

铁路运输 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

广深铁路

601333

推荐

穿越珠三角迈向全国的客运走廊

本报告从宏观和微观两个层面对公司进行了深入剖析。宏观层面主要分析了铁路运输行业的未来发展前景。微观层面主要针对公司各项运输业务和价格体系进行了分析，并展望了公司的发展路径。

投资要点：

- **经济发展和运力缓解推动铁路运输行业持续增长。**我国交通运输周转量相对 GDP 的弹性系数在 0.8 左右，铁路行业受运力约束弹性系数低于总体水平。我们分析到 2012 年，随着铁路运力得到根本性缓解，铁路运输有望出现恢复性增长，其弹性系数可能超过行业平均值。广东省铁路运输行业增长的核心动力来自以长途为主的客运需求，客运周转量未来两年可维持平均 6% 以上的增长率。
- **广深城际和长途车是公司业务增长的双核心。**广深城际是公司最基础的业务，占公司客运周转量的 20%、营业收入的 15%，预计未来两年可保持 7.5% 左右的增长率。长途车业务是公司最核心的业务，占公司客运周转量的 80%、营业收入的 35%，预计未来两年增速在 5% 左右。受行业竞争和经济调整影响，直通车业务和货运业务未来两年均会出现不同程度的负增长。
- **公司运输价格体系短期内将保持稳定。**公司目前执行特殊运价政策：①广深城际，公司自主定价；②直通车，执行协议价格；③长途车，广深段上浮 50%，广坪段软席上浮 50%；④货运业务，广深段上浮 50%，广坪段上浮 20%。我们分析这一定价体系和水平短期内不会变动。
- **资产注入和受托经营有望成为公司长期发展的动力。**我国铁路运营体制的市场化改革是行业发展的必然趋势。在此背景下，公司继续北扩将成为铁路体制改革的一环，只是时间点难以预测。对于武广和广深港客运专线，预期公司通过租赁获取经营权而不是通过资产注入获取所有权来实现两条线路运营的统一。
- **目标价格 5 元，首次“推荐”评级。**预计 08、09、10 年的营业收入年均增长 6.4%。EPS 分别为 0.22、0.25、0.27 元，年均增长 10.5%。DCF 估值区间(4.87-6.19 元)将构成公司长期价值的底部支撑，未来 6-12 个月的目标价格为 5 元，对应 09 年 20 倍 P/E、1.5 倍 P/B。首次给予“推荐”的投资评级。

投资风险：

宏观经济持续调整风险、珠三角产业结构调整风险、产业政策风险

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	10509	11662	12103	12652
同比(%)	189%	11%	4%	5%
归属母公司净利润(百万元)	1431	1581	1799	1914
同比(%)	92%	10%	14%	6%
毛利率(%)	25.1%	27.5%	29.3%	29.8%
ROE(%)	6.6%	6.9%	7.6%	7.7%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.25	0.27
P/E	22.38	20.26	17.80	16.73
P/B	1.47	1.41	1.35	1.29
EV/EBITDA	12	10	9	8

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 5.00 元

当前股价： 3.90 元

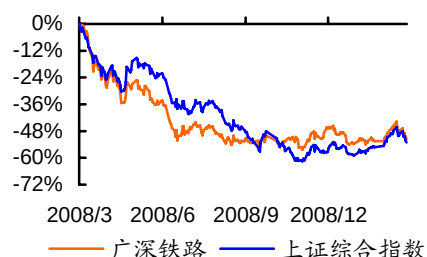
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2093.45
总股本(百万)	7084
流通股本(百万)	4179
流通市值(亿)	163
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	3.08
资产负债率	20.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广深铁路	2.09	-8.24	0.52
上证综合指数	4.06	10.79	-9.17



相关报告

目 录

1、公司简介	7
1.1 广深铁路的发展历程	7
1.2 公司股权结构	8
1.3 公司业务结构和经营绩效	8
2、经济发展和运力缓解推动铁路运输行业持续增长	9
2.1 我国运输行业弹性系数为 0.8 左右，铁路行业受运力约束低于总体水平	9
2.2 以长途为主的客运需求是广东省铁路运输行业增长的核心动力	11
2.3 广东省铁路客运周转量未来两年可维持 6% 以上的增长率	14
3、广深城际和长途车是公司业务增长的双核心	15
3.1 广深城际受益于竞争优势未来两年仍可维持稳定增长	15
3.1.1 城际列车相对高速公路的竞争优势在不断强化	16
3.1.2 2011 年开始面临广深港客运专线的竞争性分流	16
3.1.3 预计未来两年旅客增速在 7.5% 左右	17
3.2 直通车业务面对竞争将持续萎缩	18
3.2.1 直通车业务开始面临“港铁东铁线+广深城际”组合交通的竞争	19
3.2.2 2015 年广深港客运专线的建成将进一步分流直通车业务	20
3.2.3 预计未来两年直通车旅客发送量每年负增长 3%	21
3.3 长途车的开行数量是公司未来两年业绩增长的关键	21
3.3.1 线路数量限制了长途旅客发送量的增速	21
3.3.2 武广客运专线对长途客流的分流影响有限	22
3.3.3 未来两年长途旅客发送量仍能保持 5% 左右的增长	24
3.4 货运业务预计未来两年整体出现负增长	25
3.4.1 产业结构调整和经济增速下滑双重打击下的货运业务	26
4、公司运输价格体系短期内将保持稳定	27
4.1 公司享受特殊运价政策	27
4.2 运输价格短期内调整的可能性不大	27
4.2.1 定价较高的广深城际未来两年继续上调的可能性不大	27
4.2.2 与国铁系统密切相关的长途车和货运短期内价格很难有大的变动	28
4.2.3 受益于港币对人民币汇率企稳直通车价格停止下滑	29
5、资产注入和受托经营有望成为公司长期发展的动力	30
5.1 市场化是我国铁路行业的最终发展方向	30
5.1.1 市场化改革使西方国家的铁路系统重现活力	30
5.1.2 我国已经确立市场化改革的大方向	32
5.1.3 预计我国铁路系统最终将导入网运合一与网运分离结合的竞争模式	33
5.2 通过资产注入和（或）受托经营广深铁路有望发展成全国性铁路公司	34

6、盈利预测	35
7、估值	37
7.1 相对估值法每股价值为 5 元，对应 2009 年 20 倍市盈率和 1.5 倍市净率	37
7.2 DCF 法每股价值为 4.87 到 6.19 元	39
8、投资建议和风险提示	40
8.1 投资建议	40
8.2 风险提示	40
8.2.1 宏观经济持续调整	40
8.2.2 珠三角产业结构调整	40
8.2.3 产业政策	40

图 目 录

图 1: 公司目前的营业范围	7
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 2007 年公司营业收入构成	8
图 4: 2008 年上半年公司营业收入构成	8
图 5: 公司营业收入和净利润变动趋势	8
图 6: 公司 EPS 变动趋势	8
图 7: 全国客运周转量增速与 GDP 增速变动趋势	9
图 8: 全国货运周转量增速与 GDP 增速变动趋势	9
图 9: 我国铁路客运密度变动趋势	10
图 10: 我国铁路货运密度变动趋势	10
图 11: 我国铁路在客运周转量中的比例	10
图 12: 我国铁路在货运周转量中的比例	10
图 13: 广东省客运周转量增速与 GDP 增速变动趋势	11
图 14: 广东省货运周转量增速与 GDP 增速变动趋势	11
图 15: 广东省经济结构	12
图 16: 全国和广东人均 GDP 变动趋势比较	12
图 17: 全国货运（铁路和公路）的平均运输距离	13
图 18: 广东省经济的区域分布	13
图 19: 广东省的主要经济区域	13
图 20: 广东省运输结构变动趋势	13
图 21: 全国客运（铁路和公路）的平均运输距离	14
图 22: 广东省外来务工人员数量变化趋势	14
图 23: 2006 年京广线客运密度	14
图 24: 2006 与 2007 年广深铁路旅客周转量及比重	14
图 25: 广东全省客运和货运周转量增长趋势	14
图 26: 广东省铁路客运和货运周转量增长趋势	14
图 27: 广东省铁路客运周转量变化趋势	15
图 28: 广东省铁路货运周转量变动趋势	15
图 29: 广深城际旅客发送量及增长率	15
图 30: 广深城际列车开行对数变动趋势	16
图 31: 广深城际和广深港客运专线示意图	17
图 32: 2008 年广深城际客运发送量月度变动趋势	18
图 33: 直通车旅客发送量及增长率	19
图 34: 2008 年直通车客运发送量月度变动趋势	19
图 35: 广深港客运专线在香港段的路线图	20
图 36: 长途车旅客发送量及增长率	21
图 37: 长途车对数和旅客发送量变动趋势	22
图 38: 长途车对数和旅客发送量增长变动趋势	22
图 39: 京广线客运负荷变动趋势	22
图 40: 广东机场吞吐量和公司长途车运量增速比较	22
图 41: 公司长途列车运行线路示意图	23
图 42: 广州-武汉间各种交通方式旅行时间比较	24

图 43: 广州-武汉间各种交通方式价格比较	24
图 44: 广州-长沙间各种交通方式旅行时间比较	24
图 45: 广州-长沙间各种交通方式价格比较	24
图 46: 2008 年长途车客运发送量月度变动趋势	25
图 47: 货物发送量及变动趋势	26
图 48: 货物接运通过量及变动趋势	26
图 49: 2008 年月度货物发送量及变动趋势	26
图 50: 2008 年月度货物接运通过量及变动趋势	26
图 51: 广深城际和平行公路票价比较	28
图 52: 广深城际和其他线路动车组定价水平比较	28
图 53: 国内铁路机车结构	28
图 54: 国家铁路电气化比例	28
图 55: 布伦特现货石油价格走势	29
图 56: 煤炭运输统一价格变动趋势	29
图 57: 港币对人民币汇率变动趋势	30
图 58: 美国货运铁路运营指标变动趋势	31
图 59: 美国货运铁路投资回报变动趋势	31
图 60: 日本铁路国内旅客运输量变动趋势	31
图 61: 日本铁路 (JR7 社) 经常性收支变动情况	31
图 62: 上世纪 90 年代中期铁路部门陷入亏损状态	32

表 目 录

表 1: 客货运总周转量与GDP的相关系数	9
表 2: 铁路行业周转量与GDP和总周转量的相关系数	9
表 3: 全社会客货运总周转量增长率与弹性系数	10
表 4: 铁路行业客货运周转量增长率与弹性系数	10
表 5: 广东客货运周转量与经济总量的相关系数	11
表 6: 广东铁路客货运周转量与其他变量的相关系数	11
表 7: 全社会客货运总周转量增长率与弹性系数	12
表 8: 铁路行业客货运周转量增长率与弹性系数	12
表 9: 广深城际（广州东-深圳）和公路竞争比较	16
表 10: 广九直通车和“东铁线+广深城际”时间比较	20
表 11: 广九直通车和“东铁线+广深城际”价格比较	20
表 12: 公司各项业务定价模式	27
表 13: 西方铁路系统的改革时间点	31
表 14: 上世纪 90 年代中后期铁路系统的改革尝试	33
表 15: 铁路运输竞争模式及比较	33
表 16: 我国铁路运营体制可能导入的市场化解决方案	34
表 17: 公司盈利预测假设	36
表 18: 公司营业收入构成	36
表 19: 公司营业成本构成分析	37
表 20: 主要财务指标	37
表 21: 铁路运输类上市公司估值水平比较	38
表 22: A股高速公路类上市公司估值水平比较	38
表 23: DCF模型参数设置	39
表 24: DCF估值敏感性分析	39

1、公司简介

1.1 广深铁路的发展历程

1907 年，广州至香港九龙的广九铁路建成通车，全长 180.8 公里。其中，广州至深圳段称为广深铁路，罗湖桥至九龙段称为香港铁路。

1984 年，广深铁路从广州铁路分局划出，成立广深铁路公司，直接隶属于广州铁路局，1992 年更名为广深铁路总公司。1993 年，广州铁路局改制为广州铁路（集团）公司，广深公司成为广铁集团的全资子公司。

1995 年 12 月，广铁集团将广深公司的客运、货运主业以及与运输业务和设施相关联的净资产按照 65% 的比例折为 29.0425 亿股（每股面值 1 元），发起设立本公司，次年 3 月在深圳正式注册。公司营业线路里程为 152 公里，管界南起深圳经东莞北至广州。

1996 年 5 月，公司发行的 H 股（代码：525）和美国存托凭证 ADS（代码：GSH）分别在香港联交所和美国纽交所上市。此次合计发行 H 股 14.313 亿股，实际募集资金 42 亿元人民币，主要用于准高速改造和增建第三线工程。

2006 年 12 月，公司以 3.76 元/股价格发行 27.47987 股 A 股，募集资金 100.84 亿元，主要用于收购广铁集团下属羊城公司经营的京广线广州-坪石段，该段路线长度 329.2 公里。公司的营业总里程达到 481.2 公里，从区域铁路的经营扩张至国家骨干线路领域。公司也成为目前国内唯一在上海、香港和纽约三地上市的铁路运输企业。

2007 年 4 月，广深四线建成通车，广深铁路成为国内第一条全程封闭、四线并行的铁路，初步实现了广深间高速和普速、客运和货运的分线运营。

图 1：公司目前的营业范围



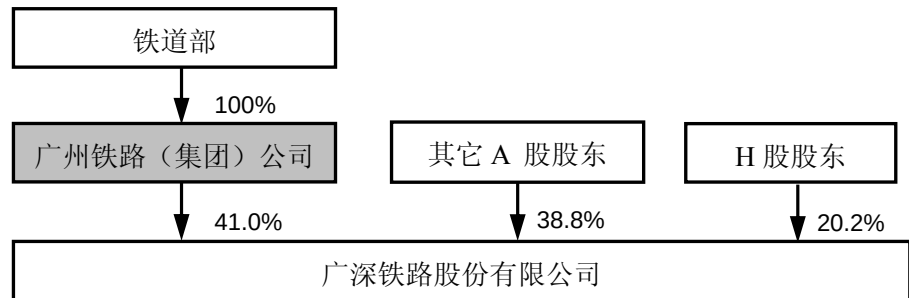
资料来源：公司资料、中投证券研究所

1.2 公司股权结构

截至目前，公司总股本为 70.83537 亿股。广州铁路（集团）公司作为第一大股东，持有 41% 的股份，铁道部是公司的实际控制人。其它 A 股股东持有 38.8% 的股份。H 股股东持有 20.2% 的股份。

目前，广铁集团持有的股份仍在限售期内，解禁日期为 2009 年 12 月 22 日。其它所有股份均已处于可流通状态。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司资料、中投证券研究所

1.3 公司业务结构和经营绩效

客运是公司最主要的运输业务，包括：广深城际列车、长途旅客列车以及与香港铁路有限公司合作经营的直通车业务，2007 年和 08 年上半年客运业务收入占比 55% 以上。其次是路网清算业务，主要包括机车牵引、线路使用、电力接触网、车辆挂运及其他服务，这部分业务收入占比在 25% 左右。货运业务比重较低，在 12% 左右。

图 3：2007 年公司营业收入构成

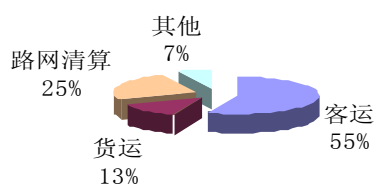
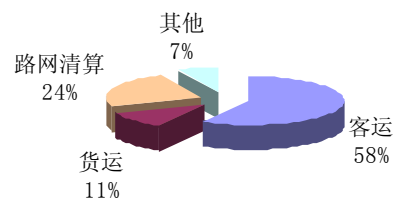


