

買入

2008年8月28日

上半年受雪災影響，利潤下降9.60%

- **中期利潤小幅下降：**08年上半年，公司營業收入為人民幣56.20億元，比去年同期的人民幣47.29億元增長18.83%，股東應占綜合溢利為人民幣6.74億元，比去年同期的人民幣7.46億元下降9.60%，每股收益為0.095元。
- **廣深客運線收入增長迅速：**客運收入為人民幣32.62億元，比去年同期的人民幣26.74億元增長21.98%。其中，廣深城際列車的旅客發送量由去年同期的1,012.93萬人增長53.66%至1,556.52萬人，運輸收入由去年同期的人民幣5.97億元增長61.18%至人民幣9.62億元。廣深城際列車旅客發送量及收入增長的主要原因是廣深四線開通，廣深城際列車開行對數已從07年初的67對增加至目前的100對，列車開行密度及運能大幅提高。
- **貨運收入穩定增長：**08年上半年，公司貨運收入為人民幣6.36億元，比去年同期的人民幣5.57億元增長14%。貨運收入增長的原因主要是在07年11月，廣深段鐵路貨運小幅上調以及廣深四線完工後，廣深線貨物接運量明顯增加，同時，高運價貨物的發送量有所增加。
- **路網清算收入增長11%：**公司路網清算收入為人民幣13.37億元，比去年同期的人民幣12.03億元增長11%。路網清算收入增長的主要原因是報告期內公司提供的客運機車牽引服務工作量增加，機車牽引服務收入隨之增加
- **目標價下調至4.48港元，維持買入評級：**我們用DCF的方法計算出的每股價值為港幣4.48。該標價相當於08年的預期每股盈利的19倍和09年預期每股盈利的18倍，目標價與現價相比，有32%的上升空間，維持投資評級為買入。

★ 1港元=0.87元人民幣

張薇

86755-33367015

Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

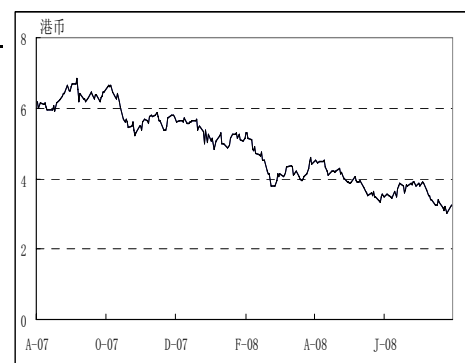
主要資料

行業	交通運輸
股價	3.4 港元
目標價	4.48 港元 (+32%)
股票代碼	0525
已發行股本	14.31 億股
市值	45.8 億港元
52 周高/低	3.0-6.93 港元
每股淨資產	3.17 港元
主要股東	廣州鐵路(集團)公司 (41.00%)

盈利摘要

截止 12月31 日	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
营业收入(人民币百万)	3,594	10,509	11,954	12,697	13,660
变动(%)	9.69%	192.35%	13.75%	6.22%	7.59%
净利润(人民币百万)	772	1,431	1,433	1,539	1,687
每股盈利(人民币元)	0.17	0.20	0.20	0.22	0.24
变动(%)	17.09%	13.56%	-1.90%	5.27%	7.39%
市盈率@3.4港元(倍)	16.9	14.6	14.6	13.6	12.4
每股股息(人民币元)	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09
股息现价比率(%)	2.7	2.7	2.7	2.9	3.2

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現


資料來源：彭博

中期利潤小幅倒退

淨利潤下降 9.6%

08年上半年，公司營業收入為人民幣 56.20 億元，比去年同期的人民幣 47.29 億元增長 18.83%，股東應占綜合溢利為人民幣 6.74 億元，比去年同期的人民幣 7.46 億元下降 9.60%，每股收益為 0.095 元。

表 1：2007 年第三季業績評述

人民币千元	1H2008 VS	1H2007	变化	评述
铁路业务营业额				
客运	3,261,562	2,673,824	22.0%	广深城际车收入增长61.68%
货运	635,593	556,793	14.2%	
路网清算	1,336,766	1,203,487		
铁路业务营业额合计	5,233,921	4,434,104	18.0%	
其他业务营业额	385,981	295,261	30.7%	
总营业额	5,619,902	4,729,365	18.8%	
营业支出				
铁路业务	(4,341,620)	(3,626,601)	19.7%	受雪灾影响支出加大
其它业务	(370,430)	(295,247)	25.5%	
营业支出总计	(4,712,050)	(3,921,848)	20.1%	
经营盈利	907,852	807,517	12.4%	经营毛利率由17.1%下降到16.15%
其他收入	16,545	49,112	-66.3%	
财务费用	(98,485)	(9,700)	915.3%	
应占联营公司之税前收益	460	(1,558)	-129.5%	
税前利润	826,372	845,371	-2.2%	
税金	(151,982)	(100,144)	51.8%	实际税率由11.84%增长到18.4%
实际税率	18.4%	11.8%	55.3%	
税后利润	674,390	745,227	-9.5%	
少数股东权益	(187)	575	-132.5%	
净利润	674,203	745,802	-9.6%	净利润率由15.8%下降到12%
每股盈利（人民币元）	0.095	0.105	-9.6%	

資料來源：公司資訊，第一上海

廣深城際車收入增長迅速，長途車穩中有升

客運收入為人民幣 32.62 億元，同比增長 21.98%。其中，廣深城際列車的旅客發送量由去年同期的 1,012.93 萬人增長 53.66%至 1,556.52 萬人，運輸收入由去年同期的人民幣 5.97 億元增長 61.18%至人民幣 9.62 億元。廣深城際列車旅客發送量及收入增長的主要原因是廣深四線開通，廣深城際列車開行對數已從 07 年初的 67 對增加至目前的 100 對，列車開行密度及運能大幅提高。

廣九直通車的旅客發送量由去年同期的 150.45 萬人增長 3.79%至 156.15 萬人；由於票價以港幣結算，所以運輸收入卻出現小幅下降，由去年同期的人民幣 2.07 億元下降 7.07%至人民幣 1.92 億元。

長途車的旅客發送量仍有小幅增長，由去年同期的 2,337.41 萬人增長 1.56%至

2,373.93 萬人；運輸收入由去年同期的人民幣 18.70 億元增長 12.69% 至人民幣 21.07 億元。長途車旅客發送量及收入增長的主要原因為公司先後於 07 年 8 月和 08 年月組織開行廣州至西安、深圳至韶關的旅客列車。

貨運價格上調，貨運收入穩步增長

貨運收入為人民幣 6.36 億元，同比增長 14.15% 08 年上半年，公司貨運總量為 3,455.08 萬噸，比去年同期的 3,173.97 萬噸增長 8.86%；貨物周轉量為 7,431.81 百萬噸公里，比去年同期的 6,777.10 百萬噸公里增長 9.66%；貨運收入為人民幣 6.36 億元，同比增長 14.15%。貨運收入增長的原因主要是在 07 年 11 月，廣深段鐵路貨運小幅上調以及廣深四線完工後，廣深線貨物接運量明顯增加，同時，高運價貨物的發送量有所增加。

路網清算收入增長 11.07%

路網清算收入為人民幣 13.37 億元，同比增長 11.07% 公司的路網清算主要包括機車牽引服務、線路使用、電力接觸網使用、車輛掛運服務及其它服務等專案。08 年上半年，公司路網清算收入為人民幣 13.37 億元，同比增長 11.07%。路網清算收入增長的主要原因為報告期內公司提供的客運機車牽引服務工作量增加，機車牽引服務收入隨之增加。

估值

每股價值為港幣 4.48，維持投資評級為買入 我們用 DCF 的方法計算出的每股價值為港幣 4.48。該標價相當於 08 年的預期每股盈利的 19 倍和 09 年預期每股盈利的 18 倍，目標價與現價相比，有 32% 的上升空間，維持投資評級為買入。

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年预 测		06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年预 测
收入	3,594	10,509	11,954	12,697	13,660	盈利能力					
营业支出	(2,694)	(8,793)	(10,061)	(10,633)	(11,322)	经营利润率 (%)	25.1%	16.3%	15.8%	16.3%	17.1%
营业利润	901	1,715	1,893	2,064	2,338	EBITDA 利润率 (%)	34.3%	25.9%	27.5%	27.3%	27.4%
其他收入	65	50	50	50	50	净利率 (%)	21.5%	13.6%	12.0%	12.1%	12.3%
财务开支	(16)	(98)	(164)	(155)	(186)						
联营公司	(28)	2	(4)	(4)	(4)	营运表现					
税前盈利	921	1,669	1,775	1,955	2,198	实际税率 (%)	16.2%	13.9%	19.0%	21.0%	23.0%
所得税	(149)	(232)	(337)	(411)	(505)	股息支付率 (%)	45.8%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%
少数股东应占利润	0	(5)	(5)	(5)	(6)	库存周转	40.2	57.2	66.8	72.0	78.3
净利润	772	1,431	1,433	1,539	1,687	应付账款天数	227.1	67.6	38.5	33.8	32.5
折旧及摊销	334	1,007	1,400	1,400	1,400	应收账款天数	9.5	4.9	4.2	3.8	3.4
EBITDA	1,235	2,722	3,293	3,464	3,738						
每股盈利 (元)	0.17	0.20	0.20	0.22	0.24	财务状况					
						负债/权益	0.20	0.26	0.25	0.23	0.21
						收入/总资产	0.15	0.39	0.44	0.45	0.47
增长						总资产/股本	1.21	1.26	1.25	1.23	1.21
总收入 (%)	9.7%	192.4%	13.8%	6.2%	7.6%	盈利对利息倍数	56	17	12	13	13
EBITDA (%)	17.0%	120.5%	21.0%	5.2%	7.9%						
每股收益 (%)	17.1%	13.6%	-1.9%	5.3%	7.4%						

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年预 测		06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年预 测
现金及等价物	5,852	2,352	2,066	2,355	2,576	EBITDA	1,235	2,722	3,293	3,464	3,738
应收账款及其他	95	144	139	134	129	融资成本	(16)	(98)	(164)	(155)	(186)
存货	67	154	151	148	145	营运资金变化	14	(96)	(127)	13	(312)
其他	502	142	1,088	938	1,271	其他	(3)	(271)	(646)	(545)	(545)
总流动资产	6,515	2,791	3,443	3,574	4,121	所得税	(117)	(300)	(337)	(411)	(505)
固定资产	11,455	22,310	22,474	22,949	23,225	营运现金流	1,112	1,958	2,018	2,366	2,189
其他	6,373	1,612	1,538	1,544	1,518	资本开支	(8,425)	(1,024)	(2,399)	(1,200)	(1,500)
总资产	24,343	26,713	27,456	28,066	28,865	其他投资活动	592	(4,562)	80	100	100
短期负债						投资活动现金流	(7,833)	(5,585)	(2,319)	(1,100)	(1,400)
应付帐款及其他	1,699	1,651	1,077	999	1,021	负债变化	1,860	695	581	(410)	100
预提费用	410	617	450	450	120	上市融资	10,122	0	0	0	0
其他短期负债	127	90	133	161	198	股息	(521)	(567)	(567)	(567)	(668)
总短期负债	2,236	2,358	1,659	1,610	1,339	其他融资活动	0	0	0	0	0
长期银行贷款	1,860	2,850	3,705	3,500	3,600	融资活动现金流	11,461	128	14	(977)	(568)
其他长期负债	27	324	50	50	0	现金变化	4,740	(3,499)	(287)	289	221
总负债	4,123	5,532	5,414	5,160	4,939	期初持有现金	1,112	5,852	2,352	2,066	2,355
少数股东权益	51	56	50	50	50	期末持有现金	5,852	2,352	2,066	2,355	2,576
股东权益	20,169	21,126	21,991	22,857	23,876						
负债权益合计	24,343	26,713	27,456	28,066	28,865						

資料來源：公司公告，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。