

交通基建补短板号声嘹亮，主力军“两铁”齐头并进

行业深度研究

王小勇（分析师）
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070001

王斌（联系人）
wangbin1@xsdzq.cn
证书编号：S0280117080044

王萌（联系人）
wangmeng@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090007

中性（维持评级）

行业指数走势图



● 我国交通类基建发展稳中有进，总量居世界前列，人均拥有量仍较低：

自 2008 年以来，我国基础设施建设取得了巨大发展。铁路方面，2008-2017 年，我国铁路运输业投资年均复合增速为 7.80%，总里程（2017 年 12.7 万公里）位居世界第二，但人均拥有量（89.86 公里/百万人）落后于发展国家平均水平（约 500 公里/百万人），未来建设重点将集中在高铁及城际铁路；公路方面，2008-2017 年全国公路投资年均复合增速为 10.30%，高速公路总里程（2017 年 12.5 万公里）居世界第一，人均拥有量（92.25 公里/百万人）低于发展国家平均水平（约 215 公里/百万人），高速公路、西藏公路、桥梁及跨江通道为将来公路投资重点；城市轨交方面，2008-2016 年相关投资年均复合增速为 18.67%，运营里程（2017 年 4484.2 公里）位列世界第一，国内前十大城市人均线路长度（0.207 公里/万人）低于国际前十大城市（0.321 公里/万人）。

● 以 TBM 制造为代表的基建装备制造维持高景气度：

2005 年以来，随着我国基建建设持续升温，尤其是城市轨道交通、水利工程、过江隧道、穿山隧道等大量工程的开工，使得隧道掘进机市场需求剧增。据不完全统计，2012-2016 年，我国 TBM 的生产量逐年上涨，销售额从 2012 年的 70.4 亿元，增加到 2016 年的 169.4 亿元，CAGR 为 24.55%。随着“十三五”基建规划的不断落地实施，隧道掘进机市场将延续高景气。

● 政策支持、需求显著，交通基建补短板号角吹响：

政策层面，针对贸易战及经济下行压力的担忧，自今年 7 月底以来，中央接连释放依靠基建投资对冲经济下行压力的信号，把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，成为经济稳增长重要发力点。实际需求层面，根据我们的测算，我国铁路建设短板主要在东部地区，预计短期补短板可带动相关投资 2.86 万亿元；公路建设短板在东部地区高速公路建设，短期补短板投资需求约 2.14 万亿元；我国地铁总里程位居世界前列、人均长度存在短板，短期可带动投资 1.2 万亿元。我国交通基建与发达国家尚存差距，或为补短板重点领域。

● 中国铁建与中国中铁作为交通基建龙头，业务各有特色，领先优势明显：

中国铁建与中国中铁同为我国交通建设领域龙头央企，领先优势鲜明：从收入端来分析业绩进入上升通道；从订单端来分析储备充足、结构优化；新签订单持续增长，在手订单总量充足；子版块订单结构不断优化；从财务指标来分析，净利率逐年上升，管理提质增效。

● 重点标的：中国铁建，中国中铁

● 风险提示：基建投资持续下行，政策不及预期。

重点推荐标的的业绩和评级

证券代码	股票名称	2018-09-21 股价	EPS			PE			投资评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
601186.SH	中国铁建	11.11	1.18	1.43	1.58	9.42	7.77	7.03	推荐
601390.SH	中国中铁	7.63	0.7	0.85	0.99	10.9	8.98	7.71	推荐

资料来源：新时代证券研究所

相关报告

《〈征求意见稿〉或有望助 PPP 走出低谷》
2018-09-17

《基建提速渐行渐近，推荐公装子行业，优选龙头》
2018-08-14

《十年的轮回——2008 年基建行情回顾，且行且珍惜》
2018-08-07

《政治局会议突出“稳”字与基建补短板，推荐园林 PPP》
2018-08-01

《大建筑反弹已立标杆，优质成长后续接力弹性更佳》
2018-07-24

目 录

1、 两铁的业务结构各有特色.....	5
1.1、 中国中铁—多元布局的综合型建筑巨头	5
1.2、 中国铁建—铁路、城轨和公路建设的龙头企业.....	6
2、 以铁路、公路、城轨为主的基建发展稳中有进.....	8
2.1、 我国铁路里程已居世界前列，未来建设重点将在高铁及城际铁路.....	8
2.1.1、 我国铁路运输业投资由高速增长阶段步入稳定期	8
2.1.2、 铁路里程稳步提升，高速铁路蓬勃发展	9
2.1.3、 未来三年铁路建设重点集中在高铁及城际铁路	12
2.2、 我国公路投资稳步推进，未来将侧重高速公路、西藏公路、桥梁及跨江通道.....	12
2.2.1、 公路建设投资额增速稳健	12
2.2.2、 全国公路里程稳步增加，公路升级不断推进	13
2.2.3、 高速公路、西藏公路、桥梁及跨江通道为将来公路投资重点	14
2.3、 城轨投资逐步趋稳，相关项目或将密集上马.....	15
2.3.1、 城市轨道交通建设投资增速逐步趋稳	15
2.3.2、 城轨里程年均维持两位数增长	15
2.3.3、 城市轨道交通项目未来或将密集上马	16
3、 以 TBM 制造为代表的基建装备制造维持高景气度	17
3.1、 TBM 市场近年来需求剧增.....	17
3.2、 “两铁”的 TBM 生产量和销售额在业内遥遥领先	17
3.3、 TBM 未来市场空间依然可观.....	18
4、 政策支持、需求显著，交通基建补短板号角吹响.....	18
4.1、 中央明确加大基建补短板力度，成为经济稳增长重要发力点.....	18
4.2、 我国交通基建与发达国家尚存差距，或为补短板重点领域.....	18
4.2.1、 我国人均铁路里程远低发达国家水平，东部低于中西部，存在补短板空间.....	18
4.2.2、 我国人均高速公路里程东部低于中西部，整体低于发达国家，短板明显.....	19
4.2.3、 我国城市地铁总里程居世界前列，人均长度存在较大短板	20
5、 对比分析两铁的核心竞争力.....	22
5.1、 从收入端来分析—业绩进入上升通道	22
5.2、 从订单端来分析—储备充足，结构优化	23
5.2.1、 新签订单持续增长.....	23
5.2.2、 在手订单总量充足.....	23
5.2.3、 子版块订单结构不断优化.....	24
5.3、 从财务指标来分析—净利率逐年上升，管理提质增效.....	25
6、 投资建议	28
6.1、 中国中铁（601390）	28
6.2、 中国铁建（601186）	29
7、 风险提示	30

图表目录

图 1： 中国中铁 2018H1 分业务营收占比	5
图 2： 中国中铁 2018H1 分业务订单结构	6
图 3： 中国中铁 2018H1 基建建设板块订单结构	6
图 4： 中国铁建 2018H1 分业务营收占比	7

图 5: 中国铁建 2018H1 分业务订单结构	7
图 6: 中国铁建 2018H1 工程承包板块订单结构	7
图 7: 铁路运输业固定资产投资完成额 (2008.01-2018.07)	8
图 8: 国家铁路固定资产投资完成额 (2008.01-2018.07)	9
图 9: 我国铁路、高铁营业里程 (2008-2017)	9
图 10: 世界排名前五国家铁路营业里程 (2008-2017)	9
图 11: 全国铁路、高铁投产新线里程 (2008-2017)	12
图 12: 2016 年世界排名前五国家高铁营业里程	12
图 13: 全国公路固定资产投资完成额 (2008.01-2018.07)	13
图 14: 全国公路里程 (2007-2017)	13
图 15: 全国高速、一级、二级、三级、四级、等外公路里程 (2008-2017)	14
图 16: 全国建制村通公路、硬化公路百分比 (2008-2017)	14
图 17: 轨道交通固定资产投资额 (2008-2016)	15
图 18: 城市轨道交通运营线路网里程 (2008-2017)	15
图 19: 全国 8 大城市轨道线路里程 (2010-2017)	16
图 20: 《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》中规划的轨道交通城市分布	16
图 21: 我国 TBM 生产、出口及进口量 (2012-2016)	17
图 22: 我国 TBM 销售额 (2012-2016)	17
图 23: 2016 年 TBM 销售额及生产量	18
图 24: 美国铁路网 (2010 年)	19
图 25: 美国各州人口密度 (2013 年)	19
图 26: 中国国家高速公路网 (2017 年)	20
图 27: 世界排名前十城市地铁线路里程	21
图 28: 中国中铁近年营收及增速 (单位: 亿元)	22
图 29: 中国中铁近年归母净利润及增速 (单位: 亿元)	22
图 30: 中国铁建近年营收及增速 (单位: 亿元)	22
图 31: 中国铁建近年归母净利润及增速 (单位: 亿元)	22
图 32: 中国中铁近年新签订单及增速 (单位: 亿元)	23
图 33: 中国铁建近年新签订单及增速 (单位: 亿元)	23
图 34: 七大央企 2018H1&2017 订单增速	23
图 35: 中国中铁近年在手订单及增速 (单位: 亿元)	24
图 36: 中国铁建近年在手订单及增速 (单位: 亿元)	24
图 37: 中国中铁近年各子版块订单增速	24
图 38: 中国铁建近年各子版块订单增速	25
图 39: 中国中铁近年毛利率及净利率	25
图 40: 中国铁建近年毛利率及净利率	25
图 41: 中国中铁近年分业务毛利率	26
图 42: 中国铁建近年分业务毛利率	26
图 43: 中国中铁近年期间费用率	26
图 44: 中国铁建近年期间费用率	26
图 45: 七大央企 2018H1&2017 期间费用率	27
图 46: 中国中铁近年资产负债率	27
图 47: 中国铁建近年资产负债率	27
表 1: 2016 年中国各省铁路密度情况 (按单位面积铁路营业里程数)	10
表 2: 2016 年中国各省铁路密度情况 (按单位常住人口铁路营业里程数)	11
表 3: “十三五”综合交通运输发展中有关铁路的主要指标	12

表 4: “十三五”综合交通运输发展中有关公路的主要指标.....	15
表 5: 2016 年中、美、德铁路密度对比（按单位人口铁路里程数）	19
表 6: 2016 年中、美、德高速公路密度对比（按单位人口高速公路里程）	20
表 7: 世界地铁里程前十大城市人均线路长度	21
表 8: 中国中铁主要财务数据	28
表 9: 中国铁建主要财务数据	29

1、两铁的业务结构各有特色

1.1、中国中铁—多元布局的综合型建筑巨头

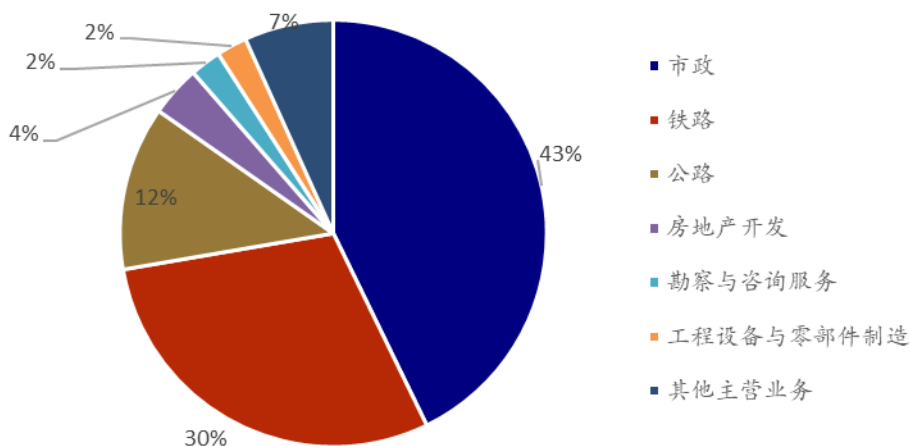
中国中铁股份有限公司成立于1950年3月，是一家集基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发、铁路和公路投资及运营、矿产资源开发、物资贸易等业务于一体的多功能、特大型企业集团。成立68年来，公司凭借其在资源、技术上的绝对优势，已然成为中国乃至亚洲地区最大的多功能综合建设集团之一，在2018年《财富》世界500强排行榜名列第56名。

公司基建建设业务涉及铁路、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，是公司当前营收规模最大的业务板块，2018年上半年板块实现营收2678.39亿元，占比85%。公司将继续发挥其全产业链优势，在基建建设业务上取得更加耀眼的业绩。公司勘察设计与咨询业务涵盖研究、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，2018年上半年实现营收73.97亿元，占比2%。在经营模式上，公司通过不断创新，充分利用开展城市基础设施设施规划的优势运作设计项目以及工程总承包项目，不断扩大市场份额。

公司工程设备与零部件制造业务2018年上半年实现营收73.09亿元，占比2%。公司目前是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商、全球第二的盾构研发制造商、国内最大铁路专用施工设备制造商，在铁路、公路、城市轨道交通、地下工程等交通基建相关的高端装备制造领域拥有世界领先的地位。公司作为国资委认定的以房地产开发为主业的央企之一，2018年上半年实现营收122.05亿元，占比4%。同时，公司注重对传统业态的创新和升级，加强对养老养生地产、文化旅游地产、特色小镇等新房地产业务模式的研究探索，开拓新的业务发展空间和新的盈利增长点。

公司的其他业务板块是公司实施“建筑业主业突出、有限相关多元化”的产业布局的主要内容，主要包括基础设施投资项目运营、矿产资源开发和金融业务等多个子业务，2018年上半年实现营收213.53亿元，占比7%。公司矿产资源业务以矿山实体经营开发为主，目前铜、钴、钼保有量在国内同行业处于领先地位，铜、钼实际产能已居国内同行业前列。金融业务方面，公司拥有全资或控股的子企业共8家，涉及信托、公募基金、资产管理、融资租赁、保险经纪等业务。

图1：中国中铁2018H1分业务营收占比



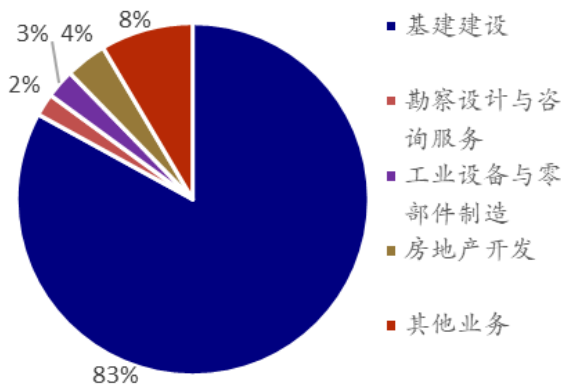
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年上半年，公司新签订单6347亿元，同比增长7.7%。其中基建建设业务

新签订单 5268 亿元，同比增长 9.1%，占订单总额的 83%；勘察设计与咨询服务新签订单 130.9 亿元，同比增长 16.7%，占比 2%；工程设备与零部件制造业务新签订单 168.6 亿元，同比增长 9.5%，占比 3%；房地产开发业务销售金额 240.2 亿元，同比增长 53.69%，占比 4%；其他业务新签订单 539.3 亿元，同比增长 7.9%，占比 8%。

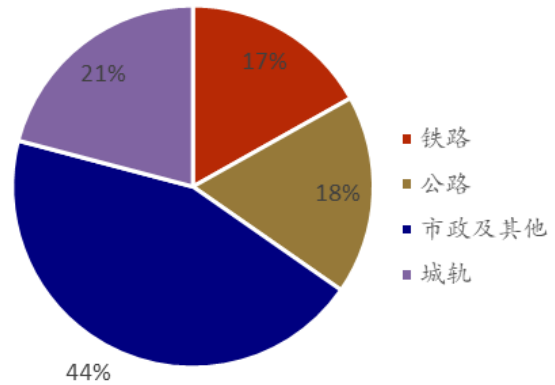
主营业务基建建设业务细分来看，占比最高的为市政及其他业务（除去城轨），上半年新签订单 2339.4 亿元，主要是受益于新型城镇化建设的深入推进。此外，城市轨道交通业务新签合同 1101.6 亿元，同比减少 4.9%；公路业务新签合同 937.8 亿元，同比减少 14.5%；铁路业务新签合同 889.2 亿元，同比增长 10.4%。由此可见公司基建板块正在不断优化结构，逐渐摆脱了曾经铁路独大的局面。

图2：中国中铁 2018H1 分业务订单结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：中国中铁 2018H1 基建建设板块订单结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、中国铁建—铁路、城轨和公路建设的龙头企业

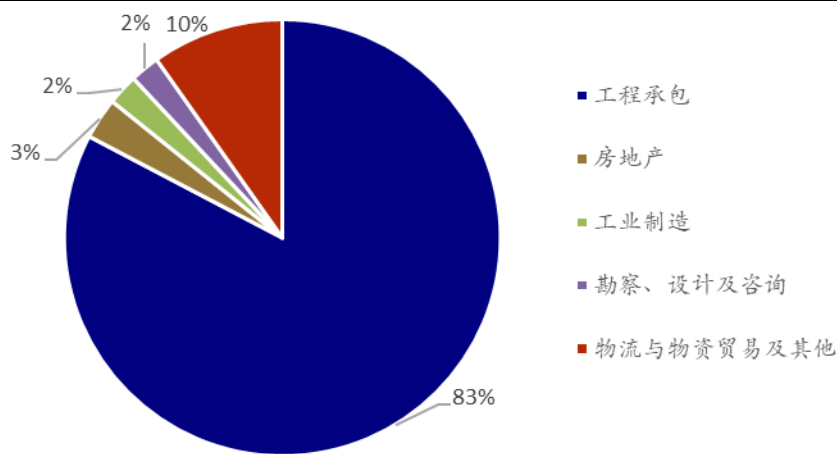
中国铁建股份有限公司由中国铁道建筑有限公司独家发起设立，于 2007 年 11 月 5 日在北京成立，2008 年 3 月在 A 股和 H 股上市。公司作为中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，在 2018 年《财富》“世界 500 强企业”排名中名列第 58 位，“全球 250 家最大承包商”排名第 3 位。公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业，具备完善的行业产业链和一站式综合服务的能力。

工程承包业务是公司核心及传统业务，业务种类覆盖铁路、公路、城市轨道交通、水利水电、房屋建筑、市政、桥梁、隧道、机场码头建设等多个领域。2018 年上半年板块实现营收 2671.85 亿元，占比 83%。未来公司将着力抢抓市场新机遇，优化产业结构，继续做大做强主业。公司勘察设计咨询业务主要由 4 家具有工程设计综合甲级资质的大型勘察设计企业组成，业务覆盖范围包括提供铁路、城市轨道交通、公路、市政等领域的土木工程和基础设施建设的勘察设计及咨询服务。板块 2018 年上半年实现营收 70.26 亿元，占总营收的 2%。

公司工业制造业务板块主要培育了大型养路机械、掘进机械、轨道设备、特种施工设备、桥梁施工设备、铁路电气化施工设备及材料、起重设备、钢结构等八大类核心产品。2018 年上半年板块实现营收 73.98 亿元，占比约 2%。公司作为 16 家以房地产开发为主业的央企之一，以“立足北京、面向全国、走向海外”为战略，坚持以一、二线城市为重点，部分有发展潜力的三、四线城市为补充，逐渐形成布局全国的业绩支撑体系。2018 年上半年实现营收 99.11 亿元，占比约 3%。公司作为全国最大的工程物资物流企业，拥有遍布全国各大重要城市和物流节点城市的

70 余个区域性经营网点和 133 万平方米的物流场地。通过完善高效的物流信息化、区域化、市场化服务体系,提供一体化流通服务。2018 年上半年板块实现营收 316.26 亿元,占比 10%。

图4: 中国铁建 2018H1 分业务营收占比

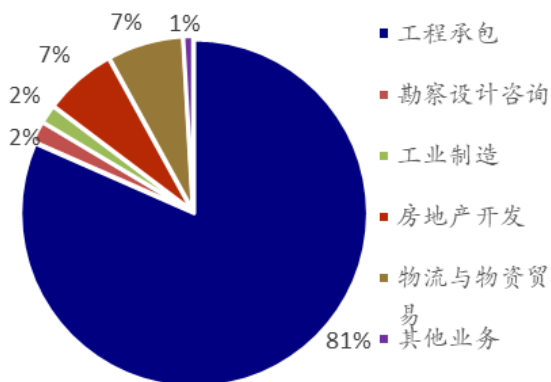


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司 2018 年上半年新签订单 6090.29 亿元,同比增长 10.39%。其中主营工程承包板块新签合同 4969.08 亿元,同比增长 9.27%,占比高达 81%。除此之外,公司勘察设计咨询业务新签订单 119.31 亿元,同比增长 23.64%,占比 2%;工业制造业务新签订单 105.83 亿元,同比减少 7.63%,占比 2%;物流与物资贸易业务新签订单 430.25 亿元,同比增长 10.96%,占比 7%;房地产开发业务新签订单 410.2 亿元,同比增长 16.88%,占比 7%。

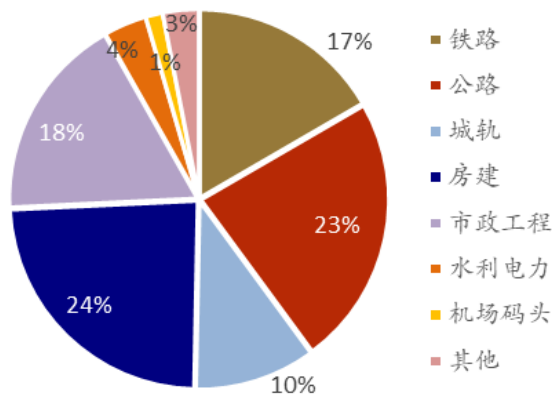
公司主营业务工程承包板块目前已基本实现多元化业务布局,2018 年上半年铁路工程新签合同额 827.30 亿元,占比 16.65%,同比增长 45.71%;公路工程新签合同额 1156 亿元,占比 23.26%,同比减少 15.44%;城市轨道交通工程新签合同额 516.50 亿元,占比 10.39%,同比减少 29.23%;房建工程新签合同额 1189.33 亿元,占比 23.93%,同比增长 47.49%;市政工程新签合同额 871.57 亿元,占比 17.54%,同比增长 8.49%;水利电力工程新签合同额 182.95 亿元,占比 3.68%,同比增长 7.30%;机场码头工程新签合同额 71.77 亿元,占比 1.44%,同比增长 31.74%。铁路新签合同较去年涨幅较大主要是由于海外业绩突出,而房建新签合同额增长主要是受新型城镇化和棚改政策推进的影响。

图5: 中国铁建 2018H1 分业务订单结构



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 中国铁建 2018H1 工程承包板块订单结构



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、以铁路、公路、城轨为主的基建发展稳中有进

自 2008 年以来，我国基础设施建设举得了巨大发展。2009-2010 年，“四万亿”的投资中交通基础设施建设投资大幅增长。“十二五”期间，国务院印发《交通运输“十二五”发展规划》，对基础设施、运输服务、交通科技与信息化、绿色交通、安全应急等指标做出了明确的目标；2012 年 3 月国常会讨论通过《“十二五”综合交通运输体系规划》确定了“五纵五横”为主骨架的综合交通运输网络等一系列建设目标。

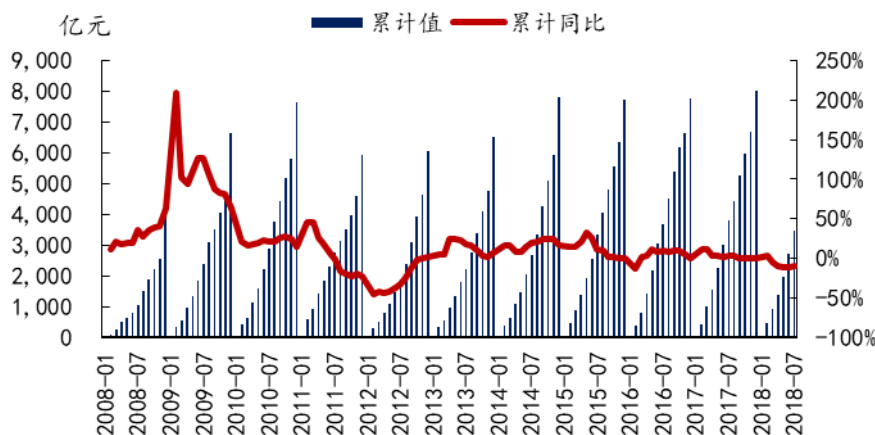
“十三五”期间，国家继续大力推进交通基础设施建设。2016 年 3 月，经国务院同意，国家发改委、交通运输部联合印发了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》（简称《工程建设行动》），强调 2016-2018 年拟重点推进的铁路、公路、水路机场、城市轨道交通等交通项目 303 项，涉及总投资额约为 4.7 万亿元。2017 年 2 月，国务院印发了《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（简称《发展规划》），对基础设施、运输服务、智能交通、绿色安全等指标做出了明确的预期，要求到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系。2018 年 6 月，交通部在新闻发布会上公布，交通运输部制定服务全面小康三年行动计划，计划主要包括 8 个方面，共 76 项任务，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面部署。

2.1、我国铁路里程已居世界前列，未来建设重点将在高铁及城际铁路

2.1.1、我国铁路运输业投资由高增长阶段步入稳定期

根据国家统计局数据，2008 年至 2017 年，我国每年铁路运输业固定资产投资完成额由 4073.21 亿元增长至 8006.19 亿元，年均复合增速为 7.80%。具体来看，“四万亿”之后的 2008-2010 年间，铁路运输业固定资产投资额呈现持续增长态势，分别为 4073.21/6660.87/7622.24 亿元，同比增长 63.40%/63.50%/14.4%；2011 年投资额大幅回落至 5914.95 亿元，同比下降 22.50%；2012-2014 年投资额稳步增长，分别为 6056.30/6514.74/7801.33 亿元，同比增长 2.39%/6.30%/16.60%；2015-2017 年投资额保持稳定，分别为 7729.94/7748.11/8006.19 亿元，同比增速达 +0.60%/-0.20%/-0.10%。

图7：铁路运输业固定资产投资完成额（2008.01-2018.07）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

国家铁路固定资产投资额构成铁路运输业固定资产投资额的主要部分，从 2008-2017 年，各年份的同比变化与铁路运输业呈大致相同的走向。具体来看，

2008-2010 年国家铁路固定资产投资额同比增长 62.40%/ 69.10%/18.80%；2011 年投资额大幅回落，同比下降 30.10%；2012-2014 年投资额稳步增长，同比增速分别为 7.00%/2.00%/7.90%；2015-2017 年投资额继续保持稳定，同比增长 +3.98%/-0.10%/-0.90%。

图8： 国家铁路固定资产投资完成额（2008.01-2018.07）

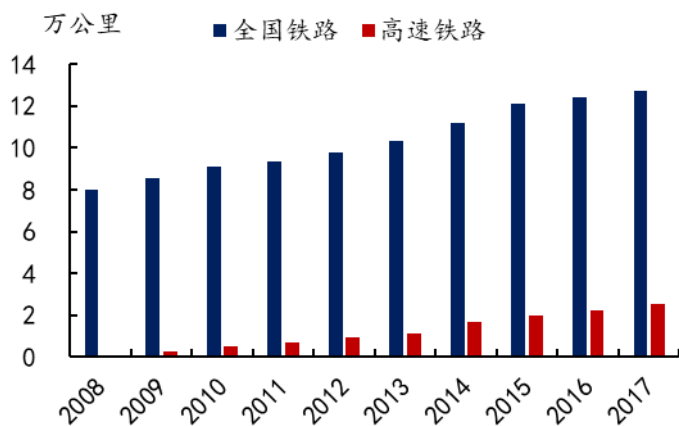


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1.2、铁路里程稳步提升，高速铁路蓬勃发展

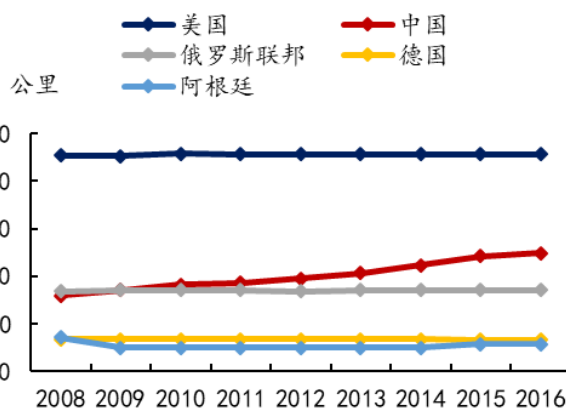
近年来，我国铁路营业里程逐年上升，2017 年全国铁路营业里程达 12.70 万公里，相比 2008 年的 7.97 万公里增加了 4.73 万公里，CAGR 为 5.32%。放眼世界，美国铁路营业里程居世界首位，中国从 2008 年的全球第三增长到 2017 年的第二，并且铁路里程增速远大于其他前列国家。

图9： 我国铁路、高铁营业里程（2008-2017）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 世界排名前五国家铁路营业里程（2008-2017）



资料来源：Wind，世界银行，新时代证券研究所

分地区来看，我们以省区域内单位面积的铁路营业里程数来计算，铁路营业密度排名前三的地区为天津、北京、上海，分别为 938.85 公里/万平方公里、752.56 公里/万平方公里、738.25 公里/万平方公里；而西藏、青海、新疆的铁路营业密度最低，分别为 6.40 公里/万平方公里、32.52 公里/万平方公里、35.36 公里/万平方公里。

表1: 2016年中国各省铁路密度情况(按单位面积铁路营业里程数)

地区	2016年营业里程 (公里)	区域面积 (万平方公里)	铁路密度 (公里/万平方公里)	密度
天津	1606.90	1.13	938.85	非常高
北京	1264.30	1.68	752.56	
上海	465.10	0.63	738.25	
辽宁	5558.9	14.59	381.01	很高
河北	6956	18.77	370.59	
山东	5452.3	15.38	354.51	
山西	5293.4	15.63	338.67	
河南	5570.8	16.7	333.58	
海南	1033.4	3.4	303.94	
安徽	4242.6	13.97	303.69	一般
江苏	2,767.40	10.26	269.73	
吉林	5,052.70	18.74	269.62	
福建	3,201.00	12.13	263.89	
重庆	2,102.10	8.23	255.42	
浙江	2,576.90	10.2	252.64	
江西	4,010.50	16.7	240.15	
广东	4,157.90	18	230.99	
陕西	4,632.60	20.56	225.32	
湖南	4,719.80	21.18	222.84	
湖北	4,138.20	18.59	222.60	较低
广西	5,192.10	23.6	220.00	
宁夏	1,320.10	6.64	198.81	
贵州	3,269.50	17.6	185.77	很低
黑龙江	6,233.80	45.48	137.07	
内蒙古	12,338.80	118.3	104.30	
四川	4,622.70	48.14	96.03	
云南	3,651.50	38.33	95.26	非常低
甘肃	4,102.10	45.44	90.28	
新疆	5,869.00	166	35.36	极低
青海	2,349.20	72.23	32.52	
西藏	786.30	122.8	6.40	

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

按省单位常住人口所拥有的铁路营业里程数来计算,铁路营业密度排名前三的地区为内蒙古、青海、新疆,分别为489.62公里/百万人、395.85公里/百万人、244.74公里/百万人;而上海、江苏、广东的铁路营业密度最低,分别为19.22公里/百万人、34.60公里/百万人、37.80公里/百万人。

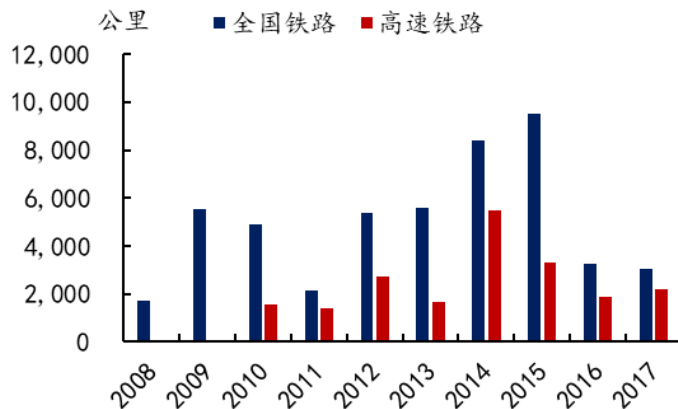
表2: 2016年中国各省铁路密度情况(按单位常住人口铁路营业里程数)

地区	2016年营业里程 (公里)	常住人口 (百万人)	铁路密度 (公里/百万人)	密度
内蒙古	12,338.80	25.20	489.62	很高
青海	2,349.20	5.93	395.85	
新疆	5,869.00	23.98	244.74	
西藏	786.30	3.31	237.88	较高
宁夏	1,320.10	6.75	195.60	
吉林	5,052.70	27.33	184.88	
黑龙江	6,233.80	37.99	164.08	一般
甘肃	4,102.10	26.10	157.17	
山西	5,293.40	36.82	143.78	
辽宁	5,558.90	43.78	126.98	一般
陕西	4,632.60	38.13	121.51	
海南	1,033.40	9.17	112.68	
广西	5,192.10	48.38	107.32	较低
河北	6,956.00	74.70	93.12	
贵州	3,269.50	35.55	91.97	
江西	4,010.50	45.92	87.33	较低
福建	3,201.00	38.74	82.63	
云南	3,651.50	47.71	76.54	
湖北	4,138.20	58.85	70.32	较低
湖南	4,719.80	68.22	69.18	
重庆	2,102.10	30.48	68.96	
安徽	4,242.60	61.96	68.48	较低
天津	1,060.90	15.62	67.91	
河南	5,570.80	95.32	58.44	
北京	1,264.30	21.73	58.18	很低
四川	4,622.70	82.64	55.94	
山东	5,452.30	99.47	54.82	
浙江	2,576.90	55.90	46.10	很低
广东	4,157.90	109.99	37.80	
江苏	2,767.40	79.99	34.60	
上海	465.10	24.20	19.22	很低

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

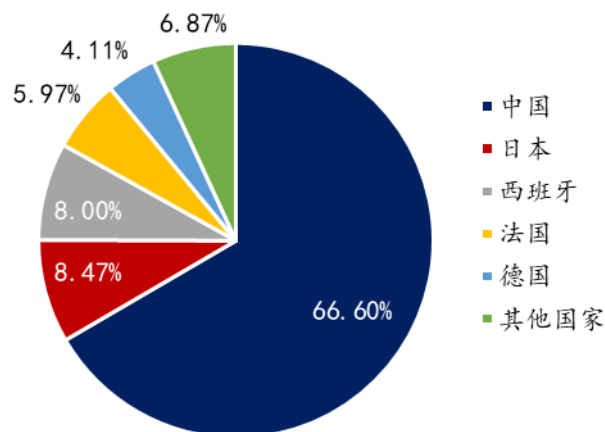
近年来国家大力发展高铁事业, 2008年高铁运营里程实现0的突破, 从0.0067万公里增至2017年底的2.50万公里, CAGR为49.47%。“十二五”期间, 2011、2012、2014年高铁投产新线里程占全国铁路投产新线里程的65.57%、50.58%和65.16%, 均在50%以上; “十三五”的前两年, 高铁投产新线里程占全国铁路投产新线里程继续保持高比例, 分别为58%和71.82%。在全世界国家中, 我国的高铁运营里程最多, 2016年占世界高铁运营里程的66.60%, 比排名第二的日本高出48.13%。但是人均高铁里程低于西班牙、法国、日本、德国, 仅为172.95公里/百万人。

图11: 全国铁路、高铁投产新线里程(2008-2017)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 2016年世界排名前五国家高铁营业里程



资料来源: 世界银行, 新时代证券研究所

2.1.3、未来三年铁路建设重点集中在高铁及城际铁路

2017年印发的《发展规划》明确要求,到2020年铁路营业里程达到15万公里,高铁营业里程达3.0万公里,铁路复现率达60%,铁路电气化率达70%。2017年底,铁路营业里程为12.7万公里,还存在2.3万公里的缺口;其中0.5万公里为高铁,1.7万公里为普通铁路,按照《工程建设行动》中平均铁路造价0.79亿元/公里、和平均高铁造价1.34亿元/公里来计算,可得到2018-2020年铁路固定资产投资额为2.01万亿元。

表3: “十三五”综合交通运输发展中有关铁路的主要指标

指标名称	2015年	2016年	属性
铁路营业里程(万公里)	12.1	15	预期性
高速铁路营业里程(万公里)	1.9	3.0	预期性
铁路复现率(%)	53	60	预期性
铁路电气化率(%)	61	70	预期性

资料来源: 中国政府网, 新时代证券研究所

2.2、我国公路投资稳步推进,未来将侧重高速公路、西藏公路、桥梁及跨江通道

2.2.1、公路建设投资额增速稳健

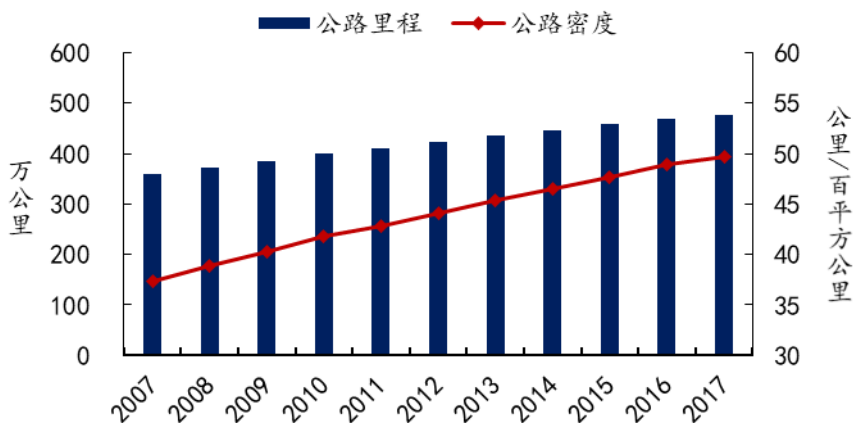
2008年-2017年全国公路固定资产投资完成额逐年上涨,累计额达13.80万亿元,CAGR为10.30%。具体来看,“四万亿”的拉动,使得2008年10月开始至2011年末全国公路固定资产投资额呈现同比高速增长的趋势,于2010年1月到达同比增速顶峰113%,之后逐渐回落。2012年-2013年3月,投资额趋于下行。2013年4月-2018年7月,投资额稳步提升,同比增长稳健。

图13: 全国公路固定资产投资完成额 (2008.01-2018.07)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2.2、全国公路里程稳步增加，公路升级不断推进

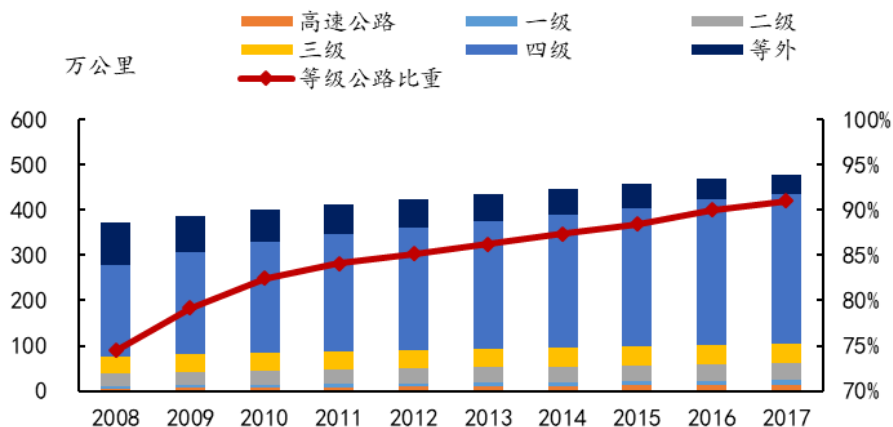
近年来，全国公路里程稳步增加，从2008年的358.37万公里，增长到2017年内的477.35万公里，增长量为104.33公里，CAGR为2.78%。公路密度也在逐年上升，2017年已达49.72公里/百平方公里，比2008年的37.33公里/百平方公里，增加了10.87公里/百平方公里。

图14: 全国公路里程 (2007-2017)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

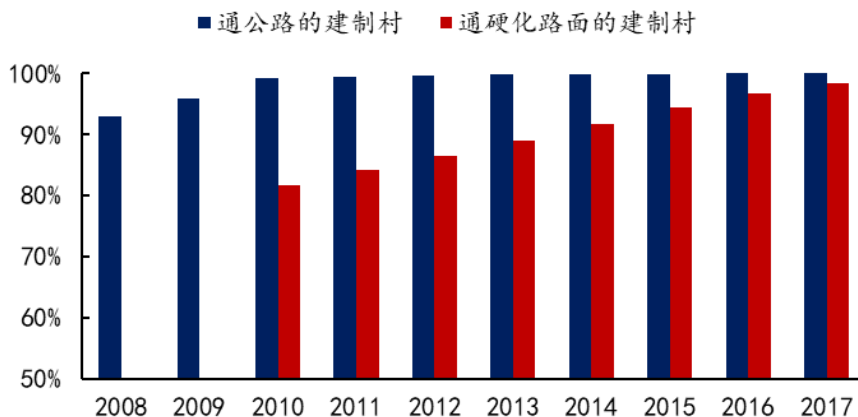
具体来看，2008年我国等级公路里程达277.85万公里，占全部公路比重的74.49%，其中高速公路6.03万公里、一级公路5.42万公里、二级公路28.52万公里、三级公路37.42万公里、四级公路200.46万公里；到2017年等级公路里程增156.35万公里，达434.20万公里，占全部公路比重也增加到90.96%，其中高速公路增加126.36%，达13.65万公里、一级公路增加93.76%，达10.50万公里、二级公路增加33.90%，达38.19万公里、三级公路增加14.81%，达42.96万公里、四级公路增加64.07%，达328.89万公里。等外公路逐年减少，从2008年的95.16万公里，减少到43.15万公里，减少54.65%，CAGR为-8.41%。

虽然我国公路建设取得了较好的成果，但是总体而言，公路还是以较低等级的三、四级和等外公路为主，2017年低等级（三级+四级+等外）公路里程占比高达86.94%，只比2008年的89.28%减少了2.34pct。

图15: 全国高速、一级、二级、三级、四级、等外公路里程 (2008-2017)

资料来源: 交通运输部官网, 新时代证券研究所

农村公路建设方面也取得了卓越的成绩, 2008-2010年我国通公路的建制村百分比从92.86%增长到99.21%, 增加6.35pct; 之后通公路比缓慢上升, 到2017年已高达99.98%。2010年之后, 我国紧抓通硬化路的建制村建设, 2010年硬化路建制村占比为81.7%, 到2017年增加了16.65pct, 达98.35%。

图16: 全国建制村通公路、硬化公路百分比 (2008-2017)

资料来源: 交通运输部官网, 新时代证券研究所

2.2.3、高速公路、西藏公路、桥梁及跨江通道为将来公路投资重点

《工程建设行动》投资重点主要在高速公路、西藏公路、桥梁修建和跨江通道上。具体来看, 2016年重点推进27个项目, 涉及金额7803亿元, 其中25个高速公路项目, 投资额为2414亿元; 2017年重点推进12个项目, 涉及金额4946亿元, 其中9个高速公路项目, 投资额为1092.5亿元; 2018年重点推进13个项目, 涉及金额6994亿元, 其中12个高速公路项目, 投资额为1154亿元。

2017年印发的《发展规划》, 要求到2020年公路通车里程达到500万公里, 高速公路建成里程达15万公里, 建制村通硬化路率达99%。2017年底, 公路通车里程为477.35万公里, 还存在22.65万公里的缺口; 其中1.35万公里为高速公路里程, 21.30万公里为其他公路里程, 假设其他公路全为国道, 按照《工程建设行动》中平均高速公路造价1亿元/公里、国道造价0.123亿元/公里来计算, 可得到2018-2020年高速公路固定资产投资额为2.75万亿元。

表4: “十三五”综合交通运输发展中有关公路的主要指标

指标名称	2015年	2016年	属性
公路通车里程(万公里)	458	500	预期性
高速公路建成里程(万公里)	12.4	15	预期性
建制村通硬化路率(%)	94.5	99	预期性

资料来源: 中国政府网, 新时代证券研究所

2.3、城轨投资逐步趋稳, 相关项目或将密集上马

2.3.1、城市轨道交通建设投资增速逐步趋稳

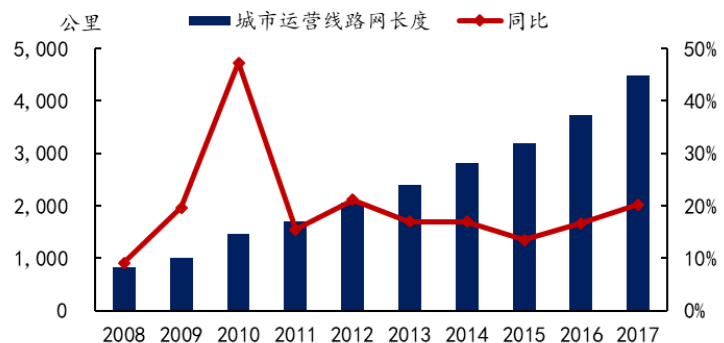
城市化进程的加快, 使得城市轨道交通得以发展壮大。据住建部城市建设统计年鉴显示, 2008-2016年, 我国轨道交通固定资产投资额累计 2.29 万亿元, CAGR 为 18.67%。具体来看, 在“四万亿”带动下, 2008年市轨道交通首次达到千亿水平, 为 1037.2 亿元; 2009年投资额加速落地, 同比增速达到 67.53%, 为近年来最高; 之后的三年投资增长放缓, 同比增速回落到个位数; 从 2013年起, 投资同比增速保持两位数的增长态势, 到 2014年达到峰值 31.20%之后, 缓慢回落, 2016年, 投资额达 4079.5 亿元。

图17: 轨道交通固定资产投资额(2008-2016)

资料来源: 交通部官网, 新时代证券研究所

2.3.2、城轨里程年均维持两位数增长

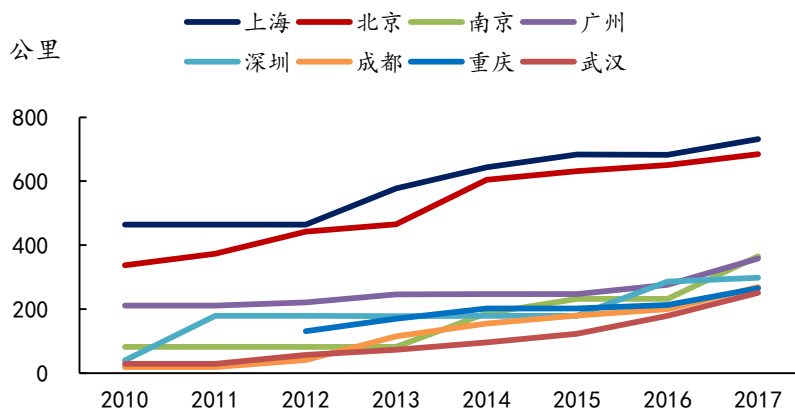
2008-2017年, 城市轨道交通运营线路网长度由 835 公里增加到 4484.2 公里, CAGR 为 20.53%。在 2009年轨道交通固定资产投资额同比达到峰值后, 2010年轨道交通运营线路网长度也迎来同比峰值, 为 47.28%, 之后到 2017年, 同比增速维持在 15%-20%之间的稳定范围内。

图18: 城市轨道交通运营线路网里程(2008-2017)

资料来源: Wind, 交通部官网, 新时代证券研究所

截至 2017 年，已有 32 个城市开通城市轨道交通，其中线路长度大于 200 公里的城市有 8 座，分别为上海、北京、南京、广州、深圳、成都、重庆和武汉。上海、北京 7 年以来一直占据前两名位置，到 2017 年轨道长度分别达到 731.37 公里和 684.40 公里。南京、广州居三、四位，运营里程大于 300 公里，其余 4 个城市的轨道长度处在 200-300 公里之间。