图 4：2008 年上半年公司营业收入构成

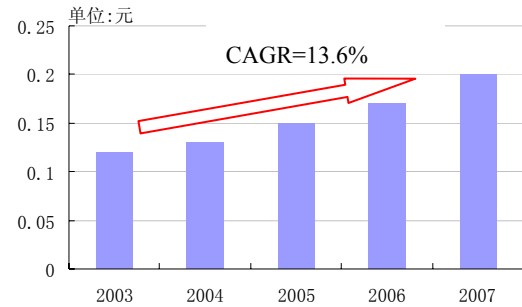
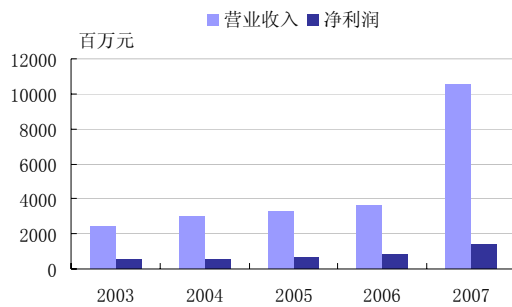


资料来源：公司资料、中投证券研究所

随着珠三角区域经济的迅猛发展，加之公司线路、机车车辆的不断升级和路网的扩张，自上市以来公司业务规模持续增长，营业收入和净利润从 2003 年的 24.13 亿、5.11 亿分别增长到 2006 年的 35.94 亿、7.71 亿，2007 收购广坪段后更是达到了 105 亿和 14.3 亿的规模。同期每股收益从 0.12 元增加到 0.2 元，年均复合增长率为 13.6%。

图 5：公司营业收入和净利润变动趋势

图 6：公司 EPS 变动趋势



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

2、经济发展和运力缓解推动铁路运输行业持续增长

2.1 我国运输行业弹性系数为 0.8 左右, 铁路行业受运力约束低于总体水平

经济发展是推动社会运输需求的主要动力。我们分析了 1990 年到 2007 年这 18 年间 GDP、客运周转量和货运周转量之间的关系。总体如图 8 和图 9 所示, 全社会客货运周转量、铁路行业客货运周转量和 GDP 三者增速呈现高度一致的变动关系。统计分析表明, 三者之间的相关系数均在 0.97 以上。

图 7: 全国客运周转量增速与 GDP 增速变动趋势

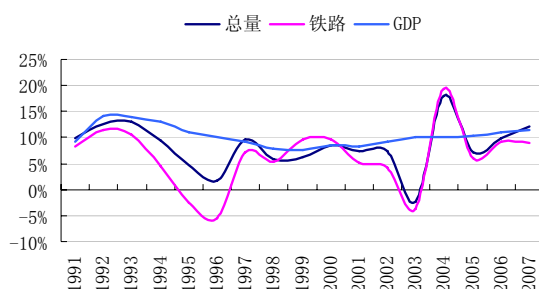
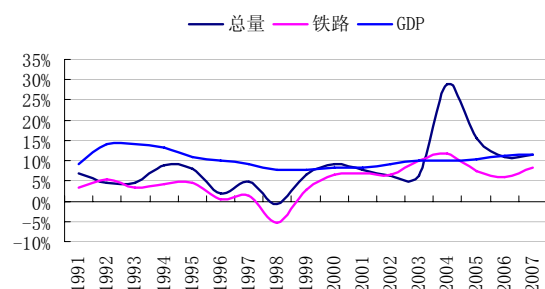


图 8: 全国货运周转量增速与 GDP 增速变动趋势



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

表 1: 客货运总周转量与 GDP 的相关系数

	GDP
全社会客运	0.997
全社会货运	0.974

表 2: 铁路行业周转量与 GDP 和总周转量的相关系数

	GDP	全社会客运	全社会货运
铁路客运	0.986	0.993	--
铁路货运	0.974	--	0.993

资料来源: 中投证券研究所

虽然三者之间的变动呈现高度的一致性, 但我们也可以看到两个明显的特征: 首先, 全社会客货运总周转量的增速低于经济的增速; 其次, 铁路行业的增速又低于全社会总运输量的增长速度。这种一致下的差异关系我们可以用运输弹性这个概念来描述。

表 3：全社会客货运总周转量增长率与弹性系数

	CAGR	弹性系数
全社会客运	8.21%	0.80
全社会货运	8.14%	0.79

表 4：铁路行业客货运周转量增长率与弹性系数

	CAGR	弹性系数
铁路客运	6.16%	0.60
铁路货运	4.86%	0.47

资料来源：中投证券研究所

前者的差异是经济发展规律的表现。我国 GDP 从 1990 年到 2007 年增长了 5.28 倍，年均增长 10.28%。同期我国全社会的客运周转量增长了 3.83 倍，年均增长 8.21%，全社会旅客运输量与国民经济增长的弹性系数是 0.80。期间，我国全社会的货运周转量增长了 3.78 倍，年均增长 8.14%，货运弹性系数为 0.79。

后者的差异主要是铁路运力短缺的结果。我国铁路运力一直紧张，客运和货运密度持续增加，无法全部满足对铁路的运输需求，结果无论客运还是货运在全社会总运输周转量中的比例都呈持续下降状态。从 1990 年到 2007 年，铁路客运周转量增长了 2.76 倍，年均增长 6.16%，客运弹性系数为 0.60；同期铁路货运周转量增长了 2.24 倍，年均增长 4.86%，货运弹性系数为 0.47。

图 9：我国铁路客运密度变动趋势

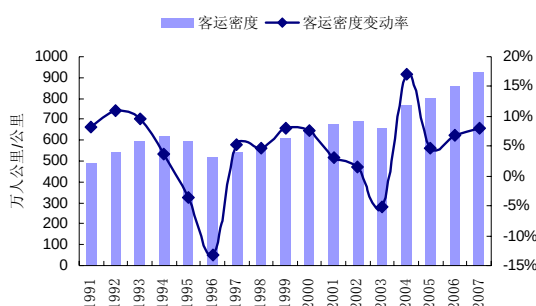
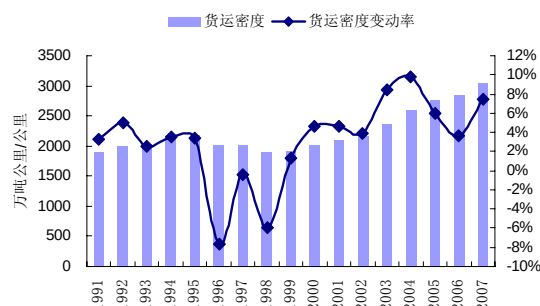


图 10：我国铁路货运密度变动趋势



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 11：我国铁路在客运周转量中的比例

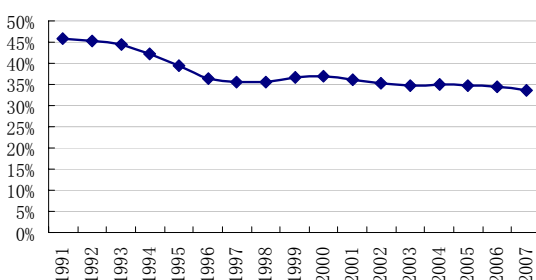
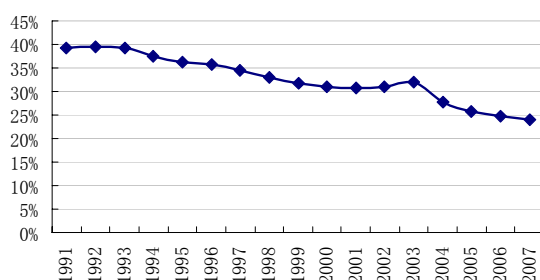


图 12：我国铁路在货运周转量中的比例



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

我们分析到 2012 年，随着铁路大规模建设的完成和干线客、货分线运输的实施，铁路运力将得到根本性缓解，铁路运输有望出现恢复性增长，弹性系数可能超过行业平均值。与此相对应，铁路系统在全社会运输周转量中的比重将出现拐点，保守估计也会结束持续下滑的趋势。

2.2 以长途为主的客运需求是广东省铁路运输行业增长的核心动力

总的来讲，广东省的运输市场与全国类似，运输业务量和经济总量之间的变动保持高度的一致性；总的客运和货运弹性系数都低于 1，且铁路行业的弹性系数低于总体的弹性系数。但广东省也表现出自己的特征，那就是无论全省总的客运弹性系数还是铁路客运弹性系数均高于全国平均水平，而总的货运弹性系数和铁路客运弹性系数又都低于全国平均水平。

我们分析了广东省 1990 年到 2007 年这 18 年间 GDP 和客运周转量之间的关系；对于货运周转量，受限于数据，我们仅对 2001 至 2008 这 8 年间的数据进行了分析。广东省客运表现出和全国高度一致的特征，无论是客运总周转量还是铁路系统的客运周转量，其变动与区域经济总量的变动高度一致，相关系数均达到 0.97 以上。在货运领域，周转量的变动和经济总量之间的相关性要弱些，总周转量和经济的相关性系数为 0.944，铁路货运为 0.805。

图 13：广东省客运周转量增速与 GDP 增速变动趋势

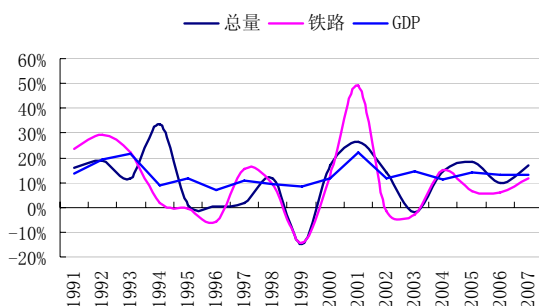
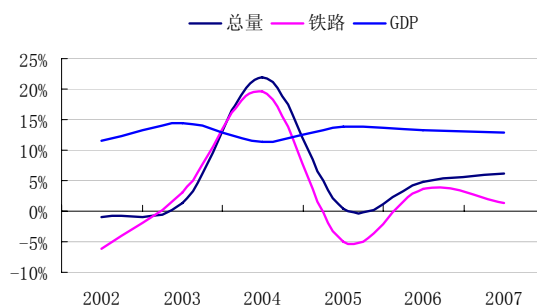


图 14：广东省货运周转量增速与 GDP 增速变动趋势



资料来源：华通数据、CEIC、中投证券研究所

表 5：广东客货运周转量与经济总量的相关系数

	全省经济总量
全省客运	0.990
全省货运	0.944

表 6：广东铁路客货周转量与其他变量的相关系数

	经济总量	全省客运	全省货运
铁路客运	0.975	0.979	--
铁路货运	0.805	--	0.947

资料来源：中投证券研究所

广东省总的客运和货运弹性系数也都低于 1，铁路行业的客运和货运弹性系数也都低于总体水平，总体特征和全国类似。

广东省 GDP 从 1990 年到 2007 年增长了 7.94 倍，年均增长 12.96%。同期广东全省的客运周转量增长了 5.79 倍，年均增长 10.89%，弹性系数为 0.84。同理，广东省 GDP 从 2001 年到 2007 年间增长了 2.07 倍，年均增长 12.87%，同期货运周转量增长了 1.36 倍，年均增长 5.31%，弹性系数为 0.41。

在铁路行业，从 1990 年到 2007 年，广东铁路客运周转量增长了 4.71 倍，年均增长 10.17%，客运弹性系数为 0.78。铁路货运周转量从 2001 年到 2007 年间增长了 1.15 倍，年均增长 2.42%，货运弹性系数为 0.19。

表 7: 全社会客货运总周转量增长率与弹性系数

	CAGR	弹性系数
全省客运	10.89%	0.84
全省货运	5.31%	0.41

表 8: 铁路行业客货运周转量增长率与弹性系数

	CAGR	弹性系数
铁路客运	10.17%	0.78
铁路货运	2.42%	0.19

资料来源: 中投证券研究所

但广东省也表现出独特之处,一方面无论全省总客运弹性系数还是铁路客运弹性系数都要高于全国平均水平,尤其是铁路行业更是比全国水平高出 30%。另一方面,全省总货运弹性系数和铁路货运弹性系数都要低于全国平均水平 40%以上。我们分析这和广东省较高的经济发展水平、非常集中的经济区域分布以及拥有规模庞大的外省流动就业人员密切相关。

我们分析这首先是广东省经济快速发展的结果,体现了一般规律。广东省得益于率先改革开放的优势,经过长期的高速发展,目前 GDP 结构中第二和第三产业所占比例均比全国平均水平高出 3%左右,人均 GDP 从 90 年代开始更是与全国平均水平不断拉大差距,广东省已经发展成为我国最重要的经济区域之一。一般而言,随着经济发展水平的提高,三次产业结构比例的变动和居民可支配收入增加,客运的增速会快于货运的增速,这样客运弹性系数会变高,而货运弹性系数会下降。

图 15: 广东省经济结构

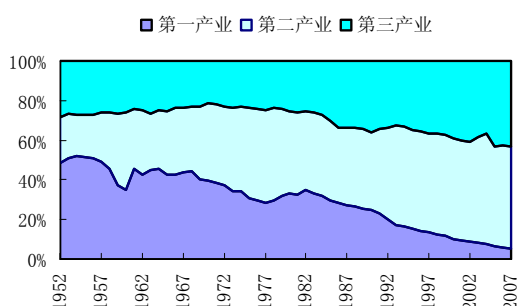
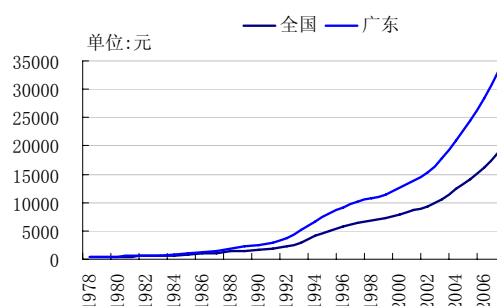


图 16: 全国和广东人均 GDP 变动趋势比较



资料来源: CEIC、中投证券研究所

其次,铁路行业的一高一低除受上述一般规律作用外,还受其他因素影响。我们将铁路行业分成货运和客运两个部分分别讨论。货运弹性系数比较小的原因也与铁路运输的特点和广东省经济的区域地理分布有关。而客运弹性系数大的原因也与广东省数量庞大的外来务工人员对长途客运的需求有关。

对于铁路货运业务,我们首先要分析运输行业的结构特征。铁路主要应用于远距离跨区域的大宗商品运输,受限于运力和公路竞争的压力,目前平均运距已经从 80 年代的 500 公里增长到目前的近 800 公里。公路则主要用于区域内的短途货运,平均运距一直维持在 50-70 公里。与运输结构特征相对应,广东区域经济的地理分布决定了水运和公路运输将扮演主力。目前广东省 GDP 的 60%分布在深圳、东莞、广州、佛山四个市,沿珠江口渐次展开,城市间最远距离大约 150 公里左右。大宗货物主要通过水运,区域内普通货物运输公路成为首选,铁路则主要用于同腹地跨区域的长途运输。

