

摩根大通研究报告摘要

日期： 2020年11月02日

投资评级：强于大市

目标价： 9.10港元

2020年三季度业绩远超预期，业绩发布会释放积极信号

由于国内基建活动加速和严格的运营成本控制，中国中铁（“CRG”；390 HK，601390 Ch）2020年三季度业绩远超预期，且2020年三季度/前9个月税后净利润同比增长32%/18%。值得注意的是，中国中铁三季度盈利好于预期，且订单强劲增长（同比增长25%）及现金生成能力稳健（经营现金流入130亿元，同比增长46%，较2020年上半年流出510亿元显著改善）。

业绩发布电话会议（10月30日）释放积极信号，要点如下：一、中国中铁正在向新的增长领域扩张，包括进一步部署预制装配式建筑业务；二、“十四五”规划侧重于内循环，应会继续支持铁路、城市轨道交通和各种与城市化和环境保护有关的市政项目基础设施投资；三、中国中铁计划在再投资与派息之间取得平衡。考虑到中国中铁的估值具有吸引力（预计其盈利会上升）、以国内业务为主（海外敞口在工程建设行业中最小）及业务模式的现金生成能力较强（BOT和PPP敞口在摩根大通覆盖的四家工程建设承包商中最小），摩根大通维持对中国中铁的增持评级，将中国中铁列为行业首选。根据最后收盘价，预计这只股票的股息收益率为6.9%，且摩根大通指出，该公司计划稳步提高派息率。

2020年三季度各方面业绩远超预期。中国中铁2020年三季度税后净利润同比增长32%，好于潜在趋势（2020年二季度税后净利润同比增长22%）和摩根大通的预期。由于严格的运营成本控制，尽管毛利率下降（同比下降1个百分点），但利润增速仍略高于收入增速（同比增长30%）。更重要的是，除了盈利保持稳健之外，未来订单流保持强劲（2020年三季度同比增长25%）。考虑到海外敞口相对较小（海外订单/收入占总订单/收入的5%）且业务模式的现金生成能力较强（由于BOT/PPP敞口较小），年初至今中国中铁受到的干扰比同业小。

由于预收款项且长期PPP敞口较小，2020年三季度经营现金流状况显著改善。中国中铁2020年三季度经营现金流入130亿元，同比增长46%，这是由于该公司高度重视应收账款管理，推动了大量预收款项。中国中铁在业绩发布会上提到，该公司将在2020年四季度进一步加强收款，因此维持全年目标，净经营现金流入将超过税后净利润。

根据业绩发布会提出的目标，前景依然强劲，现有项目和手头订单的加速完成成为收入提供了支撑。此外，由于即将公布的“十四五”规划侧重于“内循环”，中国将继续支持基础设施投资，因此订单流能见度较高。向前看，随着中国工程建设承包商（包括中国中铁）加速开工以完成现有项目，从而支持未来几年的收入确认和盈利，中国国内基建活动可能进一步加速。预计即将公布的“十四五”规划还将催生更多与城市化相关的投资项目。尽管如此，但新一轮刺激计划将取

决于融资渠道的拓宽，例如发展公共基础设施领域不动产投资信托基金市场，而不是继续依赖地方政府债务。

由于存在再投资需求，管理层表示将致力于逐步适度提高派息率。管理层在业绩发布会上强调，其计划在满足再投资需求与向少数股东派发过剩现金之间取得平衡。过去十年，中国中铁的派息率一直保持在报告盈利的15~20%范围内，这意味着根据最后收盘价，中国中铁将在2021财年提供6.9%的股息收益率，摩根大通认为这很有吸引力。

中国中铁正通过采用创新施工技术寻求新的增长机会。中国中铁通过收购中铁装配（300374.CH）提高其生产力水平，这将有助于中国中铁更好地整合其在预制装配式建筑业务内的资源，并寻找新的增长引擎。鉴于“十四五”规划侧重于城市化和“绿色施工”，中国中铁对预制装配式建筑业务的潜在增长机会持积极态度。