



# 坚守“经济复苏+金融改革”两条主线

很幸运,目前为止,市场的逻辑完全符合我们在二季度策略《春风化雨 润物无声》中的判断:一是宽货币预期下的经济复苏;二是经济改革大背景下的金融体制改革带来的制度红利。前瞻地看,A股还将继续遵循这两条主线。

在二季度策略《春风化雨 润物无声》中我们提到,宽货币政策缓慢但确定,未来货币政策的空间将越来越大,这意味着经济环比增速已经见底,市场表现为“进二退一”,在经历一季度末短暂的业绩冲击后,4月份A股有望重拾升势。随后我们发布了《政策与经济共振》和《市场震荡向上可期》两份策略报告,重申和更新了观点,并得到了市场验证。

目前我们维持这一判断:经济复苏和金融改革依然是贯穿市场运行的两条主线。

支撑经济见底并缓慢复苏的



动力在于政府投资。一季度中国GDP环比增速为1.8%,按照这一速度简单折年后,GDP同比增速将下滑至7.4%,如果仅仅依靠企业自发主动调节,下滑风险较大。我们倾向于认为,即使政府有意将目标增速调低,但目前下行速度显然在一定程度上超出容忍,这意味着政策微调的必要性已经显著提升。

政府投资是最快的选择。自从2009年2月份见顶后,中央固定资产投资完成额同比增速一直下滑,但2012年以来,这一下滑趋势得到缓和,更重要的是,项目储备仍很充沛。近期我们观察到两个现象:首先,3月份城投债发行出现爆发式增长,一个月内发行了58只,发行规模达到767亿元,创下历史纪

录;第二,进入3月份以来,发改委基础产业司密集审批了22项大中型基础设施建设项目,一大批各省高速公路网、机场和轨道交通项目获得集中审批通过,而1-2月全国仅6项基础产业建设项目获批。这意味着政府投资将开始持续发力。

从这个角度出发,我们前期重点关注的建材、耐用消费品、“三张网”即轨道交通网、能源网、信息网,全系统政府或大型国企投资,详见二季度策略《春风化雨 润物无声》)和重卡还有上升空间;我们预计4月份-6月份CPI和PPI将继续下滑,货币政策缓慢宽松,货币高敏感型的地产仍然可以关注,但中长期看,巨量存货和在建施工面积带来的潜在存货,仍然有待消化。

另一个我们始终坚信的主线是“金改”。从2月中下旬开始,我们几乎每周都要提到金融改革将带来制度红利,券业将迎来大发

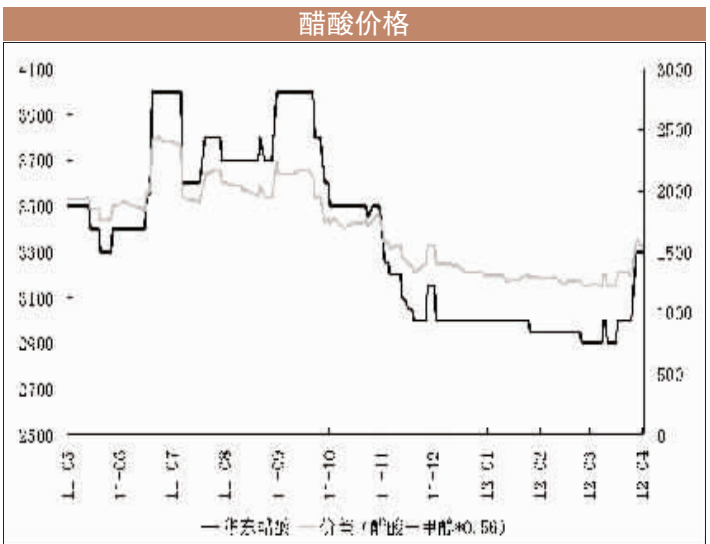
展的良好机遇。现在这已经成为市场共识,从正宗的券商股到非传统的金融类公司或参股公司,一系列泛金融类股票都得到了投资者追捧。

这既基于我们对业内动态的密切关注,也是对中国改革大背景的判断。应该说,这一轮券业改革不能孤立和割裂来看,而应放在金融业改革、乃至经济改革的大背景下来理解。这就涉及到,在整体已经做大的基础上,金融业如何做强,如何更好地做到为实体服务,无论是破除银行垄断还是大力发展高收益率债券等等,都意欲于此。具体到券业,如何做大以匹配实体经济实力、同时在经济转型中充当推动力,成为重要课题。

前瞻地看,二季度策略中对市场“进二退一”的判断没有改变,缓慢盘升的趋势将一直贯穿二季度。

## 每周酷图

## 短期供给受限 醋酸涨幅居前



化工品价格涨跌幅			
产品	涨幅	产品	涨幅
醋酸	6.90%	液氯	-6.06%
尿素	5.22%	纯碱	5.00%
丁二烯	4.63%	钛白粉	4.76%
MEG	4.18%	PA6（纤维）	3.90%
乙烯	3.93%	BDO	-3.64%

数据来源:百川资讯

## 行业观察

# 铁路货车行业 景气提升 优选弹性

中国铁路体制改革将使铁路行业发生重要变化。改革的核心特点将体现为“市场化”:第一,民间资本将逐步进入铁路领域;第二,铁路运输将以盈利为导向。在实现市场化目标的过程中,铁路货车行业将优先明显受益。

## 三大需求同时拉动

未来一段时间,铁路货车的需求仍将由以下三块构成:首先,是国内铁道部招标,这是国内铁路货车行业的基本需求。“十二·五”期间,我国铁路客货运输将逐渐分流,货运能力的快速增长会带动货车需求逐步放出,这部分货运需求扩张将在中长期内持续;其次,是国内企业自备车需求,此部分需求主要来自中国神华、铁建投资、内蒙古华远、大秦等企业,其主要用于煤炭。受煤炭工业发展“十二·五”规划的积极带动,前期的车辆需求也将将在近一两年内初步快速释放,毛利率也显著高于部招水平;第三,是海外出口。近年前独联体国家货车需求有上升趋势,印尼、苏丹、蒙古等国家亦有进口铁路货车的需求,且出口产品的毛利率甚至高于自备车的毛利率水平。

我们预计,行业的需求格局将有所改变,下游需求将从以往的由铁道部招标主导逐渐过渡到部招、自备车、海外出口三驾马车

图1 未来铁路货车需求格局有望改变						
	2010	占比	2011	占比	2012E	占比
铁道部招标	35000	69.2%	40000	71.2%	40000	70.6%
企业自备车	6500	11.5%	18400	25.4%	29000	25.9%
海外出口	2010	12.4%	1710	2.4%	15000	14.1%
合计	50000		55800		79000	

图2 铁路货车生产企业标示产能		
企业	产能	吨位
中国北车	26000	70、80吨级
中国南车	19300	70、80吨级
北方创业	4000	70、80吨级
晋西车轴	3000	70吨级为主
重庆铸锻	3000	70吨级
东方新兴	2000	70吨级
合计	57300	

图3 相关上市公司货车利润贡献度排序				
证券代码	公司名称	2011年货车业务毛利	2011年总毛利	利润贡献度
600967	北方创业	2.59	3.80	66.2%
600155	晋西车轴	1.8	3.81	61.8%
600920	南方汇通	1.79	3.37	53.8%
601259	中国北车	2.02	120.61	14.7%
601766	中国南车	3.61	134.03	8.8%

图4 相关上市公司估值水平排序						
证券代码	公司名称	PE		PB		PDG
		2011	2012E	2011	2012E	
600967	北方创业	31.8	26.2	2.9	3.0	0.42
600155	晋西车轴	16.9	20.0	2.3	2.3	0.71
601766	中国南车	17.9	15.0	2.3	1.8	0.77
601259	中国北车	13.5	12.6	1.1	12.9	0.92
600920	南方汇通	49.8	31.5	3.0	3.7	-

同时拉动的局面(见图表一)。而在供给端,产能相对偏紧的

状况提升了市场对量价齐升的预期,这也是我们看好铁路货车行业

的逻辑所在。其中,自备车需求的释放使得货车企业盈利持续改善是我们看好行业景气的最基本要素。

投资标的选择上,由于货车业务板块在南、北车产品结构中的占比仅为12-14%左右,对两家公司业绩边际贡献并不明显,因此,我们更倾向于选择高弹性标的,如北方创业、晋西车轴。

## 供不应求 利润率提升

新造货车需求可细分为新增货运配套需求和更新替换需求。

新增需求方面,铁道部曾计划到“十二·五”期末,全国货车保有量达到100万辆。以2011年底76万辆的保有量数据计算,2012-2015年,每年将至少新增4万辆订单。而根据今年3月份发布的《煤炭工业发展“十二·五”规划》要求,到2015年煤炭运力达到30亿吨,以2011年17.2亿吨的煤炭运力数据推算,距离规划的目标有明显差距。根据海通证券的测算,未来四年新增货车规模应从原计划的24万辆增加到31万辆,即年需新增货车保有量7.76万辆。

更新需求方面,一般铁路货车的使用寿命为25年。我们从某铁路货运行业专家处了解到,根据以往经验,每年旧车淘汰的规模在2万辆”。因此,结合两部分需求测算的结果,国内新造货车市场的年均需求规模有望达到9.76万辆左右。

此外,根据海通证券预测,若考虑出口货车年需求2万辆,则“十二·五”后期,我国每年的实际需要生产货车数量至少为11.5万辆。

再看行业供给。我国现有货车生产厂家的货车标示的总产能约为每年6万台(见图表二)。相比前述行业需求而言,供给缺口较大,扩产空间充足。考虑到货车扩产周期一般在1-2年,因此,就目前来看,全行业较高的景气度仍有望保持。

利润率方面,部招车的毛利率接近8%左右,企业自备车的毛利率约为14-15%,而海外出口车的毛利率甚至还要更高。因此,随着企业自备车及海外出口市场的不断扩大,行业整体毛利率水平将不断提升。

## 可优先选择弹性标的

上市公司中从事铁路货车制造的企业包括中国北车、中国南车、北方创业、晋西车轴和南方汇通。首先,我们对以上五家公司货车业务的边际利润贡献度做了比较(见图表三)。尽管中国北车、中国南车在铁路货车市场所占份额很高,但是从边际利润贡献度角度来看并不具备比较优势。

其次,在基本面比较的基础上,我们也需要考虑股票当前的估值水平。比较优势排序见图表四)。

综合以上两方面的分析,我们认为北方创业和晋西车轴是更佳的投资选择。

## 公司其他亮点

一是收购龙泉煤矿股权。龙泉煤矿目前的股权是公司持股42%,煤气化集团持股18%,中煤能源持股40%。公司曾于2010年12月底公告,称公司正在与龙泉公司的其他两个股东协商调整龙泉公司的股权比例,并实现对龙泉公司的绝对控股。我们判断,公司有可能收购大股东所持有的18%的股份中的至少9%,从而达到51%以达到控股状态。但也不排除公司将全部18%的股份收购,从而持股达到60%。无论收购多大的股权,都将增加公司的权益产能和产量,从而增加公司的业绩。

二是增发。公司在2010年底时发布了非公开发行方案,拟发行1.55亿股,增发价格为18.3/股,拟募资约28.5亿元,将全部用于增资龙泉煤矿。到目前为止,增发尚未实施。

三是实际控制晋煤集团。2011年4月,山西省国资委将所持煤气化集团34.82%股权及中煤集团委托山西省国资委管理的煤气化集团16.18%股权(合计51%股权)委托晋煤集团管理。晋煤集团因此成为煤气化集团和煤气化的实际控制人。晋煤集团主要经营煤炭开采、煤炭洗选及深加工,煤层气的开发利用等。我们分析,晋煤集团作为煤气化实际控制人后,有可能利用煤气化这个平台进行资本运作,从而为市场带来一些想像空间。

但我们还要提示一下风险:主要是焦煤价格下跌的风险,新建煤矿不能按期投产的风险,安全事故的风险以及补贴不足不及时的风险。

# 煤气化 “危”中藏“机”

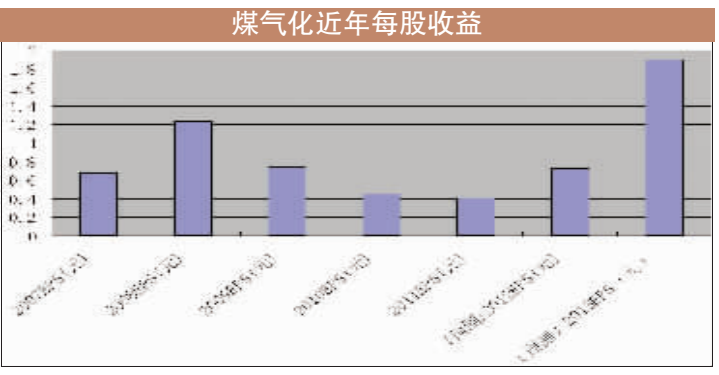
尽管煤气化(000968)今年一季度每股收益只有0.0767元,全年业绩面临着焦化业务停产计提减值可能对业绩形成较大冲击,但我们总体判断,着眼于2013年,公司“危”中藏“机”。

## 2012年计提影响或得到对冲

公司位于太原市的焦化业务即将停产,其中今年4月底之前关闭第一焦化厂,8月底之前关闭第二焦化厂。由于停产可能一次性计提减值,所以这有可能导致公司今年业绩出现较大幅度的下降。但我们认为,有一些因素将会对冲计提的影响,所以公司今年全年业绩未必会亏损。

公司焦化业务盈利不佳,停掉了会更好。焦化业务停产即减少了用于炼焦的煤炭消耗,这部分煤炭可以直接对外销售,从而增加公司利润。

根据公司近日公告,公司预计比2011年减少焦炭61万吨。按两吨焦炭原煤炼一吨焦炭计算,将减少消耗原煤122万吨,因此公司可以增加122万吨的原煤销售。按吨煤净利润300元计算,将增加净利润3.66亿元。假定2012年公司生产焦炭125万吨,则需要消耗原煤约250万吨,而公司100%股权的三个煤矿(嘉乐泉、炉峪口、东河)产能为250万吨,即全部用于焦炭生产。而持股70%的离石煤矿2011年为公司贡献净利润2.34亿元,谨慎起见,我们假定其2012年贡献净利润2亿元。上述两方面合计为5.66亿



元,税前利润总额为7.55亿元。而公司今年停产前仍生产64万吨焦炭,按每吨亏损300元计算,共亏损1.92亿元,而焦化业务停产若对相关资产一次性计提减值,则减值将是巨大的。我们假定,减值加上工人停产后的工资(按年工资总额6万元计算)总共将增加约6.5亿元的损失,加上生产64万吨焦炭的损失1.92亿元,则总共亏损8.42亿元,与7.55亿元盈利相抵后仍亏损0.87亿元。但公司在建煤矿今年将贡献业绩。其中,华苑煤矿和华胜煤矿预计9月底投产,两个矿产能合计为180万吨,按40%产能利润率计算为72万吨,公司70%权益约为50万吨,一个季度预计生产约12万吨,按250元的吨净利润计算则形成净利润3000万元。另外,公司目前在产煤矿也可适当增加产量,如果按增产20万吨计算,按300元的吨净利润则形成净利润6000万元。由此形成9000万元净利润,与上述亏损相比则实现了盈利300万元。

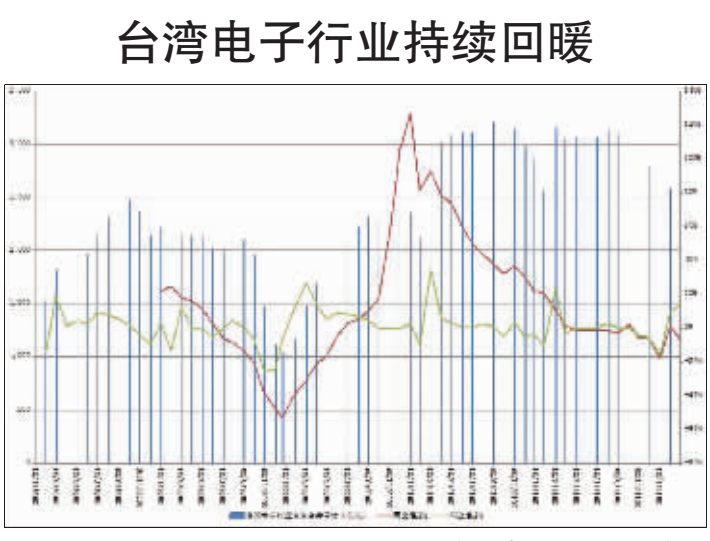
而且焦化厂所占土地很有可

能获得政府相应补贴。公司焦化业务包括两个焦化厂、一个洗煤厂、电厂和综合服务公司,所占土地有部分土地的使用权属于集团,但估计有一半属于公司。我们认为这些土地可能由政府进行一级开发,而政府给公司适当补贴。这里谨慎假定政府给5亿元补贴,税后为3.75亿元。这样公司将实现盈利3.78亿元(3.75+0.03),按目前股本5.1375亿计算,合每股收益0.73元。当然,政府给多少补贴,以及这些补贴什么时候给,都存在不确定性,这是需要密切关注的。

我们综合判断,公司今年全年业绩不会出现亏损,如果政府给补贴及时甚至可能还会出现明显的增长。

## 2013年业绩将大幅增长

公司目前在建煤矿三个,其中,龙泉煤矿是新建,设计产能为500万吨,公司持股比例为42%;另外两个矿即华苑煤矿和华胜煤矿是整合矿,设计产能均为90万吨,持股比例均为70%。整合矿预计将在今年



数据来源:TEJ、研究中心

据TEJ(台湾经济新报)数据显示,由于基数较高,台湾地区电子行业3月份合并营收同比增速由上月的0.76%下滑到-6.79%,但环比增长13.97%,回升趋势明显。结合即将释放的新产品更新需求,研究中心认为,这表明电子行业回暖的趋势仍在继续。

分行业来看,台湾地区手机行业同比下滑5.09%,但环比看,较2月份提高36.82%。其中,手机龙头HTC(宏达电)营收环比增幅达到52.19%,初步扭转了销售下滑的颓势。HTC业绩回暖可能与其新推出的“HTC one”系列手机有关,该款手机曾经在去年的MWC展会上给人留下深刻印象,是今年HTC东山再起的主打产品。

往上看,虽然台湾地区IC设计和IC封测3月份同比增速也有所下滑,但环比增速却分别为22.34%和9.61%。受益于大陆电信补贴中低端智能手机、3G手机加速推广以及Ultrabook即将推出效应等,智能手机和NB产业链开始全面补库存。台系PC相关的IC

TV、数码相机及网络产品,客户回补库存迹象明显。部分IC设计和封测厂商表示,二季度在手订单仍会比较饱满。

IC设计和封测是众多电子行业上游,其较强的营收表现更能说明台湾电子行业回暖的趋势。另外,3月份北美半导体订单出货比为1.13,已经连续6个月回升,其中订单金额同比下降6.42%,下降幅度连续6个月收窄。由于电子行业全球一体化趋势越来越明显,北美和台湾地区半导体回暖趋势未来将会传导至大陆。对于A股,目前电子行业年报和一季报业绩下滑的风险已经大体被市场消化,5月份的电子板块或有反弹机会,可以适当关注中低端智能手机、Ultrabook和IC等相关产业链。相关产业链代表性公司包括劲胜股份、超声电子、莱宝高科、长盈精密、立讯精密、上海新阳等。

小贴士:TEJ资料范围涵盖亚洲九个主要市场,包含上市公司财务及其他相关资料库。其电子行业数据库包含PCB、LED、LCD面板、触控面板、IC封测、IC设计、手机、晶圆制造八个细分市场。