

广深铁路 (601333.SH) 铁路运输行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

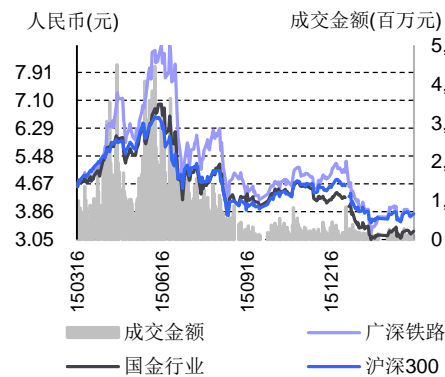
市场价格 (人民币): 3.81 元
目标价格 (人民币): 4.50-5.00 元

客运提价、土地开发等提升盈利空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	5,652.24
流通港股(百万股)	1,431.30
总市值(百万元)	26,988.28
年内股价最高最低(元)	8.70/3.26
沪深 300 指数	3065.69
上证指数	2859.50



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.188	0.103	0.151	0.173	0.199
每股净资产(元)	3.76	3.78	3.88	3.97	4.09
每股经营性现金流(元)	0.29	0.30	0.19	0.25	0.28
市盈率(倍)	14.80	43.93	33.09	21.53	18.71
行业优化市盈率(倍)	10.45	15.65	16.91	12.85	12.85
净利润增长率(%)	-4.91%	-45.40%	47.16%	14.41%	15.08%
净资产收益率(%)	5.01%	2.73%	3.91%	4.36%	4.88%
总股本(百万股)	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

铁路客运为主, 铁路运营服务快速发展: 公司主要资产为广深铁路(广州—深圳)以及京广铁路广坪段, 客运是主要业务, 包括广深城际列车、长途车和香港直通车业务。2015 年上半年, 客运收入、路网清算收入、货运收入的占比分别为 47%、35%、11%。2009-2014 年, 公司发送旅客量的复合增速为 1.9%, 客运收入复合增速为 -0.6%。高铁的发展带动了公司铁路运营服务收入的快速增长, 2011-2014 年复合增速 35%, 已为路局内的武广高铁、广深港高铁、广珠高铁、厦深高铁等提供委托管理服务。主要得益于铁路运输服务收入明显增长, 和强化成本控制, 预计公司 2015 年净利润同比增长 45%-65%。

■ **铁路改革渐行渐近, 客运提价将打开公司盈利上升空间:** 铁路客运量增速平稳, 货运量较大幅度下滑, 增速创 10 年新低, 铁总收入下滑, 盈利能力微弱, 而近 10 年铁总负债率从 38% 增长到 66%。铁路客运票价长期未涨, 与公路、航空票价相比, 单价偏低。铁路改革步伐有望加快, 铁总提价动力强。发改委决议从今年 1 月开始放开高铁动车票价, 改由铁总自主定价。预计动车与高铁提价先行, 普客小步慢跑。预计广深城际提价 5%, 则公司净利润提升约 10%, 若长途车提价 5%, 则公司净利润提升约 18%。

■ **铁路土地综合开发与资产注入是未来看点:** 国务院支持铁路建设实施土地综合开发, 盘活存量铁路用地与综合开发新老站场用地相结合。铁路土地开发政策有待落实, 公司土地约 1200 万平方米, 开发价值巨大。大股东广铁集团旗下铁路资产丰富, 同时广深高铁与公司运营的广深城际有一定的竞争关系, 未来铁路资产证券化加速, 是潜在利好。

投资建议

■ 铁路改革渐行渐近, 客运提价将打开公司盈利上升空间, 铁路土地开发是未来看点。预计广深城际提价 5%, 则公司净利润提升约 10%, 若长途车提价 5%, 则公司净利润提升约 18%。公司目前 PB 仅约 1 倍, 处于历史较低水平。

估值

■ 预测 2015-2017 年 EPS 为 0.15 元、0.17 元、0.20 元。

风险

■ 宏观经济放缓、客流量减少、人工成本上升、铁路改革低于预期等。

戴亚雄 联系人
(8621)61038274
daiyaxiong@gjzq.com.cn

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

铁路客运为主，铁路运营服务快速发展.....	4
主营铁路客运，货运为辅.....	4
收入端增速较缓，高铁发展带动铁路运营服务 3 年复合增长 35%.....	5
成本较为刚性，工资及福利增速较快.....	7
铁路改革渐行渐近.....	8
铁路货运量增速创 10 年新低，铁总低盈利高债务难以为继.....	8
原有铁路价格机制僵硬，市场化定价蓄势待发.....	10
客运提价暖风频吹，打开公司盈利上升空间.....	10
广深城际提价 5%，可提升公司盈利约 10%.....	11
铁路土地综合开发与资产注入是未来看点.....	12
铁路土地开发改革持续推进，公司土地开发价值巨大.....	12
大股东旗下资产丰富，广深高铁与公司业务有同业竞争的问题.....	12
盈利预测.....	15
关键假设.....	15
预测表.....	15

图表目录

图表 1：公司 营业收入情况（百万元）.....	4
图表 2：公司 净利润情况（百万元）.....	4
图表 3：公司 收入构成（2015H1）.....	5
图表 4：公司 毛利率有所下滑.....	5
图表 5：公司 客运发送量（万人）.....	5
图表 6：公司 各运输业务的客运发送量同比增长情况.....	5
图表 7：客运收入构成（2014，亿元）.....	6
图表 8：客运每乘客—公里收入情况（元）.....	6
图表 9：公司 客运收入增长情况（亿元）.....	6
图表 10：公司 客运分业务收入增长情况.....	6
图表 11：公司 货运收入情况（亿元）.....	7
图表 12：路网清算及其他运输服务收入情况（亿元）.....	7
图表 13：公司 成本构成（2014）.....	8
图表 14：公司 主要成本项的同比增长情况.....	8
图表 15：全国铁路客运量.....	8
图表 16：全国铁路年货运量.....	8
图表 17：铁路总公司（铁道部）负债增长迅猛.....	9
图表 18：铁路总公司 2014 年资金来源构成.....	9
图表 19：铁总近年来收入情况（亿元）.....	9
图表 20：铁总近年来净利润情况（亿元）.....	9

图表 21: 公路, 铁路对价 (铁路价格 0.086 元/吨公里)	11
图表 22: 铁路, 公路航空票价对比 (元/人公里)	11
图表 23: 广深城际或长途车对公司业绩影响的测算	11
图表 24: 港铁集团收入构成 (2014)	12
图表 25: 港铁集团毛利构成 (2014)	12
图表 26: 广深集团辖区内主要铁路示意图 (红圈处为坪石)	13
图表 27: 公司资产对集团的占比较小 (里程: 公里, 资产: 亿元)	13
图表 28: 分类业务预测 (亿元)	15

铁路客运为主，铁路运营服务快速发展

主营铁路客运，货运为辅

- 公司是目前中国唯一一家在上海、香港和纽约三地上市的铁路运输企业。公司于 1996 年 3 月成立，1996 年 5 月，公司发行的 H 股和美国存托股份分别在香港联交所和纽约交易所上市，2006 年 12 月，公司发行的 A 股在上交所上市。
- 公司主要资产为广深铁路（广州—深圳）以及京广铁路广坪段（广州—坪石，2007 年收购）。

公司独立经营的深圳—广州—坪石段铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境。其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段，广深段是中国内陆通往香港的唯一铁路通道，连接京广、京九、三茂、平南、平盐和香港九广铁路，是中国铁路交通网络的重要组成部分。广深段铁路是目前中国现代化程度最高的铁路之一，是国内第一条全程封闭、四线并行的铁路，也是第一条实现客货分线运行的铁路。

- 公司实际控制人为中铁总，第一大股东为广铁集团。广铁集团持有公司 37.12% 的股权。
- 近年来公司营业收入增速下滑，净利润连续三年负增长后恢复增长。2014 年收入负增长，主要由于 2014 年 1 月起，铁路运输行业实施营改增试点政策，经营收入需扣除增值税后列账；2013 年底全国铁路运行图调整时，公司停运了广州至柳州和深圳东至上海南的长途车；以及旅客发送量下降。净利润 2012-2014 年均为负增长，受累于收入增速下降和成本刚性上升的双重压力，2015 年恢复增长，预计 2015 年净利润同比增长 45%-65%，主要得益于铁路运输服务收入明显增长，和强化成本控制。

图表 1：公司营业收入情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

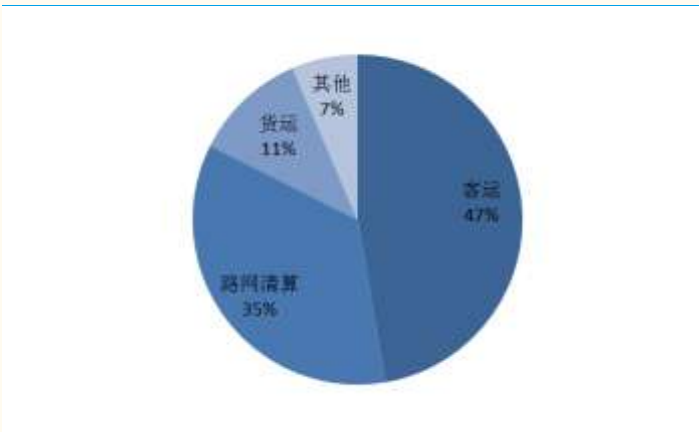
图表 2：公司净利润情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主营业务为铁路客运、铁路货运和铁路运营等。客运是主要业务，从 2015 年上半年收入构成来看，客运收入、路网清算收入、货运收入的占比分别为 47%、35%、11%。
- 公司毛利率逐年下滑，主要由于收入端增速放缓，而成本端刚性承压。

图表 3：公司收入构成 (2015H1)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司毛利率有所下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

收入端增速较缓，高铁发展带动铁路运营服务 3 年复合增长 35%

- 客运是公司最主要的运输业务，主要经营深圳—广州—坪石段铁路客运业务及长途旅客列车运输业务，并与香港铁路有限公司合作经营直通车旅客列车运输业务。2014 年共发送旅客量 9011 万人，2009-2014 年复合增速为 1.9%。

广深城际列车：实施公交化运营，在客流高峰期平均每 10 分钟就有 1 对和谐号动车组在广深间开行。2014 年，公司每日开行广深城际列车 105 对（含备用线 19 对），年发送旅客量 3598 万人次，年客运收入 21.2 亿元，对总客运收入的占比约 30%。2015 年上半年，发送旅客量 1745 万人，同比下降 2%，客运收入 10.9 亿元，同比增长 4.7%。

长途车：公司组织开行多列以广州、深圳为始发终到站的长途旅客列车，通达全国大部分省、自治区和直辖市。2014 年，公司每日开行长途车 115.5 对，年发送旅客量 5022 万人次，年客运收入 37.8 亿元，对总客运收入的占比约 54%。2015 年上半年，发送旅客量 2386 万人，同比增长 3.7%，客运收入 19.7 亿元，同比基本持平。

香港直通车：公司与香港铁路有限公司合作经营的过港直通车是穗港两地的重要交通工具之一。2014 年，公司每日开行直通车 13 对（广九直通车 11 对、肇九直通车 1 对、京沪九直通车 1 对），年发送旅客量 391 万人次，年客运收入 5.3 亿元，对总客运收入的占比约 8%。2015 年上半年，发送旅客量 191 万人，同比下降 1.8%，客运收入 2.3 亿元，同比下降 10.1%。

图表 5：公司客运发送量 (万人)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司各运输业务的客运发送量同比增长情况

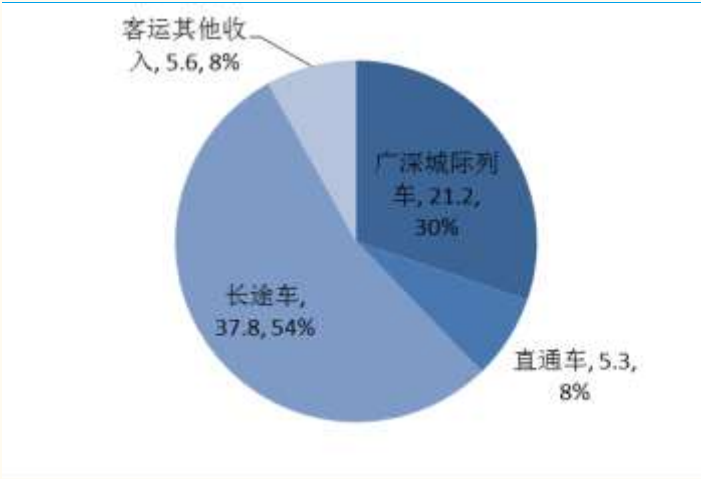


来源：公司公告，国金证券研究所

客运发送量变化不大，而定价定标稳定，每乘客—公里收入增速也基本保持平稳，因此客运收入也基本保持类似趋势，变化不大。

2014 年客运每乘客—公里收入与客运总收入出现较大幅度下滑，主要由于营改增政策。自 2014 年 1 月 1 日起，铁路运输行业实施一营改增试点政策，因增值税属价税分离的价外税，按照境内外会计准则的相关规定，经营收入需扣除增值税后列账，而且公司现行收入定价标准与营改增之前保持一致，因此 2014 年收入同期下降较大。

图表 7：客运收入构成 (2014, 亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：客运每乘客—公里收入情况 (元)



来源：公司公告，国金证券研究所

公司 2014 年客运收入为 69.9 亿元，2009-2014 年复合增速为-0.6%。整体收入没什么增长，香港直通车收入增速则一路下滑。

图表 9：公司客运收入增长情况 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司客运分业务收入增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 货运收入表现较好，路网清算与其他运输服务收入恢复较快增长。高铁的发展带动了铁路运营服务收入的快速增长，2011-2014 年复合增速 35%。

(1) 货运业务是公司重要的运输业务。公司不仅拥有完善的货运设施，能有效地进行整车、零担、集装箱、笨重货物、危险货物、鲜活货物和超限货物的运输，而且经营的铁路线路与广州、深圳地区的主要港口紧密相连，同时还通过铁路专用线与珠三角地区的若干大型工业区、物流园区和厂矿企业相连。公司货物运输的主要市场为中国内陆中长途运输，在中国内陆中长远距离货物运输方面具有竞争优势。

公司 2014 年货运收入为 17.6 亿元，同比下降 0.07%，对总收入占比约 12%。2009-2014 年复合增速为 7.8%。2015 年上半年货运收入为 8.2 亿元，同比下降 3.6%。

(2) 公司提供的路网清算服务包括客运路网清算服务和货运路网清算服务，其他运输服务主要包括提供铁路运营、机客车租赁、机客车加油及行包运输等服务项目。

公司 2014 年该项收入为 50.3 亿元，同比增长 10%，对总收入占比约 34%。2009-2014 年来复合增速为 10.1%。2015 年上半年货运收入为 25.9 亿元，同比增长 8.3%。主要得益于铁路运营业务快速增长，从 2011 年的 7.2 亿元上升到 2014 年的 17.7 亿元，年复合增速为 35%。

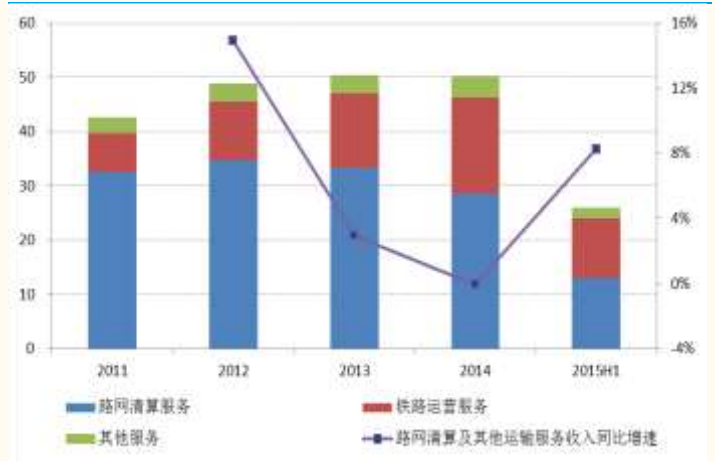
铁路运营服务，主要是为路局内相关高铁线路提供委托管理服务，是公司自 2009 年 12 月武广铁路开通运营以来开拓的一项客货运输延伸业务。目前，公司已经为武广铁路、广珠城际、广深港铁路、广珠铁路、厦深铁路及赣韶铁路等提供该项服务。随着泛珠三角地区一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路运营服务的区域范围将更加广泛，铁路运营服务将成为公司一个新的业务增长点。

图表 11：公司货运收入情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：路网清算及其他运输服务收入情况（亿元）



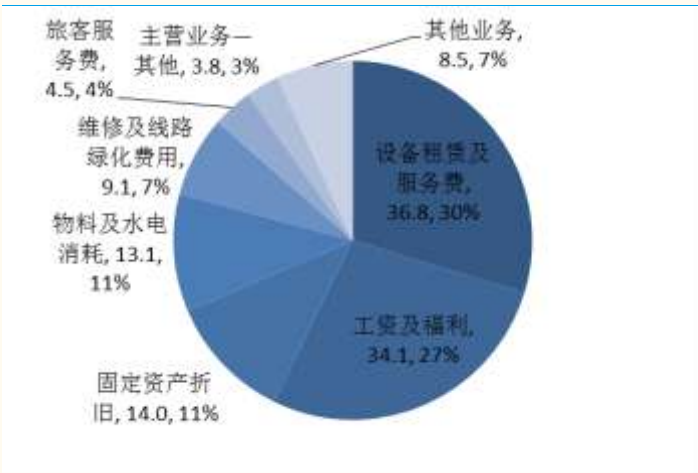
来源：公司公告，国金证券研究所

成本较为刚性，工资及福利增速较快

- 从成本构成来看，设备租赁及服务费、工资及福利、固定资产折旧、物料及水电消耗，占据主要部分，2014 年的占比分别为 30%、27%、11%、11%。总成本 2010-2014 年复合增速为 5.8%。
- 主要成本变化不大，其中工资及福利增速较快。设备租赁及服务费、工资及福利、固定资产折旧、物料及水电消耗，2010-2014 年复合增速分别为 3.3%、16.1%、1.6%、-2.6%。铁路系统曾多年未涨工资，铁总提出实施铁路职工收入倍增计划，到 2020 年职工收入比 2010 年翻一番。从 2011 年到 2015 年，为改善职工待遇，铁路系统职工 5 年 4 次加薪，因此公司

人工成本上升较快。在社会平均人力成本上升的大环境下，预计公司人工成本仍有较快增长的可能。

图表 13: 公司成本构成 (2014)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 公司主要成本项的同比增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

铁路改革渐行渐近

铁路货运量增速创 10 年新低, 铁总低盈利高债务难以为继

- 铁路客运量增速平稳, 货运量较大幅度下滑, 增速创 10 年新低。

铁路货运中大宗商品运量占比巨大, 大宗商品的需求减弱, 严重影响铁路货运量及货运收入。铁路货运结构中运量最大的为煤炭, 占比 57%, 其次为冶金类, 占比 22%。

从铁路货运量来看, 2015 年全国铁路货运量为 33.6 亿吨, 同比下降 11.9%, 相当于 2009 年货运量水平。铁路货运量自 2013 年达到 39.67 亿吨后, 年货运量就呈现下降趋势。综合近 20 年铁路货运量波动来看, 铁路货运量的增速与全国 GDP 增速保持相同趋势。受累于全国宏观经济疲软, 铁路货运量也出现大幅下降, 2015 的增速创下近 10 年新低。

图表 15: 全国铁路客运量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

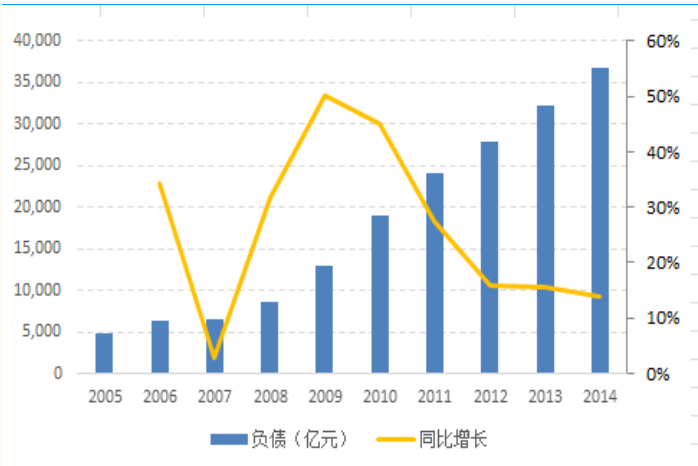
图表 16: 全国铁路年货运量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

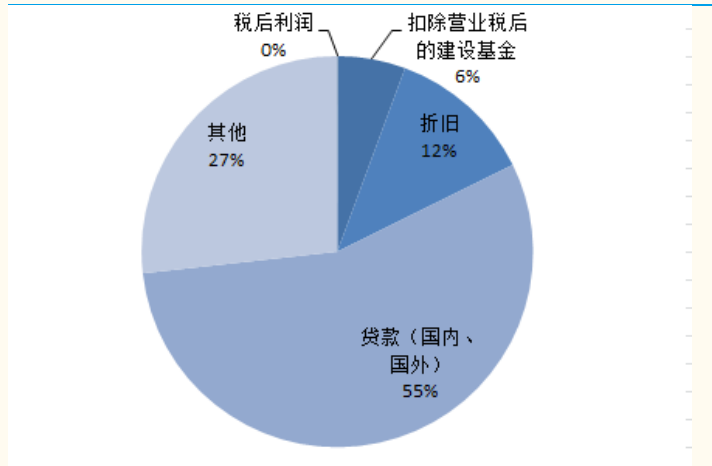
- 铁总负债增长迅猛，财务费用吞噬利润，资金来源主要依赖新增贷款。
随着铁路建设全面提速，固定资产投资高速增长，2005-2014年的10年间铁总负债规模从4768亿元激增至3.7万亿元，负债率从38%增长到66%。
高负债率导致高额的财务费用吞噬了利润。2014年铁总资产规模达到5.6万亿，但税后利润仅6.36亿，资产收益率非常低。从资金来源构成来看，税后利润占比几乎为0%，超过一半资金来自贷款。从资金运用的构成来看，铁总2014年还本付息花费了3300亿元，对资金运用占比达33%。新的基建投资基本依靠新贷款。由于资金缺乏，曾经有多条高铁动脉出现停工、放缓或推迟建设现象。

图表 17: 铁路总公司 (铁道部) 负债增长迅猛



来源: 铁路建设债券募集说明书, 国金证券研究所

图表 18: 铁路总公司 2014 年资金来源构成



来源: 铁路建设债券募集说明书, 国金证券研究所

- 铁总收入下滑，盈利能力微弱。
铁总自2013年来连续第三年营业收入下降。2015年前三季度，中国铁路总公司实现营业收入6578亿元，其中货运收入2093亿元，客运收入1930亿元。营业收入总额同比下降10.26%，下降主要原因来源与货运收入的下降，降幅11%，客运收入同比增加21%。
现在铁路运营模式下，铁总盈利能力十分微弱。2010年-2014年年均税后利润仅为2.27亿，相比比每年所需归还的利息就为448亿元，高额的财务费用也决定铁总难以实现盈利。2015年更是因为货运业务收入大幅下降，使截至2015年第三季度，铁总已亏损94.35亿。

图表 19: 铁总近年来收入情况 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 铁总近年来净利润情况 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

原有铁路价格机制僵硬，市场化定价蓄势待发

- 我国铁路票价多年来一直实施全国统一水平的政府定价，铁路票价无法正常反应市场上的供需关系。客运基价多年未调整。

客运票价，一直执行 1995 年的客运基本票价率，规定全国铁路客运基本票价率为 5.861 分/人公里（以非空调列车票价为基准）。在基准票价率基础上，分别针对不同席别、列车速度等级、车型等因素，制定其他具体票价。学生、革命伤残军人优惠票价维持既有办法不变。在此运价水平基础上，针对特殊时期群体、客运新产品、特殊群体的特性制定有差别性的政府指导价。

货运价格有所调整，但与市场供需关系相关性较小。在 1984-1985 年的价格改革期间，货运价格有较大程度的提升。从 1999 年开始，政府开始偏向于价格控制。在 2013 年之后的本届政府，按照铁路与公路保持合理化比价关系的原则制定铁路货运价格。近几年货运价格上涨幅度较大。但近 20 年铁路货运价格的年复合增长率也仅有 5%，远低于同期 GDP 近 10% 的年均增速。

- 铁路价格改革蓄势待发：推进客票价格结构化，价格市场化。

铁路实施政府指导价机制僵硬，无法反应市场供需关系，使铁路在竞争中处于劣势。铁总目前债务高企，盈利微薄，经营上的压力，使铁总有动力推进市场化定价，尤其是客运提价。

客票价格结构化：与低廉的低等级列车相比，高铁由于其速度快，服务质量高，已经不属于公益性消费，应视为可选消费。应与航空业一般按供需关系来定价。这样一方面，可以通过提价来减少亏损，其次可以让不同的乘客根据其需求来选择不同的铁路服务，一般来讲时间价值比较高或者追求舒适度的乘客会选择高铁出行。

铁路价格市场化：铁路具有公益性的特性，因此预计价格市场化不会一蹴而就，而是小步慢跑。市场化改革就是要建立市场化的运价形成和调整机制，预计将研究提出合理确定铁路客货运价水平、建立市场化运价形成和调整机制的建议，探索建立成本监审与价格审批相结合，并与居民可支配收入、生产资料价格指数等数据联动的运价调节机制。

客运提价暖风频吹，打开公司盈利上升空间

- 2015 年 10 月，国务院发布《关于推进价格机制改革的若干意见》。主要目标是，到 2017 年，竞争性领域和环节价格基本放开，到 2020 年，市场决定价格机制基本完善。

意见中提到：健全交通运输价格机制。逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系。

- 2016 年 1 月，国家发改委日前下发《关于变革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，决议从今年 1 月开始放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自主定价。

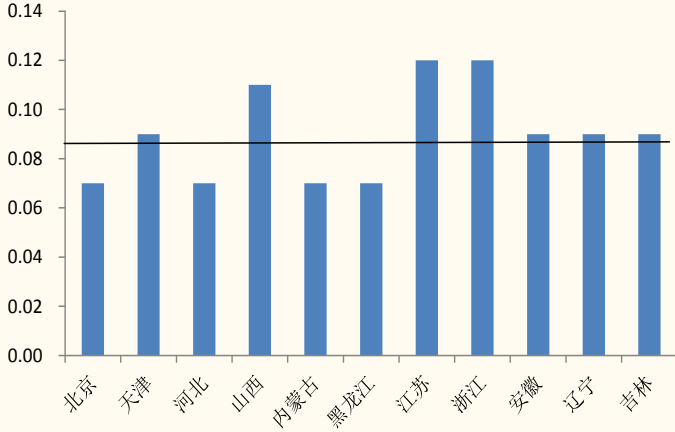
并且在公布票价的基础上，可实行折扣。铁路运输企业制定高铁动车组一、二等旅客票价时，应当制定无折扣的公布票价，同时可根据运输市场竞争状况、服务设施条件差异、客流分布变化规律、旅客承受能力和需求特点等实行一定折扣，确定实际执行票。

- 与公路、航空票价相比，铁路客运单价偏低，定价逐步市场化后有望上调。

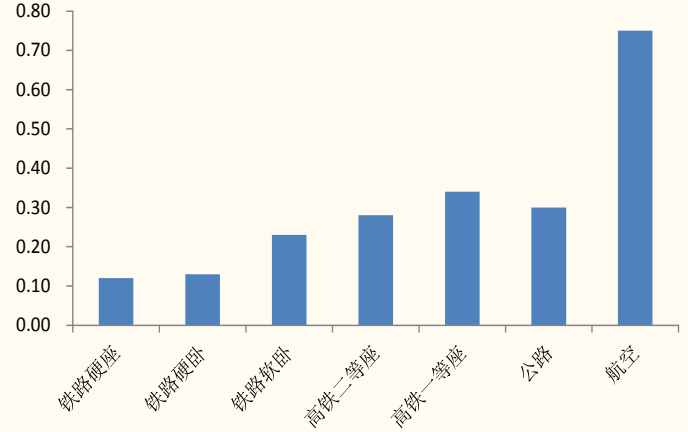
由于价格调整严重滞后 CPI 涨幅，无论客运，货运运价与公路，航空相比仍有很大空间，向上调整的空间较大。目前全国公路价格维持在 0.09 元/吨公里之上，铁路价格经过多番上调之后达到 0.086 元/吨公里，在大部分

省市，公路价格仍远高于铁路价格，铁路货运价格仍有上行空间。对于客运价格，铁路普通客车硬座基准价为 0.12 元/人公里，不及公路客价的一半，且铁路基准价自 1995 年调整后至今没有更改，有上行空间。即使是定价较高，出行方便的高铁，二等座单价也仅与公路相当。

图表 21：公路，铁路对价（铁路价格 0.086 元/吨公里）



图表 22：铁路，公路航空票价对比（元/人公里）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 从票价上调的可能性来看，预计首先是动车与高铁，其次是铁路卧铺，可能性最小的是硬座。

从票价上来看，目前多条从 A 到 B 的线路上，动车的运行时间略长于高铁，而票价差距却比较大。根据发改委的文件，从今年 1 月开始放开高铁动车票价，预计动车票价上调的可能性较大。如果高铁提速增加运能，也可以通过提速来提高票价。

高铁与动车主要服务对时间和舒适度要求较高的旅客，可以效仿航空定价模式，根据供求关系灵活定价，提高上线并往下打折。票价可以分淡旺季打折，并且可实施预订时间越提前，优惠折扣越大等灵活机制。

由于普客运输涉及民生和公益性质，预计提价会比较缓慢，小步慢跑。

广深城际提价 5%，可提升公司盈利约 10%

- 公司净利润对客运提价的弹性较大，尤其是长途车提价。
- 根据测算，若广深城际提价 5%，则公司净利润增长约 10%。若长途车提价 5%，则公司净利润增长约 18%。

图表 23：广深城际或长途车对公司业绩影响的测算

广深城际提价幅度	2%	5%	10%	15%
预计收入增长	0.3%	0.7%	1.4%	2.2%
预计净利润增长	4.1%	10.2%	20.5%	30.7%
长途车提价幅度	2%	5%	10%	15%
预计收入增长	0.5%	1.2%	2.5%	3.7%
预计净利润增长	7.1%	17.7%	35.4%	53.2%

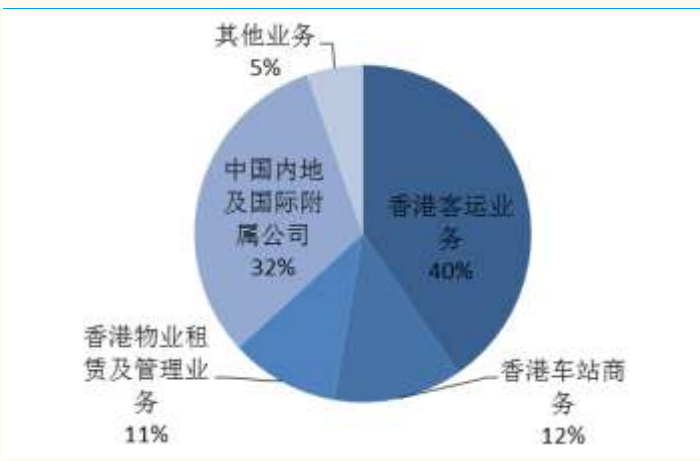
来源：国金证券研究所

铁路土地综合开发与资产注入是未来看点

铁路土地开发改革持续推进，公司土地开发价值巨大

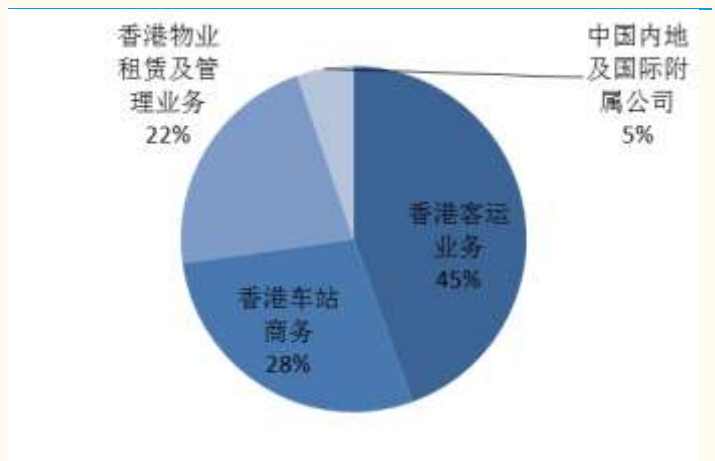
- 为落实《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策，支持铁路建设，2014年8月，国务院办公厅印发了《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》。意见提出，支持铁路建设与新型城镇化相结合，盘活存量铁路用地与综合开发新老站场用地相结合。科学编制既有铁路站场及周边地区改建规划，给予既有铁路站场综合开发用地政策支持，促进铁路运输企业盘活各类现有土地资源，支持新建铁路站场与土地综合开发项目统一联建。
- 根据公司IPO时文件披露，公司使用的土地共有125宗，总面积约1200万平方米。1995年对自有土地估值约为7.7亿元，单价仅为64元/平方米，远远低于当前土地价格。如果盘活铁路土地资源，将有巨大的升值空间。假设公司有30%的面积可供商业开发，如果全开发为仓储用地，按仓储物流地价600元/平方米算，可开发土地的价值约22亿元，如果全开发为商业或住宅用地，保守按1万元/平方米算，可开发土地的价值能达到360亿元。
- 铁路建设带来土地升值，土地升值支持铁路建设，这样可以形成良性循环。例如港铁集团，除了客运业务外，其车站商务、物业租赁及管理业务2014年的收入占比超过20%，毛利占比则达到约50%，非客运业务成为了盈利的重要来源。

图表 24：港铁集团收入构成（2014）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：港铁集团毛利构成（2014）



来源：公司公告，国金证券研究所

大股东旗下资产丰富，广深高铁与公司业务有同业竞争的问题

- 公司大股东为广铁集团，旗下铁路资产丰富。

广州铁路（集团）公司成立于1993年2月，前身是原广州铁路局，主要管辖广东、湖南、海南三省铁路，总营业里程6519公里，其中高速铁路及城际铁路1449公里。管辖铁路包括京广、京九、浙赣、广深、焦柳、湘黔、湘桂、粤海、广梅汕、梅坎、石长、广茂、平南铁路等。

广州铁路（集团）公司拥有8个运营合资公司（广深铁路股份有限公司、广梅汕铁路有限责任公司、广东三茂铁路股份有限公司、石长铁路有限责任公司、粤海铁路有限责任公司、深圳平南铁路有限公司、广东广珠城际轨道交通有限责任公司、海南东环铁路有限公司），另有10个在建合资公司。

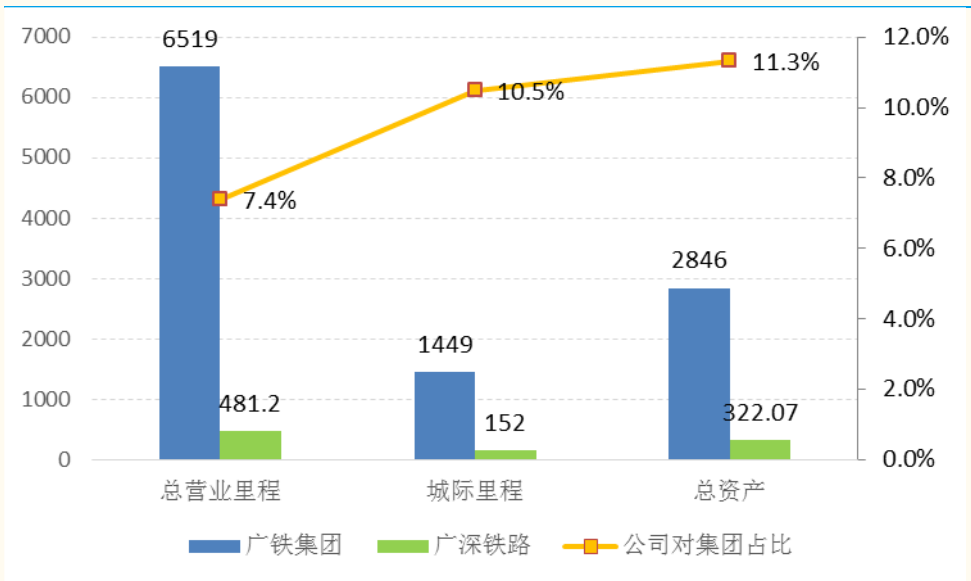
图表 26: 广深集团辖区内主要铁路示意图 (红圈处为坪石)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司资产对集团的占比偏小, 作为集团唯一的上市平台, 有很大的提升空间。公司主要资产为广深铁路 (广州—深圳) 以及京广铁路广坪段 (广州—坪石, 2007 年收购)。营业里程 481.2 公里, 其中广深城际里程为 152 公里。公司营业里程对集团的占比约为 7.4%, 高速与城际里程对集团的占比约为 10.5%, 而总资产对集团的占比约为 11.3%。

图表 27: 公司资产对集团的占比较小 (里程: 公里, 资产: 亿元)



来源: 国金证券研究所

■ 广深高铁与公司运营的广深城际有竞争的关系。

广深港高铁，是连接广东省广州市、东莞市、深圳市以及香港的高速铁路，是国内“四纵四横”客运专线中京广高铁至香港延伸线的组成部分，也是珠江三角洲城际快速轨道交通网的骨干部分。广州南站至香港西九龙站行车距离 142 公里，其中广深段设计速度 350 公里/小时，深港段设计速度 250 公里/小时。列车全程只需约 30 分钟。广州南站至深圳北站于 2011 年 12 月 26 日正式通车，深圳北站至福田站于 2015 年 12 月 30 日正式通车，福田站至西九龙站计划于 2018 年通车。

而公司运营的广深城际连接广州站/广州东站——深圳罗湖站，途径东莞等站，全程运行时间超过 1 小时。广深高铁对广深城际的运营有一定的分流影响。且两者的实际控制人均为铁总，有同业竞争的嫌疑。

中铁总有推动高铁上市融资的设想，曾设想京沪高铁盈利三年后，进行上市融资。广深高铁作为华南地区最优质，连接广州与深圳的黄金线路，预计将较快实现盈利，存在上市的可能。

盈利预测

关键假设

- 客运业务的假设。广深城际业务，由于广深高铁福田站开通，预计有轻微的分流影响，旅客发送量会有小幅下滑，但预计平均单人收入会有所回升。通往香港的直通车业务，由于内地去香港旅游和购物的意愿有所下降，预计旅客发送量会有小幅下滑。长途车业务，由于增开长途车，预计旅客发送量会有小幅上升。
- 货运业务的假设。宏观经济增速放缓，铁总近 2 年货运量连续下滑，2015 年增速创十年新低。预计公司货运收入也会有所下降。
- 铁路清算及其他运输服务的假设。预计高铁委托运营服务仍将较快扩张，是公司业务增长的重要来源，假设铁路运营服务收入在 2015-2017 年的增速为 30%、20%、15%。
- 成本端的假设。由于公司强化成本控制，预计物料及水电消耗，维修及线路绿化费用等仍有缩减空间，而设备租赁及服务费、固定资产折旧、工资与福利等比较刚性，预计总体还会小幅上升。

预测表

图表 28：分类业务预测（亿元）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
客运收入	80.6	69.9	69.4	70.1	71.2
广深城际列车	24.2	21.2	22.0	22.4	22.6
直通车	5.0	5.3	4.7	4.4	4.2
长途车	45.6	37.8	38.0	38.4	39.2
客运其他收入	5.8	5.6	4.7	4.9	5.2
货运收入	16.0	17.6	17.0	16.2	15.8
路网清算及其他运输服务收入	50.3	50.3	54.4	59.3	65.3
客运路网清算	29.2	26.3	25.0	25.0	26.2
货运路网清算	4.1	2.3	1.1	1.3	1.5
铁路运营服务	13.8	17.7	23.1	27.7	31.8
其他服务	3.2	4.0	5.2	5.4	5.7
其他	11.0	10.2	11.5	12.0	12.6
总收入	158.0	148.0	152.3	157.7	164.9
主营业务	115.1	115.3	116.2	117.9	121.0
设备租赁及服务费	42.2	36.8	39.8	41.8	43.9
工资及福利	30.3	34.1	33.8	34.4	35.5
固定资产折旧	13.9	14.0	14.2	14.5	14.8
物料及水电消耗	15.9	13.1	12.2	11.6	11.0
维修及线路绿化费用	5.0	9.1	8.3	7.9	8.2
旅客服务费	4.1	4.5	4.3	4.1	4.2
其他	3.7	3.8	3.6	3.6	3.6
其他业务	8.8	8.5	9.4	10.0	10.5
工资及福利	3.9	3.5	3.9	4.3	4.5
物料及水电消耗	3.4	3.1	3.2	3.3	3.4
固定资产折旧	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	1.4	1.8	2.0	2.2	2.4
成本合计	124.0	123.9	125.5	127.9	131.5
毛利	34.1	24.1	26.7	29.7	33.4
毛利率	21.6%	16.3%	17.5%	18.9%	20.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD