

# 掘金“高铁时代”

## ——高速铁路主题投资报告之二



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

### 分析师

刘国宏

SAC 执业证书编号:S0990207090048

82364412 liugh@lhqz.com

- 中国铁路用短短的 5 年时间走过了先进国家 40 年的发展之路。在引进消化吸收再创新、自主创新和集成创新的发展道路上，闯出了一条中国铁路跨越式发展的成功模式。中国自行生产并投入运营的第一辆磁浮列车实现交付，表明中国已经具备了磁浮车辆国产化设计、整车集成和制造能力，标志着中国的高铁技术已引领全球。
- 大国崛起的财力增强、经济体系“调结构”、空前的政策刺激，加速了我国交通运输体系的革命性变革，铁路投资进入“跨越式”增长阶段。相比汽车、飞机的高耗能、高污染弊端，高铁最为“低碳”，这使高铁成为政府谋求“低碳经济跑道”的投资方向，因而 2010-2012 的高铁实际投资又将超预期，这将成为紧缩政策下的“投资绿地”。
- 高铁扩张，城市无疆。随着以“四纵四横”为骨架的快速客运网基本形成，区域经济的“融城”、“同城”效应将进一步提升。如今，核心经济圈带进入多元化调整重组过程中，将推动中国的工业空间布局的大调整，进而催化和加速产业经济的信息化、一体化乃至全球化，进一步吸引资本带动产业、重构商业圈层、推动技术创新、提升空间交易效率，加速中国从生产要素和投资驱动向创新驱动经济型发展转变。因此，各区域的经济联系与社会文化合作正在被高铁时代重新定位，中国区域经济的版图也正在被改写。
- 随着俄、美等国向中国寻求技术引进和项目合作的深入，中国高铁技术向世界输出的时代已经来临。中国铁路装备已经出口 50 多个国家与地区，而中国政府向亚非拉国家“高铁外交”的推进，将加快中国高铁技术输出、引领全球的步伐。
- 通过对高铁产业链的分析，对比高铁投资的分配结构、发展进程和行业利润率，我们认为高铁产业链受益程度的顺序依次为：高铁车辆和配件、通信和信号以及电力牵引系统和基建。而车辆购置与制造、运营和后续的车辆维护的技术含量更高，是整个产业链上附加值最高的环节。
- 在投资逻辑和策略上，我们继续坚持“从上游往下游、由核心向外延、由部件到机车”投资路径；在细分行业的选择顺序上，我们建议：优选毛利率较高的高铁设备制造，次选铁路基建，后选铁路营运及物流；而在高铁设备制造体系，我们建议优选零部件及配件，次选机车车辆制造。从业绩预期来看，小市值的高铁零部件、配件、信息技术供应企业更具成长优势。
- 结合高铁的投资分配、发展阶段和相关行业的毛利率水平，在修正我们 2009 年主题报告《拥抱“高铁时代”》的基础上，我们筛选出新的十大高铁成长金股：时代新材、赛为智能、远望谷、国电南瑞、中国北车、辉煌科技、晋西车轴、西北轴承、晋亿实业、中国铁建。

## 目录

一、中国铁路投资“衔枚疾进” .....	4
1、长期的运力瓶颈释放巨大的市场需求 .....	4
2、政策刺激和金融危机加快了铁路投资进程 .....	5
二、高铁技术创新“只争朝夕” .....	6
1、中国高铁技术以自主创新实现飞跃 .....	6
2、中国高铁建设突飞猛进 .....	8
三、穿越梦幻时空，加速区域“融城” .....	9
1、加速区域“融城”，改写经济版图 .....	9
2、高铁引领低碳交运，加速交运变革 .....	10
3、加速区域间产业转移、重整生产要素、聚合经济增长动力 .....	10
四、中国高铁的技术输出时代已来临 .....	12
1、高速铁路迎来第三次国际建设热潮 .....	12
2、中国高铁技术走向全球 .....	12
五、高铁产业链分析 .....	13
1、“解剖”高铁产业链 .....	13
2、我国高铁产业体系的细分业务链分析 .....	13
1、高铁产业链上业务体系的受益顺序 .....	14
2、高铁投资的分配结构 .....	14
3、行业利润率分析 .....	15
六、掘金“高铁时代”的主题策略 .....	16
1、我们的策略路径：从上游往下游、由核心向外延、由部件到机车 .....	16
2、个股选择 .....	16

## 图表目录

图 1 GDP 增速和铁路里程数增速对比 .....	4
图 2 主要国家机车负荷率 .....	4
图 3 主要国家国土铁路网密度 .....	4
图 4 主要国家人口铁路密度 .....	4
图 5 四纵四横、三城际高铁规划图 .....	6
图 6 我国高铁、城轨发展示意图 .....	6
图 7 我国 CRH 动车组技术引进 .....	7
图 8 交通领域各种交通工具耗能占比 .....	7
图 9 我国首辆高速磁浮国产化样车 .....	8
图 10 我国自主研发的磁悬浮列车正式交付 .....	8
图 11 电气化里程和复线里程 .....	8
图 12 铁路营运里程数 .....	8
图 13 我国铁路基本建设投资 .....	9
图 14 铁路建设月度投资增速 .....	9
图 15 高铁对区域经济的“融城”效应 .....	10
图 16 高铁将扫除环渤海湾区域融合的地缘障碍 .....	11
图 17 全国范围内的产业转移路径 .....	11
图 18 高铁产业链中的受益顺序 .....	13
图 19 高铁产业链解析 .....	13
图 20 高铁发展的四个阶段及产业链延伸 .....	14
图 21 我国机车保有量 .....	15
图 22 铁路投资构成 .....	15
图 23 高铁产业链的毛利率 .....	15
图 24 高铁受益个股 .....	17
图 25 车辆配件利润情况 .....	19
图 26 时代新材 09 营业收入构成 .....	19
图 27 中国北车国内外收入构成 .....	20
图 28 中国北车收入构成 .....	20
图 29 中国铁建主营业务构成 .....	24
图 30 中国铁建国内外收入构成 .....	24
表 1 高铁建设规划 .....	5
表 2 四纵四横建设规划 .....	5
表 3 各国高铁技术指标对比 .....	7
表 4 国外各国修建高铁计划 .....	12
表 5 高铁技术输出 .....	13
表 6 各种交通工具对比 .....	16
表 7 高铁受益公司相关的产品及其毛利率 .....	17
表 8 南北车 2010 年新订单 .....	20
表 9 铁道部近 3 年采购情况 .....	21

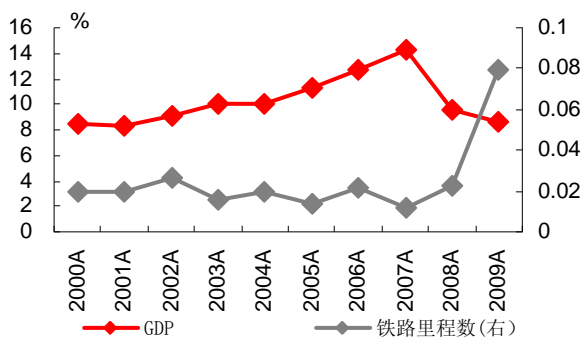
## 一、中国铁路投资“衔枚疾进”

### 1、长期的运力瓶颈释放巨大的市场需求

铁路是我国重要的基础设施和大众化的交通工具，但是改革开放以来，有着 120 多年历史的中国铁路里程数增速却远远低于我国的 GDP 增长了，1998 年至 2004 年间，铁路投资几乎没有增长，总投资额在 800 亿-900 亿元之间徘徊，铁路“运力不足”成了制约我国经济增长和区域协调发展的“瓶颈”，不仅货运排队，到每年“春运”期间客运也“一票难求”，都凸显了我国铁路运输与巨大市场需求之间的反差。

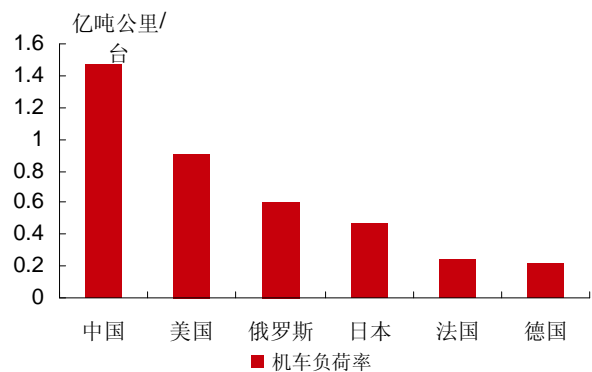
从国际来看，2004 年前，中国在高速技术、重载技术、装备制造技术等方面又与先进国家有较大差距。我国人均铁路里程不但落后于美国、法国、德国等发达国家，也落后于印度等发展中国家，铁路网人均密度在世界上 134 个有铁路的国家中排名倒数 19 位，机车负荷率远高于其他主要发达国家。

图 1 GDP 增速和铁路里程数增速对比



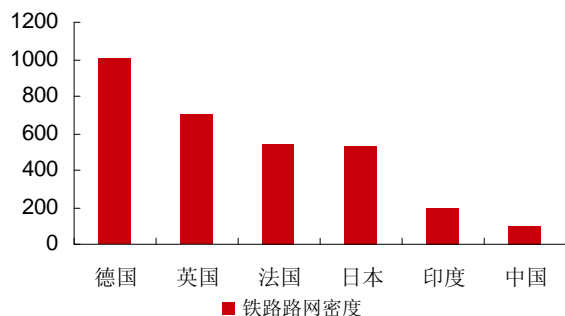
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2 主要国家机车负荷率



