

广深铁路 (601333)

广深港高铁即将通车，福田站通车影响最为关键

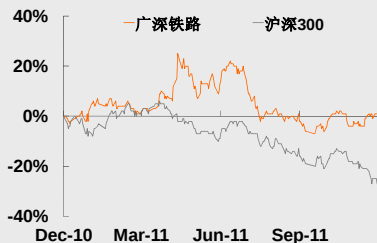
推荐 (维持)

现价：3.48 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.gsrc.com
大股东/持股	广州铁路(集团)公司 /37.12%
实际控制人/持股	铁道部/37.12%
总股本(百万股)	7,084
流通 A 股(百万股)	5,377
流通 B/H 股(百万股)	1,431
总市值(亿元)	246.51
流通 A 股市值(亿元)	187.13
每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	21.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

储海
投资咨询资格编号
S106051101002
021-33830373
chuhai260@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 宏观经济景气度下滑影响公司客货运量

受宏观经济景气度下降影响，广深铁路客货运量增速下滑，尤其是货运业务受影响较大。

2011 年 11 月，公司完成客运发送量 618 万人次，同比增长 3.7%。其中，城际列车完成发送量 299 万人次，同比增长 1.9%；直通车完成发送量 31 万人次，同比增长 20.3%；长途车完成发送量 289 万人次，同比增长 4.1%。公司直通车旅客增长很快，但是城际列车客运量增速出现明显的下滑趋势。

公司完成货运量 598 万人次，同比增长 1.6%。其中，完成货物接运量 412 万吨，同比增长 1.4%；完成货物发送量 186 万吨，同比增长 2.1%。由于房地产调控以及广东外向型经济增速的下滑，公司货运量需求增长并不明显。

■ 广深港高铁分流影响关键还在于福田站的通车

此次通车的是广深段广州南站至深圳北站，公司经营的广深城际列车走的线路是广州东站—深圳罗湖站，广州南站与广州东站，深圳北站与罗湖站之间都有较长的距离，且两条线路之间完全错位运营，目标客户存在差异，预计此次通车对公司城际列车带来的分流影响不大。随着广深港高铁延伸至福田站，由于高铁运行速度 300 公里/小时，广深城际列车运行速度为 200 公里/小时，原本从罗湖站前往广州的福田旅客将会选择更快捷的高铁，对公司客运业务分流影响较大。

■ 业绩面临下滑，关注资产整合，维持“推荐”评级

受广深港高铁的分流影响，公司业绩面临下滑，我们预计公司 2011、2012、2013 年净利润为 19.02 亿元，15.89 亿元和 15.94 亿元，每股收益分别为 0.27 元、0.22 元和 0.23 元，当前股价对应的 PE 分别为 12.9 倍、15.5 倍和 15.5 倍。PE 估值水平高于大秦铁路，与国外铁路公司比较接近。我们预计公司 2011 年底每股净资产为 3.59 元，公司股价已经跌破净资产，安全边际已经很高，同时考虑到公司资产整合的前景，我们维持“推荐”评级。

■ 风险提示：宏观经济增速放缓

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12,386	13,484	14,436	14,512	15,026
YoY(%)	6.0	8.9	7.1	0.5	3.5
净利润(百万元)	1,357	1,556	1,904	1,590	1,595
YoY(%)	12.0	14.6	22.3	-16.5	0.3
毛利率(%)	25.0	26.5	27.2	24.5	23.9
净利率(%)	11.0	11.5	13.2	11.0	10.6
ROE(%)	5.9	6.4	7.5	6.1	5.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.22	0.27	0.22	0.23
P/E(倍)	18.2	15.8	12.9	15.5	15.5
P/B(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

一、宏观经济景气度下滑影响公司客货运量，

受宏观经济景气度下降影响，广铁铁路客货运量增速出现下滑，尤其是货运业务受到影响较大。

1.1 客运量增速出现下滑趋势

2011 年 11 月，公司完成客运发送量 618 万人次，同比增长 3.7%。其中，城际列车完成发送量 299 万人次，同比增长 1.9%；直通车完成发送量 31 万人次，同比增长 20.3%；长途车完成发送量 289 万人次，同比增长 4.1%。

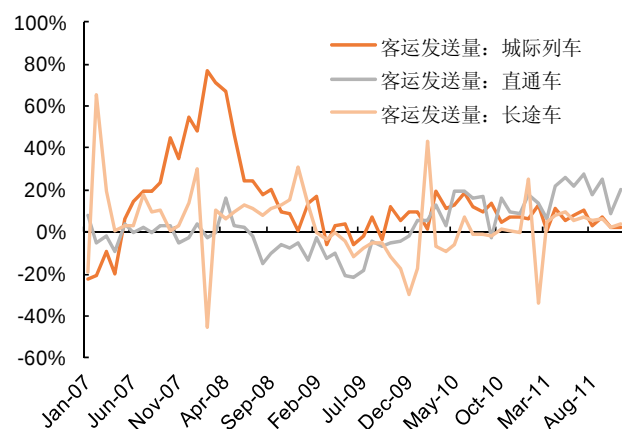
1-11 月份，公司完成客运发送量 8306 万人次，同比增长 5.9%。其中，城际列车完成发送量 3596 万人次，同比增长 6.1%；直通车完成发送量 333 万人次，同比增长 18.6%；长途车完成发送量 4376 万人次，同比增长 4.9%。公司直通车旅客增长很快，但是城际列车客运量增速出现明显的下滑趋势。

图表1 广深铁路客运发送量同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 广深铁路客运发送量分类同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 广深铁路客运经营数据

客运量 (万人)	发送量合计			城际列车			直通车			长途车		
	2011	2010	同比	2011	2010	同比	2011	2010	同比	2011	2010	同比
1 月	1075	904	19%	309	291	6%	31	26	18%	735	586	25%
2 月	612	711	-14%	319	283	13%	25	22	14%	268	406	-34%
3 月	700	679	3%	323	320	1%	29	27	6%	348	331	5%
4 月	764	694	10%	357	321	11%	33	27	22%	374	345	8%
5 月	708	655	8%	330	313	5%	29	23	26%	349	319	10%
6 月	685	640	7%	305	282	8%	28	23	22%	352	335	5%
7 月	841	771	9%	357	324	10%	33	25	28%	451	421	7%
8 月	877	833	5%	347	336	3%	33	28	18%	496	469	6%
9 月	740	691	7%	310	290	7%	29	23	25%	402	378	6%
10 月	686	669	2%	342	334	2%	32	30	9%	311	306	2%
11 月	618	596	4%	299	293	2%	31	25	20%	289	278	4%
累计	8306	7842	6%	3596	3388	6%	333	281	19%	4376	4174	5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

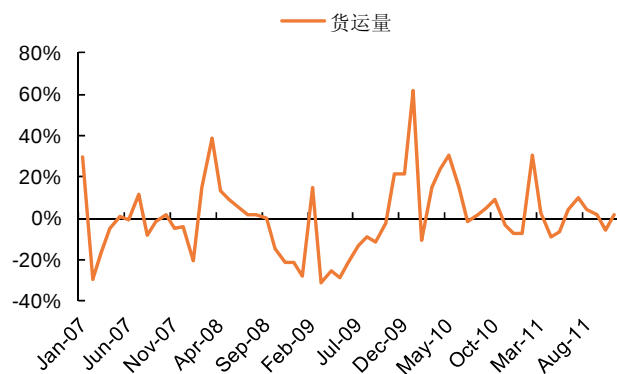
1.2 货运量增长有限

2011 年 11 月，公司完成货运量 598 万吨，同比增长 1.6%。其中，完成货物接运量 412 万吨，同比增长 1.4%；完成货物发送量 186 万吨，同比增长 2.1%。

1-11 月，公司完成货运量 6273 万吨，同比增长 1.0%。其中，完成货物接运量 4234 万吨，同比下滑 1.4%；完成货物发送量 2039 万吨，同比增长 6.6%。

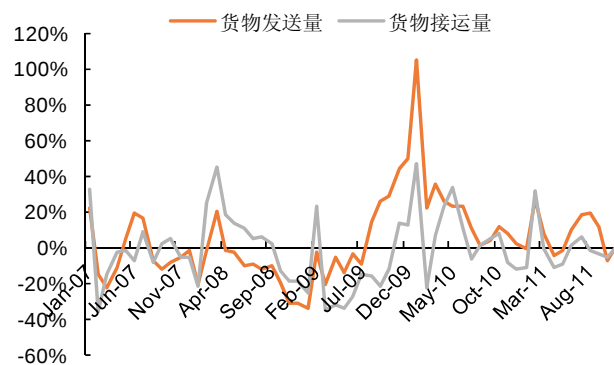
由于房地产调控以及广东外向型经济增速的下滑，公司货运量需求增长并不明显。

图表4 广深铁路货运量同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 广深铁路货运量分类同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 广深铁路客运经营数据

货运量 (万吨)	货运量合计			接运到达			接运通过			货物发送		
	2011	2010	同比	2011	2010	同比	2011	2010	同比	2011	2010	同比
1 月	500	539	-7%	160	167	-4%	166	198	-16%	174	174	0%
2 月	423	325	30%	140	104	35%	132	101	30%	151	119	27%
3 月	577	564	2%	198	181	9%	181	200	-10%	199	184	8%
4 月	557	613	-9%	200	193	4%	176	231	-24%	181	189	-4%
5 月	583	627	-7%	194	210	-7%	206	231	-11%	183	186	-1%
6 月	591	566	4%	193	193	0%	200	193	4%	198	180	10%
7 月	611	555	10%	214	196	9%	210	202	4%	187	158	19%
8 月	622	596	5%	225	212	6%	202	219	-8%	196	164	19%
9 月	608	598	2%	216	207	5%	194	216	-10%	197	176	12%
10 月	601	638	-6%	212	225	-6%	203	213	-4%	186	200	-7%
11 月	598	588	2%	214	189	13%	198	217	-9%	186	182	2%
累计	6273	6210	1%	2167	2076	4%	2068	2221	-7%	2039	1913	7%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、广深港高铁通车对公司业务影响分四个阶段

广深港高铁广深段原本计划在 2011 年 8 月份通车，7.23 温州动车事故以后，铁道部进行全路安全检查，广深港高铁项目也成为安全检查项目之一，通车时间被推迟。

近期，随着温州动车事故调查进入扫尾阶段，铁道部安全检查工作基本告一段落，广深港高铁的通车也提上日程，预计广深港高铁广深段将在元旦之前实现通车。

广深港高铁通车对公司经营的铁路客运业务将产生一定的分流影响，影响可以分为四个阶段。

图表7 广深港高铁通车影响公司客运业务的四个阶段

阶段	计划时间	实际时间	分流影响情况
广深段广州南站 – 深圳北站通车	2011 年 8 月	预计 2011 年 12 月	影响较小
广深段福田站通车	2012 年 6 月	预计 2012 年下半年	影响较大
京广高铁全线通车	2011 年底	预计 2012 年底	分流客运业务，增加货运业务
香港段通车	2015 年	2015 年	影响广九直通车

资料来源：平安证券研究所 债券

第一阶段、广深港高铁广深段广州南站 – 深圳北站线路通车，预计此次通车分流影响较小。

公司经营的广深城际列车走的线路是广州东站 – 深圳罗湖站，广州南站与广州东站，深圳北站与罗湖站之间都有较长的距离，且两条线路之间完全错位运营，目标客户存在差异，预计广州南站 – 深圳北站段的通车对公司城际列车带来的分流影响不大。

图表8 广深港高铁与广深城际列车运行图



资料来源：铁道部，平安证券研究所

第二阶段、广深港高铁广深段广州南站 – 福田站线路通车，预计此次通车分流影响较大。

随着广深港高铁延伸至福田站，由于高铁运行速度 300 公里/小时，广深城际列车运行速度为 200 公里/小时，原本从罗湖站前往广州的福田旅客将会选择更快捷的高铁，对公司客运业务分流影响较大。

第三阶段、京广高铁 2012 年底全线通车，分流客运业务，增加货运业务。

2012 年底，京广高铁有望全线通车，原京广线客运业务大部分要分流至京广高铁，原京广线货运业务有较大幅度增加。预计公司长途车业务大幅度减少，而货运业务也会有较大幅度的增长。

第四阶段、广深港高铁香港段 2015 年全线通车，预计广九直通车可能取消。

根据计划，广深高铁香港段 2015 年正式通车运营，预计从广州 - 香港需要 1 个小时左右，而乘坐公司运营的广九直通车需要接近两个小时，广深高铁香港段的通车对广九直通车分流影响很大，预计广九直通车可能会取消。但是广九直通车在公司客运中占比很小，且盈利情况一般，对公司业绩没有太大影响。

三、业绩面临下滑，关注资产整合

3.1 业绩存在下滑风险

我们认为，未来两年公司业绩存在下滑风险。首先，广深港高铁的通车对公司客运业务存在分流影响。其次，京广高铁全线通车后，由于铁道部仍然要求在既有线路上继续开行一定数量的客运列车，短期内，货运业务也难以实现大幅度增长。

图表9 广深铁路客运业务预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
广深城际列车					
平均运费（元/人）	61.10	63.91	66.52	66.52	66.52
增长率（%）	-0.6%	4.6%	4.1%	0.0%	0.0%
客运发送量（万人）	3349.44	3694.78	3961.50	3565.35	3387.08
增长率（%）	4.4%	10.3%	7.2%	-10.0%	-5.0%
客运收入(百万元)	2046.65	2361.26	2635.26	2371.74	2253.15
增长率（%）	3.7%	15.4%	11.6%	-10.0%	-5.0%
直通车					
平均运费（元/人）	135.20	133.72	127.73	127.73	127.73
增长率（%）	10.8%	-1.1%	-4.5%	0.0%	0.0%
客运发送量（万人）	279.90	309.36	359.94	341.94	324.84
增长率（%）	-10.2%	10.5%	16.3%	-5.0%	-5.0%
客运收入(百万元)	378.42	413.69	459.73	436.75	414.91
增长率（%）	-0.5%	9.3%	11.1%	-5.0%	-5.0%
长途车					
平均运费（元/人）	104.75	118.74	101.33	101.33	101.33
增长率（%）	15.6%	13.4%	-14.7%	0.0%	0.0%
客运发送量（万人）	4554.49	4488.12	4973.85	4725.16	4488.90
增长率（%）	-6.3%	-1.5%	10.8%	-5.0%	-5.0%
客运收入(百万元)	4770.65	5329.17	5039.99	4787.99	4548.59
客运业务合计					
平均运费（元/人）	87.93	95.43	87.52	88.00	88.00

增长率(%)	9.0%	8.5%	-8.3%	0.6%	0.0%
客运发送量(万人)	8183.83	8492.26	9295.29	8632.45	8200.83
增长率(%)	-2.4%	3.8%	9.5%	-7.1%	-5.0%
客运收入(百万元)	7195.72	8104.13	8134.98	7596.47	7216.65
增长率(%)	6.5%	12.6%	0.4%	-6.6%	-5.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 广深铁路货运业务预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货物发送					
平均运费(元/吨)	16.18	16.22	18.62	19.55	20.53
增长率(%)	46.5%	0.2%	14.8%	5.0%	5.0%
货物发送量(万吨)	1762.24	2096.28	2227.84	2673.41	3341.76
增长率(%)	4.6%	19.0%	6.3%	20.0%	25.0%
货运收入(百万元)	285.19	339.96	414.78	522.62	685.94
增长率(%)	53.2%	19.2%	22.0%	26.0%	31.3%
货物接运(含到达及通过)					
平均运费(元/吨)	18.85	19.71	20.01	21.01	22.06
增长率(%)	-3.8%	4.5%	1.5%	5.0%	5.0%
货物接运量(万吨)	4436.47	4696.89	4399.20	5059.08	6323.85
增长率(%)	-16.8%	5.9%	-6.3%	15.0%	25.0%
货运收入(百万元)	836.41	925.61	880.31	1062.97	1395.15
增长率(%)	-19.9%	10.7%	-4.9%	20.8%	31.3%
货运其他收入					
客运收入(百万元)	88.52	95.26	93.91	112.69	140.87
增长率(%)	-5.7%	7.6%	-1.4%	20.0%	25.0%
货运业务合计					
平均运费(元/吨)	19.52	20.03	20.96	21.96	22.99
增长率(%)	3.4%	2.6%	4.6%	4.8%	4.7%
货运量(万吨)	6198.71	6793.17	6627.04	7732.48	9665.60
增长率(%)	-11.6%	9.6%	-2.4%	16.7%	25.0%
货运收入(百万元)	1210.12	1360.82	1388.99	1698.28	2221.95
增长率(%)	-8.6%	12.5%	2.1%	22.3%	30.8%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 关注资产整合

随着铁道部安全检查工作的结束，铁道部工作重点重新转向经营体制改革。我们认为，在铁路建设资金紧缺的背景下，资金来源成为铁路改革首先要解决的问题，以现有上市公司作为融资平台整合铁路资产是铁道部的一个较好的选择。

2010年，大秦铁路通过整合太原局留存资产实现了再融资计划，广深铁路成为铁道部资本市场融资下一个首选目标。

2011 年受铁道部人事变动、温州动车事故等一系列事件影响，铁道部资本市场融资计划暂时搁置。

进入 2012 年，铁道部有望再次启动资本市场融资计划。

公司有望继续整合广铁集团内其他铁路资产，实现外延式扩张。

3.3 维持“推荐”评级

我们预计公司 2011、2012、2013 年净利润为 19.02 亿元，15.89 亿元和 15.94 亿元，每股收益分别为 0.27 元、0.22 元和 0.23 元，当前股价对应的 PE 分别为 12.9 倍、15.5 倍和 15.5 倍。PE 估值水平高于大秦铁路，与国外铁路公司比较接近。我们预计公司 2011 年底每股净资产为 3.59 元，公司股价已经跌破净资产，安全边际已经很高，同时考虑到公司资产整合的前景，我们维持“推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	4194	5296	7428	9679					
现金	3268	3952	5180	6446					
应收账款	593	571	574	594					
其他应收款	57	61	61	63					
预付账款	9	420	438	457					
存货	255	263	274	286					
其他流动资产	13	30	901	1833					
非流动资产	26410	25199	23941	22696					
长期投资	174	144	152	160					
固定资产	24460	23635	22609	21484					
无形资产	567	532	497	462					
其他非流动资产	1209	889	683	591					
资产总计	30604	30495	31368	32375					
流动负债	2815	1433	1478	1528					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	1652	1051	1096	1143					
其他流动负债	1162	382	383	385					
非流动负债	3567	3575	3575	3575					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	3567	3575	3575	3575					
负债合计	6382	5008	5053	5103					
少数股东权益	55	53	52	51					
股本	7084	7084	7084	7084					
资本公积	11565	11565	11565	11565					
留存收益	5520	6786	7615	8574					
归属母公司股东权益	24168	25434	26263	27222					
负债和股东权益	30604	30495	31368	32375					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	3528	1451	2148	2055					
净利润	1555	1902	1589	1594					
折旧摊销	1370	1239	1253	1261					
财务费用	142	148	144	137					
投资损失	-5	-3	-3	-3					
营运资金变动	356	-1783	-850	-931					
其他经营现金流	111	-52	15	-3					
投资活动现金流	-1218	14	-15	-15					
资本支出	1158	20	20	20					
长期投资	0	-36	10	10					
其他投资现金流	-59	-3	15	15					
筹资活动现金流	-767	-780	-905	-774					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-767	-780	-905	-774					
现金净增加额	1543	684	1228	1266					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	13484	14436	14512	15026					
营业成本	9905	10507	10958	11429					
营业税金及附加	339	361	363	376					
营业费用	0	0	0	0					
管理费用	1014	866	871	902					
财务费用	142	148	144	137					
资产减值损失	-2	-45	-10	-10					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	5	3	3	3					
营业利润	2092	2602	2190	2196					
营业外收入	8	1	1	1					
营业外支出	105	100	100	100					
利润总额	1995	2503	2091	2097					
所得税	440	601	502	503					
净利润	1555	1902	1589	1594					
少数股东损益	-1	-1	-1	-1					
归属母公司净利润	1556	1904	1590	1595					
EBITDA	3604	3989	3587	3594					
EPS	0.22	0.27	0.22	0.23					

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	8.9%	7.1%	0.5%	3.5%
营业利润	19.7%	24.4%	-15.8%	0.3%
归属于母公司净利润	14.6%	22.3%	-16.5%	0.3%
获利能力				
毛利率(%)	26.5%	27.2%	24.5%	23.9%
净利率(%)	11.5%	13.2%	11.0%	10.6%
ROE(%)	6.4%	7.5%	6.1%	5.9%
ROIC(%)	7.2%	8.5%	7.3%	7.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	20.9%	16.4%	16.1%	15.8%
净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.49	3.70	5.02	6.33
速动比率	1.40	3.51	4.84	6.15
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.47	0.47	0.47
应收账款周转率	24.69	24.52	25.07	25.43
应付账款周转率	6.35	7.77	10.21	10.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.22	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.20	0.30	0.29
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.59	3.71	3.84
估值比率				
P/E	15.8	12.9	15.5	15.5
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7	6	7	7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257