

花旗公司研究报告摘要

日期： 2021年8月31日
投资评级： 买入
目标价： 6.6港元

中国中铁：2021年二季度业绩略逊预期；将目标价下调至6.5港元

花旗将目标价下调至6.5港元，原因如下：一、中国中铁2021年二季度业绩略逊预期；二、房地产市场受到进一步限制，可能拖累房地产开发业务。花旗维持保守的盈利预测。花旗在模型中预测，归属于母公司股东的净利润在2021年上半年同比增长12%后，下半年将同比持平。业绩电话会议要点如下：一、政府和社会资本合作(PPP)基础设施建设项目新签合同额同比增长117.6%，达到1,410亿元，占上半年基础设施建设新签合同总额的18%，这看起来很高；二、在2021年上半年基础设施建设业务增长放缓之际，毛利率面临材料成本和价格竞争压力；三、中国中铁开始转向新基础设施建设项目，如环保、水利、可再生能源，而不是传统铁路和收费公路。花旗维持买入评级，在中国基础设施建设板块中仅首选中建国际，因其PPP风险敞口有所下降。

中国中铁2021年上半年业绩似乎不如同业——2021年上半年，中国中铁可归属于母公司股东的净利润仅增长12%，在同业中最低，因为去年中国封锁措施导致低基数，大多数同业实现高两位数或以上的增长。换句话说，中国中铁2021年二季度可归属于母公司股东的净利润同比下降15%，是二季度净利润下降的唯一公司。花旗认为，这是由于中国中铁2021年上半年营业收入增速比同业慢，且2020年上半年表现比同业更强劲，导致较高的基数。

未完合同额相当于营业收入的4倍，展望稳定——尽管2021年上半年业绩略逊预期，但未完合同额仍高达营业收入的4倍，这应会带来良好的盈利可见性。此外，花旗预计2021年下半年专项债券发行节奏将会加快，这应会确保流动性，从而在没有应收账款结算的情况下及时完成现有项目建设。回顾过去，2021年上半年与下半年配额之比为25%:75%，而2020年为57%:43%，尽管2020与2021全年配额相差无几。

PPP风险敞口较高，对估值构成限制——管理层并未对新签合同额和未完合同年额的PPP风险敞口设定上限。这意味着，较高的财务杠杆可能会在短期内限制价值重估。因此，花旗看好中建国际(3311.HK)，因为中建国际已尽一切努力降低PPP风险敞口(2021年上半年，在未完合同额中仅占个位数)，并预计从2022年起经营现金流转正(考虑到此前的2023年指引)。