图 17: 全国货运（铁路和公路）的平均运输距离

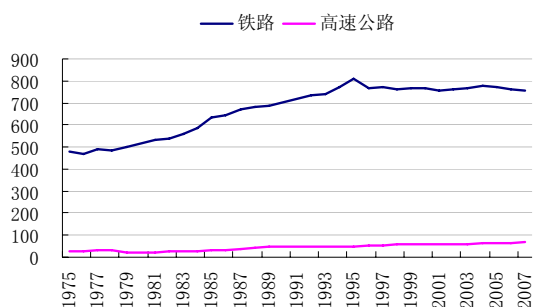
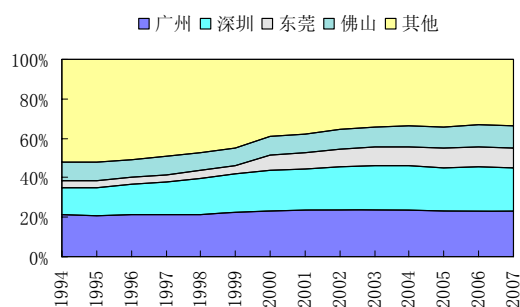


图 18: 广东省经济的区域分布

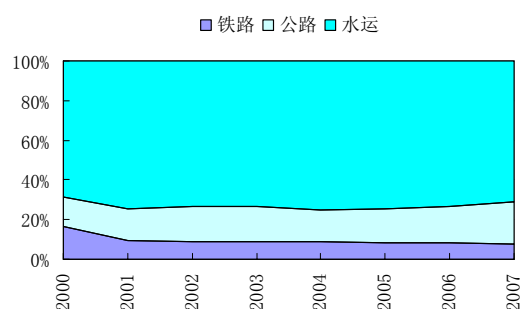


资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 19: 广东省的主要经济区域



图 20: 广东省运输结构变动趋势



资料来源: CEIC、中投证券研究所

铁路客运业务也有其结构特征。全国范围内长途运输仍以铁路为主，同货运类似原因，平均运距已从 80 年代的 150 公里增加到目前的 500 公里以上。公路主要承担 50 公里左右的短途运输。

广东铁路较高的客运弹性还与广东经济的发展特点密切相关。广东走的是一条成功的外向型经济道路，对外贸易额连续 21 年居国内首位，累计吸引外资占了全国的 1/4，GDP 也连续 27 年以两位数增长，这吸收了巨量的外来务工人员，2003 年起，外省入粤流动就业人数开始超过固定的单位从业人员，2006 年达到 1367 万。我们分析大量务工人员也增加了对铁路长途运输的需求，同时京-广-深铁路线也尽最大可能提供了运力，两个因素综合作用成为推高铁路客运弹性系数的一个重要动力。

我们虽然没有找到直接的数据来支撑这个结论，但从京广线的利用效率和广深铁路收购京广铁路广东段（广州-坪石）后猛增的客运周转量可以看到间接证据。以 2006 年数据为例，京广线的客运密度是全国平均水平的 5.7 倍。2007 年广深铁路收购京广线广东段（广州-坪石）后，旅客周转量增长了 4 倍，占全省客运周转量的比重从 14% 跃升到 68%。因此我们可以说，广东境内的铁路客运量主要来自长途客运需求。

图 21: 全国客运（铁路和公路）的平均运输距离

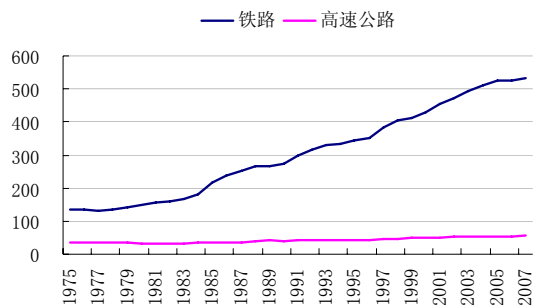
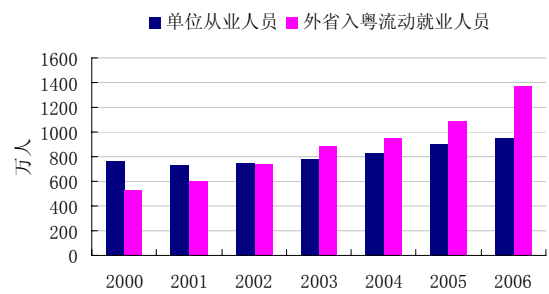


图 22: 广东省外来务工人员数量变化趋势



资料来源: CEIC、广东省劳动和社会保障厅、中投证券研究所

图 23: 2006 年京广线客运密度

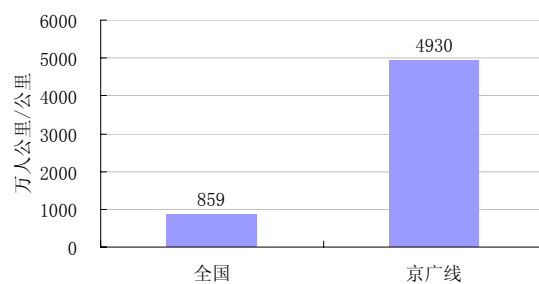
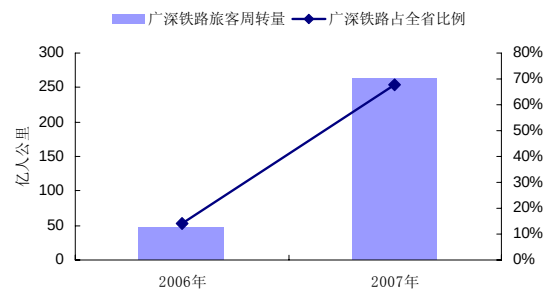


图 24: 2006 与 2007 年广深铁路旅客周转量及比重



资料来源: 中国铁道年鉴、广深铁路公司报表、华通数据、中投证券研究所

2.3 广东省铁路客运周转量未来两年可维持 6%以上的增长率

我们分析在全国铁路系统更新完成和运力紧张状态消除前, 也即 2012 年前, 铁路运输弹性系数不会发生重大变动, 可以根据 GDP 增速和目前的弹性系数对广东省未来的运输市场进行预测。

根据目前市场的普遍预期, 未来两年全国 GDP 增速将保持在 8% 左右。广东省作为外向型经济区域受此次世界经济调整影响要更严重一些, 但考虑到过去 5 年广东省 GDP 平均增速比全国水平高出 1.86 个百分点, 我们在分析时将广东省未来两年的 GDP 增速设定为 8.5%, 比全国整体水平高 0.5 个百分点。根据广东历史的运输弹性系数, 预测未来两年全省客运和货运周转量的增长率分别保持在 7.1% 和 3.5%, 铁路行业客运和货运增长率分别保持在 6.6% 和 1.6%。

图 25: 广东全省客运和货运周转量增长趋势

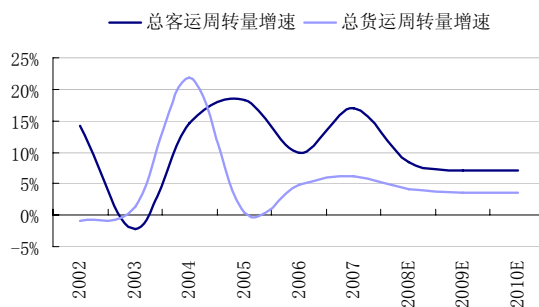
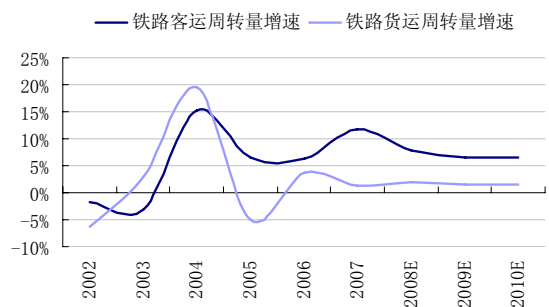


图 26: 广东省铁路客运和货运周转量增长趋势



资料来源: 华通数据、中投证券研究所

图 27: 广东省铁路客运周转量变化趋势

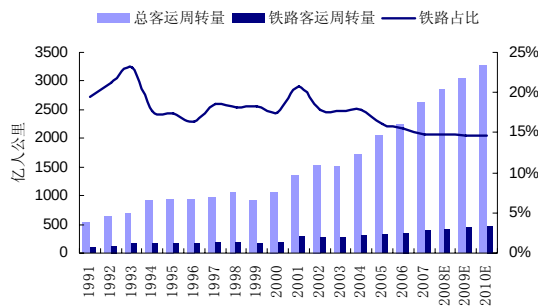
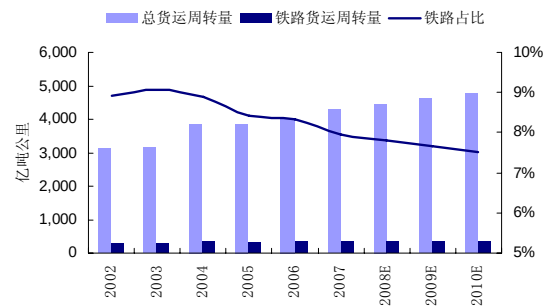


图 28: 广东省铁路货运周转量变动趋势



资料来源: 华通数据、中投证券研究所

3、广深城际和长途车是公司业务增长的双核心

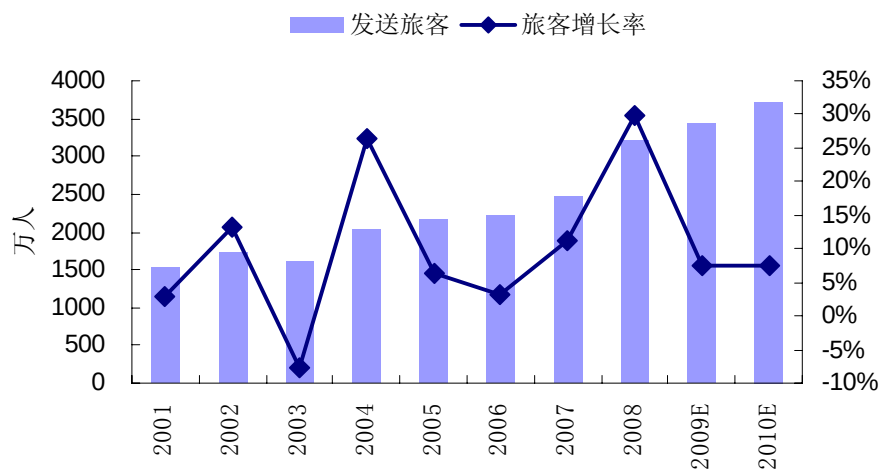
在从上往下对广东省整个铁路运输市场分析后, 我们转向公司具体的各个业务部分, 从下往上逐一分析各块业务的未来增长情况。

3.1 广深城际受益于竞争优势未来两年仍可维持稳定增长

2007 年收购广坪段之前, 广深城际客运一直是公司最核心的业务。收购后, 广深城际的客运周转量仍然占到了公司总客运周转量的 20%, 营业收入占总收入的比例也在 20% 左右, 因此该部分业务的重要性不言而喻。

广深线 2000 年完成提速改造, 将最高速度提高到 230 公里/小时, 在技术上正式进入高速时代。随后, 公司 2001 年底实施新的列车运行时刻图推行广深城际公交化方案, 旅客发送量从 2001 年的 1533 万人增长到 2007 年的 2472 万人, 年均复合增长率为 8.29%, 远高于同期广东省铁路客运周转量年均 5.6% 的增长率。2008 年广深城际受益于和谐号动车组全面投入运营, 同比 2007 年增长高达 29.8%。我们分析未来两年仍可保持 7.5% 左右的增长率。

图 29: 广深城际旅客发送量及增长率



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

3.1.1 城际列车相对高速公路的竞争优势在不断强化

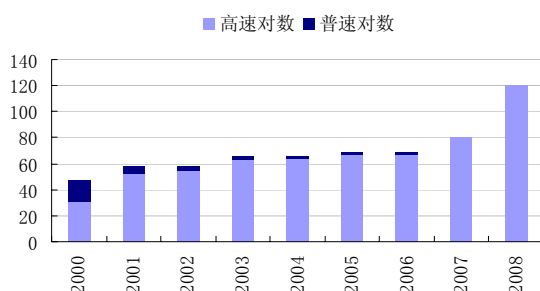
我们分析广深城际持续快速增长的背后主要有两个动因：一是珠三角区域经济的持续发展推动运输需求快速增长，二是公交化方案推行后对公路的相对竞争优势不断强化。

在该部分我们主要对微观层面的竞争优势进行分析。广深城际在 2000 年时共开行 47 对列车，其中 31 对是高速列车，比例为 66%。2001 初步实行公交化开行方案后，开行对数增加 23.4% 到 58 对，高速列车 52 对，比例提高到 90%。此后几年，列车对数随着客运量一直处于稳步增加状态。2007 年 4 月 18 日广深四线的运营标志着公司客、货业务完成分线运输，城际列车也提高到 80 对。2008 年上半年继续增加到 100 对，目前最新的运行图已经达到 120 对，实际运行 88 对，高峰时增开到 100 对，平均上座率 75% 左右。

广深线在全面导入和谐号动车组并执行新运行图后，广深城际相对公路已经具备很好的竞争优势。目前广深城际的发车间隔和公路基本相同，最高峰只有 8 分钟，而铁路的旅行时间只需 1 个小时，仅为公路的一半，在旅行时间上铁路已经具有绝对优势。虽然铁路票价比公路高 10-15 元，考虑到和谐号动车组具有更安全、舒适、准时地乘坐体验，这 15-20% 的溢价不会削弱广深城际对公路的竞争力。

图 30：广深城际列车开行对数变动趋势

表 9：广深城际（广州东-深圳）和公路竞争比较



	广深城际	高速公路
价格（元）	75-80	65
运行时间（分钟）	52-67	120
平均发车间隔（分钟）	11	10

资料来源：公司数据、中投证券研究所

公路的竞争优势在于门对门的运输，客运需求的多样性和分布广泛的汽车车站、灵活的停靠决定了广深之间公路和铁路的竞争格局将长期存在。我们分析随着未来深圳和广州地铁系统的不断完善，市内交通将变得更加快捷和方便，竞争的天平会进一步向铁路倾斜。

3.1.2 2011 年开始面临广深港客运专线的竞争性分流

广深港客运专线是“北京-武汉-广州-深圳-香港”国家高速铁路的组成部分，全长 142 公里，自广州石壁，经东莞的虎门、深圳的龙华和福田，通往香港西九龙，设计时速 200 公里/小时以上。这条线预计于 2011 年完工，我们分析应该在 2011 年 8 月份深圳举办第 26 届世界大学生运动会前投入运行。由于广州-深圳段与目前的广深铁路大致呈平行分布，投入运营后将形成竞争态势，然双方并非完全的竞争关系，两条铁路线在吸引区域上有所错位。

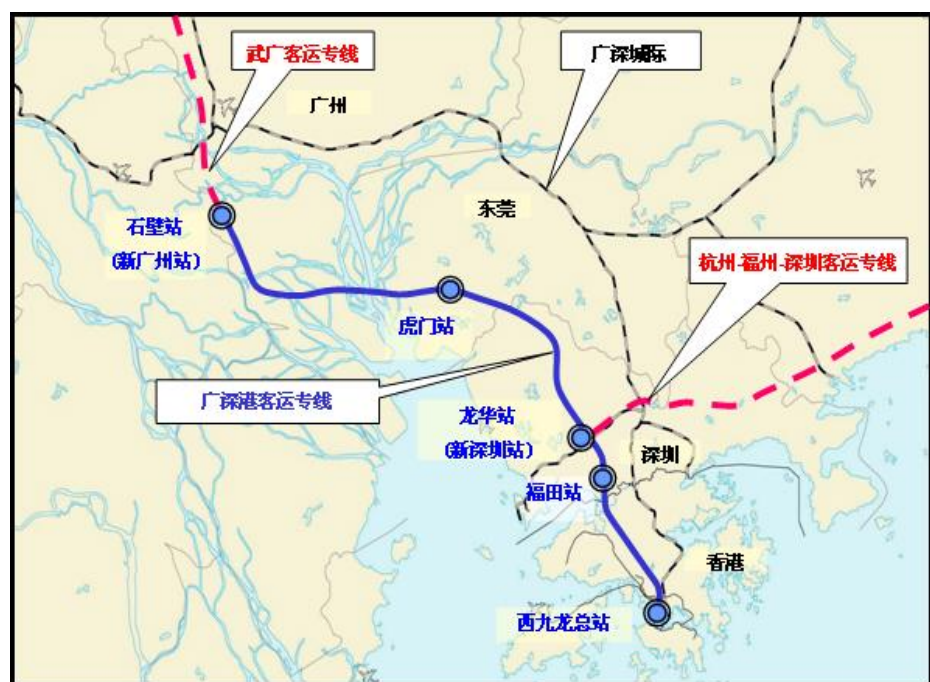
首先站点设置分离。新线在广州的站点设在广州南部番禺区的石壁，位于广州中心区、东莞和佛山相夹的三角地带，与广州地铁 3 号和 7 号线连接，武

广高铁和广珠城际也交汇于此。根据铁道部实现跨越式发展的规划（至 2020 年），未来广州与北京、上海、武汉一起，将成为全国四大客运中心，未来新客站将建设成为珠三角轨道交通网络中心，从而实现珠三角各种交通工具零距离或短距离换乘。广深港客运专线在深圳的车站位于龙华（新深圳站），并在市中心停靠福田站，而后进入香港。新客运专线的福田站与目前广深线的罗湖站通过地铁 1 号线相连接，距离在 7 公里左右。

另一个区别是旅行时间。港深港专线在内陆部分长 116 公里，运行时间约 35 分钟，比目前的广深城际至少节省 20 分钟时间。如果考虑广州市内的交通时间，双方差距并不是很大。

因此广深客运专线首先吸引的是广州番禺地区、东莞虎门地区和深圳龙华地区往返的客源，考虑到距离和市内交通的便利性，这部分客流目前更多的是通过汽车往返广深两地。未来对广深城际客源的分流情况还要看新线路的票价水平和广州、深圳市内交通配套的情况。我们将持续跟踪工程项目的进展，根据新的信息及时调整我们的分析结果。

图 31：广深城际和广深港客运专线示意图



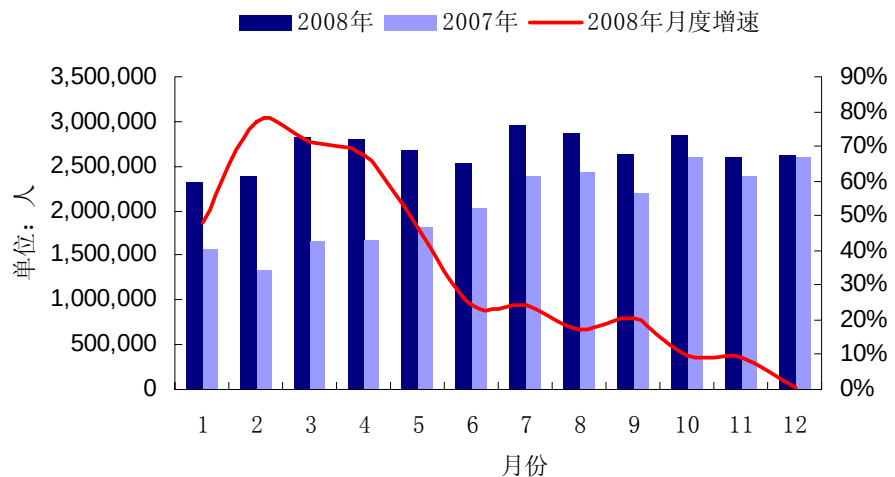
资料来源：MTR、中投证券研究所

3.1.3 预计未来两年旅客增速在 7.5%左右

广深城际在 2007 年完成全面升级后，2008 年出现了超常规的增长。分析 2008 年的月度数据，我们发现增速呈现前高后低的特点。2008 年上半年的高速增长主要是和谐号动车组和新的运行图在 2007 年 4 月份以后才投入运营，同比基数比较低的缘故，下半年受到金融危机的影响增速快速回落。

我们分析，经过一年多的时间，往来广深港三地的旅客已经基本认知升级后的广深城际服务，公路旅客大规模转移基本完毕。同时随着经济增长的趋稳，旅客数量未来将进入平稳增长期。

图 32：2008 年广深城际客运发送量月度变动趋势



资料来源：公司数据、中投证券研究所

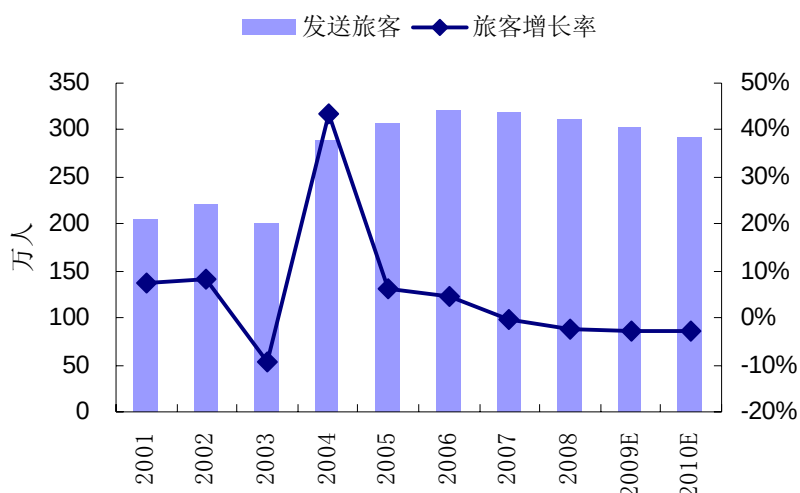
前面我们分析未来两年全省客运周转量可保持 6.6% 的增速。考虑到广深城际对公路旅客的进一步渗透和直通车旅客的转移（详见下面的 3.2 节），旅客发送量增速应该高于这个比例。另一方面，在全球经济调整的情况下，广东省 GDP 的增速也放缓很多，未来广深城际的增速应该低于 2001 年以来 8.29% 的年均增长率。我们取中间值，将未来两年旅客发送量的增速假定在 7.5%。

3.2 直通车业务面对竞争将持续萎缩

粤港直通车业务自 1949 年停办后于 1997 年 4 月恢复运营。随着香港和内地经济的联系日趋紧密，直通车数量也从 2000 年的 7 对增加到目前的 13 对。目前共开通了四条直通车线路：广州东-香港九龙（11 对/天）、肇庆-九龙（1 对/天）、北京-九龙（1 对/隔日开行）、上海-九龙（1 对/隔日开行）。

直通车旅客发送量从 2000 年的 190 万人增长到 2006 年的 320 万人，年均增长 9%。由于受到“港铁东铁线+广深城际”替代交通方式的竞争，2007 年首次出现 0.5% 的负增长，而且这一趋势在 2008 年继续延续，同比 2007 年负增长 2.4%，目前的上座率仅在 60% 左右。我们分析这一竞争格局短期内不会发生变化，直通车业务将持续衰退，未来每年大约负增长 3% 左右。

图 33: 直通车旅客发送量及增长率

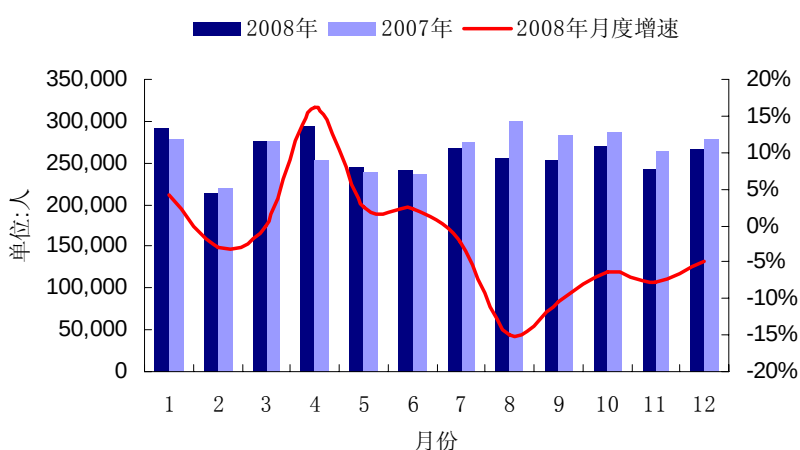


资料来源: 公司数据、中投证券研究所

3.2.1 直通车业务开始面临“港铁东铁线+广深城际”组合交通的竞争

2007 年和 2008 年连续两年的负增长即有特殊原因也有共同原因。2007 年负增长的特殊原因是上半年广深四线施工，部分路段需要临时减速通过，直通车行车时间要增加 15-40 分钟，这造成部分乘客分流。2008 年负增长的特殊原因是下半年受到宏观经济调整影响。共同原因则是随着广深城际客运业务的全面升级，“港铁东铁线+广深城际”组合交通方式开始对广九直通车形成竞争。广深城际在 2007 年完成四线工程后，开始使用和谐号动车并增加了开行密度，乘坐的便捷性、体验的上升和经济性开始吸引原来的直通车旅客。

图 34: 2008 年直通车客运发送量月度变动趋势



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

直通车广九线从九龙红磡站开出，终点站在广州东站，全程 115 分钟，票价 190 港元（按港币对人民币 0.88RMB/HK\$ 的汇率计算，折合人民币 167 元）。如果选择从红磡站乘坐“港铁东铁线+广深城际”方案，则全程需要 124 分钟，花费 103 元。两个方案在时间上相差无几，但后者却可节约 38% 的成本，我们分析在经济不景气的情况下，这将对直通车旅客产生较大的吸引力。

表 10: 广九直通车和“东铁线+广深城际”时间比较

广九直通车	东铁线+广深城际	
红磡	红磡->罗湖	42 分钟
->	罗湖通关	30 分钟
广州东	深圳->广州东	52 分钟
115 分钟	总计	124 分钟

表 11: 广九直通车和“东铁线+广深城际”价格比较

广九直通车	东铁线+广深城际	
红磡	红磡->罗湖	28 RMB
->	罗湖通关	--
广州东	深圳->广州东	75 RMB
167 RMB	总计	103 RMB

资料来源: MTR、中投证券研究所

此外还有乘坐便捷性的问题。目前广九直通车每天开行 11 班, 平均间隔约 1 小时。往返粤港的乘客除非预先订好直通车车票或恰好在车站赶上当班直通车, 否则根据我们对两种交通方式的分析结果, 理性的乘客就会选择“东铁线+广深城际”这一交通方式, 没有理由在车站长时间等候。

3.2.2 2015 年广深港客运专线的建成将进一步分流直通车业务

广深港客运专线香港段长 26 公里, 在现在的东铁线和西铁线之间新建一条专线, 全线均采用地下隧道形式, 站点设在西九龙。预计工程于今年展开, 在 2014/2015 年完工。

新线完工后, 从九龙到广州石壁站的时间为 48 分钟, 即使考虑到广州市内 30 分钟的交通时间, 仍比现在的广九直通车节省 40 分钟左右。我们分析这将对目前广九直通车旅客产生比较大的吸引力。此外, 由于广深港客运专线和京广客运专线和沿海的沪杭福深客运专线相连 (见图 31)。在时间和乘坐体验上也对目前的京九/沪九直通车具备较大的竞争优势。最终影响程度还要结合新线路的票价水平来分析。由于时间点还比较远, 我们将持续跟踪项目的进展, 随时提供新的分析结果。

图 35: 广深港客运专线在香港段的路线图



资料来源: MTR、中投证券研究所

3.2.3 预计未来两年直通车旅客发送量每年负增长 3%

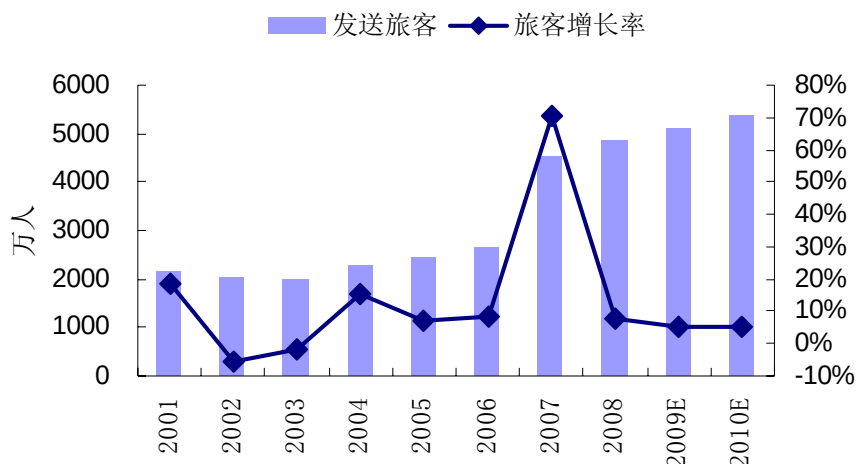
我们根据以上的分析结果和最新的历史数据暂时将未来两年增长率假设为负 3%。未来根据数据变化情况再及时做出调整。

3.3 长途车的开行数量是公司未来两年业绩增长的关键

公司收购广坪段后，长途业务在公司经营中的战略地位凸显。2007 年公司客运发送量的 60%、周转量的 80%为长途。长途客运收入占公司营业收入的 35%，占客运总收入的 65%。可以说长途客运已经成为公司的战略性业务。

公司长途旅客发送量从 2000 年的 1813 万人增长到 2006 年的 2647 万人，年均增长 6.5%，2007 年更是因为收购广坪段而跨越式增加到 4513 万人。虽然 2008 年 2 月因遭遇冰冻灾害单月出现负 45.7% 的增长，但全年同比 2007 年还是增长了 7.7%。预计未来两年增速在 5% 左右。

图 36：长途车旅客发送量及增长率



资料来源：公司数据、中投证券研究所

3.3.1 线路数量限制了长途旅客发送量的增速

由于长途客运涉及到国家铁路网路，这部分业务增长速度受到国家铁路整体运力的限制。目前长途车上座率达到 100%，我们通过分析可以看到长途车开行对数和长途旅客发送量无论绝对值还是相对变动都保持高度的一致性，两者的相关系数为 0.99。这与广深城际和直通车业务以需求为主导的增长明显不同，后两项业务的列车对数和旅客发送量之间的相关系数分别为 0.90 和 0.94。

