

摩根士丹利公司研究报告摘要

日期： 2021年4月1日
投资评级：增持
目标价： 6.50港元

2020年核心净利润强劲增长，符合预期；维持增持评级

2020年业绩符合预期：中国中铁公布2020年净利润同比增长6.4%至250亿元，基本符合市场预期。经常性净利润增长20%至270亿元。剔除2019年出售子公司51%股权的一次性收益，2020年核心净利润同比增长26%。中国中铁宣布派息每股0.18元，派息率为17.6%，2020年股息收益率为5%。

主要正面因素：一、2020年收入同比增长14.6%（对比2019年同比增长14.9%），主要受基建业务收入同比增长15.0%及机械业务收入同比增长23%所推动。二、基建业务和设计业务毛利率有所改善。2020年，基建业务毛利率上升1个百分点至8.32%，主要由于毛利率较高的公路和市政业务比重上升。2020年，公路业务毛利率上升2.3个百分点至10.7%；铁路业务毛利率也上升0.2个百分点至3.2%。2020年，设计业务毛利率上升4个百分点至31.4%。三、2020年新签合同额实现两位数增长。2020年，中国中铁的新签合同额同比增长20%，其中铁路项目、公路项目和市政项目新签合同额分别同比增长14%、33%和21%。这使中国中铁2020年底手头订单增长至3.7万亿元，为中国中铁2020年收入的3.8倍。四、2020年，经营现金流入同比增长40%至310亿元。五、债务杠杆继续改善。中国中铁的净负债权益比从2019年底的23%进一步改善至2020年底的19%。

主要焦点：一、2020年，中国中铁的毛利率同比收窄0.1个百分点至9.3%，主要由于2020年机械制造业务毛利率因平均售价上涨和材料成本上升而受到挤压；由于限价政策及部分项目的开发期延长，房地产开发业务毛利率下降。二、2020年，投资现金流出同比增长57%至630亿元，主要由于公私合营项目投资增加。

投资逻辑——维持增持评级。得益于大量手头订单，摩根士丹利仍看好中国中铁未来几年的长期收入增长。得益于收入结构改善，毛利率应会逐步改善，因为摩根士丹利预计高利润市政项目将贡献更多收入。此外，考虑到中国中铁的高水平管理，摩根士丹利预计中国中铁的经营现金流将继续改善。中国中铁H股目前估值为2.8倍的2021年预测市盈率，远低于其7倍的5年平均市盈率，具吸引力。