

联昌国际证券研究报告摘要

日期： 2014年4月8日
投资评级： 增持 (Add)
目标价： 4.9 港元

中国中铁 铁路利润率回升

中国中铁的2013年净利润同比增长27%，较我们预期高4%，主要因行政及利息支出低于预期，但被收入的减速增长及利润率的下降部分抵消。每股盈利预测稍微上调，以反映铁路业务的支出减少及利润率回升，但被公路及房地产业务的下降利润率部分抵消。我们下调后的目标价乃根据更低的7.2倍2015年预期市盈率（之前为8.5倍）得出，与中铁建一致。我们认为，有助估值潜在上升的催化剂是铁路利润率提高及中国铁路固定资产投资目标的潜在向上修订。重申“增持”评级。

2013年应是铁路毛利率的低谷期

中国中铁的毛利率下降0.1个百分点至2013年的7.5%，较我们原来的预测低0.1个百分点。管理层认为，铁路毛利率下降是下列因素导致：1) 2013年第四季度的建设提速，导致成本上升，2) 多条建新路线开始建设，导致动工阶段的成本上升，及3) 补偿及价格调整未得到中国铁路总公司全面批准。但是，随着更多高利润的高速铁路项目完工，中国中铁预计2014—2015年的铁路利润率将由6.4%上升至8%，我们估计这应有助2014年的整体毛利率上升至7.9%。

谨慎的增长目标有上升潜力

尽管管理层对公司的前景乐观，但为2014年制定的目标谨慎，即新订单额及收入增长6—8%。考虑到铁路业务恢复及城市轨道交通业务加速增长，我们认为这些目标有上升潜力。中国中铁认为中国2014年铁路固定资产投资目标有上升潜力，并预计铁路融资重组后，来自中国铁路总公司的支付情况将改善，因此财务状况将好转。

上涨半途中

继2014年3月中从底部反弹27%后，中国中铁股目前按6.3倍2014年预期市盈率交易，仍较其三年历史平均水平低16%。国务院在7月13日重申铁路建设的重要性，令该股于11月13日反弹至周期中点的估值水平，该股于2013年下半年跳涨46%，我们认为仍有进一步上涨空间。潜在的催化剂是：1) 铁路固定资产投资目标向上修订，2) 铁路运价进一步开放，及3) 铁路土地资源的综合利用取得新进展。