

推荐 (维持)

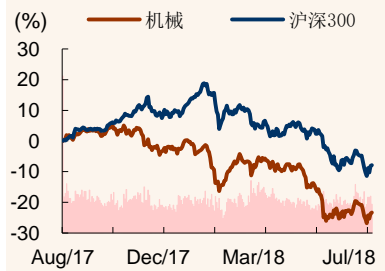
城轨重新启动审批 行业边际改善加速

2018年08月13日

轨道交通行业点评

上证指数	2795	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	333	9.4
总市值 (亿元)	24638	5.1
流通市值 (亿元)	17502	4.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.2	-11.7	-23.4
相对表现	2.0	-0.3	-15.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《机械行业 2018 年 8 月报—两条投资主线 精选价值标的》2018-07-30
- 2、《物联网设备专题研究·上篇—物联网连接东风已至 下游应用含苞待放》2018-07-16
- 3、《机械行业 2018 年中期投资策略—贸易战倒逼中国制造提升核心竞争力》2018-06-22

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

事件:

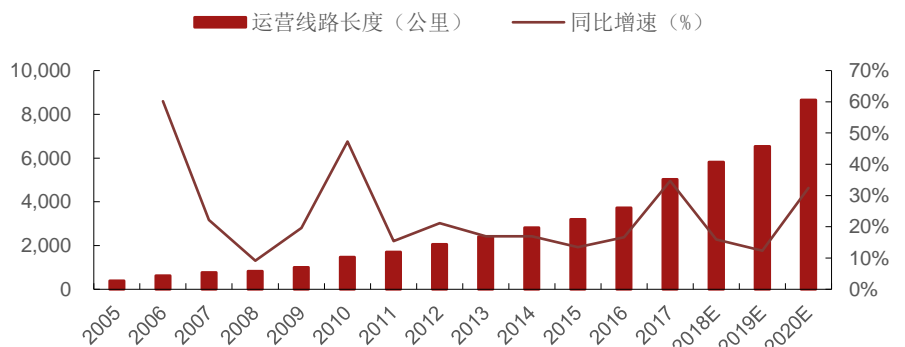
财联社 8 月 12 日讯, 近日, 国家发改委召开主任办公会, 审议通过吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划, 包含 5 号线、6 号线、7 号线、空港线、双阳线等 8 条线路, 总长 135.4 公里; 总投资 787.32 亿元, 规划年限为 2018-2023 年。

评论:

1、“十三五”毋庸置疑是城轨建设的高峰期

自 2015 年起我国城轨运营里程增长迅速, 2005 年运营里程仅 390.8 公里, 到 2017 年我国城轨运营里程已经达到 5021 公里, 年复合增长率高达 22.76%。

图 1: 我国城轨运营长度呈指数型增长



资料来源: 铁总、招商证券

2014 年发改委批复 10 条建设项目, 站台 216 个, 总 294 公里, 批复金额 1983 亿元。

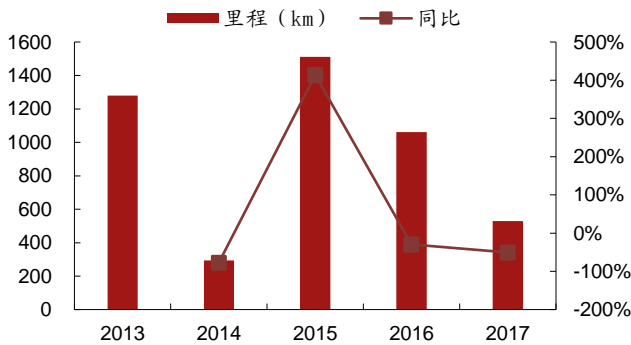
2015 年发改委批复 14 个城市轨交建设规划 (五年), 共涉及规划条数 72 条, 批复站台数 912 座, 项目里程合计 1498 公里, 批复投资金额 10754 亿元。

2016 年发改委批复了西安、芜湖、成都、贵阳、杭州等地城轨规划, 里程合计 1060.7 公里, 站台数共 44 个, 总投资达 7133 亿元的地铁项目。同年 5 月发改委联合交通运输部出台《三年行动计划》, 2016-2018 年重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共 303 个项目, 涉及项目总投资约 4.7 万亿元。在城市轨道交通建设方面, 则重点推进 103 个项目, 新建城市轨道交通 2385 公里, 投资金额 16579 亿。我们对目前在建城轨进行了梳理, 预计 2018-2020 年城轨新增里程分别为 1065.2 公里、718.4 公里和 2120 公里 (统计数据仅为预计通车里程, 具体通车时间可能有偏差)。

2017 年批复长沙、广州、深圳三地共 4380 亿元的地铁项目，里程合计 528.29 公里，但 2017 年 8 月，由于包头地铁停工事件和中央金融会议、经济会议的防范地方系统性债务风险要求，国家发改委暂停了城市轨道交通建设规划审批工作。

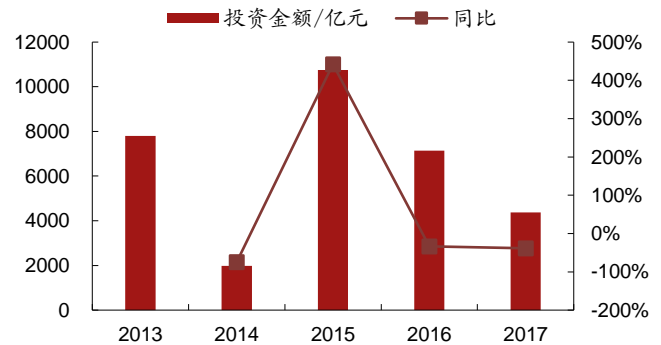
时隔 1 年，随着 52 号文落地，受益于更加积极的财政政策和基建发力，2018 年 8 月发改委重新恢复城市轨道交通建设规划审批。

图 2: 发改委批复轨交项目情况 (里程)



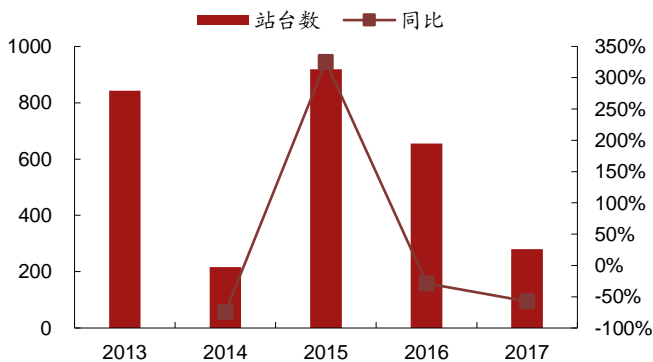
资料来源: 铁总、招商证券

图 3: 发改委批复轨交项目情况 (金额)



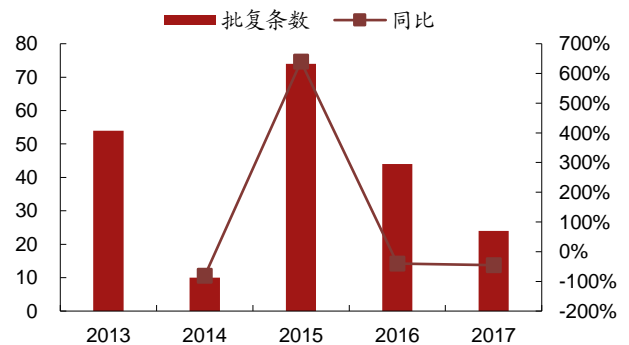
资料来源: 铁总、招商证券

图 4: 发改委批复轨交项目情况 (站台数)



资料来源: 铁总、招商证券

图 5: 发改委批复轨交项目情况 (批复条数)



资料来源: 铁总、招商证券

2、“52 号文”正式落地量化分析

2018 年 7 月 13 日，国务院发布《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 号文），提高了申报建设地铁和轻轨的相关经济指标及申报审核要求。相比“81 号文”，“52 号文”的主要变动如下：

- 1) “人口”的绝对数量没有变化，但是把“城区人口”变为“市区常住人口”。
- 2) GDP，地铁的门槛由 ≥ 1000 亿元，变为 ≥ 3000 亿元；轻轨的门槛由 ≥ 600 亿元，变为 ≥ 1500 亿元。
- 3) 一般公共预算收入，地铁的门槛由 ≥ 100 亿元，变为 ≥ 300 亿元；轻轨的门槛由 ≥ 60 亿元，变为 ≥ 150 亿元。
- 4) 初期客流负荷强度，“81 号文”未提及，“52 号文”要求地铁 ≥ 7000 人/日/公里，轻轨 ≥ 4000 人/日/公里。
- 5) 资本金比例，“52 号文”明确了政府财政性资金比例：除规划明确采用特许经营项

目外，财政资金不低于 40%，严禁以各类债务资金作为项目资本金。

6) 需要编制建设规划调整情况，“81 号文”要求变化 15%，“52 号文”要求增幅 20%。

7) 新编建设规划要求的条件，“81 号文”无要求，“52 号文”要求实施最后一年或完成投资 70%。

8) 地方政府债务，“81 号文”无要求，“52 号文”严禁通过融资平台公司或以 PPP 等名义违规变相举债，列入政府债务风险的城市，暂缓审批新项目。

参考 2017 年数据，根据以上标准，目前有已批复的 43 个地铁城市中存在 13 个城市有一定风险。其中一般公共预算收入不达标的是太原市；地方 GDP 不达标的是乌鲁木齐市；关于“市区常住人口”，选择了更为合理的“城镇常住人口”作为替代，共有兰州、呼和浩特、洛阳和包头未达标；政府负债率（本文选用财政部口径，用地方政府债务余额/地方政府综合财力，也符合国际上衡量地方政府债务风险的一般指标），共有大连、西安、昆明、贵阳、长春、沈阳、石家庄、呼和浩特和包头共 9 市政府负债率超过 120%，52 号文未明文规定预警线，2015 年全国人大常委会决议明确，拟将债务率不超过 100% 的水平作为中国地方政府债务的整体风险警戒线，因而我们选用超过 120% 一定程度上可认为有被叫停风险，涉及里程 1068.5 公里，而 2021 年前预计不受影响的工程共有里程数 6656 公里。

表 1: 不符合 52 号文要求的部分城市轨道交通建设现状

地铁 43 个城市:	地方财政预算收入(亿)	国内生产总值(亿)	常住人口(万)	政府负债率(地方政府债务余额/政府综合财力)	已有地铁通车里程(KM)	已批复规划(段)	预计建设里程	受影响里程(KM)
上海	6642	30134	2418	0.54	673.00	6.0	256.6	0.0
北京	5430	28000	2170	0.90	608.00	12.0	316.6	0.0
南京	1272	11715	834	1.07	294.00	3.0	199.2	0.0
重庆	2252	19500	865	1.00	213.00	8.0	203.4	0.0
深圳	8624	22438	1190	0.01	285.00	13.0	255.6	0.0
无锡	930	10511	655	0.25	56.20	3.0	56.9	0.0
天津	2838	18595	1557	0.84	166.00	7.0	225.5	0.0
哈尔滨	335	4159	705	--	23.00	3.0	74.8	0.0
郑州	1057	9130	714	1.19	95.40	7.0	182.7	0.0
南昌	403	5003	401	1.00	48.40	3.0	129.0	0.0
苏州	1908	17319	810	0.17	121.00	4.0	185.1	0.0
东莞	545	7582	750	0.84	37.80	3.0	126.9	0.0
大连	658	7363	699	1.50	156.40	2.0	66.5	0.0
长沙	800	10200	427	0.48	68.80	9.0	168.9	0.0
青岛	1157	11037	625	0.82	104.00	6.0	324.1	0.0
西安	655	7470		1.58	91.40	3.0	195.1	280.8
福州	634	7104	532	0.00	24.90	3.0	147.5	0.0
宁波	1245	9900	579	1.08	74.50	4.0	136.0	0.0
成都	2346	13890	970	0.53	179.40	10.0	394.8	0.0
昆明	561	4856	760	2.82	88.80	5.0	511.0	50.8
南宁	808	4110	425	0.76	53.10	6.0	269.4	0.0
贵阳	377	3518	480	3.65	12.90	4.0	114.1	0.0
武汉	1402	13410	1089	1.07	237.00	16.0	360.0	0.0
合肥	1114	7213	795	0.42	52.40	4.0	118.2	0.0
长春	450	5668	438	1.37	66.34	4.0	70.0	0.0

广州	1399	21500	1449	0.83	308.70	10.0	326.0	0.0
常州	487	6580	339	1.01	0.00	2.0	34.2	0.0
厦门	647	4351	400	0.50	30.30	2.0	198.9	0.0
沈阳	656	5870		1.95	54.96	3.0	191.3	208.7
兰州	233	2264	253	0.00	0.00	2.0	81.8	125.2
太原	295	3382	437	0.67	0.00	2.0	43.0	55.6
石家庄	460	6460	1024	1.75	30.30	3.0	50.7	0.0
乌鲁木齐	400	2700	351	0.00	0.00	2.0	47.9	0.0
徐州	501	6605	558	0.00	0.00	3.0	49.7	0.0
杭州	1567	12556	946	0.75	106.50	6.0	221.9	0.0
南通	590	7734	482	0.42	0.00	2.0	59.6	0.0
济南	677	7000	500	0.74	0.00	3.0	82.6	0.0
呼和浩特	270	2743	215	2.86	0.00	2.0	50.7	103.6
芜湖	311	3100	369	0.77	0.00	2.0	46.9	0.0
绍兴	416	5108	550	1.03	0.00	2.0	41.1	0.0
洛阳	325	4343	218	0.88	0.00	2.0	41.3	61.3
包头	137	3440	285	3.16	0.00	2.0	0.0	182.5
合计					4361.50		6656	1068.5

资料来源：发改委、各地政府；招商证券整理

下表中列明了不符合“52号文”申报新一轮建设规划条件的城市及其地铁线路建设情况，其中《西安市城市轨道交通建设规划（2017~2023年）》全线尚未获得批复，昆明、沈阳、兰州、太原、呼和浩特及洛阳等城市，有部分线路尚未获得批复；包头市情况比较严重，目前全线工程暂停。

表 2: 不符合 52 号文要求的部分城市轨道交通建设现状

城市	不符合项目	当前城轨规划	里程 (km)	总投资	当前状态	未开工/受影响
大连	政府负债率 1.5	《大连市城市轨道交通第二期建设规划（2015~2020年）》	298.6	529.0	4号线一期工程PPP项目已于2018年2月招标完成，原计划5月开工；5号线正在建设当中，海底隧道盾构机下线；13号线（原R4）二期正在开展前期工作。	/
西安	政府负债率 1.58	《西安市城市轨道交通第二期建设规划调整方案（2013~2021年）》	65.1	388.7	规划中的5号线二期、6号线二期以及临潼线（9号线）均在建。	/
		《西安市城市轨道交通建设规划（2017~2023年）》	280.8	/	规划未获批复	280.8km
昆明	政府负债率 2.82	《昆明市城市轨道交通近期建设规划（2013~2019年）》	561.8	634.9	1号线北延首座车站主体封顶，计划2019年春节后拆除围挡；9号线（原1号线南延）未列入今年建设目标；2号线二期预计2019年12月完工；3号线二期2017年6月通车试运营；4号线在建；5号线17个站点已开工建设；6号线二期已通车。	50.8km
贵阳	政府负债率 3.65	《贵阳市城市轨道交通第二期建设规划（2016~2022年）》	467	728.1	2号线二期在建，预计2020年试运营；3号线一期计划2018年开工；S1线一期全面开工；S2线一期北段计划2018年开工。	/
长春	政府负债率 1.37	《长春市城市轨道交通近期建设规划（2010~2019年）调整方案》	28.7	148.6	1号线南延段全线贯通；2号线西延段在建；北湖线试运营阶段。	/
沈阳	政府负债率 1.95	《沈阳市城市轨道交通建设规划（2017~2023年）》	400	610.4	第三轮申报的2号线南延线、1号线东延线、4号线北延线、3号线一期、6号线一期、7号线一期、8号线一期及4号线支线在等待发改委批	208.7km

城市	不符合项目	当前城轨规划	里程 (km)	总投资	当前状态	未开工/受影响
兰州	财政收入、GDP、常住人口	《兰州市城市轨道交通近期建设规划(2011~2020年)》	207	229.2	1号线预计2018年6月开通;2号线一期在建; 3号线一期、4号线一期、5号线均尚未开建。	125.2km
太原	财政收入295亿元	《太原市城市轨道交通近期建设规划(2012~2018年)》	233.6	309.3	2号线在建,预计2020年全线开通; 1号线和3号线尚未批复。	55.6km
石家庄	政府负债率1.75	《石家庄市城市轨道交通近期建设规划调整方案(2012~2021年)》	20.8	131.9	1号线二期及3号线二期均在建。	/
乌鲁木齐	GDP 2700亿	《乌鲁木齐市城市轨道交通第二期建设规划(2016~2021年)》	41.8	338.1	3号线一期及4号线一期均在建;	/
呼和浩特	全部不符合	《呼和浩特市城市轨道交通近期建设规划(2015~2020年)》	155	338.8	1、2号线均在建,1号线一期2019年底试运营,2号线一期2020年6月底试运营; 3、4号线尚未获得批复。	103.6km
洛阳	常住人口218万	《洛阳市城市轨道交通第一期建设规划(2016~2020年)》	102.6	310.9	1、2号线均在建, 3、4号线尚未获得批复。	61.3km
包头	财政收入、常驻人口及政府负债率	《包头市城市轨道交通第一期建设规划(2016~2022年)》	182.5	305.5	工程暂停	182.5km

资料来源:发改委、各地政府;招商证券整理

3、重启审批边际改善加速 利好龙头中车

“十三五”是城市轨道交通建设的高峰期是毋庸置疑,尽管52号文出台、PPP项目清理、各地政府去杠杆只是影响年度建设进度的波动因素,长期仍是为了推进城轨建设健康有序发展。

此次政府负债率可能不达标的长春审批通过,代表整体有放松的趋势,城轨建设或将继续超预期!明显利好城轨产业链,首推中国中车(地铁)和中铁工业(盾构机),其他产业链上相关受益标的还包括中国通号(信号系统)、众合科技(信号系统)、鼎汉技术(地铁空调、地面电源)、康尼机电(门系统)等。

中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商,是业内当之无愧的龙头企业,是中国“先进制造”的核心名片之一,长期看好公司核心竞争力以及国际市场的增量开拓。货运三年增量计划带动货车及机车2019年进入快速增长通道,今年受铁总控制负债率等指标影响车辆采购总额下降,城轨业务在手订单较好但也受信贷收缩资金紧张影响交付有所放缓,目前审批重启下半年有放松趋势。预计今年收入及净利基本维持与去年持平,全年预计净利润110亿;预计2019年通车里程加快,车辆采购进入正常状态,全年收入增长接近30%,净利约140亿,行业边际改善,全球龙头受益,强烈推荐!

中铁工业目前为桥梁钢结构、道岔与隧道挖掘设备的龙头企业，属于高端制造装备，净利增长大幅超过收入增速主要系产品结构持续高端化（盾构机+道岔比例提升），同时良好的成本传导机制+规模效应较充分消化原材料上涨压力。公司在手订单充沛，2018年盈利预测归母净利为16亿元，大国重器平步青云，18-19年对应PE仅为15倍、13倍，52号文落地，城市轨道交通建设重启审批，公司盾构机业务直接受益！

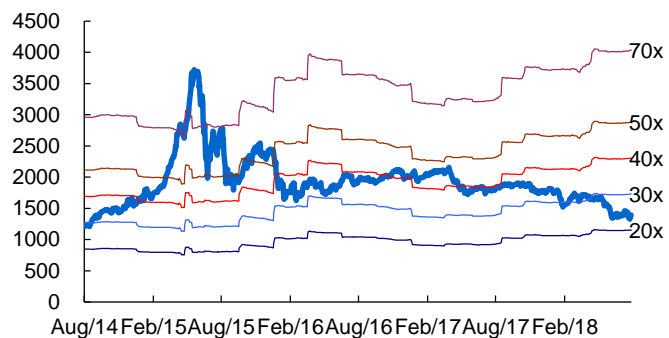
表 3：轨道交通上市公司估值对比表

股票名称	市值(亿)	8.12 收盘价	EPS			PE		PS	PB	ROE TTM
			2017	2018E	2019E	2018E	2019E			
轨交设备						-	-	-	-	
中国中车	2499.7	8.71	0.38	0.39	0.49	22	18	1.1	2.5	8.9
中铁工业	249.7	11.24	0.60	0.73	0.88	15	13	0.5	2.2	9.3
康尼机电	68.6	6.91	0.28	0.58	0.66	12	10	2.5	8.2	6.7
鼎汉技术	44.2	7.92	0.13	0.30	0.45	26	18	4.4	4.7	3.7
神州高铁	111.3	3.95	0.31	0.28	0.34	14	12	7.2	4.1	12.3
众合科技	34.7	6.30	0.11	0.50	0.70	13	9	1.5	6.3	3.3
新筑股份	49.8	7.60	0.02	0.05	0.12	152	63	3.2	2.8	2.6

资料来源：Wind、招商证券

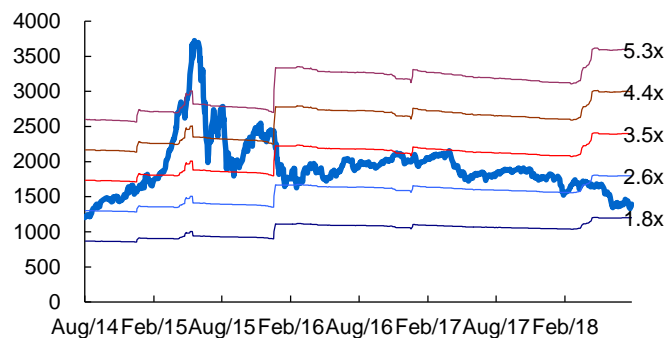
4、风险提示：政策变动、信贷收缩、地方政府债务风险。

图 6: 机械行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 机械行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016年7月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。