



2019 年 09 月 05 日

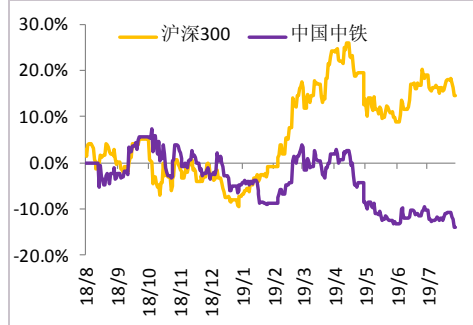
买入(维持)

当前价: 6.31 元
目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: wind

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	740,43	830,550	908,38	976,8
(+/-)	6.8%	12.2%	9.4%	7.5%
归母净利润	17198	19050	20971	22609
(+/-)	7.0%	10.8%	10.1%	7.8%
EPS(元)	0.75	0.83	0.92	0.99
PE	8.4	7.6	6.9	6.4

资料来源: 联讯证券研究院

《中国中铁(601390)——【联讯建筑中报点评】中国中铁(601390): 收入快速增长, 铁路业务毛利率下滑拖累利润增速》

2019-09-01

中国中铁(601390.SH)

【联讯建筑公司深度】中国中铁(601390): 政策趋暖提估值, 经营向好增业绩

投资要点

✧ 基建投资增速有望好于 2018 年

2019 年投资增速不悲观是因为非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现, 考虑目前社融中, 非标融资虽然继续为负, 但是委托贷款已经转正, 信托贷款每个月收缩大约 800 亿, 全年整体来看, 非标整体收缩 4000 亿左右, 较 2018 年 1.4 万亿的收缩显著好转; 不乐观则是因为自筹资金中的其它项在 2018 年是大幅增长的, 但是这种增长不具备持续性, 我们预计会在 19 年回落至正常水平, 而资金来源的其他方面增量有限, 难以支持基建投资增速继续走高;

我们预计 2019 传统口径基建投资增速大约在 5.6%左右, 如果后续有更多鼓励政策出台, 则不排除基建投资增速能更进一步。无论如何, 19 年基建投资增速高于 18 年是大概率事件, 因此从需求端的角度来看, 是好于 18 年的。

✧ 交通基建是基建投资补短板的重点

从已经公布的 19 年基建投资数据来看, 整体复苏有限, 但部分细分领域表现亮眼, 铁路、轨道交通等交通基建投资增速有所提升; 这些领域是中国中铁的优势领域。

✧ 政策趋暖有望提升板块估值水平

2019 年 6 月提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金, 有助于解决资金短缺的问题。随着经济下行压力增大, 9 月最新的国常会会议释放更多政策暖风, 提出要“专项债要尽快形成实物工作量”, 且限制专项债用于地产和土地储备, 未来专项债用于基建比例有望提升, 从基建股历史表现来看, 主要驱动因素是政策而非业绩, 政策面偏暖利于估值提升。

✧ 公司在基建领域具备极强的竞争力

公司获中国土木工程詹天佑大奖 130 项, 在行业内位列第一; 在铁路领域, 公司共拥有铁路工程施工总承包特级 18 项, 而全国铁路工程总承包特级共有 35 项, 公司占比超过一半, 公司拥有中国唯一的高速铁路建造技术国家重点实验室, 公司在铁路市场的占有率高达 45%; 在公路领域, 公司拥有公路工程施工总承包特级 22 项, 而全国公路工程总承包特级共有 108 项, 公司占比为 20.37%, 公司在全国高速公路市场的占有率超过 20%; 在市政领域, 公司共拥有市政公用工程施工总承包特级 8 项, 而全国市政公用工程总承包特级共有 110 项, 占比为 7.27%, 位列全国第三, 公司在轨交市场的占有率也超过 40%;

✧ 公司在研发、专利、人才储备等方面处于行业领先地位



公司近五年公司专利数量持续上升，截止 2018 年年报，拥有有效专利授权 9057 件，其中发明专利 2398 件。截至 2018 年底，公司拥有中高级技术人员 9 万余人，其中正高级工程师 1,951 名，正高级经济师 71 人，正高级会计师 52 人，中国工程院院士 1 名、国家有突出贡献中青年专家 10 名、全国工程勘察设计大师 8 名、百千万人才工程国家级人选 10 人、享受国务院政府特殊津贴专家人员 288 名。坚实的人才储备是公司持续创新发展的基础。

✧ 国改深入推进利于资产重估

近两年，顺应国改形势，公司结合上市公司的优势，在多方面进行探索，包括债转股降低经营杠杆，重组装备业务注入中铁二局，收购民营企业恒通科技股权等，目前市场给基建央企的估值无论从 PE 还是 PB 角度都较低，我们认为随着改革的收入，公司价值有较大的重估潜力。

✧ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 8306 亿元、9084 亿元、9769 亿元，同比分别增加 12.2%、9.4%、7.5%；归母净利润分别为 190.5 亿元、209.7 亿元、226.1 亿元，同比分别增加 10.8%、10.1%、7.8%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.83 元/股、0.92 元/股和 0.99 元/股，对应的 PE 分别为 8/7/6x。

公司营收及业绩增长稳健，在手订单饱满，下半年基建托底预期增强，重大项目有望加快推进，公司订单落地速度加快，业绩确定性强。公司目前估值位于历史较低水平，随着政策面的转暖，未来有望迎来估值修复，且随着国改的深入推进，公司资产包中的优质资产有望重估，参考历史估值水平，我们给予 8-10 倍 PE 估值，合理估值区间 6.64~8.30 元，维持“买入”评级。

✧ 风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、基建投资增长放缓；



目 录

投资评级与估值:	7
关键假设点:	7
主要投资逻辑	7
股价上涨的催化剂:	8
核心风险提示:	8
1.中国中铁: 具备全球竞争力的基建龙头	9
1.1 公司简介: 基建领域领跑者	9
1.2 公司是资质等级最高资质最全的工程企业之一	9
1.3 公司处于基建行业龙头	9
1.4 公司历史沿革	10
1.6 基建是公司收入主要来源	10
1.7 上市以来收入利润稳步增长	12
2.19 年下半年基建投资或迎政策利好	12
2.1 下半年基建投资有望小幅回暖	12
2.1.1 19 年上半年基建投资增速不及预期	12
2.1.2 经济下次压力大, 基建政策面有所回暖	13
2.1.3 预计 2019 年广义基建增速约为 5.6%	13
2.2 十三五期间铁路固定资产投资有望超过 4 万亿元, 今年以来铁路投资较快增长	14
2.2.1 十三五期间铁路投资有望超 4 万亿	14
2.2.2 今年铁路投资有望保持两位数增长	16
2.2.3 19 年铁路新开工项目不断推进	16
2.3 十三五期间公路固定资产投资有望超过 10 万亿元	17
2.3.1 十三五期间公路投资仍将保持增长	17
2.3.2 今年以来公路投资保持稳定, 接近 GDP 增速	17
2.3.3 19 年新开工高速公路超 33 个	18
2.4 轨交建设需求旺盛	19
2.4.1 对标国外一线城市, 国内轨交投资潜力仍然巨大	19
2.4.2 轨交投资 19 年增速有望加快	19
2.4.3 多个项目计划开工	20
3 中国中铁基建业务具备全球竞争力	21
3.1 近五年公司基建收入复合增长率约 4.2%	21
3.2 公司基建毛利率基本保持平稳	22
3.3 公司共揽詹天佑大奖 130 项	22
3.4 公司铁路业务优势明显, 技术一流	23
3.4.1 公司铁路市场份额高, 占比将近一半	23
3.4.2 公司铁路工程施工总承包特级资质占比超过 50%	24
3.4.3 预计 2019 年铁路收入将会明显复苏	24
3.5 市政公用工程是公司新的发力点	25
3.5.1 市政工程资质优势明显	25
3.5.2 预计 19 年市政收入增速有望两位数增长	25
3.5.3 毛利率自 2016 年之后保持平稳	26
3.6 公路业务有望平稳增长	26



3.6.1 公路工程施工总承包特级资质占全国的 20.37%.....	26
3.6.2 2018 年公司建成高速公路 1304 公里，占全国总里程数的 21.73%.....	27
3.6.3 公路毛利率近两年有所回升.....	27
4 房地产业务步入转型升级阶段.....	28
4.1 西南地区房地产土地储备最多，占 78%.....	28
4.2 近五年房地产开发收入占总营收 4%-6%左右.....	29
4.3 近五年房地产开发年收入复合增速是 8.34%.....	30
4.4 预计 19 年房地产开发毛利率将保持平稳.....	30
4.23 工程设备和零部件制造业务核心竞争力强.....	31
5 装备业务有一定竞争力.....	31
5.1 近五年工程设备与零部件制造年收入复合增速是 3.75%.....	31
5.2 预计 19 年工程设备与零部件制造毛利率保持稳定.....	32
6 勘察设计和咨询服务业务覆盖范围广且不断向新领域扩展.....	32
6.1 近五年勘察设计与咨询服务复合增长速率达 8.78%.....	33
6.2 勘查设计业务毛利率有一定压力.....	33
4.29 研发费用的支出比重持续提升.....	34
7 研发、人才、装备制造方面在施工企业中位于领先地位.....	34
7.1 公司拥有 9057 项专利.....	34
7.2 人才储备充足，高端人才数量较多.....	35
7.3 工程装备领先，自主研发能力强.....	35
8 多方面改革探索，估值有提升潜力.....	36
8.1 债转股降低公司杠杆，缓解经营压力.....	36
8.2 对中铁二局进行资产重组.....	37
8.3 收购恒通科技的控制权.....	37
9.主要财务指标对比.....	38
10.盈利预测与投资评级.....	39
盈利预测及估值：.....	39
风险提示：.....	39

图表目录

图表 1： 公司拥有多个特级资质.....	9
图表 2： 公司所处行业地位.....	9
图表 3： 公司历史沿革.....	10
图表 4： 公司近五年营业收入结构（亿元）.....	10
图表 5： 2018 年营业收入各项占比.....	11
图表 6： 公司近五年基建各项业务营业收入分布.....	11
图表 7： 2018 年基建各项业务营收分布.....	12
图表 8： 近十年营业收入复合增速 7.89%.....	12
图表 9： 近十年净利润复合增速 9.58%.....	12
图表 10： 狭义基建投资增速 19 年以来并不理想.....	13



图表 11: 广义基建投增速低位运行	13
图表 12: 2018-2019 基建利好政策.....	13
图表 13: 2019 年基建投资增速预测.....	14
图表 14: 铁路投资五年规划	16
图表 15: 近五年铁路固定资产投资完成额增速	16
图表 16: 部分铁路新开工项目及投资额.....	16
图表 17: 固定资产道路运输业投资完成额增速	17
图表 18: 2019 年部分高速公路新开工项目及投资额.....	18
图表 19: 国内外部分城市轨道交通运营总里程和轨道密度对比.....	19
图表 20: 城市轨道交通投资完成额及增速	20
图表 21: 部分城市轨道交通规划审批时间及投资额	20
图表 22: 部分城市轨道交通计划开工项目及投资额	20
图表 23: 近五年基建收入增速.....	21
图表 24: 三大龙头企业近五年基建毛利率变化情况	22
图表 25: 中国中铁获詹天佑大奖 130 项.....	22
图表 26: 中国中铁 12 项工程获得第十六届詹天佑大奖.....	23
图表 27: 中国中铁铁路市场份额	24
图表 28: 公司拥有 18 个铁路工程施工总承包特级资质.....	24
图表 29: 公司铁路工程施工总承包特级资质占比.....	24
图表 30: 2012-2018 铁路固定资产投资和收入增速.....	24
图表 31: 公司拥有 8 个市政公用工程特级资质.....	25
图表 32: 公司市政公用工程施工总承包特级资质占比.....	25
图表 33: 近五年市政收入增速.....	25
图表 34: 近五年市政毛利率变化	26
图表 35: 公司拥有 22 个公路施工总承包特级资质.....	26
图表 36: 公司公路工程施工总承包特级资质占比.....	26
图表 37: 近五年公路收入增速.....	27
图表 38: 近五年公路毛利率变化	27
图表 39: 截止到 2018 年不同地区房地产土地储备情况	28
图表 40: 近五年房地产销售金额和增速.....	28
图表 41: 近五年房地产开发收入占比	30
图表 42: 近五年房地产开发营收增速	30
图表 43: 近五年房地产开发毛利率.....	31
图表 47: 工程设备和零部件制造的产品及其优势.....	31
图表 44: 近五年工程设备与零部件制造收入增速.....	32
图表 45: 近五年工程设备与零部件制造毛利率	32
图表 46: 近五年勘察设计与咨询服务收入增速	33
图表 47: 近五年勘察设计与咨询服务毛利率变化.....	33



图表 48: 大幅提高研发费用占营收比重.....	34
图表 49: 公司 2014-2018 年专利数不断增长.....	34
图表 50: 复合式盾构机	35
图表 51: 硬岩盾构机.....	35
图表 52: 矩形盾构机.....	35
图表 53: 马蹄形盾构机	35
图表 54: 港珠澳大桥钢结构	36
图表 55: 国内最大号码 62 号道岔	36
图表 56: 2018-2019 年公司债转股.....	36
图表 57: 中铁二局完成资产重组并更名为中铁高新工业	37
图表 58: 中国中铁毛利率.....	38
图表 59: 中国中铁净利率.....	38
图表 60: ROE.....	38
图表 61: 期间费用率.....	38
图表 62: 经营净现金/营业收入.....	38
图表 63: 资产负债率.....	38
图表 64: 存货周转率.....	38
图表 65: 总资产周转率	38
图表 66: PE-BAND 中国中铁 (601390.SH)	40
附录: 公司财务预测表 (百万元)	41



投资案件

投资评级与估值：

我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 8306 亿元、9084 亿元、9769 亿元，同比分别增加 12.2%、9.4%、7.5%；归母净利润分别为 190.5 亿元、209.7 亿元、226.1 亿元，同比分别增加 10.8%、10.1%、7.8%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.83 元/股、0.92 元/股和 0.99 元/股，对应的 PE 分别为 8/7/6x。

公司营收及业绩增长稳健，在手订单饱满，下半年基建托底预期增强，重大项目有望加快推进，公司订单落地速度加快，业绩确定性强。公司目前估值位于历史较低水平，随着政策面的转暖，未来有望迎来估值修复，且随着国改的深入推进，公司资产包中的优质资产有望重估，参考历史估值水平，我们给予 8-10 倍 PE 估值，合理估值区间 6.64~8.30 元，维持“买入”评级。

关键假设点：

假设一：根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 12.2%、9.4%和 7.5%；

假设二：预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 9.9%、9.8%和 9.7%；

主要投资逻辑

从行业层面看，基建行业受利好政策影响逐渐回暖

2019 年投资增速不悲观是因为非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续为负，但是委托贷款已经转正，信托贷款每个月收缩大约 800 亿，全年整体来看，非标整体收缩 4000 亿左右，较 2018 年 1.4 万亿的收缩显著好转；不乐观则是因为自筹资金中的其它项在 2018 年是大幅增长的，但是这种增长不具备持续性，我们预计会在 19 年回落至正常水平，而资金来源的其他方面增量有限，难以支持基建投资增速继续走高；

我们预计 2019 传统口径基建投资增速大约在 5.6%左右，如果后续有更多鼓励政策出台，则不排除基建投资增速能更进一步。无论如何，19 年基建投资增速高于 18 年是大概率事件，因此从需求端的角度来看，是好于 18 年的。

从公司层面看，资质、研发、专利、人才储备方面不断提升，继续推动公司做大做强。

公司具有多个铁路工程、公路工程、市政公用工程等领域施工或承包的特级资质。其中铁路工程施工总承包特级资质 18 项，公路工程施工总承包特级资质 22 项，市政工程施工总承包特级资质 8 项，建筑工程施工总承包特级资质 18 项，港航工程施工总承包特级资质 1 项。

过去几年研发费用支出比重持续提升，公司越来越重视研发的重要性。2018 年，公司结合发展实际和工程建设需要，新开科研课题 1,293 项。研发制造了第一台国产化双轮铣、1300 吨箱梁运架搬提超大吨位桥梁施工装备。

近五年公司专利数量持续上升，截止 2018 年年报，拥有有效专利授权 9057 件，其



中发明专利 2398 件。说明公司自主研发能力越来越强，拥有众多核心技术。

截至 2018 年底，公司拥有中高级技术人员 9 万余人，其中正高级工程师 1,951 名，正高级经济师 71 人，正高级会计师 52 人，中国工程院院士 1 名、国家有突出贡献中青年专家 10 名、全国工程勘察设计大师 8 名、百千万人才工程国家级人选 10 人、享受国务院政府特殊津贴专家人员 288 名。坚实的人才储备是公司持续创新发展的基础。

股价上涨的催化剂：

更多利于基建投资的政策出台：当前经济下行压力较大，尤其是上半年支撑整个投资的房地产投资预计下半年将加速下滑，基建托底的重要性将进一步凸显。

业绩保持较快增长：公司中报业绩表现不俗，营业总收入为 3608.21 亿元，较上年同期上升 14.73%；归属于上市公司股东的净利润为 105.14 亿元，较上年同期上升 10.06%，后续如果基建建设提速，公司业绩还有提升空间；

国改进一步深入：公司在国改方面已经做了多方面尝试，随着改革的深入，未来不排除更多动作；

核心风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、基建投资增长放缓；



1.中国中铁：全球第二大工程承包商

1.1 公司简介：基建领域领跑者

中国中铁股份有限公司是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团，总部设在中国北京。作为全球最大建筑工程承包商之一，中国中铁连续 13 年进入世界企业 500 强，2018 年在《财富》世界 500 强企业排名第 56 位，在中国企业 500 强排名第 13 位。按照 ENR2018 年排名，公司位列全球最大工程承包商第二位，仅次于中国建筑。

1.2 公司是资质等级最高资质最全的工程企业之一

中国中铁具有铁路工程、公路工程、市政公用工程等多个领域的特级资质。

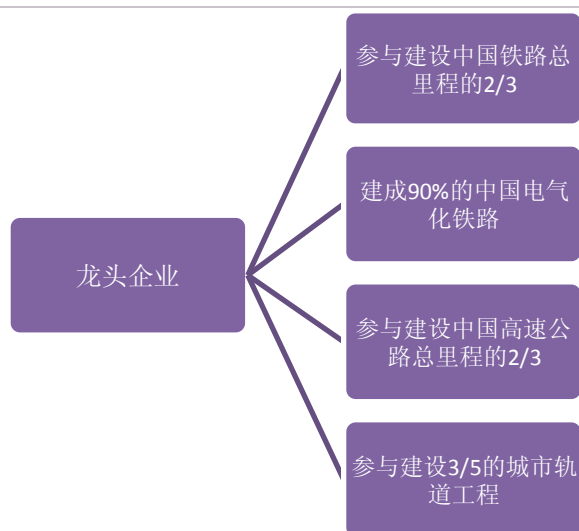
图表1：公司拥有多个特级资质

公司业务	资质个数	
	特级	一级
铁路工程施工总承包	18	38
公路工程施工总承包	22	41
建筑工程施工总承包	18	45
市政公用工程施工总承包	8	116
港航工程施工总承包	1	0

资料来源：公司公告，联讯证券

1.3 公司处于基建行业龙头

图表2：公司所处行业地位



资料来源：公司公告，联讯证券

公司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%；参与建设的高速公路约占中国高速公路总里程的八分之一；建设了中国五分之三的城市轨道交通工程。公司拥有中国唯一的高速铁路建造技术国家重点实验室、中国唯一的桥梁结构健康与安全国家重点实验室，在全球铁路工程领域、城市轨道交通基建领域均为最大的建设集团。



1.4 公司历史沿革

中国中铁拥有一百多年的历史源流。1950年3月为中国铁道部工程总局和设计总局，后变更为铁道部基本建设总局。1989年7月，经国务院批准撤销基本建设总局，组建中国铁路工程总公司。2000年9月，与铁道部实行政企分开，整体移交中央大型企业工作委员会管理。2007年9月，中国铁路工程总公司独家发起设立中国中铁股份有限公司，并于2007年12月3日和12月7日，分别在上海证券交易所和香港联合交易所上市。

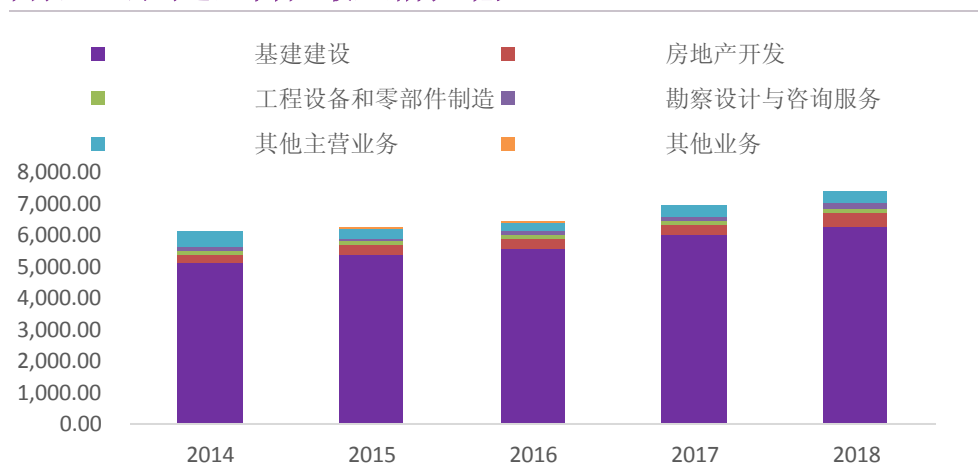
图表3： 公司历史沿革

1950.3	•铁道部工程总局和设计总局
1958	•合并为铁道部基本建设总局
1989.7	•中国铁路工程总公司
2003.5	•隶属国务院国资委管理，为中央特大型骨干企业
2007.12	•上海、香港两地上市

资料来源：公司公告，联讯证券

1.6 基建是公司收入主要来源

图表4： 公司近五年营业收入结构（亿元）

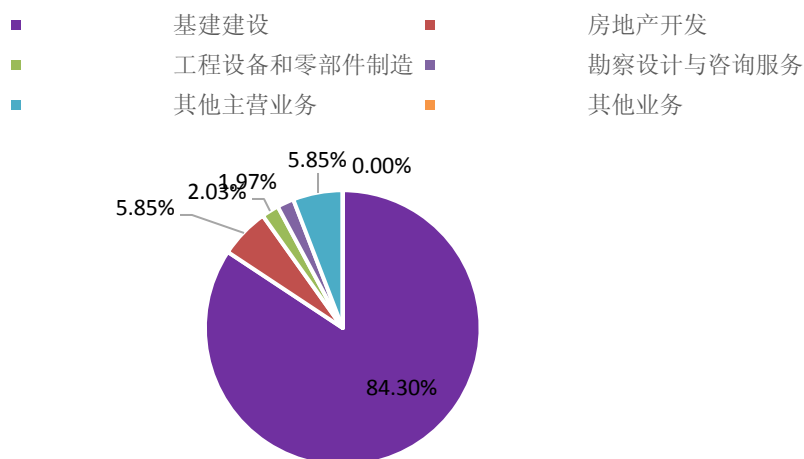


资料来源：wind，联讯证券

基础设施建设业务是公司营业收入的最大来源，2018年，基建建设营业收入6,242.11亿元，占总营业收入84.30%，房地产开发营业收入是433.24亿元，占总营收5.85%，位列第二，但远低于基建建设。工程设备和零部件制造、勘察设计与咨询服务、其他主营业务一共占比不超过10%。



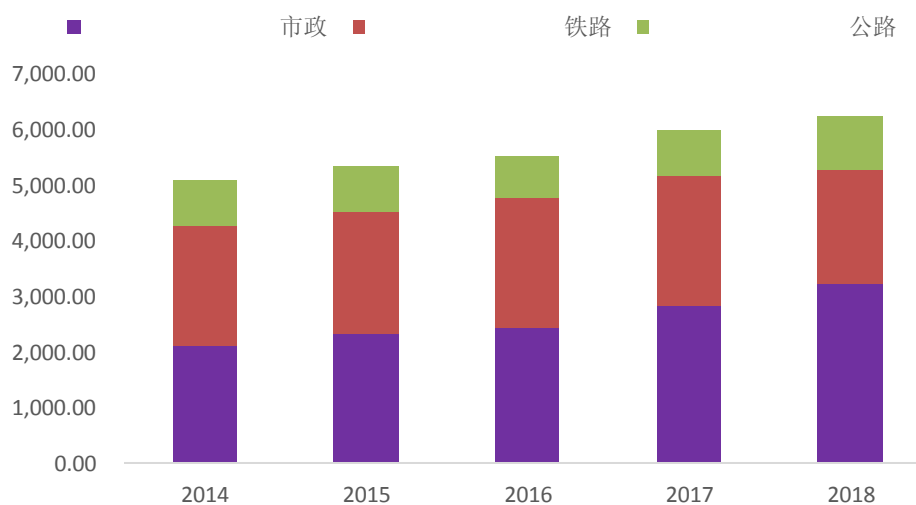
图表5： 2018 年营业收入各项占比



资料来源: wind, 联讯证券

基建共包括三个方面，分别是铁路，公路，市政。近五年来看，公司近几年基建业务结构也在逐步优化，铁路工程业务占比逐年下降，市政工程业务占比逐年提升，而公路工程业务占比趋于稳定。

图表6： 公司近五年基建各项业务营业收入分布

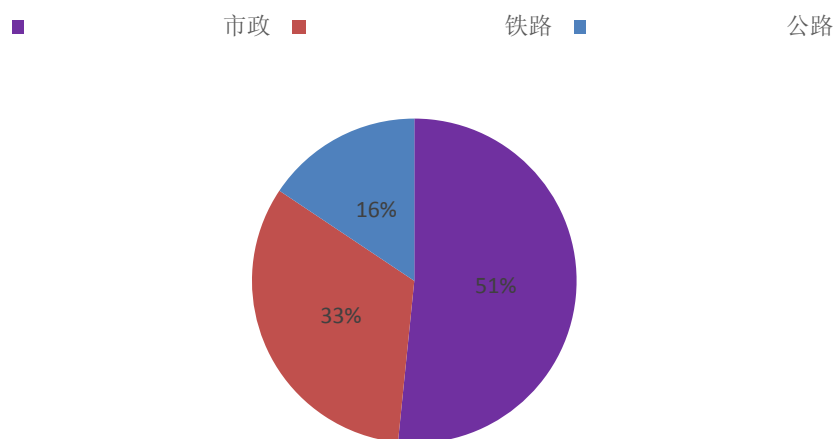


资料来源: wind, 联讯证券

2018 年，铁路、公路、市政占基建建设营收的比重分别为 32.8%、14.7%和 50.5%。市政建设约占总营收的一半，公路的占比也有所提升。



图表7： 2018 年基建各项业务营收分布

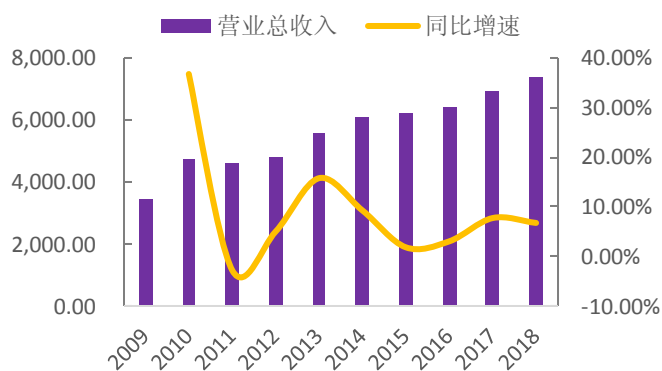


资料来源: wind, 联讯证券

1.7 上市以来收入利润稳步增长

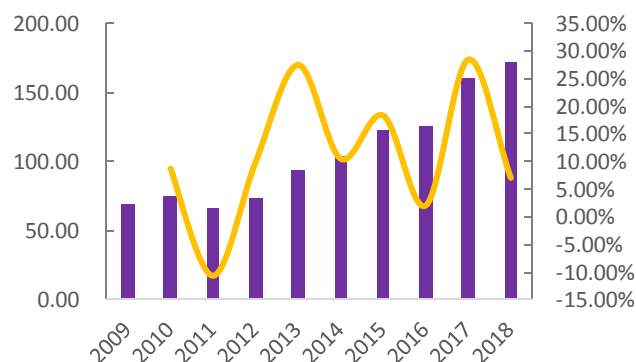
公司自 2007 年上市以来，营业收入一直保持较快增长，其中 2008-2010 年和 2013-2014 年之间实现高速增长。归母净利润近十年来总体呈上升趋势，除去 2011 年因温州动车事故铁路投资大幅下滑造成负增长，其他年份增速均为正且较快，

图表8： 近十年营业收入复合增速 7.89%



资料来源: wind, 联讯证券

图表9： 近十年净利润复合增速 9.58%



资料来源: wind, 联讯证券

2.19 年下半年基建投资或迎政策利好

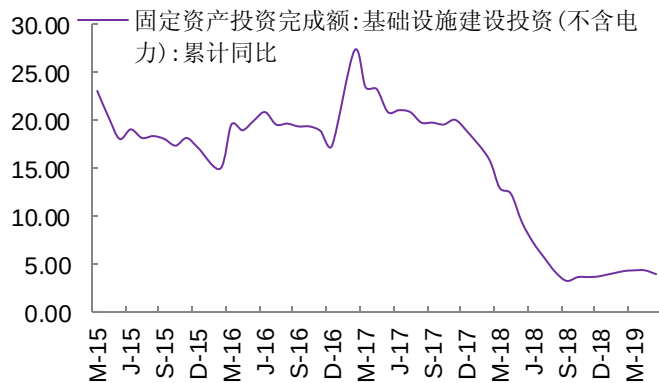
2.1 下半年基建投资有望小幅回暖

2.1.1 19 年上半年基建投资增速不及预期

2018 年在降杠杆和 PPP 清理整顿的背景下，基建投资增速快速下行，基建投资增速下行拖累整个固定资产投资增速表现不佳，18 年 7 月份后，政策开始出现转向，但由于政策落地需要时间，基建最终在 10 月开始出现企稳迹象，基建投资开始逐月反弹，但是反弹在 19 年 4 月似乎告一段落，前 7 月狭义基建投资增速继续回落至 3.8%。



图表10: 狭义基建投资增速 19 年以来并不理想



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表11: 广义基建投资增速低位运行



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

众所周知,去年以来基建投资主要受资金端的约束,尤其是资管新规之后,作为基建投资资金重要来源的非标受影响巨大,持续抽血造成投资资金匮乏,在建项目停工缓建,新建项目难以启动。

由于表外融资的收缩将长期化,而对地方政府官员任期内债务进行终身追责,多方因素下,基建投资增速将持续受基建投资资金来源约束。

2.1.2 经济下次压力大,基建政策面有所回暖

2018 年上半年,受去杠杆政策影响,整个基建投资增速快速下滑,铁路投资也不能例外,7 月份,政策开始转向,铁路作为基建补短板的方向之一,投资增速开始见底回升。2019 年 6 月提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,有助于解决资金短缺的问题。2019 年 9 月,随着经济下行压力增大,9 月最新的国常会会议释放更多政策暖风,专项债用于基建比例有望提升。

图表12: 2018-2019 基建利好政策

日期	政策
2018.7.23	国务院明确提出推行积极的财政政策,加快 1.35 万亿专项债发行
2018.7.31	中共中央政治局召开会议提出要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,增强创新力、发展新动能,打通去产能的制度梗阻,降低企业成本
2019.6.10	中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019.9.4	国常会提出“稳投资方面,要着眼补短板、惠民生、增后劲,进一步扩大有效投资,今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕,10 月底前全部拨付到项目上,督促各地尽快形成实物工作量。”

资料来源: 人民网, 联讯证券

2.1.3 预计 2019 年广义基建增速约为 5.6%

实际上,2018 年的基建投资资金来源增量将主要来自预算内投资、贷款和自筹资金中的政府性基金和其他资金,受资管新规影响,自筹资金中非标融资为负值。

而预算内投资和国内贷款能提供的增量有限,即使二者仍保持两位数的增长,也难



以在自筹资金大幅下降的基础上实现基建投资的大幅增长，所以 2018 年我们看到基建投资增速持续下行。

图表13: 2019 年基建投资增速预测

		资金来源占比	金额（万亿）				2019E				
			2017		2018	悲观		中性		乐观	
		占比	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额
基建完成投资			17.30	1.9%	17.63	2.1%	18.01	5.6%	18.6	8.5%	19.13
城镇基建投资资金来源/基建投资完成额		86%	14.95	0.3%	15.00	3.2%	15.49	6.7%	16.0	9.7%	16.46
预算内资金		16%	2.40	10.5%	2.65	4.7%	2.78	6.5%	2.82	7.4%	2.85
国内贷款		16%	2.34	19.5%	2.80	8.0%	3.02	10.0%	3.08	12.0%	3.13
其它		8%	1.45	18.0%	1.71	4.0%	1.78	5.0%	1.80	6.0%	1.81
自筹资金		59%	8.76		7.84	0.9%	7.91	5.9%	8.31	10.5%	8.66
其中											
1	政府性基金	16%	2.46	30.9%	3.22	2.0%	3.28	4.0%	3.35	6.0%	3.41
2	PPP	9%	1.40		1.58	6.8%	1.69	17.1%	1.86	25.5%	1.99
3	城投债	3%	0.47		0.26		0.30		0.30		0.30
4	非标	12%	1.82		-1.39		-0.48		-0.43		-0.36
	委托贷款		0.47		-0.42		0.12		0.15		0.18
	信托贷款		1.36		-0.97		-0.60		-0.58		-0.54
5	专项债	1%	0.08	68.8%	0.14	59.3%	0.22	30.0%	0.28	15.4%	0.32
6	其它	18%	2.53	59.3%	4.03	-28.0%	2.90	-26.8%	2.95	-25.5%	3.00

那么对于 2019 年的基建投资增速该如何判断？我们认为对地方政府的债务约束及融资手段如果没有进一步放松，则从现有的资金来源的分析框架来看，2019 年基建投资增速虽不乐观，但也不会太悲观，主要原因在于：

不悲观是因为非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续为负，但是委托贷款已经转正，信托贷款每个月收缩大约 800 亿，全年整体来看，非标整体收缩 4000 亿左右，较 2018 年 1.4 万亿的收缩显著好转；

不乐观则是因为，自筹资金中的其它项，2018 年是大幅增长的，但是这种增长不具备持续性，我们预计会在 19 年回落至正常水平，而资金来源的其他方面增量有限，难以支持基建投资增速继续走高；

在我们的中性预期下，2019 传统口径基建投资增速大约在 5.6%左右，新口径则落在 8%左右，如果后续有更多鼓励政策出台，则不排除基建投资增速能更进一步。无论如何，19 年基建投资增速高于 18 年是大概率事件，因此从需求端的角度来看，是好于 18 年的。

2.2 十三五期间铁路固定资产投资有望超过 4 万亿元，今年以来铁路投资较快增长

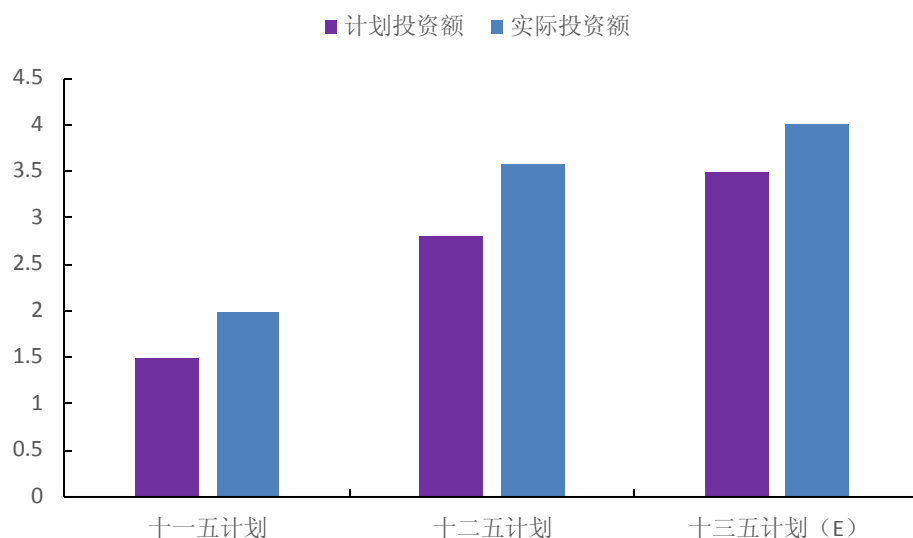
2.2.1 十三五期间铁路投资有望超 4 万亿

2016 年至 2018 年平均每年铁路固定资产投资约 8000 亿元，截止 2018 年底，十三五计划前三年已完成铁路固定资产投资 24053 亿元，预计 19 年和 20 年铁路固定资产投资仍在 8000 亿元左右，所以十三五期间，全国铁路固定资产投资有望超过 4 万亿元，届时显著超过十三五规划的 3.5 万亿元。





图表14: 铁路投资五年规划

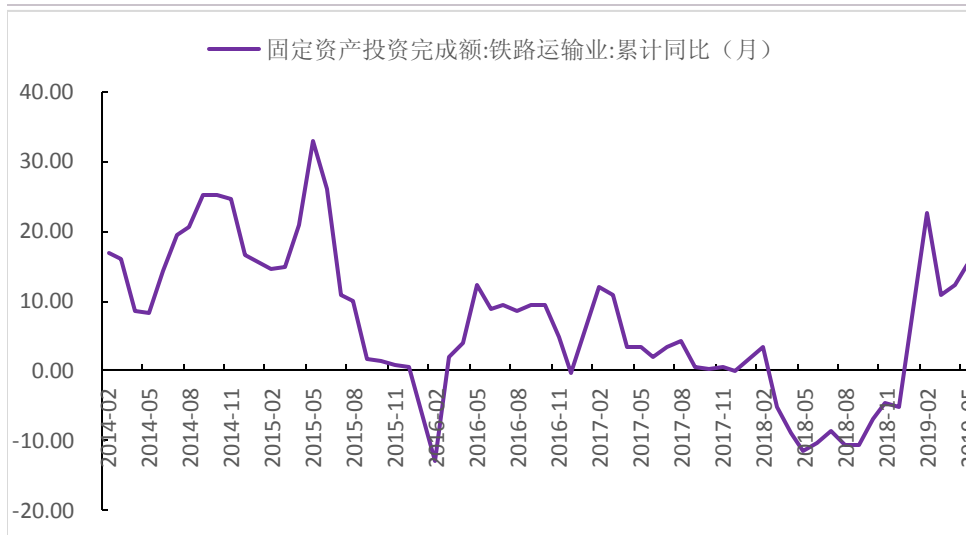


资料来源: wind, 联讯证券

2.2.2 今年铁路投资有望保持两位数增长

今年以来铁路固定资产投资目前保持两位数增速,随着政策面的转暖,我们预计铁路投资增速有望保持,预计 19 年全年投资增速比 18 年显著改善。

图表15: 近五年铁路固定资产投资完成额增速



资料来源: wind, 联讯证券

2.2.3 19 年铁路新开工项目不断推进

随着铁路投资的持续回升,一批大项目将加快推进。业内人士指出 2019 年铁路投资规模将创新高。据不完全统计, 2019 年计划开工建设的铁路项目 26 个,另外有储备项目 19 个,总投资超 8000 亿元。

图表16: 部分铁路新开工项目及投资额

铁路新开工项目	投资额 (亿元)
---------	----------



川藏铁路雅安至林芝段	2700
成都至新机场至自贡高速铁路	414.36
重庆至昆明高速铁路	1170
包头至银川高铁包头至惠农段	128.7
重庆至黔江高铁	535
西安至延安高速铁路	551.6
西安至十堰高铁	582
西安至安康高速铁路	344
上海至苏州至湖州高铁	367.95
酒泉至额济纳铁路	90
郑州至济南高铁濮阳至济南段	503.85
兰州至张掖三四线中川机场至武威段	527.8
宜昌至郑万高铁联络线	195.3
茂名东站至博贺港疏港铁路	41.65
龙川至龙岩铁路龙岩至武平段	81.38
合计	8233.59

资料来源：搜狐网，联讯证券

2.3 十三五期间公路固定资产投资有望超过 10 万亿元

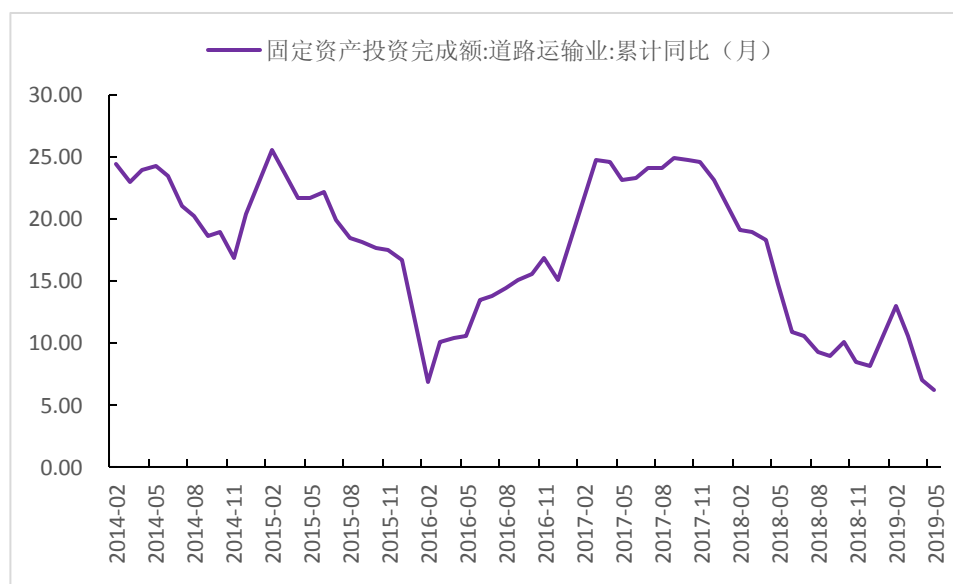
2.3.1 十三五期间公路投资仍将保持增长

根据十三五计划的要求，我国公路总投资规模将要达到 7.8 万亿，2016 年至 2018 年公路投资每年在 2 万亿元附近。2019 年和 2020 年预计在基建补短板政策的带动下，投资大概率每年也在 2 万亿元左右。因此，十三五期间公路投资总额大约为 10 万亿元，大概率会超过原计划的 7.8 万亿元。

2.3.2 今年以来公路投资保持稳定，接近 GDP 增速

2018 年上半年主要是受到去杠杆、PPP 清库等影响，道路投资增速明显下滑，而下半年考虑到基础设施补短板，PPP 融资回暖、地方政府专项债大规模增加、存量项目加速落地等政策推动下，道路投资增速逐渐企稳。19 年 5 月道路投资增速为 6.2%，接近 GDP 增速（6.3%）。

图表17： 固定资产道路运输业投资完成额增速



资料来源: wind, 联讯证券

2.3.3 19 年新开工高速公路超 33 个

2019 年高速公路新开工项目陆续进行, 据不完全统计, 目前计划开工建设的高速公路已有 33 个, 投资额约为 3415 亿元。

图表18: 2019 年部分高速公路新开工项目及投资额

高速路新开工项目	投资额 (亿元)
衡永高速	110
新武高速	122
宜井遂高速	212
成都至乐山高速	202
宁德至古田高速	80
孟连至勐海高速	178
靖安高速	95
宁盐高速	70
锡太高速	70
新化至武冈高速	122
瓮安至黄平高速公路	52
贵阳经金沙至古蔺(川黔界)高速公路	141
兰原高速封丘至原阳段	55
沿太行高速新乡段	25
安罗高速上蔡至罗山段	125
许昌至信阳高速公路	157
阳新高速濮阳段	33
连霍二广高速联络线	96
连霍呼北高速联络线	39
阳新高速宁陵至沈丘段	124
滢浙高速滢池至洛宁段	59
滢浙高速西峡至淅川段	67



高速路新开工项目	投资额（亿元）
滢浙高速洛宁至栾川段	97
郑西高速双龙至西峡段	20
栾川至卢氏高速公路	154
濮卫高速濮阳段	35
临金高速	236
贵州省瓮安至黄平高速公路	52
二广高速公路集阿联络线大板至查白音他拉段	80
格尔木至老茫崖公路扩建工程	63
张尚（张北至尚义）高速公路	62
开州至云阳高速	140
宜井遂高速项目	212
合计	3415

资料来源：搜狐网，联讯证券

2.4 轨交建设需求旺盛

2.4.1 对标国外一线城市，国内轨交投资潜力仍然巨大

将国内外一线城市轨道交通进行对比，以北京、上海和东京的轨道交通进行对比，可以发现东京轨道交通运营总里程约为北京和上海之和的 2 倍，轨道密度也远超北京和上海。说明东京的轨道交通更加发达，也侧面反映出北京、上海的轨道交通建设仍有很大的投资建设空间。在国内，相比北京、上海等一线城市，国内二三线城市轨道交通运营里面和轨道密度远小于北上等一线城市，因此其发展的潜力更大，相信未来投资规模会进一步加大。

图表19： 国内外部分城市轨道运营总里程和轨道密度对比

城市	运营总里程（km）	轨道密度（千米/每平方公里）
北京	637	0.037
上海	705	0.1
东京	2500	1.3

资料来源：搜狐网，联讯证券

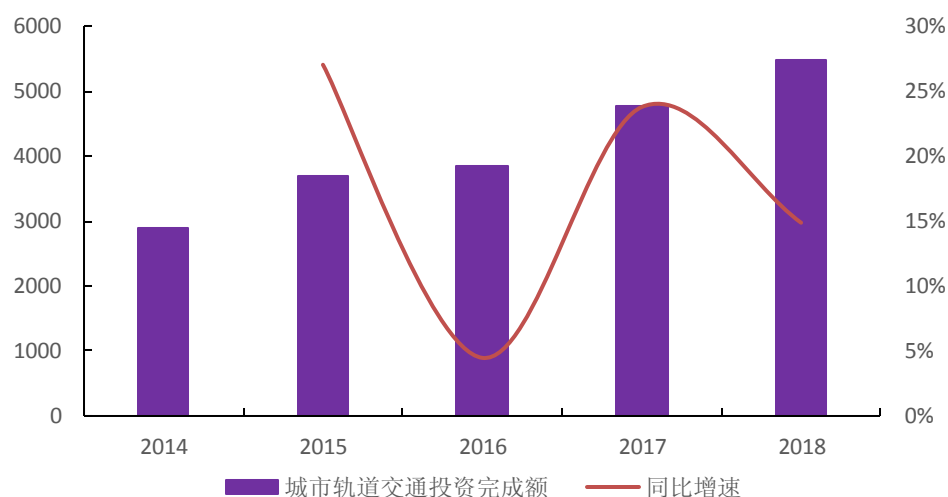
2.4.2 轨交投资 19 年增速有望加快

城市轨道交通作为城市交通重要组成部分，其具备基础设施建设和交通行业投资的共同特性，即投资规模大、投资回收周期长以及资金技术密集度较高的特征。但是受城市发展需求和解决城市拥堵问题以及刺激经济发展的需要，我国近年来城市轨道交通投资规模逐步扩大。

自 2017 年 8 月自包头地铁叫停后地铁项目审批陷入停滞，2018 年整体国内城市轨道交通投资出现了减速。而在 2018 年下半年和 2019 年上半年，随着项目批复节奏回归正常，部分城市轨交项目已经获国家发改委批复，总投资约为 8743 亿元，预计 19 年增速将会提升。



图表20： 城市轨道交通投资完成额及增速



资料来源：前瞻经济学人，联讯证券

图表21： 部分城市轨道交通规划审批时间及投资额

城市	最近一期规划名称	时间	投资额 (亿元)
桂林	《桂林市城市轨道交通建设规划》(2019-2022)	2018.8.27	82.99
苏州	《苏州市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)》	2018.9.6	933.2
重庆	《重庆市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)》	2018.11.29	455.7
上海	《上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)》	2018.12.19	2983.48
长春	《长春市城市轨道交通第三期建设规划(2019-2024年)》	2018.12.28	711.37
武汉	《武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2019-2024年)》	2019.1.4	1469.07
郑州	《郑州市城市轨道交通第三期建设规划(2019-2024年)》	2019.4.26	1138.94
西安	《西安市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2024年)》	2019.7.2	968.5

资料来源：中国轨道交通网，联讯证券

2.4.3 多个项目计划开工

2019 年初国家发改委开启城市轨道交通项目审批大热潮，今年全国计划开工的城市轨道项目达 29 项， 其中， 25 个项目公布了投资额， 总计达 8449 亿， 预计城市轨道交通投资将呈现上升趋势。

图表22： 部分城市轨道交通计划开工项目及投资额

轨道交通计划新开工项目	投资额 (亿元)
合肥轨道交通 8 号线项	330
沪嘉城际轨道项目	200
威海城市轨道 1 号线	273.7



轨道计划新开工项目	投资额（亿元）
潍坊城市轨道交通 1 号线	100
宜昌轨道交通一期	376
马鞍山市轨道交通 1 号线	40
南京至句容城际轨道交通	210
长春轨道交通第三期	787
上海轨道交通第三期规划	2983
杭州轨道 3 号线一期工程	486
杭州轨道 5 号线	49
杭州机场轨道快线	420
沈阳地铁 1 号线东延工程	104
沈阳地铁 3 号线一期工程	231
沈阳地铁 6 号线一期工程	264
武汉城市轨道 12 号线工程	584
武汉轨道 6 号线二期工程	46
武汉轨道 8 号线三期工程	26
武汉轨道 11 号线三期工程	80
武汉轨道 7 号线北延线工程（前川线）	176
武汉轨道 16 号线工程	154
武汉轨道 19 号线工程	172
武汉新港线工程	177
都江堰至四姑娘山轨道交通项目	180
合计	8449

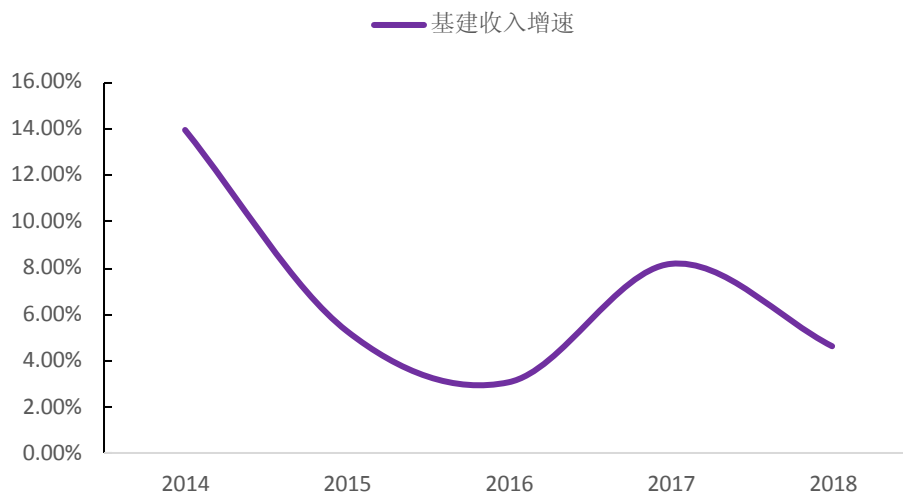
资料来源：搜狐网，联讯证券

3 中国中铁基建业务具备全球竞争力

3.1 近五年公司基建收入复合增长率约 4.2%

近五年基建业务收入增速整体呈波动状态，2016 年达到最低点，随后在 2017 年逐渐上升到最高点 8.18%，在 2018 年增速再次下降，到达 4.63%。下降的主要原因是受 2018 年上半年去杠杆等政策影响，整个基建投资增速下滑；19 年上半年，公司基建业务收入增速恢复两位数增长

图表 23： 近五年基建收入增速

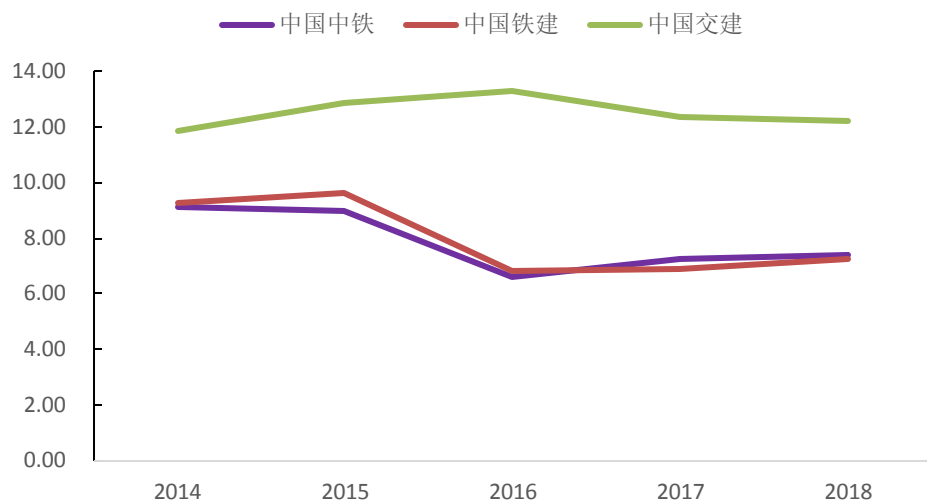


资料来源: wind, 联讯证券

3.2 公司基建毛利率基本保持平稳

从过往历史来看,公司基建业务毛利率基本保持平稳,2016 年出现明显下降主要因为营改增影响。

图表24: 三大龙头企业近五年基建毛利率变化情况

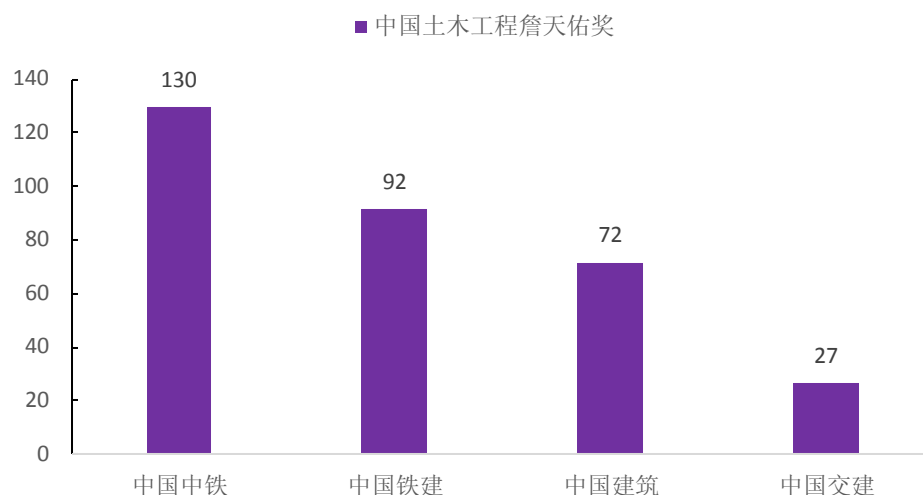


资料来源: wind, 联讯证券

3.3 公司共揽詹天佑大奖 130 项

詹天佑奖是土木工程领域最具含金量的奖项,截至 2018 年底,公司承建的项目累计获得国家优质工程奖 290 项,中国建筑工程鲁班奖 175 项,中国土木工程詹天佑大奖 130 项,全国优秀工程勘察设计奖 154 项,全国优秀工程咨询成果奖 88 项。其中公司获詹天佑奖个数超过中国铁建、中国建筑和中國交建,在行业内位列第一。在第十六届詹天佑大奖评选中,共从 139 个申报的优秀项目中评选出了 30 个获奖项目。中国中铁 12 项工程获得詹天佑大奖,占获奖总数的 40%,摘得建筑企业获奖最多的殊荣。

图表25: 中国中铁获詹天佑大奖 130 项



资料来源: wind, 联讯证券

图表26: 中国中铁 12 项工程获得第十六届詹天佑大奖

中国中铁各分局	获奖项目
中铁二院（成都）咨询监理公司	四川合江长江一桥（波司登大桥）
中铁大桥局	重庆东水门长江大桥、千厮门嘉陵江大桥
中铁三局、中铁三局桥隧公司	长沙西北上行联络线特大桥
中铁隧道局、中铁四局、中铁二局、中铁大桥局	合肥至福州铁路
中铁上海工程局、中铁三局、中铁二局工程有限公司	新建铁路大同至西安客运专线工程（太原南—西安北）
中铁二院、中铁三局、中铁四局、中铁七局、中铁电气化局	海南环岛高铁
中铁隧道局、中铁六院	长沙市营盘路湘江隧道工程
中铁隧道局、中铁六院	乌兹别克斯坦安革连至琶布铁路卡姆奇克隧道工程
中铁二局工程有限公司	四川雅砻江锦屏二级水电站
中铁四局电气化公司、中铁上海工程局	上海市轨道交通 11 号线工程
中铁二院、中铁宝桥	长沙磁浮快线工程
中铁上海工程局市政公司	上海市白龙港城市污水处理厂污泥处理工程

资料来源: 搜狐网, 联讯证券

3.4 公司铁路业务优势明显，技术一流

公司拥有中国唯一的高速铁路建造技术国家重点实验室，同时，公司也是“一带一路”建设中主要的基础设施建设力量之一，是正在建设的“一带一路”代表性项目中老铁路、印尼雅万高铁的主要承包商。除此之外，公司参建并已投入运行的京沪、京广等高铁均达到世界一流水平，使中国电气化铁路的技术水平跨入世界先进行列。

3.4.1 公司铁路市场份额高，占比将近一半

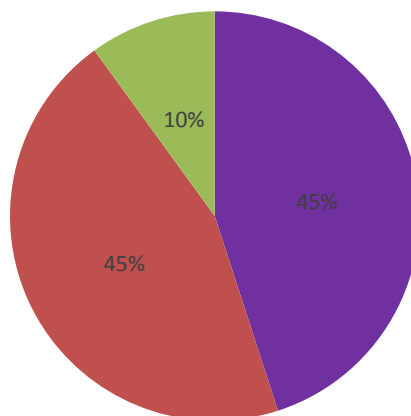
在国内市场，公司在铁路市场的份额一直保持在 45%以上，和中国铁建占比相当，



两家合计占比约 90%，形成双寡头垄断格局。

图表27： 中国中铁铁路市场份额

■ 中国中铁 ■ 中国铁建 ■ 其他



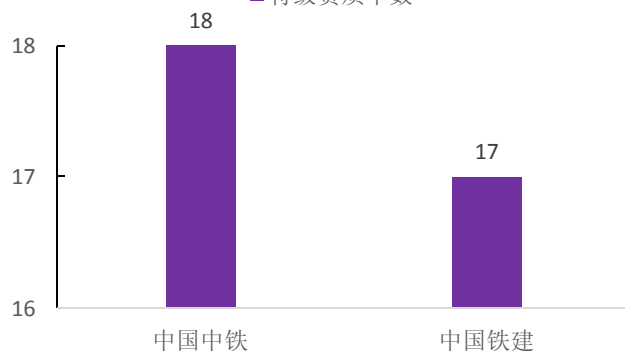
资料来源：wind，联讯证券

3.4.2 公司铁路工程施工总承包特级资质占比超过 50%

公司共拥有铁路工程施工总承包特级 18 项，中国铁建共有 17 项，而全国铁路工程总承包特级共有 35 项，占比超过一半，说明公司在铁路业务能力行业领先。

图表28： 公司拥有 18 个铁路工程施工总承包特级资质

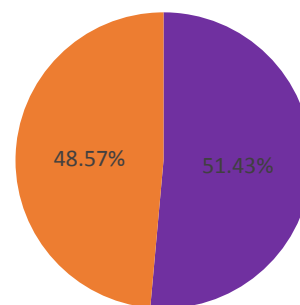
■ 特级资质个数



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表29： 公司铁路工程施工总承包特级资质占比

■ 中国中铁 ■ 中国铁建

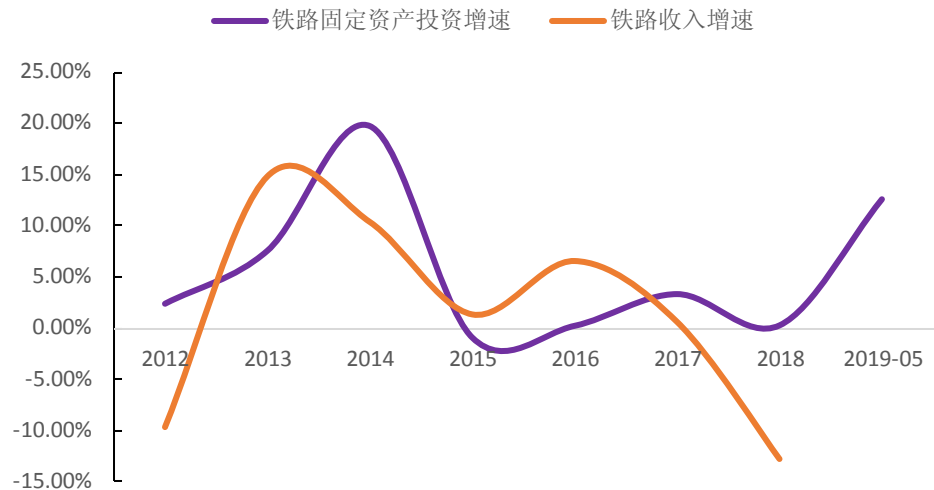


资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

3.4.3 预计 2019 年铁路收入将会明显复苏

从历史业绩来看，公司铁路业务收入增速与铁路投资增速趋势高度一致。19 年以来，铁路投资增速恢复明显，我们判断公司 2019 年全年铁路收入相比 18 年也会有两位数的增长。

图表30： 2012-2018 铁路固定资产投资和收入增速



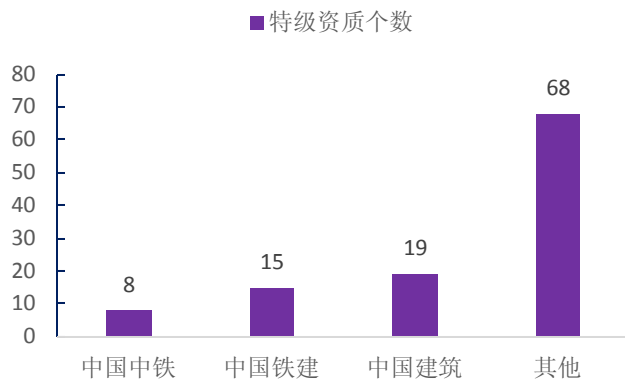
资料来源: wind, 联讯证券

3.5 市政公用工程是公司新的发力点

3.5.1 市政工程资质优势明显

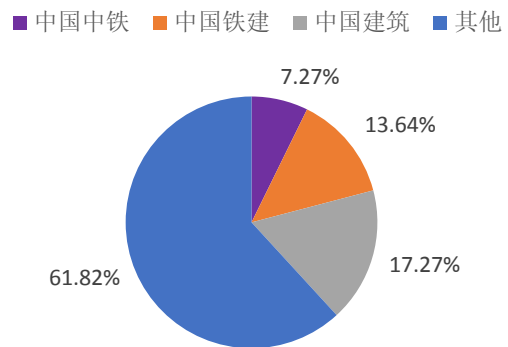
公司共拥有市政公用工程施工总承包特级 8 项, 而全国市政公用工程施工总承包特级共有 110 项, 占比为 7.27%, 位列全国第三。

图表31: 公司拥有 8 个市政公用工程特级资质



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表32: 公司市政公用工程施工总承包特级资质占比

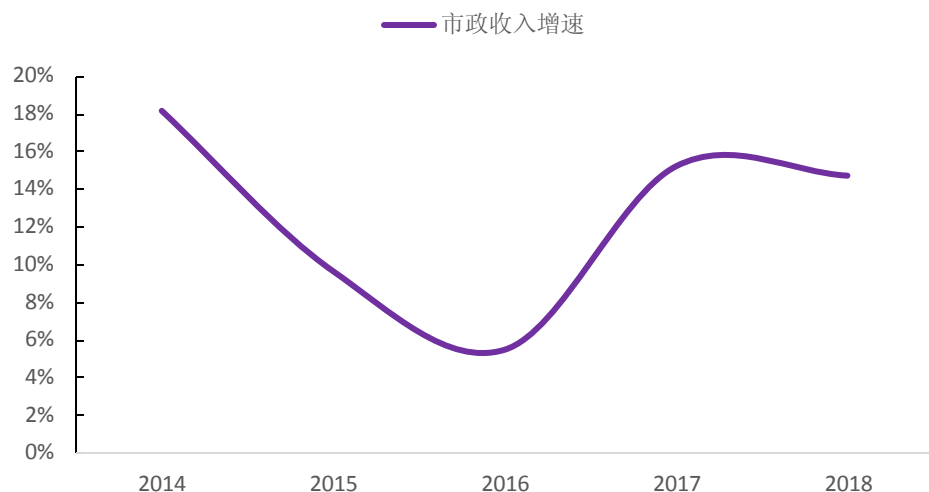


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

3.5.2 预计 19 年市政收入增速有望两位数增长

随着轨交审批的恢复, 预计公司 19 年市政收入增速依然有望保持两位数增长。

图表33: 近五年市政收入增速

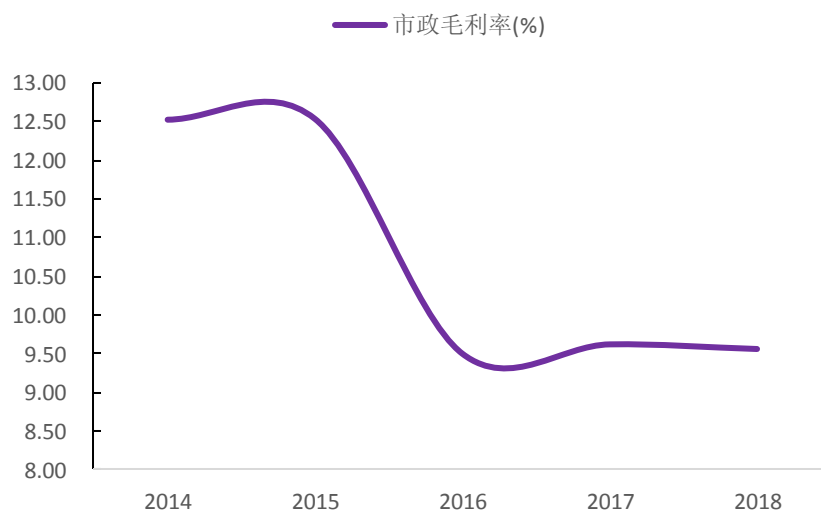


资料来源: wind, 联讯证券

3.5.3 毛利率自 2016 年之后保持平稳

公司市政业务毛利率相对平稳, 且市政业务毛利率值相比铁路和公路较高, 拉高了公司整个基建业务的毛利率水平。

图表34: 近五年市政毛利率变化



资料来源: wind, 联讯证券

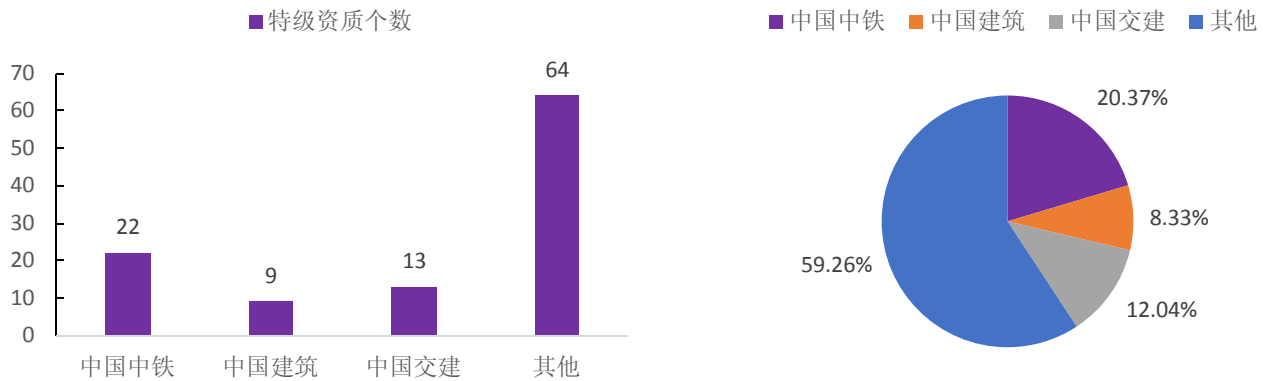
3.6 公路业务有望平稳增长

3.6.1 公路工程施工总承包特级资质占全国的 20.37%

公司共拥有公路工程施工总承包特级 22 项, 而全国公路工程总承包特级共有 108 项, 占比为 20.37%, 因此公司在公路工程施工方面占有绝对优势。

图表35: 公司拥有 22 个公路施工总承包特级资质

图表36: 公司公路工程施工总承包特级资质占比



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

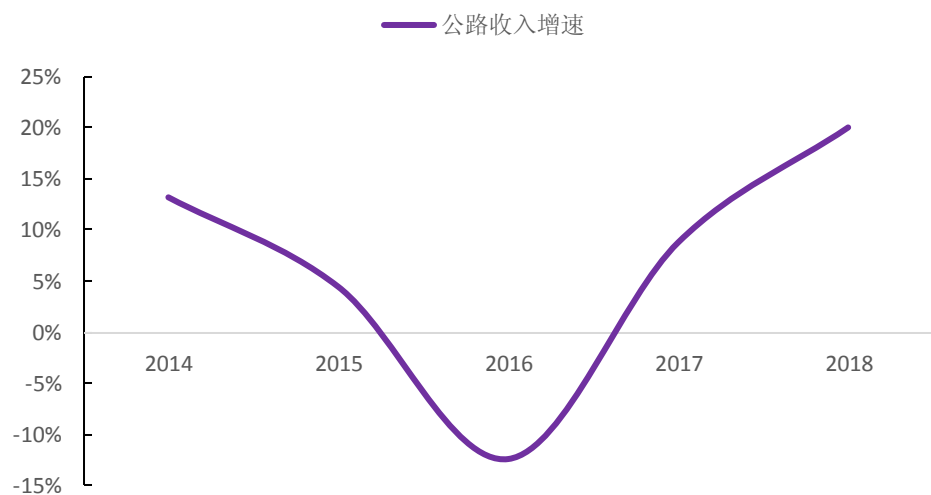
资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

3.6.2 2018 年公司建成高速公路 1304 公里，占全国总里程数的 21.73%

公司是国内公路建设行业的杰出企业，自 20 世纪 80 年代开始从事公路建设以来，参与建设国家规划的每一条高速公路项目，年完成公路建设超过 1000 公里，其中高速公路占 70%。2018 年公司全年完成公路建设 2553 公里，其中高速公路 1304 公里。而 2018 年全国新建高速公路约 6000 公里，可算出公司高速公路建设占比约为 21.73%。

交通是基建补短板的重要抓手，公司在公路领域有极强竞争力，预计该业务近两年依然有望保持较快增长；

图表 37: 近五年公路收入增速

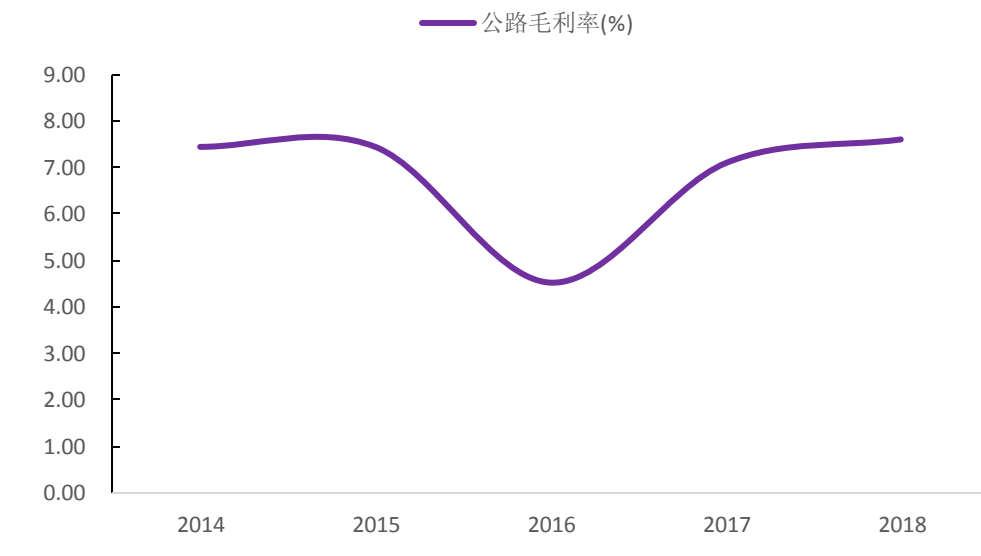


资料来源: wind，联讯证券

3.6.3 公路毛利率近两年有所回升

2016 年受营改增影响公路毛利率探底之后持续上升，达到 18 年的 7.6%，恢复到历史水平，预计未来仍将保持平稳。

图表 38: 近五年公路毛利率变化



资料来源: wind, 联讯证券

4 房地产业务步入转型升级阶段

公司是国资委认定以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。其房地产开发业务紧跟国家政策导向, 面向市场需求, 注重对传统业态的创新和升级, 同时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。

4.1 西南地区房地产土地储备最多, 占 78%

截止 2018 年底, 公司房地产土地储备一共 1505.01 万平方米, 其中西南区域土地储备最多为 1172.99 万平方米, 占比 78%, 长三角区域位列第二, 土地储备是 52.22 万平方米, 京津冀、长三角和珠三角区域一共大约 80 万平方米, 占比约为 5%。

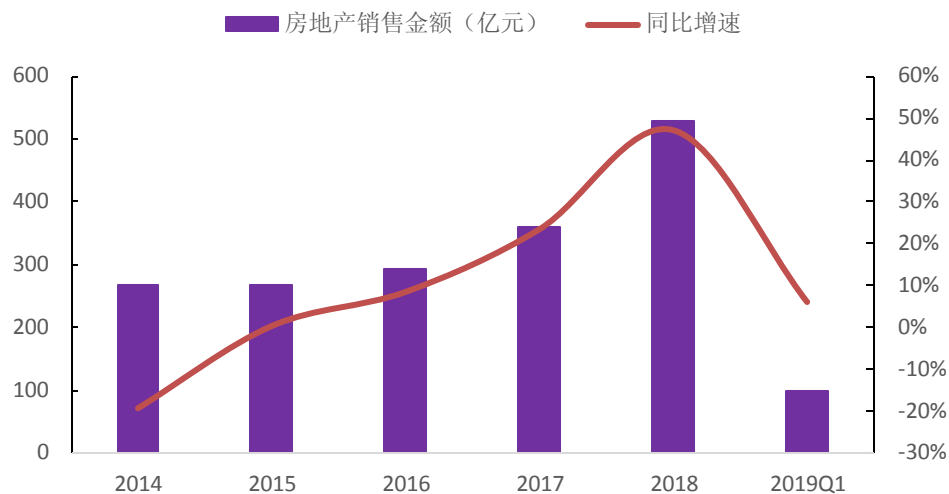
图表39: 截止到 2018 年不同地区房地产土地储备情况

地区	土地储备 (万平方米)
京津冀区域	19.88
长三角区域	52.22
珠三角区域	8.5
长江中游区域	45.37
山东半岛区域	67.97
西南区域	1172.99
其他区域	134.66
海外区域	3.42
合计	1505.01

资料来源: wind, 联讯证券

近五年房地产销售额逐年增加, 尤其是 2018 年, 实现销售金额 530.27 亿元, 同比增长最快, 达到 47.13%。2019 年第一季度同比上升 6.1%。

图表40: 近五年房地产销售金额和增速



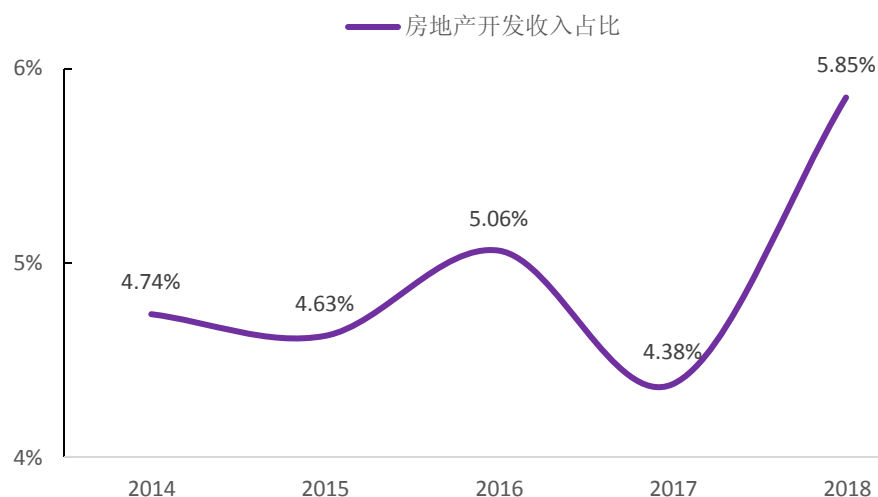
资料来源: wind, 联讯证券

4.2 近五年房地产开发收入占总营收 4%-6%左右

从 2014-2018 年, 公司房地产开发收入占总营收比例在 4%-6% 浮动, 在 2018 年占比达到最高, 为 5.85%。除去基建业务, 该业务为营收的贡献最大。



图表41： 近五年房地产开发收入占比



资料来源: wind, 联讯证券

4.3 近五年房地产开发年收入复合增速是 8.34%

公司房地产开发收入增速自 2017 年达到最低点后大幅上升。尤其 2018 年，公司进一步深化房地产业务体制机制改革，推动内部整合，提高资源效率，加强房地产业务品牌建设，加快房地产项目去化速度，该业务实现营业收入 433.24 亿元，同比增长 42.74%。

图表42： 近五年房地产开发营收增速



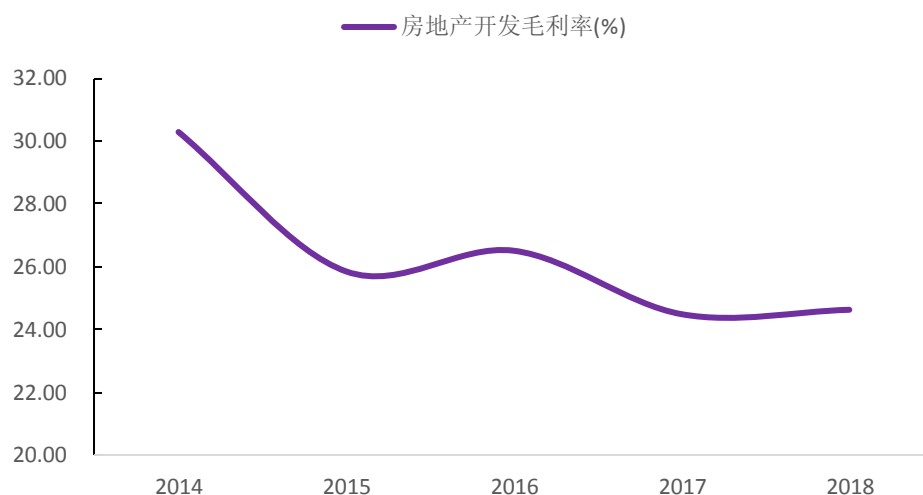
资料来源: wind, 联讯证券

4.4 预计 19 年房地产开发毛利率将保持平稳

近五年毛利率一直在 24%-30%波动，整体呈下降趋势，从 2017 年后保持平稳状态。



图表43: 近五年房地产开发毛利率



资料来源: wind, 联讯证券

4.23 工程设备和零部件制造业务核心竞争力强

公司工程设备与零部件制造业务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。基本经营模式是在境内外通过市场竞争获取订单, 按合同要求按期、保质提供相关产品及服务。

图表 47: 工程设备和零部件制造的产品及其优势

产品类型	产品优势
道岔	公司拥有从设计研发到制造的全产业链核心竞争优势, 具备年产各类道岔 2 万组的能力
钢结构制造及安装	公司桥梁钢结构、钢索塔产品制造水平达国际先进水平
隧道施工设备及服务	公司能够提供涵盖复合盾构机、硬岩 TBM 等各系列隧道掘进机及配套设备、隧道施工机械的相关产品和配套服务, 并已构建了零部件及配套设备设计研发、生产制造及配套服务的全产业链布局
工程施工机械	公司是国内领先的专业从事铁路、公路、城市轨道交通等领域专用施工机械的制造与研发的大型科技型企业, 产品包括铺轨机、架桥机、运梁车及搬运机等铁路施工专用设备以及起重机械等其他大型工程机械
铁路和城市轨道交通电气化器材	公司铁路电气化器材主要产品包括普速铁路、客运专线、高速铁路接触网成套器材以及城市轨道交通所有供电形式的成套供电器材, 其中铁路客运专线、高速铁路接触网器材处于国际先进水平

资料来源: wind, 联讯证券

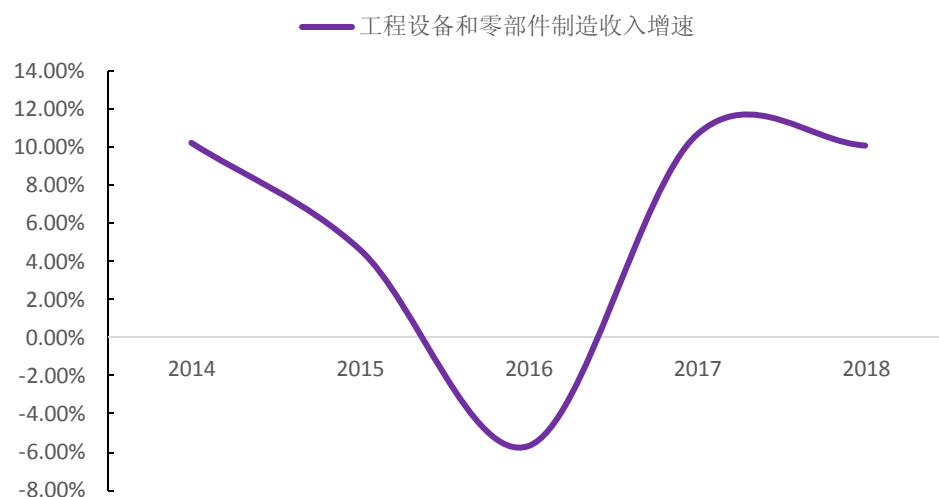
5 装备业务有一定竞争力

5.1 近五年工程设备与零部件制造年收入复合增速是 3.75%

工程设备与零部件制造的营业收入主要来自道岔、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的设计、研发、制造与销售。2018 年, 受益于钢结构制造与安装、工程施工机械制造逐渐规模化及盾构加工制造业务的持续稳步提升, 该业务实现营业收入 150 亿元, 同比增长 10.08%。



图表44: 近五年工程设备与零部件制造收入增速

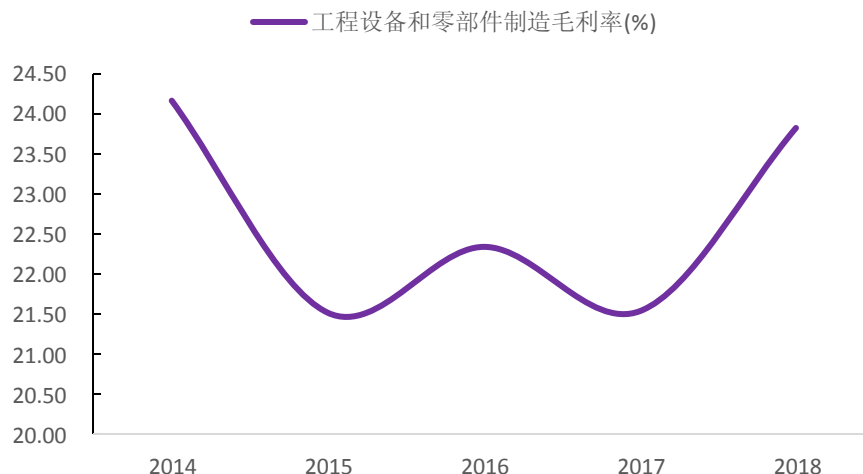


资料来源: wind, 联讯证券

5.2 预计 19 年工程设备与零部件制造毛利率保持稳定

近五年毛利率一直在 21%-25%之间浮动, 2018 年, 毛利率同比增加 2.28 个百分点。该业务毛利率增长的主要原因是进一步加强对收入占比较大的道岔及盾构产品的研发投入和成本管理, 盈利能力得到进一步提升。

图表45: 近五年工程设备与零部件制造毛利率



资料来源: wind, 联讯证券

6 勘察设计和咨询服务业务覆盖范围广且不断向新领域扩展

公司勘察设计与咨询服务业务涵盖研究、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, 主要涉及铁路、城市轨道交通、公路、市政、房建等行业, 并不断向现代有轨电车、磁悬浮、跨座式轨道交通、智能交通、民用机场、港口码头、电力、节能环保等新行业新领域拓展。

公司不断创新勘察设计业务经营模式, 充分利用开展城市基础交通设施规划的优势,

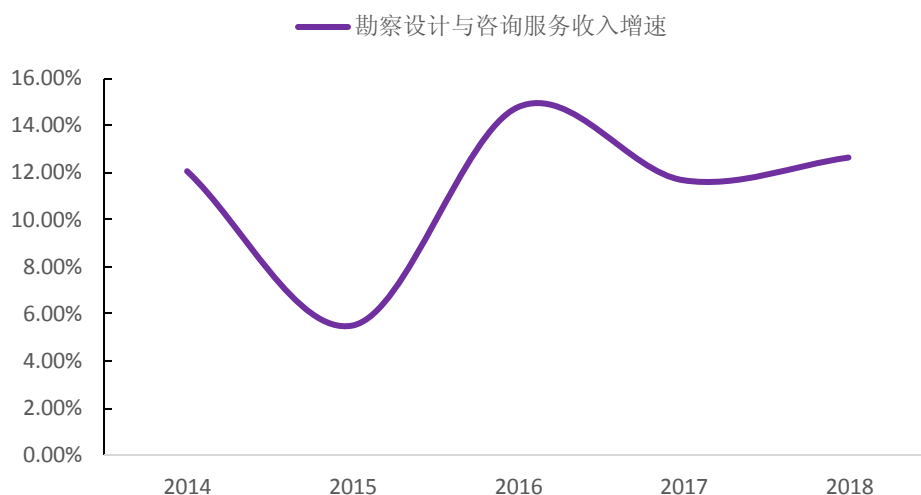


运作设计项目以及工程总承包项目。作为中国勘察设计和咨询服务行业的骨干企业，公司在工程建设领域发挥了重要的引领和主导作用，尤其是在协助制订建设施工规范和质量验收等方面的铁路行业标准中发挥着重要作用。公司在 2018 年 ENR 全球 150 家最大设计企业中排名第 16 位，较上一年提升 9 位。

6.1 近五年勘察设计与咨询服务复合增长速率达 8.78%

勘察设计与咨询服务的营业收入主要源于为基础设施建设项目提供全方位的勘察设计与咨询服务、研发、可行性研究和监理服务。近五年营收增速在 2016 年达到顶峰之后在 2017 年逐渐下滑，而在 2018 年又缓慢上升。原因是 2018 年受益于国内基础设施建设投资规模的进一步增长和共建“一带一路”持续深入推进，该业务实现营业收入 146.1 亿元，同比增长 12.64%，比 17 年上升 0.96 个百分点。

图表46： 近五年勘察设计与咨询服务收入增速

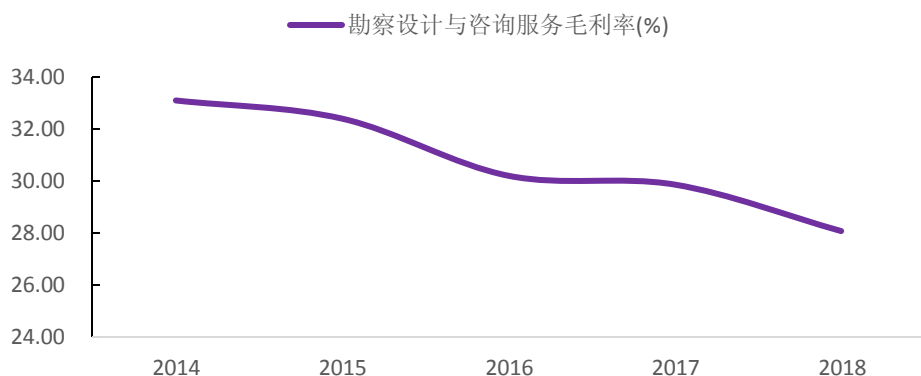


资料来源: wind, 联讯证券

6.2 勘察业务毛利率有一定压力

设计业务毛利率在近几年呈现下降趋势，2018 年同比减少 1.79 个百分点。毛利率下降主要还是因为竞争激烈，收费呈下降趋势，但人工成本持续上涨。

图表47： 近五年勘察设计与咨询服务毛利率变化



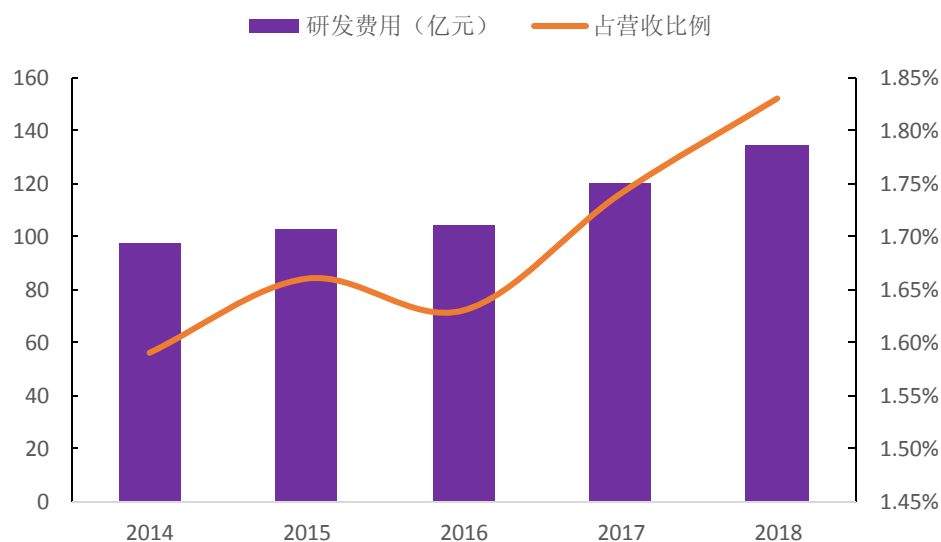
资料来源: wind, 联讯证券



4.29 研发费用的支出比重持续提升

2018 年公司研发费用 134.66 亿元，占营收比重 1.83%，过去几年中，除了 2016 年研发比重略有下降外，其他年份的比重逐年提升。2018 年，公司结合发展实际和工程建设需要，新开科研课题 1,293 项。研发制造了第一台国产化双轮铣、1300 吨箱梁运架搬提超大吨位桥梁施工装备。

图表48： 大幅提高研发费用占营收比重



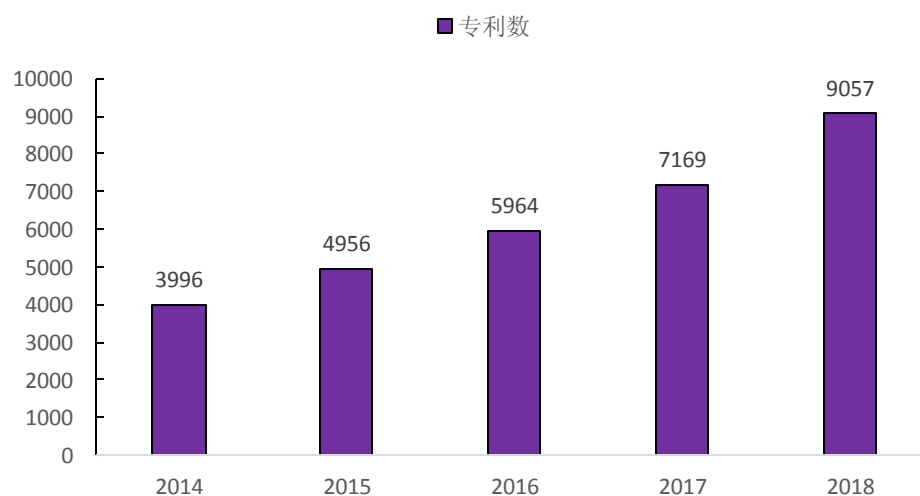
资料来源：公司年报，联讯证券

7 研发、人才、装备制造方面在施工企业中位于领先地位

7.1 公司拥有 9057 项专利

近五年公司专利数量持续上升，截止 2018 年年报，拥有有效专利授权 9057 件，其中发明专利 2398 件。

图表49： 公司 2014-2018 年专利数不断增长



资料来源：公司年报，联讯证券



7.2 人才储备充足，高端人才数量较多

截至 2018 年底，公司拥有中高级技术人员 9 万余人，其中正高级工程师 1,951 名，正高级经济师 71 人，正高级会计师 52 人，中国工程院院士 1 名、国家有突出贡献中青年专家 10 名、全国工程勘察设计大师 8 名、百千万人才工程国家级人选 10 人、享受国务院政府特殊津贴专家人员 288 名。

7.3 工程装备领先，自主研发能力强

隧道施工设备及服务方面，公司能够提供涵盖复合盾构机、硬岩 TBM 等各系列隧道掘进机及配套设备、隧道施工机械的相关产品和配套服务，并已构建了零部件及配套设备设计研发、生产制造及配套服务的全产业链布局。公司是世界上能够独立生产盾构/TBM 并具有自主知识产权的三大企业之一，先后研发出我国第一台复合式盾构机、硬岩盾构机、最大直径泥水平衡盾构、最大直径敞开式硬岩掘进机 TBM，以及全球第一台最大断面矩形盾构机和超大断面马蹄形盾构，并承担了国家第一个盾构“863”计划。

图表50： 复合式盾构机



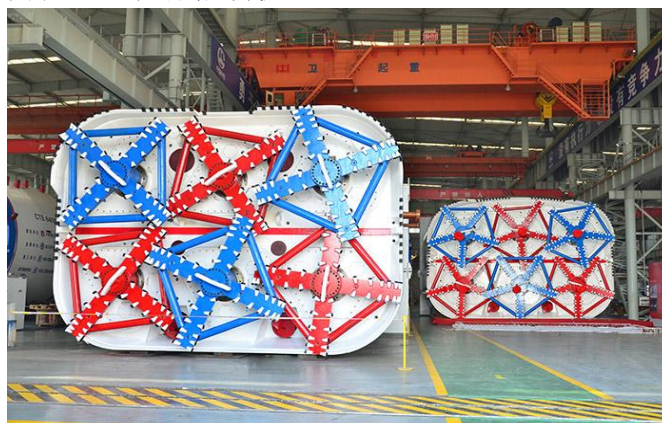
资料来源：公司官网、联讯证券

图表51： 硬岩盾构机



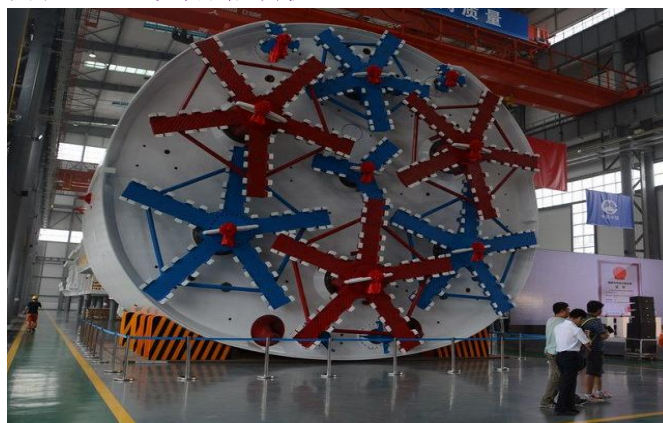
资料来源：公司官网、联讯证券

图表52： 矩形盾构机



资料来源：公司官网、联讯证券

图表53： 马蹄形盾构机



资料来源：公司官网、联讯证券

道岔产品方面，拥有从设计研发到制造的全产业链核心竞争优势，具备年产各类道岔 2 万组的能力，产品广泛应用于铁路、地铁及有轨电车等领域。

钢结构制造及安装方面，公司桥梁钢结构、钢索塔产品制造水平达国际先进水平。



图表54: 港珠澳大桥钢结构



资料来源: 公司官网、联讯证券

图表55: 国内最大号码 62 号道岔



资料来源: 公司官网、联讯证券

8 多方面改革探索, 估值有提升潜力

近两年, 顺应国改形势, 公司结合上市公司的优势, 在多方面进行探索, 包括债转股降低经营杠杆, 重组装备业务注入中铁二局, 收购民营企业恒通科技股权等, 目前市场给基建央企的估值无论从 PE 还是 PB 角度都较低, 我们认为随着改革的收入, 公司价值有较大的重估潜力。

8.1 债转股降低公司杠杆, 缓解经营压力

债转股是指将银行对企业的债权转换为资产管理公司对企业的股权, 是一种债务重组形式, 用于处置不良资产。帮助企业去杠杆, 减轻经营压力, 化解中短期的财务困境。

图表56: 2018-2019 年公司债转股

时间	步骤	结果
2018.6	中国中铁拟以增资方式, 为下属子公司二局工程、中铁三局、中铁五局及中铁八局引入 9 家投资机构, 增资金额合计 115.966 亿元。	中国长城资产等 9 家投资者通过收购债权转股权和现金增资的方式合计持有中铁二局集团有限公司 25.32%股权、中铁三局集团有限公司 29.38%股权、中铁五局集团有限公司 26.98%股权、中铁八局集团有限公司 23.81%股权, 总投资额 115.97 亿元。
2019.5	中国中铁债转股项目成功过会	中国中铁将以 116.54 亿元的总估值向 9 家债转股投资机构发行股份购买其持有的标的子公司股权, 届时中国长城资产所持中国中铁子公司股权将转换为其上市公司股权, 预计将持有上市公司股权 365,691,328 股, 占总股数的 1.49%。

资料来源: wind, 联讯证券

债转股给公司经营层面带来的意义主要有两个方面:

一是有效降低了中国中铁的资产负债率。2018 年末中国中铁合并口径资产负债率为 76.43%, 较上年同期下降 3.46 个百分点。

二是优化了中国中铁的治理结构。此次交易引入投资人参与公司治理, 9 家债转股投资人委派的 11 名董事、监事参与到标的子公司的公司治理和重大经营决策。



8.2 对中铁二局进行资产重组

2017 年公司对下属上市公司中铁二局进行了重大资产重组，置出原有建筑工程施工、房地产开发等业务，置入了道岔、钢结构、隧道掘进设备及大型工程施工机械等工业制造业务。

通过此次资产置换重组，解决了同业竞争的历史遗留问题，为中国中铁的道岔、钢梁钢结构和盾构制造等优势业务打造了独立的上市平台，通过清晰业务单元，提高市场估值，符合上市公司股东的整体利益。

图表57： 中铁二局完成资产重组并更名为中铁高新工业

时间	步骤
2015.12.2	中铁二局召开第六届董事会 2015 年第七次会议，审议通过了《<中铁二局股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案>及其摘要的议案》
2016.4.19	中铁二局召开第六届董事会 2016 年第二次会议，审议通过了《关于审议<中铁二局股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）>及其摘要的议案》
2017.1.5	完成重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金并向中国中铁及特定投资者非公开发行股票，增加股本 762,351,588 股。
2017.3.2	中铁二局正式更名为中铁工业，并在上交所敲锣上市，这意味着中国中铁一年多的转型重组收官成功，至此，中铁工业的主营业务从传统的建筑工程施工转变为以高端装备制造为主的工业制造业务。

资料来源：wind，联讯证券

8.3 收购恒通科技的控制权

2019 年 5 月 24 日公司同意公司以协议转让和原股东表决权放弃的方式收购恒通科技控制权。

公司将以协议转让方式按 12 元/股的价格受让孙志强（恒通科技原实际控制人）持有的恒通科技约 2509.91 万股股份、诸城晨光景泰股权投资基金有限公司持有的恒通科技约 4008.59 万股股份，同意接受孙志强放弃其持有的余下股份表决权，并同意签署《股份转让协议》、《表决权放弃协议》。股权转让+放弃表决权使孙志强不再是恒通科技的实际控制人，中国中铁公司再次控股一家上市平台

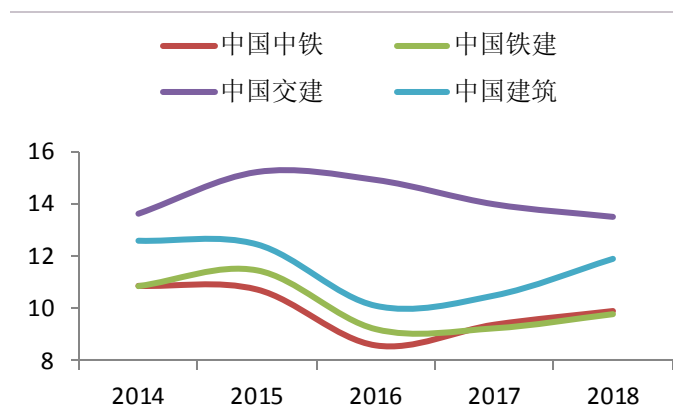
恒通科技的优势在于它作为装配式建筑部品部件供应商的身份。这有助于完善中国中铁的产业布局，完善建筑行业研发、设计、生产、施工于一体的现代化产业链条，增强中国中铁的建筑业集成服务能力。

9 盈利预测与投资评级



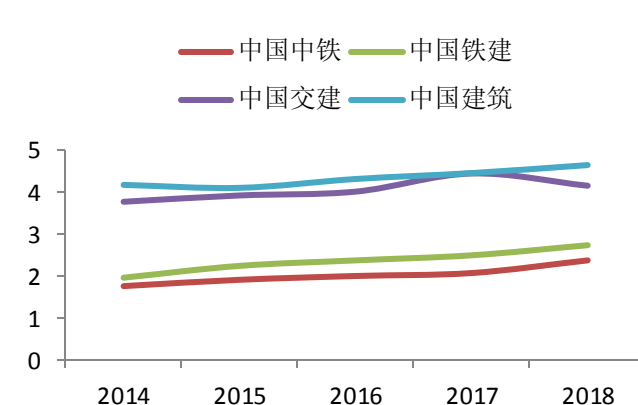
9.主要财务指标对比

图表58: 中国中铁毛利率



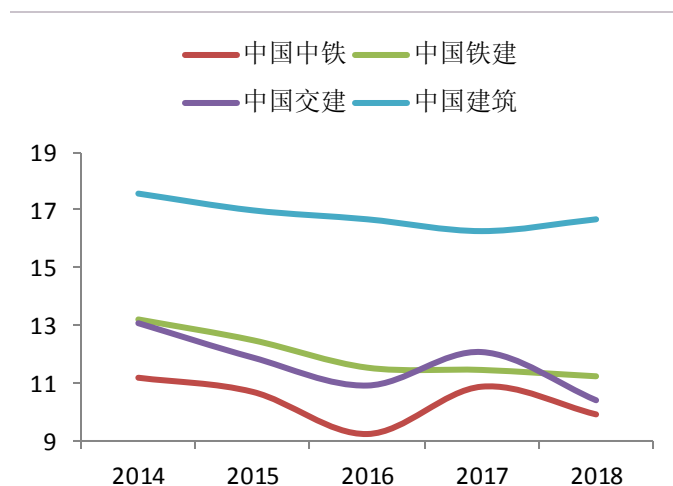
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表59: 中国中铁净利率



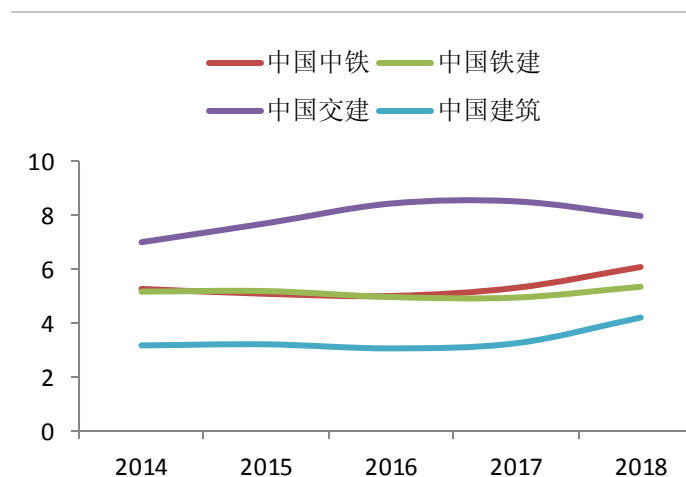
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表60: ROE



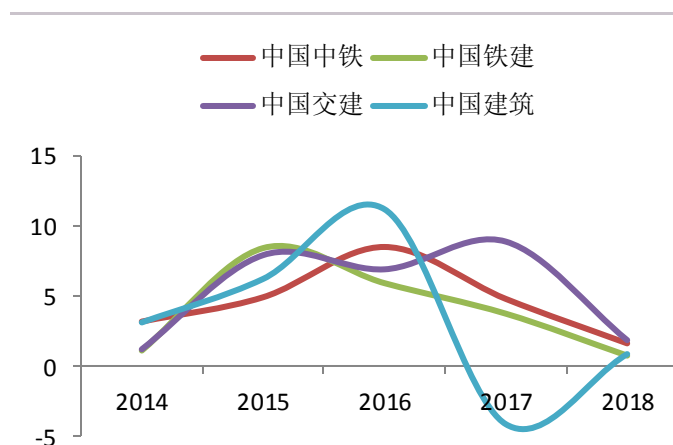
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表61: 期间费用率



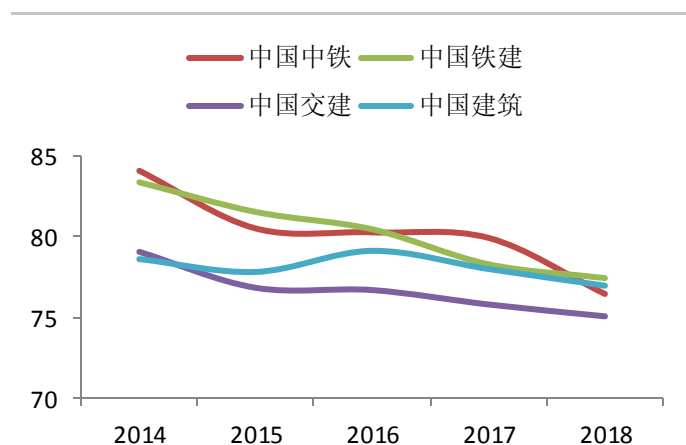
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表62: 经营净现金/营业收入



资料来源: wind, 联讯证券研究院

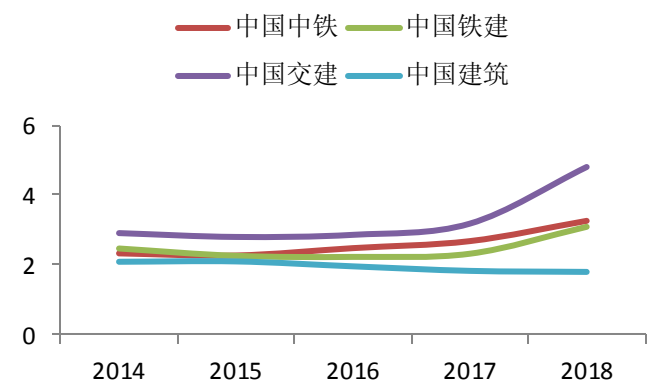
图表63: 资产负债率



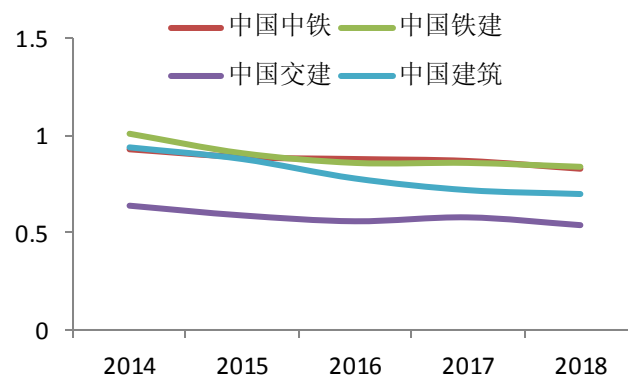
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表64: 存货周转率

图表65: 总资产周转率



资料来源: wind, 联讯证券研究院



资料来源: wind, 联讯证券研究院

10.盈利预测与投资评级

盈利预测及估值:

我们预计公司 2019 年-2021 年, 公司营业收入分别为 8306 亿元、9084 亿元、9769 亿元, 同比分别增加 12.2%、9.4%、7.5%; 归母净利润分别为 190.5 亿元、209.7 亿元、226.1 亿元, 同比分别增加 10.8%、10.1%、7.8%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.83 元/股、0.92 元/股和 0.99 元/股, 对应的 PE 分别为 8/7/6x。

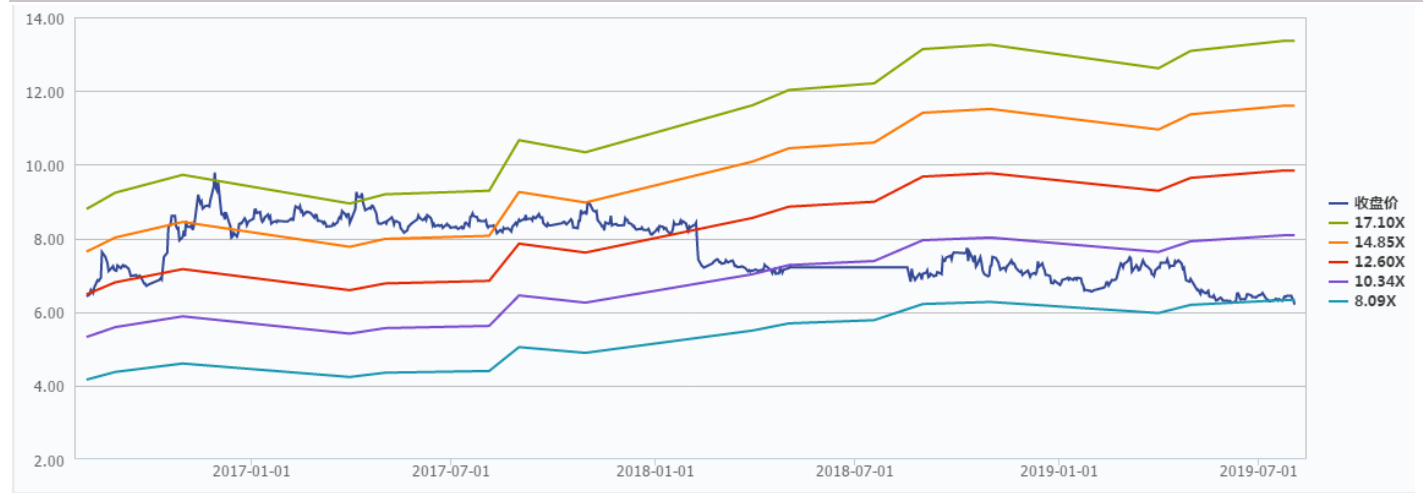
公司营收及业绩增长稳健, 在手订单饱满, 下半年基建托底预期增强, 重大项目有望加快推进, 公司订单落地速度加快, 业绩确定性强。公司目前估值位于历史较低水平, 随着政策面的转暖, 未来有望迎来估值修复, 且随着国改的深入推进, 公司资产包中的优质资产有望重估, 参考历史估值水平, 我们给予 8-10 倍 PE 估值, 合理估值区间 6.64~8.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 1、政策变化风险
- 2、应收账款风险;
- 3、基建投资增长放缓;



图表66: PE-BAND 中国中铁 (601390.SH)



资料来源:wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	134476	294249	327186	359880	营业收入	740436	830550	908386	976879
应收款项	109490	136529	149324	160583	营业成本	664681	747971	819639	882081
存货净额	165241	184528	202115	217457	营业税金及附加	5740	6644	7267	7815
其他流动资产	216902	83055	90839	97688	销售费用	3537	4236	4633	4982
流动资产合计	651682	723933	795034	861180	管理费用	20664	39383	42885	45967
固定资产	64308	67115	68796	69482	财务费用	6953	6851	5615	5221
无形资产及其他	60233	58225	56217	54210	投资收益	4734	2000	2000	2000
投资性房地产	131020	131020	131020	131020	资产减值及公允价值变动	(708)	(2824)	(3089)	(3321)
长期股权投资	35433	35433	35433	35433	其他收入	(20191)	0	0	0
资产总计	942676	1015727	1086501	1151324	营业利润	22696	24642	27258	29490
短期借款及交易性金融负债	98179	95000	95000	95000	营业外净收支	15	500	500	500
应付款项	343801	389559	426686	459076	利润总额	22711	25142	27758	29990
其他流动负债	180481	197493	216299	232713	所得税费用	5275	5783	6384	6898
流动负债合计	622461	682053	737986	786789	少数股东损益	238	310	402	483
长期借款及应付债券	84026	84026	84026	84026	归属于母公司净利润	17198	19050	20971	22609
其他长期负债	14045	14045	14045	14045					
长期负债合计	98071	98071	98071	98071	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	720532	780124	836057	884861	净利润	17198	19050	20971	22609
少数股东权益	30362	30486	30647	30840	资产减值准备	(8527)	111	12	6
股东权益	191782	205117	219797	235624	折旧摊销	9817	8260	9227	9994
负债和股东权益总计	942676	1015727	1086501	1151324	公允价值变动损失	708	2824	3089	3321
					财务费用	6953	6851	5615	5221
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(31160)	150410	17780	15359
每股收益	0.75	0.83	0.92	0.99	其它	8590	13	149	187
每股红利	0.55	0.25	0.28	0.30	经营活动现金流	(3374)	180667	51228	51477



资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
每股净资产	8.40	8.98	9.62	10.31	资本开支	(3551)	(12000)	(12000)	(12000)
ROIC	11%	10%	15%	17%	其它投资现金流	(13519)	0	0	0
ROE	9%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(31337)	(12000)	(12000)	(12000)
毛利率	10%	10%	10%	10%	权益性融资	15325	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	4%	负债净变化	3009	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(12634)	(5715)	(6291)	(6783)
收入增长	7%	12%	9%	8%	其它融资现金流	42720	(3179)	0	0
净利润增长率	7%	11%	10%	8%	融资活动现金流	38795	(8894)	(6291)	(6783)
资产负债率	80%	80%	80%	80%	现金净变动	4084	159773	32936	32694
息率	8.8%	4.0%	4.4%	4.7%	货币资金的期初余额	130392	134476	294249	327186
P/E	8.4	7.6	6.9	6.4	货币资金的期末余额	134476	294249	327186	359880
P/B	0.8	0.703	0.7	0.6	企业自由现金流	10279	171553	41157	41098
EV/EBITDA	15.5	22.8	22.7	22.4	权益自由现金流	56008	163099	36834	37078

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com