资料来源：华泰联合证券研究所

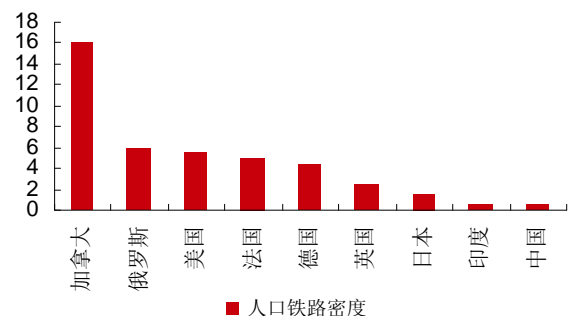
图 3 主要国家国土铁路网密度



资料来源：华泰联合证券研究所

注：国土铁路网密度=公路数/万平方公里

图 4 主要国家人口铁路密度



资料来源：华泰联合证券研究所

注：人口铁路网密度=铁路公里数/人口总数

## 2、政策刺激和金融危机加快了铁路投资进程

国内巨大的需求和与国外的差距预示着铁路成了我国现阶段以及未来 20 年亟待大力发展的领域，同时也意味着突破“瓶颈”的政策举措将催生潜力巨大的铁路产业链。

2004 年铁道部颁布了《中长期铁路网规划》，其定位是立足于满足经济社会发展的需要，规划的视角是瞄准世界铁路先进水平，规划的布局是构建快速客运网、区际干线网、集装箱运输网等客货运输体系，规划的创新在于首次提出了客运专线、城际铁路的概念和装备技术引进消化吸收再创新与自主创新、集成创新相结合的道路等。此次规划指明了到 2020 年我国铁路网的发展蓝图，自此我国铁路建设开始加速。尤其是 08 年以来，我国铁路投资增长迅猛。《中长期铁路网规划》2008 年 10 月调整实施，明确提出，到 2012 年，中国铁路运营里程将达到 11 万公里，电气化率、复线率均达到 50% 以上，基本建成以“四纵四横”为骨架的全国快速客运网。

**表 1 高铁建设规划**

时间	投入运营的客运专线及城际铁路	开通运营里程
2008 年	北京~天津、南京~合肥、合肥~武汉、青岛~济南、石家庄~太原等客运专线和城际铁路	1114 公里
2009 年	武汉~广州、郑州~西安、宁波~温州、温州~福州、福州~厦门等客运专线和城际铁路。	2400 公里
2010 年	上海~南京、广州~深圳、广州~珠海、九江~南昌、海南东环线、长春~吉林、成都~都江堰等客运专线和城际铁路。	1150 公里
2011 年	天津~秦皇岛、上海~杭州、南京~杭州、杭州~宁波、武汉~宜昌、武汉~孝感、武汉~黄石、合肥~蚌埠等客运专线和城际铁路。	2200 公里
2012 年	主要包括北京~上海、北京~石家庄、石家庄~武汉、哈尔滨~大连、哈尔滨~齐齐哈尔、厦门~深圳、徐州~郑州、西安~宝鸡、石家庄~衡水、南京~安庆、成都~绵阳~乐山等客运专线和城际铁路。	6300 公里
2012 年底	“四纵四横”客运专线将基本建成	

资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

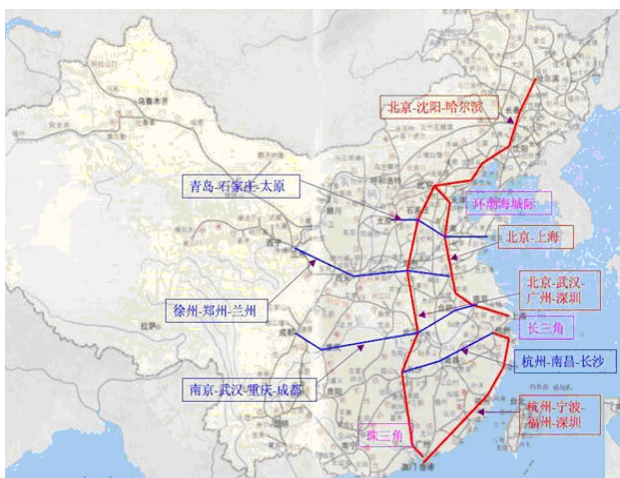
**表 2 四纵四横建设规划**

分类	客运专线	设计时速	全长	投资总额	投产时间	
		公里/小时	(公里)	(亿元)		
四纵	京沪	北京-上海	350	1318	2209.4	2012
		北京-石家庄	350	269.65	235.49	2010
	北京-武汉-广州-深圳客运	武汉-石家庄	250-350	840.7	1167	2010
		武广	350	995	1166	2010
		广深港	250-350	140	537	2014
	北京-沈阳-哈尔滨（大连）	北京-沈阳	350	687	700	2013
		哈大	350	905	820	2010
	上海-杭州-宁波-福州-深圳	上海-杭州	350	159	255	2012
		杭州-宁波	300	152	214	2011
		宁波-温州	200	268	163	2009
		温州-福州	200	321	180	2009

	福州-厦门	200	273	144.2	2009
		200	550	300	2011
		350	343	460	2012
		200-350	485	546.68	2009
徐州-郑州-兰州	郑州-西安	350	151	193	2012
	宝鸡-兰州	250	401	646	2013
	杭州-长沙	350	880	1161	2012
杭州-南昌-长沙-贵阳-昆明	长沙-昆明	350	1200	1616	2013
	石家庄-太原	200	190	171	已营运
四横	青岛-石家庄-太原	200-250	363	96	已营运
	济南-石家庄	200-250	408	448.6	2012
	合肥-武汉	250	357	168	已营运
	合肥-南京	250	166	43	已营运
南京-武汉-重庆-成都	武汉-宜昌	200 以上	292	238	2009
	重庆-利川	200	244	203	2012
	重庆-成都	350	302	400	2012

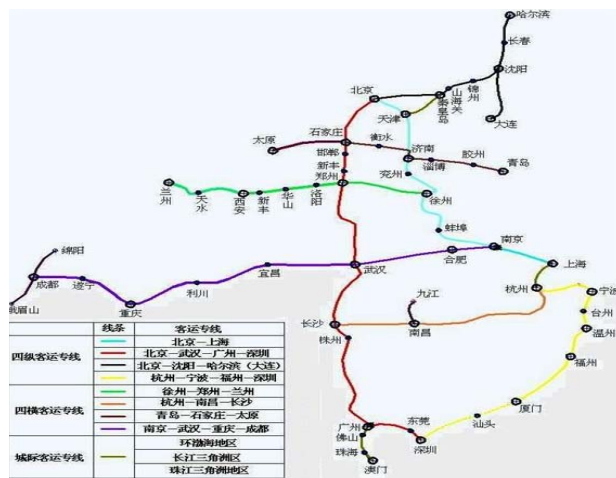
资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

图 5 四纵四横、三城际高铁规划图



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

图 6 我国高铁、城轨发展示意图



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

## 二、高铁技术创新“只争朝夕”

### 1、中国高铁技术以自主创新实现飞跃

在既有的铁路技术体系上变革图强，中国可以选择立足自有、自主创新，但需要经历更长时间、付出更大的成本。显然，中国已经没有时间、更不能再等待，铁路运输对国民经济的“瓶颈”制约多延续一天都会让中国经济付出巨大的代价！在“只争朝夕”的跨越式抢跑进程中，中国选择了共享世界铁路技术发展成果的策略，通过中国铁路集中管理、巨大市场的优势，集中力量以较小代价引进先进技术，通过消化吸收提升自主研发

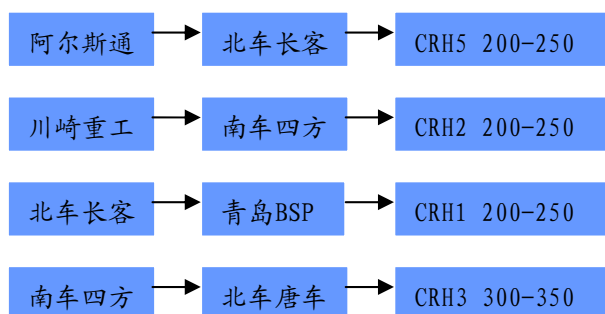


制造能力，形成适应中国国情、路情的技术装备标准和制造体系。正是 2004 年-2009 年，中国铁路用短短的 5 年时间走过了世界先进国家 40 年的发展之路。以世界铁路发展为视角，坚持引进消化吸收再创新、自主创新和集成创新的发展道路，走出了一条中国铁路跨越式发展的成功之路。中国已经实现了高速铁路建造技术的创新，建立了系统的标准体系；实现了以高速动车组、大功率机车等装备为代表的技术进步，拥有了世界最先进的动车组、机车车辆研发制造能力；创造了既有线提速技术的世界领先水平，实现了每小时 200 公里至 250 公里高速动车组在客货共线下平稳运行；高原铁路、重载铁路、客货枢纽建造技术等实现了历史性创新与突破。

而高速铁路具有速度快、耗能低、低污染等优点，成为中国铁路技术突破的重点。尽管我国高速铁路起步晚，但起点高、发展快，通过引进国外核心技术、消化吸收再创新，初步具备了建设高速铁路的能力，迎来了我国高速铁路建设新时代。铁道部在引进世界上最先进的时速 200 公里及以上动车组和大功率内燃机车、大功率电力机车技术基础上，完成了既有铁路线的提速改造和对高速铁路技术的内化吸收，使中国机车车辆装备水平实现重大跨越；中国拥有了具有自己知识产权的 CRH，构建了堪与世界水平相提并论的 300km/h 动车组制造的技术平台，初步掌握了世界顶级高速铁路客车的设计与制造关键技术。

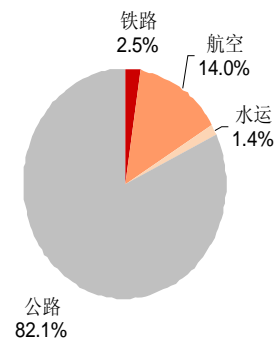
2010 年 4 月 7 日上午，由中航工业成都飞机工业（集团）有限公司制造的我国首辆高速磁浮国产化样车在成都实现交付。这标志着成飞已经具备了磁浮国产化设计、整车集成和制造能力。列车最高时速可达 500 公里，国产化率达到了 70%以上，性能比上海目前使用的磁悬浮列车更为优越。从发展趋势来看，高铁今后的发展方向无疑就是磁悬浮。

图 7 我国 CRH 动车组技术引进



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8 交通领域各种交通工具耗能占比



资料来源：国际铁路联盟，华泰联合证券研究所

表 3 各国高铁技术指标对比

国家	中国	日本	法国	德国
速度	350	300	320	300
轨道	无砟轨道	道岔和无砟轨道	有砟轨道	部分无砟轨道
桥梁技术	大量桥梁、跨度和载荷等，其中桥梁比重占 52.4%	少量桥梁	少量桥梁	少量桥梁
工程技术	地质复杂，涉及软土、岩溶	地质条件单一	地质条件单一	地质条件单一
运量	密度大，运量居世界之首	E4 1634 人	18 节车厢 794 定席	ICE3 850 人 ICE1 759 人

造价	比国际均价低 20-30%左右， 1.34 亿人民币/节		时速 200 1.5 亿人民币/节	ICE-3 250 万欧元/节
	每公里工程造价较国际均价低 30%		时速 200 1.8 亿人民币/节	磁浮列车 1000 万欧元/节
	技术 自主创新和引进技术结合 用动力分散技术		动力分散技术	动力集中技术

资料来源：华泰联合证券研究所

图 9 我国首辆高速磁浮国产化样车



资料来源：新华社，华泰联合证券研究所

图 10 我国自主研发的磁悬浮列车正式交付



资料来源：新华社，华泰联合证券研究所

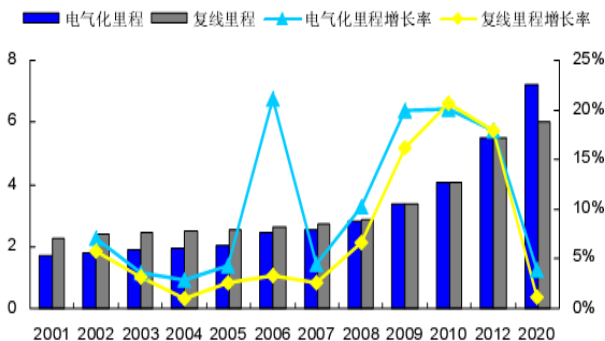
## 2、中国高铁建设突飞猛进

2009 年，为了应对全球性的金融危机，4 万亿美元的财政刺激计划 45%投向基建领域，直接刺激了铁路建设的加快，铁路部门启动了大量储备项目。金融危机从客观上加快了我国铁路建设的步伐。

同时，地方政府也在着力推进以“地铁、轻轨”为主导的城市轨道交通，以缓解城市交通拥堵。目前，北京、上海、广州、深圳、武汉、西安等城市大力发展城市地铁、城市轨道交通。随着地方政府主导、私营参与、投资主体多元化的市场化运作模式得到普遍应用，如火如荼的地铁投资潮，还将高潮迭起。

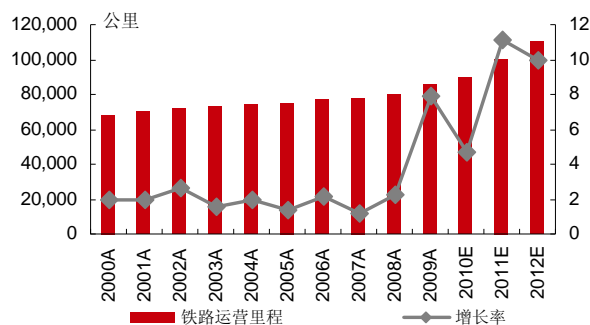
铁道部副部长王志国 2009 年 8 月表示，在未来 3 年，铁路投资总额约为 2 万亿。2011 和 2012 年铁路投资将分别达到 7500 和 7000 亿元。铁路投资进入跨越式增长阶段。

图 11 电气化里程和复线里程



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

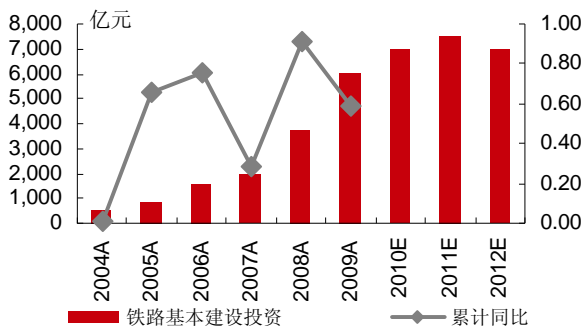
图 12 铁路运营里程数



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

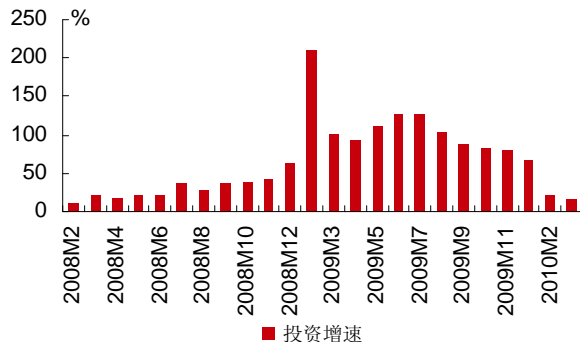


图 13 我国铁路基本建设投资



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

图 14 铁路建设月度投资增速



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

### 三、穿越梦幻时空，加速区域“融城”

#### 1、加速区域“融城”，改写经济版图

高铁扩张，城市无疆。随着以“四纵四横”为骨架的快速客运网基本形成，主要省会城市及大中城市间的快速客运通道将进一步完善，区域经济的“融城”、“同城”效应将进一步提升（如图 15）。“在广州喝早茶，到长沙听笑话，去武大赏樱花”，这就是武广高铁开通之后的现代版“千里江陵一日还”。高铁网络的建成和完善，将大大便利普通民众的商务出行、游玩。我国城市化率会很快接近 50%，城市的扩张将导致人口大流量、高密度的频繁流动，大规模的高铁的建设及建成运营正是中国经济体系重构的战略支撑，这也将对未来中国经济区域及产业结构产生重大的影响。

根据世界上各大主要城市的发展进程，城市的发展和崛起往往需要大量新移民的进入，因此，随着交通的便利，开放度与包容性对城市发展也至关重要。与此同时，随着地理位置的同质化，城市间的竞争程度会不减反增，这将“倒逼”区域之间加快开放力度，进一步明确自身的城市定位和产业定位、错位发展，形成自己的特色产业和核心竞争力。比如，粤港澳正向内陆腹地加紧产业转移，长株潭正加速融入珠三角经济圈，武汉城市圈的影响力正沿江入海，一条“武广高铁经济带”初具雏形。如今，核心经济圈带进入多元化调整重组过程中，是否有高速铁路通达已经成为异地投资的重要考量指标，京津冀、长三角、珠三角、武汉城市圈等区域的经济联系与社会文化合作正在被重新定位，高铁时代正在改写中国区域经济的全新版图。

图 15 高铁对区域经济的“融城”效应



资料来源：华泰联合证券研究所

## 2、高铁引领低碳交运，加速交运变革

尚处于建设初期的高铁，就已形成了“鲶鱼效应”，已对支线航空、公路运输造成比较大的冲击。受郑州至西安高铁的冲击，3 月 25 日，幸福航空正式宣告郑西航线停飞。而在此之前，河南航空公司经营的“郑州—西安”航线也已停飞。至此，郑州至西安的航线全部“下岗”。郑西航线停飞，距郑西高铁开通不到 50 天，而这仅仅是郑西高铁发挥了十分之一左右的运能。与此同时，成渝动车组逼停“空中快巴”、石太高铁使得石家庄到太原的部分航班取消、武广高铁迫使长沙、武汉至华南的航班机票大降价。

目前冲击主要体现在高铁在价格、时间成本、效率、便捷等方面比支线航空具有明显的优势。特别是由于我国目前支线航空的发展，集中在东部沿海的一些主要城市，而高铁主要规划地区也在这几个城市，也就是说，我国高铁跟支线航空的市场基本上是重合的。随着高铁网络的完善，“陆空战役”也将愈演愈烈，我们预期区域交运格局必将重新洗牌。与公路运输相比，高铁的安全性又十分突出，其影响也可能波及公路运输。区域内的轨道交通选择高铁连接，对短距离客运和货运都将形成带动作用，这将推动区域运输结构发生巨大变化。

相比汽车、飞机的高耗能、高污染弊端，高铁无疑是最为“低碳”的。发展低碳经济、倡导低碳生活、建设低碳城市，正在成为国际上普遍认同的经济社会发展模式，我们预期在高铁的“低碳”引领下，交通运输方式单一化的局面将得到改善，未来将在全国范围内形成多样化、立体型、服务更优的运输格局。

