

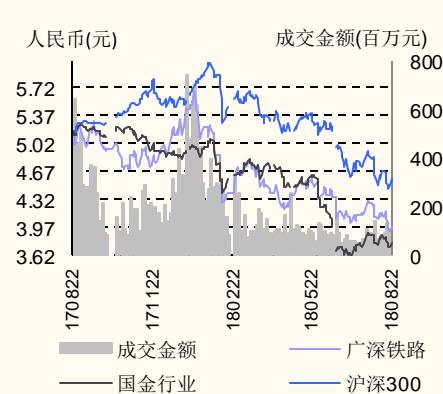
广深铁路(601333.SH) 买入(维持评级)

公司研究

市场价格(人民币): 3.96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)	28,050.81
年内股价最高最低(元)	5.67/3.94
沪深300指数	3307.96
上证指数	2714.61

**相关报告**

- 1.《营收加速业绩超预期，土地盘活渐近-广深铁路公司点评》，2018.4.26
- 2.《主业业绩见底，铁改或将推动盈利爆发-广深铁路公司点评》，2018.3.29
- 3.《拟交储土地使用权，实质性推进铁改落地-广深铁路公司点评》，2017.12.28
- 4.《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
- 5.《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

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

业绩进入向上通道，铁路改革春风吹来**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.164	0.143	0.206	0.220	0.228
每股净资产(元)	3.96	4.05	4.19	4.29	4.38
每股经营性现金流(元)	0.23	0.37	0.41	0.49	0.55
市盈率(倍)	31.01	38.86	19.26	17.98	17.38
净利润增长率(%)	8.16%	-12.34%	43.45%	7.14%	3.45%
净资产收益率(%)	4.13%	3.54%	4.91%	5.14%	5.20%
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

- **主业业绩利空消除，成功适应新承运清算办法：**2018H1 公司营业收入同增 13.3%，归母净利同增 28.6%。客运缓慢增长，由于新货运承运清算办法，公司货运收入有所下降，但路网清算收入大幅增长 63%。成本端，新清算办法使得设备租赁及服务费同增 33%，并且今年计划五级大修的 7 组动车组已集中在上半年完成，维修费同增 36%。但公司依然实现了本期业绩较大幅度增长。整体来看，公司已成功适应新承运办法，维修周期已过，成本增长预计放缓，盈利能力提升，业绩进入向上通道。
- **铁总急需改革，期待催化公司焕发活力：**铁总负债高企，资金压力巨大，迫使铁总加快铁改进程。铁路改革自 2017 年底有提速迹象，铁总完成 18 个铁路局公司制改革，增强企业发展内生动力和活力。同时铁总领导积极与民间企业家座谈，讨论如何将铁路运输与民间企业合作，引入民间资本的积极性，提升运营效率，为旅客提供跟优质的服务。铁路改革将持续推进，在客运价格、铁路沿线土地综合开发和资产注入三方面催化广深铁路。
- **普客提价相传已久，广深铁路将明显收益：**普客票价远低于其他客运出行方式，早已无法适应铁路行业发展。铁路改革，客运提价首当其冲，广州东至潮汕的跨线动车组票价已有所提高，普客提价预期不断升温。广深铁路由于客运收入占比高，净利润对客运提价的敏感度较高。若普客提价 30%，公司净利润增厚 74.6%，客运价改对公司业绩效果立竿见影。
- **铁路土地综合开发实质性推进，升值空间巨大：**国务院明确支持盘活存量铁路用地，鼓励新建铁路站场实施土地综合开发。公司土地约 1,181 万平方米，其中约 236 万平方米可用作综合开发，保守估计土地开发可升值约 216 亿。若能借助铁改机遇，盘活公司铁路用地，价值巨大。另外，借鉴成熟铁路公司，车站商业和物业业务占比营收已超过 20%，商业开发将为公司贡献新的业绩增量。

投资建议

- 公司 PB 约为 1 倍，具有较强安全边际。铁路运营服务高增长，并且成本利空已过，为业绩提供基本面支持。铁路改革渐行渐近，铁路客运提价、潜在优良资产注入和公司土地综合开发，多重利好公司未来发展，成为公司股价催化剂，为公司业绩与估值水平提供想象空间。不考虑铁路改革利好，我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.21 元、0.22 元、0.23 元，对应 PE 分别为 19 倍、18 倍、17 倍，维持“买入”评级。

风险

- 铁路改革进度低于预期，客流量减少，铁路运营成本上升。

内容目录

1. 主业业绩利空消除，成功适应新承运办法	3
1.1 铁路运营服务受益高铁高增长	3
1.2 客运急需改革催化，货运量止跌回升	4
1.3 成本控制提高经营效率，2018H1 盈利能力企稳回升	5
2. 铁路改革稳步推进，广深铁路焕发活力	7
2.1 铁总急需改革，公司制为市场化改革第一步	7
2.2 普客提价相传已久，广深铁路将明显受益	8
2.3 资产注入助力公司业务发展	10
2.4 铁路土地综合开发实质性推进，升值空间巨大	11
3. 投资建议与估值	12
3.1 盈利预测	12
4. 风险提示	13

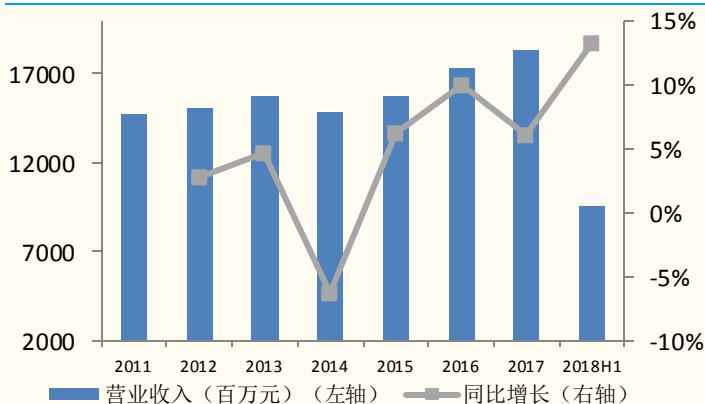
图表目录

图表 1：2018H1 公司营业收入提速	3
图表 2：2018H1 归母净利润大幅增长	3
图表 3：2018H1 业务收入构成	3
图表 4：铁路运营服务收入继续平稳增长	4
图表 5：路网清算服务收入爆发增长	4
图表 6：客运发送量增长速度变化不大	5
图表 7：客运收入缓慢增长	5
图表 8：货运量逐步好转，止跌回升	5
图表 9：2018H1 货运收入小幅下滑	5
图表 10：2018H1 主营成本构成	6
图表 11：维修及线路绿化费用成本具有周期性	6
图表 12：2018H1 公司利润率开始回升	7
图表 13：铁总基建投资资金需求巨大	7
图表 14：铁总税后利润惨淡	7
图表 15：铁总重要改革文件汇总	8
图表 16：铁路票价普遍低于其他出行方式（上海至北京为例）	9
图表 17：长途车提价敏感性测算	10
图表 18：广深铁路资产相对集团占比较小	11
图表 19：港铁公司营收结构	12
图表 20：广深铁路 PE band	12
图表 21：广深铁路 PB band	12

1. 主业业绩利空消除，成功适应新承运办法

- 广深铁路主要独立经营深圳—广州—坪石段铁路客货运输业务，并与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务，同时还受委托为多条铁路提供铁路运营服务。
- 公司营业收入近年增速平缓，2014年出现下滑，主要由于铁路行业实行营改增试点，经营收入需扣除属于价外税的增值税后列账。2015年营改增影响消除，增速回到之前水平，2016年、2017年营业收入继续平稳增长。2018H1由于新货运清算办法，营收提速，实现95.3亿，同比增长13.3%，同时公司维修大年已过，成本控制良好，实现归母净利润6.54亿，同增28.6%。

图表 1：2018H1 公司营业收入提速



来源：公司公告，国金证券研究所

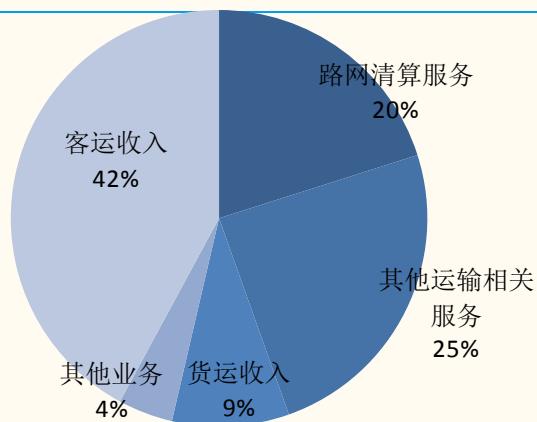
图表 2：2018H1 归母净利润大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2017年，公司实现营业收入183.31亿元，同比增长6.08%，相比2016年减少3.81pct。从2018H1收入构成看，其他运输相关服务收入、客运收入、路网清算收入、货运收入占比分别为25%、42%、20%、9%。

图表 3：2018H1 业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

1.1 铁路运营服务受益高铁高增长

- 铁路运营服务是公司营业收入增长新动力。铁路运营服务分为路网清算和其他运输服务，主要包括提供铁路运营、机客车租赁、乘务服务及行包运输等服务项目。提供服务范围包括武广铁路、广珠城际、广深港铁路、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。

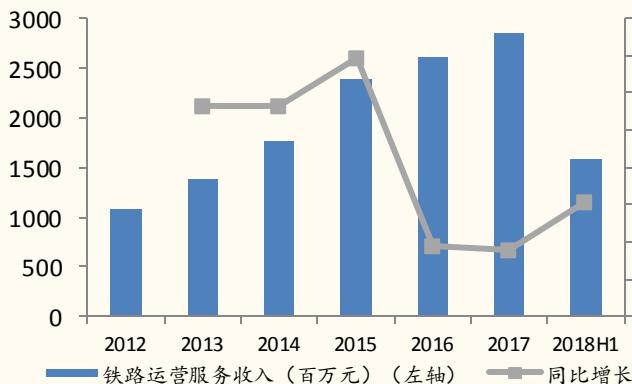
2018H1，包含铁路运营服务的其他运输服务工作量增加，相关收入为23.3亿元，同比增长12.67%，有效弥补了客货运业务收入缓慢增长的现状，是拉动公司业绩增长主要因素。其中铁路运营服务从2011年的7.2亿元增长到2017年的28.5亿元，复合增长率达到25.77%。

路网清算服务收入包括客运路网清算服务和货运路网清算服务，是指当其他公司的列车经过公司线路时，本公司收取的机车牵引费和相关资源使用费等。2014年，由于营改增的影响，该项收入大幅下滑。2017年机车牵引服务工作量有所增加，该项收入随之增加，2017年该项业务收入为33.06亿元，同比增长4.03%。

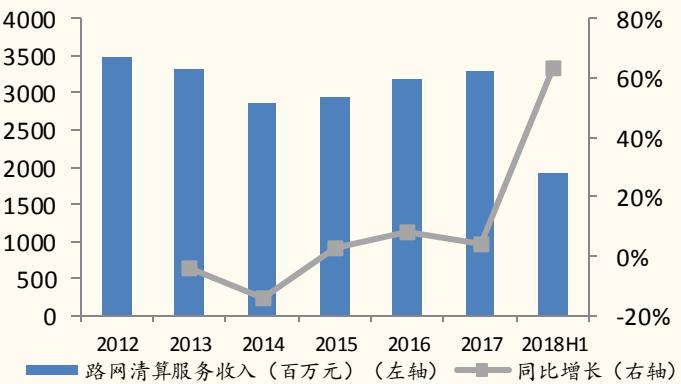
2018H1铁路货物运输实行承运清算，即由承运企业取得全程货物运费进款，同时由承运企业向提供运输服务的其他铁路企业支付服务费，货运清算体制的改变带来货运路网清算收入的高速增长，2018H1路网清算服务19.11亿，同比增长63.1%。

- 向前看，高铁旅客量的增长和新开通车次，是铁路运营服务收入增长重要来源。随着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，以及铁路网络的完善，将有更多列车经过公司管辖线路，并且公司将受铁总委托，为更多高铁线路提供管理服务。预计铁路运营服务收入将继续高速增长，成为公司收入重要驱动因素。

图表4：铁路运营服务收入继续平稳增长



图表5：路网清算服务收入爆发增长



来源：公司公告，国金证券研究所

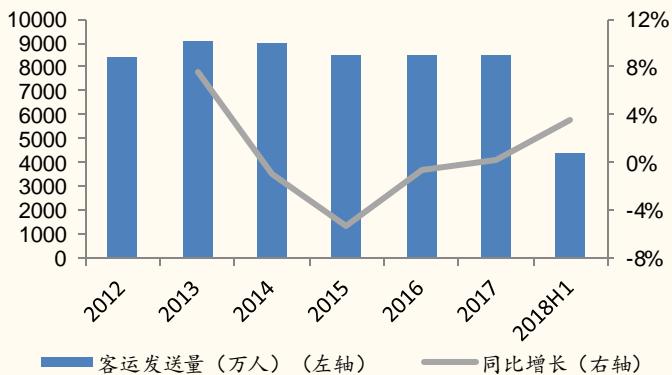
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 客运急需改革催化，货运量止跌回升

- 客运收入是公司最主要的收入来源，主要经营广深城际列车、长途旅客列车和香港直通车，近几年公司客运发送量增长速度变化不大。2018H1，共发送旅客4361万人，尽管受高铁分流和其他铁路公司组织开行至公司管内各车站的长途车减少的影响，长途车客流有所减少，但由于广州东至潮汕的跨线动车组客流稳步增加、平湖站重新办理城际客运业务以及开行深圳至乌鲁木齐和广州至岳阳的长途车带来客流增加，因此总体客运发送量缓慢增长，2018H1同增3.64%，并且由于广州东至潮汕的跨线动车组票价有所提高，实现客运收入40.1亿元，同比增长3.92%。

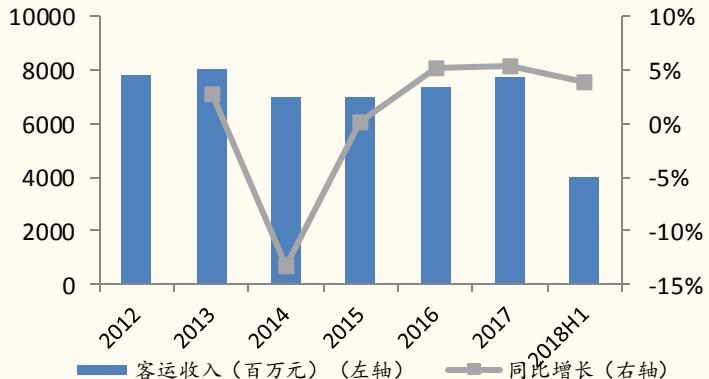
预计未来，高铁分流影响将会持续，广深城际列车和长途车业务受其影响，客运发送量增长速度不会有太大变化。若客运价格改革低于预期，公司客运收入将维持缓慢增长态势。

图表 6：客运发送量增长速度变化不大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：客运收入缓慢增长



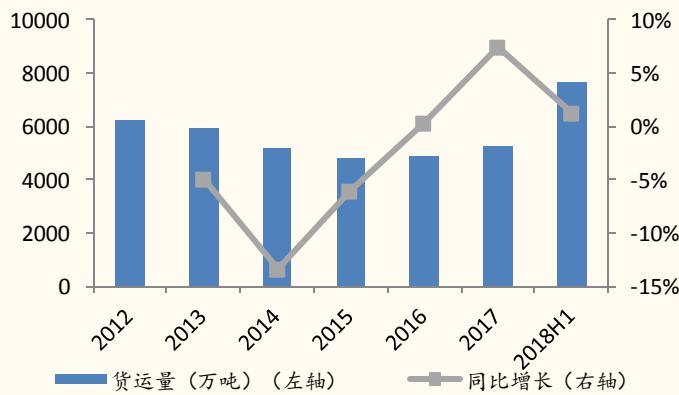
来源：公司公告，国金证券研究所

■ **2017 年货运收入稳步增长**，受益于 2017 年铁矿石、煤炭等大宗货物的运输量止跌回升，货运收入 18.9 亿元，同比增长 10.2%。2013-2015 年由于受到我国经济增幅放缓、市场竞争加剧以及珠三角地区产业结构调整影响，货运量尤其是大宗货物运量持续下降，2015 年更是跌破 5,000 万吨。铁路货运价格在 2013 年和 2014 年分别提价 1.5 分/吨公里，才使得货运收入能够依然实现增长。2015 年，货运只提价 1 分/吨公里，提价幅度缩小，货运收入开始负增长。

但是国家铁路货运量增速自 2016 年 8 月由负转正，并持续改善，在内需恢复的背景下，由于低基数效应和公路治超产生的货源回流铁路，铁路运量逐步改善，叠加“公转铁”政策推进，预计公司货运收入稳步增长。2017 年货物运输量止跌回升，同比增长 7.48%。

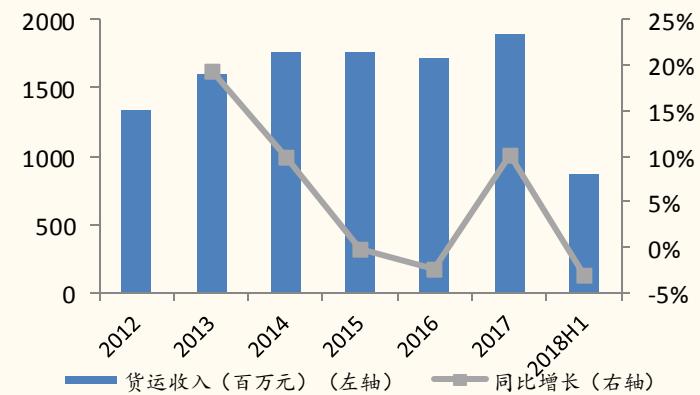
2018H1，受货运承运制清算体制改革的综合影响，由于公司接运货物收入大于货运收入，对于公司货运影响偏负面，不过公司开始积极寻求货源，适应新货物清算承运办法，货运总体收入有所下降。2018H1 公司实现货运收入 8.65 亿，同比下降 3.0%。

图表 8：货运量逐步好转，止跌回升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2018H1 货运收入小幅下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 成本控制提高经营效率，2018H1 盈利能力企稳回升

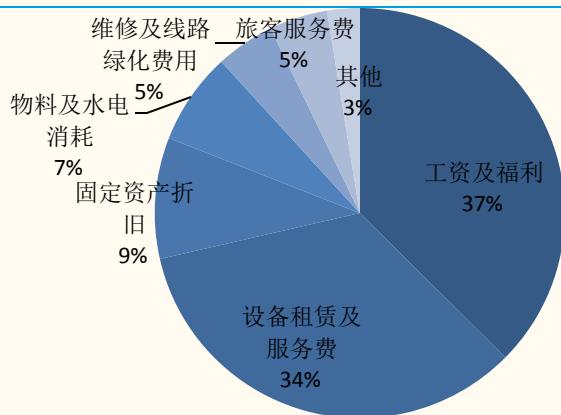
■ **2017 年 13 组五级大修集中，员工薪酬高增长，拉低全年业绩，公司实现归母净利 10.15 亿元，同比下降 12.34%。主要成本项中，工资福利和设备租赁及服务费占比较高，但变化幅度较小，而维修及线路绿化费用存在周期性波动。**

2017 年公司营业成本 166.25 亿元，同比增长 8.52%。成本增长快于营收，主要是因为 1) 行业性工资上调，工资及福利增加 6.4 亿元，同增 11.6%；2) 2017 年是公司动车组五级维修大年，共完成 13 组，使得维修及线路绿

化费用增加 2.7 亿，同增 43.7%。2018 年预计将安排 7 组动车组五级维修，此项成本将减少约 1 亿元。2017 年成本快速增长使得毛利减少 2.5 亿元，毛利率下降 2.0pct，并最终拉低归母净利润 1.4 亿元，同比下降 12.3%。

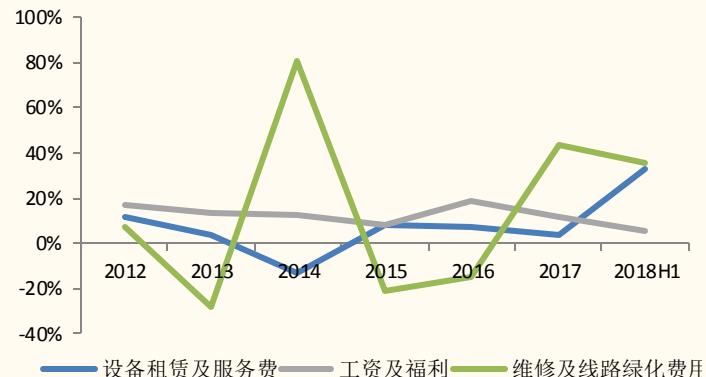
2018H1，同样由于铁路货物运输实行承运清算，带来设备租赁及服务费的增加，公司 2018H1 设备租赁及服务费 27.4 亿，同比增长 33.1%。

图表 10：2018H1 主营成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：维修及线路绿化费用成本具有周期性



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 2018H1 公司实现营业收入 48.77 亿元，同比增长 13.26%，归母净利 6.54 亿，同比增长 28.6%。主要是因为：

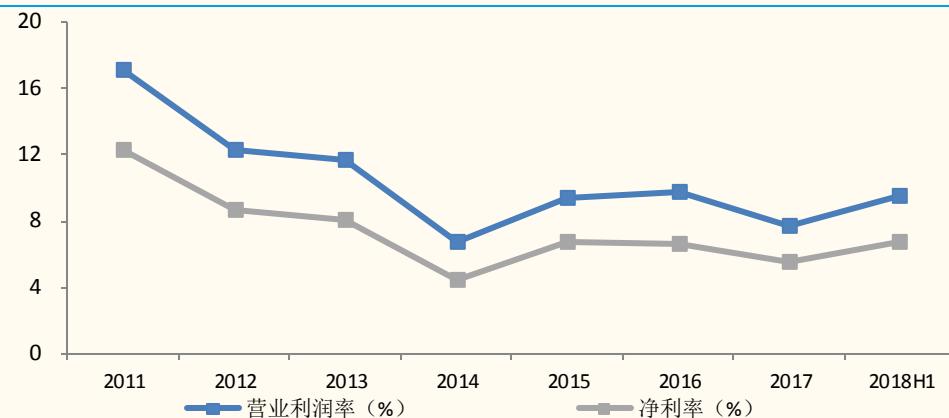
1) 从收入端来看，2017 年 4 月 21 日起，根据铁路总公司，广州东至潮汕的跨线动车组票价有所提高，此外，2017 年 9 月 21 日起增开 2 对广州（东）至潮汕的跨线动车组，由原先的每日 8 对加开至 10 对，量价齐升促使 18 年客运收入小幅增厚。

2) 铁路货运清算规则发生变化。根据公司披露，2018 年 1 月 1 日起，根据中国铁路总公司《铁路货物运输进款清算办法（试行）》的规定，铁路货物运输实行承运清算，即由承运企业取得全程货物运费进款，同时由承运企业向提供运输服务的其他铁路企业支付服务费，以往货运清算机制为分段清算。广深铁路仅独立经营深圳—广州—坪石段铁路客货运输业务，其中广坪段为京广线南段，货运清算机制改革可极大提升承运公司揽活积极性，虽然目前公司主要以接受货物为主，但公司已经开始扩大货运规模，减小对货运收入负面影响。同时路网清算收入也将大幅提高。

根据中国统计局数据显示，2018 年 6 月，全国铁路货运周转量同比增长 10.2%，伴随着全国铁路货运量稳步增长，广深铁路货运量也会有所增长。

3) 从成本端来看，本年动车五级大修计划 7 组，并且集中全部在上半年完成，因此维修成本在 2018H1 仍然同比提升 35.8%，但考虑到下半年无此成本，预计全年营业成本增速将进一步下滑。2018H1 营业成本 84.9 亿同增 11.6%，营业成本增速低于收入增速，毛利率提升 1.3pct，是公司本期净利润高速增长的主要原因。叠加公司财务费用减少，实现归母净利润增速超过 28%。

■ 总体来看，新承运清算办法下，公司实现了业绩的稳步增长。通过提高发送货物量，积极揽货提升货运收入，虽然设备租赁及服务费提升速度较快，但公司路网清算收入有效弥补了成本增加，在上半年五级维修集中的季度，营业利润率和净利率稳步提升，分别达到 9.5% 和 6.8%。

图表 12: 2018H1 公司利润率开始回升


来源：公司公告，国金证券研究所

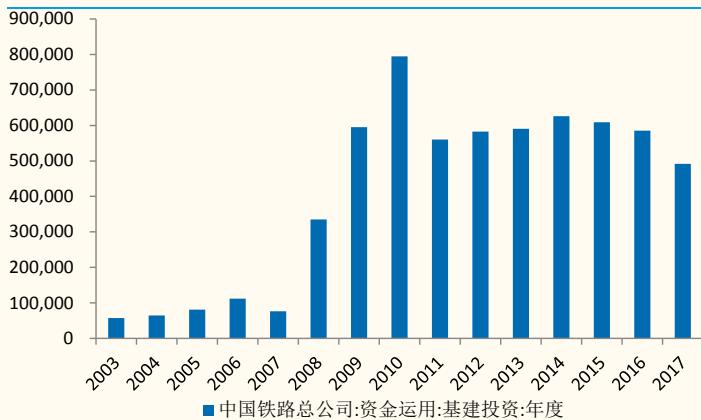
2. 铁路改革稳步推进，广深铁路焕发活力

2.1 铁总急需改革，公司制为市场化改革第一步

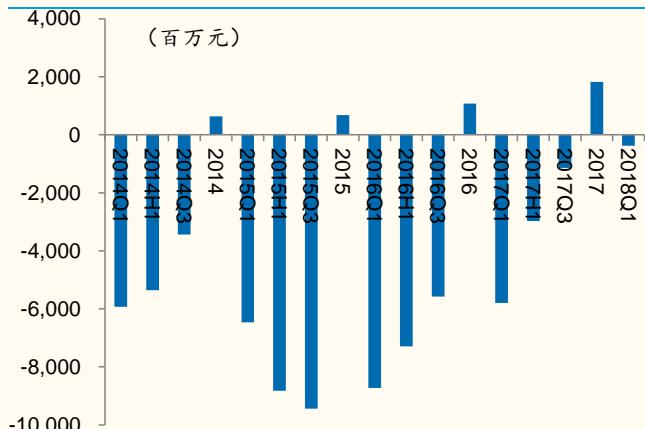
■ 铁路作为国民经济大动脉，在社会发展中具有重要作用，党中央、国务院一直高度重视铁路发展。21世纪，同时具有行政职能和企业职能的铁道部，越发不能适应市场经济的发展，铁路运输改革越发迫切。2013年3月，中央管理的正部级国有独资企业中国铁路总公司成立，原铁道部划入交通运输部，标志着铁路运输政企分离，为后期铁路进一步市场化改革提供基础。

铁总成立后，改革文件接连颁发。但是改革力度却年年低于预期，主要集中于整治餐饮供应、加强12306和95306网站建设等表面问题，对于深层次市场化改革，铁总步伐较为缓慢。

经营持续惨淡，盈利能力较弱，资金压力巨大，铁总成立至今已五年有余，却困难重重，总负债持续攀升。2017年，铁总营业收入1.02万亿元，同比增长11.9%，利润总额607.95亿元，同比增长53.35%，虽然铁总利润水平有所提升，但是总负债达到4.99万亿，资产负债率65.21%。2017年铁总还本付息5405.07亿元。此外，铁总2018年一季报显示，负债总计约5.04亿元，创5年来新高，铁总举步维艰，倒逼铁总加快改革进程。

图表 13: 铁总基建投资资金需求巨大


来源：Wind，国金证券研究所

图表 14: 铁总税后利润惨淡


来源：Wind，国金证券研究所

■ 我们认为铁路改革自2017年8月底有提速迹象。2017年底，铁总完成引入18个铁路局的业务模式，十八局将进一步深化业务改革，增强企业发展内生动力和活力。主要内容包括：名称由“XX铁路局”变更为“中国铁路XX局集团有限公司”；性质由全民所有制企业变更为由总公司出资的有限

责任公司；管理方面，引进现代公司制管理方式，设立董事会、经理层、监事会，依法建立职工董事、职工监事制度，以及职工代表大会等企业民主管理制度。这些措施均标志着公司中国铁路向现代企业转型的重要尝试，有助于精简冗余领导团队，提高工作效率和管理效率，改善铁总经营效益。

同时，铁总领导积极与民间企业家座谈，讨论如何将铁路运输与民间企业合作，引入民间资本的发展积极性，有效带动铁路公司提升运营效率，为旅客提供跟优质的服务。铁总总经理陆东福先后会见阿里马云、腾讯马化腾和一汽集团董事长徐平，明确表示欢迎阿里、腾讯以及一汽集团参与铁路优质资产资本化、股权化、证券化和铁路企业混改，进一步放大高铁的溢出效应。并且联手顺丰，推出“高铁极速达”服务，利用顺丰强大的客户群体，提升铁路资源使用效率。可以看到，铁总 2018Q1 税后利润亏损已经有明显缩窄。

根据铁路十三五规划，力争到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里左右，其中高铁 3 万公里左右。2017 年底，全国铁路营业里程达 12.7 万公里，其中高速铁路运营里程超过 2.5 万公里。

中铁总已采取多项行动，例如提高高铁速度、推进货运业务，以及开发土地资源。铁路改革将持续推进，将在客运价格、铁路沿线土地综合开发和资产注入三个方面催化广深铁路。

图表 15：铁总重要改革文件汇总

时间	文件	内容
2013 年 3 月	《国务院机构改革和智能转变方案》	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 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。
2017 年 8 月	《关于全面推进全民所有制非运输企业改革和重组整合的指导意见》	形成总公司所属二级非运输企业的重组整合改革思路，有序组织实施改革整合。

来源：国务院，发改委，国金证券研究所

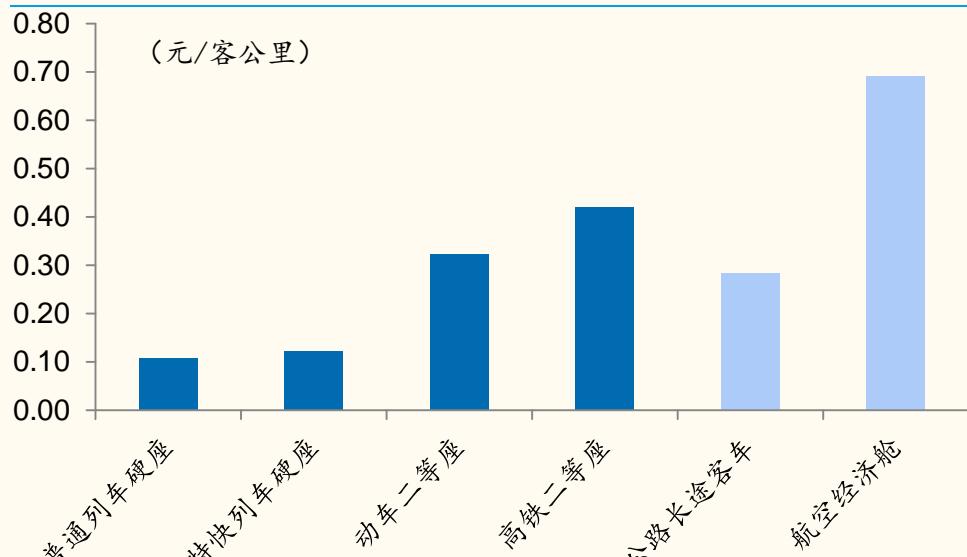
2.2 普客提价相传已久，广深铁路将明显受益

- **客运价改是铁路经济体制改革重要一环。**目前中国铁路客运主要包括高铁（G 字头），动车（D 字头），特快列车（T 字头），快速列车（Z 或 K 字头）和普通列车（无字母）。
- 回看客运价格历史，新中国成立以来，客运价格只进行过四次大规模调节，最近一次已是早在 1995 年，将全国铁路客运基本票价率调高至 5.861 分/人公里，在此基础上，针对不同席别、车型等因素制定具体政府指导价。二十年过去，若以 1995 年 CPI 为基数，至今已上涨超过 50%，此客运票价严重滞后 CPI 涨幅，早已无法适应铁路行业发展。

比较不同旅客出行交通方式，铁路票价也具有较大涨价空间。虽然我国铁路客运从普通列车到高铁，票价结构有所升高，但总体依然远低于公路等客运交通。以上海至北京为例，铁路客运中，高铁票价（0.42 元/客公里）和动车票价（0.32 元/客公里）高于公路票价（0.28 元/客公里），其余车型均大幅低于公路票价（特快列车、普通列车分别为 0.12 元/客公里、0.11 元/客公里）。

不仅如此，僵硬的政府指导价机制也无法反应市场供需关系，使铁路在客运市场处于劣势。加上铁总目前盈利微薄，负债高企，客运价改已势在必行。

图表 16：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

- 铁总已经开始对铁路票价市场化进行尝试，由于普客列车更相关于民生，铁路的价改先从高铁与动车入手。

2015 年 12 月，国家发改委下发《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》，宣布从 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，比如海南环岛和东南沿海高铁。2016 年 12 月，国家发改委再次下发《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。

从这两份文件来看，国家对于铁路价格改革已下定决心，将进行全方位市场化改革，客运提价预期不断升温，将很有可能对铁路普通旅客列车票价和高铁动车票价进行调整。2018 年 5 月份，根据铁总规划，自 5 月 27 日起，铁路运输企业将依据价格法律法规，提高高等级席别与二等座的比价，调整后北京南站到天津站一等座票价将由 65.5 元上涨到 88 元；特等座票价将上涨到 174 元，二等座价格不变。客运价格市场化改革越来越近，广深铁路客运收入占比高，是客运涨价受益最大的公司标的。

- 广深铁路由于客运收入占比高，净利润对客运提价的敏感度较高，尤其是长途车提价。由于公司长途车 131 对，包括广佛肇城际 12 对，广州至桂林北、南宁东和贵阳北的跨线动车组 3 对，假设普客列车客运量占比约 85%，收入占比 80%。

根据测算，基于 2017 年净利润，若长途车提价 20%、30%、40%，公司净利润会分别增厚 49.7%、74.6%、99.5%。由此可见，客运价改会给公司业绩带来立竿见影的效果。

图表 17：长途车提价敏感性测算

	20%	30%	40%
2017年净利润（百万元）	1,015		
长途车收入（百万元）	4,206		
普客收入比例	80%		
普客收入（百万元）	3,365		
长途车客运发送量（万人）	4,462		
普客客运发送量比例	85%		
普客客运发送量（万人）	3,792		
平均单人票价（元）	88.7		
调整后平均单人票价（元）	106.5	115.4	124.2
调整后该项收入（百万元）	4,038	4,374	4,711
所得税税率	25%	25%	25%
调整后净利润增长（百万元）	505	757	1,009
调整后净利润（百万元）	1,520	1,772	2,024
净利润敏感性	49.7%	74.6%	99.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 资产注入助力公司业务发展

- 铁路运输的投融资改革是经济体制改革的一部分。目前，铁路行业市场化程度低，铁路建设融资方式单一，主要为贷款及债券融资。铁总 2018 年第一季度报表显示，铁总长期负债已达 4.3 万亿，并且债务规模越发庞大。2018 年一季度，通过贷款的资金来源 1,556 亿元，其中用于偿还前期负债本金及利息的金额即达到 837 亿元。如何对铁路领域进行投资创新，是铁改又一重要课题。

将铁路资产证券化、注入上市公司，不失为一个好方法。铁总旗下高铁资产优良，到 2020 年，高铁全长将达到 3 万公里。高铁票价较高，随着客运偏向高铁，提升利用率，高铁将具备盈利能力。资产上市，进行股权融资，可以降低铁总高企的资产负债率，提供更为便利的融资方式，而且通过资本市场监督管理，有助于铁改的进行，提高经营效率。
- 广深铁路资产相对集团占比较小，作为广州铁路（集团）公司唯一上市平台，若注入集团资产，既可以解决集团与上市公司竞争的不利影响，又可以增加铁路资产的市场化与灵活性，而且优良资产将对公司业绩形成利好，可谓一举多得。

广铁集团资产丰富，铁路营业里程达 8,945 公里，居全路（共 18 个铁路局）第三。广深铁路营业里程仅为 481 公里，约为广铁集团总里程 5.4%。珠三角地区开往内地主要城市的高铁列车，与公司既有线客流有较大分流影响，并且实际控制人同为铁总，有同业竞争嫌疑，未来存在上市可能。
- 我们预计，广铁集团中与广深铁路互补或竞争的资产将在未来注入公司，盘活集团公司资产效率，同时增强广深铁路的竞争力。公司已经开始资产注入行动，2016 年 10 月 27 日发布公告，以现金 7.3 亿元，购买广铁集团、广梅汕和三茂分别所属的相关铁路运营资产，扩大业务范围。2015 年，三茂营业收入 21.6 亿元，广梅汕营业收入 37.7 亿元。优良资产注入广深铁路上市将助力公司业绩登上更高的台阶。

图表 18：广深铁路资产相对集团占比较小

	广州铁路（集团）公司	广深铁路	广深铁路占比
总资产（亿元）	5,403	319	5.9%
总营业里程（公里）	8,945	481	5.4%
城际铁路里程（公里）	3,886	152	3.9%

来源：广州铁路（集团）公司官网，国金证券研究所

2.4 铁路土地综合开发实质性推进，升值空间巨大

- **铁路土地综合开发是铁路改革另一重要领域。**通过推进铁路土地综合开发，可以盘活土地资源、实现增收创效，城市综合服务功能也将得到提升，促进新型城镇化发展，是新常态下深化铁路多元化经营的必然选择。

2013年8月，国务院即颁发《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，提出鼓励社会资本投资建设铁路、完善铁路运价体制、鼓励土地综合开发利用。为切实落实该《意见》，国务院在2014年又颁布《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》，明确支持盘活存量铁路用地，鼓励新建铁路站场实施土地综合开发。

- **铁路土地综合开发将为广深铁路带来广阔的想象空间**

8月铁总分别在上海和北京举办铁路土地综合开发项目推介会，分别推出21个和11个土地综合开发项目，意味着铁路土地综合开发项目将提速。

根据公司2006年招股说明书中透露，公司使用土地约1,181万平方米。据2017年年报显示，土地使用权账面价值仅19.8亿元，折合单价仅为168元/平方米。2018年4月20日，公司发布公告，拟交储的广州东石牌货场预计将带来13.04亿元的补充收入，贡献利润超过5.05亿元，即超过本公司2017年度经审计净利润的50%以上，这表明公司已成功迈出了盘活土地资源的第一步。公司也在年报中指出将按照行业主管部门的统一部署，加强对铁路土地综合开发政策和项目的研究，努力盘活铁路土地资源，提高公司资产收益。

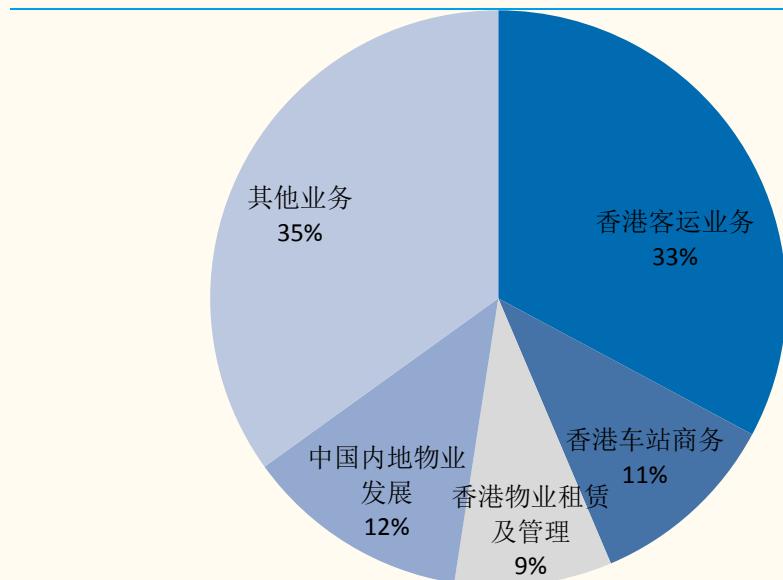
另外，广东省副省长许瑞生近日就进一步加大铁路土地综合开发工作力度和深度进行调研，并表示广东省土地综合开发支持政策即将出台，将充分挖掘铁路项目开发潜力，有效提升开发收益。广深铁路铁路土地储备丰富，将形成直接利好。铁路土地综合开发或将加速，成为公司催化剂。

虽然可利用的面积由于铁路的点多线长面广，狭长地带众多，开发难度较大，但仍然存在百亿量级的开发价值。若预计公司20%，即约236万平方米的土地，可用作商业、住宅或工业开发。并且保守估计周边土地平均土地价格10,000元/平米，土地价值约236亿，可升值约216亿。目前公司A股流通市值约为233亿元。广深铁路若能借助铁改良机，进行充分的土地开发利用，价值巨大。

- **除去传统出让土地获利，铁路土地综合开发，可以与开发商合作，开发铁路沿线和车站周边的地产，铁路公司与开发商分享一定利润。或者借鉴机场商业租赁收入模式，向进驻车站和铁路的商家收取租金、广告和物业管理费等。**

参考港铁公司，车站商业和物业业务占比营收已超过20%。类比机场航站楼，虽然无法经营国际线免税业务，但车站零售和广告业务仍具有一定潜力。具体开发方式，可以铁路公司自行开发，或者采取外包模式。广深铁路在深圳和广州站的商业业务主要通过子公司经营，大多仅维持盈亏平衡，若能进行有效商业开发，将为公司贡献新的业绩增量。

图表 19：港铁公司营收结构

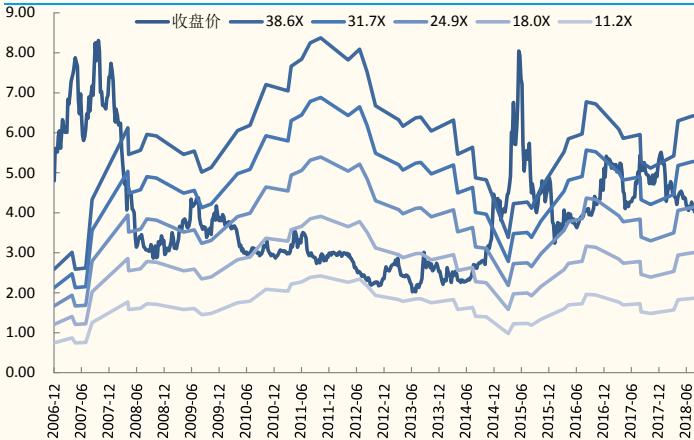


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 投资建议与估值

- 广深铁路目前 PB 约为 1 倍，处于历史较低水平，具有较强安全边际。铁路运营服务高增长，并且成本利空已过，为业绩提供基本面支持。随着铁路改革渐行渐近，铁路客运提价、潜在优良资产的注入和公司土地的综合开发，多重利好公司未来发展，成为公司股价催化剂，势必为公司业绩与估值水平提供充分的想象空间。

图表 20：广深铁路 PE band



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：广深铁路 PB band



来源：Wind，国金证券研究所

3.1 盈利预测

- 广深铁路以客运为主，货运为辅，在新时期，主动适应经济发展新常态，作为铁总控制下上市的三家公司之一，我们认为：(1) 公司成本端控制措施效果良好，利润率预期缓慢回升；(2) 客货收入缓慢增长，铁路运营服务成为收入增长新的驱动因素，预计持续高速增长，为提振营业收入提供动力；(3) 铁路改革提上日程，预计多重催化广深铁路（客运提价、资产注入、铁路土地综合开发）。
- 2018-2020 年客运量广深城际列车同比增长 1%、1%、1%，直通车同比增长 1%、1%、1%，长途车同比增长 -1%、-1%、0%（受高铁分流影响）；单人收入广深城际列车同比增长 5%、5%、5%，直通车同比增长 0%、0%、0%，长途车同比增长 5%、5%、5%。

货运稳步增长，2018-2020年货运量同比增长0%、1%、2%。

路网清算及其他运输服务作为新增长点，2018-2020年营收同比增长28.8%、12.2%、9.7%。

成本方面，人工和设备租赁及服务费稳步增长，2018-2020年工资及福利同比增长10%、10%、10%；设备租赁及服务费同比增长40%、5%、5%；维修大年已过，预计维修及线路绿化费用同比增长-10%、0%、0%。

由于与广州市土地开发中心签署《国有土地使用权收储补偿协议》，此次土地交储开发如能实施，预计2018年将获得利润约3.75亿，2019年获得1.5亿。

- 基于以上假设，不考虑铁路改革利好，我们预测公司2018-2020年归母净利润14.6亿、15.6亿、16.1亿，同比增长43.5%、7.1%、3.5%，EPS分别为0.21元、0.22元、0.23元，对应PE分别为19倍、18倍、17倍，除去次新股高估值时期，PE历史估值约为24倍，仍约有30%上涨空间。维持“买入”评级。

4. 风险提示

- **铁路改革进度低于预期。**铁路改革将为公司带来戴维斯双击，如果铁路改革低于预期，公司主要推荐逻辑将会打破。
- **客流量减少。**由于宏观经济下行，以及受到高铁等分流影响，公司客流量或有下滑风险，造成公司主业业绩不达预期。
- **铁路运营成本上升。**公司主要的人工成本较为刚性，行业性工资上调以及维修费波动或拉高公司成本。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	15,725	17,281	18,331	20,910	22,526	24,098
增长率	9.9%	6.1%	14.1%	7.7%	7.0%	
主营业务成本	-13,750	-15,319	-16,625	-19,172	-20,325	-21,577
%销售收入	87.4%	88.7%	90.7%	91.7%	90.2%	89.5%
毛利	1,975	1,961	1,706	1,738	2,201	2,521
%销售收入	12.6%	11.3%	9.3%	8.3%	9.8%	10.5%
营业税金及附加	-79	-52	-33	-42	-45	-48
%销售收入	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-6	-10	-5	-8	-9	-10
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-263	-262	-261	-293	-315	-337
%销售收入	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润(EBIT)	1,628	1,637	1,407	1,395	1,831	2,126
%销售收入	10.4%	9.5%	7.7%	6.7%	8.1%	8.8%
财务费用	36	30	12	15	18	15
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-188	0	-25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	13	27	25	25	25
%销售收入	0.6%	0.8%	2.0%	1.3%	1.2%	1.2%
净利润	1,485	1,680	1,420	1,435	1,874	2,166
营业利润率	9.4%	9.7%	7.7%	6.9%	8.3%	9.0%
营业外收支	-33	-136	-73	500	200	-20
税前利润	1,452	1,544	1,347	1,935	2,074	2,146
利润率	9.2%	8.9%	7.3%	9.3%	9.2%	8.9%
所得税	-389	-390	-335	-484	-519	-536
所得税率	26.8%	25.3%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,063	1,154	1,012	1,452	1,556	1,609
少数股东损益	-8	-5	-4	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	1,071	1,158	1,015	1,457	1,561	1,614
净利率	6.8%	6.7%	5.5%	7.0%	6.9%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,063	1,154	1,012	1,452	1,556	1,609
非现金支出	1,628	1,558	1,733	1,802	1,960	2,101
非经营收益	10	129	286	-533	-223	-5
营运资金变动	-455	-1,207	-399	214	163	168
经营活动现金净流	2,246	1,634	2,632	2,934	3,456	3,874
资本开支	-1,284	-1,956	-2,273	-2,309	-2,394	-2,616
投资	-61	0	0	-1	0	0
其他	-4	20	8	25	25	25
投资活动现金净流	-1,349	-1,936	-2,265	-2,285	-2,369	-2,591
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	85	-91	0
其他	-355	-567	-569	-503	-852	-921
筹资活动现金净流	-355	-567	-569	-418	-943	-921
现金净流量	542	-868	-202	231	144	362

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,327	1,468	1,269	1,500	1,644	2,007
应收账款	3,005	3,508	4,295	4,755	4,814	4,820
存货	307	333	331	368	390	414
其他流动资产	24	186	164	119	122	124
流动资产	5,663	5,495	6,058	6,742	6,970	7,364
%总资产	17.7%	16.7%	17.8%	18.9%	19.1%	19.7%
长期投资	253	253	502	503	502	502
固定资产	24,642	25,067	25,046	26,306	26,908	27,370
%总资产	77.1%	76.3%	73.7%	73.7%	73.6%	73.1%
无形资产	1,246	1,916	2,296	2,047	2,080	2,112
非流动资产	26,281	27,375	27,936	28,946	29,580	30,074
%总资产	82.3%	83.3%	82.2%	81.1%	80.9%	80.3%
资产总计	31,943	32,870	33,994	35,688	36,550	37,439
短期借款	0	0	0	91	0	0
应付款项	3,812	4,262	4,724	5,317	5,529	5,694
其他流动负债	511	403	441	500	535	570
流动负债	4,324	4,665	5,165	5,908	6,064	6,264
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	175	176	172	160	160	160
负债	4,499	4,840	5,337	6,068	6,224	6,424
普通股股东权益	27,462	28,054	28,685	29,653	30,363	31,057
少数股东权益	-18	-24	-28	-33	-38	-43
负债股东权益合计	31,943	32,870	33,994	35,688	36,550	37,439

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.151	0.164	0.143	0.206	0.220	0.228
每股净资产	3.877	3.960	4.049	4.186	4.286	4.384
每股经营现金流	0.317	0.231	0.372	0.414	0.488	0.547
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	3.90%	4.13%	3.54%	4.91%	5.14%	5.20%
总资产收益率	3.35%	3.52%	2.99%	4.08%	4.27%	4.31%
投入资本收益率	4.33%	4.35%	3.68%	3.51%	4.52%	5.13%
增长率						
主营业务收入增长率	6.25%	9.89%	6.08%	14.07%	7.73%	6.98%
EBIT增长率	55.24%	0.56%	-14.09%	-0.83%	31.28%	16.08%
净利润增长率	61.75%	8.16%	-12.34%	43.45%	7.14%	3.45%
总资产增长率	4.61%	2.90%	3.42%	4.98%	2.41%	2.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.3	66.0	74.7	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	9.4	7.6	7.3	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	67.2	64.8	70.8	75.0	73.0	70.0
固定资产周转天数	558.7	512.8	470.2	425.5	396.6	370.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.48%	-5.24%	-4.43%	-4.76%	-5.42%	-6.47%
EBIT利息保障倍数	-45.0	-54.7	-120.5	-90.6	-103.3	-140.6
资产负债率	14.08%	14.73%	15.70%	17.00%	17.03%	17.16%

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：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-25	买入	4.17	N/A
2	2016-10-27	买入	4.44	N/A
3	2016-12-25	买入	5.30	7.00~8.00
4	2017-03-30	买入	5.30	N/A
5	2017-04-27	买入	5.00	N/A
6	2017-08-25	买入	5.13	N/A
7	2017-10-26	买入	4.80	N/A
8	2017-12-28	买入	5.33	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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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