图19： 全国 8 大城市轨道线路里程（2010-2017）

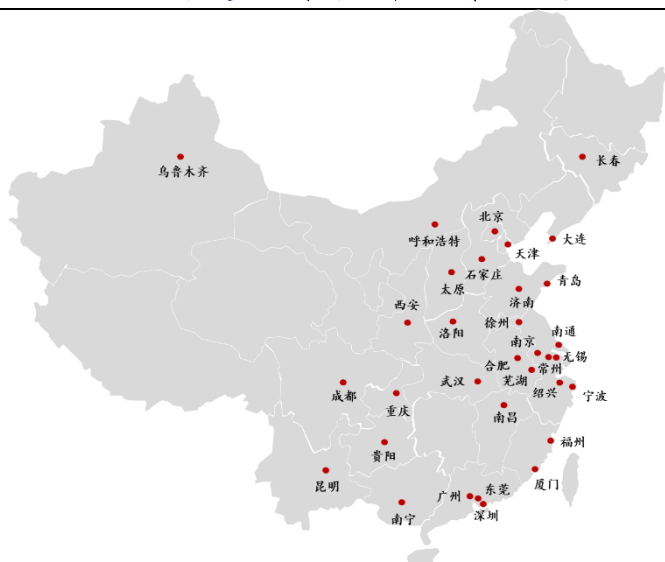


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3.3、城市轨道交通项目未来或将密集上马

在《工程建设行动》中，城市轨道交通建设为最大的亮点，将迎来密集开工。具体来看，2016 年重点推进 51 个项目，涉及金额 9098 亿元，在 27 个城市，新开工里程 1274 公里；2017 年重点推进 33 个项目，涉及金额 4804 亿元，在 20 个城市，新开工里程 695 公里；2018 年重点推进 19 个项目，涉及金额 2576 亿元，在 13 个城市，新开工里程 416 公里。

图20： 《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》中规划的轨道交通城市分布



资料来源：搜狐，新时代证券研究所

2017 年印发的《发展规划》，要求到 2020 年城市轨道交通运营里程达到 6000 公里。2017 年底，城市轨道交通运营里程为 4484.20 公里，还存在 1515.80 公里的缺口，按照《工程建设行动》中平均城市轨道交通造价 6.595 亿元/公里来计算，可得到 2018-2020 年城市轨道交通固定资产投资额为 9996.748 亿元。

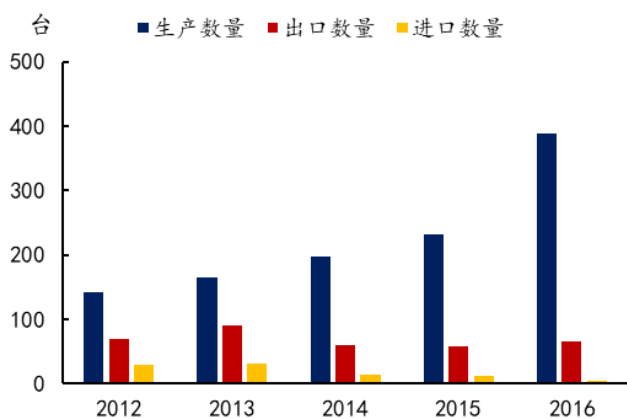
3、以 TBM 制造为代表的基建装备制造维持高景气度

3.1、TBM 市场近年来需求剧增

隧道掘进机是一种隧道掘进的专用工程机械，根据应用地层条件的不同主要分为两类，一类是用于软土地层的盾构机，主要应用在城市隧道、城市轨道交通、水利工程、综合地下管廊等工程施工；另一类是用于岩石地层的全断面硬岩隧道掘进机（Tunnel Boring Machine，简称 TBM），主要应用在铁路、公路山岭隧道等领域。

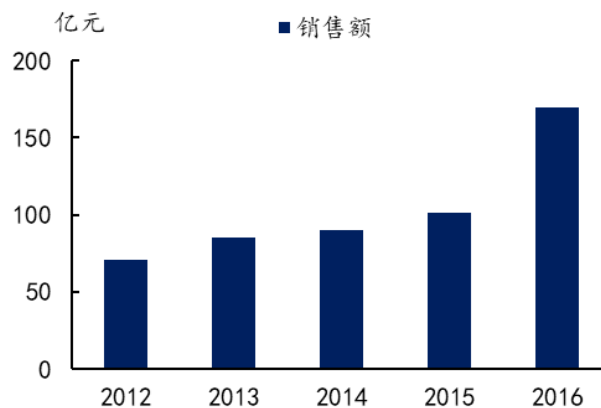
2005 年以来，随着我国基建建设持续升温，尤其是城市轨道交通、水利工程、过江隧道、穿山隧道等大量工程的开工，使得隧道掘进机市场需求剧增。据不完全统计，2012-2016 年，我国 TBM 的生产量逐年上涨，由 141 台增长至 388 台，出口量基本保持稳定，由 69 台减少到 66 台，进口量逐年下降，由 28 减至 4 台，国内保有量由 100 台增加至 326 台。TBM 的销售额也从 2012 年的 70.4 亿元，增加到 2016 年的 169.4 亿元，CAGR 为 24.55%。

图21：我国 TBM 生产、出口及进口量（2012-2016）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

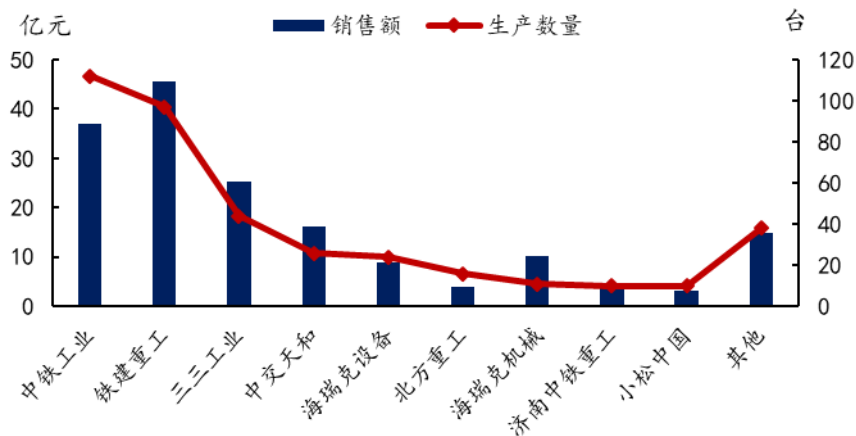
图22：我国 TBM 销售额（2012-2016）



资料来源：各国政府网站，Wind，新时代证券研究所

3.2、“两铁”的 TBM 生产量和销售额在业内遥遥领先

在市场的占有率上，“两铁”（中国中铁、中国铁建）的生产量和销售额一骑绝尘。中铁工业 TBM 生产量居首位，为 112 台，销售额排名第二达 36.87 亿元；铁建重工的生产量紧随其后为 97 台，但销售额排第一为 45.5 亿元；三三工业生产量与销售额皆排名第三，分别为 44 台和 25.2 亿元；中交天和的生产量和销售额紧随其后，分别为 26 台和 16.09 亿元；海瑞克设备与海瑞克机械为德国海瑞克旗下的子公司，二者一共的生产量为 35 台，销售额为 19.06 亿元；其余公司的产量皆小于 20 台，销售额均低于 5 亿元。

图23: 2016年TBM销售额及生产量

资料来源：基础工程网，新时代证券研究所

3.3、TBM 未来市场空间依然可观

随着“十三五”基建规划的不断落地实施，隧道掘进机的需求也在不断加大。在城市轨道方面，国内地铁隧道掘进机的使用寿命约为8公里/台，按照2016年平均每台TBM销售额0.44亿元来算，带入上文1515.80公里的城轨缺口，则城轨市场中隧道掘进机的市场需求至少为83.37亿元。在综合地下管廊方面，假设到2020年，全国还需建设3000公里，则该项目上隧道掘进机的市场需求为132亿元。在穿山隧道方面，假设每年新修1000公里的隧道，预计2018-2020年，隧道掘进机的市场需求为132亿元。在出口方面，2017年出口量达133台，假设2018年-2020年，出口总量为400台，则在出口端的市场需求为176亿。综上，2018-2020年，隧道掘进机的总体需求量大致为532.37亿元。

4、政策支持、需求显著，交通基建补短板号角吹响

4.1、中央明确加大基建补短板力度，成为经济稳增长重要发力点

针对贸易战及经济下行压力的担忧，自今年7月底以来，中央接连释放依靠基建投资对冲经济下行压力的信号。具体来看，7月23日，国常会提出积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效；有效保障在建项目资金需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾；要对接发展和民生需要，推进建设和储备一批重大项目。7月31日，中共中央政治局召开会议，要求把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。

4.2、我国交通基建与发达国家尚存差距，或为补短板重点领域

4.2.1、我国人均铁路里程远低于发达国家水平，东部低于中西部，存在补短板空间

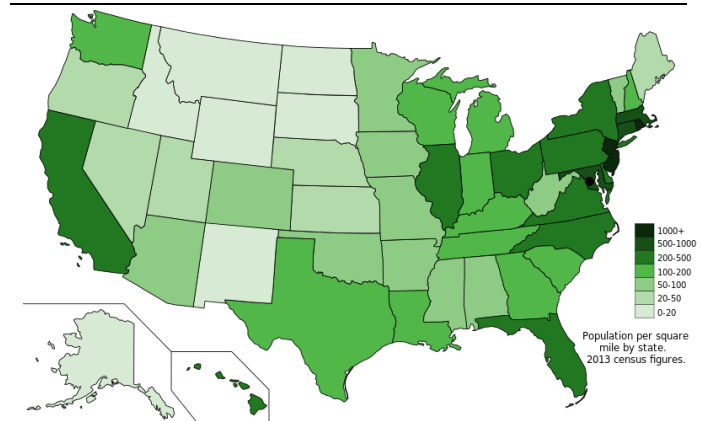
目前美国拥有铁路总里程约为22.82万公里，位居世界第一，其铁路主要集中在东部和西部沿海地区，中部比较稀疏。而从美国各州人口密度看来，东部及西部沿海地区人口密度较大，而中部内陆地区人口稀少。通过对比可以清楚地看到，美国铁路网的线路密集程度与美国的人口分布密度呈现高度的一致性。

图24: 美国铁路网 (2010年)



资料来源: MapsofWorld, 新时代证券研究所

图25: 美国各州人口密度 (2013年)



资料来源: 美国人口普查局, 新时代证券研究所

我们选取美国及德国作为对标, 2016年美国人均铁路里程约为706.56公里/百万人, 德国人均铁路里程为403.14公里/百万人, 均远高于我国平均水平89.86公里/百万人。同时, 我国各地区人均铁路里程呈现出明显差异, 东部地区仅为60.17公里/百万人, 仅为美国人均里程的8.5%; 中西部人均里程分别为112.24、108.81公里/百万人, 约为东部人均里程的1.8倍。另一方面, 我国东部地区地势平坦, 人口密度高, 经济较中西部地区活力更强, 对铁路的需求更加迫切。由此可见, 我国东部地区铁路建设, 较中西部地区及发达国家, 存在明显的短板。

表5: 2016年中、美、德铁路密度对比 (按单位人口铁路里程数)

地区	2016年营业里程 (公里)	人口 (百万人)	铁路密度 (公里/百万人)
中国东部	34494.10	573.28	60.17
中国中部	56792.70	505.99	112.24
中国西部	32705.10	300.57	108.81
中国	123991.9	1379.8	89.86
美国	228218	323	706.56
德国	33380	82.8	403.14

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

近期来看, 倘若我东部地区人均铁路里程与中西部地区持平, 达到110公里/百万人水平, 需要新建铁路2.86万公里, 按照每公里平均造价1亿元计算, 可带动铁路投资2.86万亿元。

远期来看, 如果东部地区人均铁路里程达到发达国家平均水平, 即500公里/百万人水平, 需要新建铁路25万公里, 可带动相关投资约25万亿元。

4.2.2、我国人均高速公路里程东部低于中西部, 整体低于发达国家, 短板明显

我国高速公路网采用放射线与纵横网格相结合布局方案, 由7条首都放射线、9条南北纵线和18条东西横线组成, 简称为“7918”网。到2017年3月, 我国高速公路通车总里程已达12.5万公里, 超过美国居于世界第一。

图26: 中国国家高速公路网(2017年)

资料来源: 中国公路网, 新时代证券研究所

而在人均方面, 我国高速公路建设仍存在较大短板。我们同样选取美国及德国作为对标, 2016年美国人均拥有的高速公路里程约为276.17公里/百万人, 德国人均高速公路里程为154.59公里/百万人, 两国平均为215公里/百万人, 约为我国平均水平92.25公里/百万人的2倍多。同时, 我国各地区人均铁路里程呈现出明显差异, 东部地区仅为72.68公里/百万人, 仅为美国人均里程的26.3%; 中西部人均里程分别为99.29、117.71公里/百万人, 约为东部人均里程的1.5倍。另一方面, 我国东部地区地势平坦, 人口密度高, 经济较中西部地区活力更强, 相比之下更加需要新建高速公路满足人们的交通需要, 促进经济的进一步发展。由此可见, 我国东部地区高速公路建设, 较中西部地区及发达国家, 存在明显的短板。

表6: 2016年中、美、德高速公路密度对比(按单位人口高速公路里程)

地区	高速公路里程 (公里)	人口 (百万人)	铁路密度 (公里/百万人)
中国东部	41666	573.28	72.68
中国中部	50238	505.99	99.29
中国西部	35379	300.57	117.71
中国	127283	1379.8	92.25
美国	89203	323	276.17
德国	12800	82.8	154.59

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

近期来看, 倘若我东部地区人均铁路里程与中西部地区持平, 达到110公里/百万人水平, 需要新建高速公路2.14万公里, 按照每公里平均造价1亿元计算, 可带动铁路投资2.14万亿元。

远期来看, 如果东部地区人均铁路里程达到发达国家平均水平, 即215公里/百万人水平, 需要新建铁路8.16万公里, 可带动相关投资约8.16万亿元。

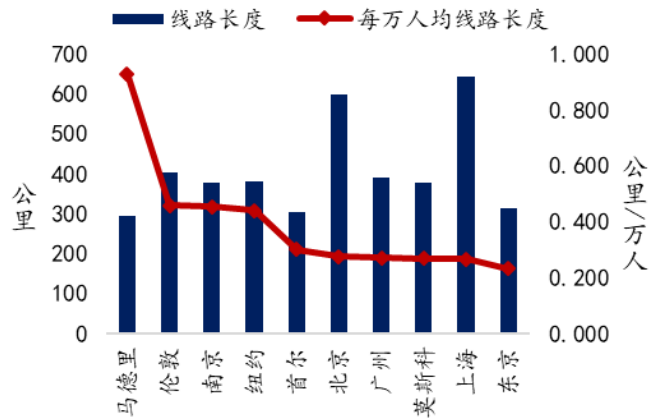
4.2.3、我国城市地铁总里程居世界前列, 人均长度存在较大短板

在世界地铁线路长度前十城市中, 我国位居四席, 分别为上海、北京、广州和南京, 其中上海、北京两地轨道交通线路长度分别为644公里、599.4公里, 居世界前二, 远高于排名世界第三的伦敦地铁(线路长度为402公里)。

这十大城市中, 在人均线路长度方面, 上海、北京不再占据优势地位, 分别为0.266公里/万人、0.276公里/万人, 排名第9及第6。前五大城市的人均线路长度皆大于0.3公里/万人, 其中马德里以0.929公里/万人居世界首位, 伦敦次之, 为

0.458公里/万人,南京表现抢眼位列第三,为0.454公里/万人,纽约排第四位为0.458公里/万人,首尔居第五为0.300公里/万人。我们根据这十大城市的地铁总里程及总人口数,求得人均线路长度的平均值为0.321公里/万人。

图27: 世界排名前十城市地铁线路里程



资料来源: 各国政府网站, Wind, 新时代证券研究所

表7: 世界地铁里程前十大城市人均线路长度

地区	线路长度 (公里)	人口 (万人)	人均线路长度 (公里/万人)
上海	644	2418.33	0.266
北京	599.4	2170.70	0.276
伦敦	402	876.97	0.458
广州	391.8	1449.84	0.270
纽约	380.2	862.27	0.441
南京	378	833.5	0.454
莫斯科	379.1	1415	0.268
东京	312.6	1349	0.232
首尔	304.5	1015.8	0.300
马德里	294	316.6	0.929
合计	4085.6	12708.05	0.321

资料来源: 各国政府网站, Wind, 新时代证券研究所

我国内地已运营地铁里程前十大城市为上海、北京、广州、南京、深圳、重庆、武汉、成都、天津及大连,截至2017年末总运营里程为3299.70公里,总人口为1.596亿人,由此得到人均线路长度为0.207公里/百万人。

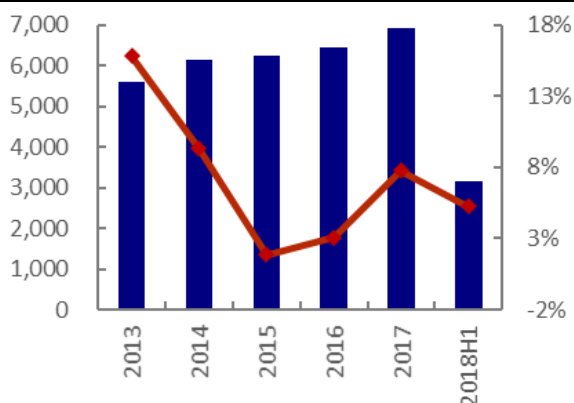
假设以上城市保持现有人口数量不变,地铁人均线路长度由0.207公里/百万人达到0.321公里/百万人的世界前十大地铁城市人均线路长度平均水平,需要新建地铁1823.46公里,按照《工程建设行动》中平均城市轨道交通造价6.595亿元/公里来计算,可带动地铁投资1.2万亿元。

5、对比分析两铁的核心竞争力

5.1、从收入端来分析—业绩进入上升通道

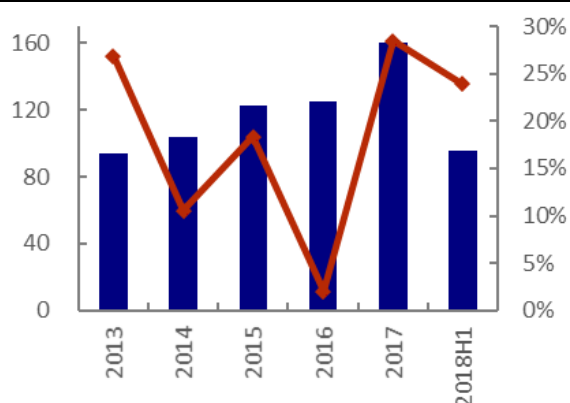
中国中铁的营收自 2015 年之后开始进入上升通道，2017 年全年实现营收 6933.67 亿元，同比增长 8%，已基本回到 2015 年之前的增长水平。2018 上半年实现营收 3161.04 亿元，同比增长 5%，目前已完成年初经营计划的 47%。公司收入端稳健增长主要是由于基建主业的提质增效。而归母净利润也自 2016 年大幅下滑之后回升，2017 年全年实现营收 160.67 亿元，同比增速达到 28%。2018 上半年归母净利润达到 95.52 亿元，与去年同期相比增长 24%，超出市场预期。

图28： 中国中铁近年营收及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

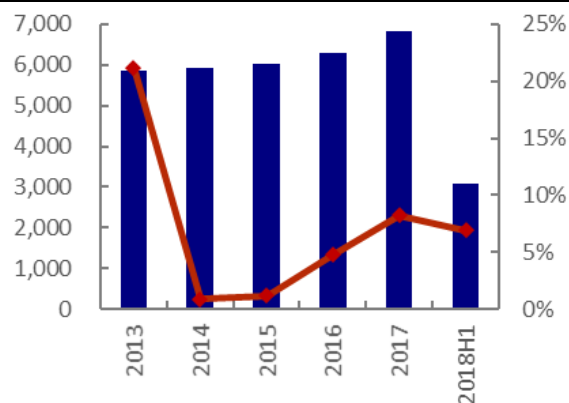
图29： 中国中铁近年归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国铁建营收自 2014 年起就进入上升通道，2017 年全年实现营收 6809.81 亿元，同比增长 8%，而 2018 上半年实现营收 3089.81，同比增长 7%。上半年已完成全年经营计划的 44%，维持持续稳健的上升态势。归母净利润也自 2015 年的低点逐渐回升，至 2017 年达到 160.57 亿元，同比增长 15%。2018 年上半年达到 80.09 亿元，增速 23%，业绩呈现加速释放态势。

图30： 中国铁建近年营收及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图31： 中国铁建近年归母净利润及增速（单位：亿元）



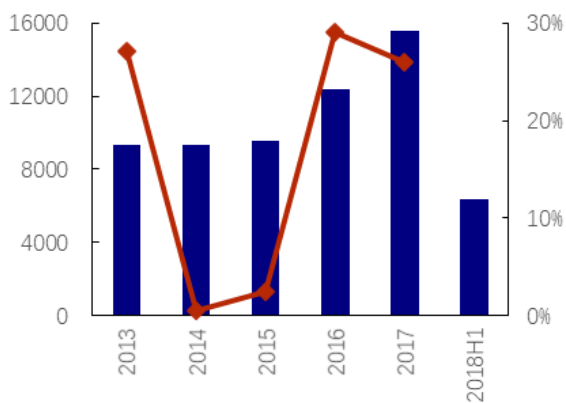
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、从订单端来分析—储备充足，结构优化

5.2.1、新签订单持续增长

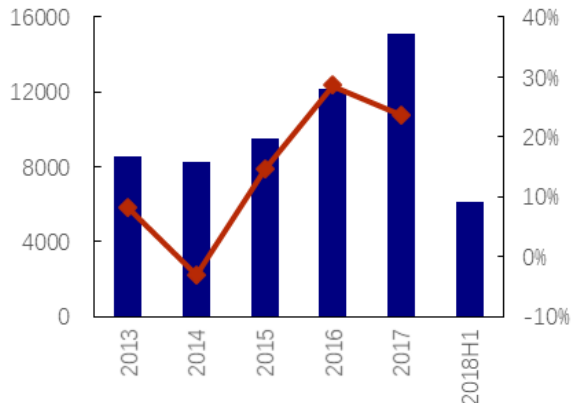
首先从新签订单总量来看，中国中铁新签订单连续维持两年的高增长，2016/2017年新签订单总量为12350/15569亿元，同比增速29.05%/26.06%。2018上半年新签订单6347亿元，同比增长13%，已完成全年计划的42.89%。中国铁建近两年订单增速也已进入新的增长周期，2016/2017年新签订单总量为12191/15083亿元，同比增速28.49%/23.72%。2018上半年新签订单6090亿元，同比增长10.39%，为全年计划的40.33%。而与七大建筑央企横向对比也可看出，中国中铁和中国铁建2017年以及2018上半年新签订单增速仅次于中国化学，分列第二及第三，表现优异。

图32：中国中铁近年新签订单及增速（单位：亿元）



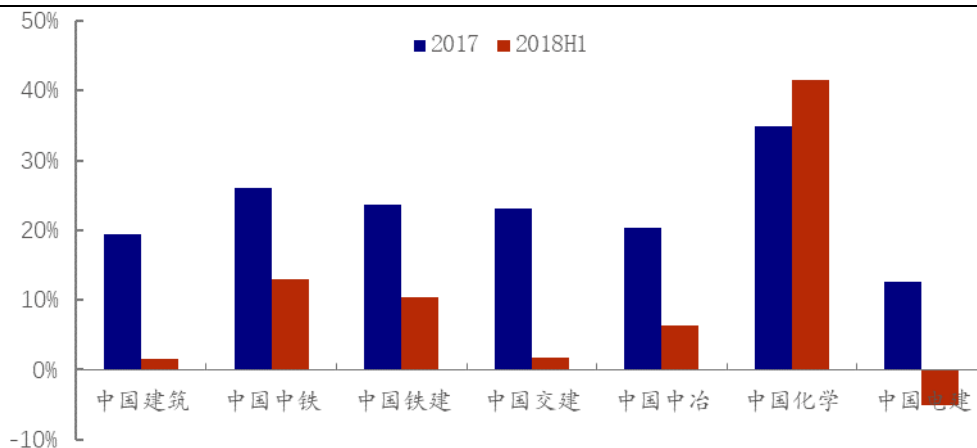
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图33：中国铁建近年新签订单及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图34：七大央企 2018H1&2017 订单增速

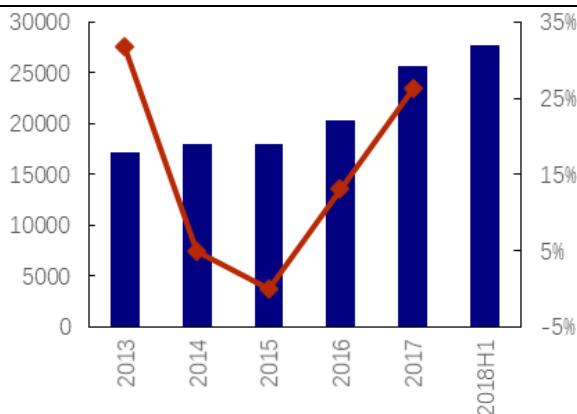


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2.2、在手订单总量充足

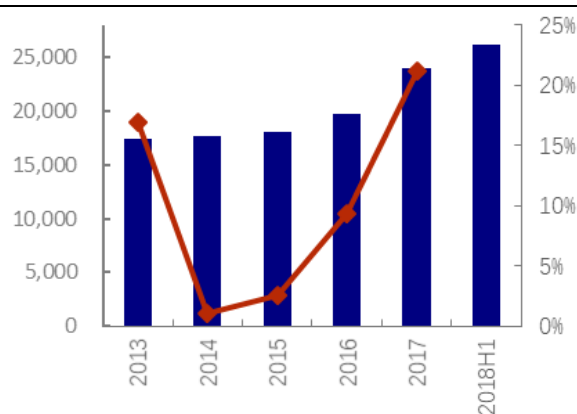
再从在手订单来分析，中国中铁2017年底在手订单2.57万亿元，较去年同期增长26.2%，在手订单保障比为3.71倍。截至2018上半年，中国中铁在手订单2.77万亿元。而中国铁建2017年在手订单达到2.4万亿元，同比增长21%，在手订单保障比为3.52倍，创出历史新高。2018上半年中国铁建在手订单2.61万亿元，充足的在手订单为业绩增长提供了坚实的基础。

图35: 中国中铁近年在手订单及增速(单位:亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图36: 中国铁建近年在手订单及增速(单位:亿元)

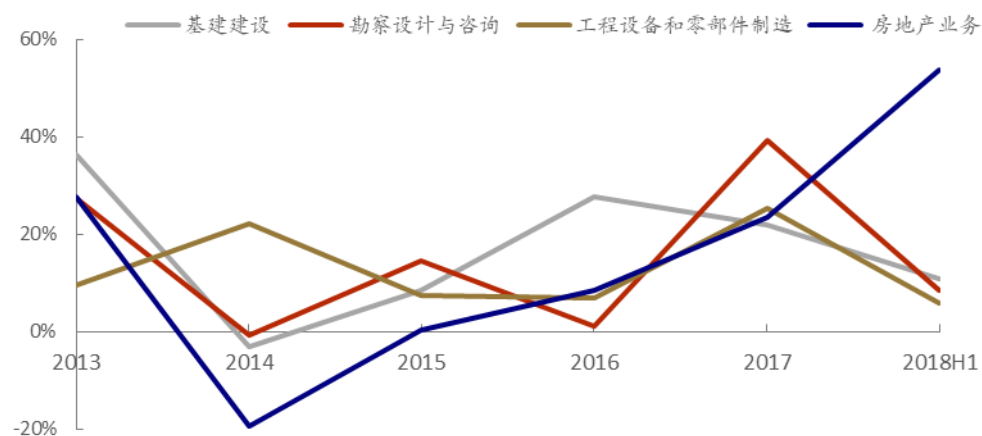


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.2.3、子版块订单结构不断优化

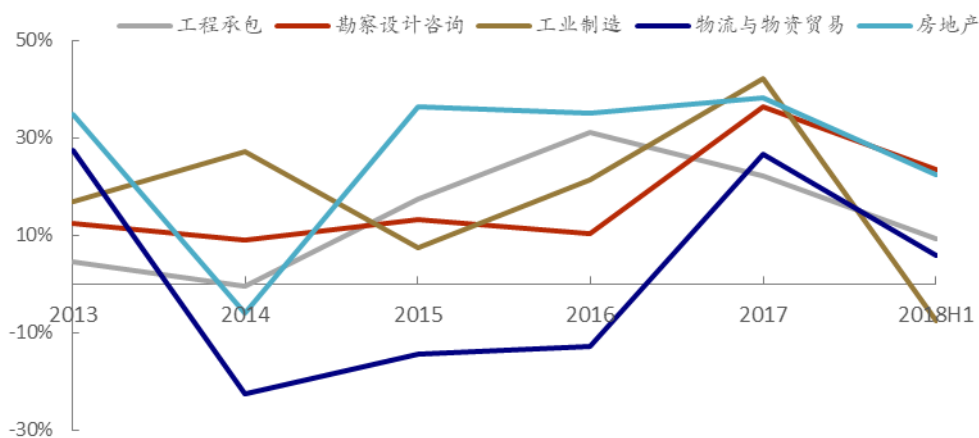
分板块来看,中国中铁的基建建设业务增速自2014年开始维持高速增长,2017年新签合同额达到1.36万亿元,同比增长21.8%(较2016年略微下滑主要是受新签合同计入方法追溯调整的影响)。其传统主业订单的稳步增长为公司未来业绩的稳健发展奠定基础。房地产业务亦从2014年的负增长发展至2017年销售额达到360.42亿元,同比增长23.47%;2018上半年销售额240.22亿元,同比增长53.69%。房地产业务订单增速加快主要是公司加快推动房地产业务转型升级,加快去库存,盘活存量资产等措施成效显著。此外,公司勘察设计与咨询业务和工程设备零部件制造业务2017年增速均大幅上涨,增速分别达到39.4%/25.35%。各项业务订单增速加快,共同带动新签订单总量快速增长。

图37: 中国中铁近年各子版块订单增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

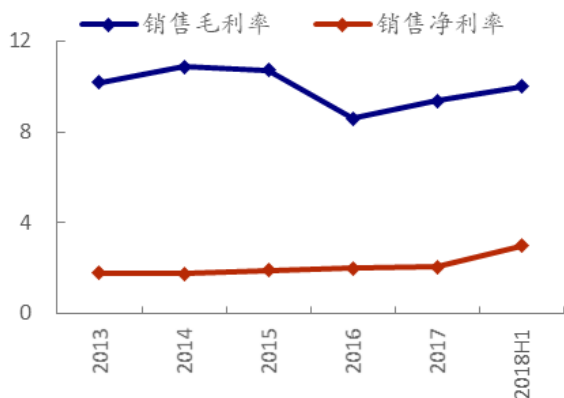
分板块来看中国铁建的订单增速,占新签订单总额80%以上的工程承包板块增速由2014年的0%逐渐走出低谷,2015/2016年增速分别为17%/31%,而2017年该板块新签订单1.29万亿元,同比增长22.08%,主业维持稳健增长,成为业绩的压舱石。供给侧结构性改革深入推进,去产能工作推动大宗物资行业进入上行通道并恢复到理性区间,为物资物流行业发展提供了良好环境,公司物流物资业务新签订单增速从2014年的-22%逐步增长到2017年的27%。此外,勘察设计咨询与工业制造业务2017年新签订单增速均有大幅提高,分别为36%和42%;房地产业务维持新签订单增速近三年维持稳重有升,2017年新签合同额684.126亿元,同比增长38.26%。工程承包主业增长稳健,板块订单结构不断优化,未来订单增长保持良好的稳定性。

图38: 中国铁建近年各子版块订单增速

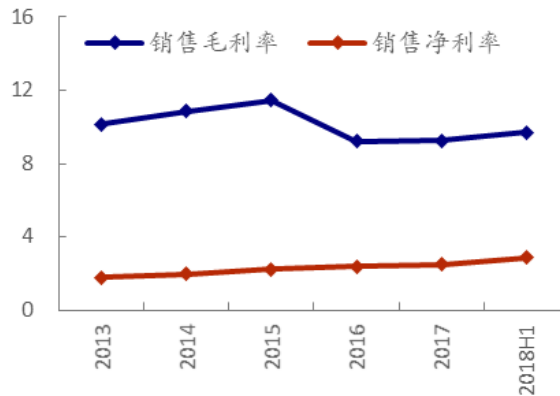
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.3、从财务指标来分析—净利率逐年上升, 管理提质增效

中国中铁毛利率近年来一直保持稳定, 2016年略微下降是受到营改增的扰动, 2017年上升至9.38%。公司净利率维持逐年上升态势, 2017年达到2.06%, 较上年上升0.07个百分点。分业务来看, 公司主业基建建设业务毛利率从2016年的6.59%提升至2017年的7.23%, 成为整体业务毛利率提升的中坚力量。此外, 其他主营业务毛利率从2016年的10.13%大幅提升至2017年的25.7%, 主要是受其中资源业务回暖的利好。

图39: 中国中铁近年毛利率及净利率

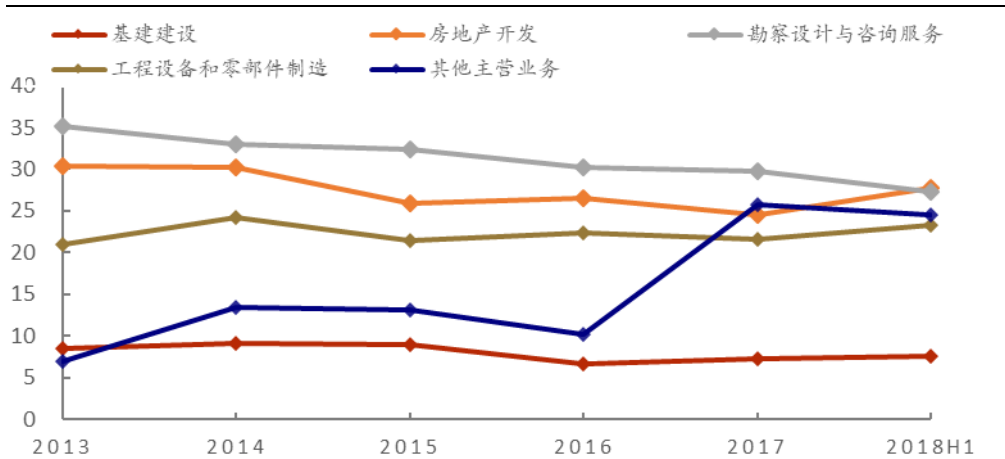
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图40: 中国铁建近年毛利率及净利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

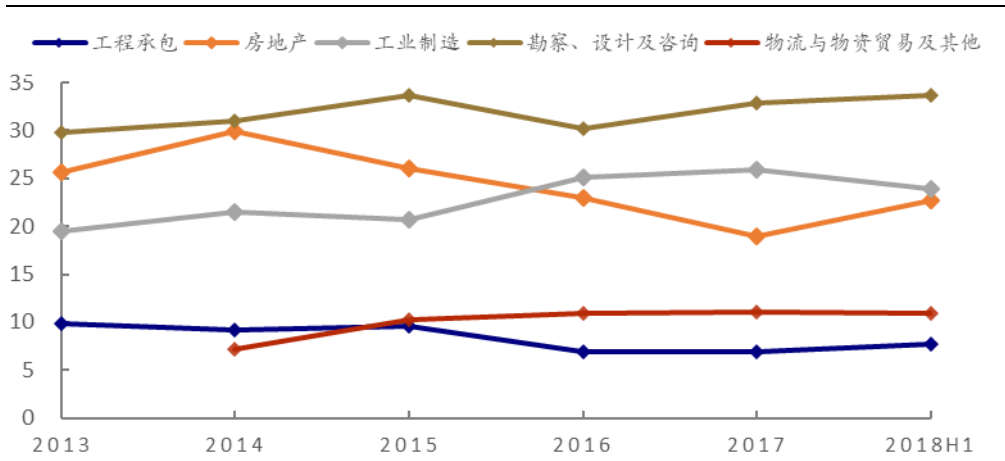
中国铁建2017年毛利率为9.24%, 较去年上升0.03个百分点, 剔除营改增影响实际上升0.56个百分点。净利率近五年持续稳定上升, 2017年为2.48%。高毛利率的业务占比逐步上升, 公司调整业务结构初见成效。细分来看, 传统主业工程承包业务2017年毛利率为6.87%, 与上年基本持平; 工业制造业务2017年毛利率25.92%, 同比上升0.87个百分点; 勘察设计咨询业务2017年毛利率为32.9%, 同比上升2.78个百分点; 房地产业务近五年毛利率逐年下降, 2017年为18.95%, 同比下降4.03个百分点; 物流与物资贸易业务毛利率呈现逐年上升态势, 从2014年的7.18%逐年上升至11.04%, 或将成为新的增长点。

图41: 中国中铁近年分业务毛利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

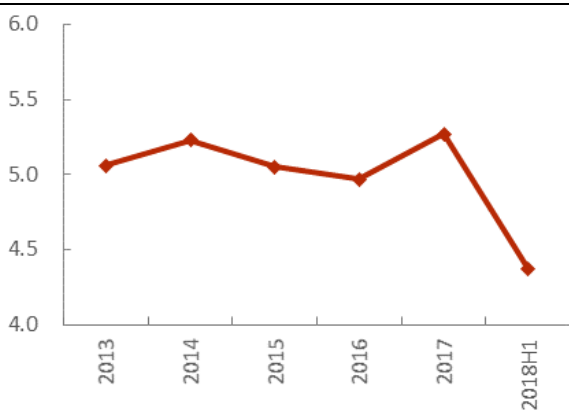
图42: 中国铁建近年分业务毛利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

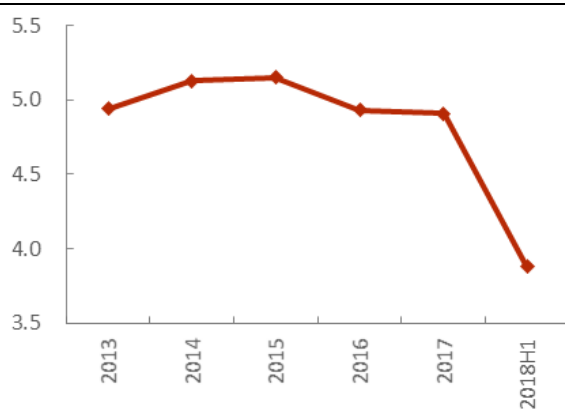
两家公司不断提升运营效益, 2017年期间费用率在七大建筑央企中仅次于中国建筑, 中国铁建为3.88%, 位列第二, 中国中铁为4.37%, 位列第三。2018上半年, 两家公司期间费用率亦维持在前三位。

图43: 中国中铁近年期间费用率



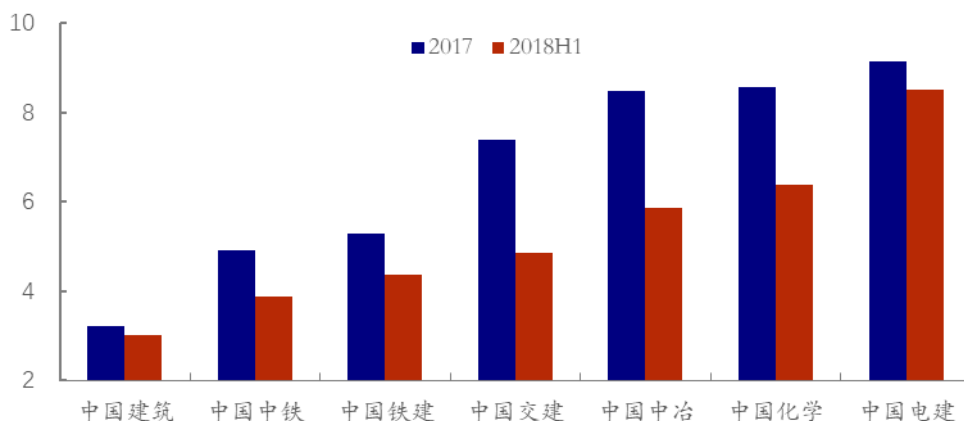
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图44: 中国铁建近年期间费用率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

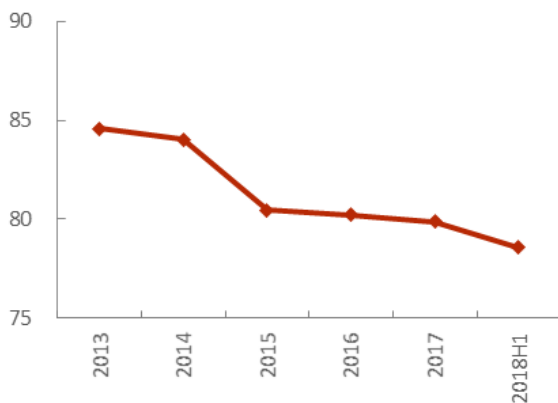
图45: 七大央企 2018H1&2017 期间费用率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

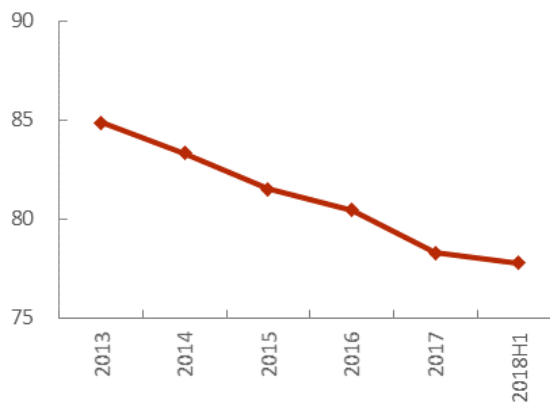
目前降低国企资产负债率已成为结构性去杠杆的重要任务,分类、限期和市场化已成为本轮央企处置债务的重要思路,减负债硬性约束将切实压制国企的负债冲动,倒逼国企改革进程提升。国资委要求到2020年,资产负债率需要降至75%以下。两铁积极响应号召,在PPP项目并表的冲击之下切实降低自身资产负债率。中国中铁的资产负债率已由2014年的84.03%逐步下降至2017年的79.89%,近期其市场化债转股和资产证券化的有序实施,使得资产质量有望进一步改善。中国铁建的资产负债率也由2014年的83.32逐步下降至2017年的78.26%,近期70亿永续债的发行会为降杠杆做出一定的贡献。

图46: 中国中铁近年资产负债率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图47: 中国铁建近年资产负债率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6、投资建议

6.1、中国中铁（601390）

投资要点：

毛利率上涨，资产质量改善：公司 2018 上半年实现毛利率 9.99%（2017 年 H1 为 9.25%），同比上涨 0.74pct；净利率 2.99%（2017 年 H1 为 2.53%），同比增长 0.46pct。报告期内公司期间费用率 4.37%（2017 年 H1 为 5.09%），同比下降 0.72pct，运营能力有所提升。销售/管理/财务费用率分别为 0.48%/3.05%/0.82%，同比上涨 0.05pct/下降 1.1pct/上涨 0.34pct。市场化债转股和资产证券化的有序实施，带动资产负债率由 2017 年底的 79.05%下降至 78.56%，资产质量有效改善。

基建主业增长稳健，多元化发展提质增效：公司主业基建建设业务实现营收 2678.39 亿元，占比 84.73%，同比增长 3.95%；毛利率 7.64%，同比增加 0.67pct，毛利率增长主要是由于公司投资业务带动的基建项目毛利率较高。勘察设计与咨询业务实现营收 73.97 亿元，占比 2.34%，同比增长 11.83%；毛利率 27.26%，同比减少 1.1pct，毛利率下降主要是受人工和委外成本增加，以及在手多个境外前期项目投入较大的影响。工程设备与零部件制造实现营收 73.09 亿元，占比 2.31%，同期增长 2.07%；毛利率 23.37%，同比增加 3.28pct，主要是受钢结构产品盈利能力提升，以及盾构产品销售收入增长的影响。房地产开发实现营收 122.05 亿元，占比 3.86%，同比增长 11.84%；毛利率 27.83%，同比减少 0.42pct。

新签订单平稳，保障业绩稳健增长：公司今年上半年累计新签合同 6347 亿元，同比增长 13%。分产品来看，基建建设业务新签订单 5268 亿元，同比增长 9.1%。其中，铁路业务新签订单 889.2 亿元，同比增长 10.4%；公路业务完成新签合同 937.8 亿元，同比减少 14.5%；市政及其他业务新签订单 3441 亿元，同比增长 17.5%；市政业务之中的城市轨道交通业务新签合同 1101.6 亿元，同比减少 4.9%。另外，公司勘察设计与咨询服务业务新签合同 130.9 亿元，同比增长 8.4%；工程设备与零部件制造业务新签合同 168.6 亿元，同比增长 5.7%。房地产开发业务销售金额 240.2 亿元，同比增长 53.7%。总体来看，新签订单保持平稳增长的趋势，为后续业绩增长奠定坚实基础。

财务预测与估值：预计公司 2018~2020 年实现归母净利润由 158/178/200 亿元上调至 194/226/257 亿元，同比增长 20.5%/16.9%/13.7%，对应 EPS 为 0.85/0.99/1.13 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 8.3/7.1/6.2 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：PPP 落地不及预期，海外业务风险，账款回收风险。

表8：中国中铁主要财务数据

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	6434	6,934	7,508	8,206	8,990
增长率(%)	3.1	7.8	8.3	9.3	9.6
净利润(亿元)	125.1	161	194	226	257
增长率(%)	2.0	28.5	20.5	16.9	13.7
毛利率(%)	9.1	9.8	10.0	10.1	10.2
净利率(%)	1.9	2.3	2.6	2.8	2.9
ROE(%)	8.9	10.3	11.3	11.9	12.1
EPS(摊薄/元)	0.55	0.70	0.85	0.99	1.13
P/E(倍)	12.82	10.0	8.3	7.1	6.2
P/B(倍)	1.14	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，新时代证券研究所

6.2、中国铁建（601186）

投资要点：

毛利率增长，期间费率下降：公司 2018 年上半年实现毛利率 9.70%（2017H1 为 8.84%），同比增长 0.85pct，主要受核心业务工程承包业务的毛利率提升 0.53 个百分点所致；实现净利率 2.88%（2017H1 为 2.39%），同比增长 0.48pct；期间费用率 3.88%（2017H1 为 5.30%），同比下降 1.42pct，具体来看，销售/管理/财务费用率分别为 0.64%/2.56%/0.67%，同比持平/下降 1.64pct/增加 0.22pct，管理费率大幅下降主要是由于根据 2018 年度一般企业财务报表格式要求，本报告期管理费用不含研发费用所致。

稳中求进扎实推进，各项业务稳健增长：公司立足“稳增长、高质量”的经营方针，深耕传统市场，开拓新兴市场。2018H1，公司工程承包/勘察设计与咨询/工业制造/房地产开发/其他业务分别贡献营收 2671.85/70.26/73.98/99.11/316.26 亿元，同比增长 5.78%/18.35%/15.20%/9.85%/17.66%，毛利率 7.70%/33.72%/23.87%/22.68%/10.91%，同比增长 +0.53pct/+2.62pct/-3.46pct/+3.50pct/+1.15pct。分地区看，国内实现营收 2912.89 亿元，同比增长 7.37%，毛利率 9.50%，同比增长 0.87pct；海外实现营收 176.92 亿元，同比增长%，毛利率 12.84%，同比增长 0.77pct。

新签订单稳健增长，公司未来业绩可期：2018 上半年，公司累计新签合同金额 6090.29 亿元，同比增长 40.33%。工程承包是公司的核心业务，新签项目金额 4969.08 亿元，占新签合同总额的 81.59%，同比增长 9.27%。其中铁路/公路/其他业务累计新签合同额分别为 827.30/1156.00/2985.78 亿元，同比增加 +45.71%/-15.44%/+14.28%，铁路新签合同额增幅较大的原因是海外铁路经营成绩突出，公路新签合同额有所下降是受投融资市场政策调整的影响。非工程承包业务新签合同额 1121.22 亿元，占新签合同总额的 18.41%，同比增长 15.64%。伴随基建投资托底经济预期，公司作为国内基建领域龙头企业，未来订单或将进一步加速落地，在中央加大基建补短板力度背景下，公司业绩有望延续高增长。

财务预测与估值：预计公司 2018-2020 年实现归母净利润由 169/185/201 亿元上调至 195/214/236 亿元，同比增长 21.2%/10.2%/10.3%，对应 EPS 为 1.43/1.58/1.74 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 7.3/6.6/6.0 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：基建投资回落，项目落地不及预期，回款风险等。

表9：中国铁建主要财务数据

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	6293	6,810	7,339	7,980	8,687
增长率(%)	4.8	8.2	7.8	8.7	8.9
净利润(亿元)	140.0	161	195	214	236
增长率(%)	10.7	14.7	21.2	10.2	10.3
毛利率(%)	9.2	9.2	9.5	9.5	9.4
净利率(%)	2.2	2.4	2.7	2.7	2.7
ROE(%)	10.7	10.7	11.7	11.6	11.6
EPS(摊薄/元)	1.03	1.18	1.43	1.58	1.74
P/E(倍)	10.12	8.8	7.3	6.6	6.0
P/B(倍)	1.08	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，新时代证券研究所

7、风险提示

基建投资回落，项目落地不及预期，账款回收风险等等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>