

# 投资主题之一：保增长、重投资

——铁路投资、工程机械、电力设备2009年投资策略



浙商证券研究所

2009年1月

研究员 马春霞 史海昇

# 保增长、重投资主题框架

铁路投资

迈进高速铁路时代



工程机械

4万亿基建投资的最大受益者



电力设备

电网投资剧增 行业景气提升



# 第一部分

## 铁路投资策略报告

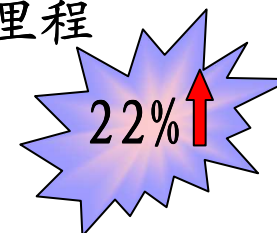
### ——迈进高速铁路时代



# 中国铁路投资建设远景



总里程



电气化里程



复线里程



2010年及2020年铁路总里程数规划

里程(公里)	2004年	2005年	2006年	2007年	2010年E	2020年E
运营总里程	74000	75400	76600	78000	95000	120000
电气化铁路总里程	18600	19400	24400	25500	42750	72000
复线铁路总里程	23841	24497	26400	27100	42750	60000



# 2009年铁路投资建设项目

2009年1月2日全国铁路会议

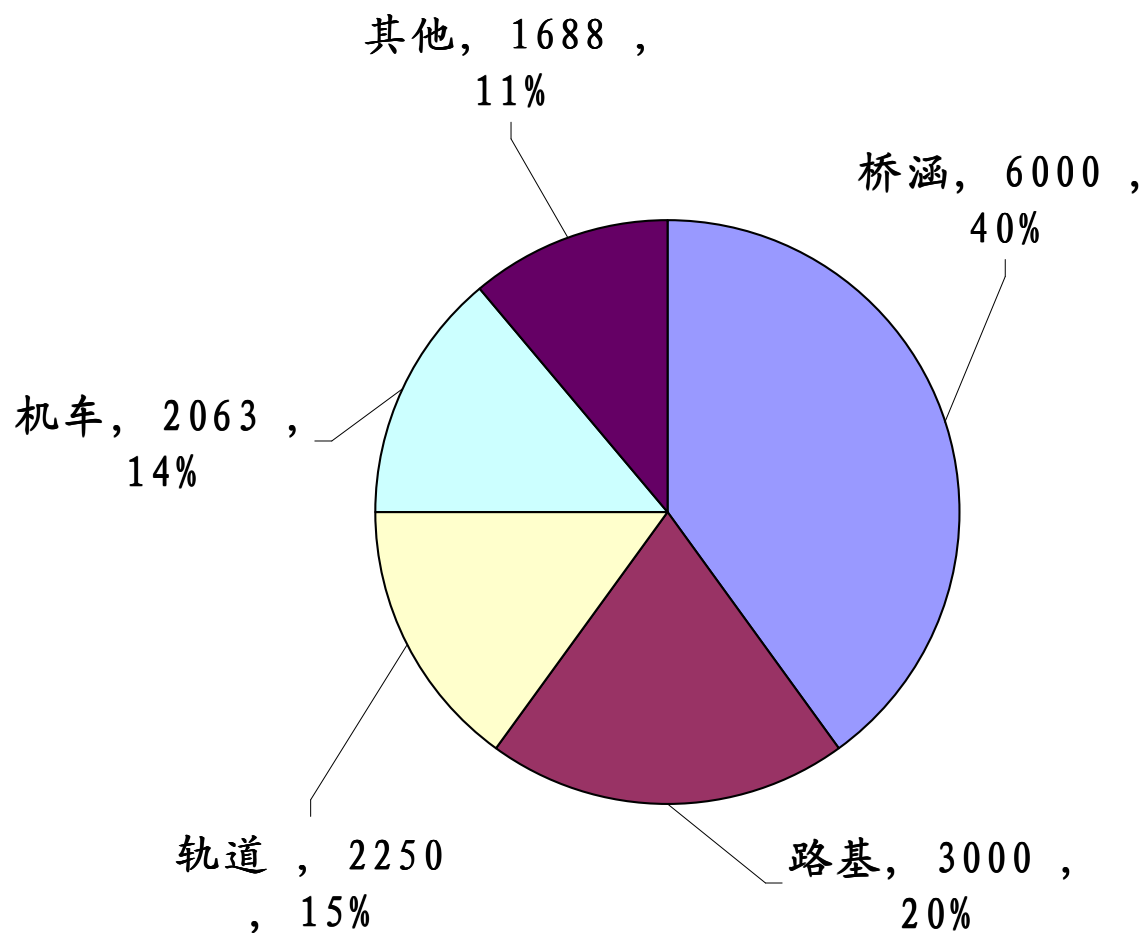
2009年铁路固定资产投资总规模7007亿元，2010年至2012年，铁路平均每年将完成基建投资6000亿元以上，铁路建设项目遍及31个省区市



2009年，完成新线铺轨5148公里，复线铺轨3462公里；新线投产5849公里，复线投产4662公里，电气化投产5606公里。

2009年铁路拟安排新开工项目70项，投资规模达1.5万亿元，将集中力量抓好北京—沈阳客运专线、上海—昆明客运专线、合肥—福州客运专线、郑州—徐州客运专线、西安—兰州客运专线、兰州—乌鲁木齐第二双线等重点项目审批工作，确保这些项目年内开工。

