

花旗公司研究报告摘要

日期： 2022年4月7日

投资评级： 买入

目标价： 6.70港元

中国中铁2022年一季度新签合同额增长84% 花旗投资者电话会议要点

我们在业绩发布后召开了投资者电话会议。要点如下：1)预计毛利率在2024年前每年平均上升0.5%；2)由于效率上升和严格的成本管理，净利润率将会上升；3)经营现金流与盈利比率达到1倍或以上；4)预计2022年核心利润增长12%以上，核心净资产收益率达到10.5%；5)新签合同额集中在2022年上半年而非下半年。

因此，我们预计2022年上半年新签合同额同比增速将明显加快至50%-60%。实际上，中国中铁刚刚宣布2022年一季度新签合同额同比大幅增长84%，超过市场预期。由于3.5倍的市盈率估值偏低及2022年预测股息收益率超过5%，加上二季度会有更多政策出台以提振GDP增速至5.5%的官方目标，我们重申买入评级。

预计2022年上半年新签合同额显著增长——我们预计2022年新签合同额同比增长8%，达到2.95万亿元。然而，新签合同额将集中在2022年上半年而非下半年，有利于今年实现GDP增长5.5%的目标。这是因为新签合同额对GDP不重要，而实际开工对GDP很重要。从历史上看，2019-2021年，下半年新签合同额占到全年的62%-68%。但2022年的情况有所不同，因此2022年上半年新签合同额将占到全年的一半以上。2022年上半年新签合同额将同比增长50%-60%。

毛利率上升0.5%——中国中铁设定了以下目标，即在2024年之前通过改善业务

结构令毛利率每年上升0.5%。实际上，中国中铁各项业务的毛利率相差甚远，比如铁路业务的毛利率为3.4%，但大多数铁路项目的毛利率超过10%。我们认为，“十四五”规划期间的铁路固定资产投资将与“十三五”规划期间持平。所以新签合同额增长大多来自毛利率较高的非铁路业务，如市政、节水、环保业务。2022年一季度新签合同额强劲增长是受到市政和收费公路业务而非铁路业务的推动。这反映了毛利率每年上升0.5%的指引。

管理层股票激励计划更新——中国中铁就管理层股票激励计划从中央政府获得绿灯。一些主要条件包括：在2024年前，核心利润复合年增长率为12%，且2022、2023和2024年核心净资产收益率分别达到10.5%、11%和11.5%。这些目标应与股东利益相一致。

2022年，政府和社会资本合作（PPP）项目新签合同额占新签合同总额的比例与**2021年**相比有所下降——中国中铁在2021年获得PPP项目新签合同额2800亿元，大幅下降34%。这占新签合同总额的10%-11%。中国中铁的目标是2022年PPP项目新签合同额与2021年持平，这意味着PPP项目新签合同额占新签合同总额的比例将会下降至9.5%左右。这是改善现金流和负债率的主要驱动力。

经营现金流高于盈利——中国中铁仍设定2022年经营现金流与盈利比率超过1倍的目标。管理层将尽一切努力通过降低PPP敞口和改善高回报订单结构降低负债率。负债率持续下降，从2019年的76.76%下降至2021年的73.68%。

基础设施领域不动产信托投资基金进展——管理层预计今年将有几个基础设施运营项目在中国A股市场上市。根据现行监管规定，进行证券化的不动产信托投

资基金应满足以下条件：1)运营时间超过3年；2)经营现金流或净利润为正；3)非政府投资。中国中铁预计，那些符合条件的不动产信托投资基金项目的净资产价值仅占集团总资产净值的中低个位数左右。这一比率看起来很低，因不动产信托投资基金项目应排除政府投资项目。如果包括政府投资项目，这一比率将超过20%。管理层对这些监管规定可能有所调整，从而令更多不动产信托投资基金上市持谨慎乐观态度。如果是这样，这将通过证券化进一步显著改善中国中铁的资产负债表。

派息率上升——中国中铁逐步将派息率从2014年的15%提高到2015年的17.5%。除盈利增长外，同期的股息绝对额也从15亿元上升至48亿元。管理层将继续提高派息率。