



中信证券研究部



罗鼎
首席建筑分析师
S1010516030001

核心观点

铁路进入竣工大年、城轨规划重启后延续较高景气。我们预计 2019 年公司铁路、城轨订单将逐步回升，承接市政订单逐步兑现收入，毛利率持续改善。我们维持 2018-20 年盈利预测，对应 EPS 为 0.76/0.80/0.88 元，给予公司 2019 年 11 倍 PE，对应目标价 8.8 元，维持“买入”评级。

全球最大的建筑工程承包商之一：根植铁路，全面开花。公司从 1950 年成立起以铁路工程为主业参与了中国三分之二的铁路建设，目前业务涵盖几乎所有基建领域（铁路、公路、城轨、市政工程、房屋建设等），其中铁路/城轨建设市占率常年在 45% 以上。结构上，铁路/市政/城轨/公路为基建业务主要板块，2018 年铁路/市政/城轨/公路订单占比分别为 17.7%/44.8%/16.5%/21.0%，近年来，市政和城轨板块成为基建订单增长的新驱动力。

铁路投资维持高位，城轨景气回暖，市政 PPP 再出发。我国基建 2019 年料将 8% 左右温和复苏，各子领域有所分化，其中铁路、城轨及市政为增长较优的板块。1) 2019 年铁路有望领先于基建板块整体率先回暖：从政策面上看，铁路为中央直投基建领域，在防范地方隐性负债风险叠加企业端加杠杆空间有限的环境下，中央或是具有财政加码的较好方向，预计铁路投资将维持 8,000 亿元以上高位；从建设规划进展看，2016-17 年仅完成“十三五”营业里程计划增量 21%，预计 2019-2020 年将竣工铁路约 1.7 万公里，占“十三五”总通车里程 56%，我们认为 2019-20 年将为铁路竣工及投资大年，在建铁路项目将加快建设。2) 城轨随着规划批复重启，中期内仍保持较高景气度：新建里程方面，预计未来三年城轨总运营里程 CAGR 为 18%；造价方面，每公里造价稳步提升，预计未来三年城轨每公里造价为 8-9 亿元，我们预计未来三年城轨总投资约 3.2 万亿元，其中土建投资约 1 万亿元。3) 随着“补短板”的细化推进以及 PPP 经历监管规范后整装待发，市政工程在 2019 年料将逐步回暖。

三大优势助公司领跑基建，受益基建结构性高景气。1) 资质技术领先，打下铁路城轨半壁江山。公司拥有铁路/城轨施工顶级资质 18/17 项，位居行业首位；技术上拥有 3 个国家重点实验室，在铁路桥隧比提升、城轨较快发展的环境下，公司在铁路建造、隧道桥梁技术优势将提升获取项目的竞争力。凭借资质技术优势，公司参与了全国 60% 以上的铁路、城轨建设。2) 城轨、市政类等高毛利业务收入占比逐年提升，业务结构的优化推动公司基建业务毛利率稳步提升。3) 公司充分利用资本市场进行融资，财务费用率和资金成本在同业中均处于低位。凭借以上优势，公司在铁路、城轨、市政建设上具有较强竞争力，可充分受益于目前基建结构性的高景气。

铁路城轨订单预计将迎拐点，公司毛利率持续改善。为“十四五”铁路建设规划蓄力，我们认为招投标量将逆转 2016 年以来颓势开始回升，预计 2019 年铁路订单稳健增长；受益去年下半年以来规划密集批复，2019 年订单将望陆续招标，预计 2019 年城轨订单拐点回升；结合我们对公路、市政订单稳增的预期，预计 2019 年公司基建订单增速上行。同时，随着存量市政订单逐步兑现收入，市政业务收入比重还将继续提升，基建毛利率将继续改善。此外，债转股的推行将提供更积极的增长动力，结合公司订单稳增、在手订单充裕及毛利率改善，我们预计公司业绩将稳健增长。

风险因素。铁路、城轨招投标量不及预期，债转股落地不及预期。

盈利预测、估值及投资评级。铁路、城轨行业在 2019 年料将迎拐点，铁路进入竣工大年、城轨在规划重启后延续高景气。我们预计 2019 年公司铁路、城轨订单将回升，过去承接的市政订单逐步兑现收入，提高收入质量并增厚业绩。考虑 2019 年债转股股本摊薄，我们维持 2018-20 年盈利预测，对应 EPS 为 0.76/0.80/0.88 元。参考同类公司估值水平，我们给予公司 2019 年 11 倍 PE，对应目标价 8.8 元，维持“买入”评级。

中国中铁	601390
评级	买入（维持）
当前价	7.29 元
目标价	8.8 元
总股本	22,844 百万股
流通股本	18,637 百万股
52 周最高/最低价	7.9/6.69 元
近 1 月绝对涨幅	6.27%
近 6 月绝对涨幅	1.67%
近 12 月绝对涨幅	-1.08%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	643,357.32	693,366.51	739,421.81	815,972.31	893,798.67
营业收入增长率	3.08%	7.77%	6.64%	10.35%	9.54%
净利润(百万元)	12,509.17	16,066.83	18,125.49	20,509.83	22,494.76
净利润增长率	2.05%	28.44%	12.81%	13.15%	9.68%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.52	0.67	0.76	0.80	0.88
毛利率%	9.15%	9.82%	9.94%	9.95%	9.99%
净资产收益率 ROE%	8.91%	10.34%	10.60%	10.25%	10.25%
每股净资产(元)	6.14	6.80	7.48	8.76	9.60
PE	14.35	11.09	9.78	9.23	8.39
PB	1.2	1.1	1.0	0.8	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

目录

全球最大建筑工程承包商之一：根植铁路，全面开花	1
国内铁路、城轨工程的领头羊，各基建领域全面发展	1
盈利质量提升，铁路/市政/城轨/公路为基建主板块，市政/城轨成为新驱动	2
铁路、城轨景气回暖，市政 PPP 再出发	4
铁路：中央直投的基建领域，铁路投资 2019-20 年有望提速	4
城轨：规划批复重启，中期内持续高景气	11
市政工程逐步回暖，道路交通平稳发展，房建稳增	20
三大优势助公司领跑基建	22
资质、技术领先，先发优势打造铁路、城轨半壁江山	22
城轨、市政类收入占比逐年提升，推动毛利率稳增	25
资金面：充分利用资本市场融资，财务费用率低位，资金成本低于同行	26
铁路城轨订单将迎拐点，毛利率持续改善	28
铁路、城轨订单即将迎来企稳回升，公路、市政订单料将稳增	28
市政订单逐步兑现，业务结构持续改善，毛利率料将继续提升	29
债转股带来财务费用下降，打开订单增长空间	30
风险因素	32
盈利预测及关键假设	32
关键假设	32
盈利预测	32
估值及投资评级	34

插图目录

图 1：中国中铁股权结构及业务结构.....	1
图 2：2015-2018Q3 营业收入及增速	2
图 3：2015-2018Q3 归母净利润及增速.....	2
图 4：2015-2018Q3 净利率	2
图 5：2015-2018Q3 资产负债率.....	2
图 6：2017 年分业务营业收入占比.....	3
图 7：2018 年 1-6 月分业务营业收入占比.....	3
图 8：2017 年分业务新签订单占比.....	3
图 9：2018 年 1-9 月分业务新签订单占比.....	3
图 10：公司 2017 年、2018 年上半年分业务毛利率情况	3
图 11：基建建设新签订单分领域占比	4
图 12：2017 年基建建设订单构成	4
图 13：2018 年基建建设订单构成	4
图 14：“八纵八横”铁路网示意图	5
图 15：城投隐性债务规模测算.....	7
图 16：主要园林及 PPP 民企负债率持续提升	7
图 17：2017 年基建各重要子领域中央项目固定资产投资比重.....	7
图 18：“十一五”各年总营业里程增量	8
图 19：“十二五”各年总营业里程增量	8
图 20：“十一五”各年铁路投资占比.....	9
图 21：“十二五”各年铁路投资占比.....	9
图 22：铁路建设工程网招标统计	9
图 23：“八纵八横”、重要干线及城际线路铁路网每年通车里程统计	10
图 24：2019-2020 年新增通车里程预测	10
图 25：通车、在建、规划里程统计	10
图 26：2011-18 年每年新增运营线路里程	12
图 27：2011-17 年每年完成投资额	12
图 28：2018 年城轨已投运线路制式结构	12
图 29：2017 年城轨规划线路制式结构	12
图 30：北京、上海等核心城市的城轨密度仍具有提升空间	13
图 31：52 号文起草说明中不符合人口要求城市的市区常住人口	16
图 32：乌鲁木齐 GDP 预计 2018 年可达标	17
图 33：太原一般财政收入已达标	17
图 34：7 城市债务率距离达到 120% 要求仍有一定距离	17
图 35：城轨建设规划中项目每公里造价趋势）	19
图 36：城轨建设前期各成本比重（2010 年）	20
图 37：基建投资中主要项目占比走势.....	21
图 38：公共设施完成投资额	21
图 39：我国历年道路固定资产投资投资额	21
图 40：我国历年高速公路总里程数	21
图 41：房建投资与新开工面积高度相关	22
图 42：2018 年铁路工程施工总承包特级数量对比.....	22

图 43：2018 年央企市政公用工程施工总承包特级数量对比	22
图 44：铁路建设企业研发支出比较	23
图 45：铁路建设企业研发支出占营业收入比重	23
图 46：中国中铁参建的重庆轨道交通五号线一期工程	24
图 47：中国中铁参建的深圳地铁五号线项目	24
图 48：公司在铁路领域的市占率	25
图 49：公司在城市轨道交通领域的市占率	25
图 50：基建业务毛利率仅在 PPI 增速迅速上行时承压，一般情况较为平稳	25
图 51：基建业务及细分领域毛利率	26
图 52：公司铁路、公路、市政业务占基建业务收入比重	26
图 53：公司的财务费用率在可比的建筑央企中位于低位	27
图 54：公司的利息保障倍数在八大央企中位居前列	27
图 55：中国中铁的资金成本稳定低于中国铁建	28
图 56：中国中铁 2009-10、2014-15 年铁路订单有显著提升	28
图 57：中国中铁新签城轨订单及增速	29
图 58：中国中铁基建细分领域新签订单增速比较	29
图 59：公司毛利率正持续改善	30
图 60：毛利率高的市政业务比重不断提升	30
图 61：中国中铁基建订单各部分比重	30

表格目录

表 1：中国中铁主营业务简介.....	1
表 2：2018 年 7 月 23 日以来“补短板、保在建”相关政策梳理.....	5
表 3：各五年规划目标铁路营业里程及实际营业里程对比.....	8
表 4：八纵八横、重要干线、城际铁路里程统计.....	10
表 5：各阶段我国城市轨道交通建设情况.....	12
表 6：各国际化都市城轨密度比较.....	13
表 7：城轨行业空间测算方式比较.....	14
表 8：我国已批复轨道交通项目城市最新情况.....	14
表 9：城轨在各交通领域里程增速显著领先.....	15
表 10：《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》对建设地铁城市的申报条件.....	16
表 11：52 号文起草说明中不符合规划审批要求的城市一览.....	16
表 12：2018-2024 年累计达到规划年限的城市统计.....	17
表 13：中长期地铁规划及运营里程测算.....	18
表 14：城轨建设规划中项目规划里程、规划总投资梳理.....	19
表 15：未来城轨领域总投资空间测算.....	20
表 16：中国中铁拥有资质情况统计.....	22
表 17：公司参与的国内重大铁路建设统计.....	24
表 18：建筑央企发行债券情况统计.....	27
表 19：各交易对手方支付对价、认购股份及持股比例一览.....	31
表 20：各工程局资产、负债、归母所有者权益、资产负债率一览.....	31
表 21：债转股完成前后的财务数据对比.....	31
表 22：基建业务分部盈利预测.....	32
表 23：公司盈利预测.....	33
表 24：可比公司估值情况.....	34

■ 全球最大建筑工程承包商之一：根植铁路，全面开花

国内铁路、城轨工程的领头羊，各基建领域全面发展

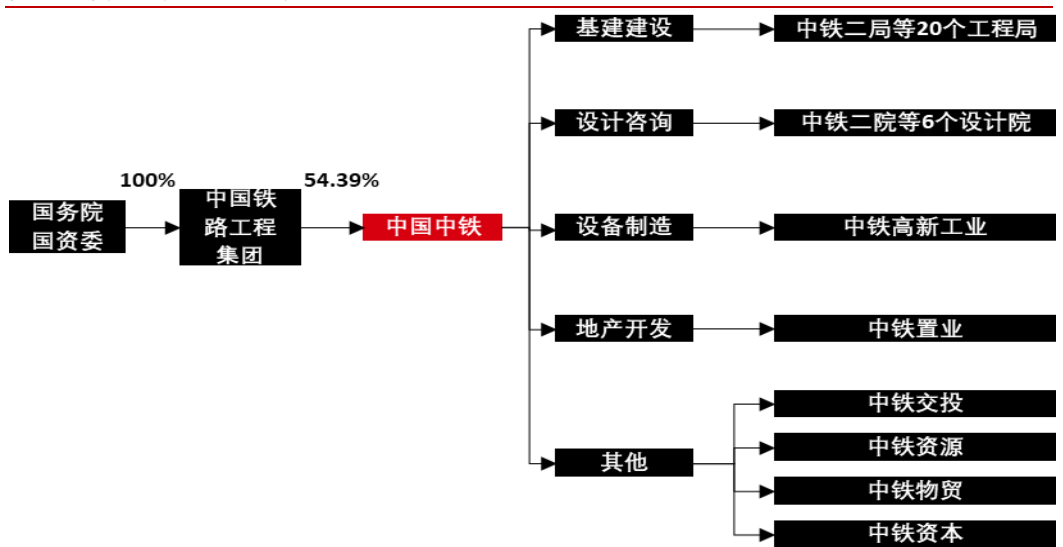
公司成立于 1950 年，2007 年中国铁路工程总公司发起设立中国中铁股份有限公司并于同年在上交所及联交所上市。公司主要从事基础设施建设、勘察设计与咨询服务、专用工程设备和零部件制造等领域，并开展地产开发、物资贸易、高速公路运营、资源开发、金融等建设产业链相关业务。作为全球最大的建筑工程承包商之一（公司在 2018 年 ENR 全球承包商 250 强中位列第 2），公司业务范围涵盖铁路、公路、市政、房建、城轨、水利水电、机场、港口等几乎所有基建领域。其中在铁路基建领域，公司始终保持 45% 以上的市场份额；在城轨领域，公司市场份额在 50% 以上。公司控股股东为中国铁路工程集团（中铁工），持股比例为 50.7%（截至 2018 年 12 月），实际控制人为国务院国资委。

表 1：中国中铁主营业务简介

业务领域	业务简介
基础设施建设	涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通、水利水电、港口航道、机场码头等工程领域，经营区域分布于全球 80 多个国家和地区。
勘察设计咨询	涵盖研究、规划、咨询、勘察设计、监理、工程总承包、产品产业化等基本建设全过程服务，主要涉及铁路、城市轨道交通、公路、市政、房建等行业。
设备制造	主要服务于境内外基础设施建设，产品涵盖道岔、隧道施工设备、桥梁建筑钢结构、工程施工机械以及铁路电气化器材。
地产开发	包括土地一级开发和房地产开发，是国资委认定以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。
其他业务	包括钼矿、铜钴矿等矿产资源开发业务；高速公路、污水处理厂以及海外铁路和轨道交通等投资、运营业务；物资贸易业务以及金融业务。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 1：中国中铁股权结构及业务结构

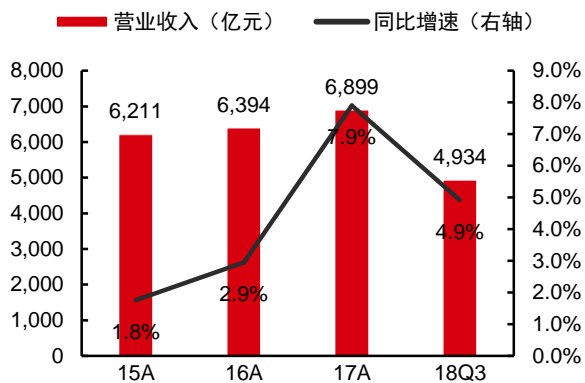


资料来源：公司公告，中信证券研究部

盈利质量提升，铁路/市政/城轨/公路为基建主板块，市政/城轨成为新驱动

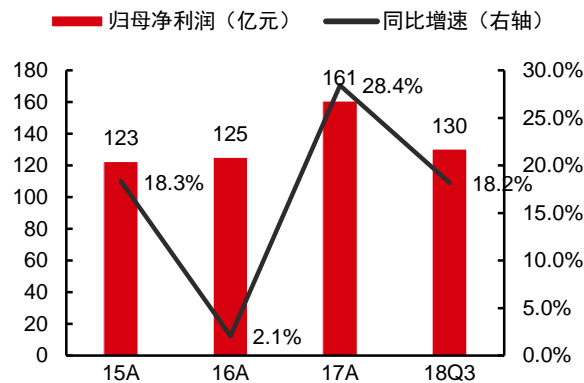
利润率逐步提升，资产负债率稳步下降。公司 2017 年实现营业收入 6,899.4 亿元，归母净利润 160.7 亿元，分别同比增长 7.9%、28.4%；2018 年前三季度实现营业收入 4,934.3 亿元，归母净利润 130.4 亿元，分别同比增长 4.9%、18.2%。公司净利率逐步提升，2018Q3 净利率为 2.7%，ROE 在建筑央企中位居前列。在保持利润稳健增长的同时，公司的资本结构亦逐步改善，资产负债率稳步下降，2018Q3 资产负债率为 78.7%。

图 2：2015-2018Q3 营业收入及增速



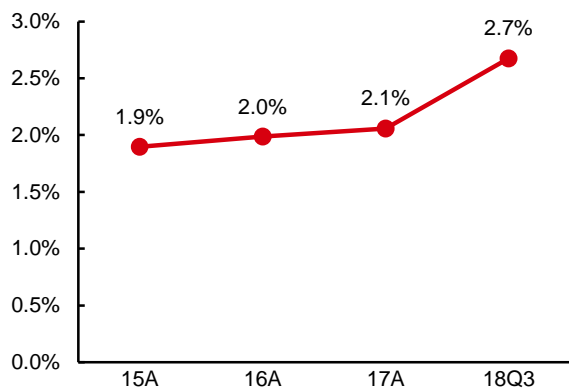
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2015-2018Q3 归母净利润及增速



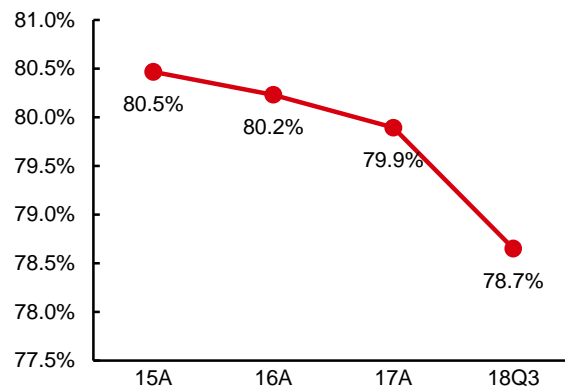
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2015-2018Q3 净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

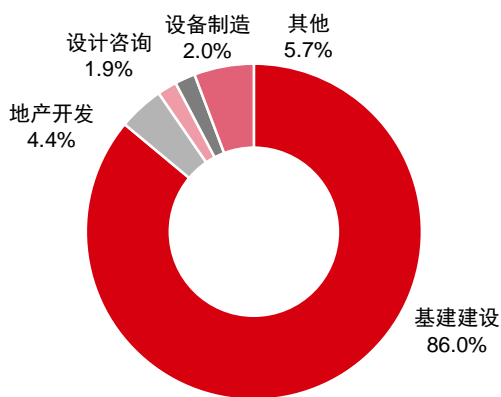
图 5：2015-2018Q3 资产负债率



资料来源：Wind，中信证券研究部

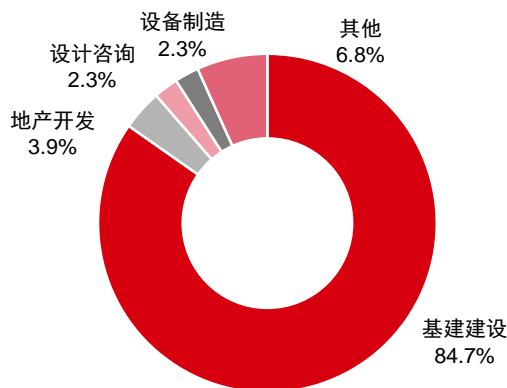
基建建设仍为突出主业，多元业务提升毛利率。从业务结构看，基建建设仍为公司最主要的收入和订单来源，2017 年、2018 年 1-6 月基建建设业务收入分别占同期总收入 86% 和 84.7%；2017 年、2018 年 1-9 月，基建建设业务新签订单分别占同期总新签订单 87.1% 和 80.9%。从利润构成看，其他多元业务的毛利率均在 20% 以上，显著高于基建建设业务，因此多元业务在贡献利润方面不可忽视，2017 年、2018 年 1-6 月，基建建设业务毛利分别占同期总毛利 63.8% 和 62.3%。

图 6：2017 年分业务营业收入占比



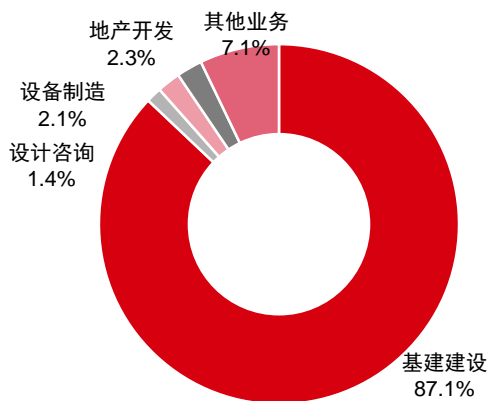
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2018 年 1-6 月分业务营业收入占比



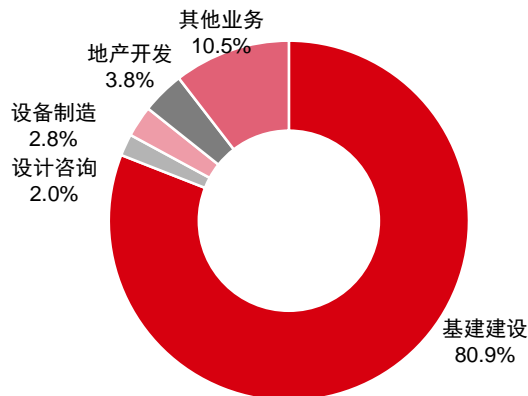
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2017 年分业务新签订单占比



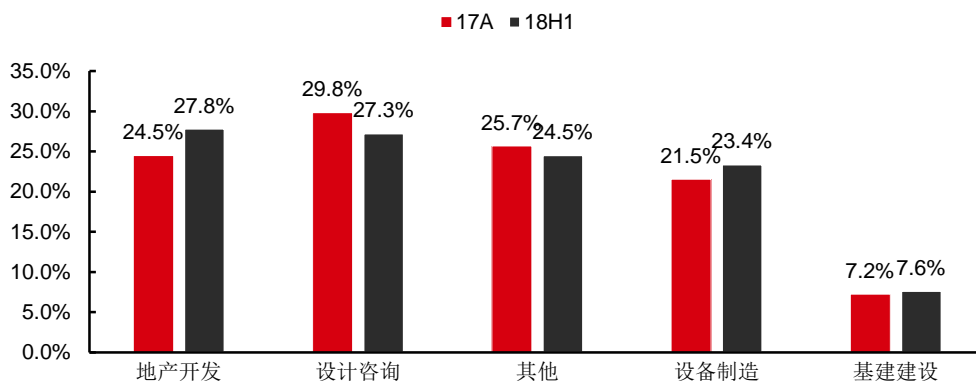
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：2018 年 1-9 月分业务新签订单占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：公司 2017 年、2018 年上半年分业务毛利率情况

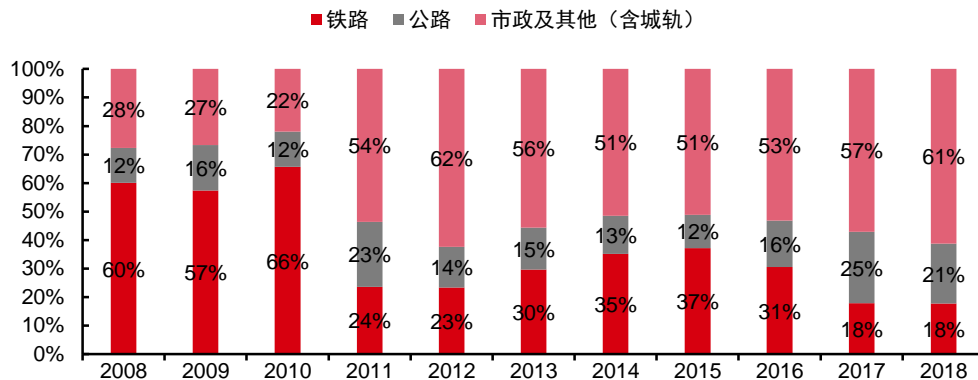


资料来源：Wind，中信证券研究部

铁路/市政/城轨/公路为基建业务的主要板块，铁路订单 2010 年后占比下降且呈周期性波动，市政城轨逐步成为基建订单新驱动。从新签基建建设订单的结构看，铁路新签订单在 2010 年前占基建订单的主导地位（60%左右），2010 年后铁路订单占比下降且呈现周期性波动，2017 年、2018 年铁路新签订单占基建订单分别为 17.9%、17.7%。同时，市政、城轨类订单占比迅速提升，逐步成为基建订单新驱动，2017 年、2018 年市政及其

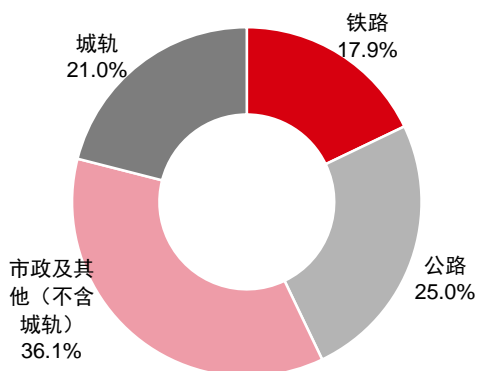
他类（不含城轨）订单占基建订单分别为 36.1%、44.8%；2017 年、2018 年城轨订单占基建订单分别为 21.0%、16.5%。

图 11：基建建设新签订单分领域占比



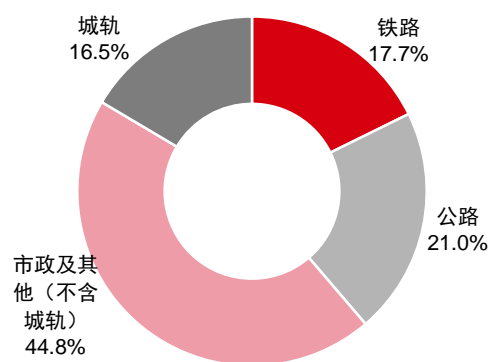
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：2017 年基建建设订单构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 13：2018 年基建建设订单构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 铁路、城轨景气回暖，市政 PPP 再出发

铁路：中央直投的基建领域，铁路投资 2019-20 年有望提速

随着 2018 年 7 月以来“补短板+保在建”以及配套融资政策持续推进，2019 年基建投资增速料将确定性回升至合理增长水平，我们认为铁路将领先于基建板块整体率先回暖：

1) 从政策面上看，铁路为基建“补短板”的重要领域，且铁路为中央财政直接投资基建的领域，在防范地方政府隐性负债风险叠加企业端加杠杆空间有限的环境下，中央或是具有财政加码的较好发力方向，铁路建设投资目标存在进一步上调可能（8,500 亿元）；

2) 从铁路建设规划进展上看，回顾前三次五年规划，规划中的末两年既是通车竣工大年，也是投资投放大年，此外为下一个五年规划蓄力，末两年亦是铁路订单大年；

3) 从具体项目看, 2016-2017 年仅完成“十三五”铁路营业里程计划增量 21%, 预计 2019-2020 年将竣工通车铁路里程约 1.7 万公里, 占“十三五”总通车里程 56%, 其中 2019 年将竣工通车 7,769 公里; 根据“十三五”规划的营业里程目标以及 2016-2017 年营业里程增加的进度, 结合我们对“八纵八横”等主要铁路网的梳理, 我们预计 2019-2020 年将是铁路竣工通车及投资大年, 各在建铁路项目有望加快建设进度。

图 14: “八纵八横”铁路网示意图



资料来源: Wikipedia, Li Chao, 中信证券研究部

政策面：“补短板”重点领域，受益中央直投，存在投资目标上调可能

铁路建设为基础设施“补短板”、“保在建”的重点领域，料将率先受益于政策面和资金面的进一步细化推进。2018 年 7 月份以来，中央政治局会议、国务院常务会议等规格会议强调稳增长和防风险关系，明确基建“补短板+保在建”的方向。我们认为再次推出如同 2008 年“四万亿”全面刺激计划的概率不大，预计本次基建发展将聚焦于补短板的重点领域，而铁路则是补短板政策中的重要一环。2018 年 10 月 31 日国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，其中明确指出铁路领域为补短板的重点任务，并给出了详细的发展目标、指定发改委、铁路总公司等单位负责推进落地。

表 2: 2018 年 7 月 23 日以来“补短板、保在建”相关政策梳理

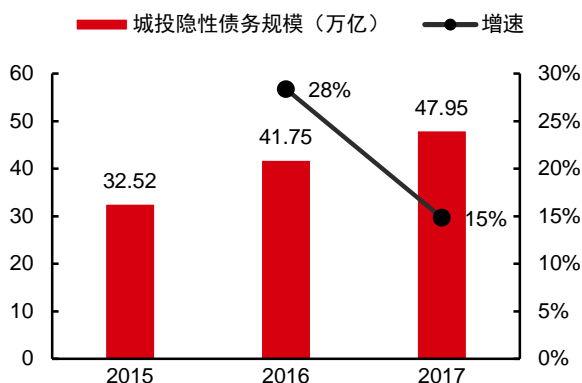
日期	相关部委	文件或会议	具体内容
----	------	-------	------

日期	相关部委	文件或会议	具体内容
7月23日	国务院	国务院常务会议	加快1.35万亿地方专项债的发行和使用进度，推动在建基建项目上早见成效。
7月31日	中央政治局	中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，将深化供给侧结构性改革的重点任务转至补短板
9月6日	发改委	促进民间投资持续健康发展新闻发布会	国家发改委、国家铁路局等已推出8个吸引社会资本投资铁路示范项目，其中杭绍台铁路为首个民间资本绝对控股的高铁PPP项目。
9月18日	发改委	“加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资”发布会	交通基建领域：加快推进“十三五”规划内项目、特别是中西部地区重大项目前期工作；确保在建项目顺利实施；同时力争重新开工一批重大项目，保持交通基础设施建设、投资持续稳定，增强发展后劲。
9月18日	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。
10月31日	国务院办公厅	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设。推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设。加快国土开发性铁路建设。实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。

资料来源：中国政府网等政府网站、中信证券研究部

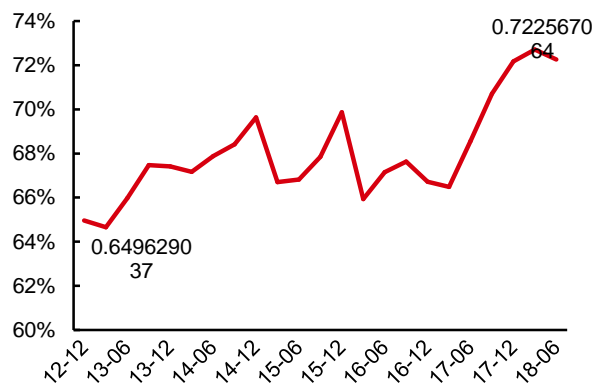
中央或是唯一具有财政加码较好发力空间的部门：1) 目前政府部门杠杆率可控，但地方隐性债务规模仍处高位。2018Q2 我国政府部门负债占 GDP 比重为 35.3%，低于国际公认政府负债率 60% 的警戒线，其中中央/地方政府杠杆率分别为 15.9%/19.4%，较 2017 年末 -0.3pct/+0.5pct；但由于存在地方政府投融资平台等相关的大规模隐性债务存量，**地方政府实际杠杆率并不低**，根据中信证券研究部固定收益组测算，依照债券市场城投公司资产负债表测算（已经发债公司与没有发债公司的经验比例为 1.5 倍），2015-2017 年城投公司隐性债务规模分别为 32.52 万亿、41.75 万亿、47.95 万亿，平均增速约 23%；**若将隐性债务加回，2017 年政府杠杆率将由 36.2% 升至 94.2%。**2) 此外，2012 年以来建筑企业杠杆提升（2012 年至今建筑业民企负债率升 7pcts 至 72%，国企央企主要以表外提升杠杆），**建筑企业端加杠杆空间有限。综上，在当前防范地方政府隐性债务风险前提下，叠加企业端加杠杆空间有限，因此中央政府或是具有财政加码的较好发力方向。**

图 15：城投隐性债务规模测算（万亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部注：根据债券市场城投公司资产负债表及已经发债公司与没有发债公司的经验比例为 1.5 倍进行测算