图 37: 长途车对数和旅客发送量变动趋势

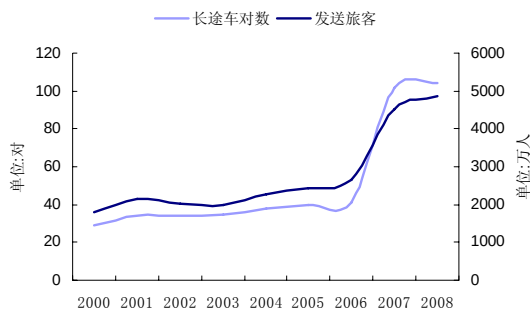
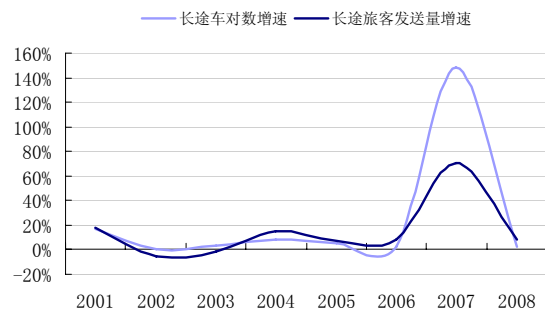


图 38: 长途车对数和旅客发送量增长变动趋势



资料来源：公司数据、中投证券研究所

除了统计分析外，其它一些表面证据也有助于我们做出“运力约束增长”的判断。为了提高铁路运转效率和缓解我国铁路运力紧张的局面，铁道部自1997年4月到2007年4月间共进行了6次全国范围内的提速，作为南北方向最主要的铁路干线，京广线的客运密度也从1997年的2647万人公里/公里增加到2006年底的4930万人公里/公里，增长幅度高达1.9倍；这一负荷更是全国平均水平的5.7倍。由于全国范围内既有线路提速已经接近上限，我们分析在这一大前提下京广线的利用率亦接近饱和。

图 39: 京广线客运负荷变动趋势

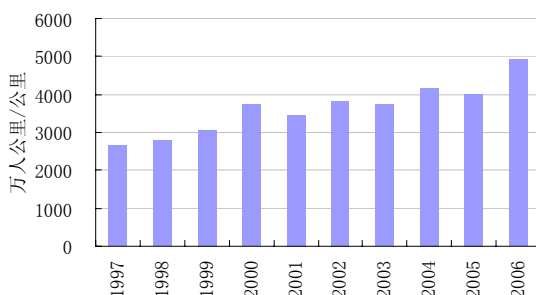
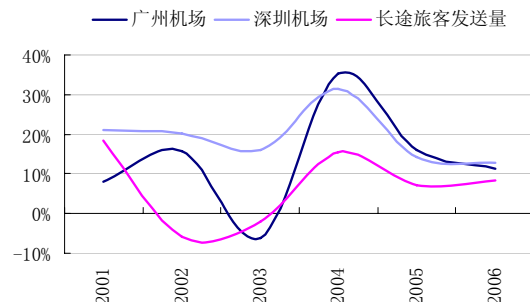


图 40: 广东机场吞吐量和公司长途车运量增速比较



资料来源：中国铁道年鉴、CEIC、中投证券研究所

另一方面，广州和深圳机场吞吐量的快速增长反映出广东地区长途旅行的巨大需求。2000年到2007年间广州机场和深圳机场旅客吞吐量年均增长13.5%和18.1%，同期公司长途旅客发送量增速仅在6%左右。铁路在长途客运市场中表现出的劣势固然与旅客对时间、舒适性的要求有关，但运力紧张导致的开行线路数量停滞不前也限制了旅客选择铁路作为交通工具的空间。

目前公司开行的长途车为104对。公司一直都在积极筹备开行更多的长途路线，每年都会申请2-4条，但铁道部出于统筹全国运力的考虑，过去两年每年仅批复了1条线路。我们分析今年批准更多线路的可能性比较小。

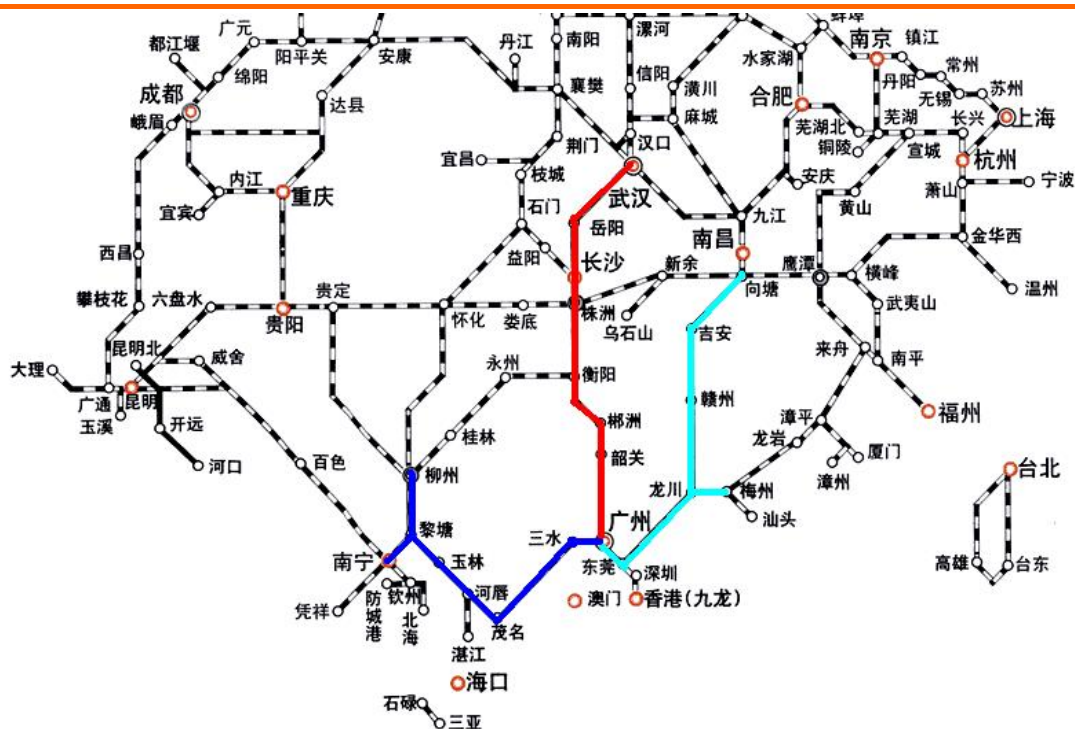
3.3.2 武广客运专线对长途客流的分流影响有限

武广客运专线全长995公里，和现有京广线平行，设计时速350公里，运营时速在200公里以上，全程旅行时间约4小时。预计2009年6月建成试运营，2009年底或2010年初正式投入使用。

我们在分析武广客运专线对公司长途客运的分流之前，首先需要分析长途客流流向。公司长途列车按开行路线分成西、中、东三大通道，西侧走三茂铁路然后分流到贵州、云南等西部地区，中通道走京广铁路分流到全国中部地区，东通道走广梅汕铁路和京九铁路分流到沿海地区。

因此，武广高铁的建成仅对中通道“广州-武汉段”内的旅客有潜在分流风险。中通道运行的长途车对数虽然占到总量的 60%以上，但其中运行区间仅限于广州-武汉内的长途车只占总量的 15%左右，我们分析这 15%的客流才是武广客运专线分流的最可能对象。

图 41：公司长途列车运行线路示意图



资料来源：中投证券研究所

具体而言，客运专线的主要竞争对象是航空而非现有的长途列车，对公司长途客流分流影响有限。首先，客运专线无论在时间上还是在价格上都具备与飞机进行竞争的能力；其次，目前选择乘坐火车往返于广州/深圳和武汉/长沙的旅客未来也不会选择乘坐高速铁路；最后，武广客运专线会对往返衡阳、郴州、韶关等这些较短距离城市的高端旅客形成吸引力。

武广客运专线具备与飞机的竞争能力。武广线广州以北最重要的交通枢纽城市分别是武汉、长沙，也是公司沿京广线开行的长途列车必经之地。未来武广高铁建成后，旅客在广州-武汉之间的旅行的时间在 4.5 个小时左右，票价在 400-500 元之间；无论是时间还是价格上与飞机均已十分接近。广州-长沙之间也是类似情况，乘坐高铁耗时约 3.2 小时，价格在 280-350 之间，与民航的 3.3 小时和 320-400 元非常接近。我们分析高铁相对民航乘坐更加便捷和舒适，未来武广高铁首先吸引的是民航客流。

目前乘坐火车往返广州-长沙/武汉的乘客未来也不会选择高铁。广州-武汉的火车旅行时间约 11 小时，飞机只要 4 小时；但火车价格在 130-203 之间，不

到机票的一半。因此当前选择乘坐火车的主要是价格敏感型旅客，对时间要求不高，我们可以判断未来他们也不会选择乘坐与飞机价格类似的高铁。

图 42: 广州-武汉间各种交通方式旅行时间比较

(分钟)	长途列车	飞机	高铁
市区-机场	--	50	--
等候时间	30	60	30
运行时间	640	80	240
机场-市区	--	50	--
合计	670	240	270
折合小时	11	4	4.5

图 43: 广州-武汉间各种交通方式价格比较

(元)	长途列车	飞机	高铁
硬座	130	--	--
硬卧	203	--	--
4 折价	--	420	--
5 折价	--	515	--
0.4 元/公里	--	--	398
0.5 元/公里	--	--	498

资料来源：中投证券研究所

图 44: 广州-长沙间各种交通方式旅行时间比较

(分钟)	长途列车	飞机	高铁
市区-机场	--	50	--
等候时间	30	60	30
旅行时间	480	60	160
机场-市区	--	30	--
合计	510	200	190
折合小时	8.5	3.3	3.2

图 45: 广州-长沙间各种交通方式价格比较

(元)	长途列车	飞机	高铁
硬座	89	--	--
硬卧	131	--	--
4 折价	--	326	--
5 折价	--	395	--
0.4 元/公里	--	--	280
0.5 元/公里	--	--	350

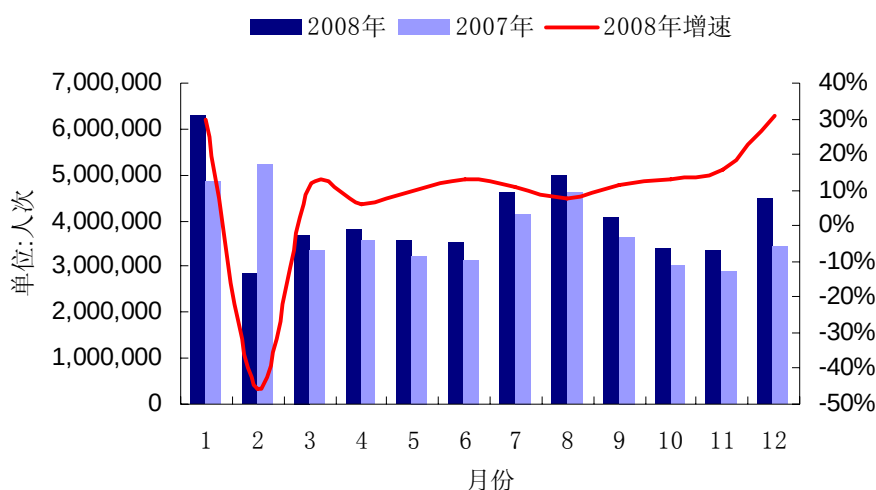
资料来源：中投证券研究所

我们分析武广客运专线会对往返广州-衡阳、郴州、韶关等这些较短距离城市的高端旅客形成分流。这些城市由于距离广州/深圳地区较近，一般只会在长途汽车和火车之间进行选择，将来其中的高端旅客会选择高铁作为交通工具。我们假定这些线路的全部旅客中有 20% 是高端客户，则对公司整体长途旅客发送量的分流仅 3%。2007 年公司长途旅客平均运输距离为 580 公里，这些较短旅程的乘客分流对客运周转量的影响更是要低于这一比例。

3.3.3 未来两年长途旅客发送量仍能保持 5% 左右的增长

收购广坪段后，长途车的数量增加了 1.5 倍，2008 年长途旅客发送量同比增长 7.7%，高于之前年均 6.5% 的增长水平。从 2008 年单月运量增速来看，除 2 月份受冰冻灾害影响出现 45.7% 的负增长外，其余月份均实现了正增长，如果扣除 2 月份突发灾害的影响，预计全年同比增速在 14% 左右。

图 46：2008 年长途车客运发送量月度变动趋势



资料来源：公司数据、中投证券研究所

2008 年高增长的背后有两个动因：一是上半年和下半年各增开了一列长途车。二是金融危机导致珠三角大量工厂关闭，春运民工流提前出现。从 9 月份开始，长途车上开始出现民工流，超员率逐渐上升，我们可以看到第 4 季度增速一直处于加速状态，这提高了全年的旅客发送量。以往年份由于民工流主要集中在每年的春节前后，此时铁路运力一般都相当紧张，运力有限的前提下，必然挤压部分旅客通过其他方式分流。因此，民工流的集中爆发对全年长途旅客发送量的影响反而不是很大。

根据公司的分析，长途车上的客流主要是公务流和旅客流，考虑到随经济发展不断增加的运输需求和新增线路，未来两年长途旅客运量仍能保持稳步增长。另一方面，考虑到宏观经济对运输市场的影响，长途旅客增速可能低于以往 6.5% 的平均水平，我们出于谨慎性考虑，将未来两年长途旅客发送量的增速暂时假定在 5%，未来根据数据再进行调整。

3.4 货运业务预计未来两年整体出现负增长

货运是公司的另一项重要运输业务。公司铁路分别与广州港和深圳盐田港、蛇口港、赤湾港、妈湾港连接，承担这些港口大部分疏港运输业务。此外还通过专用线与厂矿企业连接。

我们已经分析，目前广东省 GDP 的 60% 分布在深圳、东莞、广州、佛山四个市，沿珠江口渐次展开，城市间最远距离在 150 公里左右。大宗货物主要通过水运，区域内普通货物运输首选公路，铁路则主要用于同腹地跨区域的长途运输。因此广东全省铁路货运弹性系数仅为 0.19，远低于全国 0.47 的平均水平。公司运输业务结构也同这一大环境密切相关，货运业务仅在内陆中长距离运输方面具有竞争优势，因此货运业务比重较低，占营业收入的 10% 左右。

公司货运业务可以分成货物发送、接运及通过这两部分来讨论。①货物发送，从 2002 年的 726 万吨增长到 2006 年的 758 万吨，年均增长 1.1%。2007 年收购广坪段后增加到 5195 万吨，2008 年同比负增长 11.6%。预计未来两年增速分别为负 15% 和负 5%。②货物接运及通过，从 2002 年的 1926 万吨增长

到 2006 年的 2276 万吨，年均增长 5.7%。2007 年收购广坪段后增加到 15307 万吨，2008 年同比增长 2.6%。预计未来两年增速分别为 0%和 3%。

图 47: 货物发送量及变动趋势

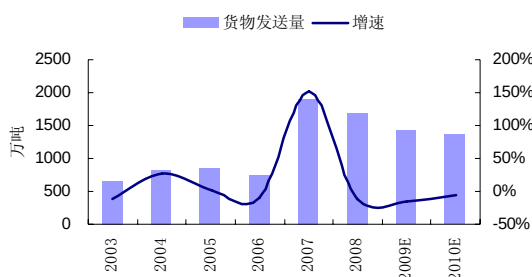
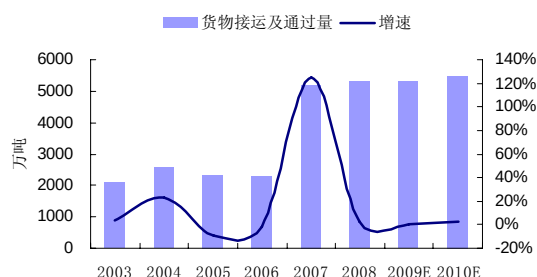


图 48: 货物接运通过量及变动趋势



资料来源：公司数据、中投证券研究所

3.4.1 产业结构调整和经济增速下滑双重打击下的货运业务

实际上货运业务增长趋势的变动在 2005 和 2006 年就已经开始显现，货运业务增速连续两年下滑转为负增长。我们分析主要有以下几个因素造成：一是广深沿线产业结构调整，占公司货运量较大比重的煤炭、矿石、建材等运量减少。由于产业结构调整是个长期过程，这一影响将持续存在。二是随着国家对外开放程度的提高，沿海口岸依次开放，从物流成本等方面考虑，大量的进出口货物已经不再从香港转口，而直接运往东南沿海的港口。三是最近两年全国铁路货运价格连续三次统一上浮，以煤炭运输为例，这三次累积上调了 36%，导致铁路在大宗货运市场竞争力的下降。

2008 年货运业务还受到了经济增速下滑的影响。2008 年全年货物发送量除 3 月份外均出现了负增长，由于受经济下滑影响，这种负增长趋势不断加速。货物接运及通过量从 10 月份开始也出现明显的加速负增长。

图 49: 2008 年月度货物发送量及变动趋势

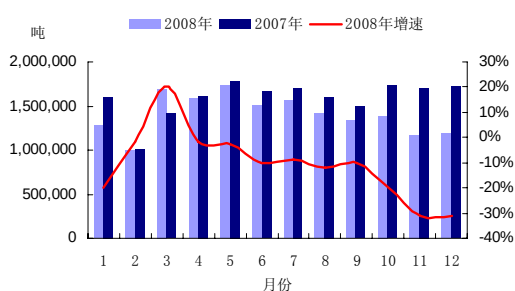
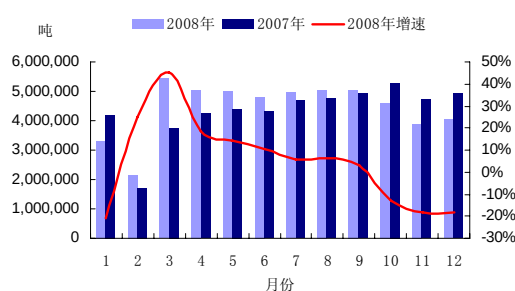


图 50: 2008 年月度货物接运通过量及变动趋势



资料来源：公司数据、中投证券研究所

未来两年，在经济转型继续和宏观经济走势仍不乐观的情况下，货运需求增速难以改善。我们将未来两年货物发送量的增速假定为-15%和-5%，将货物接运及通过量增速假定为 0%和 3%。由于宏观经济的走势难以把握，我们将持续跟踪公司数据，及时调整我们的判断。

4、公司运输价格体系短期内将保持稳定

4.1 公司享受特殊运价政策

广深铁路属于国家铁路的特定运营线，《铁路法》规定“国家铁路特定运营线的运价率、特定货物的运价率和临时运营线的运价率，由国务院铁路主管部门商得国务院物价主管部门同意后规定”，目前铁路运输价格由铁道部会同国家发改委批准。具体可以分成广深段和广坪段分别分析。

广深段：目前货运价格以统一运价为基准上浮 50%。客运业务则分类规定
①广深城际，公司自主定价；②直通车，执行协议价格；③长途车，上浮 50%。

广坪段：自从收购完成之日起，该段货运价格在统一运价基础上上调 20%；客运的软席票价上浮 50%，硬席价格执行统一运价。

表 12：公司各项业务定价模式

	业务类型		定价模式
客运	广深城际		自主定价
	直通车		协议定价
	长途车	广深段	上浮 50%
		广坪段（软席）	上浮 50%
货运	广深段		上浮 50%
	广坪段		上浮 20%

资料来源：公司资料、中投证券研究所

4.2 运输价格短期内调整的可能性不大

公司运输价格除广深城际和直通车业务外，其余业务价格均与国铁系统密切相关，变动需要经过国家发改委的批准。我们分析这一略显复杂的价格体系未来两年内变动的可能性非常小。

4.2.1 定价较高的广深城际未来两年继续上调的可能性不大

广深城际目前的价格是 2007 年全国铁路第 6 次大提速和广深四线建成后随着大量时速 200 公里的“和谐号”动车组上线运营确定的，距离现在时间很短。另一方面，当前的价格水平无论是对平行竞争的公路价格还是相对于铁路系统其他线路价格水平都处于较高位置。目前广深城际票价最低的二等座位为 75 元，比公路的 65 元高出 15%。这一定价水平和京津高铁一致，比国家铁路的价格水平高出约 60%。继续上调价格一方面会影响广深城际相对公路的市场竞争力，另一方面也会面临行业主管部门的压力。

至于以后的价格调整，我们分析将视广深港客运专线投入运营后的价格水平而定，未来两年调整的可能性不大。

图 51: 广深城际和平行公路票价比较

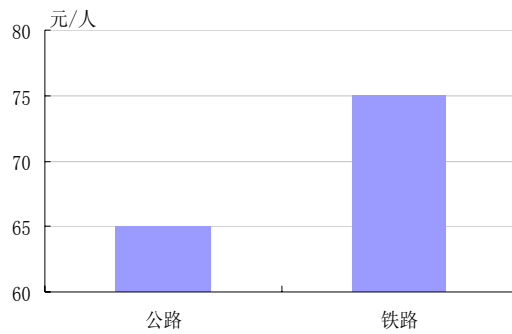
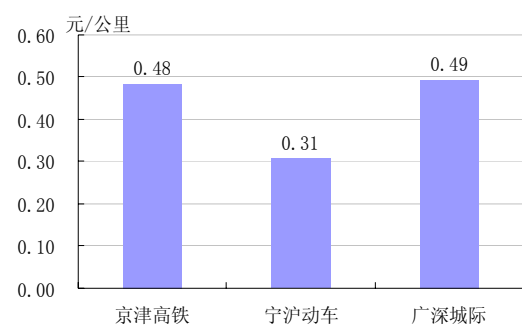


图 52: 广深城际和其他线路动车组定价水平比较



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

4.2.2 与国铁系统密切相关的长途车和货运短期内价格很难有大的变动

长途旅客列车和货运业务的定价与国铁统一价格体系密切相关，主要是由铁道部和发改委统筹考虑。

分析我国铁路运输系统的定价，首先需要分析牵引机车的结构变化。80年代中期，我国铁路仍以燃煤的蒸汽机车为主，随后内燃机车和电力机车开始取代蒸汽机车，2000年以后，形成了以内燃机为主、电力机车为辅的格局，到2006年我国共有17799台机车，其中内燃机有12148台，比例高达68%。虽然国家在十一五和中长期规划中计划大力提高铁路电气化水平，但铁路建设周期较长，加之机车基数比较大，预计这一结构短期内不会发生大的变动。

图 53: 国内铁路机车结构

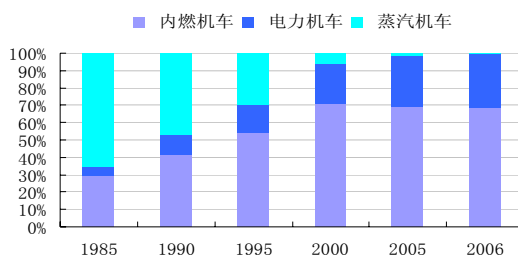
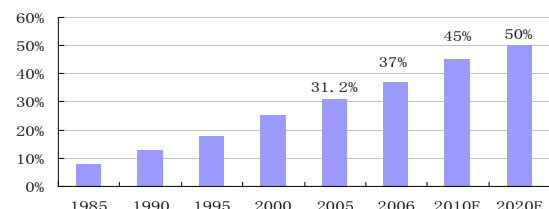


图 54: 国家铁路电气化比例



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

目前我国石油的对外依存度高达50%，2004年开始，国际石油价格的持续上涨对铁路运输成本造成沉重压力。国家发改委自2005年以来连续5次上调货运统一运价，以占铁路运力一半的煤炭运输为例，运输基价1从2005年初的7.3元/吨上调到2008年7月1日的9.6元/吨，累计涨幅为31.5%；基价2同期从0.0348元/吨公里上调到0.0484元/吨公里，累计涨幅达到39%。

国铁客运由于涉及社会公共服务性质，基本价格长期都没有进行调整。目前铁路系统客运价格的提高主要是伴随着机车车辆的更新换代完成的。随着速度的不断提高，低票价的“绿皮车”被大量淘汰，代之的是空调直快和特快，价格也随之进行了提高。目前最高等级的动车定价水平大约在0.3元/公里。

图 55: 布伦特现货石油价格走势

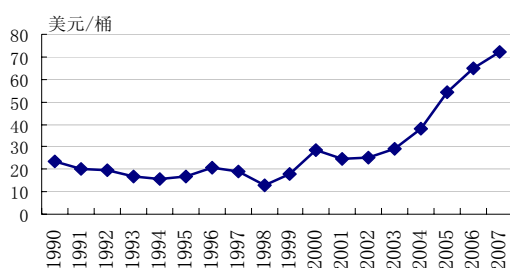
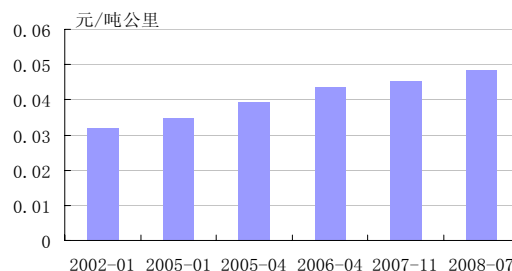


图 56: 煤炭运输统一价格变动趋势



资料来源: BP 全球能源统计年鉴、发改委、中投证券研究所

随着世界经济形势的变化,国际原油价格也从 2008 上半年 100 美元以上的水平回落到 50 美元/桶的水平。我们判断世界经济短期内难以复苏,油价缺乏上涨的动力,国内运输成本上涨的压力暂时消失。由于目前公司长途和货运业务已经执行了上浮 20-50% 不等的特殊运价,我们分析在统一运价不调整的前提下,这两项业务的价格短期内不会发生变动。

长期而言,我们分析铁路体制改革最终会转向引入竞争、提高效率,铁路定价机制必然也随之发生变化。这个时间点应该在 2012 年后,此时本轮铁路投资高峰完成,主要干线实现客、货分离,运营体制的改革时机基本成熟。

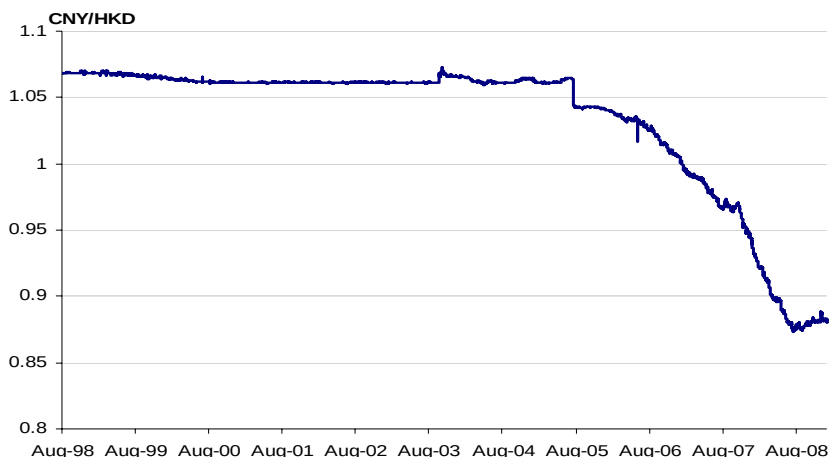
4.2.3 受益于港币对人民币汇率企稳直通车价格停止下滑

直通车价格一直以来都以港币作为票面价格,由于公司财务以人民币计算,因此汇率的变动直接影响了这部分业务收入。

我们以开展最早的广九直通车业务为例来分析价格的变动。据悉,经公司与原香港九广铁路公司商定、铁道部相关部门同意后,1998 年 8 月 1 日起广九直通车调整票价为“一等票价 190 元港币,特等票价 230 元港币”,并一直延续至今。随着港币对人民币汇率的一路贬值,直通车业务价格水平实际上一直处于下降状态,从 98 年的 203 元降低到目前的 167 元。

我们的宏观经济分析师认为 2009 年人民币对美元汇率不会有大的波动,由于香港采用的是盯住美元的联系汇率,因此直通车业务人民币价格将开始稳定。同时直通车业务开始面临“港铁东铁线+广深城际”组合交通的竞争,未来提价的可能性几乎没有。因此,未来两年直通车票价有望保持稳定。

图 57: 港币对人民币汇率变动趋势



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

5、资产注入和受托经营有望成为公司长期发展的动力

公司在 2007 年通过发行 A 股将京广线广东段收购。我们分析,我国铁路运营体制的市场化改革是行业发展的必然趋势。在此大背景下,公司继续北扩会成为铁路体制改革的一环,只是时间点难以预测,我们初步判断京广线的全部并入不会早于 2012 年,短期内可以期待的是广铁集团下辖的湖南段的注入。对于即将建成的武广高速铁路和未来陆续完工的北京-武汉、广州-深圳高速铁路,我们分析由于高铁在我国处于导入初期,投资回报难以预料,初期阶段最有可能仿效香港铁路和日本新干线的体制,公司通过租赁获取经营权而不是通过资产注入获取所有权来实现两条线路的合并运营。

如果此种情景成为现实,公司最终将发展成为以线路为基础的全国性铁路运营公司,成为我国铁路行业的领跑者。

5.1 市场化是我国铁路行业的最终发展方向

5.1.1 市场化改革使西方国家的铁路系统重现活力

我们首先对西方铁路发展的历史进行一个简要分析。总体来讲,西方的铁路走过了一条“自由竞争->国有垄断->寡头竞争”的道路。西方国家早期的铁路建设主要是以市场化方式完成的,但在第二次世界大战前后,各个国家出于政治、经济和军事等因素的原因,纷纷实现了铁路的国有化,用计划经济的管理办法取代了市场经济的管理办法:德国在 1920 年开始对铁路国有化,1924 年成立了国家铁路(Reichsbahn);法国于 1938 年成立法国国家铁路公司(SNCF);英国在 1948 年也完成了铁路的国有化;日本在 1906 年通过《铁路国有法》,其后政府收购了最大的 17 家民营铁路公司。美国虽然一直没有将铁路收归国有,但为了防止垄断,在 1887 年成立了州际商务委员会(ICC)来管制铁路业。

在国有体制和严格监管下,到 20 世纪 70 年代前后,无论欧洲还是日本或美国的铁路在交通体系中的份额都开始下降。为了增强铁路系统的竞争力,各国开始通过放松管制或推进民营化进行市场化改革。德国于 1993 年通过 5 项

法案启动铁路改革进程，最终在 1999 年建立了以 DB 控股为核心、下辖基础设施、货运、短途客运、长途客运和客运站 5 个子公司的格局。法国于 1997 年实行网运分离，成立法国铁路网公司（RFF），代表政府负责以前由 SNCF 管理的铁路基础设施，SNCF 专门从事运输业务。英国在 1993 年通过《铁路法》，将英国铁路分解为大约 100 个公司。日本的国铁系统在 1987 年也分解成 6 家区域客运公司和 1 家全国性的货运公司。美国也在 1980 年通过《斯塔格斯法》，以期在保障托运人利益和保证铁路生存能力之间实现平衡。

表 13：西方铁路系统的改革时间点

国家	国有化/管制年份	市场化/放松管制年份
德国	1920-1924	1993-1999
法国	1938	1997
英国	1948	1993
日本	1906	1987
美国	1887	1980

资料来源：欧洲运输部长会议报告、中投证券研究所

从美国和日本铁路改革前后的对比可以看到这些措施取得了明显成效，铁路运输行业开始复兴。美国铁路通过放松管制，提高了运营效率和周转量进而提高了 ROE。日本铁路通过公司化改革、削减历史债务和人员改善了盈利状况。

图 58：美国货运铁路运营指标变动趋势

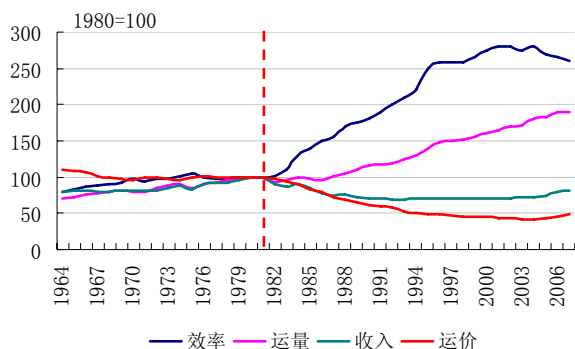
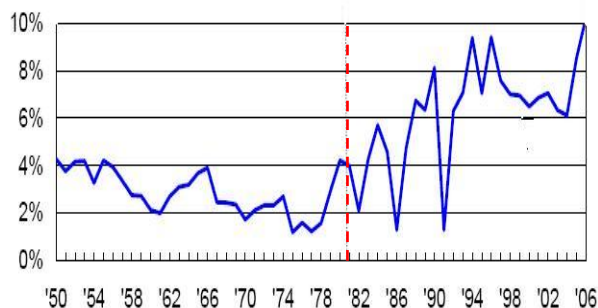


图 59：美国货运铁路投资回报变动趋势



资料来源：AAR、中投证券研究所

图 60：日本铁路国内旅客运输量变动趋势

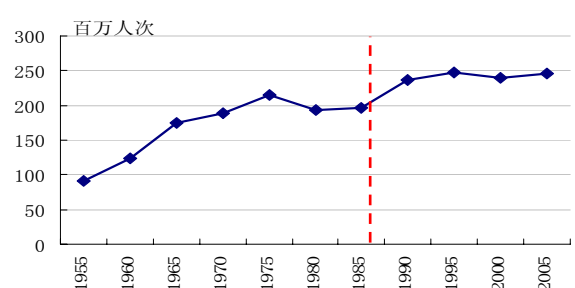
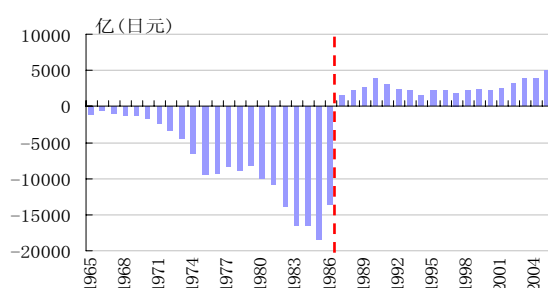


图 61：日本铁路（JR7 社）经常性收支变动情况



资料来源：日本统计局、中投证券研究所

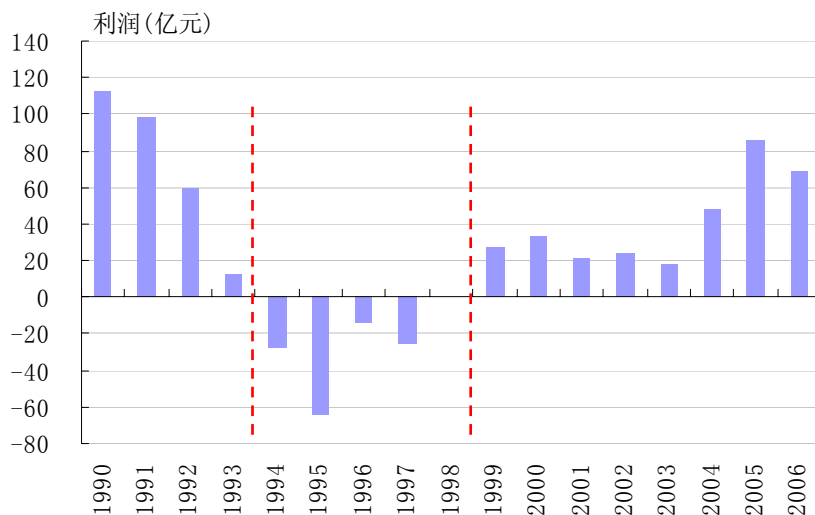
5.1.2 我国已经确立市场化改革的大方向

OECD 在中国铁路改革的项目研究报告中指出“只要铁路依旧由单一垄断的政府部门经营，那就不可能以效率、创新、主动的方式对增长的市场需求做出反映。OECD 国家经验显示即使是和缓的铁路改革，对效率的提升也有实质的帮助。”

其实早在 1990 年代中后期，铁路部门为应对财政赤字问题已开启了一系列的改革。90 年代中期我国铁路行业由于低效率、高成本开始陷入亏损。1998 年，铁道部对柳州、南昌、呼和浩特和昆明等铁路管理局开始实行“资产经营责任制”，一年后该制度推广到整个铁路运输系统。此外还采取了其他的改革措施：四个铁路局依法成立独立运作的客运公司；分离了与运输业务无直接相关的产业和企业，将从事铁路工程、轨道建筑、车辆制造、通信信号与土木工程业的五家主要公司剥离出去；十所高校，以及若干高中、技术及成人教育学校移交给教育部或地方政府；实行减员增效和再就业工程，在九五计划的后三年，实现结构性分流 80 万人，其中运输部门减员 32 万人。此外铁道部在 1997 到 2000 年之间连续进行了 3 次大规模的提速。

国务院发展研究中心对这些改革措施总结到“通过几年的改革实践，全路逐步统一了认识，即只有打破垄断，引入竞争，改革体制和机制，塑造真正面向市场的竞争主体，才是中国铁路运输业发展的唯一出路”，并提出了改革的几大原则：政府职能与企业职能相分离、公司化、社会服务功能和设施以及非核心业务与运输业务分离、建立独立的铁路管制机构、改革国有资产管理体制。

图 62：上世纪 90 年代中期铁路部门陷入亏损状态



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

表 14: 上世纪 90 年代中后期铁路系统的改革尝试

改革措施	
1	建立“指标到人头、核算到班组、考核到岗位”的资产经营责任制
2	四个铁路局成立独立的客运公司
3	剥离铁路工程、轨道建筑、车辆制造、通信信号与土木工程业务
4	将高校、高中、技术及成人教育学校移交给教育部或地方政府
5	实行减员增效和再就业工程

资料来源：国务院发展研究中心、中投证券研究所

铁道部在十一五规划中明确提出要“根据我国国情和铁路实际情况，借鉴国外铁路和国内相关行业改革的经验，以坚持运输集中统一指挥、保持路网结构完整、提高运输效率为原则，总体设计，分步实施，积极稳妥推进铁路改革，逐步实现我国铁路管理体制的根本性转变。”可以说铁路运营体制的市场化改革已经形成共识。

5.1.3 预计我国铁路系统最终将导入网运合一与网运分离结合的竞争模式

西方国家在铁路行业推行的基本竞争模式可以分成两类：网运合一和网运分离。实践中以美国和日本模式最具代表性：在美国一个非一体化的客运公司（Amtrak 公司）在多个属于一体化的货运公司的路网上营运；而在日本，则是一个非一体化的货运公司在多个属于一体化的客运公司的轨道上营运。

表 15: 铁路运输竞争模式及比较

模式	描述	实践经验
网运合一	运营者同时提供轨道和列车服务，并向第三方列车运营公司提供轨道使用（即准入）	日本、美国
网运分离	轨道设施和列车服务的提供分离	法国、瑞典

资料来源：OECD、中投证券研究所

事实上，由于我国铁路系统的复杂性和中西部的区域差异性，我国铁路的市场化改革必然也是一个综合性的解决方案。

OECD 在中国铁路项目报告中提出过中国铁路系统的改革方案：将目前的铁路网分割成以核心线路为基础的一体化公司，每个公司都可同时提供货运及客运服务。当然，这些铁路企业并不一定需要兼顾客运和货运业务，例如可允许各铁路公司的客运业务以结盟的方式提供一体化的长途客运服务，也可以将客运业务独立出来由其他数个竞争的公司以付费的方式利用一体化的货运公司的轨道（美国模式）。OECD 认为营运线路的竞争性重整比将铁路系统分成几个部门更能促进竞争，比如：广州的货主至少有二个货运通道至北京（广州-上海-北京；广州-长沙-郑州-北京）。对于西部及北部等缺少平行竞争线路的地区，必须透过管制措施来消除垄断。2007 年全国铁路工作会议中铁道部部长明确指出了铁路体制改革的原则：保持路网完整性、有利于运输集中统一指挥、有利于提高运输效率。

根据这些原则，我们分析，我国铁路运输的未来模式将综合线路和部门重整，实行综合性的解决方案：将具有平行线路的南北、东西干线分割出来成立网运一体的运输公司，在缺少平行线路的铁路运输端部区域和西部区域成立区

域性一体化的铁路运输公司。在一体化基础的上将现有的三个专业运输企业成立非一体化的公司，通过租用一体化公司的路网来运营，这也是衍生出的一个模式。最终建立起“网运合一”和“网运分离”相结合的运营体制。

表 16：我国铁路运营体制可能导入的市场化解决方案

模式	描述	适用对象
基本模式	线路为基础的网运合一	将具有平行竞争线路的干线剥离，成立一体化的公司
	区域为基础的网运合一	在缺少平行线路的地区，以区域网络为基础，成立一体化的公司，并进行管制
衍生模式	网运分离	专业性运输公司，与路网分离，可以选择性价比最高的路线进行运输

资料来源：OECD、中投证券研究所

此处重申我们对改革时间点的看法。全国范围内的改革将在本轮铁路投资高峰完成之后方可能进行，这个时间点不早于 2012 年。本轮投资完成后，我国的客运、煤炭运输和西部资源开发性线路框架基本完善，主要干线均实现了客、货分离，此时铁路系统的主要矛盾从缓解运力紧张转向提高效率。

5.2 通过资产注入和（或）受托经营广深铁路有望发展成全国性铁路公司

我们忽略融资平台这个充满不确定性的理由，从行业发展的角度来审视公司未来的前景。如上分析，铁路运营行业最终将导入市场化的竞争体系，在此逻辑下，我们认为公司未来的优先发展方向是继续北扩，最终成长为以京广线为基础的全国性铁路运输企业。

在这一发展路径中，存在两个问题。首先是京广线广坪段以北的线路如果注入公司其投资回报率能否超越目前的水平，否则很难获得目前股东的同意。我们分析如果同样执行目前的特殊运价政策，投资回报率不会成为阻碍。但在我国最重要的一条干线上全面提价事实上已经涉及到了我国铁路系统的整体价格改革。另一个是未来陆续建成的北京-武汉-广州-深圳这一条平行高速铁路的竞争问题。根据铁道部的统筹规划，高铁建成后将主要承担客运业务，货运业务主要由既有线路承担。如何兼顾上市公司利益与国家利益将考验相关决策部门的智慧。

我们分析北扩将分步骤进行，京广线首先注入的资产将是广铁集团所辖的湖南段，以时间换空间，等待铁路运行体制和价格机制的全面改革。高速铁路由于缺乏运营实践，未来投资回报难以把握，我们分析最有可能借鉴香港铁路和日本新干线的解决方案，公司通过获取高铁的经营权而不是所有权来运营。

香港铁路系统在 2007 年之前由两个公司运营，九铁公司和香港地铁。前者主要负责东铁、西铁、马铁和轻轨，后者主要负责地铁线路。2007 年两个公司完成合并，这次合并是香港地铁公司通过租赁九广铁路的网络完成的，九铁变成一间只拥有少量铁路及物业资产的空壳公司，犹如被地铁公司吞并。

完成合并后的新公司在后续项目的建设采取了三种不同的融资模式：①西港岛线，由政府采用拨款模式，政府向公司拨付一笔约 60 亿港元的款项使项目具有财务可行性，公司负责余下的资本费用和所有营运、维修及资产置换费用。②南港岛线，采用传统的“铁路和物业”综合发展模式，将铁路沿线的物业发展权授予公司。③九龙南线和广深港高铁香港段，采用两铁合并时所采取的服务经营权模式，即由政府（或政府全资拥有的九铁公司）支付铁路线初期的建造成本，公司负责经营并每年支付经营权费用，同时负责铁路的保养及改善工程。

我们分析香港铁路为合并网络和建设后续项目所采取的第三种方案具有很好的借鉴意义。如果说临近的香港铁路系统规模比较小，日本铁路当年改革的实践则对行业的未来发展趋势有更好的参考价值。

1986 年，日本推进铁路体制改革时，将铁路系统分割为 11 个单位。分别为本岛的 JR 东日本、JR 东海、JR 西日本 3 家客运股份公司，加上北海道、四国、九州 3 家客运股份公司，共 6 家客运公司。成立 1 家全国性的货运公司，即 JR 货物。此外，还组建了新干线铁路保有机构、铁路通信股份公司和铁路综合技术研究所。

改革之初，新干线保有机构代表国家拥有全部新干线设施的所有权，并将其有偿出租给本州的 3 家客运公司使用。随着时间推移，在各条新干线运输量稳定、收益性可预见、JR 本州 3 公司可以顺利取得预想以上经营业绩的情况下，1991 年，《关于转让有关新干线铁道设施等的法律》公布并实施，解散了新干线铁道保有机构、将它所拥有的 4 条新干线铁路设施转让给本州 3 家旅客铁路公司。至此日本国铁改革的主要内容基本完成。

6、盈利预测

基于前面分析的结果，我们对未来两年各块运输业务的量和价格进行了假设，在此基础上对业务收入结构和成本进行了分析。

需要说明的是公司所得税政策的变化。由于新所得税税法自 2008 年 1 月 1 日起施行，根据国务院的规定，公司及其他位于深圳经济特区内的子公司使用的企业所得税税率将在 2008 年到 2012 年的 5 年期间内逐步过渡到 25%。2008 年适用的所得税税率为 18%，2009 年的税率为 20%，2010 年的税率为 22%，2011 年的税率为 24%，2012 年的税率为 25%。在未来几年内，税率的逐渐上调将侵蚀公司的盈利能力。

表 17: 公司盈利预测假设

	2007	2008E	2009E	2010E
广深城际运量(万人)	2472.50	3214.25	3455.32	3714.47
(+/-%)		29.76%	7.5%	7.5%
广深城际价格(元/人)	58.93	61.81	61.81	61.81
(+/-%)		4.89%	0.00%	0.00%
直通车运量(万人)	320.70	313.00	303.61	294.50
(+/-%)		-2.4%	-3.00%	-3.00%
直通车价格(元/人)	137.67	123.26	123.26	123.26
(+/-%)		10.47%	0.00%	0.00%
长途车运量(万人)	4513.70	4862.61	5105.74	5361.03
(+/-%)		7.73%	5.00%	5.00%
长途车价格(元/人)	79.99	88.75	88.75	88.75
(+/-%)		10.95%	0.00%	0.00%
货物发送量(万吨)	1906.6	1684.74	1432.03	1360.43
(+/-%)		-11.59%	-15.00%	-5.00%
货物发送价格(元/吨)	7.96	11.04	10.82	10.60
(+/-%)		38.69%	-2.00%	-2.00%
货物接运及通过量(万吨)	5159.50	5329.54	5329.54	5489.43
(+/-%)		2.58%	0.00%	3.00%
货物接运及通过价格(元/吨)		20.18	19.78	19.38
(+/-%)		-2.18%	-2.00%	-2.00%

资料来源: 中投证券研究所

在上述假设前提下,公司 2008 到 2010 年的营业收入分别为 116.6 亿、121.0 亿和 126.5 亿, 年均增长 6.4%。

营业成本从 2008 到 2010 年分别为 84.6 亿、85.6 亿和 88.8 亿。相应的毛利率分别为 27.5%、29.3%和 29.8%, 毛利率水平稳步上升。

2008 到 2010 年净利润分别为 15.8 亿、18.0 亿和 19.1 亿。每股收益分别为 0.22、0.25 和 0.27 元, 年均增长 10.5%。

表 18: 公司营业收入构成

单位: 百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入				
- 客运业务	5,509.06	6,684.43	7,037.37	7,412.59
- 货运业务	1,223.51	1,261.50	1,208.93	1,208.14
- 路网清算	2,659.53	2,951.46	3,063.03	3,202.11
其他业务收入	688.99	764.62	793.52	829.55
营业收入	10,508.50	11,662.01	12,102.84	12,652.40

资料来源: 中投证券研究所

表 19: 公司营业成本构成分析

单位: 百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务成本				
-- 路网清算费用	1,100.86	2,244.73	2,329.58	2,435.36
-- 工资及福利	686.21	1,398.48	1,451.35	1,517.25
-- 固定资产折旧	546.55	1,101.20	1,158.16	1,165.99
-- 材料及燃料消耗	318.90	649.98	674.55	705.18
-- 铁路运输综合服务费	322.01	656.33	681.14	712.07
-- 维修费用	264.02	537.94	558.27	583.62
-- 水电消耗	260.03	516.49	519.52	525.86
-- 列车租赁费	117.04	234.08	234.08	234.08
-- 线路绿化费用	100.03	200.05	0.00	0.00
-- 通信费用	43.37	88.20	91.53	95.69
-- 其他	130.30	259.04	268.83	281.04
其他业务成本	515.76	573.46	595.14	622.16
营业成本	7,866.45	8,459.98	8,562.15	8,878.30

资料来源: 中投证券研究所

表 20: 主要财务指标

单位: 百万

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	10,509	11,662	12,103	12,652
同比(%)	189%	11%	4%	5%
净利润	1,431	1,581	1,799	1,914
同比(%)	92%	10%	14%	6%
毛利率(%)	25.1%	27.5%	29.3%	29.8%
ROE(%)	6.6%	6.9%	7.6%	7.7%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.25	0.27
P/E	20.25	18.33	16.11	15.14
P/B	1.33	1.27	1.22	1.17
EV/EBITDA	11	9	8	8

资料来源: 中投证券研究所

7、估值

我们采用相对估值与绝对估值结合的方法来分析公司的合理价值。相对估值主要采用市盈率和市净率比较法, 绝对估值采用 DCF 模型。

7.1 相对估值法每股价值为 5 元, 对应 2009 年 20 倍市盈率和 1.5 倍市净率

在国内市场, 目前上市的其他铁路运输公司主要有经营煤炭运输的“大秦铁路”和经营特种集装箱运输和临港运输业务的“铁龙物流”。除了国内上市的公司外, 我们还在全球内选择了香港、日本、北美上市的铁路公司作为参比对象。此外, 我们还选择了同样为陆地交通系统的高速公路行业作为比较对象,

我们提取了 A 股上市的全部高速公路公司数据，剔除预测数据不完整的，剩余 9 家公司作为分析对象。

表 21：铁路运输类上市公司估值水平比较

市 场	股票代码	公司名称	股价 09/3/2	货币	P/E				P/B			
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
国 内	601006 CH	大秦铁路	8.26		54.39	14.88	13.74	12.79	8.19	2.64	2.42	2.24
	600125 CH	铁龙物流	6.59	CNY	36.26	20.85	18.77	16.98	4.39	2.64	2.34	2.22
	中值				45.3	17.9	16.3	14.9	6.3	2.6	2.4	2.2
香 港	66 HK	港铁公司	16.92	HKD	10.55	11.10	14.60	14.08	1.6	0.96	0.93	0.90
	525 HK	广深铁路	2.23	HKD	28.30	11.15	10.93	9.96	1.8	0.73	0.70	0.66
	中值				19.43	11.1	12.8	12.0	1.7	0.8	0.8	0.8
日 本	9020 JP	东日本铁道	5680	JPY	19.43	11.90	12.53	10.77	2.12	1.31	1.22	1.13
	9021 JP	西日本铁道	339000	JPY	19.17	12.45	14.82	12.06	1.64	1.00	0.96	0.91
	9022 JP	东海旅客铁道	572000	JPY	11.75	8.65	9.32	8.38	1.82	1.09	1.00	0.90
中值					19.2	11.9	12.5	10.8	1.8	1.1	1.0	0.9
北 美	BNI US	伯灵顿北方	58.77	USD	13.53	10.54	8.97	8.26	2.31	1.63	1.58	1.52
	CSX US	CSX 公司	24.68	USD	12.90	8.00	7.00	6.58	1.99	1.11	1.04	1.00
	NSC US	诺福克南方	31.72	USD	10.97	7.81	6.93	6.69	1.84	1.16	1.12	1.08
	UNP US	联合太平洋	37.52	USD	13.71	8.73	7.45	6.92	1.85	1.10	1.06	1.04
	CNR CN	加拿大国家	40.86	CAD	11.69	10.67	9.73	9.56	1.93	1.69	1.56	1.56
	CP CN	加拿大太平洋	36.00	CAD	15.94	9.46	8.39	7.91	1.55	0.87	0.80	0.76
中值					13.2	9.1	7.9	7.4	1.9	1.1	1.1	1.1

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

表 22：A 股高速公路类上市公司估值水平比较

股票代码	公司名称	股价 (09/3/2)	P/E				P/B			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
000900.SZ	现代投资	13.56	9.18	8.05	7.63	6.21	1.73	1.54	1.45	1.37
000916.SZ	华北高速	3.87	13.53	14.68	14.49	13.60	1.12	1.17	1.09	1.02
600012.SH	皖通高速	4.39	14.07	10.83	11.28	10.50	1.57	1.34	1.22	1.13
600033.SH	福建高速	5.79	13.69	10.01	10.58	10.64	2.38	2.09	1.98	1.89
600035.SH	楚天高速	4.40	15.30	12.82	10.68	9.31	1.75	1.63	1.43	1.26
600269.SH	赣粤高速	8.63	9.18	9.42	8.90	8.11	1.60	1.43	1.27	1.13
600350.SH	山东高速	4.81	13.90	11.97	10.09	8.96	1.95	1.77	1.62	1.48
600377.SH	宁沪高速	5.72	18.00	17.26	15.88	14.23	1.83	1.80	1.75	1.69
600548.SH	深高速	4.97	16.08	17.72	16.05	11.68	1.49	1.43	1.37	1.29
中值			13.90	11.97	10.68	10.50	1.73	1.54	1.43	1.29

资料来源：Wind、中投证券研究所

铁路类上市公司中，A 股两家上市公司 09 年市盈率中值为 16.3，香港、日本和北美 2009 年市盈率中值分别为 12.8、12.5 和 7.9，四个市场的市盈率中值为 12.6 倍。市净率方面，A 股上市公司 09 年市净率中值为 2.4，香港、日本和北美分别为 0.8、1.0 和 1.1，四个市场市净率的中值为 1.0 倍。公路类上市公司，2009 年市盈率的中值为 10.68 倍，市净率的中值为 1.43 倍，这个估计水平

介于香港/日本和北美铁路类上市公司之间。

这种估值差异的背后除了市场因素外，更有行业发展阶段的巨大差别。日本和北美铁路的大规模建设早已完成，运营格局已相对稳定，相关上市公司主要靠内涵式增长。我国的铁路体制改革还未拉开序幕，公司未来有强烈的外延式扩张机会。公路行业存在同样的问题，运营格局相对稳定，增长速度较慢。

考虑到这种可能的外延式扩张，结合日本、北美铁路公司以及我国高速公路的估值水平。我们分析广深铁路的估值区间应在 2009 年 1-1.5 倍市净率或 15-20 倍市盈率之间，即每股 5-6.7 元或 3.8-5 元之间。我们取两个区间的中值 5 元为公司的估值中枢，对应 2009 年市盈率为 20 倍，市净率为 1.5 倍。

7.2 DCF 法每股价值为 4.87 到 6.19 元

模型以自由现金流为基础，分 2008-2010 年以及 2010 年以后两个阶段进行预测。我们对 2008-2010 年间的经营状况进行了详细分析。2010 年后，预期公司可通过外延式扩张维持增长，我们将永续增长率设定在 1%-3% 之间。

模型的其他参数设置如下，无风险利率和市场预期收益率分别为 2.8% 和 10.8%。贝塔值选择 1.046，为行业最近 3 年的平均值。税前债务成本设定为 5.4%，实际税率为 25%。目标资产负债率确定为 20%。

表 23: DCF 模型参数设置

股权资本成本		债务资本成本	
无风险利率 (%)	2.8%		
市场的预期收益率 (%)	10.8%	税前债务成本 (Kd)	5.40%
贝塔值 (β)	1.046	所得税税率	25%
股权资本成本 (Ke)	11.16%	税后债务成本 (Kdt)	4.05%
债务比率 D/(D+E)	20%	WACC	9.74%

资料来源：中投证券研究所

根据 DCF 模型，广深铁路的合理价值在 4.87 元到 6.19 元之间。对应 2009 年市盈率为 19.5-24.8 倍。这一估值水平的下限与相对估值法的上限产生重叠。

表 24: DCF 估值敏感性分析

WACC	永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
7.74%	5.65	6.43	7.47	8.95	11.22
8.74%	4.96	5.55	6.31	7.33	8.78
9.74%	4.42	4.87	5.45	6.19	7.20
10.74%	3.97	4.34	4.79	5.35	6.08
11.74%	3.61	3.90	4.26	4.70	5.26

资料来源：中投证券研究所

8、投资建议和风险提示

8.1 投资建议

行业与公司基本面可预测性比较强，盈利稳定，加之充裕的现金流和稳健的财务状况，在宏观经济不明朗的前景下，更凸显其长期投资价值。

我们假设未来发生最悲观的情况，公司不进行外延式扩张，维持零增长，DCF 的估值结果仍为 4.42 元。我们分析，DCF 估值的区间（4.87-6.19 元）将构成公司长期价值的底部支撑。

我们结合相对估值与绝对估值的结果，给予公司 6 到 12 个月的目标价 5.0 元，对应 2009 年 20 倍市盈率、1.5 倍市净率，给予“推荐”的投资评级。

8.2 风险提示

8.2.1 宏观经济持续调整

宏观经济的调整必然影响铁路运输业务。2008 年下半年公司各项业务的数据已经充分说明了经济下滑对公司业务的影响。我们虽然在盈利预测中反映了经济调整的预期，但不排除超预期情况的出现。

8.2.2 珠三角产业结构调整

广东省目前正积极促进产业结构调整，推行“腾笼换鸟”政策：将珠三角劳动密集型制造业转移到欠发达地区，引入高端技术产业。预计该项政策的推行将对货运业务和长途客流形成负面影响，虽然我们在盈利预测中考虑了该因素的影响，但还无法准确评估。

8.2.3 产业政策

铁道部目前正在积极推进客运专线建设。目前沿公司线路正在平行建设武广客运专线和广深港客运专线。按照铁道部的统筹规划，未来主要干线将实行客、货分线运输。如果未来公司无法获取客运专业的所有权或经营权，将对公司未来发展形成严重的负面影响。

附：财务预测表

单位: 百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3718	4038	6002	8311	营业收入	10509	11662	12103	12652
现金	2352	3090	5033	7303	营业成本	7866	8460	8562	8878
应收账款	131	111	115	120	营业税金及附加	239	268	278	291
其它应收款	168	245	254	266	营业费用	1	1	1	1
预付账款	913	423	428	444	管理费用	707	816	835	860
存货	154	169	171	178	财务费用	37	187	176	168
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	23754	24562	23616	22350	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	171	171	171	171	投资净收益	-1	3	3	5
固定资产	21041	23300	22383	21146	营业利润	1657	1933	2253	2458
无形资产	613	595	577	559	营业外收入	8	7	7	7
其他	1930	497	485	475	营业外支出	13	12	12	12
资产总计	27472	28601	29618	30661	利润总额	1652	1928	2248	2453
流动负债	2710	2475	2484	2512	所得税	222	347	450	540
短期借款	0	0	0	0	净利润	1430	1581	1799	1914
应付账款	842	846	856	888	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	1868	1629	1627	1624	归属母公司净利润	1431	1581	1799	1914
非流动负债	2964	3313	3313	3313	EBITDA	2764	3285	3688	3893
长期借款	2850	3200	3200	3200	EPS (元)	0.20	0.22	0.25	0.27
其他	114	113	113	113	主要财务比率				
负债合计	5673	5788	5797	5825	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	56	56	56	56	成长能力				
股本	7084	7084	7084	7084	营业收入	189.5%	11.0%	3.8%	4.5%
资本公积	11565	11565	11565	11565	营业利润	92.6%	16.6%	16.6%	9.1%
留存收益	3095	4109	5117	6132	归属于母公司净利润	92.4%	10.5%	13.8%	6.4%
归属母公司股东权益	21743	22757	23765	24780	获利能力				
负债和股东权益	27472	28601	29618	30661	毛利率	25.1%	27.5%	29.3%	29.8%
现金流量表					净利率	2.9%	13.6%	13.6%	14.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	6.6%	6.9%	7.6%	7.7%
经营活动现金流	2683	3116	3230	3343	ROIC	6.6%	7.6%	8.9%	10.0%
净利润	1430	1581	1799	1914	偿债能力				
折旧摊销	1070	1166	1259	1266	资产负债率	20.7%	20.2%	19.6%	19.0%
财务费用	37	187	176	168	净负债比率	50.24%	55.29%	55.20%	54.93
投资损失	1	-3	-3	-5	流动比率	1.37	1.63	2.42	3.31
营运资金变动	133	167	-5	-5	速动比率	1.32	1.56	2.35	3.24
其它	11	18	5	5	营运能力				
投资活动现金流	-6154	-1973	-321	-6	总资产周转率	0.40	0.42	0.42	0.42
资本支出	1618	1966	313	0	应收账款周转率	133	92	102	102
长期投资	0	-0	0	0	应付账款周转率	7.17	10.03	10.06	10.18
其他	-4536	-8	-8	-6	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-40	-404	-966	-1067	每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.22	0.25	0.27
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (最	0.38	0.44	0.46	0.47
长期借款	990	350	0	0	每股净资产 (最新摊	3.07	3.21	3.35	3.50
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-108	0	0	0	P/E	20.25	18.33	16.11	15.14
其他	-922	-754	-966	-1067	P/B	1.33	1.27	1.22	1.17
现金净增加额	-3514	738	1943	2270	EV/EBITDA	11	9	8	8

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。南京大学管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434