

公司研究

疫情影响仍将延续，客运需求复苏承压

——广深铁路（601333.SH）2020年报点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报。**公司2020年营业收入为163.5亿元，同比下降22.80%；归母净亏损5.58亿元，同比19年（盈利7.48亿元）由盈转亏；扣非归母净亏损14.2亿元（主要剔除土地交储净收益11.9亿元），同比19年（盈利7.82亿元）由盈转亏。公司2020年度不分红派息。

◆**旅客发送量大幅下降，人均客运收入上升。**公司2020年共发送旅客约4,285万人次，同比下降49.66%，主要原因是受新冠肺炎疫情影响，旅客出行意愿明显下降，列车开行对数大幅减少，其中城际列车、直通车、长途车客运量分别同比下降54.83%、94.35%、42.96%；人均客运收入同比上涨2.05%，主要原因是人均里程提升，报告期内人均里程相较19年同期提升约6.8%。综合以上因素，公司2020年实现客运收入41.1亿元，较19年同比下降48.63%。

◆**受益于新增项目，其他运输服务收入逆势增长。**公司2020年其他运输服务收入达到58.1亿元，同比增加2.07%。其中铁路运营服务收入36.6亿元，同比下降3.32%，主要是受新冠肺炎疫情影响，其他铁路公司的服务需求下降；其他服务收入21.5亿元，同比增加12.8%，主要原因是公司新增为广梅汕铁路、三茂铁路提供货运服务，相关的清算收入增加。

◆**疫情冲击货运业务收入。**虽然公司2020年货物发送量同比增加0.21%，但发送货物全程周转量同比下降12.08%，主要是因为新冠疫情和经济增速放缓，通过铁路运输的大宗货物减少；另外全口径单位货运收入同比下降8.55%，主要是因为公司对运费采取了优惠措施，以支持企业抗击疫情，帮助企业复工复产。综合以上因素，公司2020年实现货运收入17.0亿元，较19年同比下降19.60%。

◆**部分经营成本刚性，毛利率转负。**公司2020年主营成本仅同比下降9.04%，主要原因是折旧及人工成本刚性，报告期内公司人工成本仅同比下降4.64%，固定资产+使用权资产折旧同比上涨1.48%。虽然疫情期间地方政府阶段性减免社保费，带来工资附加费下降，但公司新增为广梅汕铁路、三茂铁路提供货运服务，相关的货物搬运、装卸支出增加；另外公司开展铁路安全优质标准线建设，2020年维修及绿化费用同比增加6.93%。综合以上因素，公司2020年毛利率为-9.04%，较19年同期（7.27%）由正转负。

◆**投资建议：**疫情对公司生产经营带来负面影响仍将持续，公司21年计划完成旅客发送量5,710万人（不含委托运输），相当于19年旅客发送量的67%。考虑公司客运需求恢复较慢，我们下调公司21-22年EPS分别为-0.06、0.08元（原为0.13、0.13元），新增2023年EPS为0.09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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,178	16,349	19,067	21,998	22,989
营业收入增长率	6.81%	-22.80%	16.62%	15.37%	4.51%
净利润（百万元）	748	-558	-398	556	621
净利润增长率	-4.54%	-	-	-	11.70%
EPS（元）	0.11	-0.08	-0.06	0.08	0.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.57%	-1.98%	-1.43%	1.96%	2.16%
P/E（A股）	21	-	-	29	26
P/E（H股）	12	-	-	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-29；汇率按1HKD=0.84换算

A股：增持（维持）

当前价：2.25元

H股：增持（维持）

当前价：1.53港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

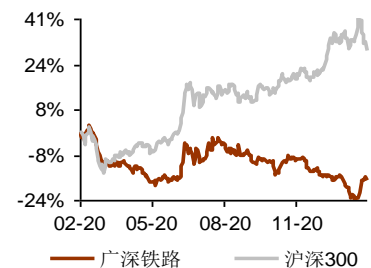
021-52523841

chengxx@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	70.84
总市值(亿元)	159.38
一年最低/最高(元)	2.03/2.69
近3月换手率	19.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.29	0.59	-39.94
绝对	3.42	0.67	-2.58

资料来源：Wind

相关研报

免税协议修订落地，静待海外需求恢复——上海机场（600009.SH）2020年报点评（2021-03-27）

持续扩展物流网络，速运业务优势明显——顺丰控股（002352.SZ）2020年报点评（2021-03-25）

春运后期旅客量恢复明显，国内客运需求拐点已至——交通运输行业周报 20210307（2021-03-07）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,178	16,349	19,067	21,998	22,989
营业成本	19,654	17,878	19,224	20,849	21,736
折旧和摊销	1,689	3,230	3,376	3,466	3,505
税金及附加	68	38	38	44	46
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	344	271	286	330	345
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	28	26	29	23	26
投资收益	0	30	35	38	40
营业利润	1,076	-593	-461	812	898
利润总额	1,009	-691	-531	742	828
所得税	261	-133	-133	185	207
净利润	748	-558	-398	556	621
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	748	-558	-398	556	621
EPS(按最新股本计)	0.11	-0.08	-0.06	0.08	0.09

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,395	1,336	2,044	3,666	4,303
净利润	748	-558	-398	556	621
折旧摊销	1,689	3,230	3,376	3,466	3,505
净营运资金增加	974	-2,297	1,782	1,043	17
其他	-1,016	962	-2,715	-1,399	160
投资活动产生现金流	-2,087	-928	-305	-487	-460
净资本支出	-2,174	-689	-500	-500	-500
长期投资变化	175	197	0	0	0
其他资产变化	-88	-436	195	13	40
融资活动现金流	-485	-486	1,482	-1,534	-305
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	58	3	1,511	-1,511	0
无息负债变化	1,109	867	-665	515	509
净现金流	-176	-77	3,222	1,645	3,539

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	7.2%	-9.3%	-0.8%	5.2%	5.4%
EBITDA 率	13.6%	-0.2%	15.3%	19.4%	19.1%
EBIT 率	5.5%	-10.8%	-2.4%	3.6%	3.8%
税前净利润率	4.8%	-4.2%	-2.8%	3.4%	3.6%
归母净利润率	3.5%	-3.4%	-2.1%	2.5%	2.7%
ROA	2.0%	-1.5%	-1.1%	1.5%	1.7%
ROE (摊薄)	2.6%	-2.0%	-1.4%	2.0%	2.2%
经营性 ROIC	2.7%	-4.7%	-1.2%	2.2%	2.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	23%	25%	23%	24%
流动比率	1.04	0.88	1.24	1.76	2.15
速动比率	0.99	0.83	1.20	1.72	2.10
归母权益/有息债务	498.82	455.61	17.67	458.16	463.70
有形资产/有息债务	588.23	552.70	22.21	558.02	572.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	36,893	36,780	37,229	36,789	37,641
货币资金	1,562	1,545	4,767	6,412	9,950
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,402	3,722	4,006	4,734	5,003
应收票据	100	0	30	46	28
其他应收款 (合计)	0	0	59	26	33
存货	271	296	317	332	355
其他流动资产	346	690	774	878	876
流动资产合计	6,704	6,259	9,974	12,445	16,262
其他权益工具	351	378	378	378	378
长期股权投资	175	197	197	197	197
固定+使用权资产	23,565	23,016	22,108	19,807	18,233
在建工程	2,379	2,779	939	387	221
无形资产	1,874	1,831	1,765	1,706	1,650
商誉	281	281	281	281	281
其他非流动资产	1,205	225	225	225	225
非流动资产合计	30,189	30,522	27,254	24,344	21,379
总负债	7,754	8,624	9,470	8,474	8,983
短期借款	0	0	1,511	0	0
应付账款	3,341	4,989	4,235	4,652	5,234
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	851	0	444	465	340
其他流动负债	0	15	15	15	15
流动负债合计	6,477	7,145	8,048	7,052	7,561
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	1,215	1,421	1,421	1,421	1,421
非流动负债合计	1,277	1,480	1,423	1,423	1,423
股东权益	29,139	28,156	27,758	28,314	28,657
股本	7,084	7,084	7,084	7,084	7,084
公积金	14,647	14,647	14,647	14,703	14,765
未分配利润	7,263	6,280	5,882	6,383	6,663
归属母公司权益	29,176	28,193	27,795	28,351	28,694
少数股东权益	-36	-37	-37	-37	-36

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	1.62%	1.66%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	0.13%	0.16%	0.15%	0.10%	0.12%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	26%	19%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.00	0.00	0.04	0.04
每股经营现金流	0.34	0.19	0.29	0.52	0.61
每股净资产	4.12	3.98	3.92	4.00	4.05
每股销售收入	2.99	2.31	2.69	3.11	3.25

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A 股)	21	-	-	29	26
PB (A 股)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.8	12.5	5.9	3.5	2.6
股息率	2.7%	0.0%	0.0%	1.7%	1.9%

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曾与、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。

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。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------