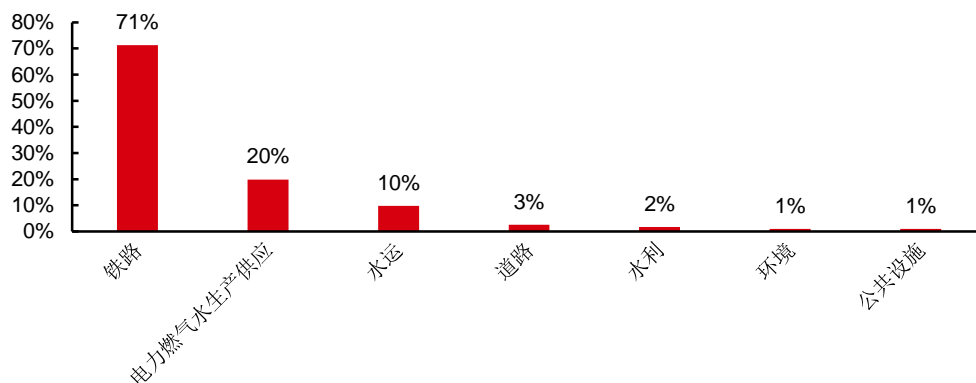
图 16：主要园林及 PPP 民企负债率持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

而**铁路建设是中央财政投资基建的重要抓手，中央项目占铁路项目投资高达 71%**。我们统计了基建各重要子领域中央项目固定资产投资占总投资的比例，其中铁路领域中央项目投资占比为 71%，远高于其他子领域 (<20%)。我们认为，中央政府财政对于铁路投资具有较大的影响力，只要中央财政的资金到位，铁路项目的建设即可较快落地。

图 17：2017 年基建各重要子领域中央项目投资比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年 1 月 2 日铁总工作会议召开，虽未给出明确的投资目标，我们认为“保持强度规模”的表述表明 2019 年铁路投资将继续维持 8,000 亿元以上的高位；1 月 10 日铁路建设会议召开，再次提出“保持铁路建设投资强度，加大铁路补短板力度”。考虑铁路领域为**中央财政投资基建的重要抓手，且铁路为“补短板”的聚焦重点领域，随着中央财政的资金到位，铁路建设将率先受益于“补短板+保在建”的政策红利，投资目标预计在“两会”前后存在进一步上调可能。**

复盘铁路建设五年规划，末两年是竣工通车、投资投放以及订单大年

回顾前三次铁路建设五年规划，“十五”至“十二五”均顺利完成期初设定的营业里程目标。“十五”、“十一五”、“十二五”规划起初全国铁路营业里程目标分别为 7.5/9.0/12.0 万公里，而各期末实际营业里程分别为 7.54/9.12/12.10 万公里，均顺利完成规划目标。而“十

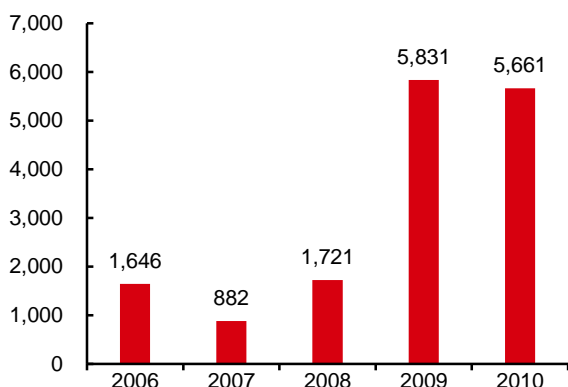
“一五”、“十二五”末两年为竣工通车大年，铁路营业里程增量占五年规划总增量超 60%。“十一五”期间铁路总营业里程增加 15,741 公里，而 2009-2010 年铁路总营业里程共增加 11,491 公里，占“十一五”总增量比例为 73%；“十二五”期间铁路总营业里程增加 29,792 公里，而 2014-2015 年铁路总营业里程共增加 17,826 公里，占“十二五”总增量比例为 60%。从历史经验来看，每个五年规划中末尾两年一般是竣工通车大年，在建铁路项目的进度将加快。

表 3：各五年规划目标铁路营业里程及实际营业里程对比

	目标总营业里程（公里）	实际营业里程（公里）	完成比例（%）
“十五”规划	75,000	75,438	100.6%
“十一五”规划	90,000	91,178	101.3%
“十二五”规划	120,000	120,970	100.8%
“十三五”规划	150,000	126,970	
其中：高铁	30,000	25,000	
中长期铁路网规划	175,000		
其中：高铁	38,000		

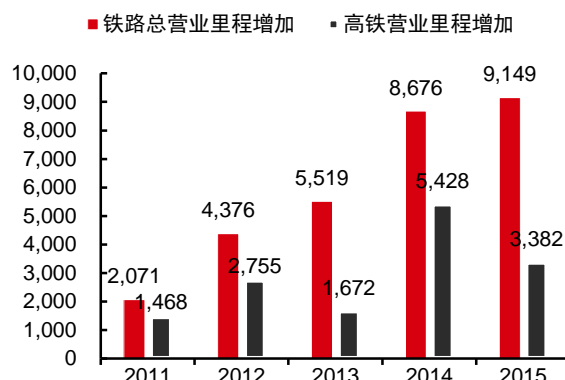
资料来源：Wind，国家发改委，中信证券研究部注：“十三五”规划及高铁实际营业里程数据均截止 2017 年

图 18：“十一五”各年总营业里程增量（公里）



资料来源：Wind，中信证券研究部

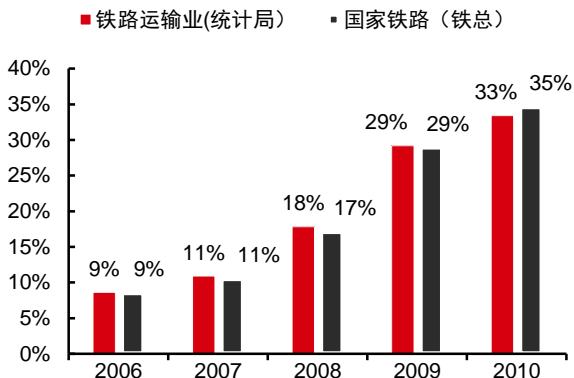
图 19：“十二五”各年总营业里程增量（公里）



资料来源：Wind，中信证券研究部

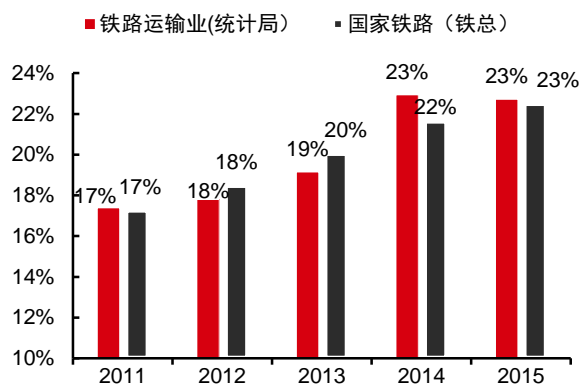
在“十一五”、“十二五”规划中，规划中的末两年为竣工大年，同时也是铁路建设投资的高峰期：2009-2010 年铁路建设投资占“十一五”总额比例为 62%，2014-2015 年铁路建设投资占“十二五”总额比例为 45%。我们认为，虽然在两时期有历史原因导致铁路建设投资额相对增长较快（2009-2010 年正逢“四万亿”计划推出；2011-2013 年由于“甬温事件”铁路投资放缓，导致 2014-2015 年铁路投资占比较高），竣工大年中在建铁路的进度加快将带动铁路建设投资绝对额提升。而 2019-2020 年预计也为竣工通车大年，2019-2020 年铁路投资额或较 2018 年亦有所增加，但考虑到 2016-2018 年铁路投资额已处于高位，预计未来两年投资额的增幅不会达到 2009-2010 年、2014-2015 年期间的水平，预计 2019-2020 年铁路投资将在高基数下稳健增长。

图 20：“十一五”各年铁路投资占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

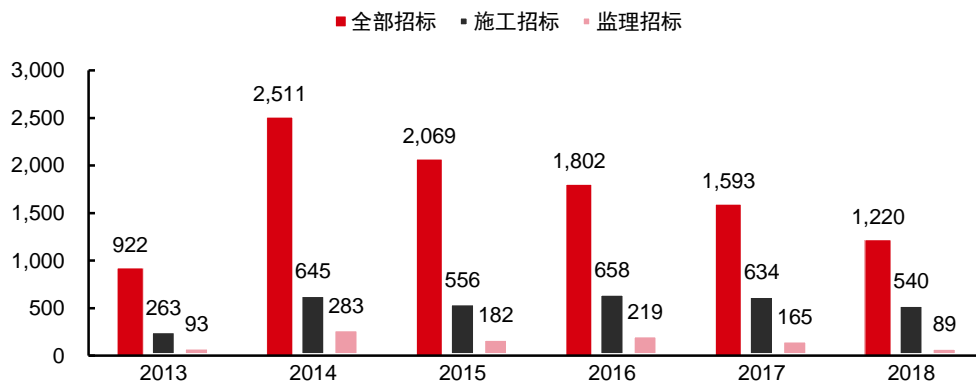
图 21：“十二五”各年铁路投资占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

过去五年中 2014-2015 年的铁路招投标量处于高峰，我们对铁路建设工程网的招标公告进行统计，从 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 4 日共计招标 10,049 个，其中施工/监理招标 3,270/1,027 个。分年度看，2014/2015 年共招标 2,511/2,070 个，施工招标 645/557 个，监理招标 283/182 个，均处于近年较高水平。除历史原因外，2014-2015 年招标量的提升是因为铁总为“十三五”铁路建设提前释放项目，储备订单所致。2016-2018 年铁路工程招标量呈下行趋势，从目前数据看，2018 年铁路招标量处于过去五年的底部区域，我们认为，为“十四五”以及中长期铁路建设规划蓄力，预计 2019-2020 年铁路招投标量有望增长。

图 22：铁路建设工程网招标统计



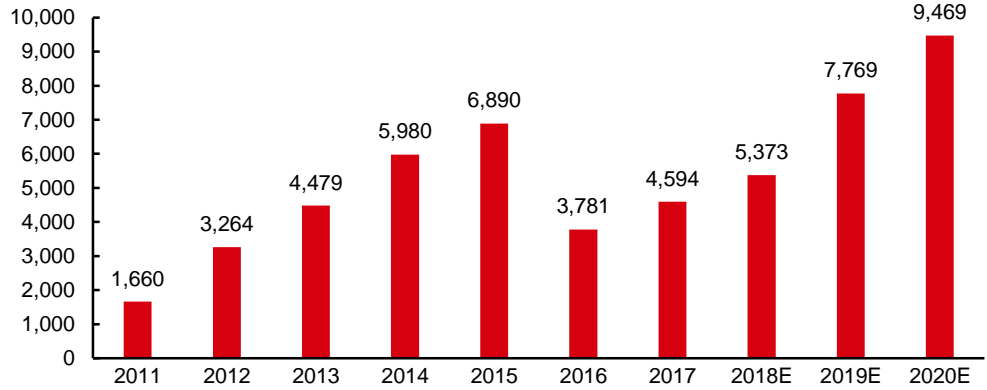
资料来源：铁路建设工程网，中信证券研究部

具体项目进展验证 2019-20 年为通车大年，预计 2019 年竣工通车 7,769 公里

2016-2017 年仅完成“十三五”铁路营业里程计划增量 21%，预计 2019-2020 年将竣工通车铁路里程约 1.7 万公里，占“十三五”总通车里程 56%。“十三五”规划 2020 年目标总营业里程为 15 万公里，相比 2015 年增加 2.9 万公里，2016-2017 年合计增加营业里程 6,000 公里，仅完成“十三五”计划 21%。而根据我们对“八纵八横”、重要干线以及城际线路的统计，预计 2019-2020 年完工通车里程为 17,238 公里，占“十三五”总通车里程的 56%；其中 2019 年预计竣工通车 7,769 公里，与铁总工作会议公布 2019 年投产目标相符（目

标为 6,800 公里, 但考虑年初目标较为保守、过去两年实际投产均高于目标值, 投产里程或将达到 7,500-8,000 公里水平)。根据“十三五”规划的营业里程目标以及 2016-2017 年营业里程增加的进度, 结合我们对“八纵八横”等主要铁路网的梳理, 同时验证 2019-2020 年各在建铁路项目将加快建设进度。综上, 我们预计 2019-2020 年将为铁路竣工通车大年。

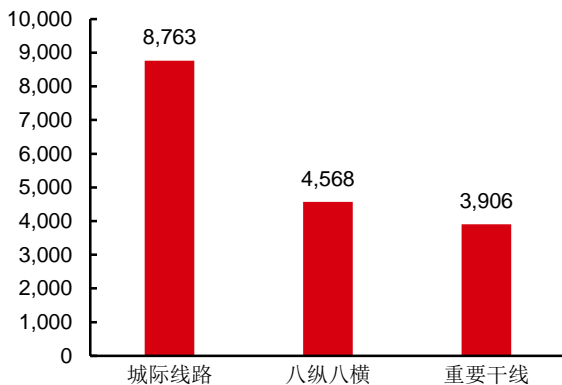
图 23: “八纵八横”、重要干线及城际线路铁路网每年通车里程统计 (公里)



资料来源: 各省市发改委, 中信证券研究部预测

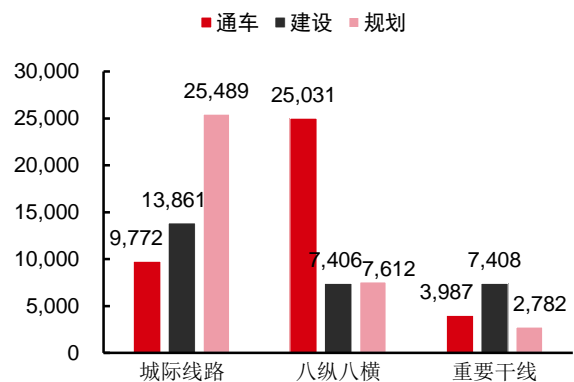
预计城际线路 2019-2020 年新增通车里程 8,763 公里, 占总新增里程 50.8%, 为贡献里程增量主力。预计 2019-2020 年“八纵八横”及其他重要干线的通车里程分别为 4,568/3,906 公里, 分别占总新增里程 26.5%/22.7%。此外, 城际铁路目前在建和规划里程为 13,861/25,489 公里, 显著高于“八纵八横”(在建/规划为 7,406/7,612 公里) 和重要干线 (在建/规划为 7,408/2,782 公里)。因此从中长期看, 城际线路亦是铁路通车里程增长的主要来源。

图 24: 2019-2020 年新增通车里程预测 (公里)



资料来源: 各省市发改委, 中信证券研究部预测

图 25: 通车、在建、规划里程统计 (公里)



资料来源: 各省市发改委, 中信证券研究部预测

表 4: 八纵八横、重要干线、城际铁路里程统计 (公里)

	八纵八横	除八纵八横外重要干线	城际线路	合计
2015 年底已通车	20,090	2,643	5,191	27,923
截止 2020 年总通车里程	30,605	8,227	20,078	58,910
十二五总通车里程	15,190	2,296	4,788	22,273
2011 年通车	1,420	0	240	1,660

	八纵八横	除八纵八横外重要干线	城际线路	合计
2012 年通车	2,993	131	140	3,264
2013 年通车	2,401	1,357	722	4,479
2014 年通车	5,323	0	657	5,980
2015 年通车	3,053	808	3,029	6,890
十三五总通车里程	10,515	5,584	14,887	30,986
2016 年通车	2,440	247	1,095	3,781
2017 年通车	1,780	1,097	1,717	4,594
2018 年通车	1,726	335	3,312	5,373
2016-2018 年底已通车	5,946	1,679	6,124	13,748
2019 年通车 E	2,233	1,467	4,068	7,769
2020 年通车 E	2,335	2,439	4,695	9,469
十三五开工里程 E	5,574	5,186	15,244	26,004

资料来源：各省市发改委，中信证券研究部预测

综合考虑“补短板”持续推进、铁路为中央直投的基建领域，2019-20 年或为竣工通车、投资投放、订单招标大年，以及 2019 年预计竣工通车达 7,769 公里(较 2018 年增 60%)，2019 年铁路投资额料将维持 8,000 亿元的高位，铁路投资及订单增速将迎来回升。

城轨：规划批复重启，中期内持续高景气

国家发改委时隔 14 个月后，于 2018 年 9 月重启了城市轨道交通规划的批复，截至 2019 年 2 月已批复 7 个城市的城轨规划，总建设里程达 969 公里，总投资额 7,737 亿元。我们认为，**随着规划批复重启，中期内城轨领域仍保持较高的景气度：**

- 1) **新建里程方面**，预计未来三年（2019-2021）城市轨道交通总运营里程 CAGR 为 18%，增速在交通基建领域处于领先地位；未来三年将有 27 城市城轨规划年限到期，2019-2021 年料将进入批复高峰期。中长期来看，预计 2025 年城市轨交运营里程可达 1.4 万公里，远景运营里程可达 1.9 万公里（2018 年运营里程 5,767 公里）；与海外国际大都市相比，我国轨道交通密度仍具有提升空间。
- 2) **造价方面**，城市轨道交通每公里造价稳步提升，根据 2012-2018 年城轨规划的投资金额数据，每公里平均造价由 6.7 亿提升至 8.1 亿，我们认为主要为物价水平提升、土地拆迁成本增加等因素所致。预计未来三年城市轨道交通每公里造价为 8 亿-9 亿元。此外，作为轨道工程建设的基石，土建投资占城轨建设投资比例料将稳定在 30%左右。

综合考虑新增里程增速较快、城轨每公里造价稳步提升，预计未来三年城轨领域总投资约 3.2 万亿元，其中土建投资约 1 万亿元。从长期看，随着存量城市轨交线网逐步加密以及越来越多城市投入城轨建设，城轨领域远景总投资仍有约十万亿左右的规模。

城轨未来三年运营里程 CAGR 达 18%，对标海外仍有长期发展空间

城轨行业景气度提升，建设速度持续加快。“十三五”至今，我国城市轨道交通市场快速增长，基本形成网格化格局，运营服务水平也在稳步提高。2016-2018 年全国新投运线路里程达 2,149 公里，平均每年新投运 716 公里，较“十二五”期间 404 公里提升达 77%。

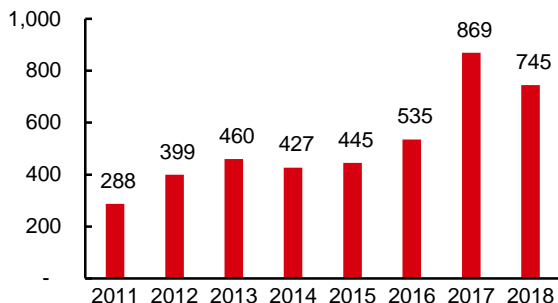
同时城轨完成投资逐步提升,2017 年完成轨道交通投资 4,762 亿元,较 2016 年增长 23.8%,行业景气度大幅提升。2018 年已经建成投运线路里程达 5,767 公里,新增里程达 745 公里,新增里程仍处于高位。

表 5: 各阶段我国城市轨道交通建设情况

时间	阶段末总运营里程 (公里)	平均建设速度 (公里/年)
1970-2000	146	5
“十五” (2001-2005)	545	80
“十一五” (2006-2010)	1,599	211
“十二五” (2011-2015)	3,618	404
“十三五”至今 (2016-2018)	5,767	716

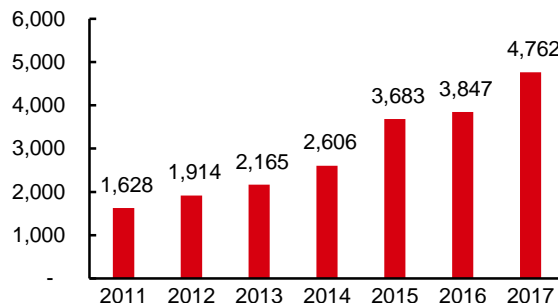
资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中信证券研究部

图 26: 2011-18 年每年新增运营线路里程 (公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中信证券研究部

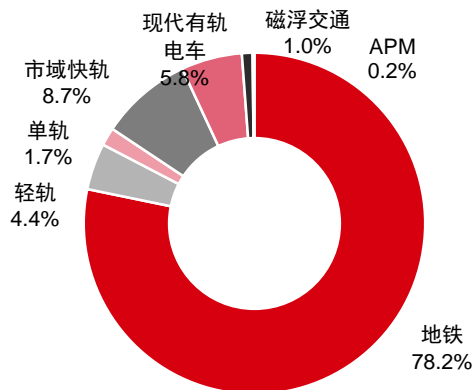
图 27: 2011-17 年每年完成投资额 (亿元)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中信证券研究部

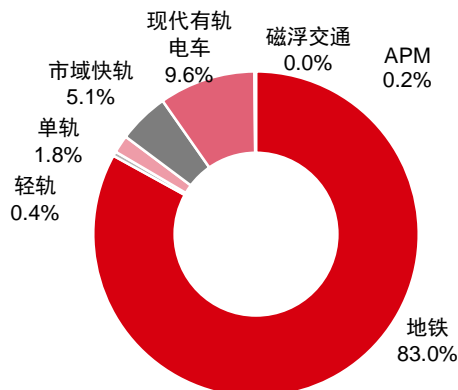
其中, 从制式结构来看, 目前我国城市轨道交通以地铁为主, 2018 年地铁运营线路里程达 4,511 公里, 占总里程的 78.2%, 市域快轨、轻轨、现代有轨电车、单轨、磁浮、APM 分别占总里程的 8.7%、4.4%、5.8%、1.7%、1.0%、0.2%。未来, 我国以地铁为主, 多种其他形式补充的城市轨道交通格局将更为清晰, 根据我国各个城市的轨道交通建设规划, 在远期的城市轨道交通运营线路中, 地铁占比将进一步提升至 83%。

图 28: 2018 年城轨已投运线路制式结构



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中信证券研究部

图 29: 2017 年城轨规划线路制式结构



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中信证券研究部

与海外国际大都市相比, 我国轨道交通密度仍具有提升空间。我国近年来运营里程增长较快, 核心城市如北京、上海等的轨道交通里程数已接近海外国际化都市水平, 2018

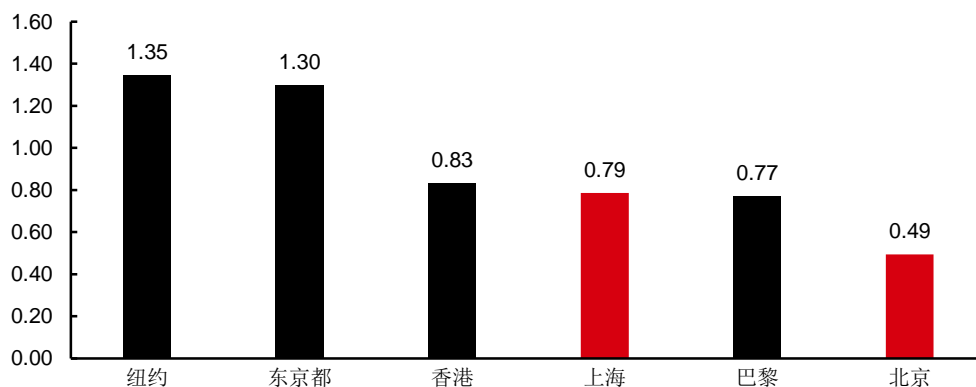
年北京、上海的城轨里程分别为 714、785 公里；但是在密度上，仍具有较大的提升空间，北京、上海城轨密度仅分别为 0.49、0.79 公里/平方公里，纽约、东京都等国际化大都市群城轨密度可达 1.3 公里/平方公里。

表 6：各国际化都市城轨密度比较

城市	城轨密度（公里/平方公里）	城市建成区面积（平方公里）	城轨里程（公里）
纽约	1.35	784	1,056
东京都	1.30	2,188	2,844
香港	0.83	265	221
上海	0.79	999	785
巴黎	0.77	2,845	2,192
北京	0.49	1,446	714

资料来源：Wind，各城市交通局，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

图 30：北京、上海等核心城市的城轨密度仍具有提升空间（公里/平方公里）



资料来源：Wind，各城市交通局，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

预计未来三年运营线路总里程 CAGR18%。2016 年，时任交通运输部部长杨传堂表示：“当年已运营的轨道交通线路达到 3300 多公里，在“十三五”时期，将加大发展力度，新增城轨里程约 3000 公里，未来长远规划预计在 7000 公里以上。”我们梳理了各个城市已获批复的轨交建设规划后发现，“十三五”期间新增的运营线路里程将超过 3000 公里。同年发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》（后简称行动计划）进一步细化了未来各个城市轨交建设的情况，但这里仍存在两个问题：（1）《行动计划》只涵盖了重大工程，并未覆盖部分二三线城市的城轨建设项目；（2）各个城市城轨建设周期迥异，假设每个城市建设周期均相同的做法并不妥当。因此，我们认为，只有在仔细梳理每个城市最新批复的城轨建设规划后，根据各个城市自身的城轨建设周期来计算行业空间的方法才较为合理。

同时，我们认为，官方口径中的城市轨道交通本质上是地铁，原因有二：首先，杨传堂部长指出的轨道交通运营里程与地铁 3200 公里的运营里程非常接近（因此，我们在测算中也将各个城市的地铁运营里程作为城轨运营里程）；其次，在发改委已批复的各地轨道交通规划中，绝大部分建设项目均为地铁项目。

表 7: 城轨行业空间测算方式比较

不同测算方式	存在的优点/缺点
方法 1: 根据交通运输白皮书中指出的 3000 公里测算	缺点一: 纲领性的文件不能充分反映全国各个城市的具体情况, 存在低估行业空间的问题
方法 2: 根据《三年行动计划》中的城轨项目测算	缺点一: 没有涵盖部分二三线城市城轨建设项目 缺点二: 假设各个城市的城轨建设周期相同
方法 3: 根据各个城市最新批复的城轨建设规划测算	优点一: 覆盖了全国所有城市的城轨建设情况 优点二: 根据各个城市自身所特有的建设周期来测算

资料来源: 中信证券研究部

我们将各个城市尚未建成的城轨里程数, 平均到其建设规划的剩余年份内, 计算得到未来每年年末运营线路总里程数。考虑到各地仍在不断上报新的城轨建设规划, 若对较长周期进行测算, 会低估行业空间, 因此我们测算了未来三年内的行业空间。**预计 2019-2021 年, 我国将新增轨道交通运营里程 3,812 公里, 到 2021 年末, 全国轨道交通运营线路总里程将达到 9,579 公里, 三年 CAGR 为 18.4%, 增速在交通基建领域领先地位显著。**

表 8: 我国已批复轨道交通项目城市最新情况 (单位: 公里)

城市	城市是否为软土地质	已运营总里程	批复在建总里程	批复日期	最新批复规划
全国合计	79%	5,767	4,372 (未来三年合计 3,812 公里)	-	-
上海	√	785	83	2018/12/19	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023 年)的批复
北京		714	280	2015/9/29	北京市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2021 年)的批复
广州	√	450	323	2017/3/23	广州市城市轨道交通第三期建设规划(2017-2023 年)的批复
南京	√	395	74	2015/5/20	印发南京市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2020 年)的通知
武汉	√	351	167	2019/1/4	武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2019-2024 年)的批复
成都	√	329	179	2016/7/11	成都市城市轨道交通第三期建设规划 (2016~2020 年)
重庆		315	133	2018/12/6	重庆市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023 年)的批复
深圳	√	298	272	2017/7/12	深圳市城市轨道交通第四期建设规划(2017-2022 年)的批复
天津	√	227	190	2015/9/14	天津市城市轨道交通第二期建设规划 (2015~2020 年)
大连	√	182	84	2015/12/30	大连市城市轨道交通第二期建设规划 (2015~2020 年)
青岛	√	178	23	2016/5/18	青岛市城市轨道交通第二期建设规划调整方案(2013~2021 年)批复
苏州	√	165	126	2018/9/6	苏州市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023 年)的批复
郑州		137	30	2014/9/3	郑州市城市轨道交通近期建设规划(2014~2020 年)的通知
沈阳	√	129	35	2018/12/21	沈阳市城市轨道交通第三期建设规划(2019-2024 年)
西安		124	119	2016/2/18	西安市城市轨道交通第二期建设规划调整方案 (2013~21 年) 的批复
长春	√	116	3	2018/12/28	长春市城市轨道交通第三期建设规划(2019~2024 年)的批复
杭州	√	115	250	2016/12/22	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(2017-2022 年)的批复
昆明	√	89	99	2013/4/25	昆明市城市轨道交通近期建设规划 (2013~2019 年)
宁波	√	75	99	2013/11/12	《宁波市城市轨道交通近期建设规划 (2013—2020 年)》
长沙	√	67	102	2017/3/23	长沙市城市轨道交通第三期建设规划(2017-2022 年)的批复
兰州		61	36	2012/9/5	兰州市城市轨道交通近期建设规划 (2011~2020 年)
无锡	√	56	57	2013/9/30	无锡市城市轨道交通近期建设规划 (2013~2018 年)
南宁	√	53	75	2015/5/18	南宁市城市轨道交通近期建设规划 (2015~2021 年) 的通知
合肥		52	114	2014/12/22	合肥市城市轨道交通近期建设规划 (2014~2020 年)

城市	城市是否 为软土地 质	已运营 总里程	批复在建总里程	批复日期	最新批复规划
南昌	√	49	82	2015/5/20	南昌市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2021年)的通知
东莞	√	38	75	2014/1/2	东莞市城市轨道交通近期建设规划(2013~2019年)
贵阳		35	141	2016/7/15	贵阳市城市轨道交通第二期建设规划(2016~2022年)的批复
佛山	√	34	102	2012/9/30	佛山市城市轨道交通近期建设规划(2011~2018年)
厦门	√	30	111	2016/10/13	厦门市城市轨道交通第二期建设规划(2016-2022年)的批复
石家庄		28	19	2016/1/8	石家庄市城市轨道交通近期建设规划调整方案(2012~2021年)批复
福州	√	25	123	2016/1/12	福州市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2021年)的批复
哈尔滨	√	23	67	2012/6/30	哈尔滨市城市轨道交通近期建设规划(2008~2018年)
乌鲁木齐		17	72	2016/10/13	乌鲁木齐市城市轨道交通第二期建设规划(2016-2021年)的批复
常州	√		54	2012/5/31	常州市城市轨道交通近期建设规划(2011~2018年)
温州	√		121	2015/10/8	浙江省温州市域铁路建设规划(2012-2018年)
太原			49	2012/9/5	太原市城市轨道交通近期建设规划(2012~2018年)
济南	√		81	2018/12/14	济南市城市轨道交通第一期建设规划(2015~2019年)批复
呼和浩特			51	2015/5/20	呼和浩特市城市轨道交通近期建设规划(2015~2020年)
徐州	√		67	2013/3/4	徐州市城市轨道交通近期建设规划(2013~2020年)通过批准
洛阳			41	2016/8/25	洛阳市城市轨道交通第一期建设规划(2016-2020年)的通知
南通	√		60	2014/9/3	南通市城市轨道交通近期建设规划(2014-2020年)的通知
芜湖	√		47	2016/2/18	安徽省芜湖市城市轨道交通一期建设规划(2016~2020年)的通知
绍兴	√		30	2016/6/3	绍兴市城市轨道交通第一期建设规划(2016-2021年)的通知
包头			28	2016/9/6	包头市城市轨道交通第一期建设规划(2016-2022年)的通知

资料来源：国家发改委，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

表 9：城轨在各交通领域里程增速显著领先

交通设施类型	最新披露的里程（公里）	2020（2021）预测里程（公里）	CAGR
轨道交通	5,767	9,579	18.4%
铁路	131,000	150,000	7.0%
高速公路	136,400	150,000	3.2%
公路	4,773,500	5,000,000	1.6%

资料来源：Wind，《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，中国城市轨道交通协会，中信证券研究部

注：轨道交通、铁路最新披露为 2018 年数据；高速公路、公路为 2017 年数据。除城轨预测期为 2021 年以外预测期为 2020 年。

未来三年将有 27 城市城轨规划年限到期，2019-2021 年料将进入批复高峰期。2018 年 6 月国务院办公厅印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发〔2018〕52 号）（下称 52 号文），严格建设城轨项目的申报条件，并规范项目的审批流程，其中对申报地铁或轻轨城市的一般公共财政预算收入、GDP、常住人口、债务率、远期客流规模等均做了明确要求，不符合要求的城市将暂缓审批新的地铁规划。在“52 号文”的起草说明中提及国家已批复建设规划的 44 城市中有 13 个城市不符合发改委新审批要求：

9 城市债务率条件不符、3 城市常住人口不符、太原一般公共预算收入不符、乌鲁木齐 GDP 不符。

表 10：《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》对建设地铁城市的申报条件

指标	具体约束条件
债务率	申报城市近三年的政府债务率不应高于 120%
一般公共预算收入	申报建设地铁的城市地方一般公共预算收入应在 300 亿元以上
GDP	GDP 达 3000 亿元以上
常住人口	市区常住人口在 300 万人以上
客流规模	远期客流规模达到单向高峰 3 万人/时以上

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

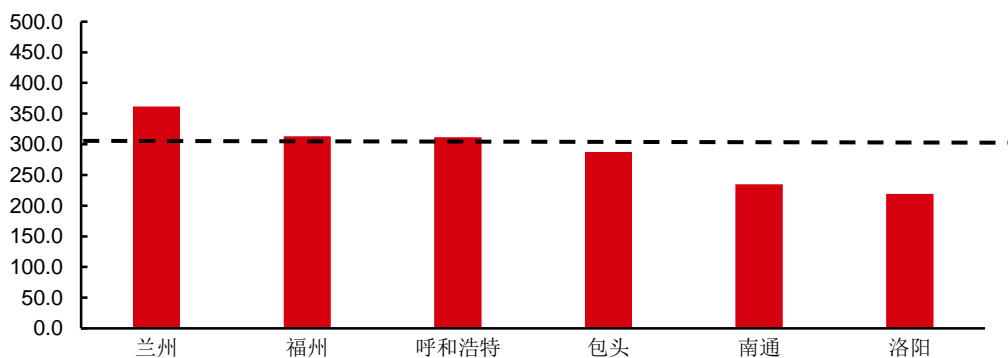
表 11：“52 号文”起草说明中不符合规划审批要求的城市一览

城市	不符合 52 号文规定的原因
兰州	债务率不符，常住人口不符
呼和浩特	债务率不符，常住人口不符
包头	债务率不符，常住人口不符
沈阳	债务率不符
西安	债务率不符
昆明	债务率不符
南宁	债务率不符
贵阳	债务率不符
哈尔滨	债务率不符
太原	一般公共预算不符
乌鲁木齐	生产总值不符
福州	常住人口不符
洛阳	常住人口不符
南通	常住人口不符

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

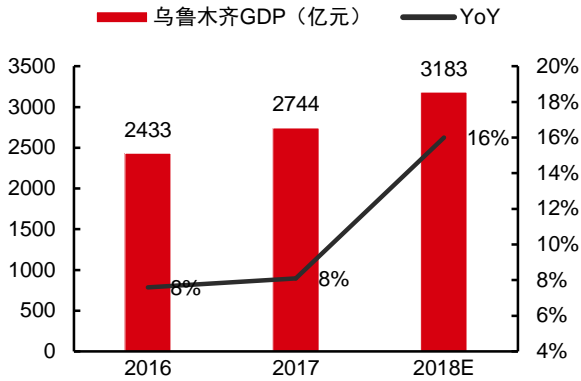
将这些城市的实际情况与申报条件相比，我们发现一般财政收入、GDP、常住人口的条件均基本达成；对于债务率而言，虽然观测到不符合“52 号文”已批复的城市负债率近两年有所下降，但有 7 城市债务率距离达到 120% 要求还有一定距离。

图 31：“52 号文”起草说明中不符合人口要求城市的市区常住人口（万人）



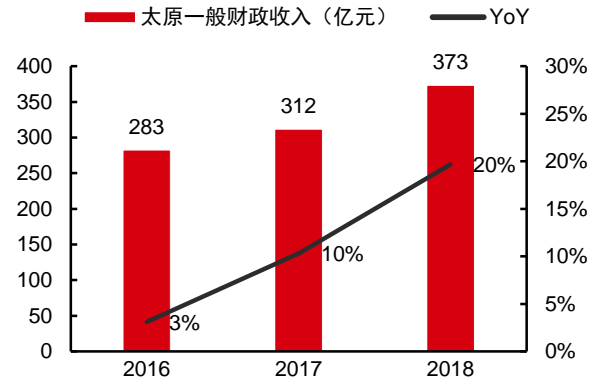
资料来源：Wind，各市政府网站，中信证券研究部

图 32：乌鲁木齐 GDP 预计 2018 年可达标



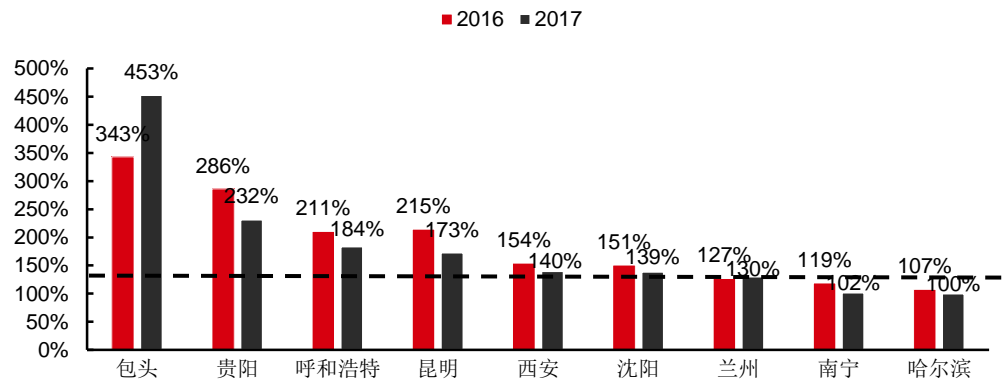
资料来源：Wind，乌鲁木齐政府网站，中信证券研究部预测注：基于 2018Q3 名义 GDP 增速 16% 预测

图 33：太原一般财政收入已达标



资料来源：Wind，太原政府网站，中信证券研究部

图 34：7 城市债务率距离达到 120% 要求仍有一定距离



资料来源：Wind，各地政府预决算报告，中信证券研究部

根据“52 号文”的要求，得到批复的城轨建设规划需等到规划实施最后一年或规划项目总投资完成 70% 以上，方可开展新一轮建设规划报批工作。在目前 44 个已得到规划批复的城市中，未来三年将有 31 个城市规划年限到期。**我们认为，债务率超标的城市（7 个）在短期内下降到 120% 水平的概率较小，但其余 7 个城市在未来有望重启规划审批；在剔除债务率超标城市后，未来三年有 27 个城市规划年限到期，我们预计 2019-2021 料将进入新一轮规划批复高峰期。**

表 12：2018-2024 年累计达到规划年限的城市统计

	规划年限到期的时间（累计）						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
累计达到规划年限的城市数	6	9	22	31	37	41	44
其中符合 52 号文规范的：	6	8	19	27	31	35	37

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

中长期来看，预计 2025 年城市城轨运营里程可达 1.4 万公里，远景运营里程可达 1.9 万公里。除了得到国家发改委批复的近期城轨建设规划以外，正在进行或准备进行城轨建设的城市亦有等待报批的下一轮城轨建设规划及中长期的远景规划，规划中初步确定了线路走向、车站位置以及线路里程长度。由于地铁、轻轨仍为城市轨交的绝对主力且其规划

进展和信息较为清晰，我们对全国目前已运营、在建、规划的地铁及轻轨项目（若无明确区分以下均称为“地铁”）进行全面的梳理。目前全国共有 61 个城市具有成型的城市轨道交通建设规划（获得/未获得批复的城市数分别为 44/17 个），处于运营、在建、规划状态的地铁项目共 816 个，其中于获发改委批复的城市项目有 733 个。考虑到从未获得批复的城市的城轨规划落地的不确定性，我们仅测算已有批复 44 个城市的中长期地铁运营里程规模，我们预计中长期规划总运营里程达 8,492 公里，其中 2025 年前目标通车里程 3,402 公里；预计 2025 年城市轨交运营里程达 1.44 万公里，远景运营里程可达 1.94 万公里。

表 13：中长期地铁规划及运营里程测算

城市	18 运营里程(公里)	规划总里程(公里)	中远期规划里程(公里)	近期规划里程(公里)(2025 前通车)	2025 年运营里程(公里)	远景运营里程(公里)
全国合计	5,209	8,492	5,090	3,402	14,350	19,440
北京	659	159	62	97	1,074	1,136
上海	657	343	66	276	1,062	1,128
郑州	193	711	570	141	497	1,067
广州	432	159	98	60	888	987
武汉	322	322	211	111	640	851
南京	380	272	109	163	731	840
天津	188	421	209	212	624	833
重庆	221	380	332	49	497	828
成都	226	298	298	-	523	821
青岛	174	430	187	244	574	761
深圳	286	155	-	155	725	725
西安	127	282	232	50	340	572
苏州	132	167	96	71	367	463
贵阳	35	242	242	-	212	453
杭州	120	44	20	23	421	441
昆明	84	79	79	-	335	414
佛山	32	233	94	139	305	399
厦门	30	253	122	132	272	394
合肥	56	168	85	83	297	382
沈阳	66	209	11	198	354	365
大连	181	68	68	-	290	359
长春	80	214	91	123	240	330
福州	25	170	170	-	157	327
徐州	-	258	-	258	322	322
长沙	83	152	57	95	264	321
济南	26	238	238	-	82	319
哈尔滨	41	197	-	197	309	309
太原	-	234	202	32	94	296
宁波	83	110	-	110	289	289
南昌	53	147	113	34	172	285
温州	-	158	158	-	121	279
绍兴	-	230	219	11	41	260
东莞	38	101	45	57	184	229

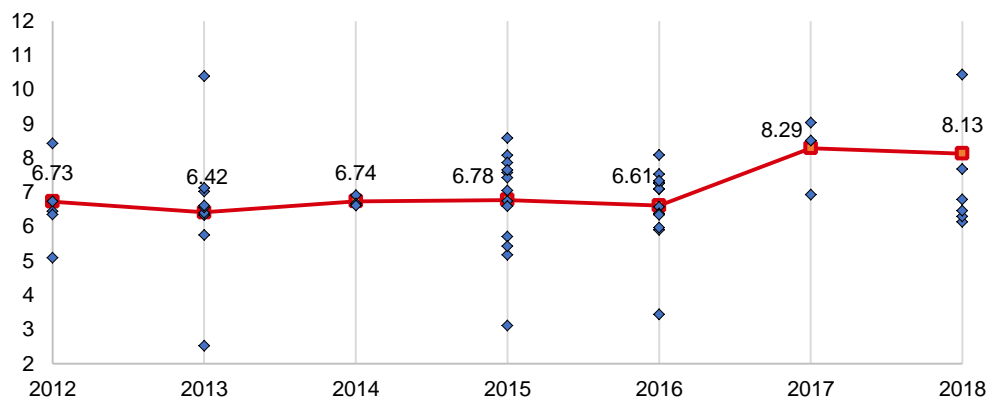
城市	18 运营里程(公里)	规划总里程 (公里)	中远期规划里程(公里)	近期规划里程 (公里) (2025 前通车)	2025 年运营里程 (公里)	远景运营里程 (公里)
南宁	53	94	94	-	129	223
乌鲁木齐	28	128	66	63	153	219
兰州	-	128	40	89	168	208
常州	-	143	143	-	53	196
呼和浩特	-	122	122	-	51	173
无锡	56	59	35	23	137	172
石家庄	43	92	-	92	159	159
南通	-	41	41	-	60	101
洛阳	-	54	54	-	41	95
芜湖	-	19	-	19	66	66
包头	-	14	14	-	28	42

资料来源：国家发改委，各地政府网站，各地轨道交通投资公司网站，中信证券研究部预测

轨道交通每公里造价稳步提升，土建投资占比保持 30% 稳定

根据 2012-2018 年城轨规划的投资金额数据，每公里平均造价由 6.7 亿提升至 8.1 亿，我们认为主要为物价水平提升、土地拆迁成本增加等因素所致。预计未来三年城市轨道交通每公里造价为 8 亿-9 亿元。

图 35：城轨建设规划中项目每公里造价趋势（亿元）



资料来源：国家发改委，中信证券研究部注：黑点为规划项目每公里造价，红点为当年所有项目每公里造价

表 14：城轨建设规划中项目规划里程、规划总投资梳理

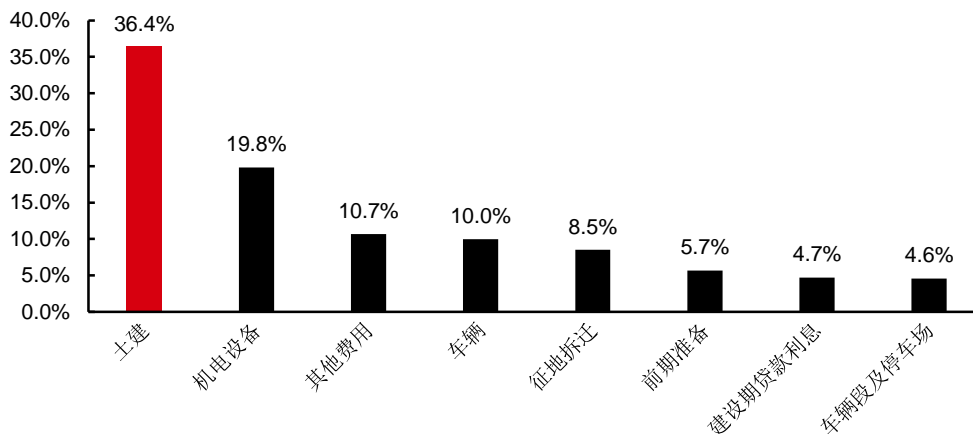
年份	规划总里程(公里)	规划总投资 (亿元)	每公里造价 (亿元)
2012	169	1,139	6.73
2013	710	4,558	6.42
2014	294	1,983	6.74
2015	1,653	11,205	6.78
2016	1,072	7,088	6.61
2017	528	4,381	8.29
2018	771	6,268	8.13

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

此外，作为轨道工程建设的基石，土建投资占城轨建设投资比例料将稳定在 30% 左右。

轨道交通建设总成本主要分为前期准备动迁成本、土建工程建设成本、车辆机电设备建设成本和其他各项费用，而土建成本是轨道交通建设成本中的重要组成部分。在我国轨道交通建设前期，土建工程成本在各项成本中比重最高（36%左右）；近年来虽然因土地成本上升导致前期动迁成本比重迅速提升至首位，但土建工程成本仍然保持在 30%左右的水平。我们认为，以桥隧为主的土建工程为轨道交通建设的重要环节，中短期内土建投资比重料将稳定在 30%左右。

图 36：城轨建设前期各成本比重（2010 年）



资料来源：《城市轨道交通全寿命周期成本分析》，陈进杰、陈峰等，中信证券研究部

预计未来三年城轨领域总投资约 3.2 万亿元，其中土建投资约 1 万亿元。根据我们的预测，我国将新增轨道交通运营里程 3,812 公里，且每公里城轨造价约为 8.5 亿元，预计未来三年城轨领域总投资或将达 32,402 亿元；以土建投资比重 30%计算，未来城轨土建投资或将达 9,721 亿元。从长期看，随着存量城市轨交线网逐步加密以及越来越多城市投入城轨建设，城轨交领域远景总投资仍有约十万亿左右的规模（以远景运营里程达 1.9 万公里、每公里造价保持 8.5 亿元计算）。

表 15：未来城轨领域总投资空间测算（亿元）

		每公里造价（亿元）		
		8.0	8.5	9.0
未来三年增量里程（公里）	3,431	27,446	29,162	30,877
	3,812	30,496	32,402	34,308
	4,193	33,546	35,642	37,739

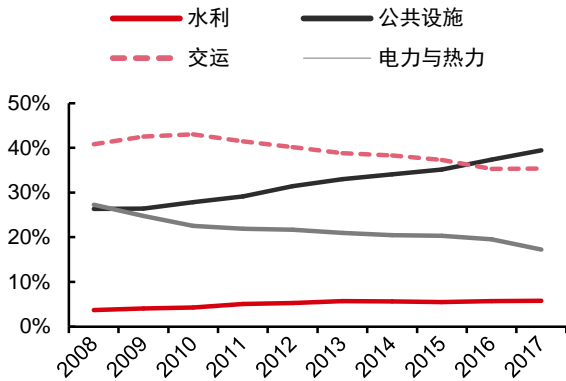
资料来源：中信证券研究部预测

市政工程逐步回暖，道路交通平稳发展，房建稳增

市政工程重要性逐步提升，经过 PPP 监管规范后 2019 年料将逐步回暖。近年来，基础设施建设投资中，公共设施投资的比例正逐步提升至 40%的水平，稳居各细分领域首位。市政工程（配套城市生活的各种公共设施，包括市内道路、桥梁、地下管线、污水处理、园林绿化、热力、燃气等）作为基建建设的重要组成部分，2012-2017 年公共设施固定资产投资额同比增速均保持在 20%以上。虽然 2018 年上半年在 PPP 强监管、融资环境收紧

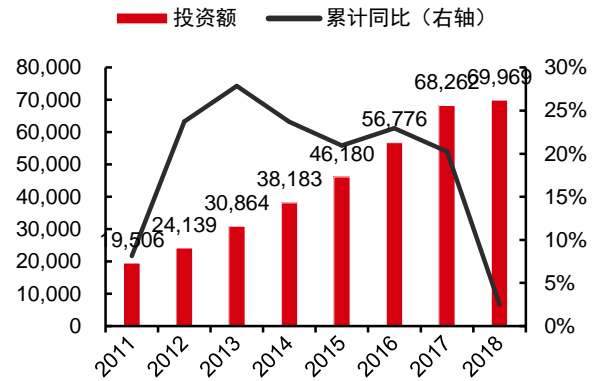
的环境下，公共设施固定资产投资增速明显放缓，但随着“补短板”及配套融资政策的细化推进以及 PPP 的监管规范接近尾声，市政工程在 2019 年料将逐步回暖。

