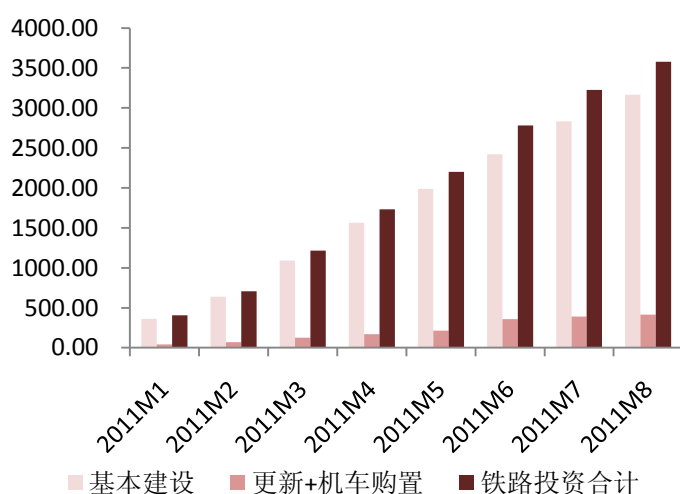
◆ **给予行业“中性”评级。**鉴于动车事故调查报告尚未公布，铁路投资仍然面临重大不确定性，给予行业“中性”评级。

铁路投资 1-8 月累计达 3577.23 亿元，同比下降 11.75%

铁道部网站披露，截止今年 8 月底，中国铁路累计投资总额达 3577.23 亿元，同比下降 11.75%。其中，8 月份单月投资金额为 353.04 亿元，同比下降 54.29%，下降速度较 7 月进一步加快，显示铁路投资下降趋势更加明显。

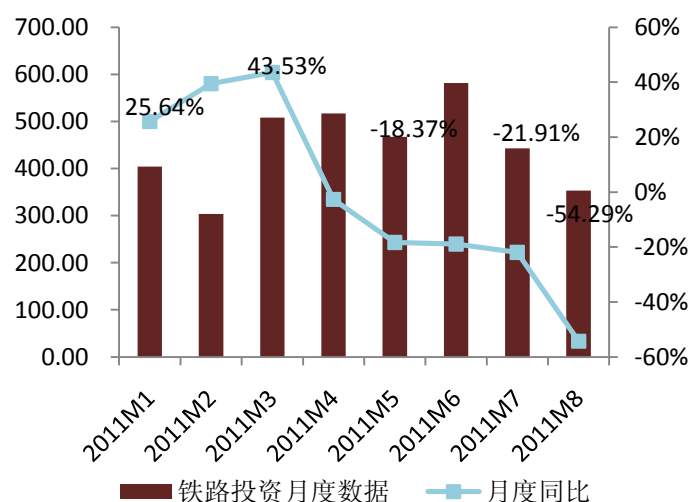
分项看，铁路基建投资 1-8 月累计总额达 3164.69 亿元，同比下降 11.14%。其中，8 月份单月投资金额为 330.39 亿元，同比下降 49.54%，下降速度较 7 月份进一步加快。铁路设备购置及更新投资 1-8 月累计投资达 412.54 亿元，同比下降 16.16%。其中，8 月份单月投资金额为 22.65 亿元，大幅下降 80.72%。

铁路 1-8 月投资概况



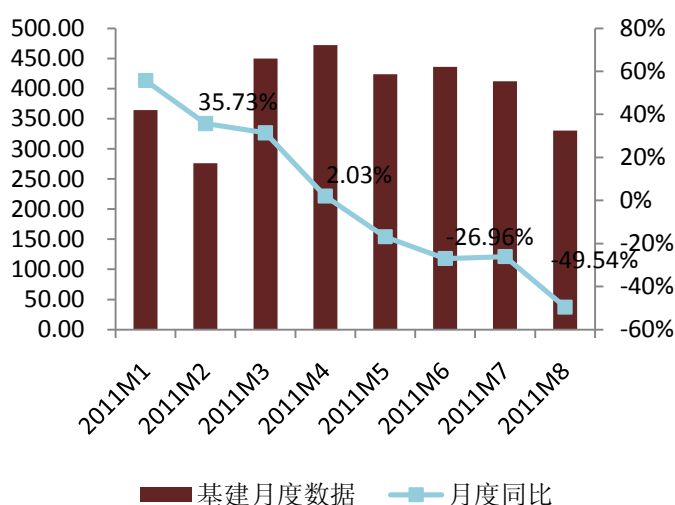
资料来源：华泰证券研究所

铁路总投资月度数据



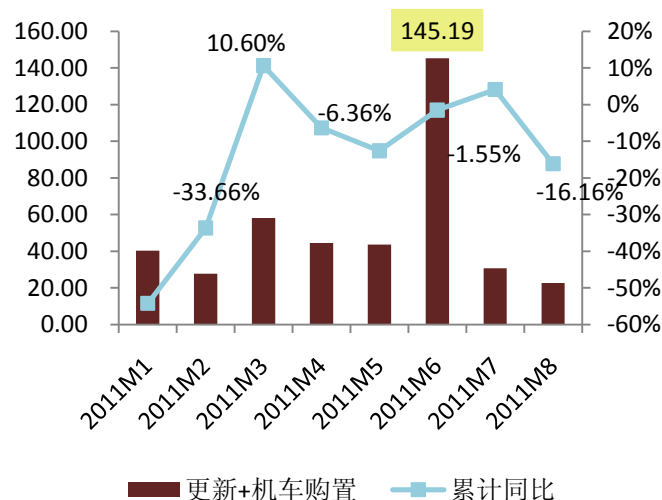
资料来源：华泰证券研究所

基建投资月度数据



资料来源：华泰证券研究所

设备购置及更新投资

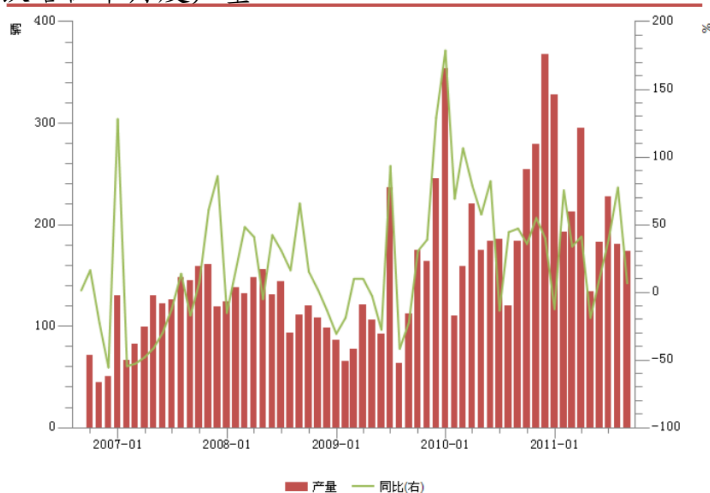


资料来源：华泰证券研究所

铁路设备月度产销量及出口情况

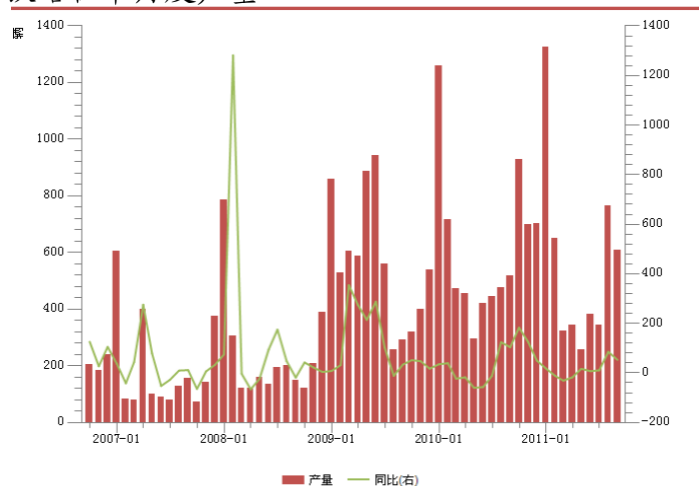
今年1-8月份，铁路机车累计产量达1557辆，同比增长16.02%。其中，8月单月产量为174辆，同比减少40.44%，环比减少3.86%。铁路客车方面，1-8月份累计产量为3335辆，同比减少12.11%。其中，8月单月产量为607辆，同比减少51.02%，环比减少20.44%。下半年，中国仍将有多条高铁线路进入交付期，随着铁道部招标的开启，下半年铁路机客车产量仍有望稳定增长。

铁路机车月度产量



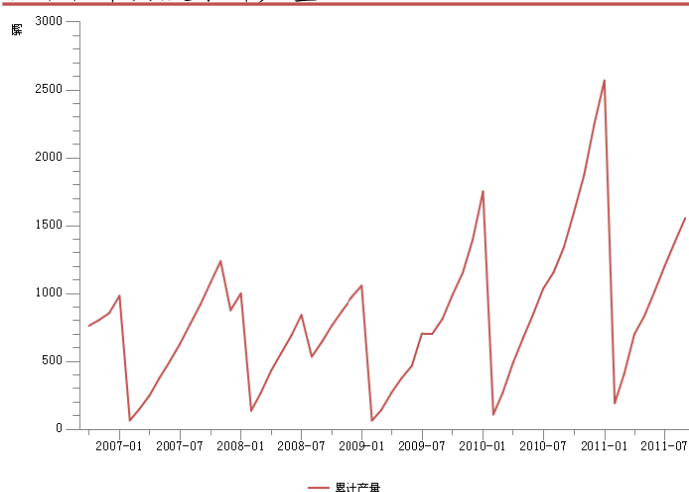
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

铁路机车月度产量



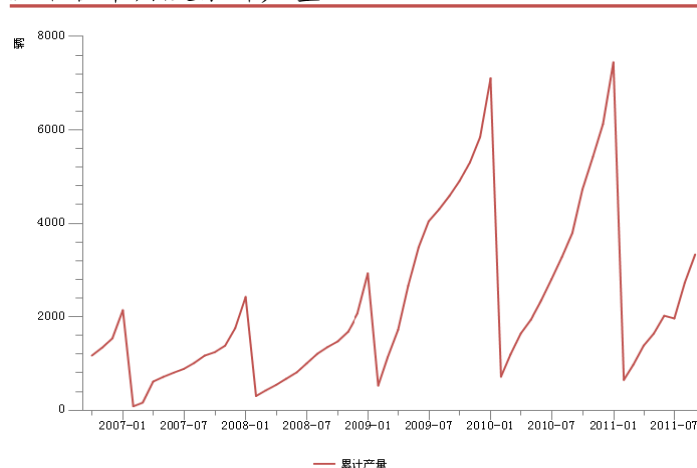
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

铁路机车月度累计产量



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

铁路客车月度累计产量



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

动车事故+债务压力下，铁道部改革悄然进行

广深港高铁检查突显高铁安全隐患

动车事故后，国务院常务会议要求对所有在建和已运营高铁线路进行安全大检查，并暂停了对新建高铁项目的审批。截止8月底，据公开资料披露，已有广深港高铁（广深段）在检查中发现问题57个。中国铁道科学研究院出具的检查报告表明，57个问题中的19个问题是试运行过程的技术偏差，其他38个问题涉及轨道、道岔、信号设备、接触网等方面。广深港高铁（广深段）开通时间也由今年8月推迟到明年，具体时间尚不能确定。

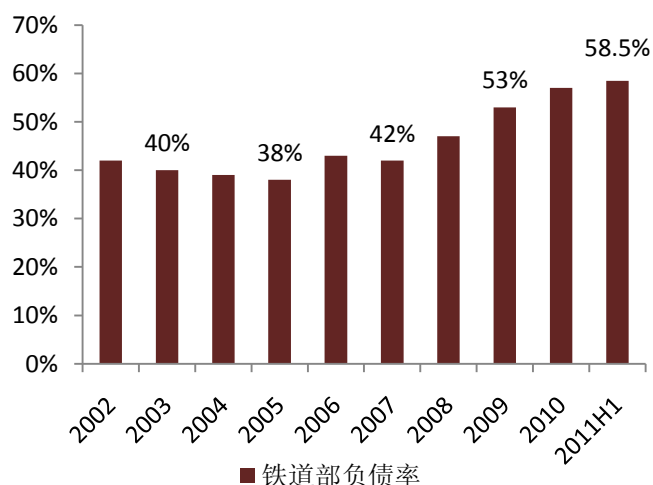
我们认为，广深港高铁检查出现问题，反映出我国高铁建设过程中质量控制不严，更深层次地说，是铁路建设和运营管理机制出了问题。我们认为，未来不排除有更多线路在检查中暴露出问题，从而推迟在建高铁线路的交付运营和新建高铁项目的上马，下游需求面临不利影响。

