

## 广深铁路(601333)/铁路运输

## 铁路改革有望加速 静待普客提价增厚业绩

**评级：买入(首次)**

市场价格：5.06

目标价格：6.4

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

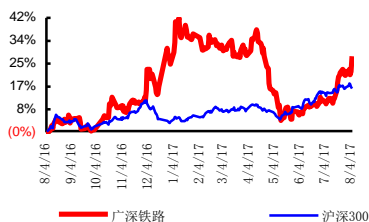
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,084
流通股本(百万股)	7,084
市价(元)	5.06
市值(百万元)	35,845
流通市值(百万元)	35,845

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,725	17,281	17,916	19,923	20,905
增长率 yoy%	6.3	9.9	3.7	11.2	4.9
净利润	1,071	1,158	1,373	2,281	2,408
增长率 yoy%	61.8	8.2	18.5	66.1	5.6
每股收益(元)	0.15	0.16	0.19	0.32	0.34
每股现金流量	0.08	0.12	0.31	0.36	0.45
净资产收益率	3.9	4.1	4.8	7.6	7.8
P/E	33.5	30.9	26.1	15.7	14.9
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

备注：股价为2017年8月9日收盘价。

**投资要点**

- 铁路客运唯一上市平台，普客提价有望成为业绩亮点。**广深铁路是A股铁路客运唯一的上市平台，2010年以来客运业务、路网清算及其他服务贡献营业收入的80%以上。考虑16年新增列车开通时间、假设普客提价18Q1落地，我们预计2017、18年的公司营收增速分别为3.7%、11.2%。
- 高铁分流利空出尽，铁路运营服务发展空间显著。**长途车和广深城际占客运收入近90%。随着高铁福田站通车，广深城际面临分流压力基本出清。考虑16年新增列车开通时间和动车组提价，我们预计2017年长途车和广深城际业务收入增速分别为3%、4%；铁路运营和其他服务属于客货运输延伸业务，2011年以来年均复合增速23.4%，我们预计2020年前深茂高铁、赣深高铁等4条线路投入运营，板块业务发展空间显著。考虑到2017年7月铁路调图影响，我们预计2017年铁路运营和其他运输服务收入增速20%。
- 铁路改革东风渐行渐近，普客提价打开成长空间。**普客运价近22年未调整，同期国内居民消费价格指数CPI上涨约55%，成本上行压力使得普客提价需求强烈，随着铁路改革加速，我们预计2018年铁路普客提价有望落地。考虑铁路普客票价仅为公路的20%，除1985年历史提价幅度均大于50%，我们预计本次铁路普客提价的幅度50%以上。假设普客提价2018Q1落地，提价幅度50%，我们预计2018年增厚净利润10.5亿元，对应的业绩弹性46%。
- 铁路改革有望持续推进，远期看好资产注入和土地开发。**广深港高铁实际控制人同为中铁总和广铁集团，公司承担广深港高铁铁路运营和其他服务。作为A股铁路客运唯一上市平台，未来广深港高铁存在资产注入的可能。我们预计2017、18年广深港高铁净利润2.3亿、2.5亿，如果优质资产成功注入有望增厚公司业绩。我们认为公司自有土地中具有开发潜力的主要为堆场、货场和仓库，总面积97.4万m<sup>2</sup>，根据2016年地方住宅、商业用地和工业用地价格标准，我们预计对应价值分别为256、222.4、15.9亿元。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入179.2、199.2、209.1亿元，同比增长3.7%、11.2%、4.9%，归属于母公司净利润为13.7、22.8、24.1亿元，同比增长18.5%、66.1%、5.6%，对应的每股收益EPS分别为0.19、0.32、0.34元，给予6.4元目标价，对应2017年26.1XPE。我们预计2017Q2铁路改革有望加速，普客提价有望2018年落地，有望增厚公司业绩。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**普客提价时间和幅度不及预期、资产注入和土地开发进度不及预期。

## 内容目录

铁路客运唯一上市平台 普客提价有望成为业绩亮点.....	- 4 -
客运收入和路网清算贡献收入 80%以上.....	- 4 -
我们预计 2017、18 年营收增速分别为 3.7%、11.2%.....	- 5 -
高铁分流利空出尽 铁路运营服务发展空间显著.....	- 5 -
高铁分流影响有限 客运收入稳中有长.....	- 5 -
铁路运营和其他服务未来发展空间显著.....	- 7 -
铁路改革东风渐行渐近 普客提价打开成长空间.....	- 9 -
客运价格 22 年末调整 普客进入提价窗口期.....	- 9 -
我们预计普客提价幅度 50%以上 18 年有望贡献 10.5 亿净利润.....	- 10 -
铁路改革有望持续推进 远期看好资产注入和土地开发.....	- 10 -
广深港高铁存在注入可能 若实现整合有望增厚业绩.....	- 10 -
土地开发潜力丰富 静待铁总改革政策落地.....	- 12 -
盈利预测和投资建议：目标价：6.4 元，首次覆盖给予“买入”评级.....	- 14 -
风险提示.....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：第一大股东广铁集团持股比例 37.12%.....	- 4 -
图表 2：主要线路资产为京广铁路广坪段和广深铁路.....	- 4 -
图表 3：客运业务和路网清算贡献收入 80%以上.....	- 4 -
图表 4：16 年长途车和广深城际占客运收入占比 87.2%.....	- 4 -
图表 5：近 3 年的公司营收年均复合增速 8%.....	- 5 -
图表 6：2016 年长途车旅客发送量同比减少 1.5%.....	- 6 -
图表 7：2016 年长途车业务收入同比增速 3.6%.....	- 6 -
图表 8：公文化运营助力广深城际提高竞争力.....	- 6 -
图表 9：2016 年广深城际旅客发送量止跌回升.....	- 7 -
图表 10：2014 年以来广深城际营业收入年均复合增速 4.2%.....	- 7 -
图表 11：2016 年直通车旅客发送量同比减少 8.4%.....	- 7 -
图表 12：2014 年以来路网清算收入复合增速 5.5%.....	- 8 -
图表 13：2011 年以来铁路运营及其他服务年均复合增速 23.4%.....	- 8 -
图表 14：广佛江珠城际铁路预计 2022 投入运营.....	- 9 -
图表 15 若高铁提价，可能打开广深城际提价空间.....	- 9 -
图表 16：我们预计 2018 年普客提价有望落地.....	- 10 -
图表 17：我们预计本次铁路提价幅度 50%以上.....	- 10 -
图表 18：我们预计普客提价增厚 2018 年净利润 10.5 亿元.....	- 10 -
图表 19：2008 年以来高铁运营里程复合增速 47.4%.....	- 11 -
图表 20：2010 年以来高铁发送旅客人次复合增速 40.5%.....	- 11 -

图表 21: 广深城际和广深港高铁存在整合的可能 .....	- 11 -
图表 22: 我们预计 2017、18 年广深港高铁净利润 2.3 亿、2.5 亿 .....	- 12 -
图表 23: 37 号文支持铁路土地综合开发.....	- 13 -
图表 24: 我们认为具有土地开发潜力的主要为堆场、货场和仓库.....	- 13 -
图表 25: 根据住宅、商业地价标准, 可开发土地价值超过 200 亿 .....	- 14 -
图表 26: 可比公司估值情况 .....	- 14 -
图表 27: 财务报表摘要 .....	- 16 -

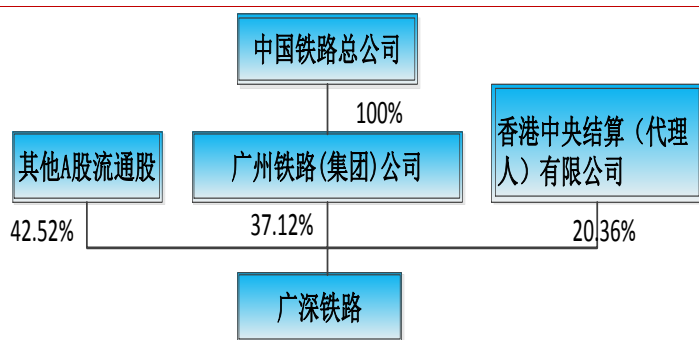
## 铁路客运唯一上市平台 普客提价有望成为业绩亮点

客运收入和路网清算贡献收入 80%以上

### ■ A 股铁路客运唯一上市平台

广深铁路是 A 股铁路客运唯一上市平台，也是我国唯一一家在上海、香港和纽约三地上市的铁路运输企业。公司第一大股东广铁集团持股比例 37.12%，实际控制人为中国铁路总公司。广铁集团前身是广州铁路局，1993 年率先完成企业化改制，拥有多项生产经营自主权。目前公司主要资产为京广铁路广坪段和广深铁路，营业里程 481.2km。

图表 1：第一大股东广铁集团持股比例 37.12%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 2：主要线路资产为京广铁路广坪段和广深铁路

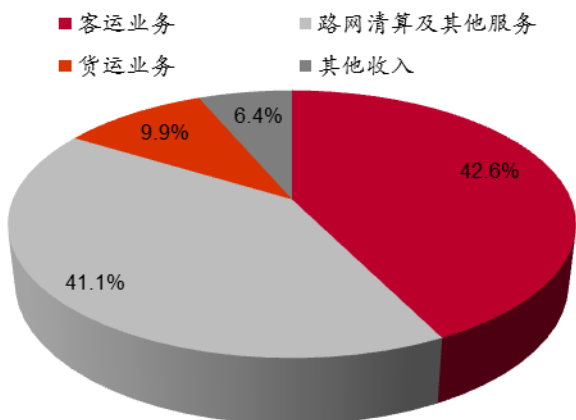
	营业里程 (km)	设计时速 (km/h)	经营概况
广州-深圳段	152	一、二线200; 三、四线140。	共有四线，其中一、二线广深城际客运专线；三、四线普客及货运列车。
广州-坪石段	329.2	160	普客及货运列车

来源：公司年报，中泰证券研究所

### ■ 客运业务和路网清算贡献收入 80%以上

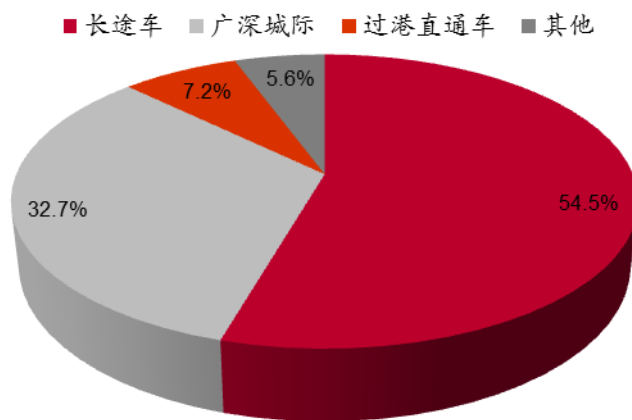
2010 年以来客运业务、路网清算及其他服务贡献营业收入的 80%以上，2016 年客运业务和路网清算及其他服务营业收入占比 83.7%。铁路客运是公司主营业务，其中：(1)长途车业务的收入占比 54.5%，包括长途车 138 对，其中含广州-佛山-肇庆城际列车 10 对，广州至桂林北、南宁东和贵阳北的跨线动车组 3 对；(2)广深城际业务的收入占比 32.7%，包括广州-深圳城际列车 102 对、广州东至潮汕的跨境动车组 8 对；(3)过港直通车业务的收入占比 7.2%，对公司收入影响较小。

图表 3：客运业务和路网清算贡献收入 80%以上



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：16 年长途车和广深城际占客运收入占比 87.2%



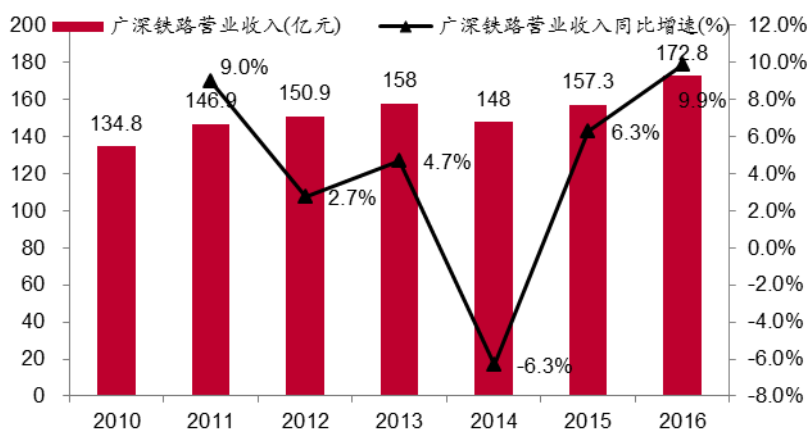
来源：wind，中泰证券研究所

我们预计 2017、18 年营收增速分别为 3.7%、11.2%

■ 我们预计 2017、18 年公司营收增速分别为 3.7%、11.2%

2014 年受高铁分流和铁路调图两列长途车停运的影响，公司营业收入下降了 6.3%。2015-16 年公司增开了 8 对广州东至潮汕跨线动车组、1 对广州至赣州的长途车和 1 对深圳至乌鲁木齐长途车，克服动车检修成本上涨的压力，近 3 年的公司营收年均复合增速 8%。考虑到 17 年暂无新车开行计划、假设普客提价 18Q1 落地，我们预计 2017、18 年的公司营收增速分别为 3.7%、11.2%。

图表 5：近 3 年的公司营收年均复合增速 8%



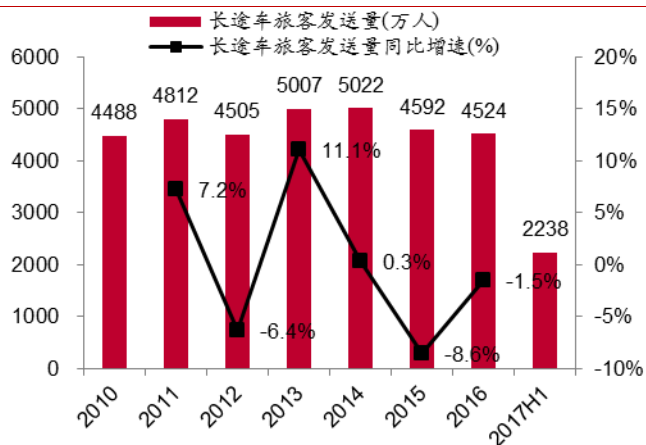
来源：wind，中泰证券研究所

## 高铁分流利空出尽 铁路运营服务发展空间显著

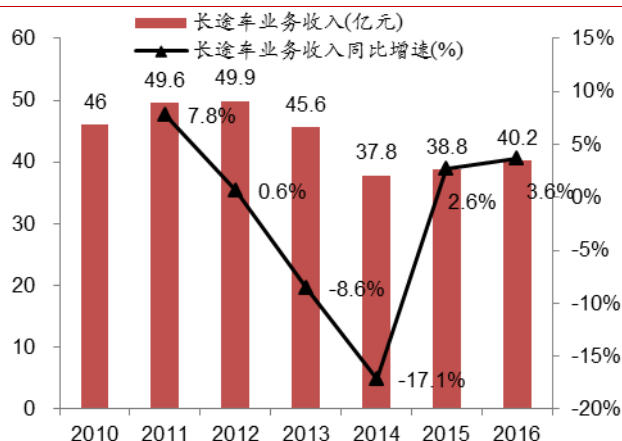
高铁分流影响有限 客运收入稳中有长

■ 我们预计 2017 年长途车业务收入增速 3%

长途车业务贡献铁路客运业务半壁江山，2016 年占客运收入 54.5%。受全国铁路网络逐渐完善的影响，长途普快开行班次减少，长途车业务收入面临下行压力。公司采用加开直达长途列车、加密重点线路等措施，其中 2015 年新增开了广州至赣州长途车、2016 年 5 月新增开了深圳至乌鲁木齐直达列车。新增开的深圳至乌鲁木齐直达列车硬座 425.5 元、运行距离 4657 公里，我们预计长途车业务平均票价增加 4.8%。考虑到深圳至乌鲁木齐直达列车开通时间，我们预计 2017 年长途车业务的营业收入增速为 3%。

**图表 6: 2016 年长途车旅客发送量同比减少 1.5%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2016 年长途车业务收入同比增速 3.6%**


来源: wind, 中泰证券研究所

### ■ 公文化运营助力广深城际提高竞争力

广深港高铁分流对广深城际旅客发送量增长构成压力，其中广州南站至深圳北站 2011 年 12 月通车、深圳北站至福田站 2015 年 12 月开始运营。广深高铁和城际起始站和线路走向均不相同，高铁分流仅局限在去往福田区域的客流，我们认为随着高铁福田站通车、分流压力基本出清。相对于高铁列车，广深城际推出便捷性、公文化运营提高自身竞争力；广深城际始发站位于市中心附近广州站和广州东站，高峰时刻每 10 分钟有 1 对动车组开行，且途径东莞和平湖站能进行有效的客流补充。

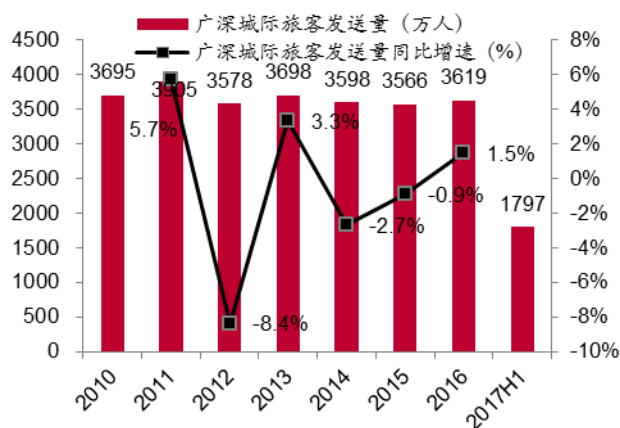
**图表 8: 公文化运营助力广深城际提高竞争力**

	始发站	终点站	运行时间	停靠站点	一等座票价(元)	每天运行列车(对)
广深城际	广州站/广州东站	深圳罗湖	约1小时20分	广州东、东莞、常平、樟木头和平湖站	99.5	102
广深港高铁	广州南站	深圳福田	约30分钟	虎门站	134	28