图 37：基建投资中主要项目占比走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

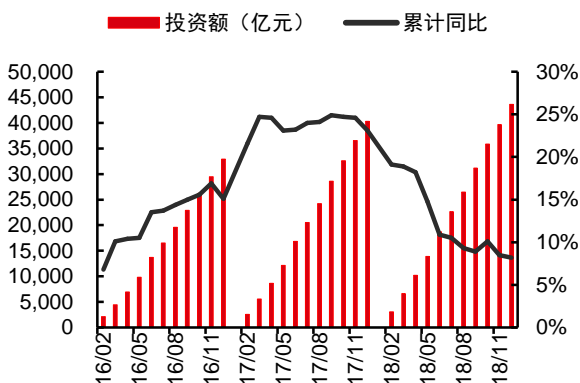
图 38：公共设施完成投资额 (亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

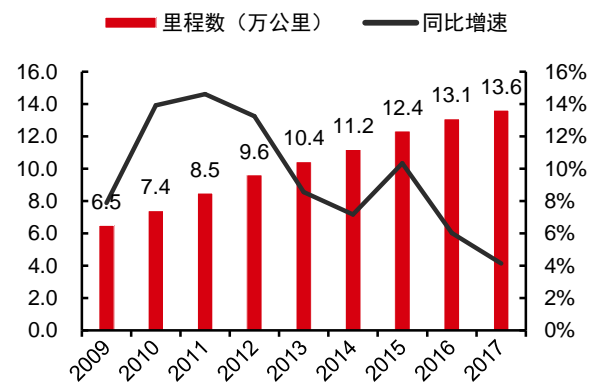
未来我国公路交通建设将处于平稳发展阶段，里程增量将逐渐转向乡村公路。(1) 2016-17 年道路固定资产投资增速处于高位 (2016、17 年同比增速分别为 15%、23%)，2018 年道路固定资产投资增速放缓至 8.2%；截至 2017 年高速公路里程达 13.64 万公里，预计完成“十三五”规划 15 万公里目标的压力较小。(2) 2018 年 12 月出台的《公路法修正案 (草案)》、《收费公路管理条例 (修订草案)》、《农村公路条例 (征求意见稿)》中，明确指出通行费收入无法满足付息和养护支出需求的省份不得新建高速公路，部分省份新增高速公路空间或受限；此外还确立了坚持以非收费公路为主，适当发展收费公路的发展思路，预计未来公路发展将向中西部非收费公路及农村公路倾斜。**因此，我们认为，未来我国公路基础设施建设将处于平稳发展阶段，里程增量将逐渐向中西部非收费公路及农村公路倾斜。**

图 39：我国历年道路固定资产投资投资额 (亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：我国历年高速公路总里程数 (万公里)

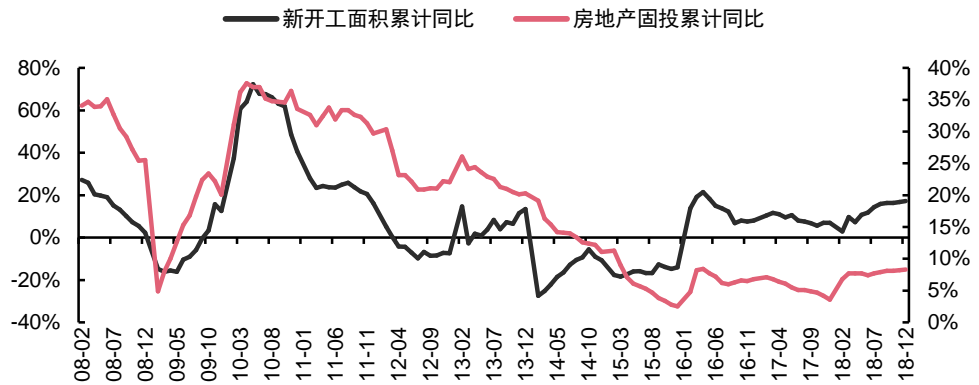


资料来源：Wind，中信证券研究部

房建投资增速与新开工面积增速高度相关，预计 2019 年新开工面积与 2018 年基本持平，房建投资将稳增。新开工面积的增长反映了房屋建筑的景气程度，从过去十年的数据来看，新开工面积的同比增速与房地产固定资产投资同比增速呈现了较高的趋势一致

性。根据中信证券研究部房地产组的观点，2019 年房地产企业的销售压力料将加大；但在销售压力增大的背景下地产企业需要快速周转，从而导致房屋建设进度加快，新开工面积预计与 2018 年基本持平，房建投资料将保持稳健增长。

图 41：房建投资与新开工面积高度相关



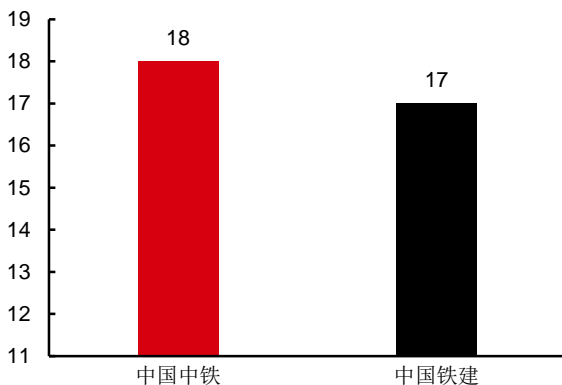
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 三大优势助公司领跑基建

资质、技术领先，先发优势打造铁路、城轨半壁江山

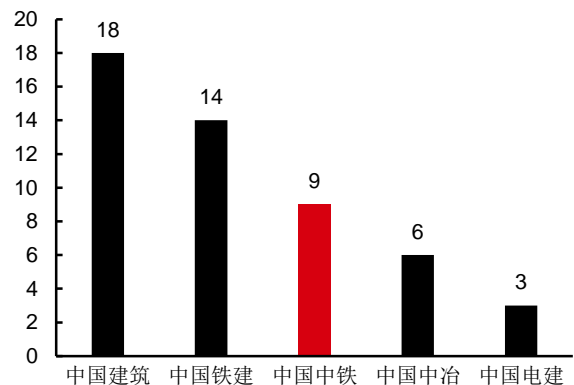
公司工程资质齐全，铁路城轨资质领先。公司拥有铁路工程施工总承包特级、公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、建筑工程施工总承包特级等多类中国基建建设领域等级最高的资质。其中中国中铁及下属工程局在铁路工程以及城市轨道交通工程领域资质数量处于行业领先地位，截至 2018 年年底，全国共有 35 个单位获得铁路工程施工总承包特级资质，公司拥有 18 项，位列行业首位；公司拥有城市轨道交通工程专业承包资质 17 项，与中国铁建并列行业第一。资质作为招投标的必备门槛，公司在铁路以及轨道交通方面的最顶级资质使得在招投标环节面对其他建筑企业具备天然优势。

图 42：2018 年铁路工程施工总承包特级数量对比



资料来源：建筑时报，中信证券研究部

图 43：2018 年央企市政公用工程施工总承包特级数量对比



资料来源：建筑时报，中信证券研究部

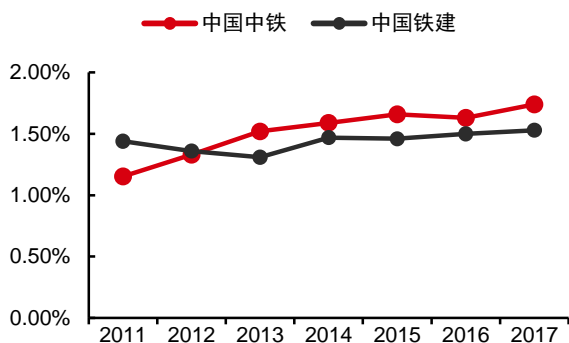
表 16：中国中铁拥有资质情况统计（2017 年）

资质类型	数量
工程总承包特级	45
其中：铁路工程	18
建筑工程	15
公路工程	7
市政公用工程	4
航港工程	1
工程总承包一级	266
其中：铁路工程	38
建筑工程	52
公路工程	56
市政公用工程	120
专业承包	763
专业承包一级	532
工程勘察设计	241
其中：勘察资质	54
设计资质	187
合计	1,345

资料来源：公司公告，中信证券研究部

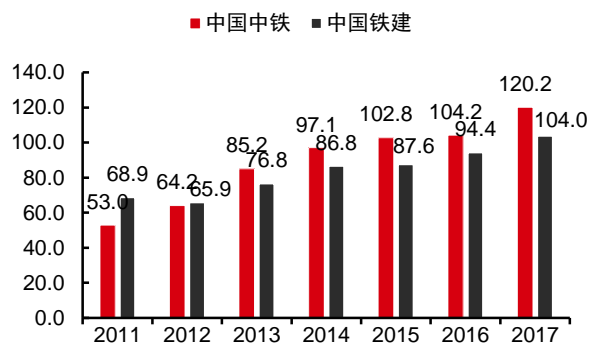
公司在铁路、轨道交通相关领域拥有技术优势，研发投入在同类企业中居首位。1) 在铁路建造技术方面，公司拥有中国唯一的高速铁路建造技术国家重点实验室；2) 在隧道及城市地铁修建技术方面，公司拥有盾构及掘进技术国家重点实验室，基本实现了隧道、地下工程的信息化施工；3) 在桥梁修建技术方面，公司拥有中国唯一的桥梁结构健康与安全国家重点实验室，桥梁修建技术在大跨、轻型、高强、高墩的基础上，向整体、大型、长桥和装配式施工方向发展。此外，公司在研发投入上也位于同类企业中首位，2017 年公司研发投入 120.2 亿元，占营业收入比重为 1.74%。在高速铁路和快速铁路将成为铁路建设主要趋势的背景下，铁路的桥隧比将望逐步提升，叠加轨道交通建设仍较快发展，这两块业务对桥梁隧道建设的技术依赖程度将越来越高，公司在铁路建造、隧道桥梁技术优势将提升获取项目的竞争力。

图 44：铁路建设企业研发支出比较（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：铁路建设企业研发支出占营业收入比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

资质、技术上的优势以及公司的历史背景造就了公司在铁路以及城轨领域的先发优势。在铁路领域，自公司 1950 年成立以来，先后参与建设的铁路占中国铁路总里程的三分之

二以上；建成电气化铁路占中国电气化铁路的 90%；基本全程参与了国内重大铁路的建设。在城市轨道交通领域，公司建设了中国五分之三的城市轨道工程。

表 17：公司参与的国内重大铁路建设统计

铁路项目	通车时间	描述
西格电气化铁路	2018 年	我国首条穿越海拔 3000 米以上高原地区电气化铁路
哈大高铁	2012 年	世界上第一条投入运营的穿越高寒地区的高速铁路
京沪高铁	2011 年	中国南北向战略性重大交通工程,我国第一条具有世界先进水平的铁路
广深铁路	2007 年	中国最早达到 200 公里时速的铁路线
青藏铁路	2006 年	世界上海拔最高的铁路
秦沈铁路	2003 年	中国自己研究、设计、施工的时速 200 公里的第一条快速铁路客运专线
京九铁路	1996 年	中国最长的南北铁路，连接北京至香港
大秦铁路	1992 年	中国最长的重载铁路
成昆铁路	1970 年	在地质构造最为复杂的地区进行的铁路建设项目之一

资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 46：中国中铁参建的重庆轨道交通五号线一期工程



资料来源：公司官网

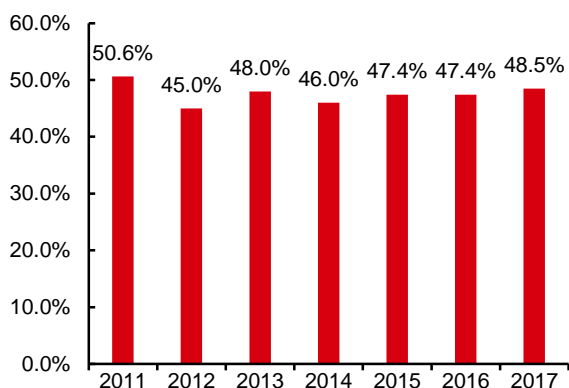
图 47：中国中铁参建的深圳地铁五号线项目



资料来源：公司官网

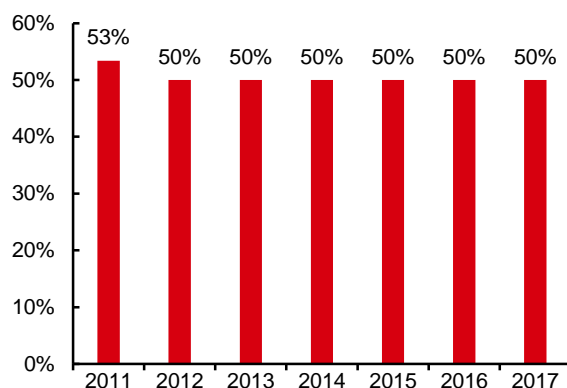
资质、技术的领先叠加丰富的项目经验造就了中国中铁在铁路、城轨领域的口碑声誉，截至 2017 年底公司共获得国家优质工程奖 239 项，中国建筑工程鲁班奖 162 项，中国土木工程詹天佑大奖 109 项。公司在铁路、城轨领域的龙头地位巩固：在铁路领域，公司多年来市占率一直维持在 45%以上；在城轨领域，从 2011-2017 年公司披露城市轨道交通市场份额均在 50%左右，虽然近年来开始出现以 PPP 模式承接城轨项目，导致其他企业可参股 SPV 公司并切入城轨施工市场，但在资质、技术、经验上的综合优势使得中国中铁仍为轨交项目的最有力竞争者之一，预计公司城轨市场份额继续维持 40%-45%区间高位。

图 48: 公司在铁路领域的市占率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 49: 公司在城市轨道交通领域的市占率

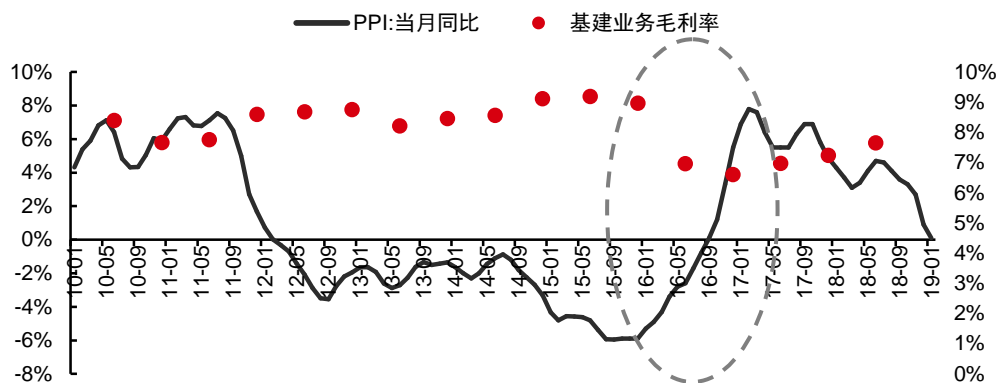


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

城轨、市政类收入占比逐年提升, 推动毛利率稳增

收入的业务构成成为公司基建业务毛利率最主要的影响因素。建筑原材料价格波动对公司业务毛利率有影响, 但影响有限: 公司有成熟的价格转移机制, 签订开口协议可转移部分原材料上涨风险, 在历史上只有在原材料价格快速上行时毛利率才会承压, 因此原材料价格不是影响毛利率的主要因素。我们认为, 公司 2016 年以来基建毛利率稳步提升 (2016 年 6.6% 升至 2018 上半年 7.6%) 主要是因为收入业务构成发生了变化。

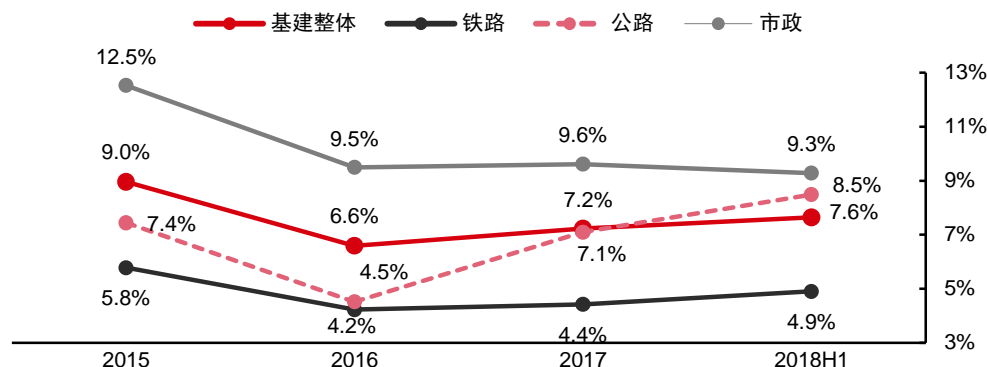
图 50: 基建业务毛利率仅在 PPI 增速迅速上行时承压, 一般情况较为平稳



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

公司基建业务中市政毛利率最高, 公路其次, 铁路最低。公司基建业务 2015-2018H1 毛利率分别为 9.0%/6.6%/7.2%/7.6%。其中, 市政类业务 2015-2018H1 毛利率分别为 12.5%/9.5%/9.6%/9.3%, 公路类业务 2015-2018H1 毛利率分别为 7.4%/4.5%/7.1%/8.5%, 铁路类业务 2015-2018H1 毛利率 5.8%/4.2%/4.4%/4.9%。铁路毛利率较低的原因为铁路领域业主要为铁路总公司, 而铁路总公司的议价能力较强; 市政毛利率较高的原因为项目收益率高且市政项目采用 PPP 模式较多、PPP 项目对内收益率有一定要求所致。

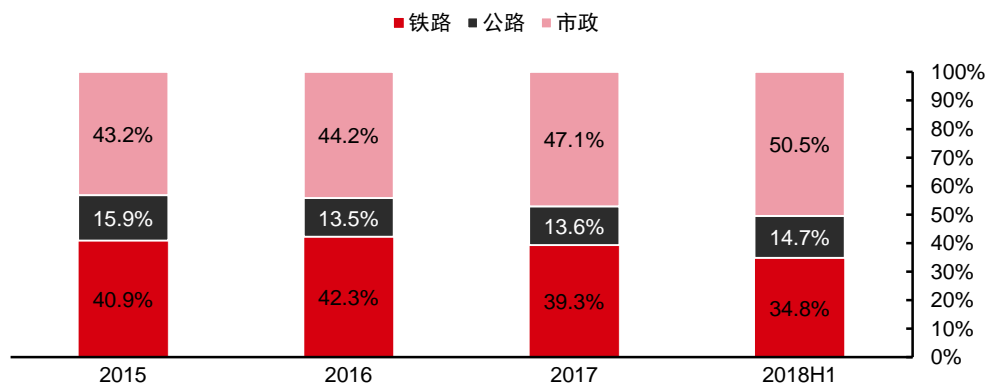
图 51: 基建业务及细分领域毛利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

城轨、市政类收入占比逐年提升, 基建业务盈利能力提升具备内在的长期趋势。公司 2015 年铁路/公路/市政占基建收入比重为 40.9%/15.9%/43.2%, 而 2018 上半年铁路/公路/市政占基建收入比重为 34.8%/14.7%/50.5%。毛利率较低的铁路占比逐步下降, 而毛利率较高的市政占比逐步上升。业务结构的优化导致公司主业基建的盈利能力提升具备长期趋势。

图 52: 公司铁路、公路、市政业务占基建业务收入比重



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

资金面: 充分利用资本市场融资, 财务费用率低位, 资金成本低于同行

公司充分利用资本市场进行融资, 存续债券以及余额在建筑央企中位列首位。公司自上市以来积极通过资本市场进行融资, 累计发行债券 37 只, 目前存续债券 26 只, 存续债券余额达 534 亿元, 位列八大央企之首; 其中 26 只债券的存续债券加权利率为 4.63%。债券募集资金主要用于支持公司开展基建建设项目等。此外, 公司在 2015 年向中国铁路工程集团等特定机构增发 15.44 亿股, 募资 120 亿元投向城市轨道交通建设等项目; 在 2018 年 8 月公司以债转股发行股份 16.96 万股, 为建筑央企中首例债转股项目; 2018 年 12 月, 公司通过董事会决议, 拟发行不超过 300 亿元额度的资产证券化业务。

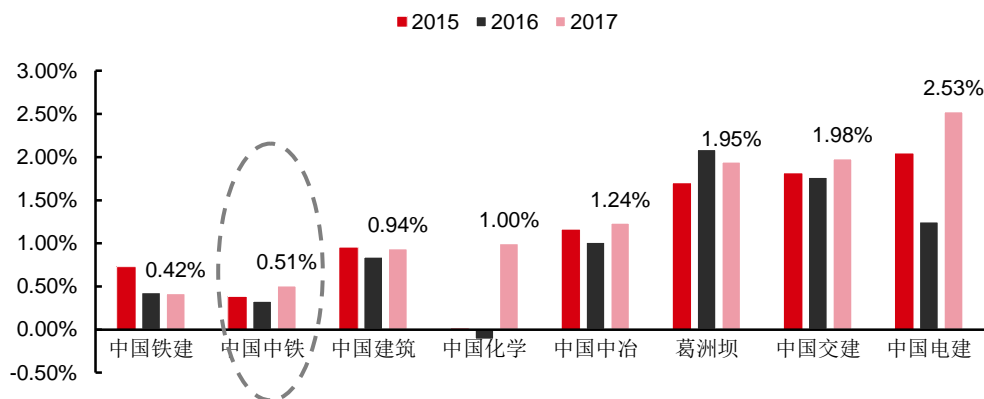
表 18：建筑央企发行债券情况统计

	累计发行债券 (支)	目前存续债券 (支)	存续余额 (亿元)	存续债券加权利率
中国中铁	37	26	534.1	4.63
中国铁建	21	7	314.5	4.22
中国建筑	18	9	300.0	4.62
葛洲坝	31	12	281.5	3.56
中国交建	30	8	269.0	5.05
中国中冶	53	8	146.6	5.24
中国电建	29	4	100.0	4.96
中国化学	1	1	30.0	4.77

资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

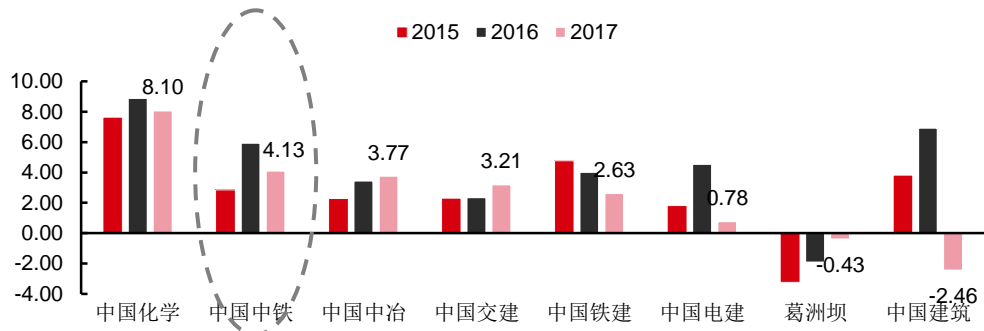
公司的财务费用率在可比的建筑央企中处于低位。中国中铁 2015-2017 年财务费用率分别为 0.38%/0.33%/0.51%，明显低于八大央企平均水平（2015-2017 平均财务费用率为 1.00%/0.85%/1.07%），2017 年财务费用率仅略高于中国铁建位于第二低位。建筑作为资金密集型行业且在项目中经常需要垫资施工，较低的财务费用率说明公司的利息支出较为稳健。此外公司的利息保障倍数在八大央企中亦位居前列，体现了公司稳健的偿债能力。

图 53：公司的财务费用率在可比的建筑央企中位于低位



资料来源：Wind，中信证券研究部

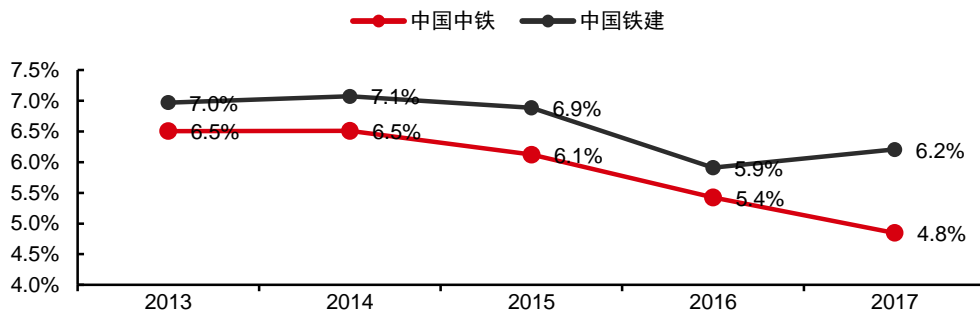
图 54：公司的利息保障倍数在八大央企中位居前列



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司的资金成本亦低于同行。我们以“利息支出/（短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债+应付债券）”计算公司的资金成本，中国中铁 2013-17 年资金成本分别为 6.5%/6.5%/6.1%/5.4%/4.8%，相比业务结构较为相似的中国铁建，公司在资金成本上有着明显优势（中国铁建 2013-17 年资金成本分别为 7.0%/7.1%/6.9%/5.9%/6.2%）。

图 55：中国中铁的资金成本稳定低于中国铁建



资料来源：Wind，中信证券研究部

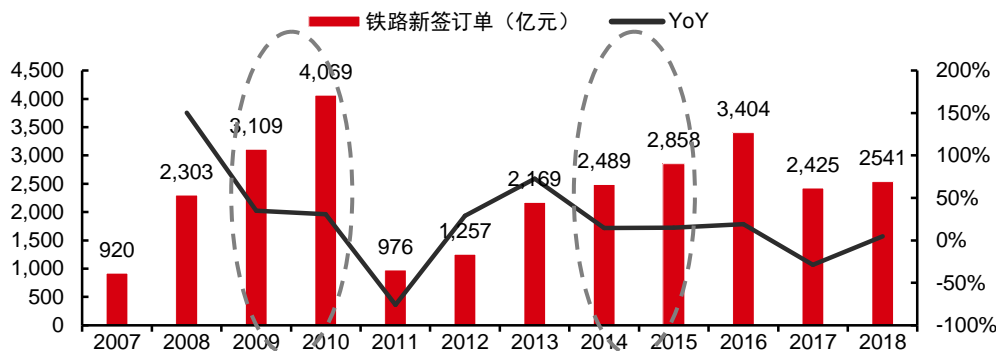
公司通过积极稳健的资本市场融资，财务费用率在建筑央企中位于低位，以优于同行的资金成本获得工程建设项目所需的资金。多样化的融资渠道将为公司业务开展提供有力支持。

■ 铁路城轨订单将迎拐点，毛利率持续改善

铁路、城轨订单即将迎来企稳回升，公路、市政订单料将稳增

为“十四五”蓄力，铁路订单拐点已至。铁路项目工期一般在 3-5 年左右，为保证“十四五”铁路建设规划以及中长期规划目标能顺利达成，预计铁路总公司在 2019-2020 年将会释放一批铁路订单进行招投标，招投标量将逆转 2016 年以来的颓势开始回升。作为国家大中型铁路市占率近一半的铁路建设企业，中国中铁将充分受益铁路招投标的放量。从 2018 年末铁路订单量已有反转：2018Q4 公司单季度铁路订单同比+20%，显著高于前三季度同比增速（-6%），我们预计 2019 年公司铁路新签订单将保持稳健增长。

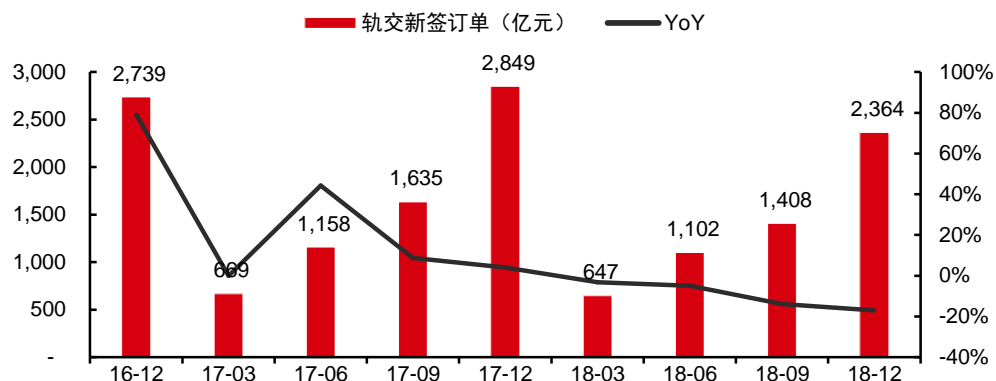
图 56：中国中铁 2009-10、2014-15 年铁路订单有显著提升



资料来源：公司公告，中信证券研究部

受益规划密集批复以及未来三年的持续高景气，预计城轨订单 2019 年将逐步回升。发改委密集批复 7 个城市的城轨规划，总建设里程达 969 公里，总投资额 7,737 亿元；同时城轨未来三年运营里程 CAGR 为 18%，仍为基建增长最快子领域之一；此外 2019-20 年还有 19 个城市存在批复更新的可能性。我们预计，在 2019 年，这些规划订单将陆续招标，公司作为城轨建设的龙头企业，料将受益城轨全行业的订单复苏。我们预计 2019 年公司轨道交通新签订单增速将扭转 2018 年的颓势逐步回升。

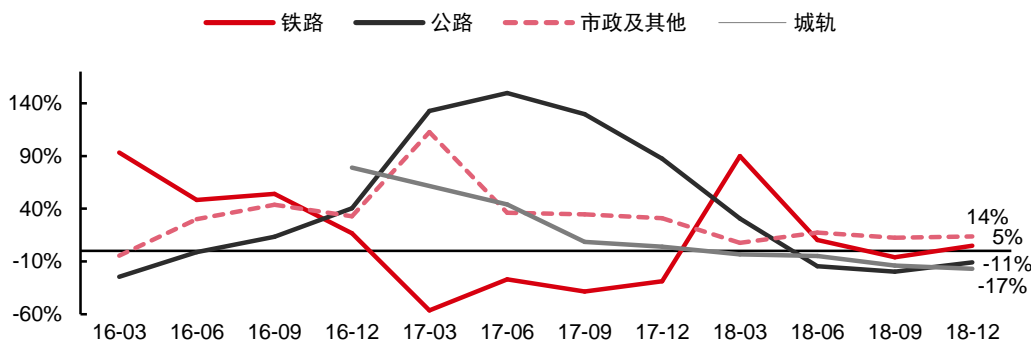
图 57：中国中铁新签城轨订单及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

PPP 至暗时刻已过，公路、市政新签订单料将稳增。2018 年上半年在 PPP 强监管、融资环境收紧的环境下，公共设施固定资产投资增速明显放缓，公司市政新签订单增速亦从 2017 年末 30% 水平迅速下滑至 2018 年 10% 左右水平；公路建设作为 PPP 项目中比重最大的领域（近 50%），在 PPP 整治清理中也受到了较大冲击。但随着“补短板”及配套融资政策的细化推进以及 PPP 的监管规范接近尾声，市政工程以及公路订单在 2019 年料将逐步回暖。

图 58：中国中铁基建细分领域新签订单增速比较



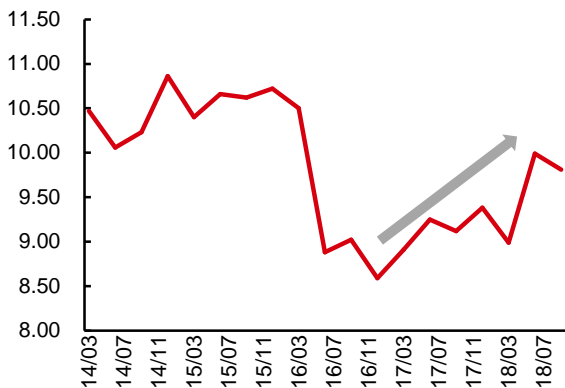
资料来源：公司公告，中信证券研究部

市政订单逐步兑现，业务结构持续改善，毛利率料将继续提升

公司毛利率处于持续改善通道中，主要动力为业务结构的不断优化。自 2016H1 以来，公司的毛利率处于逐步回升的上行通道中，2016H1 公司毛利率为 8.9%，到 2018 年第三

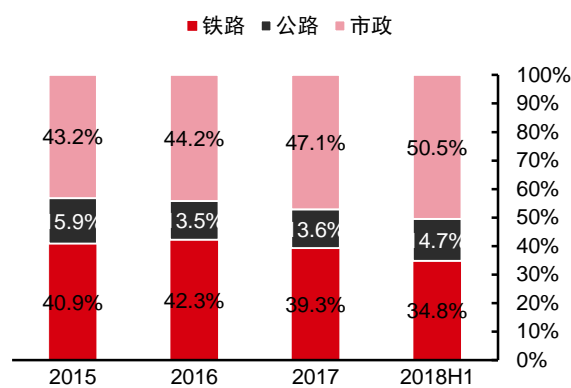
季度公司毛利率已回升至 9.8%。毛利率不断提升的动力在于业务结构不断优化，高毛利率的市政业务比重持续提升，2015 年市政业务占基建业务收入比重为 43.2%，到 2018 年上半年市政业务收入比重已逐步升至 50.5%。

图 59：公司毛利率正持续改善



资料来源：Wind，中信证券研究部

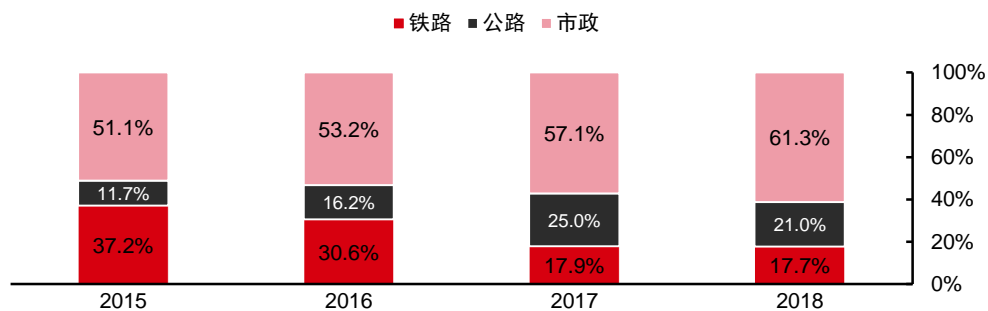
图 60：毛利率高的市政业务比重不断提升



资料来源：公司公告，中信证券研究部

从订单结构上来看，市政业务的订单比重仍在提升，且订单比重高于收入比重。公司市政业务新签订单比重从 2015 年的 51.1% 逐步升至 2018 年的 61.3%，且当年订单比重均比收入比重高出 9-10pcts。未来随着存量的市政订单逐步施工兑现收入，市政业务的收入比重预计还将继续提升，业务结构将持续改善，公司基建主业毛利率继续提升。

图 61：中国中铁基建订单各部分比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

债转股带来财务费用下降，打开订单增长空间

债转股将降低各工程局负债率，预估值较账面值有所增值。2018 年 10 月公司公告以 6.87 元/股的价格向 9 家机构投资者发行股份 169,631 万股购买各工程局股权，发行价格为首次董事会决议公告日前 20 交易日均价的 93.9%，标的资产预估值总计为 116.5 亿元。9 家机构投资者将持有公司股份比例共计 6.91%。2018 年 6 月，各投资机构分别对二局工程/中铁三局/中铁五局/中铁八局增资 36/30/30/20 亿元以偿还债务，负债率分别较 2017 年末降 5.2pcts/6.5pcts/5.8pcts/5.0pcts 至 79.7%/78.4%/79.1%/79.9%；各工程局的预估值分别为 143/103/111/84 亿元，较账面价值分别增值 17.3%/33.0%/42.5%/14.2%，基于 18 年上半年归母净利润的市盈率 PE 分别为 24.4x/14.7x/18.8x/55.2x，基于 18 年上半年

归母所有者权益的市净率 PB 分别为 1.19x/1.22x/1.18x/1.17x。

表 19: 各交易对手方支付对价、认购股份及持股比例一览

交易对方	发行股份支付对价 (万元)	认购股份数 (万 股)	持股比例
中国国新	261,231.6526	38,024.9857	1.55%
中国长城	251,224.2387	36,568.3023	1.49%
中国东方	150,688.1447	21,934.2276	0.89%
结构调整基金	150,709.2620	21,937.3013	0.89%
穗达投资	120,230.8685	17,500.8540	0.71%
中银资产	80,381.0281	11,700.2950	0.48%
中国信达	50,431.1081	7,340.7726	0.30%
工银投资	50,237.4389	7,312.5819	0.30%
交银投资	50,237.4389	7,312.5819	0.30%
合计	1,165,371.1805	169,631.9023	6.91%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 20: 各工程局资产、负债、归母所有者权益、资产负债率一览

	2018H1				2017A				
	资产 (亿元)	负债 (亿 元)	归母所有者 权益 (亿元)	资产负债 率	资产 (亿元)	负债 (亿 元)	归母所有者 权益 (亿元)	资产负债 率	负债率 下降
二局工程	613.0	488.6	120.2	79.7%	583.3	495.1	84.1	84.9%	5.2%
中铁三局	391.7	307.1	84.6	78.4%	354.9	301.3	53.7	84.9%	6.5%
中铁五局	457.9	362.3	94.8	79.1%	429.4	364.8	63.8	85.0%	5.8%
中铁八局	361.7	289.1	71.9	79.9%	347.1	294.8	52.0	84.9%	5.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

静态测算通过债转股负债率料将降 1.4pcts, 减少财务费用不少于 5.8 亿元。债转股完成后, 增资部分 115.9 亿元将用于偿还债务, 公司有息负债将减少 115.9 亿元, 年利息支出以利率 5.0% 计算将节约不少于 5.8 亿元, 资产负债率以 2017 年末 79.9% 静态计算, 料将降 1.4pcts 至 78.5%; 考虑偿还债务使得财务费用减少的情况下, 股本增加 16.96 亿股以及财务费用减少 5.8 亿元将使 EPS 由 2017 年末 0.67 元摊薄 3.0% 至 0.65 元。

表 21: 债转股完成前后的财务数据对比

	2017A	调整后 (增资全部偿还债务)
资产 (亿元)	8,441	8,441
负债 (亿元)	6,744	6,628
资产负债率	79.9%	78.5%
归母净利润 (亿元)	153	159
股本 (亿股)	228	245
EPS (元)	0.67	0.65

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

短期内虽然对 EPS 有一定的摊薄, 但中长期来看为增长带来新的空间。我们认为, 债转股完成后公司的 EPS 虽有一定的摊薄, 但负债率的下降, 在目前央企新增订单空间因国资委严控杠杆而受限, 而铁总提高投资额指引, 基建将触底回升的背景下, 中国中铁债转股的实施将一定程度突破接单限制, 率先享受行业触底回升的红利。

■ 风险因素

1) 铁路、城轨招投标量不及预期。

我们预计铁路、城轨行业将逐步复苏，以历史经验看高景气下订单应会放量，但具体铁总释放铁路订单和各城市释放轨道交通订单的节奏和力度大小难以提前预判。若铁路、城轨招投标量不及预期，公司作为占据半壁江山的龙头，铁路、城轨的订单亦会受到影响。

2) 债转股落地不及预期。

债转股目前正有序推进中，但发行股份购买资产申请文件中的财务数据已于 2018 年末过有效期，公司需要提供公司及标的公司最近一期经审计的财务数据，而该等数据均需在公司 2018 年年度审计工作完成并发布年度报告后方可提供。因此债转股的落地时间具有一定的不确定性。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

- 各个城市根据已批复的轨道交通规划按时开工，尚未建成的轨道交通里程，将平均分摊至剩余的年份内建成；轨道交通以地铁为主（每公里投资额 8.5 亿元）。
- 收入增速：基建业务方面，1) 在 2018 年受上半年去杠杆、三季度招投标缩量等影响，预计 2018 年铁路收入增速为-5%；随着“补短板”推进以及铁路进入竣工通车大年，预计 2019-20 年铁路收入增速将升至 5%/5%；2) 随着 2016-17 年公路建设高峰已过，未来高速公路的增速趋缓，预计 2018-20 年公路收入增速将分别为 9%/5%/3%；3) 先前几年签订的大量市政及相关订单将逐步兑现收入，预计 2018-20 年市政收入增速将分别为 16%/17%/15%。综上，预计 2018-2020 年基建收入增速分别为 6.8%/11.1%/10.1%。此外我们预计其他业务板块保持稳健增长，地产/设备制造/勘察设计/其他类业务未来三年增速分别为 5%/5%/10%/5%。
- 毛利率：基建业务方面，铁路/公路/市政业务毛利率维持基本稳定，预计未来三年铁路/公路/市政毛利率分别稳定在 4.5%/7.0%/9.5%，基建业务毛利率因结构优化而逐步提升，预计 2018-20 年基建业务整体毛利率分别为 7.40%/7.53%/7.66%。此外其他业务毛利率亦保持稳定，整体费用控制良好。

盈利预测

表 22：基建业务分部盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
铁路					
收入(亿元)	2,331.17	2,345.57	2,228.29	2,339.71	2,456.69
YoY		0.6%	-5.0%	5.0%	5.0%
毛利(亿元)	98.49	103.70	100.27	105.29	110.55

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
公路					
收入(亿元)	747.01	812.56	885.69	929.98	957.88
YoY		8.8%	9.0%	5.0%	3.0%
毛利(亿元)	33.76	57.64	62.00	65.10	67.05
毛利率	4.5%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
市政					
收入(亿元)	2,436.67	2,807.67	3,256.90	3,810.57	4,382.16
YoY		15.2%	16.0%	17.0%	15.0%
毛利(亿元)	231.43	269.97	309.41	362.00	416.30
毛利率	9.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
基建合计					
收入(亿元)	5,514.9	5,965.8	6,370.9	7,078.7	7,795.1
YoY		8.2%	6.8%	11.1%	10.1%
毛利(亿元)	363.68	431.31	471.49	533.03	597.10
毛利率	6.6%	7.2%	7.4%	7.5%	7.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 23：公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
基建建设					
收入(亿元)	5,514.9	5,965.8	6,370.9	7,078.7	7,795.1
YoY		8.2%	6.8%	11.1%	10.1%
毛利(亿元)	363.68	431.31	471.49	533.03	597.10
毛利率	6.6%	7.2%	7.4%	7.5%	7.7%
房地产开发					
收入(亿元)	325.8	303.5	318.7	334.6	351.4
YoY		-6.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利(亿元)	86.4	74.3	79.7	83.7	87.8
毛利率	26.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
工程设备制造					
收入(亿元)	123.2	136.3	143.1	150.2	157.7
YoY		10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利(亿元)	27.5	29.4	31.5	33.1	34.7
毛利率	22.3%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
勘察设计					
收入(亿元)	116.2	129.7	142.7	156.9	172.6
YoY		11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(亿元)	35.0	38.7	42.8	47.1	51.8
毛利率	30.2%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他					
收入 (亿元)	314.1	364.2	390.9	417.3	443.7
YoY		15.9%	7.3%	6.8%	6.3%
毛利 (亿元)	36.5	73.2	81.3	91.2	100.4
毛利率	11.6%	20.1%	20.8%	21.9%	22.6%
营业总收入 (亿元)					
	6,433.6	6,933.7	7,394.2	8,159.7	8,938.0
YoY		7.77%	6.64%	10.35%	9.54%
综合毛利率 (亿元)					
	8.59%	9.38%	9.59%	9.67%	9.75%
归母净利润 (亿元)					
	125.1	160.7	181.3	205.1	224.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2018-2020 年营业收入 7,394/8,160/8,938 亿元，归母净利润分别为 181.3/205.1/224.9 亿元，考虑债转股股本摊薄在 2019 年实现，我们维持 2018-20 年盈利预测，对应 EPS 为 0.76/0.80/0.88 元（原预测 0.72/0.80/0.88 元）。

■ 估值及投资评级

公司核心业务为铁路、轨道交通等基建工程。我们认为其估值应该参考 A 股中从事铁路、轨道交通等综合基建工程的公司，我们选取中国铁建（综合建设集团，铁路、城轨、公路、市政设计施工）、中国交建（综合建设集团，公路、铁路、市政设计施工）、隧道股份（城轨、隧道、公路、市政设计施工）、宁波建工（房建、市政工程）、四川路桥（隧道、高速公路、四川省内铁路）、山东路桥（道路、房建、市政工程）。

公司所在的铁路、轨道交通行业有望在 2019 年将迎来拐点，铁路进入竣工通车大年，城轨在规划重启后延续较高景气。我们预计 2019 年公司铁路、城轨新签订单将逐步回升，过去三年承接的大量市政订单将逐步兑现收入，提高收入质量并增厚业绩。参考同类公司估值水平，我们给予公司 2019 年 11 倍 PE，对应目标价 8.8 元，维持“买入”评级。

表 24：可比公司估值情况

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				P/E (倍)				P/B (倍)
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
中国铁建	601186.SH	11.22	1.16	1.42	1.61	1.79	9.7	7.9	7.0	6.3	0.9
中国交建	601800.SH	12.49	1.21	1.38	1.54	1.70	10.3	9.0	8.1	7.4	1.0
隧道股份	600820.SH	7.38	0.58	0.65	0.72	0.80	12.7	11.4	10.2	9.2	1.1
宁波建工	601789.SH	4.55	0.22	0.25	0.32	0.39	20.8	18.5	14.1	11.6	1.6
四川路桥	600039.SH	3.90	0.33	0.38	0.47	0.56	11.8	10.3	8.3	7.0	1.0
山东路桥	000498.SZ	6.09	0.51	0.66	0.77	0.82	11.8	9.2	7.9	7.4	1.2
平均							12.9	11.1	9.3	8.1	1.2
中国中铁	601390.SH	7.29	0.67	0.76	0.80	0.88	10.9	9.6	9.1	8.3	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价；可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	643,357	693,367	739,422	815,972	893,799
营业成本	584,495	625,258	665,894	734,758	804,546
毛利率	9.15%	9.82%	9.94%	9.95%	9.99%
营业税金及附加	8,002	4,643	4,951	5,465	5,987
销售费用	2,560	2,854	3,384	3,573	3,737
营业费用率	0.40%	0.41%	0.46%	0.44%	0.42%
管理费用	27,078	29,974	34,208	37,353	40,924
管理费用率	4.21%	4.32%	4.63%	4.58%	4.58%
财务费用	2,144	3,538	4,852	4,937	5,032
财务费用率	0.33%	0.51%	0.66%	0.61%	0.56%
投资收益	1,386	1,614	1,775	1,864	1,864
营业利润	16,434	19,248	23,532	27,377	30,051
营业利润率	2.55%	2.78%	3.18%	3.36%	3.36%
营业外收入	1,778	766	804	804	804
营业外支出	540	470	559	559	559
利润总额	17,672	19,544	23,777	27,623	30,296
所得税	4,970	5,340	5,469	6,906	7,574
所得税率	28.12%	27.32%	23.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	194	(1,863)	183	207	227
归属于母公司股东的净利润	12,509	16,067	18,125	20,510	22,495
净利率	1.94%	2.32%	2.45%	2.51%	2.52%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	124,085	130,392	147,132	162,404	177,930
存货	224,804	242,463	257,738	284,392	311,403
应收账款	152,304	182,600	184,385	210,476	236,647
其他流动资产	93,716	104,629	116,917	127,299	137,297
流动资产	594,908	660,084	706,171	784,570	863,277
固定资产	48,767	52,377	56,283	59,054	60,634
长期股权投资	11,645	21,166	36,165	43,768	51,676
无形资产	51,763	50,766	47,906	45,022	41,930
其他长期资产	47,425	59,691	77,789	84,855	89,581
非流动资产	159,601	184,000	218,144	232,699	243,821
资产总计	754,509	844,084	924,315	1,017,269	1,107,098
短期借款	56,184	54,470	68,697	72,687	79,678
应付账款	298,715	336,388	357,585	394,565	432,041
其他流动负债	151,705	190,859	214,492	236,548	261,992
流动负债	506,604	581,716	640,775	703,800	773,711
长期借款	59,039	53,023	58,023	58,023	58,023
其他长期负债	39,708	39,625	40,071	40,539	41,030
非流动性负债	98,746	92,648	98,093	98,561	99,052
负债合计	605,350	674,364	738,868	802,361	872,763
股本	22,844	22,844	22,844	24,541	24,541
资本公积	41,411	44,058	44,058	54,015	54,015
归属于母公司所有者权益合计	140,334	155,381	170,925	200,178	219,378
少数股东权益	8,825	14,339	14,522	14,729	14,956
股东权益合计	149,159	169,720	185,447	214,907	234,335
负债股东权益总计	754,509	844,084	924,315	1,017,269	1,107,098

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	17,672	19,544	23,777	27,623	30,296
所得税支出	-4,970	-5,340	-5,469	-6,906	-7,574
折旧和摊销	8,796	9,067	10,581	12,438	14,387
营运资金的变化	27,950	-715	11,737	-7,996	-5,038
其他经营现金流	5,046	10,619	6,678	6,633	7,701
经营现金流合计	54,495	33,174	47,305	31,792	39,771
资本支出	-12,789	-15,275	-12,334	-12,826	-13,495
投资收益	1,386	1,614	1,775	1,864	1,864
其他投资现金流	-6,075	-18,718	-31,885	-13,443	-11,372
投资现金流合计	-17,477	-32,380	-42,445	-24,405	-23,003
发行股票	289	9,685	0	11,654	0
负债变化	190,145	163,460	19,313	4,078	7,084
股息支出	-2,010	-2,581	-2,581	-2,910	-3,295
其他融资现金流	-204,195	-169,017	-4,852	-4,937	-5,032
融资现金流合计	-15,770	1,547	11,879	7,885	-1,243
现金及现金等价物净增加额	21,248	2,342	16,739	15,272	15,526

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	3.08%	7.77%	6.64%	10.35%	9.54%
营业利润增长率	4.87%	17.12%	22.26%	16.34%	9.76%
净利润增长率	2.05%	28.44%	12.81%	13.15%	9.68%
毛利率	9.15%	9.82%	9.94%	9.95%	9.99%
EBITDA Margin	4.70%	4.52%	5.28%	5.49%	5.54%
净利率	1.94%	2.32%	2.45%	2.51%	2.52%
净资产收益率	8.91%	10.34%	10.60%	10.25%	10.25%
总资产收益率	1.66%	1.90%	1.96%	2.02%	2.03%
资产负债率	80.23%	79.89%	79.94%	78.87%	78.83%
所得税率	28.12%	27.32%	23.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	16.07%	16.07%	16.05%	16.06%	16.06%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。