

马钢股份 (600808.SH) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司点评

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

迈向高铁/动车车轮产品的领军者

事件

- 近日，相关网站对马钢收购法国瓦顿做了深入报道，并详细介绍了马钢未来在高铁轮轴方面发展目标、路径。
(http://www.chinadaily.com.cn/huishang/2015-02/28/content_19678551.htm)

评论

我们在前期报告《动车/高铁车轮前景广阔》2014.12.30 中深入分析了马钢高铁车轮业务，并给予买入评级，本报告进一步跟踪研究。

- **基本完成对世界高铁轮轴名企瓦顿公司的收购。**本次收购始于 14 年中，在安徽省政府、中国铁路总公司以及省直相关部门的大力支持下，最终以 1300 万欧元全盘接收瓦顿包括高铁轮轴一系列技术专利在内的全部资产和 487 名员工。目前，收购已基本完成。法国瓦顿公司与日本新日铁住金、德国 BVV 公司、意大利卢奇尼公司并称为世界四大高速轮轴制造企业，主要产品为车轮、车轴及轮对系统等。瓦顿高铁车轮创造过世界最高试验时速 574.8 公里/小时，其在高铁车轮、车轴和轮对方面拥有全球领先的核心技术。
- **本次收购对公司而言有重要意义。**1) 通过此次收购，全盘接收世界知名厂商高铁轮轴系列技术专利，打破国外长期技术垄断局面；并借助瓦顿原有在世界 40 多个国家和地区的销售网络以及各个国际铁路组织中的地位，大力推动中国高铁技术及产品走出去。2) 高铁车轮、车轴及轮对系统作为典型的高利润产品，盈利能力可观。我们测算车轮产品吨钢售价高达 2-6 万吨，毛利率 30% 左右，即吨盈利较普钢高出数十倍乃至百倍。
- **动车/高铁车轮市场空间巨大，对公司业绩贡献可观**
 - ✓ 公司目前动车车轮产品仍处在铁总考核、验收阶段，高铁车轮则处于研发阶段，但考虑收购后所具备的领先技术实力、以及国内相关政策的支持，研发推进可期且业绩弹性巨大。
 - ✓ 根据我们测算，未来高铁、动车车轮的国内外年均总需求超过 80 万吨，而根据售价及毛利率测算，动车、高铁车轮对马钢业绩弹性为 0.019 元/万吨，假设其在国内、出口市场市占率均达到 50%，则对应的年 EPS 空间为 1.03 元，前景广阔。

投资建议

- 预计 15、16 年 EPS 分别为 0.01 元、0.02 元，维持“买入”评级。

附：上次报告《动车/高铁车轮前景广阔》中对车轮相关业务的分析

■ 车轮产品国内市场现状

- ✓ 高速动车组运行所需的关键零部件，如车轮、车轴、轴承及轮对系统（左右两个车轮压装在同一根车轴上的成套装备）等，目前都尚未实现国产化。轮对系统是高速动车组转向架的核心部件，轮对技术是高速动车组核心技术之一，科技含量高、加工精度高、制造工艺复杂，主要进口商为欧洲、日本厂商，如与铁道部合作的瑞典 SKF、在中国建厂的日本 NTN 等。
- ✓ 国内动车、高铁车轮及轮对系统主要由山西智奇生产、供货。山西智奇是与意大利 Lucchini 合资建立的，国内唯一一家高速动车组轮对生产检修基地，目前因控制人问题由太原重工托管，其国内市占率仍在 60% 以上（前期采购合同继续履行）。国内高速动车组轮对市场进口商与山西智奇独大的格局尚未改变。
- ✓ 除山西智奇外，国内具有轮对生产潜力的企业只有马钢、晋西车轴和太原重工三家，前两者分别侧重车轮、车轴，太重则兼具轮轴生产能力。但受到竞争对手山西智奇的影响，经费配套及认证进度大幅延缓，上述企

业的产品均未获得认证。不过自 2011 年铁道部案以来，南车与马钢签署了战略合作框架协议；太原重工的高速列车轮轴国产化项目则在 2010 年末正式开工。此外，南、北车也曾尝试与国外企业合作，构成潜在竞争。

■ 马钢车轮产品基本情况

1) 基本情况

- ✓ 公司是我国最大的车轮研发制造基地，具有 40 多年的车轮生产经验。目前拥有普通客、货火车的车轮、轮辋、车轴、环件等生产能力。同时公司参与了国家“863”课题“高速动车组用车轮的研究与开发”并通过科技部验收，拥有动车、高铁用车轮核心技术。马钢目前拥有车轮轮辋及环件产能 110 万件，约合 37 万吨左右。其中老线 12.8 万吨，两条新线分别为 12 万吨、13 万吨。老线只能用于低端货车轮生产，而新线则可满足高速车轮生产所需，产能合计 25 万吨左右。

2) 动车/高铁车轮进展

- ✓ 公司已研发出动车组车轮（200-250 公里时速动车），但尚未量产。根据公司在投资者互动平台上介绍，今年 2 月动车车轮已通过了铁路总公司的装车考核试用评审，计划于今年三季度开始进行 60 万公里装车运用考核，通过后即可获得铁总认证并正式量产供货。而时速 350 公里的高铁车轮国产化项目也在有序推进中。

3) 车轴进展：与晋西车轴的合作

- ✓ 公司 2011 年与晋西车轴合资设立了马钢晋西轨道交通设备有限公司，进行国内外铁路需要的各类列车车轮、轮轴等业务的经营。据了解，合资公司系将马钢生产的车轮和晋西车轴生产的车轴通过精加工和装配，实现加工组合产成轮轴。

4) 收购瓦顿，进军国际市场

- ✓ 法国瓦顿公司是世界四大高速轮轴制造企业之一，主要产品为车轮、车轴及轮对系统等。本次收购有助于马钢掌握高铁轮轴及轮对关键技术，同时借助瓦顿公司国际销售渠道，实现车轮、车轴、轮件等产业的国际化进程。目前，收购已基本完成。

■ 市场空间预测

1) 国内

- ✓ 我国现有动车组约 1300 标准列，根据“四纵四横”国网主干线规划，到“十二五”末，高铁通车总里程接近 1.8 万公里（含既有线改造线路），动车保有量接近 2200-2400 标准列，动车保有量密度接近 1.07 辆/公里。根据中铁建官网预计，“十三五”期间总竣工里程将达到 1.7 万公里，按 1.5 辆/公里保有量（目前日本新干线保有量密度接近 1.7 辆/公里。随着客座率上升，预计我国届时动车保有量密度有望提升至 1.5 左右），动车组需求近 2000 标准列。
- ✓ 粗略估算，到“十三五”末动车组需求总量约 3000 标准列。按一个标准列 64 个车轮（8 节编组），单个车轮重 1 吨，老旧更换 2 次/年测算，今明两年车轮年均需求约 20 万吨，“十三五”期间年均需求约 22 万吨。

2) 国外

- ✓ 在“一带一路”背景下，中国还规划建设泛亚高铁、中亚高铁、欧亚高铁、中俄加美高铁等四条世界级的高铁线路。从全球范围来看，欧亚是规划高铁里程最多的地区，分别达到 15384 公里和 25094 公里（除去中国），高铁需求超 5000 标准列，对应年均车轮需求约 64 万吨。
- ✓ 目前，中国参与或有意参与的国家近期项目总里程达到 5448 公里，高铁需求近 700 标准列，对应年均需求近 9 万吨。比如中泰高铁合作项目，其总里程 800 公里，按动车保有量 1 辆/公里，对应约 100 标准列，车轮需求约 0.64 万吨。

■ 业绩弹性

- ✓ 据了解，动车组车轮价格比普通产品贵 1-2 倍（普通车轮售价在 8000-9000 元/吨，动车车轮为约 2 万元/吨；高铁车轮则达到 6 万元/吨，进口产品约在 10 万/吨）。由此计算，动车车轮对马钢股份的业绩弹性为 0.0048 元/万吨，高铁车轮对其弹性为 0.0145 元/万吨，总计为 0.019 元/万吨。
- ✓ 考虑到国产化趋势，以及马钢在动车、高铁车轮方面的先发优势，我们假设马钢在国内、国外（出口）市占率均达到 50%，则对应的每年业绩空间为 1.03 元。

图表 1：中国高铁参与或有意参与的国外项目

国家	招标线路	里程（公里）	投资额（亿元）	远景规划
俄罗斯	莫斯科-喀山	803	1500	5000
泰国	廊开-玛它普港，清孔-班帕钦	1392	1432	
墨西哥	墨西哥城-克雷塔罗	212	260	1433
美国	旧金山-洛杉矶	1287	4172	
印度	德里-钦奈	1754	2000	4500

来源：国金证券研究所

图表 2：马钢车轮弹性测算

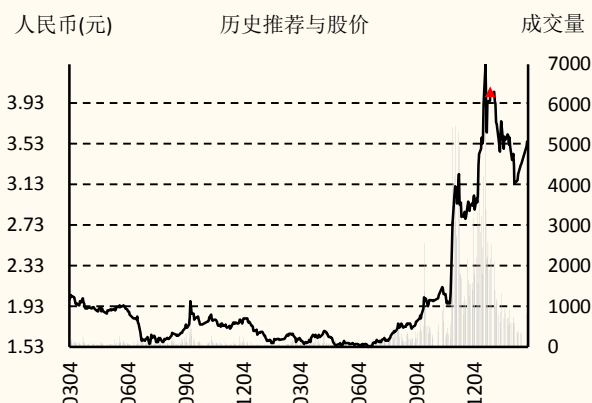
	高铁车轮弹性（元/吨）	动车车轮弹性（元/吨）
价格（万元/吨）	6	2
毛利率	30%	30%
三费率	5%	5%
净利润	1.12	0.37
EPS	0.0145	0.0048
总弹性	0.019	

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-30	买入	4.04	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD