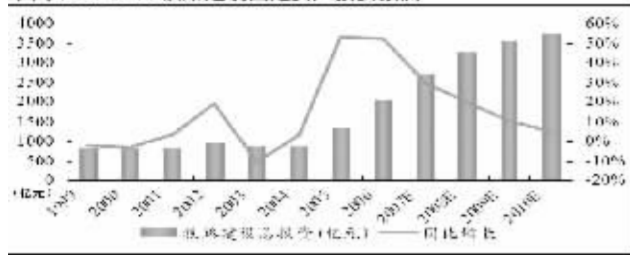


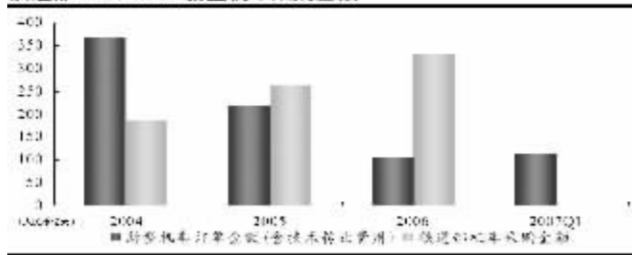
# 铁路运输设备制造业:分享铁路大发展红利

- 中国铁路运输面临运输瓶颈难题,国家加大铁路建设投资
- 修建新线路与现有线路提速支撑铁路装备业的快速发展
- 铁道部大力引进新型铁路机车制造技术
- 新型机车主导铁道部订单,南车与北车成为最大受益者
- 关注南车集团、北车集团的资本运作

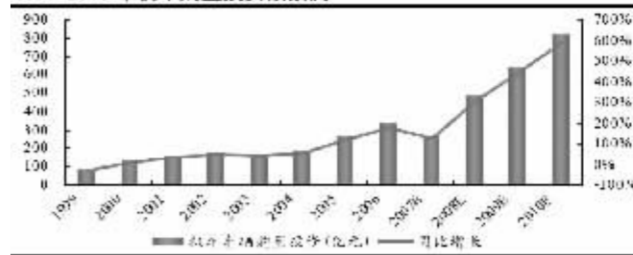
中月 1998-2010 铁路建设固定资产投资预测



铁道部 2004-2007 新型机车采购金额



2007-2010 年机车购置投资额预测



○长江证券 黄振 李兴 黄东升

铁路作为重要的客货运输工具,在国民经济体系中占据着重要的地位,中国是一个典型的大陆性国家,经济联系和交往跨度大。铁路最显著的特点是载运质量大、运行成本低、能源消耗少,不仅在大宗、大流量的中长途旅客运输中具有很强的竞争优势,而且在大批量、高密度的城际中短途旅客运输中具有很强的竞争优势。

由于铁路运输在中国国民经济中处于重要地位,中国政府一直在加大对铁路建设的投资。截至2006年底,中国铁路营业里程达到7.7万公里,位居世界第三,仅次于美国以及俄罗斯(美国20万公里,俄罗斯10万公里),但由于中国铁路建设的时间尚短,投入资金有限,目前的铁路客运以及货运均处于供不应求的状态,客运高峰时期,如春节、“五一”和“十一”一票难求即是最好的体现。另外,据统计,铁路货物运输仅能满足社会需求的35%左右。

为了解决铁路运输供不应求的难题,中国政府一直在加大对铁路建设的投资,根据铁道部“十一五”规划,“十一五”期间,中国将建设铁路新线10000公里,其中客运专线5000公里,其中时速在300公里以上的有4464公里。建设总投资12500亿元,预计2007年至2010年年均投资将达到2500亿元,其中机车车辆购置投资约占20%的比例。

目前中国铁路运输供不应求的难题可通过两种途径来解决:一方面通过外延增长方式,加快铁路新线建设;另一方面通过内涵扩大再生产的方式,在现有线路的基础上提速,充分挖掘现有线路的潜力。如果采取建设新线的方式,新增铁路必然需要更多的机车、客车与货车来满足运量增加的需求,如果采取现有线路提速的方式,需要采购大批动车组以及对现有铁道车辆进行改造。

根据铁道部“十一五”规划来看,中国政府采取的解决办法是建设新线路与现有线路提速并举,在建设新线路的基础上对已有线路进行提速,从而扩大铁路运输的供给能力,解决需求的不足。无论是建设新线路或是现有线路提速都能促进中国铁路设备制造业的发展,从而带来投资机会。

**高速、重载技术促进铁路装备产业全面升级**

目前各国铁路客运发展的共同趋势是高速、高密度,而采用动车组和电力机车牵引旅客列车是现实客运高速化的重要条件。在货物运输方面,集中化、单元化和大宗货物运输重载化是各国铁路发展的共同趋势。

中国铁路货车的发展方向已定位于“高速、重载”,按照铁道部制定的“十一五”规划,除了采购中国自主研发的新型货车外,还要对已有货车进行改造,以达到时速120公里的要求,预计2007年至2010年,新造货车以及改造货车总计为15.2万辆。

客车与货车的提速,离不开大功率的电力机车或是内燃机车,通过吸收国外先进技术并进行自主创新,我国已成功掌握大功率机车制造技术,随着高速货车的研发成功,大功率机

车的订单需求将会于2008年以后爆发,预计2007年至2010年大功率机车新增需求为1421台。

随着“十一五”期间,铁路机车车辆需求的增加,随之也增加了对机车车辆零配件的需求,如车轴与铁路货车轴承。车轴方面,“十五”期间,车轴的需求量为100万根,而随着新增机车车辆的需求,作为机车不可或缺的零配件,预计“十一五”期间,车轴的需求量将达到237万根。

铁路货车轴承方面,新增需求来自两个方面,一是来自新增提速货车的需求,预计“十一五”期间新增提速货车26.5万辆,按每套货车八套轴承计算,新增轴承需求约为212万套;另外新增需求还来自于大修铁路货车轴承。

经过2004年至2006年三年铁路建设,中国铁路营业里程、铁路电气化率及电化率均有大幅增长,预计随着新线路的完工、旧线路的改造完成以及机车制造技术的成熟,铁路机车新增需求将会于2008年以后进一步释放。

**南车与北车成最大受益者**

《铁路“十一五”规划》预计“十一五”期间,中国铁路基本建设投资额将达到12500亿,机车购置投资达到2500亿元,根据中国1998年至2006年机车车辆投资情况,估算2007年至2010年机车车辆购置投资占铁路建设总投资比例约为16.78%,投资总额将达到2168.2亿元,年均投资约为542亿元,其中绝大部分将集中在新型机车订单,如:动车组、大功率电力机车及内燃机车。

新型机车将主导铁道部未来机车订单,而国内企业中具备新型机车制造技术的企业将会成为新一轮机车购置投资热潮中的最大受益者。

铁道部采取“市场换技术”的策略引进国外先进制造技术,为了确保能引入国外机车制造业的“核心技术”,铁道部明确规定只有南车集团的四方股份与北车集团的长客股份具备同外商谈判的资格,而在后期的动车组、大功率机车招标中,外资企业只有通过与中国企业采取联合投标或是组建合资公司投标的方式,从而在一定程度上避免了国内企业由于技术劣势丧失竞争资格。

南车集团与北车集团作为国内机车制造企业的绝对龙头,通过与国外厂商的合作,有望依靠技术优势占据绝大部分市场份额。

在铁道部的新型机车招标项目中,动车组以及大功率机车被南车集团与北车集团下属8家企业所瓜分,其中除了BSP 公司为合资公司以外,其余七家公司均为铁道部重点扶持企业。

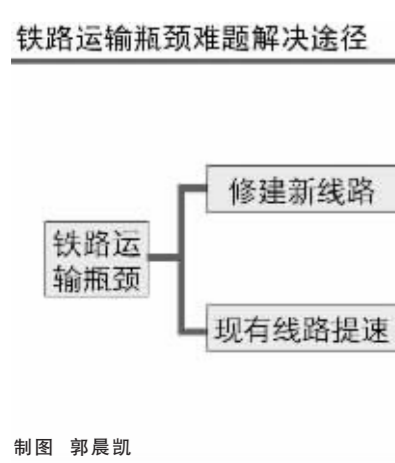
南车集团与北车集团下属七家企业及合资企业BSP已形成我国铁路机车制造产业集群,在技术优势及铁路装备国产化政策倾斜下,南车集团与北车集团有望较长时间垄断动车组、大功率机车市场。

可以预计,随着国内企业制造技术的成熟,未来在铁道部的订单中,国内企业至少能获得超过70%的收益。

近来,两家公司均有意通过资本市场的运作来做大做强公司的铁路装备主业,以分享国家加大铁路建设投资所带来的收益,继而成为世界级铁路装备制造企业。可持续跟踪南车集团与北车集团的整体上市进程。

**铁路运输瓶颈难题解决途径**

铁路运输瓶颈难题解决途径主要分为两个方面:一是新建线路,二是现有线路提速。新建线路将带动机车、客车、货车、铁道专用设备、零配件、动车组、大功率机车、新型货车、旧货车改造、零配件、铁道专用设备的需求。现有线路提速将带动动车组、大功率机车、新型货车、旧货车改造、零配件、铁道专用设备的需求。



**相关公司**

**时代新材(600458) 控股股东具“央企+铁道部”背景**

公司目前在主要传统业务市场占有率40%,居行业龙头,将分享年均30%的行业增长。

新开拓的桥梁支架业务将爆发式增长,并成为公司未来快速增长的主要推动力量。目前,公司已取得3.5亿元订单,公司该业务的市场占有率为18%,随着公司在该业务上投入资源的扩大,市场占有率有望进一步提升,按18%的市场占有率测算,未来4年该项业务年均收入将与2006年公司全部收入相当。

与跨国公司的合作使公司不但获得技术提升,也成功打开了国际市场,预计未来出口市场将保持30%以上增速。

控股股东的“央企+铁道部”背景有利于公司开拓市场,并给新进入者造成相对行业壁垒。国内铁路车辆订单为双头垄断的市场,主要为南车集团和北车集团垄断,公司背靠南车集团,有先天竞争优势。

央企整合及整体上市或给公司带来额外投资机会。公司实际控制人中国南方机车车辆工业集团在国资委所属央企中排名第92位,而同门师兄中国北方机车车辆工业集团公司在国资委所属央企中排名第91位,在国资委合并同类项的大背景下,两家集团都力图迅速做大做强,启动包括整体上市等发展手段。作为旗下的上市公司,有可能有借壳上市或被私有化等额外惊喜。

(国都证券 巩俊杰)

**晋西车轴(600495) 向高速铁路用轴等高端拓展**

2007年上半年公司主营业务收入同比增长7.83%,净利润同比下降29.72%,大幅低于预期。主营业务收入增长低于预期的主要原因是出口业务下滑64.32%,净利润出现大幅下滑的主要原因是毛利率水平降低3.89个百分点。

人民币汇率不断上升,使公司在国际市场上的价格优势不再突出。东欧国家的原材料价格优势逐渐显现,加之国内企业也逐步进入国际市场,国际竞争日趋激烈,这是公司出口业务出现大幅下滑的主要原因。原材料价格的上涨及产品价格因招标限制,是公司毛利率水平降低的主要原因。

目前公司正在采取内部挖潜、外部收购兼并等措施来提高产品档次和降低成本,以消化各种不利因素的影响;利用国内车轴价格回落的有利时机,加强对国内国际市场的拓展;伴随着铁路装备的国产化进程,公司正努力将动车组及高速铁路用轴等高端产品培育成为利润增长点;定向增发收购内蒙古北方锻造,实现产能与市场的同步拓展。铁路大开发对装备需求的拉动,以及公司向动车组及高速铁路用轴等高端产品的拓展,是公司增长的主要驱动因素。预计其“十一五”期间净利润复合增长率为27.43%。(东方证券 周凤武)

**天马股份(002122) 国内轴承细分行业龙头**

近几年,公司迅速成长为国内轴承细分行业的龙头企业,主导产品通用短圆柱滚子轴承近年国内市场占有率排名第一,另一主导产品铁路货车轴承市场占有率不断提高,市场占有率为30%左右。

公司拥有精细化管理的浙商特质,成本、质量控制能力优势明显,近3年公司销售收入复合增长率在38%以上,毛利率呈不断上升趋势,铁路货车轴承故障发生率持续低于行业

**晋亿实业(601002) 高铁扣件订单大幅拉升业绩**

行业地位稳固,技术、营销及规模优势明显,未来2至3年将一直占据领先地位。公司是我国紧固件行业龙头企业之一,产品种类齐全,营销网络健全,曾以产品的优良品质在青藏铁路建设工程气候环境最恶劣的550公里冻土路段招标中唯一中标。

未来两年业绩加速增长,高铁扣件订单居功至伟。2006年3月公司赢得四项高速铁路扣件合同,总金额为7.5亿元。预计未来两年还将有总金额为48亿元的高铁扣件采购项目进行招标,预计公司中标额度为17%至20%。

公司高强度异型和汽车专用紧固件生产线2009年即可释放产能,大幅增加公司未来盈利预期。公司募集资金建设的高强度异型和汽车专用紧固件生产线,可以生产满足汽车、电力、空运等行业要求

**远望谷(002161) 铁路电子标签份额有望提升**

铁路电子标签市场稳步发展,公司获得稳定收入来源:由于铁道部对ATIS工程的持续投入,铁路领域还有客车标签等空白市场,铁路提速带来的高毛利产品增加等因素,2007年至2010年,公司每年可望从铁路市场获得1.3亿至1.9亿元的收入,占有率有望提升,并且维持50%的高毛利率。

2007年至2008年公司在

**铁路电子标签份额有望提升**

铁路市场的收入可超过预期:公司收入受铁道部的采购计划影响较大,2007年至2008年收入有望超过预期。2007年6月,铁道部运输局装备部召开会议,年内将加装3000余套车号识别装置,产生约2.5亿元的市场,这使得2007年投资远超2006年,公司可望获得50%份额。

公司目前主要依靠铁路市场获取稳定收入,同时在培育

## 铁路机械设备行业 高增长可期

○安信证券 林晨

自2005年起铁路固定资产投资出现明显增长,逐步带动铁路设备制造业收入上涨,2007年上半年全行业收入同比增长在20%左右。从上市公司来看这一现象更为明显,各公司(晋亿实业除外)铁路设备业务的收入均出现明显增长,其中4家的增幅超过了30%(如果剔除晋西车轴上半年受人民币升值的影响导致的出口收入同比下降64.32%,其国内业务增幅也超过了25%)。收入继续随投资增长而普增,这正是铁路建设影响的主要表现之一。

毛利率仍以下降为主,但值得注意的是,个别公司在成本上升的同时,毛利率出现止跌回升的现象。这以时代新材尤为典型,该公司铁路相关业务的毛利率同比增加8.46个百分点,这主要是因为高铁产品——桥梁支座的批量生产,而该产品的毛利率接近40%,高于现有的铁路机械设备产品。这是目前国内铁路建设影响的另一主要表现。

### 预计趋势拐点将出现在年底

预计在今后几年内,铁路投资对铁路设备制造业的正面影响将进一步增强并形成明显趋势,具体表现为:收入加速上扬和毛利率的整体回升。而这一趋势拐点的形成很可能出现在今年年底。

从产业链来看,铁路设备制造的受益板块依次是铁路建设相关设备(支座、扣件等)、车辆配件、车辆;从建设周期来看,铁路基础建设一般为四年左右,目前第一批的铁路基础建设已接近尾声,车辆配件、车辆等铁路设备的需求明年起将步入高增长期,届时目前行业收入增速明显小于固定资产投资增速的现象会有所缓解,收入增长将加快,根据各公司铁路业务在产业链的分布情况来看,收入增长较快的大致依次为时代新材、晋亿实业、晋西车轴、太原重工、天马股份、ST汇通、北方创业等。

但要注意的是,由于上述公司的大部分产品主要受货车需求的影响较大,而此次提速对机车、客车的需求相对较大,所以,国内铁路投资对目前铁路设备机械上市公司的正面影响从整体上看可能会略低于市场预期。

今年上半年,铁路固定资产投资中的更新改造及机车车辆购置不仅在绝对金额上继续上升,其在总投资中所占比重也开始回升至21%左右,这也预示着铁路设备行业的增速有加快趋势。

虽然受铁矿石涨价等成本推动因素,预计钢材价格一两年内仍将小幅上涨,但会有更多的公司像时代新材一样,能克服成本上升的压力出现毛利率回升。原因主要在于:一方面高铁业务在我国目前技术含量相对较高的新产品,其利润率普遍较高,如桥梁支座、高铁扣件、空心轴等产品毛利率均在35%左右;另一方面随着高铁业务的发展,相信其占主营收入的比重将逐年提高。在二因素的共同作用下,预计相关上市公司的毛利率将出现明显的整体回升趋势。

此外,由于目前车轴的毛利率已偏低,预计铁道部下半年会相应上调招标价,这也利于毛利率整体回升趋势在年底形成。

### 铁路建设带来的投资机会

由于高铁建设才刚开始,不少相关上市公司高铁产品也才刚刚研制投产,这使得公司在新的订单中的份额可能并不稳定。从已有中标产品来看,时代新材、晋亿实业等凭借其在各自领域内的研发、质量管理等优势,很有可能在新的招标中获得更大的市场份额;从还未中标的产品来看,时代新材除桥梁支座外还有多个高铁产品已通过验收。此外,晋西车轴的空心轴等均有实力获得一定的市场份额。相信高铁新订单的超预期中标将是推动相关公司股价上涨的短期动力。

相比其它行业,铁路设备制造业的收购重组(包括资产注入、定向增发、并购等)的预期较为明确,覆盖面也较广。一是因为目前铁路设备行业的累计资产已近1000亿,而上市公司仅占其中的很小一部分,想象空间较大;二是国内最大的两个铁路设备制造商南车、北车集团均表示考虑A股上市,南车集团于年中还召开了整体上市动员会;三是目前上市公司中大部分是细分行业的龙头或者实际控制人实力较强,有能力进行整合,已有多家上市公司已有相关计划。可关注太原重工、时代新材、北方创业和晋西车轴。

铁路建设给铁路设备制造业带来的高增长并不会只是这五到十年里的昙花一现,主要原因在于:油价上涨导致能耗优势明显的铁路运输越来越受到重视,越南、印度均计划大规模建设高铁,美国、西欧的高铁建设也有复苏迹象。随着装备制造业的进一步向中国转移,上市公司相关产品在经验积累及技术的消化吸收之后,完全有可能在国际高铁市场的需求中占领一定的份额。

| 2007年上半年相关上市公司业务数据 |            |               |                 |
|--------------------|------------|---------------|-----------------|
| 公司名称               | 铁路相关业务同比增长 | 铁路相关业务毛利率同比增加 | 铁路相关业务占主营业务收入比重 |
| 晋西车轴               | 8.06%      | -3.94个百分点     | 92.03%          |
| 北方创业               | 17.24%     | -0.80个百分点     | 64.93%          |
| 时代新材               | 38.59%     | +8.46个百分点     | 65.31%          |
| 太原重工               | 129.69%    | +2.42个百分点     | 26.60%          |
| ST汇通               | 38.63%     | -6.40个百分点     | 75.79%          |
| 晋亿实业               | -          | -             | -               |
| 天马股份               | 30.67%     | +0.48个百分点     | 41.20%          |

数据来源:公司定期报告,安信证券研究所

| 铁路固定资产投资变化   |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|
|              | 2005上半年 | 2006上半年 | 2007上半年 |
| 铁路固定资产投资(亿元) | 335.87  | 762.93  | 774.11  |
| 基本建设投资占比     | 63.30%  | 81.52%  | 78.95%  |
| 更新改造及车辆购置占比  | 36.70%  | 18.48%  | 21.05%  |

数据来源:铁道部,安信证券研究所