

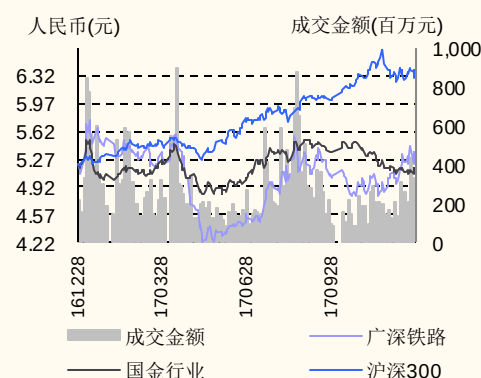
广深铁路 (601333.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.33 元

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)	37,755.25
年内股价最高最低(元)	5.77/4.22
沪深 300 指数	3991.21
上证指数	3275.78

**相关报告**

1. 《成本释放业绩逐步见底，短期仍看铁改推进-广深铁路公司点评》，2017.10.26
2. 《成本增长拖累业绩，期待铁改实质性推进-广深铁路公司点评》，2017.8.25
3. 《毛利率拖累业绩，期待铁路改革-广深铁路公司点评》，2017.4.27
4. 《路网清算贡献收入增量，铁改期待实质推进-广深铁路公司点评》，2017.3.30

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

拟交储土地使用权，实质性推进铁改落地**公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.151	0.164	0.153	0.231	0.213
每股净资产(元)	3.88	3.96	4.04	4.16	4.24
每股经营性现金流(元)	0.32	0.23	0.35	0.36	0.42
市盈率(倍)	33.14	31.01	36.31	24.12	26.14
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	61.75%	8.16%	-6.17%	50.51%	-7.73%
净资产收益率(%)	3.90%	4.13%	3.79%	5.56%	5.03%
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

事件

- 12月27日广深铁路发布公告，拟将广州东石牌旧货场约3.7万平方米的土地使用权有偿交储开发。

点评

- **有偿交储土地使用权，实质性推进土地盘活：**为了配合广州城市更新改造，并且结合公司自身推动转型变革，响应国务院铁改号召，公司拟将位于广州市天河区的广州东石牌旧货场，约3.7万平方米的土地使用权有偿交储开发。具体交易土地面积将以广州市房地产测绘所或其他有权部门出具报告书为准，交易价格将以土地估价报告为基础，由交易各方通过协商最终确定。自2013年8月下发《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，鼓励土地综合开发利用（图1），以及今年8月铁总召开土地综合开发项目推介会，铁路土地盘活预期提升后，公司终于迈出开发自身土地资源的实质性步伐。
- **土地资源丰富，公司价值提升空间巨大：**公司判断本次交储若能实施，其产生的利润预计占2016年归母净利润11.6亿元的50%以上，即5.8亿元。按此计算，此货场每平米可获利润1.6万元。公司拥有广州至深圳之间所有土地的使用权，共1312万平方米。这片土地是专用于铁路运输生产用地，包括轨道、线路、车站、货场、仓库和供电等铁路专用生产设施用地。截止2017年半年报，公司土地使用权账面价值仅为16.0亿元，折合每平米122元，盘活后公司价值提升空间巨大。不过由于铁路的点多线长面广，有狭长地带等，有的比较难开发，可利用的面积保守估计200万平方米。按照9月1日广州市国土规划委公布的《广州市国有建设用地使用权基准地价》，原市辖10区规划建设用地区商业、办公、居住、工业用地平均价格水平分别为15351元/平方米、4915元/平方米、6255元/平方米、887元/平方米，公司较易开发土地多分布在城市周边，我们判断多用于商业和居住用途，按每平米10000元计算，公司土地升值幅度可达180亿元。
- **普客提价渐行渐近，广深铁路受益明显：**距离上次1995年普客提价已经过去20余年，客运票价严重滞后CPI涨幅，同样低于其他交通出行方式（图2）。2016年12月底发改委下发《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》，面向社会公开征集普通旅客列车票价改革意见，并已在近日完成成本监审工作，之后将按照成本为基础进行提价。我们认为普客提价渐行渐

近，并测算了普客提价对于公司净利润的敏感性，如果长途车平均票价提高 30%，在考虑本次交储贡献业绩后，公司 2018 年净利润弹性仍将达到 62.5%。（图 3）

投资建议

- 公司处于成本释放周期，业绩正逐步见底。短期铁改是公司最大看点，铁路土地开发提速，多元经营大有前途，并将极大受益于普客提价。暂不考虑普客提价及此次交储之后的土地盘活，我们上调 2018 年净利润至 16.4 亿元，上调幅度 28%。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.15/0.32/0.21 元，对应 PE 分别为 36/24/26 倍，维持“买入”评级。

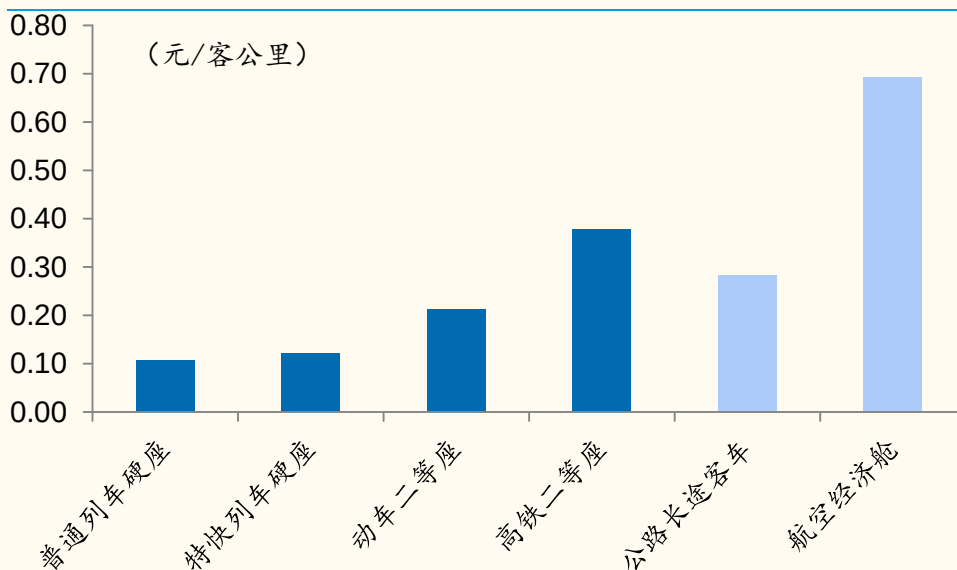
风险提示

- 铁路改革进度低于预期。目前铁路改革处于方案制定阶段，存在进程放缓可能，公司未来业绩增长或低于预期。
- 宏观经济不景气，客流量减少。公司客运收入占比超过 40%，若客流量减少将限制公司业绩主要来源，导致净利润增速低于预期。
- 成本控制不得当。公司处于成本释放周期，今年安排 11 组动车组维修，人工成本和折旧高速增长，公司业绩承压。

图表 1：铁总重要改革文件汇总

时间	文件	内容
2013年3月	《国务院机构改革和职能转变方案》	铁路政企分离，撤销铁道部，中国铁路总公司成立，原铁道部划入交通运输部。
2013年8月	《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》	提出多方式多渠道筹集建设资金，为社会资本进入铁路创造条件。
2014年8月	《国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》	支持盘活现有铁路用地推动土地综合开发，鼓励新建铁路站场实施土地综合开发，盘活铁路土地得到政策支持。
2015年12月	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	从2016年1月1日起，高铁动车票由中国铁路总公司自行定价，高铁票价开始进行市场调节。
2016年12月	《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》	面向社会公开征集意见，普通旅客列车票价改革迈出重要一步。

来源：国务院，发改委，国金证券研究所

图表 2：铁路票价普遍低于其他出行方式（上海至北京为例）


来源：互联网，国金证券研究所

图表 3：长途车提价对于公司的利润弹性测算表

2018年长途车提价敏感性测算			
2018年营业收入（亿元）	196.9		
2018年长途车收入（亿元）	45.4		
2018年预计长途车客运量（万人）	4,344		
2018年预计长途车单人收入（元）	104.6		
涨价幅度	10%	20%	30%
涨价后长途车单人收入（元）	115.03	125.48	135.94
涨价后长途车收入（亿元）	49.97	54.51	59.06
税率	25%		
2018年归母净利润（亿元）	16.4		
涨价贡献利润增量（亿元）	3.41	6.81	10.22
净利润弹性	20.83%	41.66%	62.49%