铁道部债务压力加大，在建高铁项目受影响

据铁道部上半年财务报告显示，铁道部上半年营业总收入3525.53亿元，总成本3473.29亿元，利润总额42.92亿元。铁道部总负债达到2.09万亿，资产负债率继续创新高，达到58.53%，年底有望突破60%。

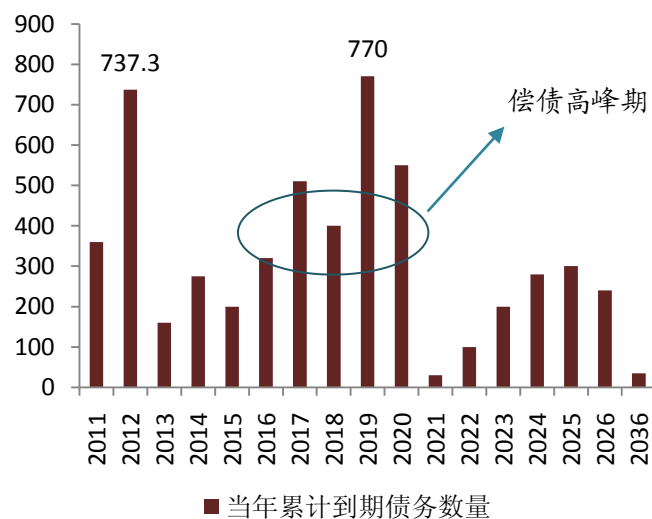
另外一方面，我们统计了铁道部发行企业债、短融券等，并对其到期年份进行了分析。我们发现，2012年铁道部将迎来首个偿债高峰，到期债务总额达到737.3亿元。2015年后，铁道部将进入大规模集中偿债期。按照现有线路的营运情况，我们认为，铁道部暂时很难依靠铁路运营收益来偿还债务，未来铁路投资将严重受掣肘。

铁道部历年负债情况



资料来源：华泰证券研究所

铁道部债务到期年份分布



资料来源：华泰证券研究所

债务压力的加大限制了铁道部的投资能力，在建高铁项目受到影响。部分线路或被破停工或延缓开通，资金紧张就是主要原因。据公开资料显示，原定于11年底开通的杭甬客运专线已将开通时间延迟至12年6

月。而杭甬铁路客专项目部 8 月份发布的消息，杭甬线路延迟的原因主要有两个：一是资金紧张，二是配套工程杭州东枢纽建设滞后。另据披露，国家“四纵”线路之一的沿海铁路客运专线，原本计划于 2011 年年底全线通车运营，由于资金紧张等原因现已停滞半年且仍无开工迹象，最保守估计也要到 2012 年年底才能完工。

我们认为，在货币政策仍将偏紧的宏观形势下，铁道部未来仍将持续面临较大的债务压力，铁道部的投资能力将大受掣肘。

动车事故和债务压力倒逼铁道部改革

温州动车追尾事故调查结果目前尚没有正式对外公布，但陆陆续续已有部分观点对外披露。9 月 16 日，温州动车事故调查专家组副组长、中国工程院院士王梦恕透露，专家组认为，动车信号技术上没有问题，而是属于责任管理问题。9 月 20 日，国务院 7.23 温州动车事故调查组召开新闻发布会，公布了事故调查的进展情况，初步认定这次事故既有设备缺陷和故障的原因，又有设备故障后处置不力和安全管理等方面的问题。

尽管最终的调查结果尚没有公布出来，但多方观点都提到了责任管理问题是导致此次事故发生的一个重要原因。随着铁路安全大检查的推进及部分线路质量问题的暴露，我们相信铁路管理体制将得到更多关注，未来不排除铁道部对相关体制机制方面的改革。

另外一方面，我们注意到，迫于债务压力，铁道部改革也在悄然进行，其中一个表现便是铁路投资大权的下放。据铁道部内部人士透露，债务负担日益沉重的铁道部已准备退出部分区域铁路的投资建设，即便参与投资也不再要求做大股东，而在此前，铁道部参与地方铁路建设大都要求控股，至少也是与地方政府 1:1 地出资。在已经展开省部合作的珠三角城际轨道交通项目，铁道部希望在完成穗莞深、莞惠、佛肇 3 个在建项目后，不再参与今后的其他线路投资。

另外，铁道部对于企业自建铁路的政策也在悄然松绑。据 9 月 19 日《中国企业报》报道，日前，新疆广汇集团筹建的运煤铁路已经获铁道部政策松绑。此消息也得到铁道部一位权威人士证实。据悉，铁道部正逐渐放开对能源企业自建铁路的控制，原来新疆广汇集团自建铁路时，铁道部曾要求入股甚至控股，而现在已不再有类似要求。

我们认为，随着偿债高峰的逐渐到来，铁道部未来几年都将面临较大的债务压力，未来不排除铁道部将地方铁路的投资大权完全下放，地方铁路投资或将进入地方政府主导时代。另外，铁路运营机制改革或许会提上日程。如何进行更市场化的改革，提高现有铁路的运营收益，从而改善铁道部自身的偿债能力，将成为铁道部努力改革的一个方向。

行业重点公司新闻

中国南车调整非公开发行预案

修正后的非公开发行预案将发行价格由 6.02 元下调为 4.46 元，募集资金额度由 110 亿元下降为不超过 90 亿元；社保基金退出认购行列；募集资金投向不变。

	发行价格	发行数量	发行对象	认购情况	募集资金投向
修正前	6.02 元/股	不超过 18.27 亿股	南车集团、社保基金	南车 60 亿元、社保基金 50 亿元	高速重载轨道交通装备产业化和延伸服务项目、城际城轨地铁车辆维修基地和服务网络建设项目、提升企业自主创新能力项目、产业链延伸服务及新业务拓展项目和补充流动资金
修正后	4.46 元/股	不超过 19.63 亿股	南车集团、其他机构投资者	南车认购不低于 60 亿元	高速重载轨道交通装备产业化和延伸服务项目、城际城轨地铁车辆维修基地和服务网络建设项目、提升企业自主创新能力项目、产业链延伸服务及新业务拓展项目和补充流动资金

➤ 中国南车收获 71.6 亿元重大合同

公司 8 月 25 日公告，宣布近期签订或中标了若干项重大项目，合计金额约 71.6 亿元人民币，具体情况如下：

1. 本公司全资子公司南车长江车辆有限公司、南车眉山车辆有限公司、南车二七车辆有限公司、南车石家庄车辆有限公司与中国铁路建设投资公司签订了总价值 22.1 亿元人民币的货车销售合同。

2. 本公司控股子公司南车青岛四方机车车辆股份有限公司与铁道部各相关铁路局签订了总价值 4.9 亿元人民币的动车组配件销售合同。

3. 本公司控股子公司南车资阳机车有限公司同中国机械进出口（集团）公司组成的联合体与土库曼斯坦铁道交通部签订了价值约 9.3 亿元人民币的第三批内燃机车销售合同。

4. 本公司控股子公司南车资阳机车有限公司同中国机械进出口（集团）公司组成的联合体接到土库曼斯坦铁道交通部发出第四批内燃机车中标通知书，中标价约 5.8 亿元人民币。

5. 本公司全资子公司南车南京浦镇车辆有限公司与伊朗轨道交通公司签订了价值约 25.5 亿元人民币的地铁车辆销售合同。

6. 本公司全资子公司南车株洲电力机车有限公司与武汉地铁集团有限公司签订了价值 4 亿元人民币的武汉市轨道交通 4 号线一期工程车辆销售合同。

上述重大项目总金额约占本公司中国会计准则下 2010 年营业收入的 11%。

➤ 中国南车控股股东及一致行动人承诺自愿将其持有解禁限售股再锁定三年

南车集团及南车集团投资公司承诺，其分别持有的将于 2011 年 8 月 18 日解禁可上市流通的本公司 6,422,914,285 股和 93,085,715 股有限售条件流通股，自 2011 年 8 月 18 日起自愿继续锁定三年（即自 2011 年 8 月 18 日至 2014 年 8 月 17 日）。锁定期内，南车集团及南车集团投资公司持有的该等股份不通过上海证券交易所挂牌出售或转让。

