

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

曾智勤

联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

铁总会议定调保持强度规模，基建补短板铁路料率先受益

事件

- 1月2日，中国铁路总公司工作会议在北京召开。铁路总公司党组书记、总经理陆东福在会上作了《勇于担当交通强国铁路先行历史使命 努力开创新时代中国铁路改革发展新局面》的报告，总结了2018年铁路工作，并部署了2019年铁路重点工作。

评论

- 2018年铁路投资超计划708亿元，2019年保持强度规模。**2018年全国铁路固定资产投资完成额8028亿元，较2018年初计划7320亿元多708亿元。其中国家铁路完成7603亿元；新开工项目26个，新增投资规模3382亿元；投产新线4683公里，其中高铁4100公里。到2018年底，全国铁路营业里程达到13.1万公里以上，其中高铁2.9万公里以上。2019年全国铁路固定资产投资保持强度规模，优质高效完成国家下达的任务目标，确保投产新线6800公里，其中高铁3200公里。
- 从历史来看，铁路投资实际完成额往往超年初计划。**从过去11年的数据来看，仅有2011年铁路投资实际完成额（5906亿元）低于年初计划（7000亿元），其余10年实际完成额均超过年初计划。近三年铁路年初投资计划/最终完成额分别为8000/8015亿元，8000/8010亿元，7320/8028亿元。铁路投资计划通常在年初的政府工作会议中提及，2019年的具体数字尚未公布。考虑当前时点消费和出口承压，在基建稳增长大背景下，结合铁路总公司工作会议精神，我们认为2019年铁路投资最终完成额有望再次超过8000亿元。
- 2019/2020年有望成为竣工大年，全国铁路投资料将加速。**从过去几个五年计划来看，铁路投资实际完成比例通常都超过100%，“十五”、“十一五”、“十二五”分别完成计划的100.6%/101.3%/100.8%。而且五年计划的最后两年投资通常会提速，如“十一五”最后两年铁路营业里程增加11491公里，占整个五年计划的70%有余；2014和2015两年铁路营业里程增加1.78万公里，占“十二五”完成量的60%左右。截止至2018年末，铁路营业里程为13.16万公里，距离“十三五”规划尚有1.84万亿的差距，占整个“十三五”规划新增营业里程的63%。2019-2020年有望成竣工大年，铁路投资整体料将加速。
- 铁路投资有望率先受益于基建补短板。**由于铁路投资以中央项目居多（中央通常占70%-90%，多数时候保持在80%以上），中央资金到位铁路项目就可迅速推进，所以铁路投资增速往往在时间或幅度层面领先于基建投资。当前时点，地方政府隐性债务成为防范风险主要领域，整体去杠杆力度较大，中央财政可能是基建稳增长较为确定的资金来源，且铁路投资绝大多数为中央项目，叠加铁路本身就是基建“保在建”的重点领域，我们认为铁路投资或将率先受益于基建“补短板”。
- 铁总市场化改革对下游承包商现金流改善和毛利率提升有积极的影响。**中国铁路总公司及其各地方铁路局是铁路投资的主导单位，铁总的现金流和盈利状况对下游承包商有重大的影响。目前中国中铁和中国铁建的毛利率较低（中铁2017年仅为4.4%），处于历史最低水平。我们认为铁总市场化改革将有效提升经营质量、提升盈利能力，下游承包商有望在毛利率和现金流方面获得边际改善。

投资建议

- 维持行业“买入”评级。**除了基建“补短板”、铁路投资加速等宏观逻辑之外，我们认为在整个全国进入高质量发展阶段的背景下，央企去杠杆的硬约束将倒逼公司进入高质量发展阶段。在未来总负债仍将上升的情况下，央企去杠杆的方式更可能是加大股权融资及提升盈利能力以改善业绩两种途径，但股权融资过多会对二级市场产生压力。因此只有改善经营质量才是同时满足去杠杆/高质量发展/股东利益三方诉求的方式。推荐基建龙头中国中铁（目标价8.46元，8.6x2019摊薄EPS）/中国铁建等。

风险提示

- 宏观经济波动风险，基建补短板低于预期风险，项目执行不及预期风险，汇率风险，收账款减值风险，存货风险，应付账款风险，管理效率提升不及预期风险。

1. 铁路投资通常会超机会，2019/2020 年有望加速

1.1 从历史来看，铁路投资实际完成额往往超年初计划

- 从过去 11 年的数据来看，仅有 2011 年铁路投资实际完成额（5906 亿元）低于年初计划（7000 亿元），其余 10 年实际完成额均超过年初计划。近三年铁路年初投资计划/最终完成额分别为 8000/8015 亿元，8000/8010 亿元，7320/8028 亿元。铁路投资计划通常在年初的政府工作会议中提及，2019 年的具体数字尚未公布。考虑当前时点消费和出口承压，在基建稳增长大背景下，结合铁路总公司工作会议精神，我们认为 2019 年铁路投资最终完成额有望再次超过 8000 亿元。