# 1.5万亿元资金具体投向

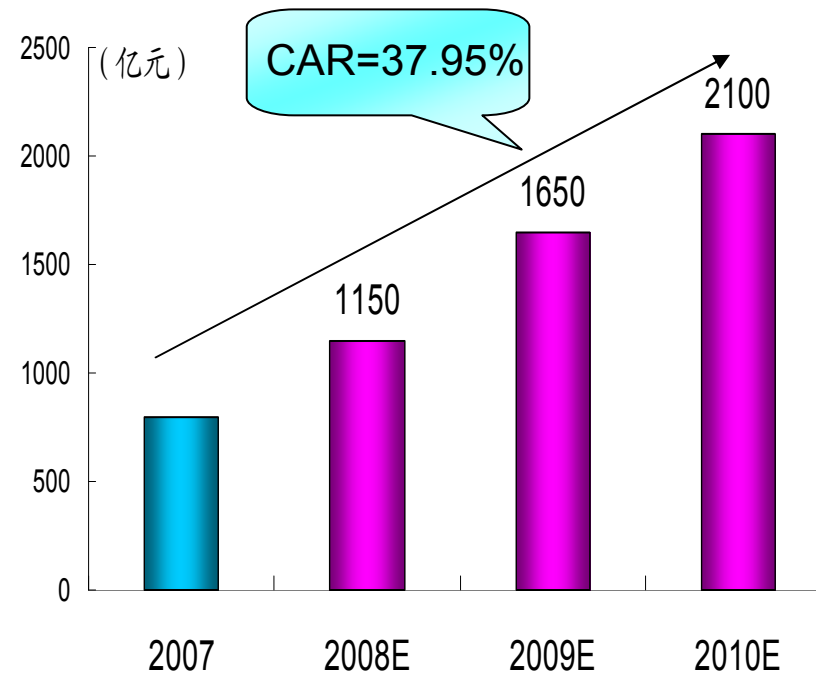


# 城市轨道交通建设

我国城市轨道交通运营及试运营线路达602.3公里



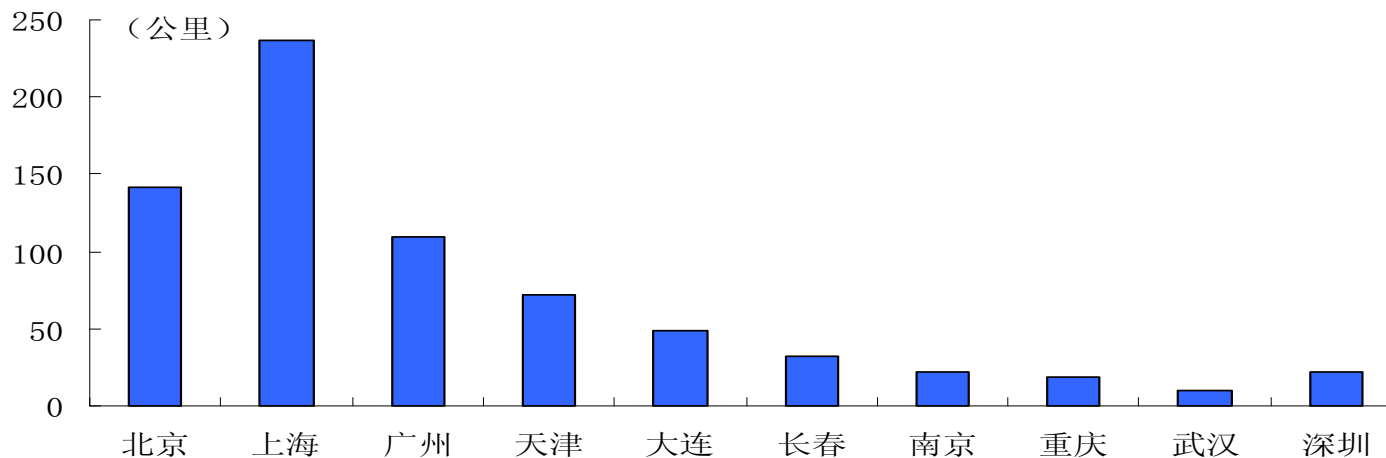
2008-2010年城市轨道交通投资额



- “保增长”——宏观经济发展背景
- “应需求”——社会进步的大背景

# 2008~2010年城市轨道交通投资项目

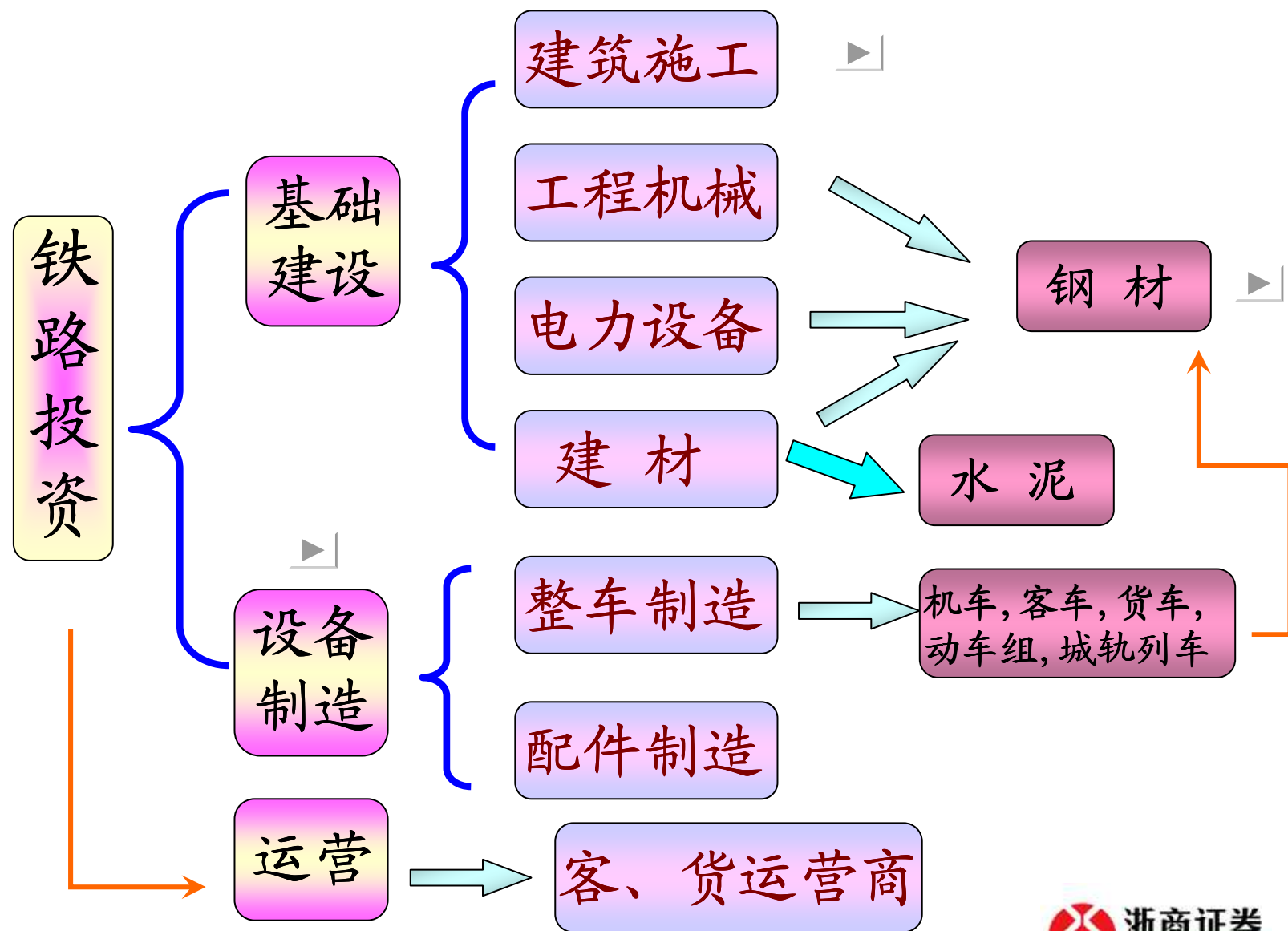
2007年底我国已建成城市轨道交通的城市及运营里程



项目	建设期	投资额 (亿)
上海地铁10号线项目	2008~2010年	259
杭州地铁1号线项目	2008~2010年7月	221
深圳地铁5号线工程	2008~2011年	193
北京地铁7号线工程	2008年底开工	180
北京地铁15号线(分2期)工程	2008~2014年	176
郑州地铁1号线一期工程	2009~2011年	152
武汉2号线一期工程	2006~2012年	149
广州地铁二、八延长线工程	2008~2010年	147
苏州轻轨1号线	2007~2010年	126
天津地铁2号线项目	2008~2010年	123



# 铁路投资受益产业



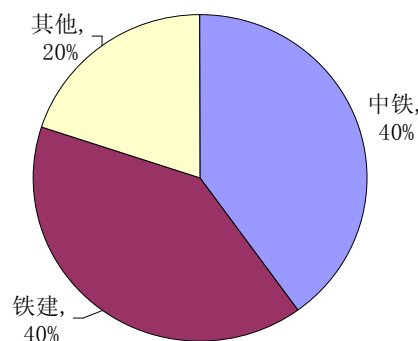
# 建筑施工受益公司及投资评级

## ● 给予铁路基建行业“推荐”投资评级

▲ 预期：2008-2010年，铁路投资总额25000亿元，其中基建投资15200亿元；

▲ 毛利率有上升趋势：造价提升、建造成本下降、融资成本缓解。

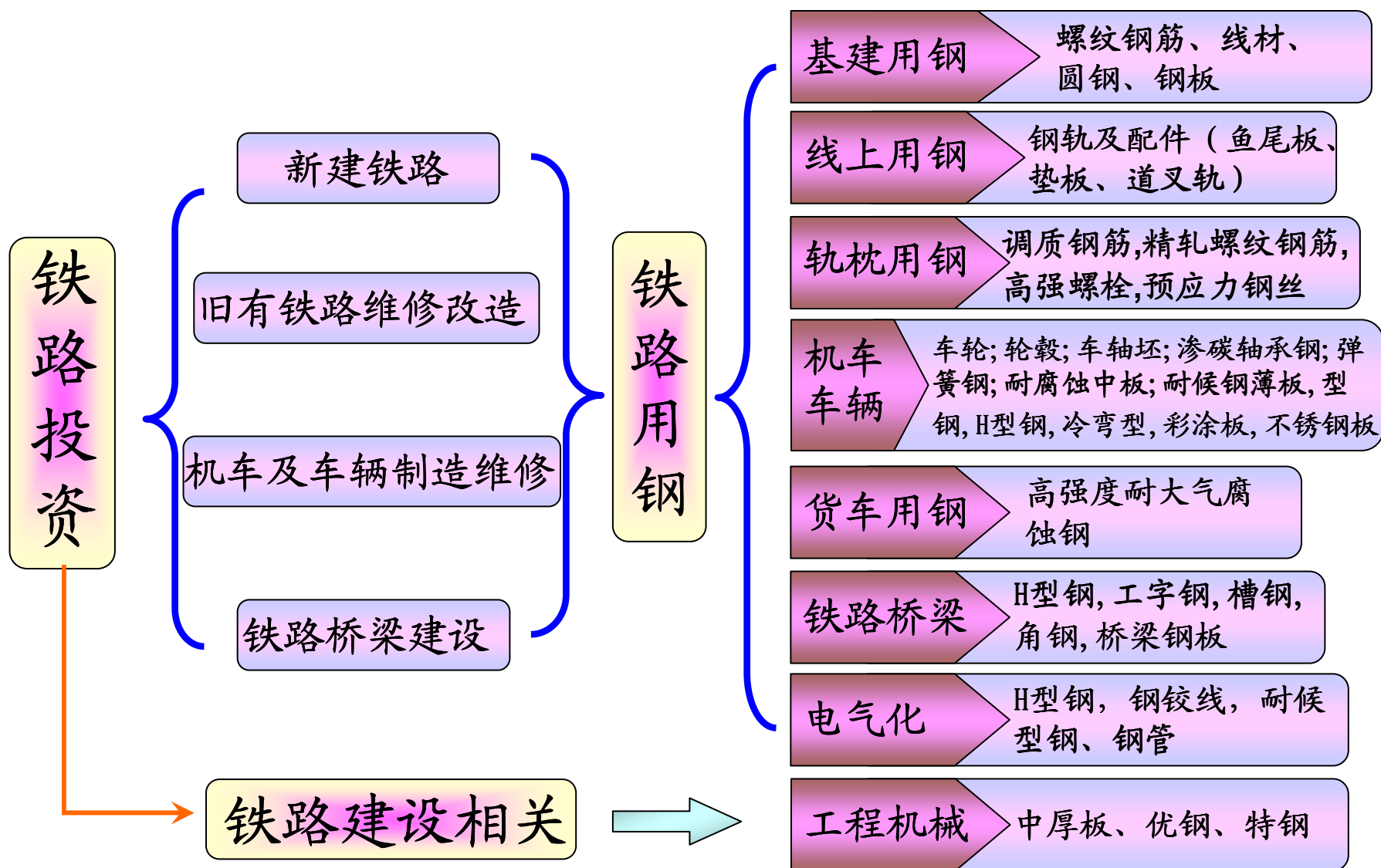
### 铁路基建市场份额



- 铁路基建市场处于寡头垄断状态；
- 中国中铁和铁建2009-2010年各有2400亿左右的市场份额。

证券代码	证券名称	EPS (元)			PE (倍)			公司评级
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
601390	中国中铁	0.15	0.12	0.22	36	45	25	推荐
601186	中国铁建	0.25	0.32	0.45	40	31	22	推荐
002062	宏润建设	0.58	1.20	1.44	23	11	9	推荐
600820	隧道股份	0.26	0.37	0.46	42	29	24	中性
600170	上海建工	0.42	0.46	0.55	22	20	16	中性

# 铁路投资钢材需求结构



# 重点品种钢材产能状况

## 我国主要重轨企业生产状况

公司	产能(万吨)	2007A(万吨)	2008E(万吨)	2009E(万吨)
攀钢	110	78	105	130
包钢	100	67	90	120
鞍钢	100	60	80	100
武钢	105	0	25	105
合计	415	195	300	455

因为轨道用钢能够生产的厂商不多，相对产能不足。

## 我国主要火车轮箍企业生产状况

公司	产能(万吨)	2007A(万吨)	2008E(万吨)	2009E(万吨)
马钢	30	18.2	27	30

# 受益钢企及投资评级

项目	公司
钢轨	攀钢钢钒、鞍钢股份、包钢股份、武钢股份
火车轮箍	马钢股份
机车用钢	太钢不锈（车身用钢）、大冶特钢（轴承用钢）、宝钢股份
区域建材龙头	八一钢铁、重庆钢铁、华菱钢铁、酒钢宏兴、包钢股份、宝钢

## 重点公司投资评级

代码	名称	评级	每股收益			市盈率		
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
600019	宝钢股份	中性	0.73	0.66	0.63	6.75	7.42	7.78
000898	鞍钢股份	中性	1.12	1.05	1.01	6.29	6.70	6.97
600005	武钢股份	推荐	0.83	1.05	1.15	6.22	4.92	4.50
000329	攀钢钢钒	中性	0.31	0.23	0.24	29.26	39.43	37.79
600010	包钢股份	中性	0.27	0.23	0.26	9.89	11.70	10.35
600581	八一钢铁	推荐	0.52	0.79	0.92	10.53	6.94	5.96
601005	重庆钢铁	推荐	0.26	0.58	0.68	13.81	6.17	5.26



# 设备制造受益公司及投资评级

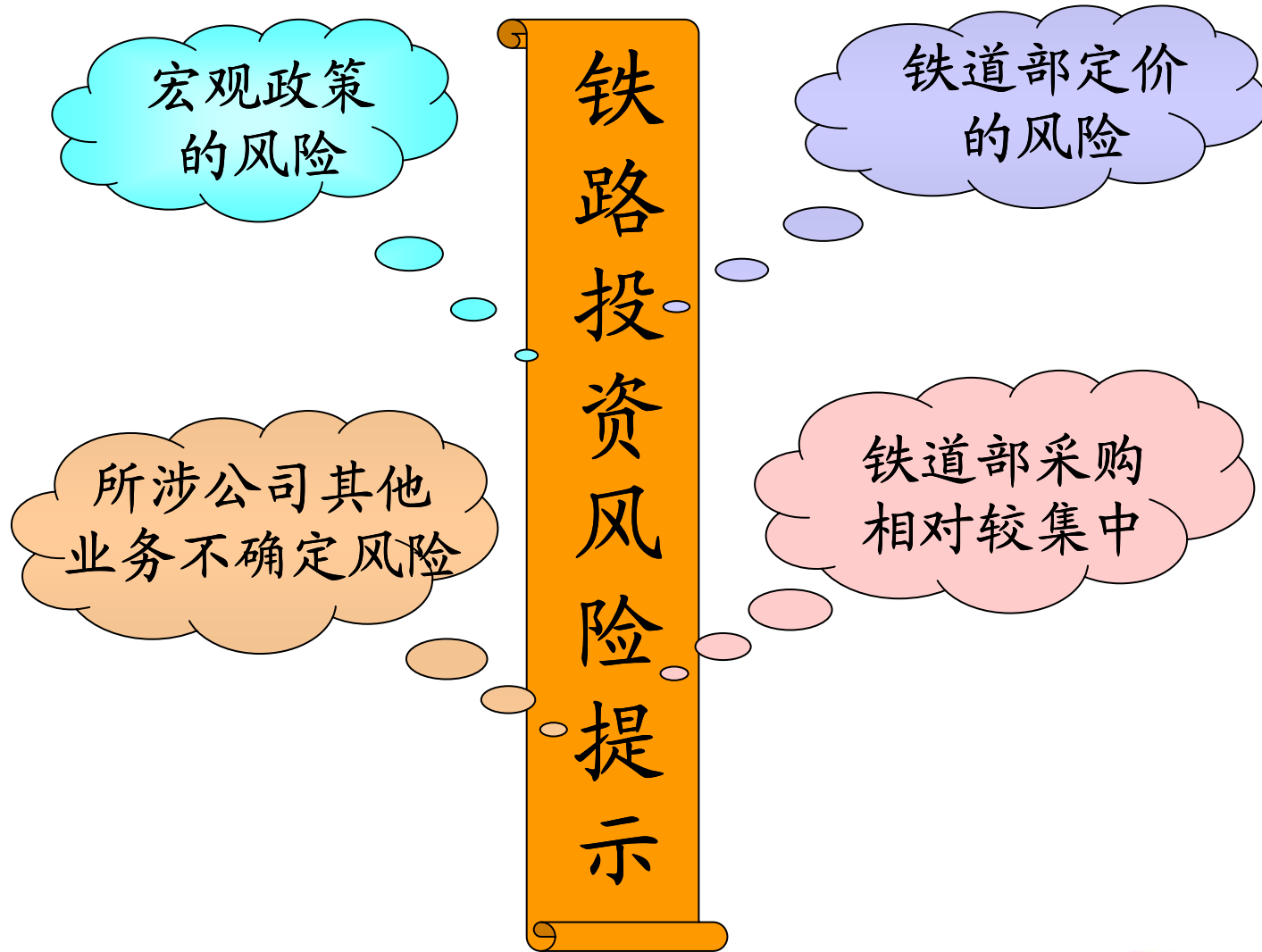
## 2007 年至2010 年车辆保有量预测

产品	2007 年 (辆)	2010 年 (辆)	年复合增长率
机车	18,459	19,000	0.97%
客车	42,644	45,000	1.81%
货车	604,594	700,000	5.01%
动车组	1,133	8,333	94.47%
城轨	3,875	12,000	45.76%

股票代码	股票名称	公司评级	每股收益			市盈率		
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601766	中国南车	中性	0.07	0.13	0.16	60.43	32.54	26.44
002122	天马股份	推荐	0.97	1.65	2.39	52.58	30.91	21.34
601002	晋亿实业	推荐	0.06	0.16	0.23	85.50	32.06	22.30
600495	晋西车轴	推荐	0.57	0.66	0.76	30.04	25.94	22.53
600458	时代新材	中性	0.17	0.28	0.30	56.82	34.50	32.20

- (1) 中国南车：国内轨道交通装备制造业巨头；
- (2) 天马股份：铁路轴承业务发展较快；
- (3) 晋亿实业：国内最大紧固件生产企业，铁路用紧固件业务发展较快；
- (4) 晋西车轴：铁路车轴及配件业务发展较快；
- (5) 时代新材：高速动车组工程配套减震产品业务发展较快。

# 铁路投资风险提示

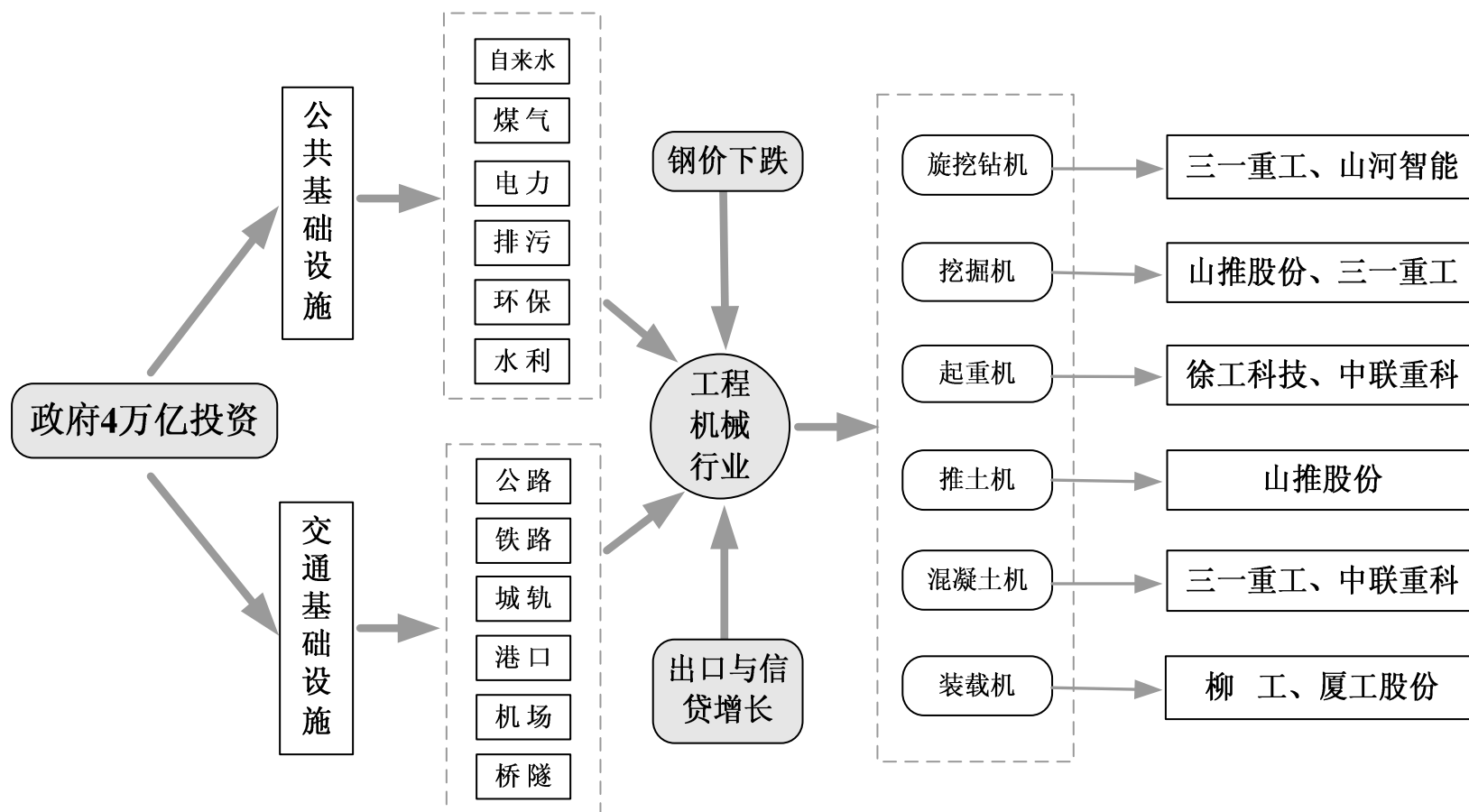


## 第二部分

# 四万亿基建投资的主要受益者

## ——2009年工程机械行业投资策略

# 2009年投资策略概要



资料来源：浙商证券研究所

**2009年工程机械行业业绩呈“前抑后扬”格局，重点关注受政府4万亿投资拉动明显的工程机械类上市公司，给予行业“推荐”评级。**

## （一）为何推荐工程机械行业？



4万亿规模的政府投资



大幅下跌的钢材价格



较高水平的出口增速



适度宽松的货币政策



# 1、政府4万亿投资是行业最大推动力量

表 政府四万亿投资涉及具体投向

序号	资金投向	投资规模
1	医疗卫生、文化教育事业	400亿
2	自主创新和结构调整	1600亿
3	保障性安居工程	2800亿
4	农村民生工程 and 农村基础设施	3700亿
5	生态环境方面	3500亿
6	地震灾区灾后的恢复重建	10000亿
7	铁路、公路、机场、城乡电网	18000亿

表 基建投资中工程机械采购种类占比

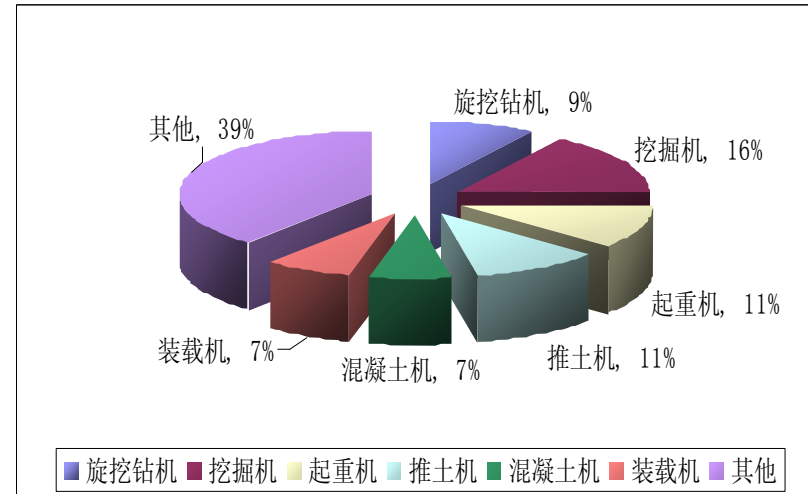
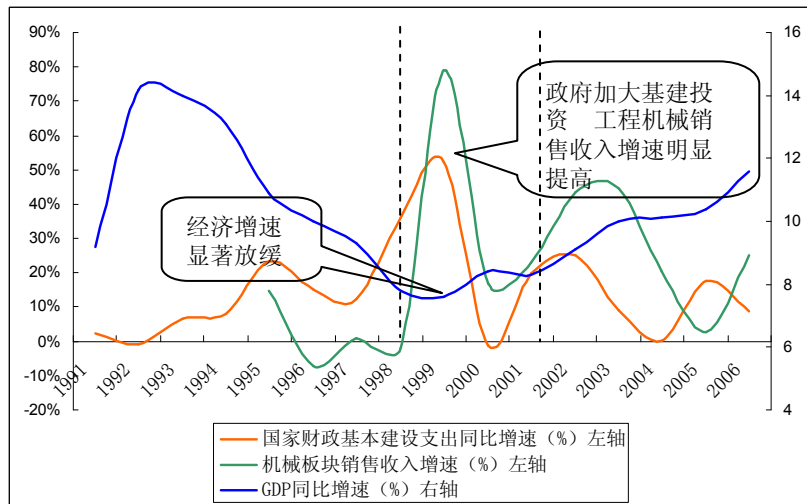


图 近年机械板块销售收入与国家财政基建支出增速情况



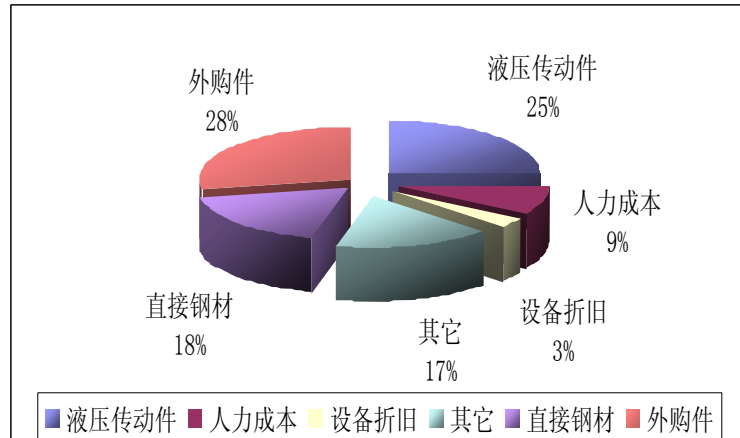
资料来源：中国工程机械行业协会、浙商证券研究所

资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所  
www.stocke.com.cn

- 政府4万亿投资涉及工程机械的基建项目达**38000亿元**，扣除08年四季提前安排的**1200亿**，预计**2009年**投资规模将达**18400亿元**左右。
- 通常情况下，基建投资总额的**7%左右**将被用于采购工程机械，即**2009年**工程机械行业的市场总规模将在**1280亿元**左右。

## 2、钢价暴跌促使盈利能力明显改善

图 工程机械产品成本结构



资料来源：中国工程机械行业协会、浙商证券研究所

➡ 工程机械产品的直接与间接钢材成本约占总成本的**30%**左右。

➡ 目前，工程机械主要用钢（中厚板、热轧板、型钢等）价格**08年**同期大幅下跌了**25-30%**，行业成本压力得到持续缓解，由此预计**09年**行业毛利率将提升**5**个百分点以上，增幅是历年来罕见的。

表 2008年初以来国内工程机械产品主要用钢价格情况

单位 元/吨	中厚板	热轧板		型钢		管材		碳结钢 45#			焊线
	20mm	3.0mm	6.0mm	5#角钢	8#槽钢	108*4.5mm	219*6mm	Φ20mm	Φ80mm	Φ140mm	Φ5.5mm
2008年 1月2日	5180	4900	4750	5050	5000	5800	5900	4800	4830	4980	4810
2008年 12月4日	3600	3700	3450	3800	3650	4700	5100	3700	3850	3960	3600
价格变 动幅度	-30.50%	-24.49%	-27.37%	-24.75%	-27.00%	-18.97%	-13.56%	-22.92%	-20.29%	-20.48%	-25.16%

资料来源：中华商务网、浙商证券研究所

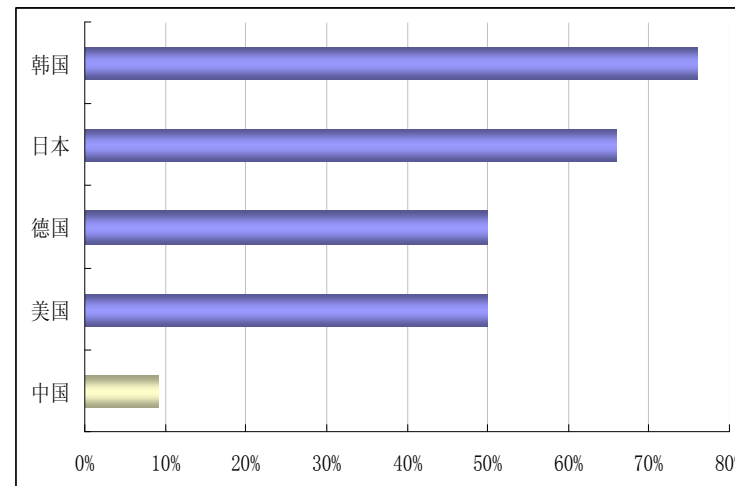
### 3、行业出口增速仍能维持较高水平

表 近年来工程机械进出口金额增速情况及预测

时间	进口				出口			
	2006年	2007年	2008年	2009年E	2006年	2007年	2008年	2009年E
1季度	60%	21.60%	20.20%	26%	81%	60.80%	73.70%	40%
2季度	21%	24.30%	27.10%		71.30%	73.30%	71.10%	
3季度	21.80%	32.10%	26.20%		72.30%	78.40%	60.40%	
4季度	18.80%	25.40%	—		61.10%	78.60%	—	

资料来源：中商情报网、浙商证券研究所

图 工程机械主要生产国出口占总产量比重

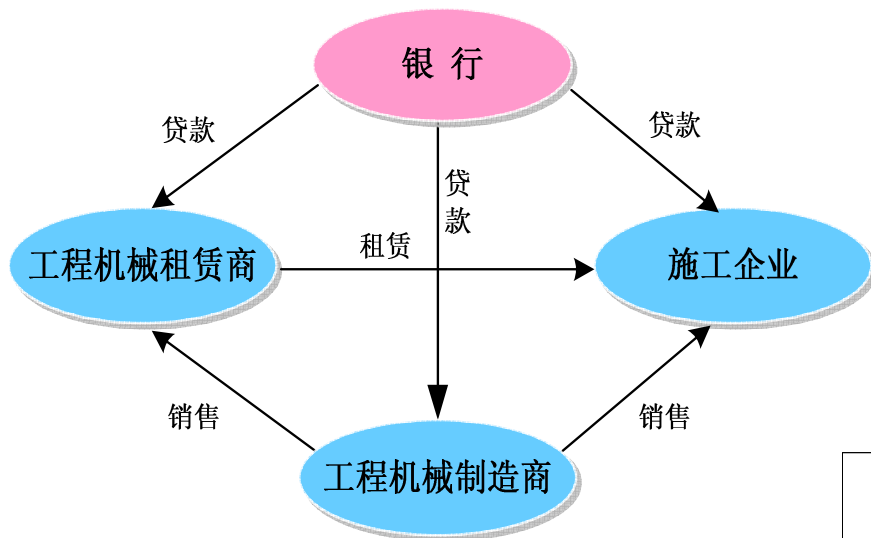


资料来源：中国机械工业联合会、浙商证券研究所

- 我国工程机械的发展阶段仍处于“进口替代”向“出口导向”转变的过程中。
- 2009年随着全球经济增速放缓，预计海外销售增速将适度回落，但整体仍可保持40%左右的增长。主要原因是在海外市场我工程机械产品的性价比较高（价格为同类的50-80%）。

## 4、适度宽松的货币政策有利于拉动行业销售

图 银行与工程机械行业的关联

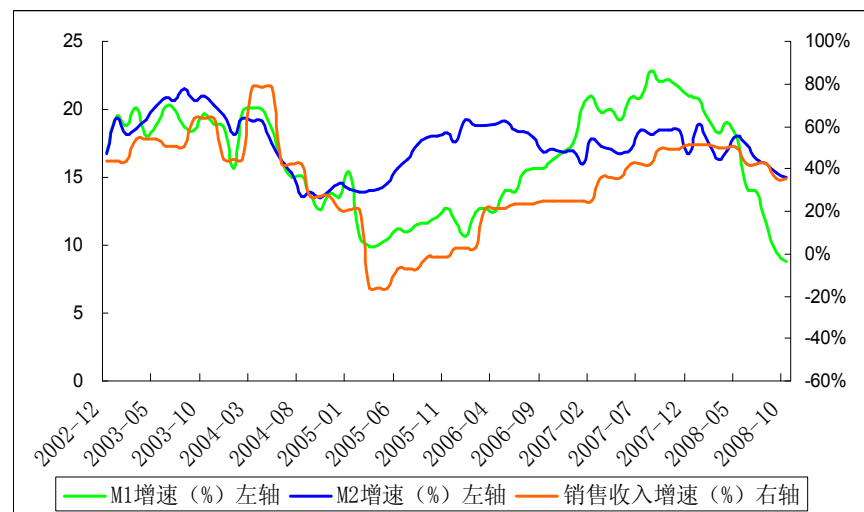


资料来源：浙商证券研究所

09年适度宽松的货币政策有利于拉动行业销售。（工程机械销售收入增速与货币供应量增速呈现高度正相关关系）

银行通过信贷的方式与施工企业、工程机械租赁商、工程机械制造厂家发生联系，信贷规模的增减对整个工程机械行业的景气度短期影响较大。

图 国内货币供应量与工程机械销售收入增速走势



资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

## （二）子行业选择：盈利能力和成长性兼具

表 国内各主要工程机械品种类比

产品类别	行业壁垒	毛利率水平	行业集中度	08年1H总产量中 出口占比	2007年 增速	2008年E 增速	2009年E 增速	主要公司
旋挖钻机	高	约36%	约55% (CR3)	鲜有出口	31%	52%	45%	三一重工、山河智能
挖掘机	很高	约12%	约50% (CR3)	约5%	37%	30%	28%	山推股份、三一重工
起重机	高	约27%	约80% (CR2)	约25%	30%	25%	22%	徐工科技、中联重科
推土机	高	约21%	约52% (CR1)	约35%	24%	22%	20%	山推股份
混凝土机	高	约32%	约90% (CR2)	约18%	58%	30%	15%	三一重工、中联重科
装载机	低	约12%	约70% (CR2)	约9%	22%	30%	12%	柳工、厦工股份

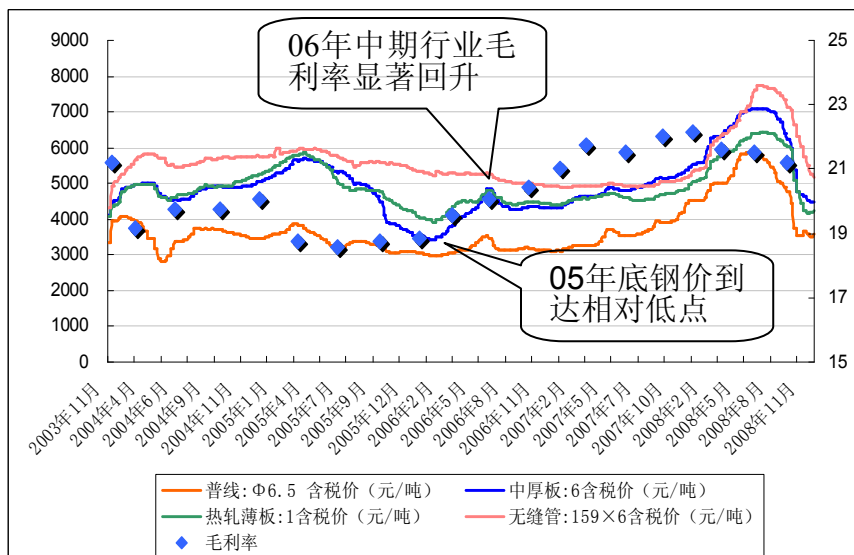
资料来源：中国机械工业联合会、中国工程机械行业协会、浙商证券研究所

- ➔ 我们看好同时具备较强盈利能力与较高销售增速的品种——旋挖钻机、起重机、推土机，相应的公司分别为三一重工（600031）、中联重科（000157）、山推股份（000680）。



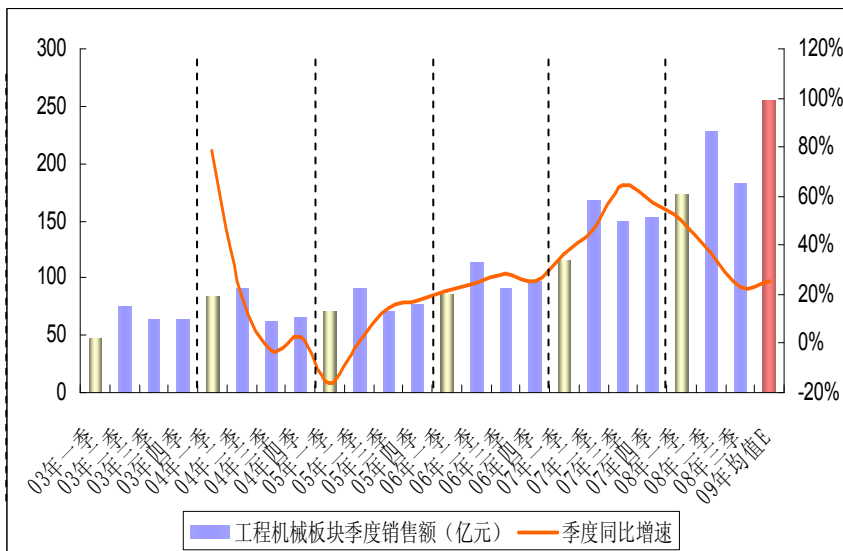
### (三) 投资时点选择：行业盈利拐点将出现在09年二季度

图 历史钢价走势与行业毛利率走势关系



资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

图 历史工程机械板块季度销售情况



资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

- 🔻 工程机械的生产：需提前进行原材料备库，毛利率随钢价的变动通常会滞后1-2个季度；  
 工程机械的销售：受春节及寒冷天气的影响，一季度为行业销售淡季，二季度转入旺季。
- 🔻 我们预计，2009年一季度是国内工程机械行业的业绩低点，行业盈利能力与利润的显著提升将重叠在09年二季度。

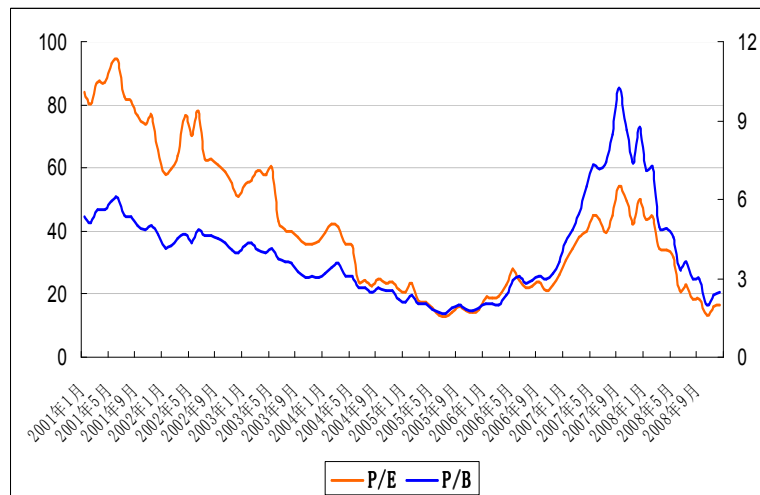
## （四）行业与公司估值评级

表 工程机械行业重点公司估值与评级

股票代码	股票名称	公司评级	EPS			市盈率			2009年限售股解禁	
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	数量(万股)	日期
000680	山推股份	推荐	0.58	0.86	1.12	15	10	8	4919	5/29
000157	中联重科	推荐	0.88	1.26	1.58	15	10	8	53487	7/14
600031	三一重工	中性	1.10	1.02	1.58	15	16	10	—	—
600169	太原重工	推荐	0.76	1.31	1.70	21	12	9	4660	4/11
600815	厦工股份	中性	0.32	0.40	0.53	17	14	10	35491	3/15
000425	徐工科技	中性	0.05	1.09	1.33	352	16	13	9777	12/28

资料来源：浙商证券研究所

图 工程机械行业PE、PB走势



资料来源：天相系统、浙商证券研究所

www.stocke.com.cn

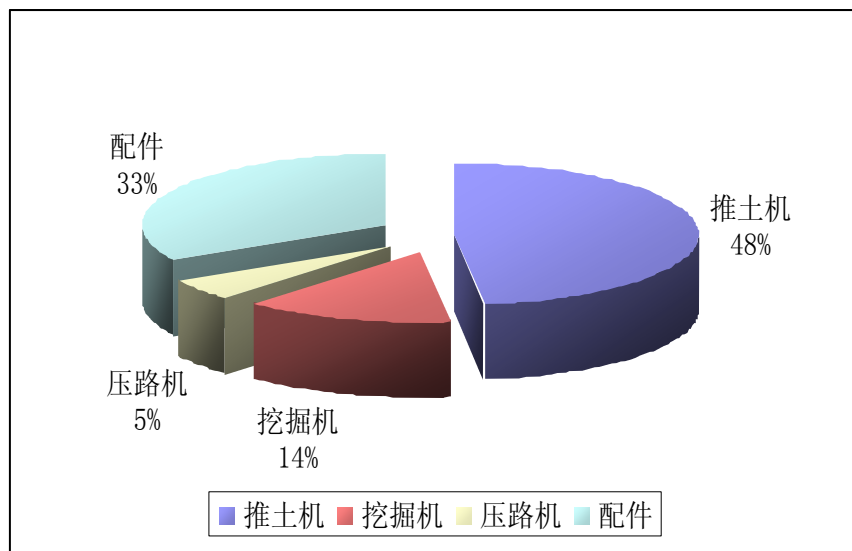
- 2009年工程机械行业净利润增长将在20%以上，全年业绩呈“前抑后扬”格局。目前，工程机械行业市盈率、市净率均处于历史较低水平。给予行业“推荐”评级。
- 2009年工程机械类公司合理估值为12-14倍，推荐公司山推股份（000680）具备较高的安全边际。

## （五）行业风险因素

- ▾ 钢材价格上涨风险
- ▾ 液压传动部件进口价格上涨风险
- ▾ 人民币持续性升值风险
- ▾ 账款回收风险

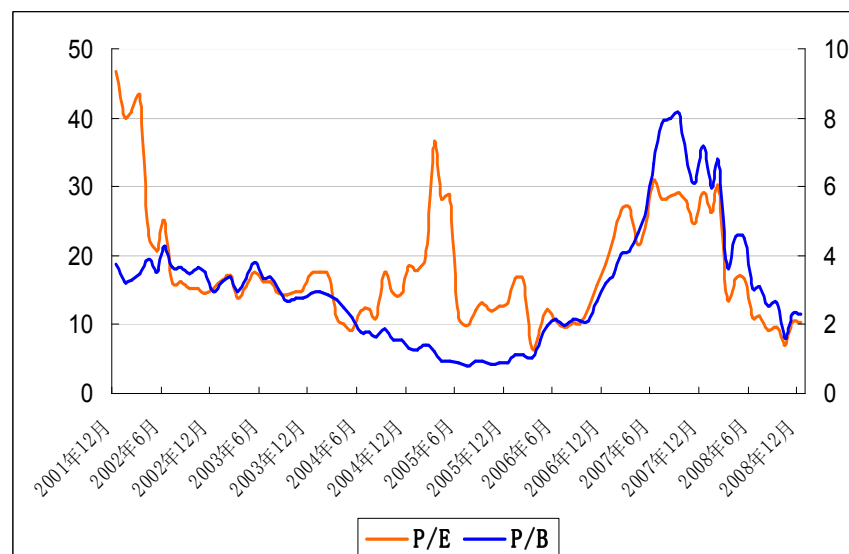
# 推荐公司——山推股份（000680）

图 山推股份（000680）主营产品结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 山推股份（000680）市盈率与市净率走势



资料来源：天相系统、浙商证券研究所

- 推土机行业09年直接受益于基建投资，对房地产业依存度较低；
- 公司推土机2008年国内市场占有率第一，约52%，龙头地位稳固；
- 08年公司出口业务增速接近100%，明显超过行业平均水平；
- 09年5月解禁4918万股，均为大股东山东工程机械集团所有，减持压力较小；
- 目前公司市盈率、市净率均处于历史较低水平，预计08-09年EPS可达0.86元和1.12元，合理估值为13.44-15.68元（PE为12-14倍），目前股价对应08-09年动态PE为10倍、8倍，给予山推股份（000680）“推荐”评级。

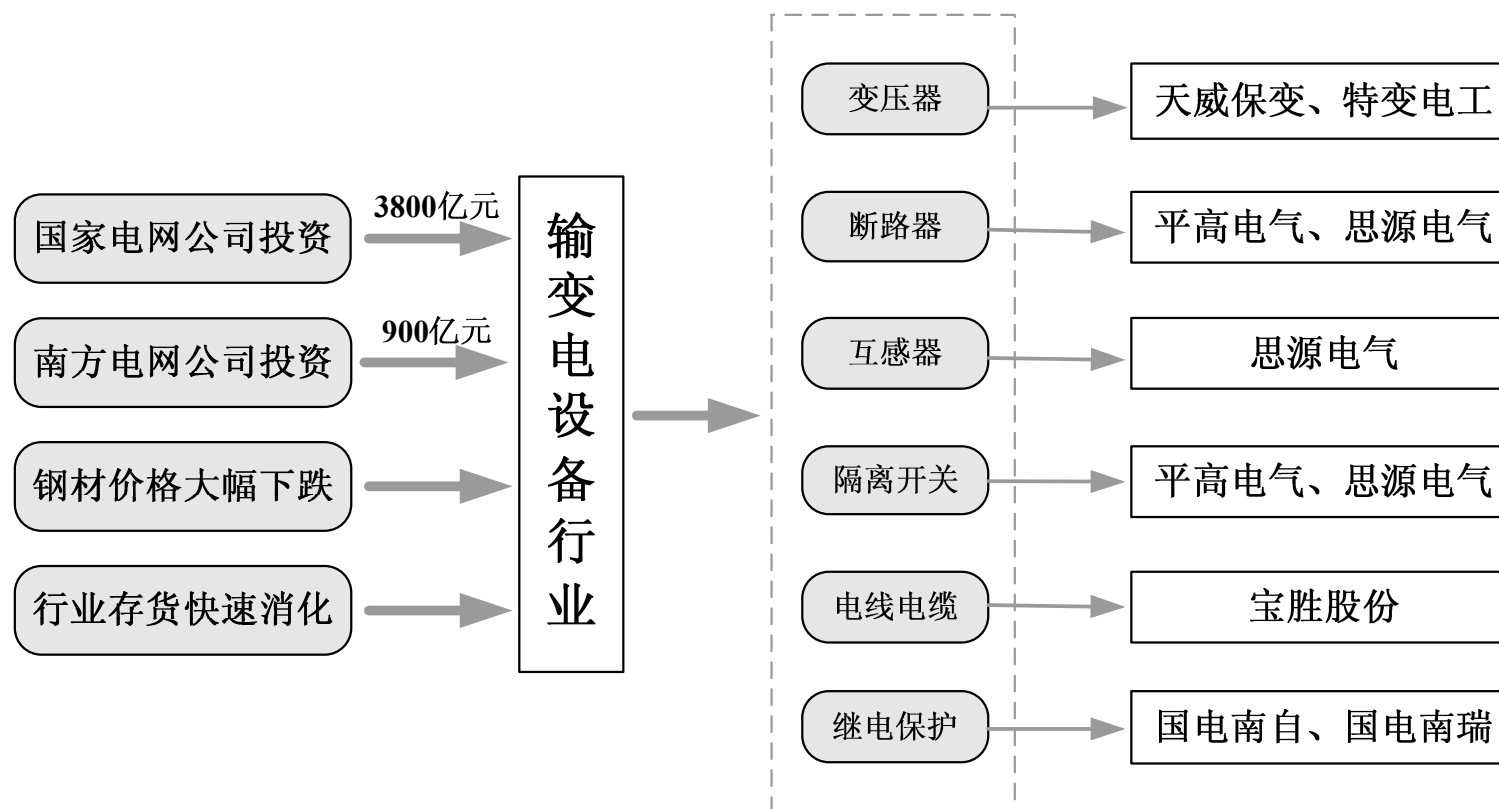
# 第三部分

## 电网投资剧增 行业景气提升

### ——2009年电力设备行业投资策略



# 2009年投资策略概要



资料来源：浙商证券研究所

**2009年电力设备行业的景气集中在输变电设备方面，重点关注电网投资受益明显的输变电设备类上市公司，给予行业“推荐”评级。**

## （一）为何推荐输变电设备行业？



电网投资规模4700亿元



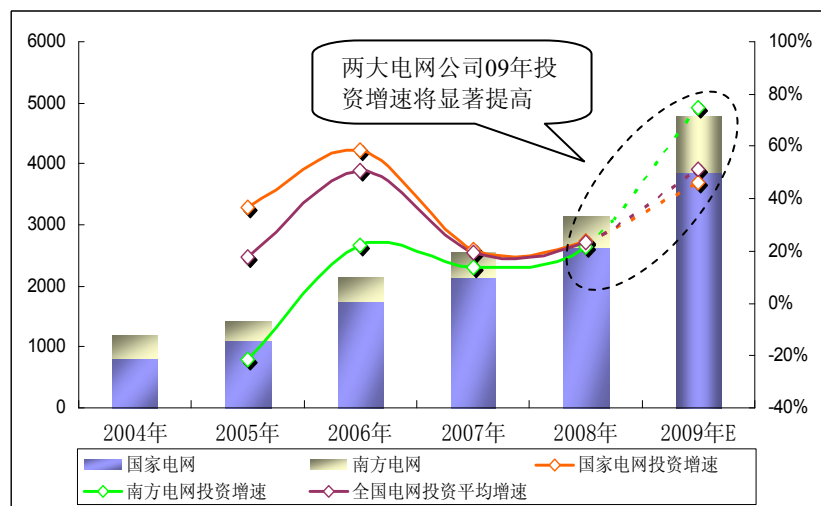
钢材价格大幅下跌



行业存货快速消化

# 1、4700亿元电网投资是输变电行业最大推动力量

图 近年国家电网与南方电网投资情况及预测



资料来源：国家电网、南方电网、浙商证券研究所

- “厂网分开”后，为了改变电力行业“重发轻送”的局面，保证终端用电需要，国内电网建设规模不断扩大。
- 国网公司与南网公司计划未来2-3年在原有投资规模的基础上新增投资约5000亿元和600亿元。根据测算，两网09年实际投资规模将达到4700亿元左右。

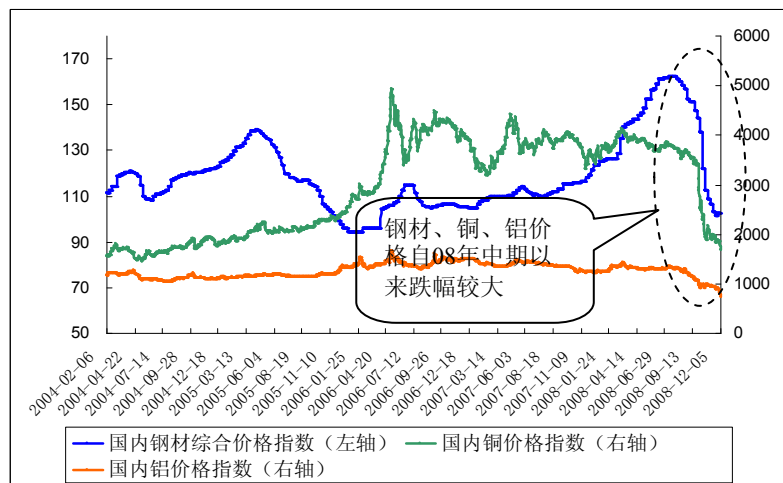
表 国家电网与南方电网计划投资规模情况（亿元）

投资主体	投资期	资金具体投向	投资	项目投资额占比	合计	新增投资	08年四季新增投资
国家电网公司	2009年-2011年	跨国、跨区联网工程、750千伏、500（330）千伏主网架工程	2400	20.69%	11600	5000	120
		大型水电基地、煤电基地、风电基地送出工程	3100	26.72%			
		省会和地级以上城市电网建设与改造工程	3000	25.86%			
		农村电网建设与改造	2500	21.55%			
		提高现有电网抗灾能力工程	200	1.72%			
		抽水蓄能电站建设及现有水电站大坝加固改造	400	3.45%			
南方电网公司	2009年-2010年	城网改造、农网完善	900	100%	1800	600	40.5

资料来源：国家电网、南方电网、浙商证券研究所

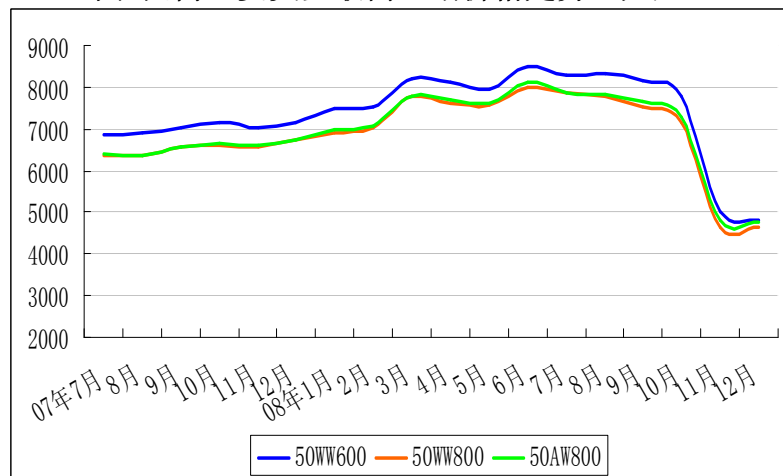
## 2、钢价暴跌促使盈利能力明显改善

图 近年国内钢材、铜、铝价格指数走势



资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

图 国内主要类型取向硅钢价格走势（元/吨）



资料来源：中华商务网、浙商证券研究所  
www.stocke.com.cn

表 2008年国内取向硅钢变动情况（元/吨）

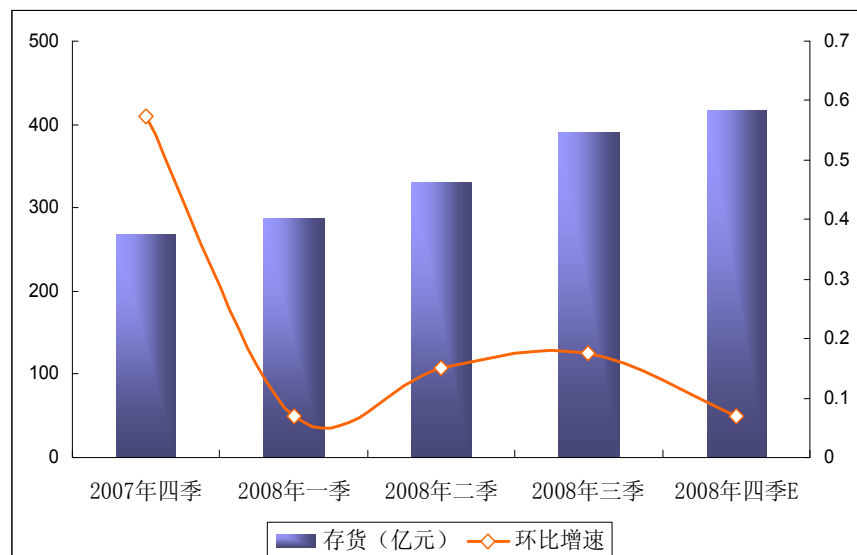
取向硅钢型号	50WW600	50WW800	50AW800
2008年1月均价	7500	6900	7000
2008年12月上旬均价	4800	4650	4750
价格较年初变动	-36.00%	-32.61%	-32.14%
2008年最高点价格	8500	8000	8100
12月上旬价格较年内最高点变动	-43.53%	-41.88%	-41.36%

资料来源：中华商务网、浙商证券研究所

- 2008年下半年，输变电设备原材料中钢材、铜、铝的价格均呈现较大幅下跌，其中取向硅钢价格跌幅亦较大。
- 虽然我国电网投资规模的扩大会明显增加对取向硅钢产品的需求，但是，预计09年国内取向硅钢的价格难以形成较大幅度反弹，其走势将较为平稳。

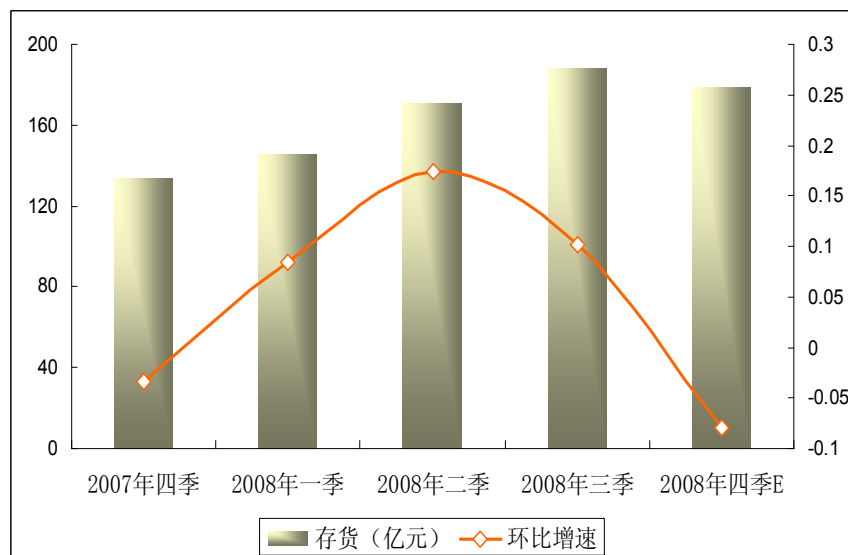
### 3、行业存货快速消化有利于业绩增长

图 电力设备板块存货情况及预测



资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

图 不计东方电气电力设备板块存货及预测

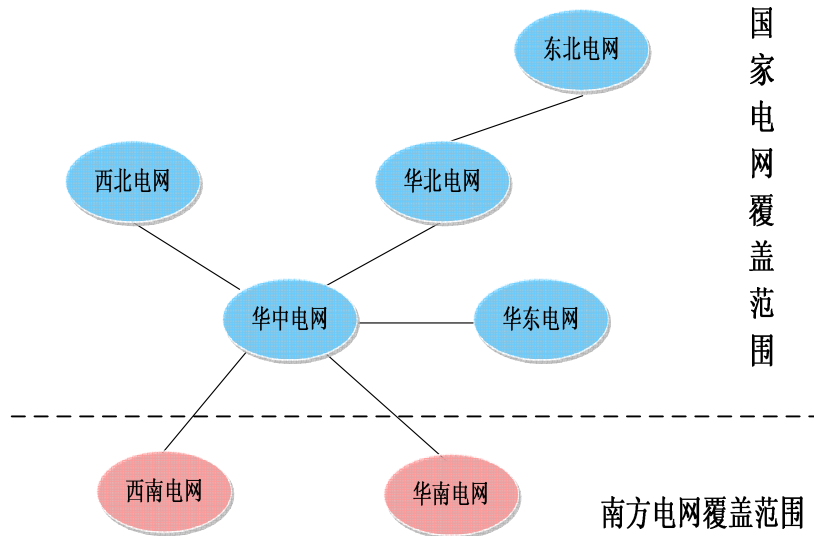


资料来源：WIND资讯、浙商证券研究所

- 2007年底以来行业存货不断增加，考虑中央在第四季度的1000亿投资中，用于城网改造与农网改善等输变电建设的投资达120亿，对短期内消化行业存货都能够起到一定的促进作用。
- 从2008年三季度统计数据看，若不计东方电气，则电力设备板块08年四季度的存货有望实现负增长，我们预计09年行业高成本存货压力亦将明显减轻。

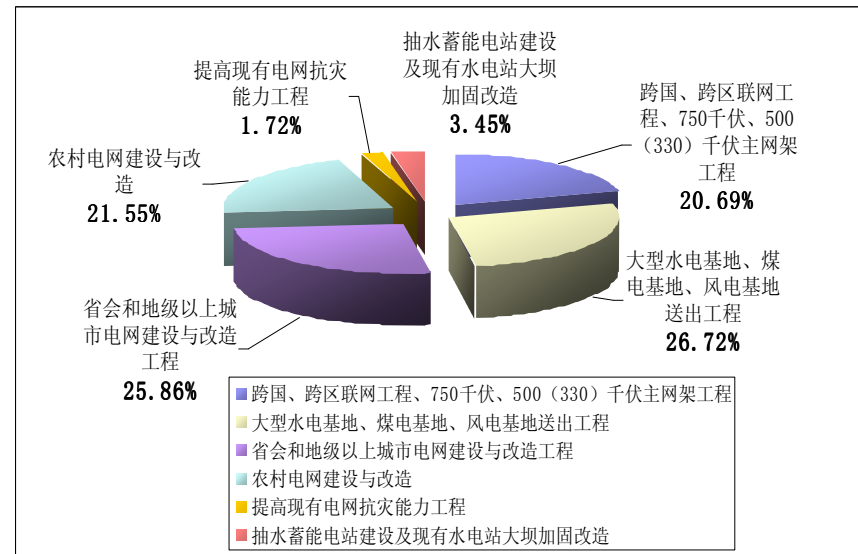
## (二) 子行业选择：关注国网公司投资方向

图 国家电网公司与南方电网公司覆盖范围



资料来源：国家电网、南方电网、浙商证券研究所

图 国家电网投资方向分布情况



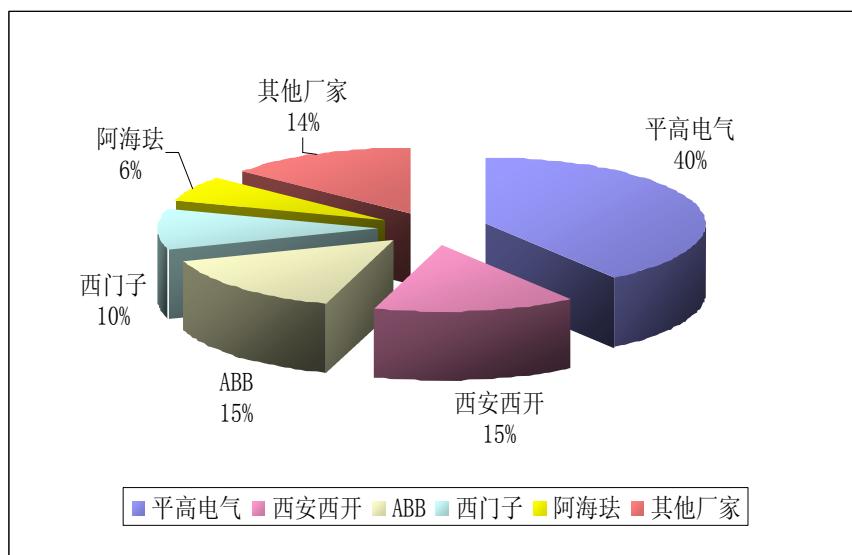
资料来源：国家电网、南方电网、浙商证券研究所

- 从电网布局来看，国网公司覆盖了全国国土面积的**88%**，投资额占国内电网建设投资总规模的**85%**以上，是国内最大的电网建设投资方。
- 从国网公司投资结构来看，“跨国、跨区联网工程”、“电源基地送出工程”、“农网城网建设工程”占比较大，由此高等级的输变电设备——变压器、断路器、隔离开关和继电保护与控制装置等子行业是主要的受益对象。



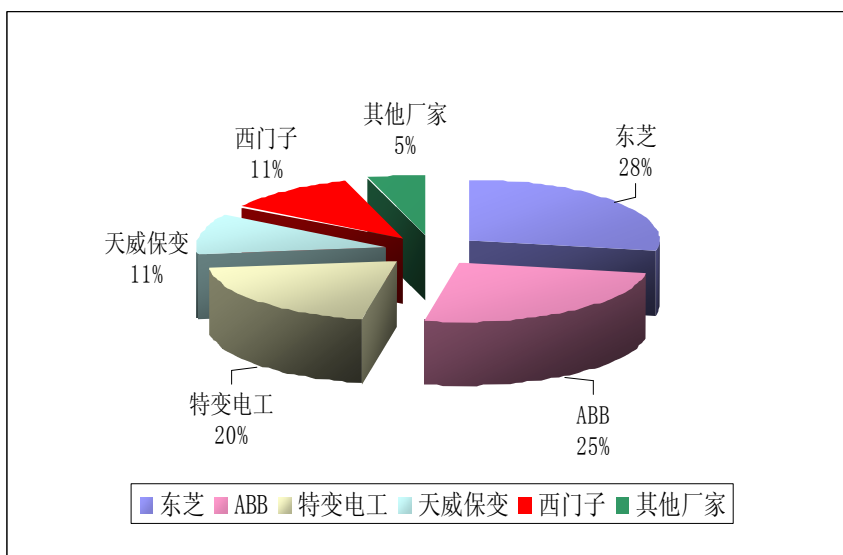
### （三）公司选择：关注各子行业内龙头企业

图 国网08年前五次招标330KV/500KV断路器市场份额情况



资料来源：国家电网、浙商证券研究所

图 国网08年前五次招标500KV变压器市场份额情况



资料来源：国家电网、浙商证券研究所

- ➡ 高等级变压器：特变电工（600089）与天威保变（600550）竞争力较强
- ➡ 高等级断路器及隔离开关：平高电气（600312）与思源电气（002028）优势明显
- ➡ 继电保护与控制设备：国电南自（600268）与国电南瑞（600406）市占率领先
- ➡ 电线电缆：宝胜股份（600973）具备一定实力

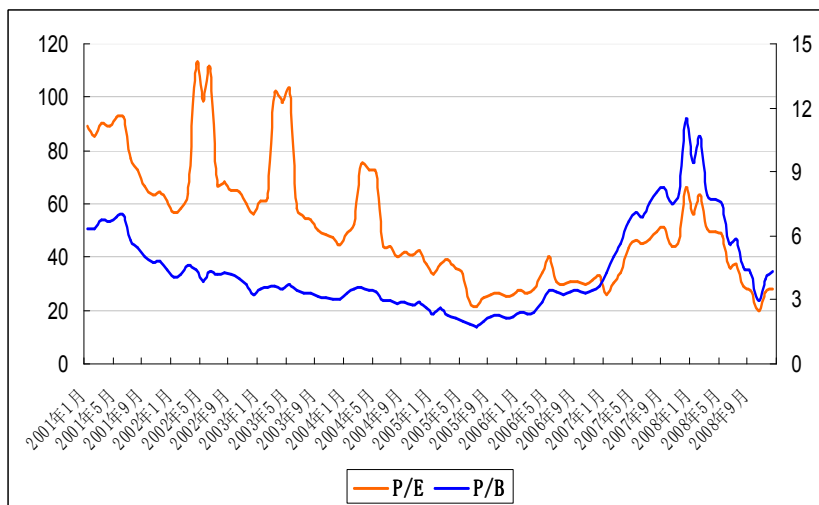
## （四）输变电设备行业与公司估值评级

表 输变电设备行业重点公司估值与评级

股票代码	股票名称	公司评级	EPS			市盈率			2009年限售股解禁	
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	数量(万股)	日期
002028	思源电气	推荐	0.99	1.50	2.10	31	20	15	—	—
600089	特变电工	推荐	0.43	0.82	1.19	56	29	20	24377	5/8
600112	长征电气	推荐	0.11	0.30	0.38	61	22	17	9813	2/27
600192	长城电工	中性	0.21	0.18	0.25	24	28	21	11155	8/9
600550	天威保变	推荐	0.39	0.81	1.41	56	27	15	11563	8/15

资料来源：浙商证券研究所

图 输变电设备行业PE、PB走势



资料来源：天相系统、浙商证券研究所

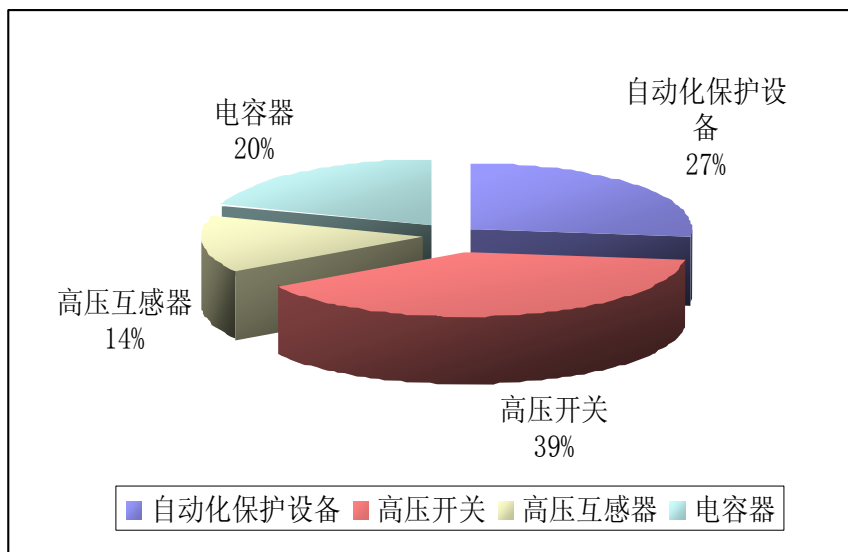
- 输变电设备行业09年净利润增长将在40%以上，目前行业市盈率、市净率均处于历史较低水平。给予行业“推荐”评级。
- 2009年输变电设备类公司合理估值为23-25倍，推荐公司思源电气（002028）具备较高的安全边际。

## （五）行业风险因素

- 钢材（包括取向硅钢）价格上涨风险
- 外部技术更新造成的研发滞后风险
- 账款回收风险

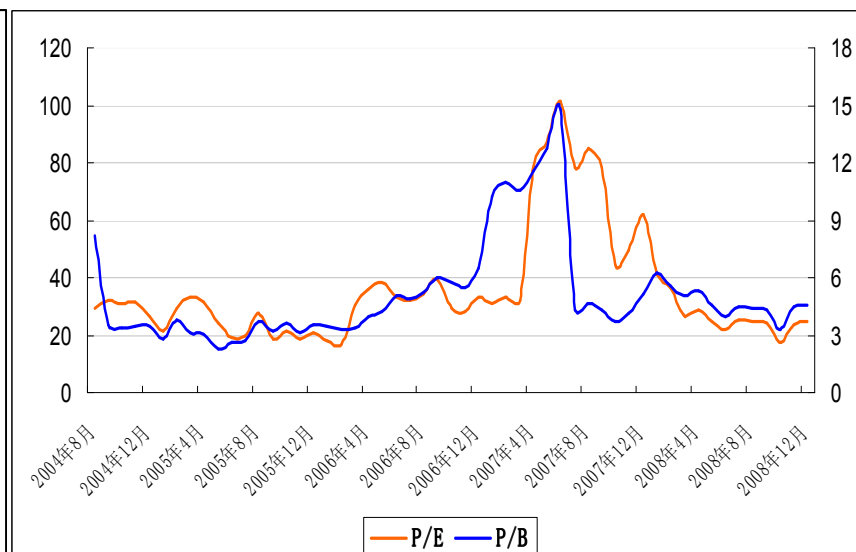
# 推荐公司——思源电气（002028）

图 思源电气（002028）主营产品结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 思源电气（002028）市盈率与市净率走势



资料来源：天相系统、浙商证券研究所

- 输变电行业09年直接受益于国家电网与南方电网的大规模投资；
- 公司高压开关与自动化保护设备的毛利率分别高达38%和45%，明显高于行业平均水平；
- 公司产品多应用于高等级电压领域，行业进入壁垒较高；
- 公司2009年内无限售股解禁压力；
- 目前，公司市盈率、市净率均处于历史较低水平，预计08-09年每股收益可达1.50元和2.10元，合理估值为34.02-40.50元（PE为23-25倍），目前股价对应2008-2009年动态PE为20倍、15倍，给予思源电气（002028）“推荐”评级。

# 研究创造价值



## 浙商证券研究所

杭州市杭大路1号黄龙世纪广场A座6/7F, 310007

电话: 0571-87901963 网址: [www.stocke.com.cn](http://www.stocke.com.cn)

上海市长乐路长鑫大厦1219号18F, 200031

电话: 021-64718888-1287