## 3、加速区域间产业转移、重整生产要素、聚合经济增长动力

由于高铁路网的不断完善以及多条高铁线路的开工建设，将推动中国的工业空间布局的大调整，进而催化和加速中国社会建设与改革，促使产业经济的信息化、一体化、区域



化乃至全球化加速，加速中国从生产要素和投资驱动向创新驱动经济型发展转变。

图 16 高铁将扫除环渤海湾区融合的地缘障碍

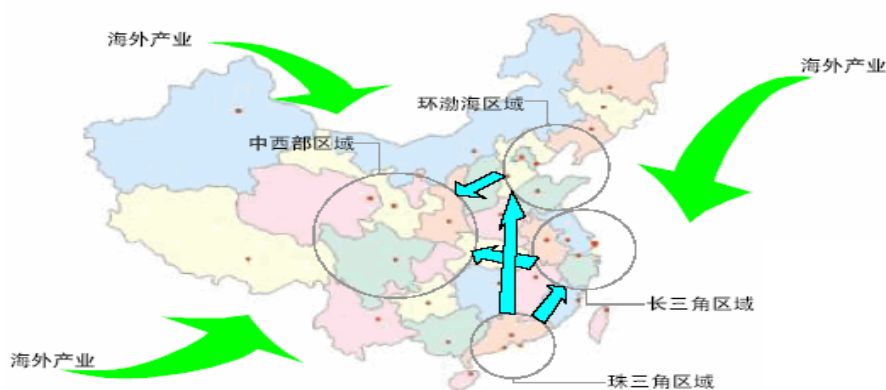


资料来源：华泰联合证券研究所

中国作为全球最具吸引力的经济体，世界先进制造业向中国大陆转移的步伐并不会因为本轮金融危机而发生逆转，反而会因高铁引发的交通变革而加快向中国内陆转移。这对市场通达性较好的中西部而言，则是积极承接沿海核心地区因产业和人力资源升级转移出来的产业和人力资源、加速推进自身产业和人力资源转型升级的历史性机遇。

随着“高铁时代”的来临，区域融合的地缘障碍将得到消除（如图 16），一些对交运成本敏感的产业率先向内陆转移，引发了技术民工的回流，并吸引东部出口导向型企业向当地转移，增强中西部的产业承接能力。从梯度空间来看，沿海发达地区的“一体化发展”，是顺应产业升级、国际竞争的战略调整，而中西部是在环境和资源配套下的产业转移承接。在此方面，高铁引发的交运突变，将进一步吸引资本带动产业、重构商业圈层、推动技术创新、提升空间交易效率，以此带动区域内优势产业的崛起。

图 17 全国范围内的产业转移路径



资料来源：华泰联合证券研究所

## 四、中国高铁的技术输出时代已来临

### 1、高速铁路迎来第三次国际建设热潮

1964 年，日本建成了世界上第一条高速铁路推动了高铁的发展，随后世界上有两次高铁建设浪潮，日本和欧洲先后建成了较为完善的高铁网络。当前，不仅是中国，世界范围也有望迎来第三次高铁建设浪潮。随着高速铁路技术的不断发展，高速列车的商业运行速度不断提高，再加上国际社会对人们赖以生存的地球环保意识的增强，近些年来，在亚洲(韩国、中国台北、中国)、北美洲(美国)、澳洲(澳大利亚)掀起了建设高速铁路热潮，世界有望迎来第三次高铁建设热潮。

**表 4 国外各国修建高铁计划**

国家	投资额度	线路	里程(公里)
日本	N/A	八户—青森	96.5
		青森到札幌	300
		长野—富山—小松—大阪	473
		福岡—熊本—八代	130.9
		福岡—长崎	140
法国	N/A	里昂—都灵(意大利)	250
		蒙彼利埃—巴塞罗那(西班牙)	340
		马德里—莱里达—巴塞罗那	160
西班牙	800 亿美元	巴塞罗那—菲格拉斯	
		菲格拉斯—佩皮尼昂	
意大利	N/A	维罗纳—慕尼黑(德国)	409
美国	130 亿美元	东北部地区、东南海岸、佛罗里达州、墨西哥湾北部沿岸、中西部(环芝加哥地区)、德州(中南部)、太平洋西北沿岸、加利福尼亚州	1000
俄罗斯	300 亿美元	在莫斯科—下诺夫哥罗德之间、乌拉尔地区、滨海边疆区、斯科—迪沃斯托克	1500
印度	360 亿美元	普纳—孟买—艾哈迈德阿巴德、德里—阿姆利则—昌迪加尔线、塞康德拉巴德—维杰瓦达—金奈线金奈—班加罗尔—哥印拜陀—科钦线	3400
巴西	184 亿美元	圣保罗、坎皮纳斯及里约热内卢	440
越南	560 亿美元	河内—胡志明市	1700
巴基斯坦、土耳其	200 亿美元	伊斯兰堡—伊斯坦布尔	6566
沙特	70 亿美元	麦加、吉达和麦地	500

资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

### 2、中国高铁技术走向全球

目前，中国拥有世界上运行速度最高的高速列车和牵引供电系统，其中武广高铁时速为 350 公里，居世界首位。此外，中国还拥有世界最先进的高速列车运行控制系统，以及最先进的系统集成技术。从运行速度、安全性、舒适性来综合考虑，中国的高速铁路列车水平已经处于世界的前列。相对于其他国家来说，中国高速铁路的不仅有整体技术优势，还有成本优势，造价比发达国家平均成本低 20% 左右。

尤其是中国自行生产并投入运营的第一辆磁浮列车于今年 4 月实现交付，标志着中国的高铁技术已引领全球。此列车引进了德国悬浮控制技术，并进行了消化吸收，整列车国产化率超过了 70%。其成本比直接从德国进口要低 30%。从性能上看，相较于目前在上海运营的德国进口磁悬浮列车，此次交付的列车性能更优。

随着中国高铁技术的逐步成熟，世界其他国家如俄罗斯、美国纷纷向我国寻求技术引进和技术合作，我国高铁技术向世界输出的时代已经来临。目前，我国铁路装备已经出口 50 多个国家与地区。随着中国政府向亚非拉国家“高铁外交”的推进，以及自主研发的磁悬浮列车面世，都将加速我国高铁技术将走向全球。

表 5 高铁技术输出

时间	国家	合作内容
2009. 9. 1	新西兰	新西兰 KIWI RAIL 公司签署合约向新西兰出口 20 台内燃机车（功率 3700 马力）
2009. 10. 13	俄罗斯	中国铁道部和俄罗斯运输部、铁路股份公司关于在俄罗斯境内组织和发展快速和高速铁路运输达成协议
2009. 11. 17	美国	GE 公司和中国铁道部在北京签署备忘录，双方承诺在寻求参与美国时速三百五十公里以上的高速铁路项目方面加强合作。
2009	缅甸	中国在谈判中承诺提供高铁技术、设备及最高时速达 350 公里的中国高速列车

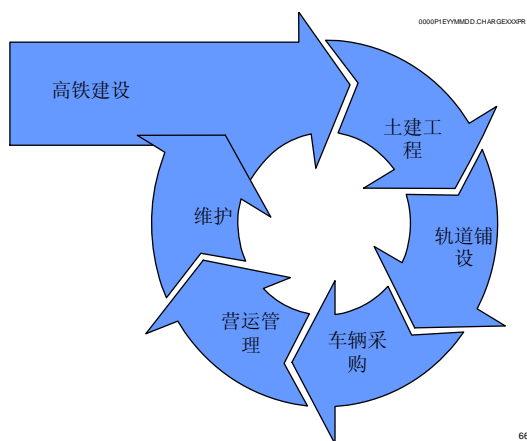
资料来源：华泰联合证券研究所

## 五、高铁产业链分析

### 1、“解剖”高铁产业链

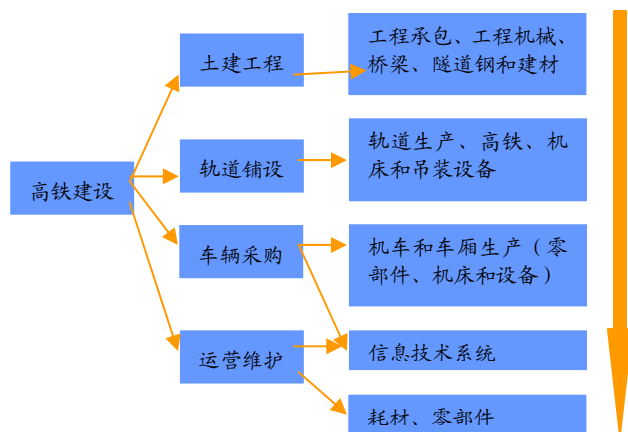
“火车一响，黄金万两”，由于高速铁路建设投资巨大、建设周期集中，对相关产业的带动作用也极强。从建设过程而言，高铁建设涉及的行业非常多，产业链较长，涵盖基建、铺轨、车辆购置、运营和后续的车辆维护 5 大阶段（图 13-14）。

图 18 高铁产业链中的受益顺序



资料来源：华泰联合证券研究所

图 19 高铁产业链解析



资料来源：华泰联合证券研究所

### 2、我国高铁产业体系的细分业务链分析

我们从以下 3 个维度对高铁的产业链的受益程度进行分析。

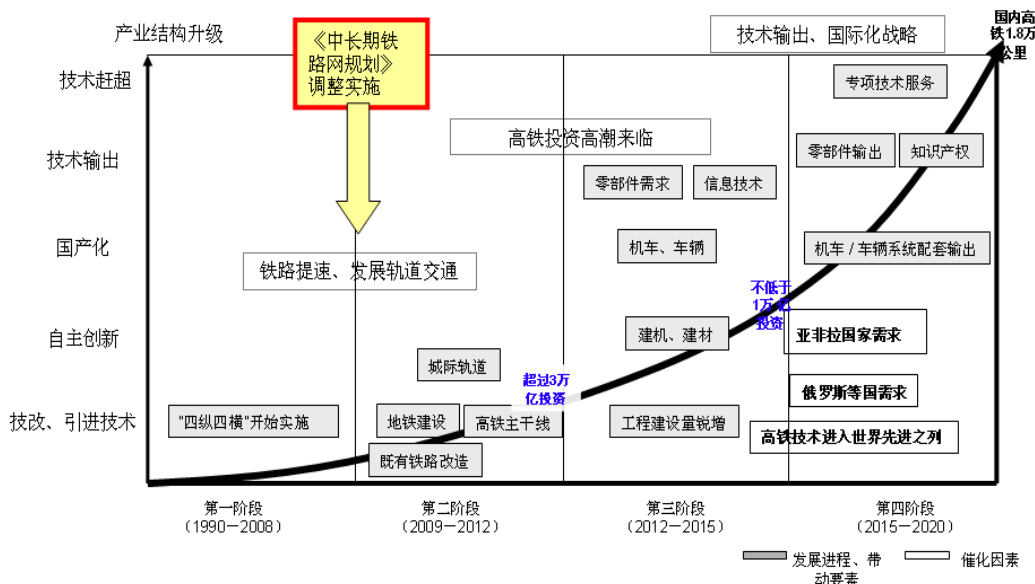


## 1、高铁产业链上业务体系的受益顺序

基建在高铁建设周期内最早受益，也是产业链中最先直接受益的行业，其行业景气度的周期也最长，并且波动幅度较小。而土建筑施工正带动相关行业的企业提升盈利空间，由于我国高铁建设涉及的桥梁、隧道较多，对桥梁配件、建材、钢铁和工程机械行业的拉动明显；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，包括动车组在内的整车及车辆配件等铁路设备的需求在2010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。

据铁道部预测，2010年轨道交通行业与自动化相关的包括综合监控、乘客资讯、综合安防、通信系统、AFC、信号系统等市场规模达到44.1亿，其中，综合监控市场约9亿、信号系统达13.05亿。高铁的智能信息系统的建设毛利率也是整个产业链上最高的部分。

图 20 高铁发展的四个阶段及产业链延伸



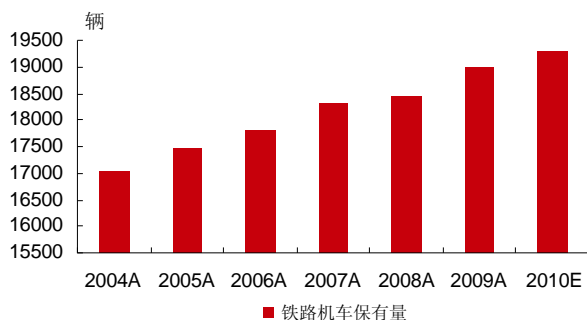
资料来源：华泰联合证券研究所

从我国目前所处的时间点来看，我们处于高铁的第二个发展阶段，处于高铁快速发展的阶段，结合我国高铁投资的结构，我们认为受益最大的行业是高铁基建行业。其次是铁路机车、车辆的整车和配件制造行业。此行业首先受益于我国高铁的快速发展进程和铁路车辆的增加；另外随着我国高铁技术的成熟，机车系统的国际化道路将为这些企业带来持续的增长。

## 2、高铁投资的分配结构

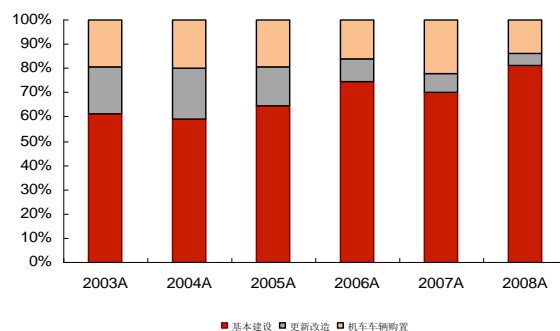
我们根据铁道部的有关数据测算，在高速铁路总造价结构中，最大的部分是铁路基础建设投资（包括轨道采购与铺设，桥梁、隧道、车站的建设）约占40-60%；通信、信号及信息工程、电力和电力牵引系统等约占25-40%，机车车辆的购置（包括铁路机车、车辆的整车和配件）10-15%。因此，我们认为高铁建设中受益顺序依次为基建、高铁车辆和配件、通信和信号以及电力牵引系统。

图 21 我国机车保有量



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所

图 22 铁路投资构成



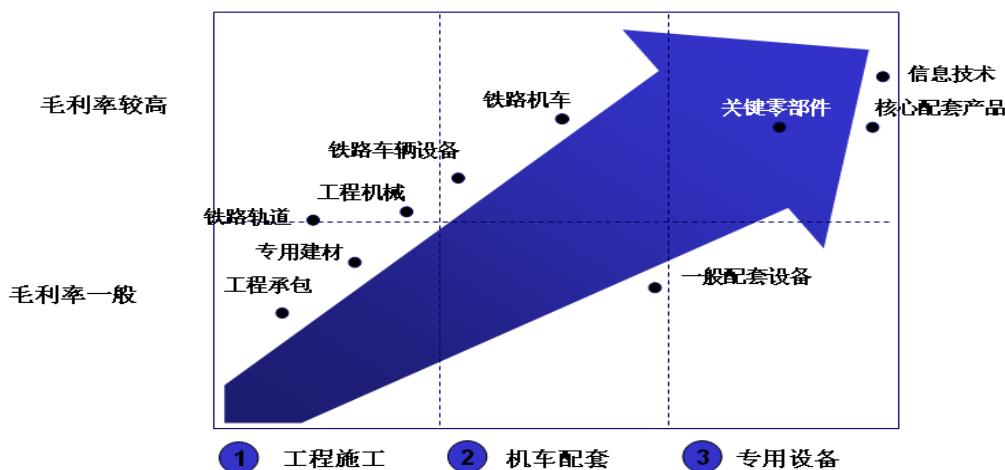
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

### 3、行业利润率分析

我们对比德国、日本、法国等高铁营运成熟的国家，在高铁加速发展期到成熟期（市场饱和期）阶段，具有知识产权的机车、车辆零部件、电气控制设备、信息技术系统的毛利率将是最高的；尤其是在高铁技术输出阶段，具有高科技优势的零部件、配套设备的毛利率将保持较高的水平。

因此，从毛利率上分析，我们认为如中国南车和中国北车这样的具备较高技术的企业能够在高铁的发展中获得较大的利润率。而随着高铁技术的不断进步，对信息技术的要求也会随之提高，所以具备信息技术优势的企业如辉煌科技也会获利丰厚。

图 23 高铁产业链的毛利率



资料来源：华泰联合证券研究所

通过高铁投资的分配、发展进程和行业利润率三个角度的分析，我们认为高铁产业链受益程度的顺序依次为：高铁车辆和配件、通信和信号以及电力牵引系统和基建。

## 六、掘金“高铁时代”的主题策略

高铁运输具有运输量大、污染小、运费低、能耗低等优势，是理想的客运和货运方式。在我国铁路瓶颈的制约和全球低碳经济发展的趋势下，我们认为高铁是破解我国未来经济发展中的能源、交通瓶颈的利器，2010-2012 年我国将进入高铁建设和收获的高峰期，市场也会提高对高铁相关行业的估值，相关标的也具备长期投资价值。

**表 6 各种交通工具对比**

交通工具	人均占地面积 平方米	单位能源消耗 千卡/人·公里	人均 CO <sub>2</sub> 排放 克/人·公里	运量 人/小时	运输范围
高速铁路	0-0.5	70-100	0	10000-30000	长途
公共汽车	1-2	180-213	19.4	6000-9000	中距离
小汽车	10-20	721-813	44.6	3000	较广
自行车	6-10	0	0	2000	短途

资料来源：华泰联合证券研究所

### 1、我们的策略路径：从上游往下游、由核心向外延、由部件到机车

尽管高铁产业链即将整体进入高景气周期，但各行业的受益程度、受益先后有别。我们建议从核心产业进行把握，遵循产业传导逻辑，提前把握高铁主题行情的演化趋势。

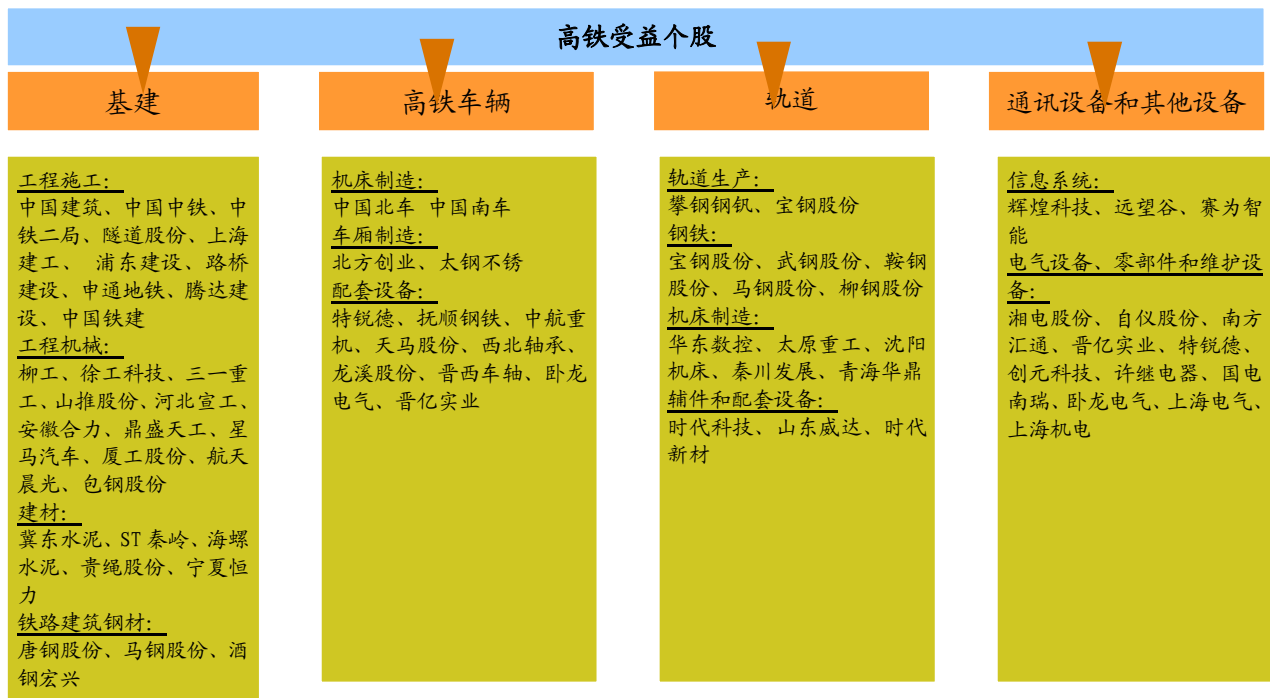
策略上，我们认为应该把握“从上游往下游、由核心向外延、由部件到机车”的策略路径；在细分行业的选择顺序上，结合我们对高铁产业链的细分，我们建议：优选毛利率较高的高铁设备制造，次选铁路基建，后选铁路营运及物流；而在高铁设备制造体系，我们建议优选零部件及配件，次选机车车辆制造。从业绩预期来看，小市值的高铁零部件、配件、信息技术供应企业更具成长优势，投资价值值得发掘。

