

美银美林研究报告摘要

日期： 2019 年 1 月 7 日
投资评级： 买入 (Buy)
目标价： 8.50 港元

如果投资者对中国基础设施订单这一因素的担忧有所减轻，应重新对建筑公司进行评级。

- 继 2018 年 7 月 23 日中央政府强调采取积极的财政政策和对基础设施项目提供资金支持后，三大基础设施建设公司（中国中铁，中国铁建，中交建）的股价两天内上升了 20%。2018 年 8 月，中国中铁和中国铁建的股价表现良好，9 月中旬国家发改委重申中央政府的积极财政政策后，两家公司的股价在 9 月中下旬又上涨了 10-15%；然而，中交建的股价抵消了 8 月的涨幅，9 月也没有明显上涨。这是由于 2018 年上半年，中交建的新订单和利润增长均低于中国中铁和中国铁建，此外，其 2018 年上半年的自由现金流高于中国中铁。
- 鉴于目前大量的未交货订单，以及政府和银行的资金支持，我们预计中国的基础设施订单、新开展的基础设施项目，和基础设施固定资产投资同比增速将在 2019 年恢复到中等水平。不过，考虑到 PPP 项目不太可能成为基础设施订单增长的可持续驱动因素，地方政府出售土地的财政收入增长可能会放缓，且基数过高，我们预测增长空间有限。从长远来看，如果中央政府能够恢复国家开发银行专项建设基金或设立政策性信贷机构，对基础设施项目进行股权投资，中国的财政政策将更有效地推动经济周期，尤其是当房地产市场处于下行周期时。这种情况下，投资人对中国基础设施订单增长趋势的担忧将得到缓解，从而有助于基础设施建设公司股价的评级。
- 在众多中国建筑公司中，我们看好中国中铁(390 HK)，因为其 PPP 项目的质量要优于大多数同类项目，拥有更多的 PPP- BT (建造-转移)项目和更高的内部收益率，而且相对于其可观的盈利增长，其估值对我们来说颇具吸引力。主要下行风险：PPP 订单大幅下降导致的基础设施新订单下降，地方政府土地出售财政收入下降，建材价格和人工成本大幅上涨，等等。