

公司研究

疫情冲击叠加成本刚性，业绩继续承压

——广深铁路（601333.SH）2022年三季度报点评

要点

◆**事件：公司发布2022年三季度报。**公司2022年前三季度实现营业收入152亿元，同比增长1.96%；归母净亏损约9.9亿元，较上年同期亏损（2.6亿元）大幅增加；扣非归母净亏损约10.3亿元，较上年同期亏损（2.6亿元）大幅增加。公司22年第三季度营业收入57.5亿元，同比增加8.9%；归母净亏损2.3亿元，较上年同期（亏损2.6亿元）小幅减亏，环比Q2减亏1.4亿元。

◆**国内疫情反复，增长长途线路推动客运收入增长。**公司22年前9月共发送旅客2,256万人次，较21年同期下降28.8%，较19年同期下降67%，主要是受国内疫情反复影响，其中城际列车、直通车、长途车客运量较21年同期分别同比下降39.8%、100%、21.1%，较19年同期分别同比下降74%、100%、58%。公司22年上半年人均客运收入同比上涨71%，主要原因是公司开行了部分前往赣深高铁方向的跨线长途动车组列车；此外自2021年4月起，公司申请增开了部分跨线长途动车组列车。综合以上因素，公司2022年上半年实现客运收入31.3亿元，较2021年同期增长6.4%，较2019年同期下降23%。

◆**列车开行对数减少，路网清算收入同比下降。**公司2022年上半年路网清算服务收入约16.3亿元，较2021年同期下降10.9%，较19年同期下降20%，主要原因是国内疫情影响，铁路客运列车开行对数同比减少；2022年上半年其他运输服务收入约34.6亿元，较2021年同期增长1.7%，较19年同期增长29%，主要原因是公司新增为赣深铁路提供铁路运营服务。

◆**货运业务表现低迷。**公司22年前9月货物发送量约1,225万吨，较21年同期下降13.2%，较19年同期增长1.8%。公司22年前6月发送货物全程周转量较21年同期下降13.3%，较19年同期下降6.4%，主要是受新冠肺炎疫情和宏观经济增速放缓的影响。综合以上因素，公司2022年上半年实现货运收入8.3亿元，较2021年同期下降16.7%，较19年同期下降9.8%。

◆**成本继续上涨，毛利率同比转负。**公司2022年上半年主营成本同比上涨8.7%，低于营业收入同期增速，主要原因还是公司部分运营成本刚性。在新增开行跨线长途动车组列车的背景下，公司2022年上半年人工成本、设备租赁服务费、折旧、物料及水电消耗分别同比上涨3.8%、19.1%、1.1%、1.6%。综合以上因素，公司2022年前三季度毛利率为-7.6%，较上年同期（-0.92%）大幅下降，公司2022年第三季度毛利率为-4.1%，较Q1（-9.3%）、Q2（-10.1%）有所修复。

◆**投资建议：**疫情对公司生产经营带来负面影响仍将持续，短期盈利承压。考虑公司国内疫情仍反复，我们下调公司22-24年净利润预测分别至-13.3亿元、+2.5亿元、+5.5亿元（原为-2.8亿元、+2.8亿元、+5.7亿元）；由于目前公司A股、H股均处于破净状态，我们维持公司A股、H股“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济下行导致客货运需求下行；自营铁路线路客运量大幅下滑；路网清算收入、铁路运营服务收入增长低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,349	20,206	20,128	23,115	25,552
营业收入增长率	-22.80%	23.59%	-0.38%	14.84%	10.55%
净利润（百万元）	-558	-973	-1,330	251	547
净利润增长率	-175%	-	-	-	118%
EPS（元）	-0.08	-0.14	-0.19	0.04	0.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	-1.98%	-3.57%	-5.13%	0.96%	2.06%
P/E（A股）	-	-	-	55	25
P/E（H股）	-	-	-	28	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27；汇率：按1HKD=0.91CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：1.95元

H股：增持（维持）

当前价：1.09港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

联系人：卢浩敏

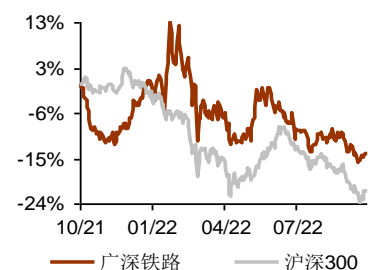
021-52523659

luhaomin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	70.84
总市值(亿元)	138.13
一年最低/最高(元)	1.90/2.67
近3月换手率	25.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.70	7.36	14.50
绝对	-2.01	-6.70	-11.36

