

中國交通建設(1800 HK, HK\$9.74, 未評級) — 全球化推動業務增長

- ❖ **盈利能力增強。**中交建 2015 年年報顯示營業收入和歸屬於母公司股東的淨利潤分別達到 4036.2 億和 158.3 億，同比增長 10.3% 和 13.2%。毛利率上升 160 個基點至 12.3%。雖然研發費用大幅上漲以及高達 30 億人民幣的應收賬款減值準備計提，淨利潤仍然增長了 10 個基點至 3.92%。盈利能力的增強主要是因為：1) 原材料價格下降 2) 海外項目利潤率較高。管理層預計由於政府一帶一路政策的推動以及集團的擴張戰略，這種盈利能力將能繼續保持。2015 年每股收益為 0.96 元，同比增加 11%。
- ❖ **急劇增加的研發和減值費用。**中交建 2015 年的管理費用/收入佔比同比上升了 147 個基點。這主要是由研發支出 (73 億人民幣) 和應收賬款減值費用 (31 億人民幣) 的急劇上升引起的。管理層解釋去年會計準則的變更導致減值費用攀升，而集團正在不斷努力向以創新驅動的商業模式轉型也需要大量的研發投入，因此在 2016 年這兩項費用也會保持相似的水準。不過這對盈利的影響會被國內逐漸寬鬆的融資環境所帶來較低的融資成本以及毛利率的提升所抵消。
- ❖ **擴大全球足跡。**2015 年新簽合同金額達到 6503.2 億人民幣，按年增長 6.9%，其中海外項目合同金額佔 24%。受經濟下行影響，集團為 2016 年新簽訂單制定了一個較為保守的目標，為 6500-7000 億人民幣，相當於 0-8% 的增長。海外市場將是增長的一個關鍵驅動因素--2015 年海外市場新簽訂單增幅達 19.1%。我們預計中交建將進一步利用自身優勢開拓國際市場，未來幾年來自海外所得的收入可攀升至佔總收入的 50%。另一方面，受益於穩健的項目選擇及在多達 135 個國家的多元化項目組合，操作風險處於可控水準。
- ❖ **靈活融資工具助 PPP 項目發力。**由於投資者對地方政府融資平臺風險的擔憂和開發 PPP 項目所使用的高杠杆，PPP 模式的推廣在 2015 年受到一些阻力。中交建通過實施嚴格的預算管理和加快簽約項目開工來降低執行風險。同時，通過股權融資 (發行優先股和永久債券) 和與金融機構合作來降低杠杆率，寄予此來抓住更多 PPP 項目的機會。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬元人民幣)	331,798	366,042	403,616
淨利潤 (百萬元人民幣)	12,568	13,985	15,828
每股收益 (人民幣)	0.78	0.86	0.96
每股收益變動 (%)	0.9	11.3	11.0
市盈率(x)	6.3	8.7	6.9
市帳率(x)	0.8	1.0	0.7
股息率 (%)	3.9	2.3	2.9
權益收益率 (%)	13.8	13.2	12.0
淨財務槓杆率 (%)	100.9	119.3	94.8

來源: 公司、招銀國際證券預測

中國交通建設(1800 HK)

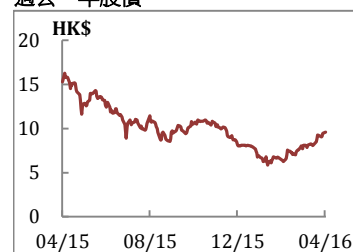
評級	未評級
收市價	HK\$9.74
市值 (港幣百萬)	214,963
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	229.85
52 周高/低 (港幣)	16.56/5.77
發行股數 (百萬)	4,428
主要股東	中交集團(63.84%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	20.2%	18.5%
3 月	46.7%	42.6%
6 月	-8.8%	0.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。