

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

业绩符合预期，高增长得益于翘尾效应和成本控制

事件描述

广深铁路今日公布 2011 年中期报告，报告期内，公司实现营业收入 69.34 亿元，同比增长 9.9%；毛利率 27.45%，较上年同期上升 3%；营业利润为 12.41 亿元，同比增长 39.66%；实现归属于母公司所有者净利润为 9.15 亿元，同比增长 32.34%；实现 EPS 为 0.13 元，其中二季度环比一季度增加 1.2 分钱，增长幅度 20%。

事件评论

第一， 公司上半年业绩高增长分析：毛利率提升和费用下滑

通过比较各项业务营收的占比和营收同比增量的占比，我们认为营业收入增长 9.93% 的主要原因有：（1）广深城际列车量价齐升。从 6 月 18 日起，广深城际动车组普票价每张上调 5 元，促城际车单位收入同比增长 7.93%；同时城际车上半年日均开行 110 列，比去年同期多 10 列，运能提升促城际车客运发送量同比增长 7.23%。（2）委托运输服务收入大增，因武广高铁开行密度的增加和广珠城际铁路 1 月 7 日的开通运营，广深铁路的委托经营收入同比增加 2.17 亿元，占公司营收增量的 35%。

通过比较各项业务成本的占比和成本同比增量的占比，我们认为营业成本增幅较小使公司毛利率提升的主要原因有：

（1）维修费用下降。公司 2010 年基本完成对和谐号动车组的三级维修，使 2011 年上半年公司维修费用较去年同期减少约 1.5 亿元。（2）主营业务其他成本较去年同期减少 0.45 亿元。一方面由于春运实行实名制购票，使相关支出减少；另一方面受益 2010 年对广深铁路沿线环境的整治，使相关支出减少。

管理费用和财务费用分别同比下降 826 万元和 1557 万元。管理费用下降源于缩减开支，由于公司今年提升一线员工工资 400 元/月，使人均工资上涨 8%，所以公司为了压成本削减管理费用；财务费用减少由于上半年货币资金增加 11 亿元和三次加息。

第二，公司业务发展展望：客运增长面临高铁分流，货运增长成为主要看点

客运业务：收入占比 56%，毛利率约 25%。受动车事故影响，原定于大运会前通车的广深高铁推迟开通，暂无通车时间表，所以对下半年客运业务不构成影响。由于暑运和大运会叠加，我们预计公司下半年客运业务收入较上半年有所增加。长期来看，客运业务还是免不了高铁的竞争，尤其 2012 年广深高铁通到深圳中心区的福田站后，城际车将受冲击；高铁香港段预计 2015 年建成通车，届时直通车将受影响；京广高铁 2012 年开通对长途车将形成部分分流。

货运业务：收入占比 9%，体量虽小，但毛利率是客运业务的 2 倍，其增长可以提升公司的盈利水平。我们看好公司货运业务未来增长，一方面，为了响应铁道部的号召，公司将通过发展线下业务、运送高附加值货物来提高内部效益；另一方面，京广铁路湖南段的收购预期进一步打开了货运业务的增长空间，一旦京广高铁开通，运量将呈现较高增长。

目前广铁集团货运请车满足率是 60%，运力不及山西和内蒙地区紧张，而且私营货主居多，所以运能的释放须结合地方铁路货源拓展意识的增强和下游需求的增加，才能实现运量的持续高增长。

委托运输服务：高铁委托地方铁路局运营，提供电力、车站等一系列服务，并收取一定的委托服务费。随着未来几年京广、广深港等高铁的开通，该业务还会继续高增长势头，由于该业务利润率为 8%，每增加 1 亿元服务收入只增厚 EPS1 厘钱。

第三，估值优势仍在，资产注入可期，维持“谨慎推荐”评级

不考虑资产收购，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.26 元、0.29 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 10 倍。鉴于公司当前 PB 仅 1 倍，且公司后期可能进行的资产注入可增厚业绩，维持公司“谨慎推荐”评级。

风险提示

客运增长受高铁分流影响超预期，货运增长受经济环境等因素影响低于预期。

表 1：公司营业收入分析

单位：万元	2011H1	2010H1	同比增减	营收占比	增量	增量占比
营业收入	693,382.42	630,728.77	9.93%	100.00%	62,653.65	100%
客运业务	390,759.68	352,413.90	10.88%	56.36%	38,345.78	61%
—广深城际列车	129,179.65	111,607.64	15.74%	18.63%	17,572.01	28%
—直通车	21,866.11	19,482.81	12.23%	3.15%	2,383.30	4%
—长途车	239,713.92	221,323.45	8.31%	34.57%	18,390.47	29%
货运业务	64,280.46	61,464.79	4.58%	9.27%	2,815.67	4%
—货物发送	19,727.77	16,930.10	16.52%	2.85%	2,797.67	4%
—货物接运	41,869.54	42,227.09	-0.85%	6.04%	-357.55	-1%
—货运其它收入	2,683.15	2,307.60	16.27%	0.39%	375.55	1%
路网清算	153,071.73	155,163.08	-1.52%	22.08%	-2,091.35	-3%
—机车牵引	59,501.34	63,116.31	-5.73%	8.58%	-3,614.97	-6%
—线路使用	51,103.30	51,472.18	-1.23%	7.37%	-368.88	-1%
—电力接触网使用	18,052.53	17,000.14	6.19%	2.60%	1,052.39	2%
—车辆挂运	14,318.09	13,852.64	3.36%	2.06%	465.45	1%
—其它服务	10,096.47	9,721.81	3.85%	1.46%	374.66	1%
委托运输服务	29,698.00	8,000.00	271.23%	4.28%	21,698.00	35%
其他运输服务	10,472.55	13,087.00	-19.98%	1.51%	-2,614.45	-4%
其它业务	45,100.00	40,600.00	11.28%	6.50%	4,500.00	7%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 公司营业成本分析

单位: 万元	2011H1	2010H1	同比增减	成本占比	增量	增量占比
营业成本	503,047.26	477,139.93	5.43%	100.00%	25,907.33	100.00%
主营业务成本	466,714.88	445,965.02	4.65%	92.78%	20,749.87	80.09%
—设备租赁及服务费	178,094.27	149,362.76	19.24%	35.40%	28,731.50	110.90%
—工资及福利	102,391.82	92,648.01	10.52%	20.35%	9,743.80	37.61%
—物料及水电消耗	70,269.52	67,800.21	3.64%	13.97%	2,469.31	9.53%
—固定资产折旧	65,857.01	66,000.63	-0.22%	13.09%	-143.62	-0.55%
—维修费用	23,422.92	38,397.75	-39.00%	4.66%	-14,974.83	-57.80%
—社会综合服务费	11,706.11	12,323.00	-5.01%	2.33%	-616.89	-2.38%
—其他	14,973.22	19,432.64	-22.95%	2.98%	-4,459.41	-17.21%
其它业务成本	36,332.37	31,174.91	16.54%	7.22%	5,157.46	19.91%

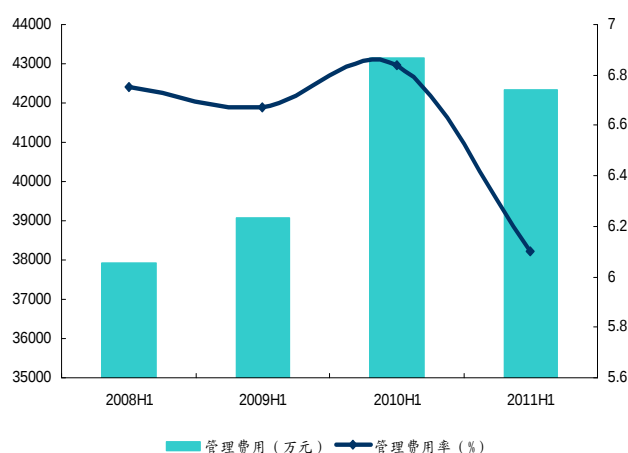
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 公司日均开行列车对数

项目	2010H1	2011H1	说明
广深高速列车	100	110	自 2010 年 7 月 1 日起, 广深城际列车开行对数增加到 110 对 (备用线 19 对), 总运能有所增加。
长途车	102	108	自 2011 年 4 月 1 日期, 公司铁路运行图调整, 在调整 3 对列车运行时间或区间的同时, 增开了 5 对列车 (2 对广州东至坪石、1 对广州东至汕头、1 对广州东至梅州、1 对深圳至韶关东), 现有长途客车 21 对。
广九直通车	13	13	广九 11 对、肇九 1 对、京沪九 1 对。
共开行旅客列车	215	231	

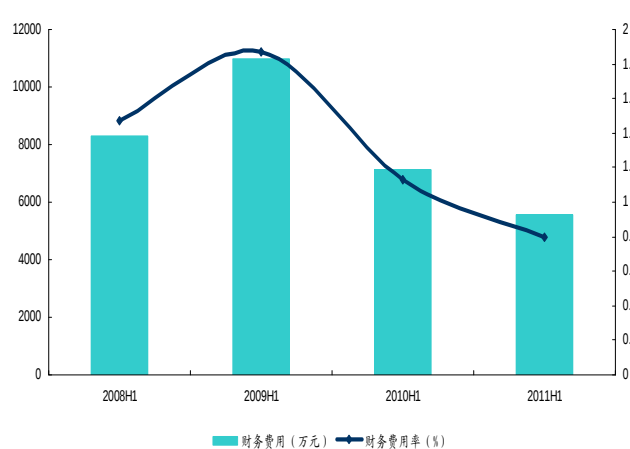
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 1: 2011 年上半年管理费用下滑



资料来源: WIND, 长江证券研究部

图 2: 2011 年上半年财务费用下滑



资料来源: WIND, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13484	14276	15121	16087	货币资金	3268	10126	17135	24543
营业成本	9905	10408	10906	11301	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3579	3867	4215	4786	应收账款	650	688	729	775
% 营业收入	26.5%	27.1%	27.9%	29.8%	存货	255	268	281	291
营业税金及附加	339	358	380	404	预付账款	9	9	10	10
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	其他流动资产	12	13	14	15
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	4194	11105	18169	25635
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1014	1071	1134	1207	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	长期股权投资	174	179	185	192
财务费用	142	106	90	78	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.7%	0.6%	0.5%	固定资产合计	25213	20430	15588	10717
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	567	538	512	486
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	281	281	281	281
投资收益	5	9	6	7	递延所得税资产	113	0	0	0
营业利润	2092	2342	2617	3105	其他非流动资产	63	63	63	63
% 营业收入	15.5%	16.4%	17.3%	19.3%	资产总计	30604	32597	34797	37374
营业外收支	-97	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1995	2342	2617	3105	应付款项	1652	1736	1818	1882
% 营业收入	14.8%	16.4%	17.3%	19.3%	预收账款	68	72	76	81
所得税费用	440	517	578	685	应付职工薪酬	355	373	391	405
净利润	1555	1825	2039	2419	应交税费	344	386	422	480
归属于母公司所有者的净利润	1555.	1826.	2040.	2421.	其他流动负债	395	416	436	452
润	9	0	8	1	流动负债合计	2815	2983	3144	3301
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.22	0.26	0.29	0.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3567	3567	3567	3567
经营活动现金流净额	3528	7103	7250	7647	负债合计	6382	6550	6711	6868
取得投资收益收回现金	4	4	0	0	归属于母公司所有者权益	24168	25994	28035	30456
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	55	53	52	50
固定资产投资	-1127	-143	-151	-161	股东权益	24223	26047	28087	30506
其他	-91	0	0	0	负债及股东权益	30604	32597	34797	37374
投资活动现金流净额	-1218	-139	-151	-161	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.220	0.258	0.288	0.342
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.41	3.67	3.96	4.30
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	15.80	13.46	12.04	10.15
筹资成本	734	-106	-90	-78	PEG	0.99	0.85	0.76	0.64
其他	-1501	0	0	0	PB	1.02	0.95	0.88	0.81
筹资活动现金流净额	-767	-106	-90	-78	EV/EBITDA	5.92	1.95	0.96	0.00
现金净流量	1543	6859	7009	7408	ROE	6.4%	7.0%	7.3%	7.9%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

姜捷，法国兰斯高商市场金融硕士，研究公路铁路运输行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。