

## 中国铁路行业

### 最坏时刻已过, 2018年迎来周期复苏的机遇

- ❖ **行业低谷源于前期投资下降。**2011年的甬温线事故令2011至2013年的年度铁路固定资产投资额从2010年的8,000亿人民币下降至5,900-6,650亿,直至2014年起才回复至每年8,000亿的水平。由于铁路项目建设从前期线路设计、土建、列车和设备采购及正式运行一般需要5年或以上时间,因此2011年开始的投资下滑导致2016-2017年的新线投运大幅下降。
- ❖ **2018年迎来转机。**截至2016年底,运营铁路总里数为12.4万公里,其中高铁为2.2万公里。2016年的铁路新线投产里数为3,281公里,我们预期2017年新线投产仅2,000公里,为6年来最低。但经过两年低潮后,投产新线预期将于未来三年加速释放,新增里程数回复增长,从2018年开始回升,并在2019-2020年逐渐上升至每年8,000-9,000公里的新线投运。我们相信处于中至后周期的设备供货商将成为主要受惠者,当中包括**中国中车(1766 HK; 未评级)**、**中车时代电气(3898 HK, 未评级)**以及**中国通号(3969 HK, 未评级)**。
- ❖ **中铁总的最新的招标是正面指标。**中国铁路总公司上周五公布中国标准动车组“复兴号”招标采购,采购数量是75列时速350公里的标准列,以及相关系统包括146套机车综合无线通信设备CIR以及CTCS-3级列控系统车载设备。此外,中铁总同时公布招标采购44台时速165公里的机车以及信号系统。我们相信这次招标进一步确认明年动车组付运复苏,我们预期动车组将从今年的350列上升至2018年的400列。
- ❖ **城轨将保持稳定增长。**2016年城轨运营里数为4,153公里,同比增长15%,当中地铁运营里数为3,168公里,占比76%。今年6月城轨运营里数上升至4,400公里,在建里数5,770公里。我们预期PPP模式有助降低地方政府财政负担,城轨投运量将继续保持双位数的增长。
- ❖ **铁路建设中长期趋势未变。**根据发改委公布的《中长期铁路网规划》,2020年中国铁路网规模达到15万公里,其中高速铁路3万公里,覆盖80%以上的大城市。要达到目标,未来数年铁路投运需要加速。此外,我们预计十三五期间铁路投资额将维持在每年8,000亿的水平。

#### 中国铁路行业

#### 冯键喙, CFA

电话: (852) 3900 0826

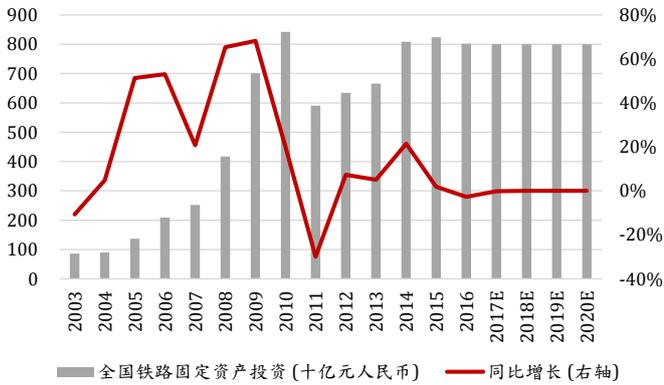
邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

图一: 同业比较

股票代码	公司	股价		市值		市盈率(x)		市净率(x)		EV/EBITDA(x)	
		(当地货币)	(百万美元)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
3898 HK Equity	中车时代电气	46.20	6,963	15.9	13.8	2.6	2.2	12.2	10.7		
1766 HK Equity	中国中车 H	7.58	45,889	15.6	13.6	1.6	1.5	14.3	13.2		
3969 HK Equity	中国通号	6.04	6,810	12.5	10.4	1.8	1.6	6.8	5.8		
1786 HK Equity	铁建装备	2.52	491	8.9	6.5	0.6	0.5	2.7	2.1		
390 HK Equity	中铁	6.23	29,382	8.3	7.5	0.8	0.8	10.1	9.3		
1186 HK Equity	中铁建 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		

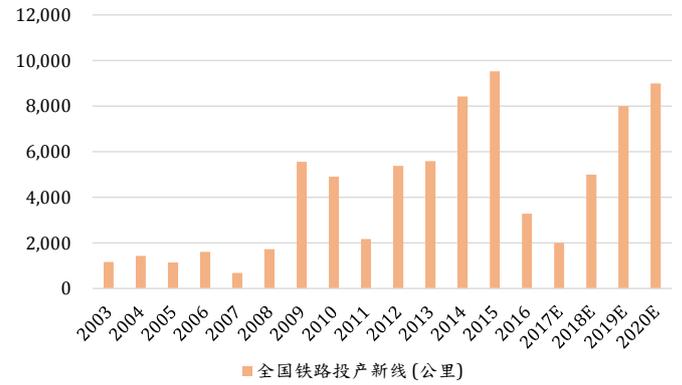
数据来源: 彭博, 招银国际

图二: 中国铁路固定资产投资



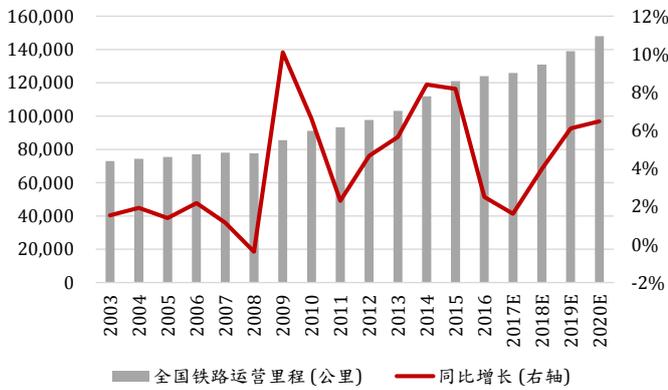
数据来源: 国家铁路局, WIND, 招银国际预测

图三: 全国铁路投产新线



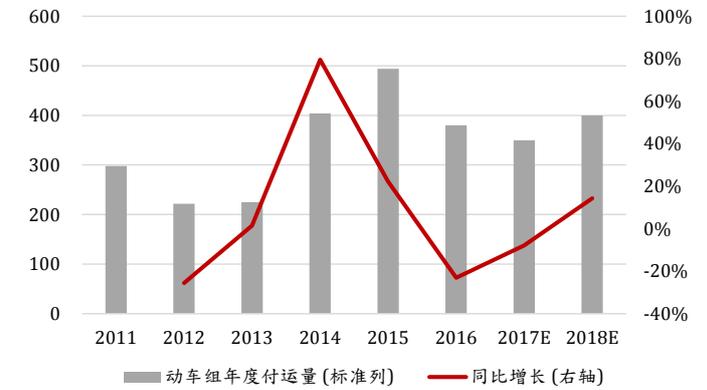
数据来源: 国家铁路局, WIND, 招银国际预测

图四: 全国铁路运营里程



数据来源: 国家铁路局, WIND, 招银国际预测

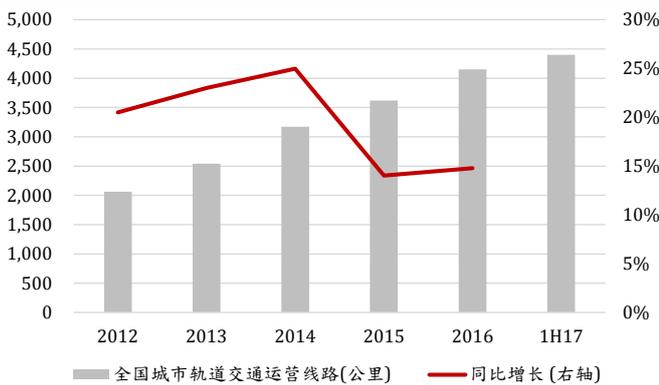
图五: 动车组年度付运量



注: 8 组为 1 标准列

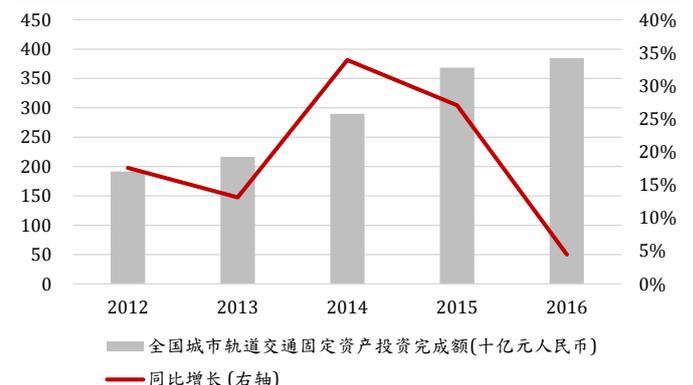
数据来源: 国家铁路局, WIND, 招银国际预测

图六: 全国城轨年度付运量



数据来源: 城市轨道交通协会, WIND, 招银国际

图七: 全国城市轨道交通固定资产投资



数据来源: 城市轨道交通协会, WIND, 招银国际

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。