来源：互联网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	14,801	15,725	17,281	18,255	19,692	21,320
增长率		6.2%	9.9%	5.6%	7.9%	8.3%
主营业务成本	-12,390	-13,750	-15,319	-16,414	-17,557	-18,833
%销售收入	83.7%	87.4%	88.7%	89.9%	89.2%	88.3%
毛利	2,411	1,975	1,961	1,841	2,135	2,487
%销售收入	16.3%	12.6%	11.3%	10.1%	10.8%	11.7%
营业税金及附加	-91	-79	-52	-91	-108	-128
%销售收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%
营业费用	-9	-6	-10	-9	-10	-11
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,262	-263	-262	-310	-335	-362
%销售收入	8.5%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,049	1,628	1,637	1,430	1,682	1,986
%销售收入	7.1%	10.4%	9.5%	7.8%	8.5%	9.3%
财务费用	-56	36	30	22	32	30
%销售收入	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-1	-188	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	8	13	10	10	10
%税前利润	1.1%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%
营业利润	1,002	1,485	1,680	1,462	1,724	2,026
营业利润率	6.8%	9.4%	9.7%	8.0%	8.8%	9.5%
营业外收支	-121	-33	-136	-20	450	-20
税前利润	881	1,452	1,544	1,442	2,174	2,006
利润率	5.9%	9.2%	8.9%	7.9%	11.0%	9.4%
所得税	-220	-389	-390	-361	-544	-501
所得税率	24.9%	26.8%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	661	1,063	1,154	1,082	1,631	1,504
少数股东损益	-1	-8	-5	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	662	1,071	1,158	1,087	1,636	1,509
净利率	4.5%	6.8%	6.7%	6.0%	8.3%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	661	1,063	1,154	1,082	1,631	1,504
非现金支出	1,450	1,628	1,558	1,448	1,478	1,508
非经营收益	218	10	129	-19	-460	10
营运资金变动	-229	-455	-1,207	-37	-127	-37
经营活动现金净流	2,099	2,246	1,634	2,474	2,522	2,985
资本开支	-999	-1,284	-1,956	-1,344	-648	-1,119
投资	0	-61	0	-1	0	0
其他	4,513	-4	20	10	10	10
投资活动现金净流	3,514	-1,349	-1,936	-1,335	-638	-1,109
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3,500	0	0	-7	0	0
其他	-735	-355	-567	-504	-850	-921
筹资活动现金净流	-4,235	-355	-567	-511	-850	-921
现金净流量	1,378	542	-868	629	1,034	956

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,769	2,327	1,468	2,096	3,131	4,086
应收账款	2,456	3,005	3,508	3,531	3,971	4,416
存货	401	307	333	495	529	568
其他流动资产	47	24	186	68	72	77
流动资产	4,673	5,663	5,495	6,190	7,703	9,147
%总资产	15.3%	17.7%	16.7%	18.5%	22.3%	25.7%
长期投资	231	253	253	254	253	253
固定资产	24,578	24,642	25,067	24,671	24,244	23,789
%总资产	80.5%	77.1%	76.3%	73.7%	70.1%	66.8%
无形资产	974	1,246	1,916	2,245	2,292	2,338
非流动资产	25,864	26,281	27,375	27,271	26,890	26,481
%总资产	84.7%	82.3%	83.3%	81.5%	77.7%	74.3%
资产总计	30,537	31,943	32,870	33,460	34,593	35,628
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	3,274	3,812	4,262	4,049	4,354	4,675
其他流动负债	387	511	403	628	675	806
流动负债	3,661	4,324	4,665	4,677	5,029	5,480
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	89	175	176	160	160	160
负债	3,750	4,499	4,840	4,837	5,189	5,640
普通股股东权益	26,746	27,462	28,054	28,652	29,438	30,027
少数股东权益	41	-18	-24	-29	-34	-39
负债股东权益合计	30,537	31,943	32,870	33,460	34,593	35,628

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.093	0.151	0.164	0.153	0.231	0.213
每股净资产	3.776	3.877	3.960	4.045	4.156	4.239
每股经营现金净流	0.296	0.317	0.231	0.349	0.356	0.421
每股股利	0.050	0.080	0.080	0.100	0.120	0.130
回报率						
净资产收益率	2.48%	3.90%	4.13%	3.79%	5.56%	5.03%
总资产收益率	2.17%	3.35%	3.52%	3.25%	4.73%	4.24%
投入资本收益率	2.94%	4.33%	4.35%	3.74%	4.28%	4.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.33%	6.25%	9.89%	5.64%	7.87%	8.27%
EBIT增长率	-44.01%	55.24%	0.56%	-12.65%	17.59%	18.08%
净利润增长率	-48.03%	61.75%	8.16%	-6.17%	50.51%	-7.73%
总资产增长率	-8.11%	4.61%	2.90%	1.79%	3.39%	2.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.7	60.3	66.0	67.0	70.0	72.0
存货周转天数	11.7	9.4	7.6	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	63.8	67.2	64.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	596.2	558.7	512.8	467.5	416.2	368.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.60%	-8.48%	-5.24%	-7.32%	-10.65%	-13.63%
EBIT利息保障倍数	18.8	-45.0	-54.7	-64.6	-51.8	-66.5
资产负债率	12.28%	14.08%	14.73%	14.46%	15.00%	15.83%

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
	0	1	3	7	16
	0	1	3	9	15
	0	0	0	0	4
	0	0	0	0	1
	0.00	1.50	1.50	1.56	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-28	买入	4.01	N/A
2	2016-08-25	买入	4.17	N/A
3	2016-10-27	买入	4.44	N/A
4	2016-12-25	买入	5.30	7.00~8.00
5	2017-03-30	买入	5.30	N/A
6	2017-04-27	买入	5.00	N/A
7	2017-08-25	买入	5.13	N/A
8	2017-10-26	买入	4.80	N/A

来源：国金证券研究所

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



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH