

疫情拖累业绩，亏损符合预告

华泰研究

2022年9月01日 | 中国内地/中国香港

中报点评

铁路运输

	525 HK	601333 CH
投资评级:	买入(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 1.59	人民币: 2.25

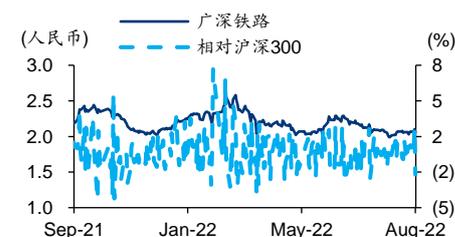
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	林霞颖
SAC No. S0570518090003	linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840	+(86) 755 8249 2388

[点击查看华泰证券研究团队介绍和观点](#)


基本数据

(港币/人民币)	525 HK	601333 CH
目标价	1.59	2.25
收盘价(截至8月31日)	1.23	2.06
市值(百万)	8,713	14,592
6个月平均日成交额(百万)	5.35	88.00
52周价格范围	1.20-1.56	1.99-2.60
BVPS	3.75	3.75

股价走势图



资料来源: Wind

亏损符合预告，疫情拖累业绩

上半年，广深铁路收入为人民币 94.9 亿元（同比下降 1.8%），净亏损为人民币 7.65 亿元（1H21 净利润为人民币 428 万元），与公司 7/15 业绩预告一致。分季度看，1Q22/2Q22 公司净亏损达到人民币 3.98 亿/3.67 亿元。我们将其归因于：1) 新冠疫情导致旅客出行需求下降；2) 成本较为刚性。鉴于新冠疫情反复影响出行，我们将 2022/2023/2024 年净利润预测从人民币 -1.03 亿/+5.67 亿/+6.48 亿元下调至人民币 -15.08 亿/+4.83 亿/+6.43 亿元。我们将公司 A/H 股目标价下调 5.1/12.6% 至人民币 2.25 元/1.59 港币，仍基于 0.620 倍/0.385 倍 2022 年预测 PB(较 2016-2021 年均值低 1 个标准差，反映盈利低谷期折价) 以及目前预测的 2022E BPS 3.63 元，维持“增持”/“买入”评级。

疫情严重拖累铁路客运

核心线路广深城际列车 1H22 收入同比下降 27%，主要由于 3 月至 5 月间大湾区新冠疫情爆发，并且实施严格的封控措施，导致客运量骤降。虽然长途列车也受到疫情影响，但随着 2021 年 12 月赣深高铁开通，公司新开通数对跨线动车组列车，使长途列车收入同比增长 27%。但我们认为，由于疫情严重影响旅客长途旅行意愿，导致出行半径变短，长途列车的客座率可能承压，使公司 1H22 录得大额净亏损（1H21 为小幅盈利）。广九直通车在上半年依然停运。6 月至 7 月，居民出行逐步恢复。今年 7 月广深城际/长途列车客运量已恢复至去年同期的 79%/104%。

铁路货运受疫情影响较小

由于疫情爆发和经济疲软，1H22 公司货运发送量同比下降 15%，使货运收入同比下降 17%。得益于物流保通保畅政策，以及内陆城市受疫情影响程度较轻，公司货物接运量同比微降 0.5%。考虑货物接运量仍具韧性而客运量较差，公司路网清算收入同比下降 10.9%。

成本费用相对刚性

上半年，公司运营费用为人民币 105 亿元（同比增长 8.7%），主要由于跨线动车组列车增加导致相关成本增加，以及其他大部分费用支出相对刚性。公司设备租赁及服务费用同比上涨 19%，主营业务中工资及福利同比上涨 3.8%，两项成本合计占主营业务成本的 76%。综合来看，公司 1H22 毛亏损/净亏损达到人民币 9.17 亿/7.65 亿元，毛亏损率/净亏损率达 9.7%/8.1%；而去年同期毛利润/净利为 1.10 亿/0.04 亿元。展望下半年，因 8 月下旬深圳疫情爆发，3Q22 盈利或受影响，转机或在疫情稳定、出行恢复后出现。

风险提示：1) 平行铁路线分流增加；2) 疫情持续时间较长。

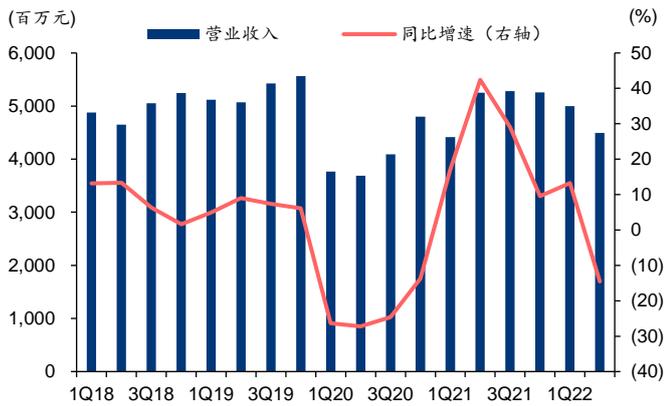
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	16,349	20,206	18,322	22,621	23,884
+/-%	(22.80)	23.59	(9.33)	23.47	5.58
归属母公司净利润 (人民币百万)	(557.88)	(973.12)	(1,508)	483.37	643.19
+/-%	(174.54)	74.43	55.01	(132.04)	33.06
EPS (人民币, 最新摊薄)	(0.08)	(0.14)	(0.21)	0.07	0.09
ROE (%)	(1.98)	(3.57)	(5.86)	1.84	2.42
PE (倍)	(26.16)	(15.00)	(9.67)	30.19	22.69
PB (倍)	0.52	0.54	0.57	0.56	0.55
EV EBITDA (倍)	10.91	18.68	(72.38)	5.07	4.45

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

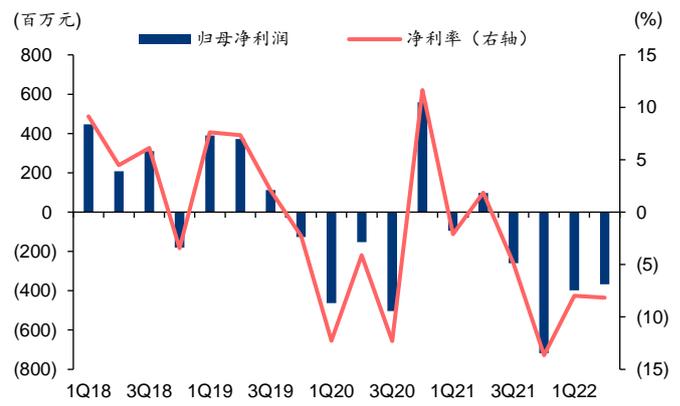
主要图表

图表1: 广深铁路: 营业收入



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 广深铁路: 归母净利润



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 关键假设调整

	本次报告假设			上次报告假设			假设的调整幅度 (%)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
客运业务									
广深城际旅客发送量 (万人)	1,192	3,603	3,999	2,002	4,003	4,403	-40%	-10%	-9%
同比 (%)	-32%	202%	11%	15%	100%	10%			
直通车旅客发送量 (万人)	-	149	297	-	186	204	0%	-20%	46%
同比 (%)	0%	0%	100%	0%	0%	10%			
长途车旅客发送量 (万人)	1,868	4,108	4,519	2,594	4,540	4,994	-28%	-10%	-10%
同比 (%)	-20%	120%	10%	11%	75%	10%			
货运业务									
货物发送量 (万吨)	1,601	1,841	1,933	1,978	2,077	2,181	-19%	-11%	-11%
同比 (%)	-15%	15%	5%	5%	5%	5%			
货物接运量 (万吨)	6,380	6,699	7,034	6,320	6,636	6,968	1%	1%	1%
同比 (%)	6%	5%	5%	5%	5%	5%			

资料来源: 华泰研究预测

估值方法

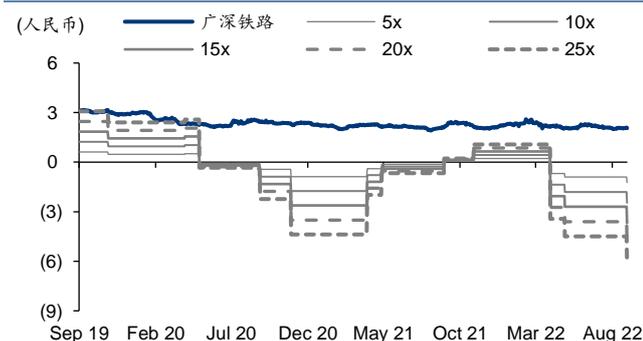
我们给予公司 A /H 股的目标价为人民币 2.25 元/1.59 港币, 基于 0.620 倍/0.385 倍 2022 年预测 PB (较 2016-2021 年均值低 1 个标准差) 和当前港币兑人民币汇率 0.88。

我们之前的目标价人民币 2.37 元/1.82 港币基于 0.620/0.385 倍 2022 年 PB 预测, 假设港币兑人民币汇率为 0.81。

风险提示

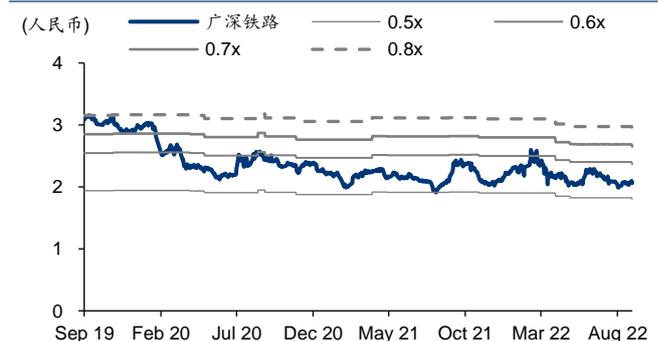
- 1) 平行铁路线分流增加; 2) 疫情持续时间较长。

图表4: 广深铁路 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 广深铁路 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,259	6,736	6,046	7,462	7,807
现金	1,545	1,559	1,352	1,669	1,762
应收账款	3,722	4,396	3,986	4,922	5,196
其他应收账款	595.86	416.53	377.68	466.31	492.33
预付账款	5.12	3.95	3.21	5.63	3.71
存货	296.41	271.58	239.05	311.56	265.44
其他流动资产	94.54	87.82	87.82	87.82	87.82
非流动资产	30,522	30,668	30,018	29,736	29,451
长期投资	196.85	225.34	247.52	270.42	294.13
固定投资	23,016	24,008	23,353	23,072	22,766
无形资产	1,831	1,781	1,762	1,678	1,598
其他非流动资产	5,477	4,653	4,655	4,716	4,792
资产总计	36,780	37,403	36,064	37,198	37,258
流动负债	7,145	8,040	8,547	9,029	8,772
短期借款	0.00	0.00	2,088	1,057	753.48
应付账款	4,989	5,589	5,255	5,666	5,938
其他流动负债	2,156	2,451	1,204	2,307	2,080
非流动负债	1,480	2,159	1,822	1,990	1,906
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,480	2,159	1,822	1,990	1,906
负债合计	8,624	10,199	10,369	11,020	10,678
少数股东权益	(36.67)	(37.51)	(38.82)	(38.40)	(37.84)
股本	7,084	7,084	7,084	7,084	7,084
资本公积	11,563	11,573	11,573	11,573	11,573
留存公积	9,365	8,392	6,882	7,124	7,446
归属母公司股东权益	28,193	27,242	25,734	26,217	26,618
负债和股东权益	36,780	37,403	36,064	37,198	37,258

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,336	1,002	(755.14)	2,750	2,322
净利润	(558.10)	(973.96)	(1,510)	483.79	643.75
折旧摊销	1,747	1,882	1,770	1,859	1,933
财务费用	26.05	40.34	76.63	97.37	64.75
投资损失	(29.90)	(27.94)	(27.94)	(27.94)	(27.94)
营运资金变动	1,274	306.96	(958.50)	460.33	(159.31)
其他经营现金	(1,123)	(224.83)	(105.42)	(122.91)	(132.20)
投资活动现金	(927.51)	(926.11)	(1,063)	(1,473)	(1,535)
资本支出	(853.35)	(1,060)	(1,061)	(1,472)	(1,533)
长期投资	(26.59)	0.00	(22.18)	(22.90)	(23.71)
其他投资现金	(47.58)	134.15	20.64	22.69	21.94
筹资活动现金	(485.76)	(62.13)	371.81	(728.22)	(391.01)
短期借款	0.00	0.00	2,088	(1,032)	(303.04)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	10.35	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(485.76)	(72.47)	(1,717)	303.61	(87.96)
现金净增加额	(77.10)	14.23	(1,446)	549.01	396.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,349	20,206	18,322	22,621	23,884
营业成本	17,878	21,261	19,988	21,553	22,586
营业税金及附加	37.50	55.61	50.42	62.25	65.73
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	271.30	257.87	233.82	288.69	304.80
财务费用	26.05	40.34	76.63	97.37	64.75
资产减值损失	(11.83)	(22.49)	(20.39)	(25.18)	(26.59)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.90	27.94	27.94	27.94	27.94
营业利润	(593.11)	(1,344)	(2,037)	598.26	837.58
营业外收入	17.81	104.21	61.01	82.61	71.81
营业外支出	115.45	9.56	62.50	36.03	49.27
利润总额	(690.74)	(1,250)	(2,038)	644.84	860.13
所得税	(132.64)	(275.62)	(528.43)	161.05	216.37
净利润	(558.10)	(973.96)	(1,510)	483.79	643.75
少数股东损益	(0.22)	(0.84)	(1.31)	0.42	0.56
归属母公司净利润	(557.88)	(973.12)	(1,508)	483.37	643.19
EBITDA	1,079	665.73	(197.99)	2,594	2,849
EPS (人民币, 基本)	(0.08)	(0.14)	(0.21)	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(22.80)	23.59	(9.33)	23.47	5.58
营业利润	(155.12)	126.64	51.51	(129.37)	40.00
归属母公司净利润	(174.54)	74.43	55.01	(132.04)	33.06
获利能力 (%)					
毛利率	(9.35)	(5.22)	(9.09)	4.72	5.43
净利率	(3.41)	(4.82)	(8.24)	2.14	2.70
ROE	(1.98)	(3.57)	(5.86)	1.84	2.42
ROIC	(2.01)	(3.58)	(5.41)	2.21	2.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.45	27.27	28.75	29.62	28.66
净负债比率 (%)	(4.90)	(2.63)	4.59	0.00	(1.81)
流动比率	0.88	0.84	0.71	0.83	0.89
速动比率	0.82	0.79	0.67	0.78	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.54	0.50	0.62	0.64
应收账款周转率	4.03	4.98	4.37	5.08	4.72
应付账款周转率	4.29	4.02	3.69	3.95	3.89
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.08)	(0.14)	(0.21)	0.07	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.14	(0.11)	0.39	0.33
每股净资产(最新摊薄)	3.98	3.85	3.63	3.70	3.76
估值比率					
PE (倍)	(26.16)	(15.00)	(9.67)	30.19	22.69
PB (倍)	0.52	0.54	0.57	0.56	0.55
EV EBITDA (倍)	10.91	18.68	(72.38)	5.07	4.45

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司