

日期： 2019 年 4 月 9 日
投资评级： **Outperform**（跑赢大市）
目标价： 7.62 港元（原：8.35 港元）

- 2019 年预计实现两位数增长
- 下调目标股价，维持跑赢大市评级
- 优先排序：中国交建，中国铁建，中国中铁

行业前景良好。我们预计，与 2018 年的严峻形势相比，2019 年基础设施建设将加速发展。其中积极的推动因素包括流动性增加，利率降低和一些削减费用的措施。尽管 2018 年第四季度表现疲软，我们对行业基本面仍然持积极态度。

计划加快增长。2019 年，铁路固定资产投资有望超过 8000 亿元人民币，而最近发改委批准的地铁投资远超该金额。相比而言，2018 年没有任何新开地铁建设项目。由于地方政府特殊债券配额上升（2.15 万亿元人民币，2018 年为 1.35 万亿元人民币），在建项目和“薄弱环节”基础设施建设将成为优先任务。公司预计，2019 年收入同比增长 6%-7%，新签订单增长保守，有望实现两位数增长。我们认为，鉴于 2018 年第四季度收入同比增长 11%（2018 年第一季度/第二季度/第三季度分别同比增长 10%/1%/4%），2019 年两位数的收入增长可以实现。

管理问题。由于会计处理方式改变，以及应收账款证券化相关成本，利息支出过高（2018 年第四季度同比增长 65.8%）。鉴于流动性增加，2019 年利率有望小幅下降。2018 年第四季度，减损支出和拨备仍然很高，但管理层没有消除未来拨备拨回的可能性。公司提出的债转股方案需要监管机构批准，有望在 2019 年第三季度完成。我们预计全年每股税后利润稀释 7%。

维持跑赢大市评级，降低目标价。由于财务和减损支出，我们将 2019 年收益预期降低 4%。我们进行了 2019 年估值，并在 8 倍的远期市盈率基础上，将目标股价从 8.35 港元下调到 7.62 港元，以反映中国中铁的历史平均值。基于估值和执行一致性，我们对于该行业的优先排序为中国交建、中国铁建、中国中铁。风险低于预期固定资产投资和利润。