### 2、个股选择

目前在 A 股市场有近百家上市公司涉足高铁产业链，我们根据其高铁相关业务在公司销售收入的比例、公司在高铁建设周期内的发展潜力、铁路投资扩张对于公司业务量提升的程度、公司业绩超常规增长的可能性等要素，筛选出了 63 家高铁业务基础坚实、具备发展潜力的上市公司进行分类对比分析。

结合高铁的投资分配、发展阶段和相关行业的毛利率水平，我们筛选出如下**十大高铁成长金股**：中国北车、合康变频、时代科技、晋亿实业、晋西车轴、西北轴承、远望谷、国电南瑞、辉煌科技和中国铁建。

图 24 高铁受益个股



- 高铁十大成长金股：时代新材、赛为智能、远望谷、国电南瑞、中国北车、辉煌科技、晋西车轴、西北轴承、晋亿实业、中国铁建

资料来源：华泰联合证券研究所

表 7 高铁受益公司相关的产品及其毛利率

高铁产业链	股票代码	公司名称	与高铁相关的业务或产品	占主营业务收入比例 %	产品毛利率 %
工程施工	600528	中铁二局	铁路施工	39.11	6.93
	600512	腾达建设	城市轨道交通工程	93.53	8.93
	601390	中国中铁	在重载铁路、高速铁路及铁路提速建设市场处于主导地位。	89.39	8.11
	600820	隧道股份	城市轨道交通隧道施工服务	91.89	7.69
	600170	上海建工	承建上海浦东国际机场及磁悬浮快速列车线等重大工程的施工经验。	34.05	5.05
	600263	路桥建设	铁路、隧道工程施工。	98.44	8.68
	600284	浦东建设	轨道路桥施工建设	95.88	12.49
	600834	申通地铁	地铁建设	100	12.3
	601186	中国铁建	高铁施工和建设	91.37	8.5
工程机械	000923	河北宣工	推土机、装载机、压路机	80.52	18.3
	600031	三一重工	混凝土成套设备、挖掘机	57.44	38.79
	000680	山推股份	推土机	32.47	18.12
	000528	柳工	轮式装载机	99.54	20.32
	000425	徐工机械	压路机	6.09	12.96
	600815	厦工股份	装载机、挖掘机	90.53	14.99
	600761	安徽合力	牵引车、运搬机械、重装机械		
	600335	鼎盛天工	平地机、压路机、摊铺机	85.29	2.11
	600375	星马汽车	混凝土搅拌车及混凝土泵车	73.38	13.25
	600501	航天晨光	掘进机	0.84	28.35

建材	600010	包钢股份	重轨、起重机钢轨、铁路用轨枕		
	000401	冀东水泥	“盾石”牌高品质硅酸盐水泥	93.42	31.46
	600217	*ST 秦岭	水泥	97.21	14.16
	600585	海螺水泥	水泥		
铁路建筑	600165	宁夏恒力	钢丝绳	66.72	14
	600992	贵绳股份	桥梁用、铁路施工用钢丝绳	98.56	20
	600808	马钢股份	火车轮		
	600307	酒钢宏兴	桥梁、隧道用钢	81.35	11.18
机车制造	000709	河北钢铁	线材、圆钢、螺纹钢、角钢、槽钢、矿用工字	79.53	8.12
	601766	中国南车	动车组、城轨地铁车辆	27.69	
	601299	中国北车	动车组、城轨地铁车辆		
	600967	北方创业	铁路车辆	65.48	7.65
车厢制造	000825	太钢不锈	铁路车厢用钢	38369	8.61
	601002	晋亿实业	高铁扣件产品	86.98	17.69
	600495	晋西车轴	铁路火车轴、地铁轴	30.73	10.96
	600580	卧龙电气	铁路牵引变压器、轨道交通成套整流变压设备	20.55	34.49
配套设备	000595	西北轴承	铁路轴承、高速铁路轴承	91.64	6.94
	600592	龙溪股份	关节轴承	78.2	34.18
	002122	天马股份	铁路轴承	47.37	39.49
	300001	特锐德	铁路电力远动箱式变电站		
轨道生产	600399	抚顺特钢	轴承钢、齿轮钢、工模具钢、不锈钢、高温合金		
	600765	中航重机	液压泵、锻件和液压件	15.68	27.61
	000629	*ST 钒钛	重轨、国内独家高速客运专线道岔用钢生产商	79.29	11.35
	600019	宝钢股份	铁路车辆上游的不锈钢、特钢	85.3	8.78
钢铁	000898	鞍钢股份	冷轧薄板、线材		
	600808	马钢股份	钢材、车轮和环件		
	600005	武钢股份	冷轧钢材		
	002248	华东数控	高速铁路所用的 CRTS II 型轨道板数控龙门铣磨复合机床及其 CRTS II 型轨道板模具	78.16	38.97
机床制造	000410	沈阳机床	轨道交通专用数控机床	51.67	29.87
	600169	太原重工	火车轴、高铁配件	9.25	21.93
	600243	青海华鼎	铁路专用机床	49.44	26.98
	000837	秦川发展	铁路设备的齿轮磨床		
附件和配套设备	600458	时代新材	减震抗噪弹性元件、桥梁支座、高铁道岔弹性铁垫板、绝缘制品和涂料	72.89	23.89-39.87
	002026	山东威达	扳手钻夹头、手紧钻夹头、自紧钻夹头		
	000611	时代科技	作为机械实验机龙头，垄断了国内大型铁路机械、施工企业		
	002161	远望谷	在铁路 RFID 市场的垄断地位	74.45	53.8
系统设备	002296	辉煌科技	铁路信号微机监测系统。	77.17	51.93
	600416	湘电股份	地铁、轻轨、新型城市轨道交通车辆牵引电器成套设备及整车的开发	2.1	2.74
	600848	自仪股份	轨道交通专用仪器仪表	36.87	29.77
	000551	创元科技	铁路绝缘子、测绘仪器	27.84	29.93-31.44
电气设备、零部件和维护设备	000400	许继电气	铁路供电自动化设备		
	600406	国电南瑞	铁路电气控制及成套设备	20.69	23.72
	601727	上海电气	城市轨道交通设备	22.88	19.36
	600835	上海机电	特种工程机械和液压气动		
	000920	南方汇通	铁路机车车辆配件、机车维修	54.23	10.59

资料来源：华泰联合证券研究所

注：以上数据为 09 年的年报数据



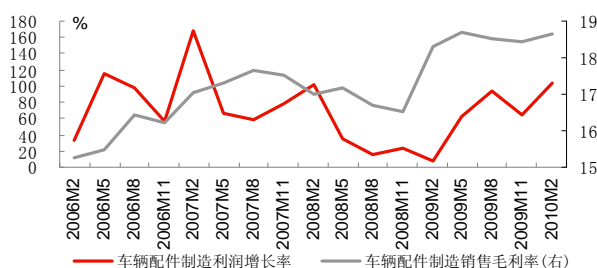
## 时代新材 600458

### 弹性元件龙头 高铁、风电两翼并进

股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
28.37	0.797	1.088	35.028	9.124

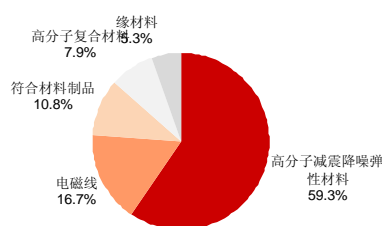
- 公司处于高铁产业链中的辅件和配套设备生产环节，其产品高分子减震降噪弹性材料是公司的主营产品，该技术在国内外机车市场居首位。主要应用于城市地铁和轻轨道路，09 年占公司净利润的 57.39%。我国地铁和轻轨的大规模建设，会带来地铁配件行业的景气 and 繁荣，对轨道减振器的需求也越来越大。同时对减震和降噪的要求会越来越高，作为高技术含量的高铁配件的供应商，有望保持持续增长。
- 电力机车弹性元件市场进入壁垒较高，基本被时代新材垄断，占据 80% 左右的市场份额。
- 该公司是高铁道岔弹性垫板的唯一供应商。该产品主要应用于铁路铺轨的后续阶段，随着 2010-2012 年大量高铁的交工，会对该产品带来较大的需求量。
- 公司产品特种涂料及绝缘材料 CA 砂浆有明确的高速增长前景。CA 砂浆是一种涂料，具有良好的弹性和强度。CA 砂浆一般应用于 300 公里的高速板式无砟铁路。目前我国新建高铁大多是无渣轨道，具有广阔的市场空间。
- 桥梁支座产品在技术领先。预计未来公司将在动车组橡胶缓冲器、绝缘技术等高铁配件方面再造潜力产品。此外，公司引进了风电叶片生产技术，在国家《可再生能源中长期发展规划》的政策鼓励与支持下，日前，时代新材研制的兆瓦级叶片通过评审，进入批量生产状态，
- 公司主要产品均为高铁配件产品，毛利率较高。此外，公司引进了风电叶片生产技术，自主研发出 750kW24 米和 1.5MW40.3 米风电叶片陆续为金风科技等企业设计和配套风机的减振部件，目前是国内外风机减振部件主要供应商。成功进军新能源有望打造新的利润增长点，可以弥补高铁配件产品的订单波动。因此，我们看好公司的长期发展前景和稳定的成长预期。

图 25 车辆配件利润情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 26 时代新材 09 营业收入构成



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

## 中国北车 601299

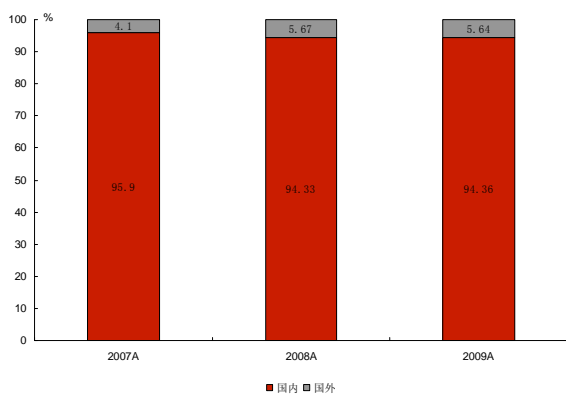
### “内外兼修”的高铁制造巨头

股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
5.31	0.242	0.376	21.91	1.911

- 中国南车和中国北车是高铁机车制造的巨头，在高铁产业链中主要是车辆制造。但是我们认为中国北车具备更多优势，为了便于分析，我们将其进行分类比较。

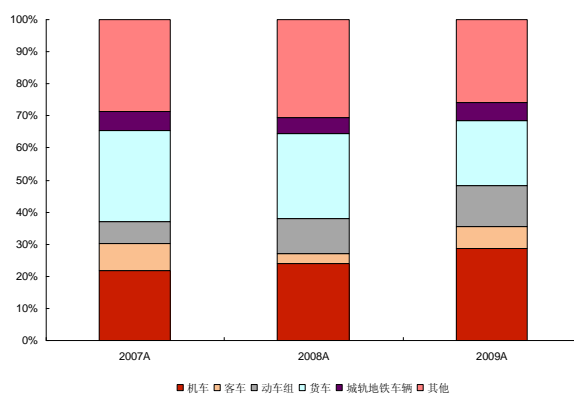
- 南北二车，高铁巨头，受益于我国高速铁路建设规划。我国“四纵四横”铁路建设将把中国的东部、中部和中西部地区大多数城市纳入高铁网络，不但打通南北东西的大通道，还将形成了环渤海、长三角、珠三角三个城市群的轨道交通网。按照铁道部提出的最新规划，到 2012 年底，我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中高铁营业里程将达到 1.3 万公里，到 2020 年达到 1.6 万公里。按照客运专线每公里造价 1 亿元计算，未来 3 年高速铁路的投资额度将达到 9000 亿以上，年均投资额将超过 3000 亿元。作为高铁行业的巨头，二公司受益无明显区别。
- 北车主要业务包括铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道车辆、工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的开发设计、制造、修理及技术服务、设备租赁等业务，是我国产品系列齐全、技术水平先进、研发制造能力强的轨道交通装备制造业领军企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造商之一。公司具备国际先进的电力机车和内燃机车研发与制造能力，拥有我国最大的机车制造基地。
- 高铁技术输出，实现外延式增长。由于我国高铁具备技术优势和成本优势，具备国际竞争优势。目前，我国与美国、俄罗斯、巴西、沙特、波兰等国就引进中国的高速铁路技术达成共识。此外，印度、缅甸、柬埔寨、老挝、泰国等几十个国家与中国接洽，希望中国参与他们国家的高速铁路建。由于我国包括制动、牵动、控制等九大关键技术的国产主要由南北车负责，因此高铁国际化的发展有利于南北车实现快速海外扩张，其出口收入也将会显著增长。二者均具备技术输出的能力。
- 垄断城市轨道交通车辆，且订单较多。中国北车是目前我国最大铁路城轨车辆及客车的研发、制造和出口基地，在城市轨道交通行业创造了多个行业第一，稍逊一筹。从收入构成来看，我们认为动车组和城轨地铁车辆随着国家高铁的建设和城市轨道交通建设规模的扩大，未来将保持高增长态势。从订单来看，中国北车的订单要多于中国南车的订单。

图 27 中国北车国内外收入构成



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 28 中国北车收入构成



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表 8 南北车 2010 年新订单

	时间	车种	车型	中标额	中标数量	采购单位
中国南车	2010 年 1 月	客车	N/A	1.2 亿美元	N/A	津巴布韦、几内亚

中国北车	2010年2月	铁路货车	C70	约21亿元	5604辆	中国铁路建设投资公司
	2010年3月	超级电容电气系统	N/A	N/A	N/A	上海世博会
	2010年初	铁路客车	N/A	7.6亿元	N/A	出口巴基斯坦
	2010年初	地铁车辆	N/A	33.4亿元	N/A	出口阿根廷
	2010年2月	自翻车	KF-80	N/A	N/A	
	2010年3月	铁路货车	C70	19亿元	5186辆	中国铁路建设投资公司
	2010年4月	YJ127A 直驱型风力发电机	N/A	27亿元	N/A	N/A
	2010年4月	运煤专用敞车	c80	8.4亿元	N/A	N/A
	2010年4月	有轨电车	N/A	1.2亿元	N/A	N/A

资料来源：华泰联合证券研究所

- 铁道部采购的最佳合作方。我们认为，随着国家铁路投资的高速增长，设备采购规模增长将会让南北车获利丰厚。从近3年铁道部采购的情况来看，铁道部采购中国北车的产品金额明显多于中国南车。

**表 9 铁道部近 3 年采购情况**

采购对象	采购时间	采购类型	数量 (台)	金额 (亿元)
中国南车	2008.6	6轴大功率电力机车	500	
	2008.7	内燃机车	15	
	2008.10	大功率电力机车		1亿美元
中国北车	2009.6	6轴电力机车	400	58
	2008.2	HXD3型 6轴 7200KW	400	60
	2009.6	6轴 7200千瓦	400	58

资料来源：华泰联合证券研究所

- 从技术上来看，时速在350公里以上的技术中国北车较为领先，且预计中国北车 380公里动车组将在今年8月份下线，这将刷新中国动车组的速度极限，中国北车的技术更加先进。
- 综合以上分析，我们认为中国北车在国内、国际两个市场“内外兼修”，可以充分享受行业增长带来的机遇，其发展前景要优于中国南车。

**辉煌科技**  
**002296**

**执高铁信号系统牛耳**

股价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
43.88	0.852	1.286	52.096	6.995

- 公司处于高铁产业链中的信息系统环节。在铁路信息化建设中，作为火车安全运行的重要组成部分，通信信号系统不可或缺，伴随着铁路投资的高速增长，铁路通信信号行业将迎来快速成长的黄金期。辉煌科技产品线较为齐全，竞争优势明显，具备较为完善的高铁通信设备产品链。且高铁信息技术配套设备的毛利率较高，可以显著提升公司的业绩。
- 公司产品结构清晰，核心收入增量来自于公司最具市场优势的铁路信号微机监测系统。公司目前主打产品微型监测系统以 2006 版本为主，未来，随着公司加大列车调

度指挥系统、无线调车机车信号和监控系统等产品的市场开拓力度，这些产品有望成为公司收入增长的新生力量。

- 由于铁路信息化设备投资滞后于铁路投资 2-3 年的周期，预计 2009 年铁路大投资的滞后效应将在 2011-2013 年体现为公司由行业成长带来的成长。实际上，该公司 2009 年陆续在乌鲁木齐、成都、太原、北京、南宁等铁路局取得业务突破，考虑到铁路系统客户的粘性，我们预计这部分新客户将在未来两到三年内陆续为公司贡献业绩。
- 目前，公司客户大多集中在国家铁路市场，为了降低对国铁市场依赖程度，公司积极开拓厂矿铁路市场及城市轨道交通市场。尤其在轨道交通领域，09 年公司在郑州地铁、广东省城际铁路、上海地铁、深圳地铁、成都地铁等项目中积极争取，并取得一定的进展。我们预计公司在未来两年有望拿下部分城铁信息化项目，相关收入将快速增长。
- 预计 2010-2012 年公司收入为 2.82 亿、4.24 亿和 5.73 亿元，同比增长 69.8%、50.1%和 35.2%，归属母公司净利润为 9193 万、1.33 亿和 1.75 亿元，每股收益分别为 1.49、2.17 和 2.84 元（摊薄前），处于行业较高水平，具备良好的成长性。

赛为智能 300044	走在高铁智能化的大道上				
	股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
	30.69	0.64	0.94	47.52	4.39
■	公司业务处于高铁产业链中的智能化信息系统环节。随着高铁商用化进程的加快，铁路数字化信息化系统的发展空间也将渐次打开。				
	■ 公司是智能化系统解决方案提供商，销售收入主要来源于城市轨道交通、建筑智能与铁路信息化。公司城市轨道交通智能和建筑智能保持了良好的发展趋势，同时利用国家对基础设施包括铁路和城市轨道加大投入的积极的财政政策，充分发挥公司研发能力强、服务品牌好等优势，积极开拓新领域，通过同铁道部中铁信息工程集团有限公司和湖南铁路联创技术发展中心建立的良好战略合作关系，成功进入了高速铁路智能化行业领域。				
	■ 公司目前绝大部分合同来自深圳地铁。近年分获南京、成都地铁项目，与重庆、武汉等城市地铁也有合作可能。但预计未来几年深圳仍是城市轨道的主要客户。公司未来可能将业务拓展到海外。				
	■ 铁路信息化是公司 09 年新开拓的业务，在销售收入中占比已迅速提高，成为新的利润增长点。				
晋西车轴 600495	独占车轴鳌头 股价风险释放较为彻底				
	股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
	17.16	0.50	0.74	34.50	2.04
■ 公司处于高铁产业链中的配套设备环节。车轴是高铁的重要零部件，受益于高铁建设的国产化进程。公司是唯一一个参与国家立项高速列车国产化研发的车轴制造商，源自军工的技术处于领先地位。					

- 公司是我国规模最大以及全球规模最大、车轴规格品种最多、首家获得出口火车轴、地铁轴资格，且目前出口车轴最多的生产厂家，国内市场占有率超过 1/3。在行业内处于的绝对龙头低位，具备规模优势。作为国内唯一能做空心轴技术的企业，空心轴价格远低于国际价格，产品国际竞争力强。
- 高铁车轴和铸锻件为公司未来业绩增长增添亮点。公司在精锻技术上处于国内领先，公司是我国唯一可生产动车组、地铁、轻轨用空心轴的企业，目前已经具备生产高速动车车轴的能力，因此我们认为公司未来非常有可能获得高铁车轴的订单。
- 出口产品有望回升。公司客车轮轴产品绝大部分用于出口，2009 年受金融危机影响，出口较为低迷。伴随着经济复苏，尤其是印度、韩国等国的需求回升，公司产品的出口将会持续增加。
- 公司 09 年净利润同比下降 59.01%，导致股价阶段性风险加速释放。目前安全边际较高。

**西北轴承  
000595**
**没落贵族 静待央企整合**

股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
17.07	0.050	0.10	166	4.80

- 公司处于高铁产业链中的配套设备环节。轴承是高铁的重要零部件，高铁投资规模的扩大带来稳定的需求。公司作为生产高质量轴承的企业，必将受益。
- 公司技术处于业内领先地位，产品广泛用于石油机械、冶金轧机、重载汽车、铁路车辆、煤矿机械、水泥机械、工程机械、重型机械等行业主机配套，目前公司主要利润来自石油机械轴承和冶金机械轴承。公司新投产的风力发电机组配套轴承、国家重大机械装备配套轴承，有望成为新的利润增长点。
- 尽管该公司是全国唯一能够独家生产时速 200 公里/小时及以上的高速铁路轴承供应商，但铁路轴承占比逐年下降、盈利堪忧。
- 公司重组预期较为确定。长城资产管理公司被动接盘以来，已对公司业务架构、管理体系进行了梳理，并争取到了中央财政补助等政策支持。我们预期该公司业绩有望从下半年逐步好转。结合长城资产管理公司债转股后的资产处置案的一贯例来看，西北轴承唯一的出路只有战略重组。

**远望谷  
002161**
**铁路RFID寡头 挺进非铁路市场**

股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
20.39	0.31	0.40	68.56	10.01

- 公司处于高铁产业链中的系统设备环节。随着高铁投资的加快，对 RFID（铁路射频识别技术）的需求会进一步增加。远望谷公司的铁路 RFID 拥有全部知识产权，独享铁路 RFID 产业链。且公司是国内 RFID 行业的唯一上市公司。
- 公司具有丰富的技术和项目实施经验，并且公司正在积极拓展烟草 RFID 产业、制造、军事运用、图书馆技术、公共服务信息、物流供应链等非铁路市场，我们认为该技术具备大规模的市场推广空间和成长空间。
- 尽管远望谷近期在销售收入和盈利增长方面面临一定压力，但作为铁道部车号自动识别系统工程（即 ATIS 工程）的核心供应商，其面临的市场成长空间依然巨大。据国家信产部预测，未来 5 到 10 年，全球 RFID 市场的规模将达到 3000 亿美元，而



中国 RFID 市场也将在 2010 年达到 300 亿元。RFID 行业前景勿容置疑，而远望谷公司在未来“物联网”领域的应用市场也更为广阔。

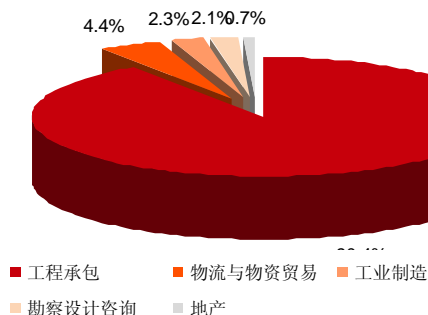
国电南瑞 600406	轨道交通业务快速增长 资产注入渐行渐近				
	股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
	40.38	0.67	0.84	60.53	15.27

- 公司处于高铁产业链中的电气设备制造环节。在轨道交通领域目前提供的产品主要有三类，分别为环境与设备监控、电力监控和综合监控。公司在轨道交通自动化业务方面的综合市场占有率为 40%左右。轨道交通的快速发展将推动公司轨道交通保护及电气自动化产品收入的持续快速增长。
- 随着电力和城市轨道交通建设投资力度加大，由此带来的技术变革和新兴市场需求为该公司提供了跨越式发展的历史机遇，预期该公司 2010 年业绩有望继续保持高增长。而智能电网建设又为该公司的发展预留了新的发展空间。
- 大股东对该公司资产注入预期渐行渐近。南瑞集团尚有稳定技术分公司、水情水调环境监测分公司、大坝工程监测分公司、信息系统分公司、通讯系统分公司及对南瑞继保、深圳南瑞、南瑞自控的股权没有进入国电南瑞，未来还有较大的资产注入的空间。尤其是毛利率较高的南瑞继保，注入国电南瑞的步伐已渐趋临近。

中国铁建 601186	立足国内 拓展海外				
	股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
	7.86	0.66	0.82	11.79	1.613

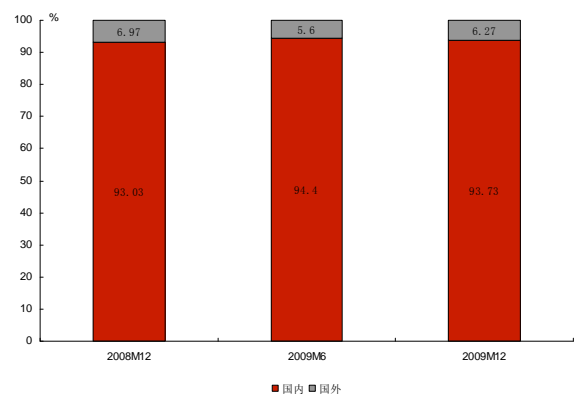
- 在高铁产业链中，中国铁建主要是高铁建设的工程施工，是高铁基建双雄之一（另一个是中国中铁）。其中，中国铁建约占市场份额的 40%。随着高铁建设规模的扩大和高铁固定资产投资的增加，中国铁建预计将会获取较大的市场份额，推动公司稳定增长。
- 长期来看，随着中国高铁整体技术的日益成熟和国际化输出，未来中国的铁路工程承包将会与中国的高铁制造技术一起向国外输出，在美国、东南亚和亚非拉国家存在着较大的市场。

图 29 中国铁建主营业务构成



资料来源：华泰联合证券研究所

图 30 中国铁建国内外收入构成



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**晋亿实业**  
**601022**
**紧固件龙头 业绩复苏曙光在前**

股 价	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
7.02	0.20	0.26	34.92	2.94

- 公司处于高铁产业链中的高铁配套设备环节，是高铁扣件设备的龙头。是国内唯一一家具备生产时速 350 公里高速铁路紧固件的企业。随着高铁技术的发展和进一步提速，对配件的质量要求会进一步提高，作为生产高铁配件的龙头，其优势将凸显。
- 公司多款扣件系统去年通过了铁道部运输局的上道技术审查，这是铁道部对国内客运专线扣件生产厂家第一次进行上道认可。公司已于今年 3 月拿下 5.8 亿元高速扣配件订单，未来订单预期乐观。
- 公司对美国标准紧固件反倾销和反补贴抗辩成功，将有助于公司国际市场的开拓。
- 公司加速由“外”向“内”转型，正加大创新主导产品优势，着力完善高铁扣件系统中的弹条、紧固件、橡胶、塑料、铸件以及弹性体等各种零配件产品的开发、生产、检测以及整套扣件系统的集成配套和物流能力，将使高铁扣件业务迎来新的发展机遇。
- 根据我们分析和公司实际情况来看，高铁配件的毛利率较高。随着需求的扩大，公司产品有望实现量价齐升，带动公司持续增长。

**合康变频**  
**300048**
**高铁变频器技术酝酿突破**

股 价	评 级	调 整	EPS 10E	EPS 11E	P/E 10	P/B
47.49	增 持	—	0.985	1.495	48.73	4.39

- 公司处于产业链的电气设备制造环节，主营产品是高频变压器。公司应用于高铁机车设备的驱动以及高铁电力系统节能的高频变压器仍在实验中，有关产品技术、性能正酝酿着重要突破。
- 作为高铁运行的关键设备，高铁领域的变频器产品主要为 1~3.3kV，精确控制要求也非常高，因此目前也主要依赖进口产品。国内高铁变频器市场几乎被施耐德、西门子、丹佛斯、三菱、罗克韦尔、汇川等外企瓜分。一旦合康变频实现技术突破，则将在未来的市场需求扩大中获得市场份额。
- 在高铁变频器应用方面，除了城轨车辆的牵引系统需要使用牵引变频器之外，像轨道交通中的风机、空调和电梯系统也都需要变频器进行变频调速和节能作用，特别是节能作用越来越被轨道交通行业所重视，其市场分布也较为均匀。合康变频是国内高压变频器、尤其是高性能高压变频器的龙头企业，在高性能高压变频器领域技术领先，产品价格较国外产品低 30%-50%，竞争优势较为明显，该公司的产品将在轨道交通应用中获得更大的市场空间。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com