

摩根大通证券研究报告摘要

日期： 2014年9月2日
投资评级： 增持(Overweight)
目标价： 6港元

中国中铁

中国中铁在香港的分析员简报会举行后，该股仍是我们在基建工程建设业的首选

我们今天出席中国中铁在香港举行的分析员简报会，会议总结如下：

- **深化国企改革及中国中铁自身的内部重组引致经营效率及资源配置的结构改善。**到目前为止，公司从深化国企改革中获得的益处主要体现在成本控制及费用管理方面，去年以来的管理费持续下降（2013年这个费用占销售收入的比例同比下降34个基点，2014年上半年再同比下降13个基点）。此外，为响应政府提出的深化国企改革，中国中铁已自7月开始进行整个集团范围的内部重组，重点整合四个领域的资源 - 电气化工程、BT投资管理、勘查、设计及咨询，以及研究中心。于8月，中国中铁已在北京、天津及成都等地建立四个旗舰子公司，在每个领域合并多个相关业务单位，旨在精简经营，优化资源配置。
- **新铁路项目开工缓慢，但从2014年下半年起加快：**中国的铁路投资及新项目开工的开工缓慢。中国中铁称，2014年上半年的铁路新签订单流较去年同期下降，但如果计入7月及8月的新签订单，订单流状况则已好转。于2014年前8个月，只有20个新铁路项目中标，获得工程总承包合同，但管理层预计今年余下期间的新项目开工将加快，按照中国铁路总公司定的目标，全年将完成修订后的目标64个项目。管理层预计，余下四个月来自县级铁路市政工程建设的新签工程总承包合同额将达人币3000亿元，而中国中铁获得的部分则不低于人民币1200亿—1300亿元（摩根大通附注：2014年上半年，中国中铁在铁路基建业务方面的新签合同额为人民币920亿元，但这个数据包括海外项目）。
- **铁路投资不大可能因为中国铁路总公司的人事变动而脱离轨道，预计直到2020年铁路投资均会维持高企。**中国铁路总公司的人事变动（包括中国铁路总公司总经理盛光祖先生即将退休）对铁路基建发展应无影响，铁路基建发展得到高层的全方位支持，特别是李克强总理。对于“十三五计划”期间的铁路支出前景，管理层援引盛光祖在中国铁路总公司的内部工作小组会议上的话称，由于中国的铁路渗透率仍低，需要建设更多铁路基础设施，中国于2016—2020年的铁路资本支出应会保持高企。

- **虽然预期新开工项目大增，但管理层预计2014年下半年及2015年的毛利率将持续上升：**由于采取有效的成本控制措施，以及来自高利润业务（包括地铁基础设施建设）的贡献增加，中国中铁于2014年上半年的毛利率同比上升0.55个百分点。于2014年上半年，基建业务及设计咨询业务的毛利率分别同比上升0.35个百分点及2.53个百分点。因公司努力降价出货，房地产开发业务的利润率下降。根据过往经验，市场担心接下来新开工项目大增可能会摊薄利润率，但管理层预计2014年下半年的混合毛利率将与上半年持平，并远高于去年同期。
- **BOT项目的最新信息** – 最近几年没有承接新项目，重点加强现有项目的财务表现：中国中铁目前共有十个收费公路BOT项目，均在运营（近几年没有承接新项目），剩余特许经营年限平均为21—23年。在这十个项目中，五个已在现金流及净利润方面实现收支平衡，另一半则仍在亏损，预计每年的亏损均会减少，通行费收入平均每年增加10%。管理层的目标是，今年来自十个项目的净利润贡献总额达到收支平衡水平。
- **经营现金流、净负债率及资本支出：**中国中铁一直专注于加快应收账款的收集及存货周转率（摩根大通注：特别是房地产开发业务，因为这个业务的投资主要在库存上）。同时，中国中铁近几年的投资变得更加严谨，继续限制在BT项目以及房地产开发业务的资本支出，同时避免承接新的BOT项目。中国中铁于2014年上半年年底的资产对负债比率仍高达85%，但与之前相比，几无变化（2013年年底为84.6%，2012年年底为84%），远好过其他两个同行中国铁建及中国交通建设。

投资主题

我们仍对中国的铁路资本支出前景乐观，包括市政工程建设支出，预计将继续在基建类投资中再平衡交通运输投资（更多投资分配至铁路/地铁，而不是高速公路/港口）。虽然市场仍担心中国铁路总公司的资金受限，但我们认为该行业过去一年的前景已改善，李总理领导的新一届政府加大支持力度，自2013年下半年已推出多项改革措施。

对于近期，鉴于年初至今的经济数据弱于预期，预计促增长措施将最早在2014年第三季度推出。预计此轮推出的措施将专注于前置型调整财政支出，不大可能象2008年年底一样进行大规模的刺激，但可能是更持久，更有针对性的刺激，对某些行业领域有利，包括铁路基建（包括地铁）、经济适用房、清洁能源及环境保护。

估值

我们的2015年6月目标价为6港元，根据同行可比较估值以及贴现现金流分析得出，对应2014年/2015年目标市盈率9.3倍/8.2倍及目标市净率1.1倍/1倍。对于我

们的贴现现金流分析，我们采用权益成本率14.1%（无风险利率5%、市场风险溢价7%及1.3倍beta），债务成本率5%，目标债务/权益比率40%及最终增长率0%。

评级风险及目标价

我们目标价的主要下跌风险包括铁路资本支出意外下调、利润率升幅大于预期、营运资金的恶化大于预期、企业管治问题及非核心业务的执行风险（房地产开发、采矿、BT/BOT投资）。