➤ 中国北车签订 72.72 亿元重大合同

中国北车股份有限公司 9 月 19 日公告称，公司于近期签订了若干项重大合同，合计金额约为 72.72 亿元人民币，具体情况如下：

1、本公司全资子公司中国北车集团大连机车车辆有限公司与北京铁路局签订了价值约为 15.4 亿元人民币的 HXD3C 型大功率交流传动电力机车销售合同，该批车辆将在 2011 年内交付完毕。

2、本公司控股子公司长春轨道客车股份有限公司与重庆市轨道交通（集团）有限公司签订了价值约为 15.9 亿元人民币的跨座式单轨车辆销售合同，该批车辆将在 2012 年交付完毕，并将用于重庆市轨道交通二号线及三号线。

3、本公司全资子公司唐山轨道客车有限责任公司与孟加拉国家铁路局签订了总价值 5,831 万美元（约折合人民币 3.73 亿元）的动车组车辆销售合同，该批车辆将于 2012 年至 2013 年交付完毕。此外，该子公司还与中国铁路建设投资公司签订了价值约为 9.24 亿元人民币的 25G 型系列客车销售合同，该批车辆将在 2011 年内交付完毕。

4、本公司全资子公司齐齐哈尔轨道交通装备有限责任公司、中国北车集团沈阳机车车辆有限责任公司、太原轨道交通装备有限责任公司、济南轨道交通装备有限责任公司、西安轨道交通装备有限责任公司、大连齐车轨道交通装备有限责任公司分别与中国铁路建设投资公司签订了 C70E 型通用敞车、P70E 通用棚车、NX70A 型集装箱平车、KZ70 型漏斗车等各型货车销售合同，总金额约为 24.6 亿元人民币，以上车辆均将在 2011 年内交付完毕。

5、本公司全资子公司齐齐哈尔轨道交通装备有限责任公司与哈姆斯利铁矿公司（Hamersley Iron Pty Ltd）签订了总价值 2,115 万美元（约折合人民币 1.35 亿）的矿石车销售合同，该批车辆将在 2011 年内交付完毕。此外，齐齐哈尔轨道交通装备有限责任公司还与皮尔巴拉基础设施有限公司（The Pilbara Infrastructure Pty Ltd）签订了总价值 2,193 万美元（约折合人民币 1.40 亿）的矿石车销售合同，该批车辆将在 2011 年内交付完毕。

6、本公司全资子公司中国北车集团沈阳机车车辆有限责任公司与中国石油天然气股份有限公司西北销售分公司签订了价值约为 1.1 亿元人民币的 GQ70 型轻油罐车销售合同，该批车辆将在 2011 年内交付完毕。

上述合同总金额约占本公司 2010 年度主营业务收入的 11.69%。

➤ 晋亿实业拟非公开发行

公司公告拟向公司控股股东晋正股份和晋正投资有限公司以及其他不超过 10 名的特定投资者发行 1-2 亿股份，发行价格为 11.91 元/股（发行底价）。控股股东晋正企业股份有限公司和晋正投资有限公司承诺合计认购不低于本次非公开发行股票数量的 30%（含 30%）。

募集资金总额不超过 150,000 万元，将用于浙江嘉善晋亿五金销售物流体系建设项目、辽宁沈阳晋亿五金销售物流体系建设项目、福建泉州晋亿五金销售物流体系建设项目、湖北武汉晋亿五金销售物流体系建

设项目、收购晋正自动化工程（浙江）有限公司 100%的股权及补充公司流动资金。

➤ 新筑股份与中国北车组建合资公司

公司 9 月 14 日公告将与中国北车长春轨道客车股份有限公司组建合资公司，以开展城市轨道车辆装备和配件业务。公司以自有资金出资，出资比例不超过合资公司注册资本的 80%。

行业投资评级

鉴于动车事故调查报告尚未公布，铁路投资仍然面临重大不确定性，给予行业“中性”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。