

中國鐵路行業

最壞時刻已過, 2018年迎來週期復甦的機遇

- ❖ **行業低谷源於前期投資下降。**2011年的甬溫線事故令2011至2013年的年度鐵路固定資產投資額從2010年的8,000億人民幣下降至5,900-6,650億,直至2014年起才回復至每年8,000億的水準。由於鐵路項目建設從前期線路設計、土建、列車和設備採購及正式運行一般需要5年或以上時間,因此2011年開始的投資下滑導致2016-2017年的新線投運大幅下降。
- ❖ **2018年迎來轉機。**截至2016年底,運營鐵路總里數為12.4萬公里,其中高鐵為2.2萬公里。2016年的鐵路新線投產里數為3,281公里,我們預期2017年新線投產僅2,000公里,為6年來最低。但經過兩年低潮後,投產新線預期將於未來三年加速釋放,新增里程數回復增長,從2018年開始回升,並在2019-2020年逐漸上升至每年8,000-9,000公里的新線投運。我們相信處於中至後週期的設備供應商將成為主要受惠者,當中包括**中國中車(1766 HK; 未評級)**、**中車時代電氣(3898 HK, 未評級)**以及**中國通號(3969 HK, 未評級)**。
- ❖ **中鐵總的最新的招標是正面指標。**中國鐵路總公司上週五公佈中國標準動車組“復興號”招標採購,採購數量是75列時速350公里的標準列,以及相關系統包括146套機車綜合無線通訊設備CIR以及CTCS-3級列控系統車載設備。此外,中鐵總同時公佈招標採購44台時速165公里的機車以及信號系統。我們相信這次招標進一步確證明年動車組付運復甦,我們預期動車組將從今年的350列上升至2018年的400列。
- ❖ **城軌將保持穩定增長。**2016年城軌運營里數為4,153公里,同比增長15%,當中地鐵運營里數為3,168公里,佔比76%。今年6月城軌運營里數上升至4,400公里,在建里數5,770公里。我們預期PPP模式有助降低地方政府財政負擔,城軌投運量將繼續保持雙位數的增長。
- ❖ **鐵路建設中長期趨勢未變。**根據發改委公佈的《中長期鐵路網規劃》,2020年中國鐵路網規模達到15萬公里,其中高速鐵路3萬公里,覆蓋80%以上的大城市。要達到目標,未來數年鐵路投運需要加速。此外,我們預計十三五期間鐵路投資額將維持在每年8,000億的水準。

中國鐵路行業

馮鍵嘜, CFA

電話: (852) 3900 0826

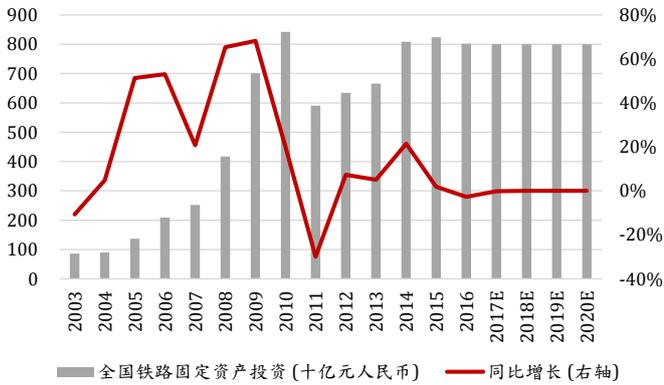
郵件: waynefung@cmbi.com.hk

圖一: 同業比較

股票代碼	公司	股價 市值		市盈率(x)		市淨率(x)		EV/EBITDA(x)	
		(當地貨幣)	(百萬美元)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
3898 HK Equity	中車時代電氣	46.20	6,963	15.9	13.8	2.6	2.2	12.2	10.7
1766 HK Equity	中國中車H	7.58	45,889	15.6	13.6	1.6	1.5	14.3	13.2
3969 HK Equity	中國通號	6.04	6,810	12.5	10.4	1.8	1.6	6.8	5.8
1786 HK Equity	鐵建裝備	2.52	491	8.9	6.5	0.6	0.5	2.7	2.1
390 HK Equity	中鐵	6.23	29,382	8.3	7.5	0.8	0.8	10.1	9.3
1186 HK Equity	中鐵建H	9.70	24,147	7.2	6.5	0.8	0.7	8.4	7.6
1800 HK Equity	中交建	9.41	32,400	6.9	6.1	0.7	0.7	11.1	10.1

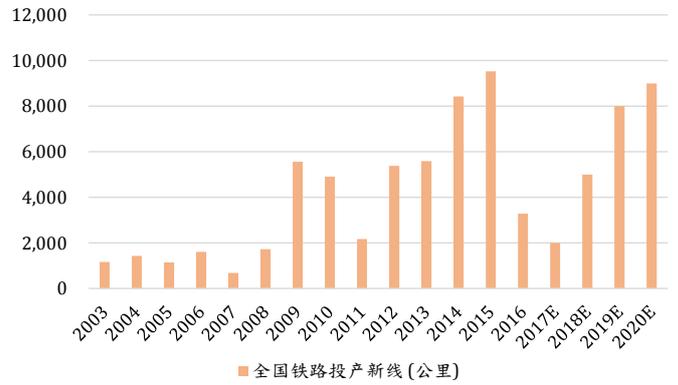
數據來源: 彭博, 招銀國際

圖二：中國鐵路固定資產投資



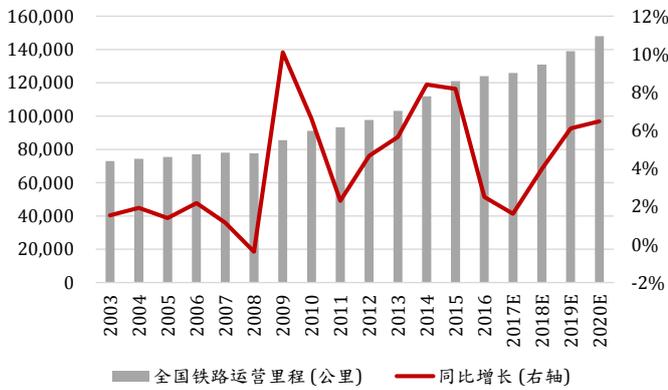
數據來源：國家鐵路局，WIND，招銀國際預測

圖三：全國鐵路投產新線



數據來源：國家鐵路局，WIND，招銀國際預測

圖四：全國鐵路運營里程



數據來源：國家鐵路局，WIND，招銀國際預測

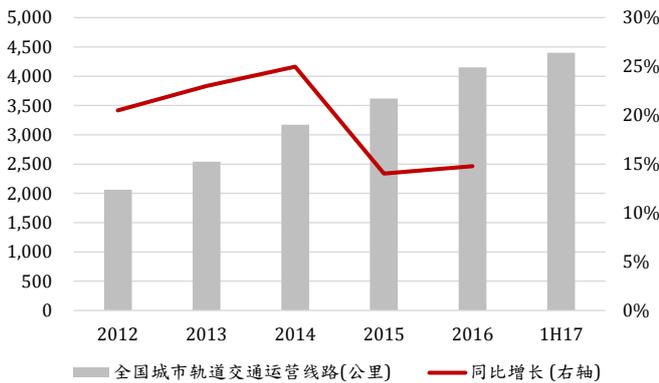
圖五：動車組年度付運量



註：8 組為 1 標準列

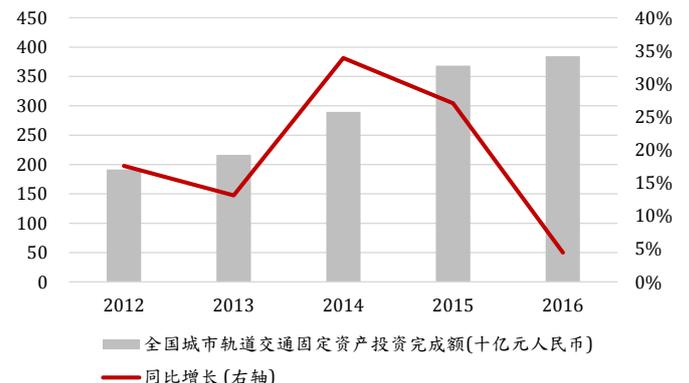
數據來源：國家鐵路局，WIND，招銀國際預測

圖六：全國城軌年度付運量



數據來源：城市轨道交通協會，WIND，招銀國際

圖七：全國城市軌道交通固定資產投資



數據來源：城市轨道交通協會，WIND，招銀國際

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。