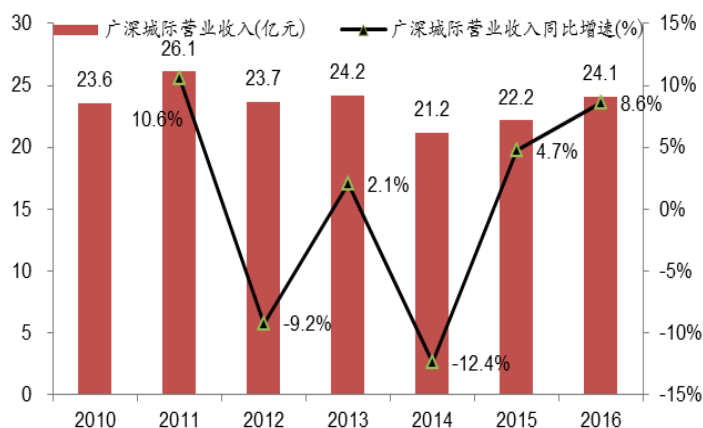
来源: 携程网, 中泰证券研究所

### ■ 我们预计 2017 年广深城际业务收入增速 4%

公司积极应对高铁分流带来的压力，2015 年新增开 3 对广州至潮汕的跨线动车组、2016 年新增开 5 对广州至潮汕的跨线动车组。随着 2015 年 12 月高铁深圳福田站通车，高铁分流压力已基本出清，2016 年广深城际旅客发送量止跌回升，14 年以来广深城际营业收入年均复合增速 4.2%。考虑到暂无列车增开计划和动车组提价因素，我们预计 2017 年广深城际业务收入增速 4%。

**图表 9：2016 年广深城际旅客发送量止跌回升**


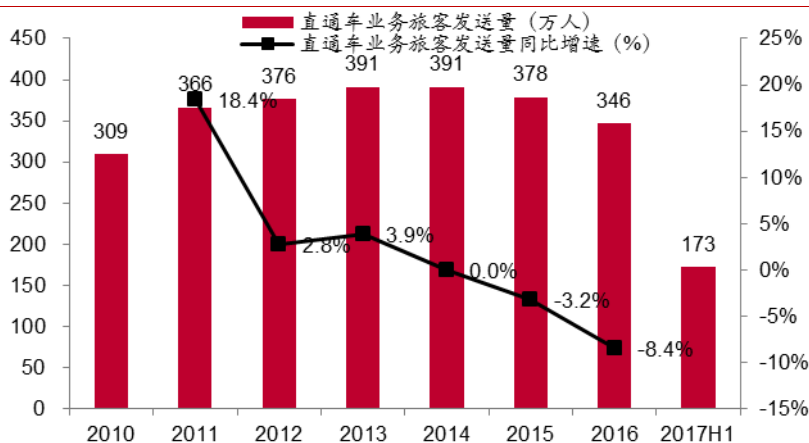
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 10：2014 年以来广深城际营业收入年均复合增速 4.2%**


来源：wind，中泰证券研究所

### ■ 直通车业务在客运收入占比 7.2%

目前广深城际是连接香港的唯一铁路通道，2016 年过港直通车业务营业收入 5.3 亿元。根据香港旅游发展局发布公告，2016 年内地旅客访港同比减少 6.7%，延续 2014 年以来连续 3 年下跌。过港直通车业务受访港旅客减少的影响，旅客发送量持续走低。考虑的 2016 年过港直通车业务在客运收入中占比为 7.2%，整体上对公司收入影响较小。

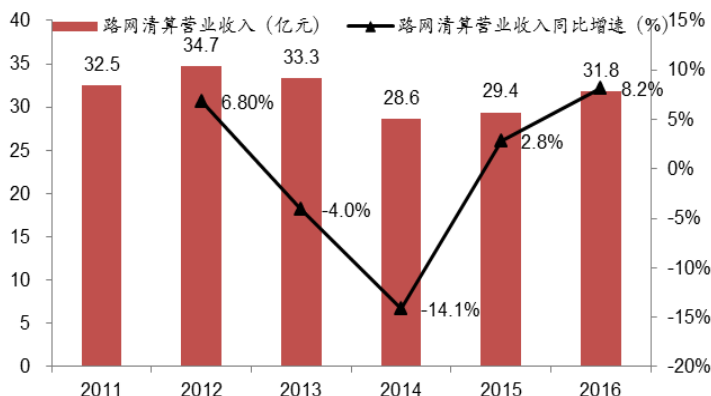
**图表 11：2016 年直通车旅客发送量同比减少 8.4%**


来源：wind，中泰证券研究所

### 铁路运营和其他服务未来发展空间显著

#### ■ 我们预计 2017 年路网清算营收增速为 7%。

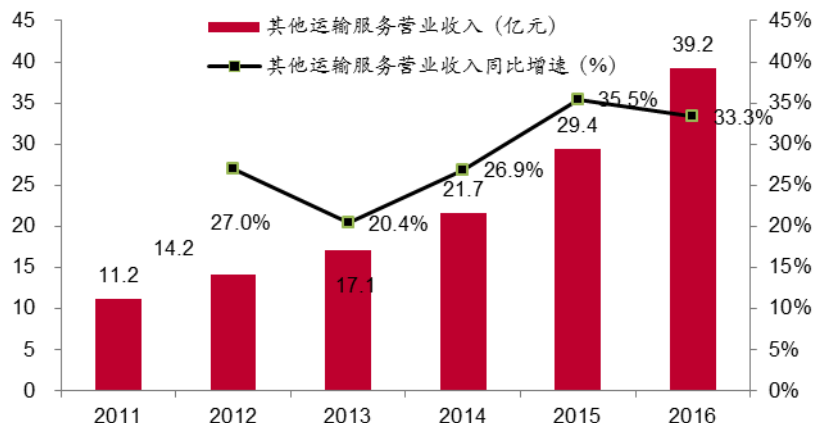
路网清算及其他运输服务包括路网清算、铁路运营和其他服务，其中路网清算是其他铁路局使用公司铁路线路、电力供应和列车牵引等服务产生的费用。2014 年以来路网清算收入复合增速 5.5%，其中 2016 年的增速 8.2%。考虑 2017 年 7 月铁路调图的影响，我们预计 2017 年路网清算营收增速为 7%。

**图表 12： 2014 年以来路网清算收入复合增速 5.5%**


来源：wind，中泰证券研究所

**■ 2011 年以来铁路运输其他运输服务年均复合增速 23.4%**

铁路运输和其他服务属于铁路客货运输延伸业务，始于 2009 年武广铁路开通，公司承担武广高铁铁路运营和其他服务。截止 2017 年 7 月，公司已经为武广铁路、广珠城际、广深港高铁、广珠铁路、厦深铁路、赣韶铁路、南广铁路、贵广铁路和珠三角城际等提供该项服务。铁路运营和其他服务成为公司增长最快的业务板块，2011 年以来年均复合增速 23.4%。考虑到 2017 年 7 月铁路调图影响，我们预计 2017 年其他运输服务收入增速 20%。

**图表 13： 2011 年以来铁路运输及其他服务年均复合增速 23.4%**


来源：wind，中泰证券研究所

**■ 粤港澳大湾区助力基础设施建设，铁路运营和其他服务增长空间显著**

2016 年公司收购广梅汕铁路和三茂铁路为提供运输服务，以及新增为珠三角城际提供运输服务，相应板块收入同比增长 20.7%。根据广东省铁路建设投资集团公告，2017 年广东省将上马 3 个城际铁路项目和 6 个国家铁路项目，总投资额将超过 1200 亿元。其中，广受关注的广州-佛山-江门-珠海城际铁路线路里程 158km，预计 2022 投入运营。粤港澳大湾区助力基础设施建设，我们预计 2020 年前陆续有深茂高铁、赣深高铁等 4 条线路投入运营，铁路运营和其他服务业务发展空间显著。



**图表 14：广佛江珠城际铁路预计 2022 投入运营**



来源：广东省铁路建设投资集团官网，中泰证券研究所

## 铁路改革东风渐行渐近 普客提价打开成长空间

### 客运价格 22 年未调整 普客进入提价窗口期

- **受广深港高铁影响，我们判断近期广深城际提价的可能性不大**  
2016 年 1 月，国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组票价政策的通知》，对中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定。受广深港高铁票价影响，我们预计广深城际提价的可能性不大；若高铁提价，可能打开广深城际提价空间，假设广深城际提价 5%，我们预计贡献年化净利润为 0.8 亿。

**图表 15 若高铁提价，可能打开广深城际提价空间**

线路	设计时速 (公里/小时)	一等座票价 (元/人公里)	二等座票价 (元/人公里)	定价权
广深港高铁	300	0.78	0.48	中铁总
广深城际	200	0.65	0.52	广深铁路

来源：12306，中泰证券研究所

- **普客基价 22 年未调整，铁路改革有望开启成长空间**  
以 K 字头、T 字头和 Z 字头为主的长途车采用普客运价定价规则，公益性为先。普客运价最后一次调价 1995 年，已近 22 年未调整，同期国内居民消费价格指数 CPI 上涨约 55%，成本上行压力使得普客运价提价需求强烈。2016 年国家发改委发布《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》，要求各铁路局 2017 年 6 月完成成本核算，由

铁总汇总报发改委核定成本，我们预计 2018 年铁路普客提价有望落地。

**图表 16：我们预计 2018 年普客提价有望落地**

列车类型	设计时速 (公里/小时)	普票基价 (元/人公里)	定价权
普通列车	<120	0.06	发改委
快速列车(K)	120	0.12	
特快列车(T)	140~160	0.14	
直达列车 (Z)	160	0.14	

注：表中普客基价为硬座标准，硬座：软座：硬卧：软卧票价比例 1:2:2.2:3.9。

来源：12306，中泰证券研究所

我们预计普客提价幅度 50% 以上 18 年有望贡献 10.5 亿净利润

■ 我们预计铁路普客提价幅度 50% 以上

1955 年全国统一铁路基价为 1.755 分/人公里，截至目前共经历 4 次提价，除 1985 年外，每次提价幅度均在 50% 以上。考虑目前铁路普客票价仅为公路的 20%，速度基本一致且铁路运输时效性好，我们预计本次铁路普客提价的幅度 50% 以上。

**图表 17：我们预计本次铁路提价幅度 50% 以上**

	1955-1985	1985-1989	1989-1995	1995-
普票基价 (分/人公里)	1.755	2.4	3.861	5.861
提价幅度	-	37%	61%	52%

来源：铁总官网，中泰证券研究所

■ 若普客提价 18Q1 落地，我们预计增厚 2018 年净利润 10.5 亿元

长途车业务贡献铁路客运营收的一半以上，2016 年长途车业务收入占客运收入的 54.5%。假设普客提价 2018Q1 落地，提价幅度 50%，我们预计 2018 年增厚净利润 10.5 亿元，对应的业绩弹性 46%。

**图表 18：我们预计普客提价增厚 2018 年净利润 10.5 亿元**

提价幅度	20%	30%	50%	70%
营业收入增加(亿元)	7.4	11.2	18.6	26.0
净利润增加(亿元)	5.6	8.4	14.0	19.5
对应2018年净利润(亿元)	4.2	6.3	10.5	14.6
我们预计2018净利润(亿元)	22.8			
对应业绩弹性	18.4%	27.5%	45.9%	64.2%

来源：wind，中泰证券研究所

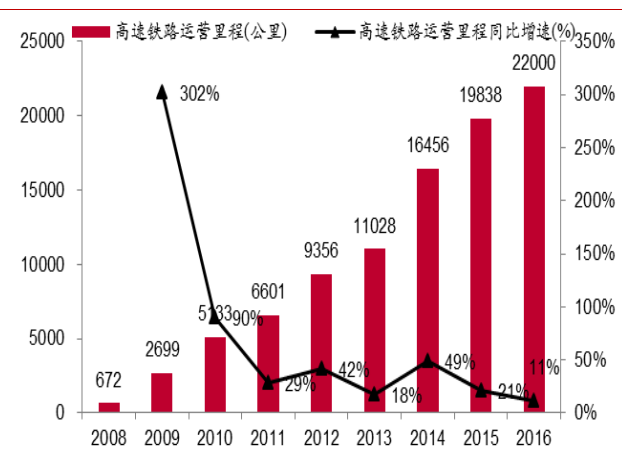
## 铁路改革有望持续推进 远期看好资产注入和土地开发

广深港高铁存在注入可能 若实现整合有望增厚业绩

■ 2010 年以来高铁旅客发送量复合增速 40.5%

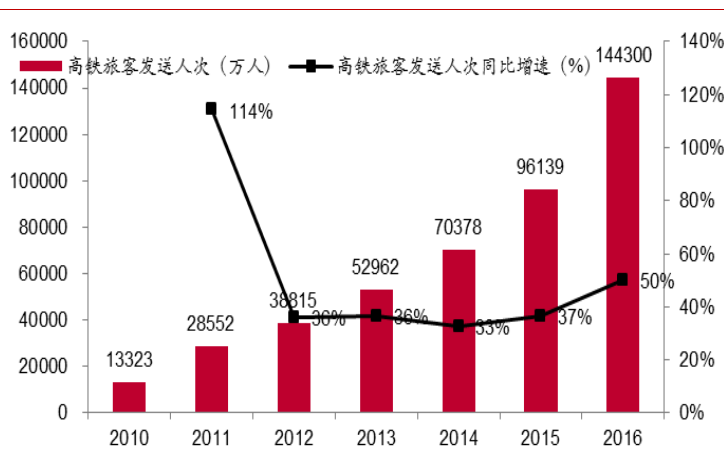
从 2008 年第一条高铁京津城际通车运营开始，我国高速铁路迎来了跨越式发展的新时期，年均复合增长率 47.4%。根据铁总官网披露数据截止 2016 年底，我国高铁运营里程 22000 公里，在铁路通车里程占比 17.7%。2010 年以来我国高铁旅客发送量年均复合增速 40.5%，2016 年全国铁路完成旅客发送量 27.7 亿人，其中高铁动车组客运量占比超过 52%。

图表 19：2008 年以来高铁运营里程复合增速 47.4%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 20：2010 年以来高铁发送旅客人次复合增速 40.5%



来源：wind，中泰证券研究所

■ 高铁线路将成为铁路优质核心资产

高铁客运在铁路客运板块中增速最快，2010 年以来复合增速达 40.5%。目前广深港高铁（广深段）铁路运输服务委托给广深铁路经营，中国铁总和广铁集团各占 50% 股权。作为铁总旗下唯一铁路客运上市平台，我们认为未来有望注入广深铁路，这也符合广铁集团解决同业竞争的承诺。

图表 21：广深城际和广深港高铁存在整合的可能



来源：百度地图，中泰证券研究所

- **我们预计 2017、18 年广深港高铁（广深段）净利润 2.3 亿、2.5 亿**  
 目前广深港高铁（广深段）日开行列车 28 对，假设上座率 80%，年化收入达 23.3 亿元，假设 17 年旅客发送量增速 8%。成本端包括：广深段总投资 205 亿，固定资产按照 30 年计提折旧，折旧成本年化 6.9 亿；长期借款 102.5 亿元，假设贷款利率 4.9%、期限 25 年，财务费用年化 5 亿元；委托经营费和水电费参照京沪高铁标准，我们预计 2017、18 年广深港高铁（广深段）净利润 2.3 亿、2.5 亿，对应公司业绩弹性分别为 16.8%、11.0%。

**图表 22：我们预计 2017、18 年广深港高铁净利润 2.3 亿、2.5 亿**

	2016A	2017E	2018E	2019E
收入合计(亿元)	23.3	25.2	26.7	28.3
YOY(%)	8%	6%	6%	-
成本合计(亿元)	21.3	22.1	23.3	24.0
固定资产折旧(亿元)		6.9		
委托经营费(亿元)	5.9	6.4	6.9	7.3
水电费(亿元)	3.5	3.8	4.5	4.8
财务费用(亿元)		5		
毛利润(亿元)	2.0	3.1	3.4	4.3
净利润(亿元)	1.5	2.3	2.5	3.2

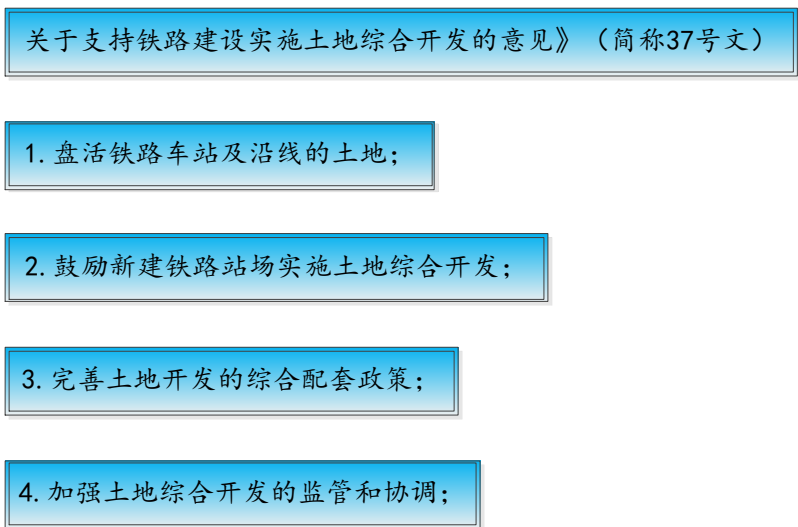
来源：wind，中泰证券研究所

### 土地开发潜力丰富 静待铁总改革政策落地

- **国务院陆续发文支持铁路土地开发**

2014 年 8 月国务院办公厅发布《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》（简称 37 号文），明确支持铁路线路用地综合开发，鼓励铁总采用授权经营的方式，盘活铁路生产经营性土地。地方政府要支持铁路企业进行车站及线路用地一体化规划，按照市场化、集约化原则实施综合开发，已开发支持铁路发展。我们认为 37 号文政策有利于铁路企业盘活土地存量、引入社会资本共同推动土地资源的开发。

**图表 23：37 号文支持铁路土地综合开发**

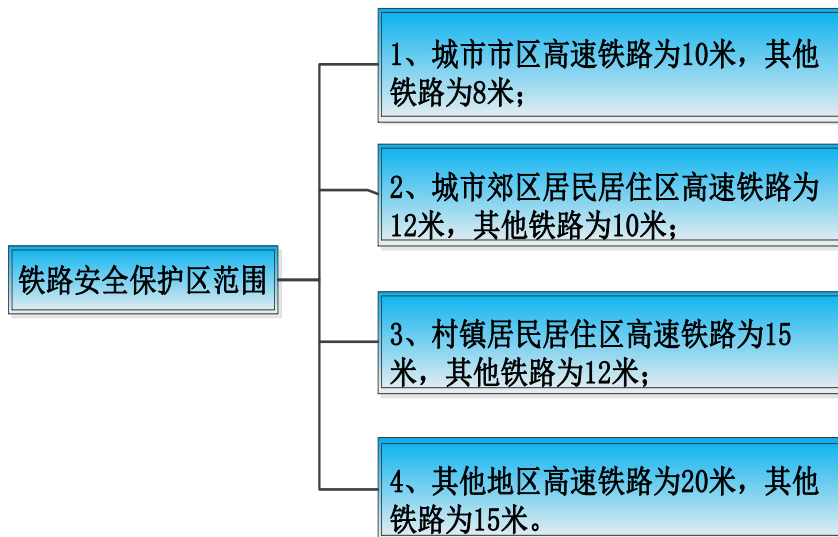


来源：中国政府网, 中泰证券研究所

■ **我们认为具有土地开发潜力的主要为堆场、货场和仓库**

根据《铁路安全管理条例》第二十七条规定：铁路线路两侧应当设立铁路线路安全保护区，保护区范围应为铁路线路路堤坡脚、路堑坡顶或者铁路桥梁（含铁路、道路两用桥，下同）外侧起向外 8~20m，所以铁路线路两边土地开发价值较小。我们认为具有土地开发潜力的主要为堆场、货场和仓库。

**图表 24：我们认为具有土地开发潜力的主要为堆场、货场和仓库**



来源：铁道运输行业标准, 中泰证券研究所

■ **根据土地性质不同，我们预计公司可开发土地价值 15.9~256 亿元。**

广深铁路采用租赁方式经营广坪段铁路用地，暂不考虑。公司自有土地面积 1181 万 m<sup>2</sup>，其中具有土地开发潜力的主要为堆场、货场和仓库面积 97.4 万 m<sup>2</sup>。1997 年公司对自有土地估值为 65 元/平方米，20 年来广深及沿线地区商业和住宅用地价格今非昔比，假设广州、深圳市

区可开发用地面积相等，按照 2016 年相应地方住宅、商业用地和工业用地价格标准，我们预计公司可开发土地价值分别为 256 亿元、222.4 亿元和 15.9 亿元。

图表 25：根据住宅、商业地价标准，可开发土地价值超过 200 亿

	土地面积 (万平方米)	住宅用地平均 出让价格 (万元/平 米)	按住宅用地预 计土地价值 (亿元)	商业用地平均 出让价格(万 元/平方米)	按住宅用地预计 土地价值(亿 元)	工业用地平均出 让价格(万元/ 平方米)	按工业用地预 计土地价值 (亿元)
广州可开发面积	26.1	6.24	162.9	5.92	154.5	0.48	12.5
深圳可开发面积	26.1	2.11	55.1	1.35	35.2	0.06	1.6
广深沿线可开发 面积	45.3	0.84	38.1	0.72	32.6	0.04	1.8
合计			256.0		222.4		15.9

来源：国土资源官网，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议：目标价：6.4 元，首次覆盖给予“买入”评级

图表 26：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601333.SH	广深铁路	5.06	0.16	0.19	0.32	31.6	26.6	15.8
601006.SH	大秦铁路	8.57	0.48	0.81	0.82	17.9	10.6	10.5
600125.SH	铁龙物流	11.59	0.19	0.24	0.26	61.0	48.3	44.6
	平均值					36.8	28.5	23.6

来源：wind，中泰证券研究所 注：股价为 2017 年 8 月 9 日收盘价

- **重要假设：(1) 2017、18年公司营收增速分别为3.7%、11.2%；(2) 普客提价落地时间2018Q1、提价幅度50%。**
- **铁路客运唯一上市平台，普客提价有望成为业绩亮点。**广深铁路是A股铁路客运唯一的上市平台，2010年以来客运业务、路网清算及其他服务贡献营业收入的80%以上。考虑16年新增列车开通时间、假设普客提价18Q1落地，我们预计2017、18年的公司营收增速分别为3.7%、11.2%。
- **高铁分流利空出尽，铁路运营服务发展空间显著。**长途车和广深城际占客运收入近90%。随着高铁福田站通车，广深城际面临分流压力基本出清。考虑16年新增列车开通时间和动车组提价，我们预计2017年长途车和广深城际业务收入增速分别为3%、4%；铁路运营和其他服务属于客货运输延伸业务，2011年以来年均复合增速23.4%，我们预计2020年前深茂高铁、赣深高铁等4条线路投入运营，板块业务发展空间显著。考虑到2017年7月铁路调图影响，我们预计2017年铁路运营和其他运输服务收入增速20%。
- **铁路改革东风渐行渐近，普客提价打开成长空间。**普客运价近22年未调整，同期国内居民消费价格指数CPI上涨约55%，成本上行压力使得普客提价需求强烈，随着铁路改革加速，我们预计2018年铁路普客提价有望落地。考虑铁路普客票价仅为公路的20%，除1985年历史提价幅度均大于50%，我们预计本次铁路普客提价的幅度50%以上。假设

普客提价2018Q1落地，提价幅度50%，我们预计2018年增厚净利润10.5亿元，对应的业绩弹性46%。

- **铁路改革有望持续推进，远期看好资产注入和土地开发。**广深港高铁实际控制人同为中铁总和广铁集团，公司承担广深港高铁铁路运营和其他服务。作为A股铁路客运唯一上市平台，未来广深港高铁存在资产注入的可能。我们预计2017、18年广深港高铁净利润2.3亿、2.5亿，如果优质资产成功注入有望增厚公司业绩。我们认为公司自有土地中具有开发潜力的主要为堆场、货场和仓库，总面积97.4万m<sup>2</sup>，根据2016年地方住宅、商业用地和工业用地价格标准，我们预计对应价值分别为256、222.4、15.9亿元。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入179.2、199.2、209.1亿元，同比增长3.7%、11.2%、4.9%，归属于母公司净利润为13.7、22.8、24.1亿元，同比增长18.5%、66.1%、5.6%，对应的每股收益EPS分别为0.19、0.32、0.34元，给予6.4元目标价，对应2017年26.1XPE。我们预计**2017Q2铁路改革有望加速，普客提价有望2018年落地，有望增厚公司业绩。首次覆盖给予“买入”评级。**

## 风险提示

- **普客提价时间和幅度不及预期**  
我们假设普客提价2018Q1落地、提价幅度超过50%。普客提价时间和幅度对公司的业绩影响较大，我们预测普客票价每提高10%，则公司的净利润提高2.79亿，对应18年业绩弹性12.2%。
- **资产注入和土地开发进度不及预期**  
我们认为铁路改革包括运价改革、土地开发和资产证券化，广深铁路是唯一一家与铁路改革3个方向相关的标的。资产注入和土地开发需要铁总自上而下政策支持，铁路改革需要兼顾公益和效率。铁路改革的进度对公司业绩影响显著。

图表 27: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	15,725.3	17,280.5	17,916.4	19,923.1	20,905.3	货币资金	2,326.8	1,467.7	3,998.4	6,177.1	9,386.2
营业成本	13,750.2	15,319.4	15,741.4	16,516.2	17,309.6	存货	307.1	332.6	492.1	309.5	513.7
毛利率	12.56%	11.35%	12.14%	17.10%	17.20%	应收账款	3,004.9	3,508.4	2,487.1	4,544.5	2,873.3
营业税金及附加	78.5	52.3	53.7	59.8	62.7	其他流动资产	18.0	157.3	58.7	78.0	98.0
营业费用	5.6	9.8	9.1	9.5	10.8	流动资产合计	5,662.5	5,495.1	7,089.8	11,118.0	12,927.7
营业费用率	0.04%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%	固定资产	24,072.1	24,276.4	22,765.0	21,253.6	19,742.1
管理费用	262.7	261.7	270.5	300.8	315.7	长期股权投资	168.7	167.6	167.6	167.6	167.6
管理费用率	1.67%	1.51%	1.51%	1.51%	1.51%	无形资产	950.2	1,626.4	1,576.2	1,526.0	1,475.8
财务费用	-36.1	-29.9	-3.4	-23.2	-18.8	其他长期资产	466.3	460.5	435.3	445.6	443.6
财务费用率	-0.23%	-0.17%	-0.02%	-0.12%	-0.09%	非流动资产合计	26,280.7	27,375.1	25,788.3	24,236.9	22,673.2
投资收益	8.4	13.1	0.0	0.0	0.0	资产总计	31,943.3	32,870.3	32,878.0	35,354.9	35,600.8
营业利润	1,485.2	1,679.9	1,845.1	3,059.9	3,225.3	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润率	9.44%	9.72%	10.30%	15.36%	15.43%	应付账款	3,562.6	3,966.7	3,377.3	4,539.5	3,753.9
营业外收入	35.0	12.3	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	761.1	697.8	656.3	833.6	677.6
营业外支出	68.4	148.2	0.0	0.0	0.0	流动负债合计	4,323.7	4,664.5	4,033.6	5,373.0	4,431.5
利润总额	1,451.8	1,544.0	1,845.1	3,059.9	3,225.3	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	388.5	390.3	466.4	773.5	815.3	其他长期负债	175.4	175.7	146.6	165.9	162.7
所得税率	26.76%	25.28%	25.28%	25.28%	25.28%	非流动性负债合计	175.4	175.7	146.6	165.9	162.7
少数股东损益	-18.2	-24.0	-18.3	-13.1	-11.1	负债合计	4,499.0	4,840.2	4,180.3	5,538.9	4,594.2
归属于母公司股东的净利润	1,070.8	1,158.3	1,373.0	2,281.1	2,408.0	股本	7,083.5	7,083.5	7,083.5	7,083.5	7,083.5
净利率	6.81%	6.70%	7.66%	11.45%	11.52%	资本公积	11,562.7	11,562.7	11,562.7	11,562.7	11,562.7
每股收益(元)	0.15	0.16	0.19	0.32	0.34	股东权益合计	27,462.5	28,054.1	28,716.1	29,829.1	31,017.7
						少数股东权益	-18.2	-24.0	-18.3	-13.1	-11.1
						负债股东权益总计	31,943.3	32,870.3	32,878.0	35,354.9	35,600.8

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	1,070.8	1,158.3	1,373.0	2,281.1	2,408.0	成长性指标					
少数股东损益	-18.2	-24.0	-18.3	-13.1	-11.1	营业收入增长率(%)	6.3	9.9	3.7	11.2	4.9
折旧和摊销	1,454.3	1,564.6	1,561.7	1,561.7	1,561.7	净利润增长率(%)	61.8	8.2	18.5	66.1	5.6
营运资金变动	-334.9	-1,456.1	306.8	-504.4	457.1	盈利能力指标					
财务费用	-2.9	-1.8	-3.4	-23.2	-18.8	毛利率(%)	12.6	11.3	12.1	17.1	17.2
经营现金流	2,259.7	1,641.2	3,243.6	3,320.5	4,410.0	EBIT Margin(%)	10.4	9.5	10.3	15.2	15.3
可出售金融资产变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA Margin(%)	19.6	18.5	19.0	23.1	22.8
投资收益	8.4	13.1	0.0	0.0	0.0	净利率(%)	6.8	6.7	7.7	11.4	11.5
资产变卖	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PEG	0.5	3.8	1.4	0.2	2.7
投资现金流	-1,349.2	-1,935.7	0.0	0.0	0.0	偿债能力指标					
资本公积变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率(%)	14.1	14.7	12.7	15.7	12.9
财务费用	36.1	29.9	3.4	23.2	18.8	流动比率	1.3	1.2	1.8	2.1	2.9
股息支出	-566.7	-566.7	-710.9	-1,168.2	-1,219.4	估值指标					
短期借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产收益率(%)	3.9	4.1	4.8	7.6	7.8
融资现金流	-354.7	-566.7	-712.9	-1,141.8	-1,200.9	P/E(倍)	33.5	30.9	26.1	15.7	14.9
现金净流量	556	-861	2,531	2,179	3,209	P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	买入	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。