图表 1：从历史上看，铁路投资实际完成额往往超年初计划

年份	铁路投产新线（公里）	高铁新线（公里）	年初计划投资金额（亿元）	年末实际完成金额（亿元）	完成比例
2010	4908	1554	8235	8427	102.3%
2011	2174	1421	7000	5906	84.4%
2012	5388	2723	5160	6310	122.3%
2013	5586	1672	6500	6638	102.1%
2014	8427	5491	6300	8088	128.4%
2015	9531	3306	8000	8238	103.0%
2016	3281	1903	8000	8015	100.2%
2017	3038	2182	8000	8010	100.1%
2018	4683	4100	7320	8028	109.7%

来源：Wind，国金证券研究所

1.2 2019/2020 年有望成为竣工大年，铁路投资加速

- 铁路投资在五年计划的最后两年往往会加速。从过去几个五年计划来看，铁路投资实际完成比例通常都超过 100%， “十五”、“十一五”、“十二五” 分别完成计划的 100.6%/101.3%/100.8%。而且五年计划的最后两年投资通常会提速，如“十一五”最后两年铁路营业里程增加 11491 公里，占整个五年计划的 70%有余；2014 和 2015 两年铁路营业里程增加 1.78 万公里，占“十二五”完成量的 60%左右。
- 2019/2020 年有望成为竣工大年。截止至 2018 年末，铁路营业里程为 13.16 万公里，距离“十三五”规划尚有 1.84 万公里的差距，占整个“十三五”规划新增营业里程的 63%。2019-2020 年有望成竣工大年，铁路投资整体料将加速。

图表 2：铁路五年规划实际完成量通常超过计划量

五年计划	时间段	目标总营业里程（公里）	实际营业里程（公里）	完成比例
“十五”	2001-2005	75000	75438	100.6%
“十一五”	2006-2010	90000	91178	101.3%
“十二五”	2011-2015	120000	120970	100.8%
“十三五”	2016-2020	150000	131570	-

来源：中国铁路总公司，国金证券研究所

1.3 铁路是基建投资主抓手，有望率先受益于基建补短板

- 铁路是基建投资的主抓手。由于铁路投资以中央项目居多（中央通常占 70%-90%，多数时候保持在 80%以上），中央资金到位铁路项目就可迅速推进，所以铁路投资增速往往在时间或幅度层面领先于基建投资。以“四万亿”刺激计划为例，2008 年底铁路投资增速与基建投资增速同时飙升，但铁路投资增速最高约为 180%，基建投资增速仅为 46%。

图表 3：铁路投资增速往往在时间或幅度层面领先于基建投资



来源：Wind，国金证券研究所

- **铁路投资有望率先受益于基建补短板。**当前时点，地方政府隐性债务成为防范风险主要领域，整体去杠杆力度较大，中央财政可能是基建稳增长较为确定的资金来源，且铁路投资绝大多数为中央项目，叠加铁路本身就是基建“保在建”的重点领域，我们认为铁路投资或将率先受益于基建“补短板”。

2. 铁总市场化改革对下游承包商现金流改善和毛利率提升有积极的影响

- 铁总的改革“三步走”：第一步是将包括中国铁路建设投资公司、中国铁道科学研究院等在内的非运输类企业进行公司制改革；第二步是让全国 18 家铁路局进行公司制改革；第三步就是铁总本身进行公司制改革。目前改革已经进行到第三步，铁总已获准更名为“中国国家铁路集团有限公司”，后续还需对各铁路局集团进行改革优化，18 个铁路局集团公司内设机构编制将精简 277 个、减幅为 20.3%，人员编制精简 4501 名、减幅为 10.5%。改革完成后，铁总以及各铁路局将建立现代企业制度，消除内部结构的臃肿、与市场对接不紧、管理低效等问题，有望大大提升铁总的运营效率和盈利水平。
- 中国铁路总公司及其各地方铁路局是铁路投资的主导单位，铁总的现金流和盈利状况对下游承包商有重大的影响。目前中国中铁铁路的毛利率较低，2017 年仅为 4.4%（中国铁建未单独公布铁路业务毛利率，根据两个公司的市场份额以及竞争力推测铁建铁路业务毛利率应该和中铁相差不多），且处于历史最低水平。我们认为铁总市场化改革将有效提升经营质量、提升盈利能力，下游承包商有望在毛利率和现金流方面获得边际改善。

图表 4：铁总营收逐渐回升



图表 5：铁总在改革后利润快速上升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

3.重点推荐公司：中国中铁/中国铁建

- 除了基建“补短板”、铁路投资加速等宏观逻辑之外，我们认为在整个全国进入高质量发展阶段的背景下，央企去杠杆的硬约束将倒逼公司进入高质量发展阶段。在未来总负债仍将上升的情况下，央企去杠杆的方式更可能是加大股权融资及提升盈利能力以改善业绩两种途径，但股权融资过多会对二级市场产生压力。因此只有改善经营质量才是同时满足去杠杆/高质量发展/股东利益三方诉求的方式。推荐基建龙头中国中铁（目标价 8.46 元，8.6x2019 摊薄 EPS）/中国铁建等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

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

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

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH