

## 美银美林研究报告摘要

日期： 2019年9月2日  
投资评级： Buy (买入)  
目标价： 7.70 港元

**中国中铁2019年上半年业绩：每股盈利及毛利率不及预期，土地购买及利息成本较高**

### 2019年上半年核心盈利同比增长3%，毛利率不及预期，利息成本上升

由于基建业务板块毛利率不及预期（同比下降0.1个百分点，比美银美林的预期低0.7个百分点），以及购买土地的大量现金流出导致贷款及利息成本上升，中国中铁2019年上半年核心盈利同比增长3%至91亿元人民币，比美银美林的预期低9%。2019年上半年，材料成本（特别是沙石）同比上升，抵消了投资项目收入比重上升对毛利率的正面影响。2019年上半年，中国中铁的收入同比增长14%，息税前利润率同比上升0.17个百分点；税前利润同比增长11%，但由于债转股导致少数股东权益应占利润上升，核心盈利仅同比增长3%。

### 2019年上半年，购买土地的自由现金流出较高

2019年上半年，中国中铁的应收款项增加（包括投资项目应收款项增加）280亿元人民币（同比基本持平），应付款项增加60亿元人民币，主要由于房地产预售。中国中铁的资本支出（包括BOT项目资本支出）同比上升约10%至100亿元人民币，于2019年上半年对合营企业及联营企业投资72亿元人民币（同比增长16%）。中国中铁的房地产库存增加380亿元人民币（主要为了购买土地）是2019年上半年自由现金流高于预期的主要原因；中国中铁2019年上半年原材料库存也有所增加，导致普通库存增加90亿元人民币（不包括房地产业务板块）。因此，中国中铁2019年上半年自由现金流出为660亿元人民币，同比增长53%，比美银美林的预期高14%，推动净负债率从2018年的35%上升至2019年上半年末的71%。

### 2019年上半年新订单强劲增长，预计毛利率将会上升

在市政工程及铁路建设订单强劲增长的推动下，中国中铁2019年上半年新订单总量同比增长10.5%至7,010亿元人民币。由于中国中铁的手持订单充足（同比增长12%），投资项目收入比重较高，增值税减税将有助2019-20年收入及利润强劲增长，且相对较低净负债率令其EV/EBITDA比中国交建更有吸引力，因此美银美林维持对中国中铁的买入评级。由于基建公司可以在材料成本涨幅超过5%时将材料成本上涨压力转嫁给项目所有人，美银美林预计2019年下半年至2020年毛利率将会回升，但不确定中国中铁向项目所有人转嫁材料成本上涨压力的速度及程度。