资料来源：Wind

相关研报

疫情对盈利带来负面冲击，区位优势奠定发展基础——京沪高铁（601816.SH）2022年中报点评（2022-08-31）

煤炭市场预期积极稳定，支撑公司主业健康发展——大秦铁路（601006.SH）2022年中报点评（2022-08-30）

历尽千辛，岿然不动——交通运输行业2022年中期投资策略（2022-06-01）

疫情冲击仍在，业绩短期承压——广深铁路（601333.SH）2021年报及2022年一季报点评（2022-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,349	20,206	20,128	23,115	25,552
营业成本	17,878	21,261	21,668	22,416	24,321
折旧和摊销	1,714	3,354	3,489	3,543	3,571
税金及附加	38	56	40	46	51
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	271	258	302	347	383
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	26	40	48	63	62
投资收益	30	28	30	38	40
营业利润	-593	-1,344	-1,785	305	800
利润总额	-691	-1,250	-1,775	335	730
所得税	-133	-276	-444	84	183
净利润	-558	-974	-1,331	251	548
少数股东损益	0	-1	-1	0	0
归属母公司净利润	-558	-973	-1,330	251	547
EPS(按最新股本计)	-0.08	-0.14	-0.19	0.04	0.08

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,336	1,002	1,674	3,756	4,092
净利润	-558	-973	-1,330	251	547
折旧摊销	1,714	3,354	3,489	3,543	3,571
净营运资金增加	-2,297	533	748	749	620
其他	2,477	-1,911	-1,233	-788	-646
投资活动产生现金流	-928	-926	-310	-487	-460
净资本支出	-689	-937	-500	-500	-500
长期投资变化	197	225	0	0	0
其他资产变化	-436	-214	190	13	40
融资活动现金流	-486	-62	2,109	-2,220	-188
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3	1	2,157	-2,157	0
无息负债变化	867	1,573	-720	592	439
净现金流	-77	14	3,473	1,049	3,444

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	-9.3%	-5.2%	-7.6%	3.0%	4.8%
EBITDA 率	-0.2%	2.7%	7.7%	16.8%	17.2%
EBIT 率	-10.8%	-6.6%	-9.6%	1.4%	3.2%
税前净利润率	-4.2%	-6.2%	-8.8%	1.4%	2.9%
归母净利润率	-3.4%	-4.8%	-6.6%	1.1%	2.1%
ROA	-1.5%	-2.6%	-3.5%	0.7%	1.5%
ROE (摊薄)	-2.0%	-3.6%	-5.1%	1.0%	2.1%
经营性 ROIC	-4.7%	-3.5%	-5.3%	1.0%	2.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	23%	27%	31%	28%	28%
流动比率	0.88	0.84	1.08	1.50	1.89
速动比率	0.83	0.80	1.05	1.46	1.84
归母权益/有息债务	455.61	430.71	11.67	413.65	420.32
有形资产/有息债务	552.70	546.70	15.82	534.69	548.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	36,780	37,403	37,510	36,195	37,057
货币资金	1,545	1,559	5,032	6,081	9,525
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,722	4,396	4,409	5,127	5,618
应收票据	0	0	32	12	18
其他应收款 (合计)	0	0	3	1	2
存货	296	272	319	331	344
其他流动资产	690	504	504	394	332
流动资产合计	6,259	6,736	10,310	11,953	15,847
其他权益工具	378	464	464	464	464
长期股权投资	197	225	225	225	225
固定+使用权资产	23,016	24,008	22,227	20,977	18,098
在建工程	2,779	1,589	597	284	190
无形资产	1,831	1,781	1,717	1,660	1,604
商誉	281	281	281	281	281
其他非流动资产	37	39	39	39	39
非流动资产合计	30,522	30,668	27,200	24,242	21,210
总负债	8,624	10,199	11,636	10,071	10,510
短期借款	0	0	2,157	0	0
应付账款	4,989	5,589	5,142	5,822	6,161
应付票据	0	300	0	0	0
预收账款	0	0	270	103	152
其他流动负债	15	4	4	4	4
流动负债合计	7,145	8,040	9,532	7,966	8,406
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,421	2,102	2,102	2,102	2,102
非流动负债合计	1,480	2,159	2,104	2,104	2,104
股东权益	28,156	27,204	25,873	26,125	26,547
股本	7,084	7,084	7,084	7,084	7,084
公积金	14,647	14,657	14,657	14,683	14,737
未分配利润	6,280	5,307	3,977	4,203	4,570
归属母公司权益	28,193	27,242	25,912	26,163	26,585
少数股东权益	-37	-38	-38	-38	-38

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	1.66%	1.28%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	0.16%	0.20%	0.24%	0.27%	0.24%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	19%	22%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.02	0.04
每股经营现金流	0.19	0.14	0.24	0.53	0.58
每股净资产	3.98	3.85	3.66	3.69	3.75
每股销售收入	2.31	2.85	2.84	3.26	3.61

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A 股)	-	-	-	55	25
PB (A 股)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-336.6	8.4	10.1	3.4	2.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE