

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

广深铁路 (601333)

推荐 (首次)

国铁提价预期——交易性机会

2009 年 05 月 06 日

现价 4.94 元

凌军 公路铁路研究员

郑武 交运首席研究员

联系人/研究助理: 凌军

0755-22624694/13510099847

MSN: steven01cs@hotmail.com

主要数据

行业	铁路运输业
公司代码	601333
公司网址	http://www.
总股本(万股)	708353.70
流通股(万股)	417928.70
流通市值(百万)	16633.56
每股净资产(元)	3.20
净资产收益率(%)	5.41
总资产负债率(%)	22.13

相关研究报告

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

- 1、广坪提价超过 15% 将是艰难的事情——如果广坪提价超过 15%，毛利率将达到或超过广深铁路盈利水平。一条国铁客运资产盈利能力超过拥有特殊定价的广深铁路，是一件异常困难的事情。
- 2、交易性机会——近 1 倍的 PB 具有安全边际，考虑股价反应通常大于实际提价方案，持有等待不失为合适的策略。

投资要点

- 1、面临高铁长远分流。武广高铁开通初期分流较小，由于羊城公司毛利率较低，对公司业绩影响大于广深港客专。
- 2、局面难改。即使是收购广铁集团旗下其他铁路资产，也难以改变公司局面。广坪铁路已是广铁集团盈利能力最佳的资产。另外收购的资产，在考虑高铁分流情况下，定价将成为一个难题。
- 3、盈利预测——危险的游戏。假设由于高铁分流，2010-2011 年收入下降 2.5%、1.5%，即使假设营业成本 0 增长，业绩仍会分别出现 17.4% 和 6.3% 的负增长。虽然未来分流的幅度难以预估，但至少我们发现，这是一个危险的游戏。
- 4、低 PB 形成的安全边际。虽然广深公司低 PB 高 PE 的估值，是由于其客运资产的盈利能力欠佳造成的。但在 A 股市场，对于仍然盈利的资产，近 1 倍 PE 的股价，具有极强的防御性。
- 5、国铁提价带来交易性机会。虽然广坪提价难以超过 15%，但从历史看，股价的反应通常高于最后的实施方案，因此对于已经买入的投资者，持有等待是可以考虑的方案，因此给予“推荐”评级。

风险提示

分流风险大于预期。由于成本刚性，所得税率逐年提高等因素影响下，一旦公司分流超过预期，业绩下滑的速度将以 4-5 倍的系数被放大。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	3,630.01	10,508.5	11,688.6	12109.6	11,812.7	11,632.5
净利润(百万)	743.79	1,430.84	1,220.11	1423.2	1,176.26	1,102.17
净利润增长率(%)	21.64	92.37	-14.73	16.65	-17.35	-6.30
每股盈利(元)	0.17	0.20	0.17	0.20	0.17	0.16
市盈率(倍)	28.79	24.46	28.68	24.59	29.75	31.75
股息(元)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
股息率(%)	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62

目 录

一、公司简介	6
1.1 专业的铁路客运公司.....	6
1.2 资产及资源.....	6
1.3 盈利模式	8
1.4 利润贡献	10
二、分流分析	10
2.1 广深港客专——广深城际面临较大分流	10
2.2 武广客运专线——2012 年前分流幅度较小.....	12
三、营运策略	14
3.1 收购广铁集团资产	14
3.2 增开从深圳出发的长途客运车	16
3.3 代为管理武广高铁和广深港客专的营运	16
四、运价分析	16
4.1 高铁初期，铁路客运提价将陷入两难.....	16
4.2 从历史看，铁道部通过调整列车供给结构弥补提速成本的上升	16
4.3 业绩对国铁提价的弹性较高，约为 2.34	17
4.4 广坪铁路——提价幅度超过 15%将是一件异常困难的事情	17
五、盈利预测——成本刚性及供给增加导致盈利的不确定性.....	18
5.1 盈利预测总表——2010 年后业绩低于市场预期.....	18
5.2 收入预测——亚运会“意外需求”的尝试	18
六、估值与评级.....	20

图表目录

图表 1	高铁分流、亚运会、国铁提价三因素分析表	4
图表 2	广深铁路收入结构和客运收入结构	6
图表 3	广深铁路资产情况一览表	6
图表 4	广深铁路、广九铁路及广坪铁路示意图	7
图表 5	广深铁路自有线位情况一览表	7
图表 6	广深铁路其他线位情况一览表	8
图表 7	单列自有客运车收入高于单列车路网收入	9
图表 8	公司三条铁路自有列车比例	9
图表 9	国铁列车、广深城际列车和广九直通车单公里定价测算	9
图表 10	公司收购广坪铁路后客货运单价大幅下降	9
图表 11	公司收购广坪铁路营业利润增加 101.8%	10
图表 12	广深港客运专线示意图	10
图表 13	广深港客专广深段票价预测	11
图表 14	新深圳和新广州站连接地铁情况以及与市中心距离	11
图表 15	广深铁路和广九铁路客货运输收入占比情况	12
图表 16	武广客运专线示意图	12
图表 17	京广铁路广州-武行段点对点列车班次	13
图表 18	受武广高铁分流影响的点对点列车（公司自有营运列车）	13
图表 19	武广高铁模拟票价与目前广州-武汉列车票价对比	14
图表 20	京广铁路广州-坪石段和衡阳-长沙段示意图	15
图表 21	京广铁路广州-坪石段与衡阳-长沙段列车密度对比	15
图表 22	广铁集团 05 年自有客运列车营运对数	15
图表 23	从深圳出发（或经过深圳）与从广州出发（或经过广州）列车密度对比	16
图表 24	特快车和快速车比重增加（2000-2004）	17
图表 25	盈利预测表	18
图表 26	客运收入预测明细	19
图表 27	货运收入预测明细	19
图表 28	路网收入预测明细	19
图表 29	相对估值表	20

从全球经验看，多数铁路客运难以获得社会的平均回报。究其原因，主要是铁路承载的公益职能太多。而投资额巨大、回收周期长的铁路经营属性导致固定成本较高，成本刚性较大。由于通胀的原因，从长远看，成本上升的刚性较下降的刚性更高。

● 盈利预测——低毛利率，高成本刚性下的危险游戏

公益职能较多导致其两个特点：

- 1) 定价较低且长期跑输通胀，从而毛利率较低。
- 2) 为了照顾民生的需要，则必须提高客运的舒适度，要求供给保持一定程度的供过于求。即随着社会的发展，竞争分流不可避免。

而客运铁路毛利率较低的特点使盈利预测成为一个困难的游戏。通过简单的推导，我们发现，高度成本刚性下，利润变化幅度大致保持如下公式的规律：

利润增速=收入增速/毛利率，即利润对收入的弹性系数为毛利率的倒数。（营业利润=收入*毛利率，采用微积分求导即可得该公式）

简单举例，一项业务收入为10，毛利率为10%，成本为9。当收入增长10%（增长1），此时利润增长100%。

● 风险高于机会——分流、亚运会、国铁提价三因素分析

目前，影响广深公司未来业绩的关键变量为高铁分流、亚运会以及国铁客运提价。

从弹性看，正负面因素对公司营业利润波动的影响大致相当。但由于公司处在所得税由15%向25%回归的过程，每年所得税率提高2个百分点，因此负面因素对业绩的影响幅度超过正面因素。并且高铁分流已经定局，存在长远影响；而亚运会需求超预期以及国铁提价，存在诸多不确定性，同时仅是一次性正面影响。因此，三因素分析的结果是，风险大于机会。

图表 1 高铁分流、亚运会、国铁提价三因素分析表

影响因素	时间	影响业务	毛利率	弹性	可能性	影响
高铁分流						
-武广高铁	2010 年	长途列车和路网收入	19%	2.34	分流已成定局，只是时间问题	负面
-广深港客专	2011 年	广深城际列车和广九直通车	36%	0.92		负面
亚运会	2010 年	广深城际列车	36%	0.92	可能	正面
国铁提价		长途列车和路网收入	19%	2.34	可能	正面

数据来源：平安证券

注：广深城际与长途车和路网收入对利润的贡献大致相当，各业务对公司整体弹性系数=0.5/毛利率

● 提价预期——交易性机会

广深铁路公司由于国铁提价预期而备受关注，因此我们重点分析。总体来说，我们认为国铁提价的预期，对于广深公司而言，是一个交易性机会。原因如下：

国铁提价——针对的是中国所有运输方式中最底端的乘客

在公路、铁路、航空这三大运输方式中，铁路由于性价比最高而供不应求。因此，中国出行中最底端的消费者，大都集中在铁路运输中来。高铁出现后，高端乘客将被进一步分流。国铁提价，针对的将是对价格最为敏感的人群。因此，整个提价过程和提价幅度都将非常谨慎。

虽然，在一定程度上来说，铁路系统仍然是一个“政企不分”部门。但从近期的情况看，无论交通、教育还是医药行业，社会监督的力量在增强，照顾民生的呼声在增加。改革的方向更趋向于符合民意。基于这一点，历史上3次铁路客运提价幅度参考性较小。

以高速公路为例，我国高速公路的建设，同样也面临大量的资金缺口。但是，在整个社会要求取消收费的呼声日益高涨的现今，交通部唯一能做的就是保持现状。公路提高收费基准却是一件艰难的事。

相对而言，目前铁路客运资产的回报率低于公路，提高收费基准的可能性是存在的，但是提价的幅度判断上，客运铁路难以成为享有超额收益的资产。

广坪铁路——提价幅度超过15%将是一件异常困难的事情

根据07年收购并表前后数据，大致可以推算，羊城公司毛利率为19%。如果提价超过15%，将使广坪铁路的毛利率与广深相当，甚至超过广深的水平。一条国铁系统的铁路，其盈利能力达到或超过拥有特殊定价的广深铁路，将变成一件异常困难的事情。

就客运资产而言，广深铁路在全国的盈利能力至少位居前三，广坪铁路至少位居前六。事实上，收购前羊城公司毛利率高于19%，因为收购过程中固定资产有评估增值。

就铁道部而言，其改革运价的目的是提高整个铁路系统的盈利，理顺运价机制，并非充实全国最优客运资产的利润表。因此，我们认为如果提价，目前传闻中的分区域、分干线实施的可能性较大，而广坪铁路提价的空间有限。

● PB=1——市场结构决定的安全边际

接近于1的PB，是广深铁路受投资者关注的重要原因之一。从公路和铁路股的估值看，A股市场上似乎形成了一种规律：对于仍然盈利的资产，当股价接近于1倍PB时，就具有极强的支撑。

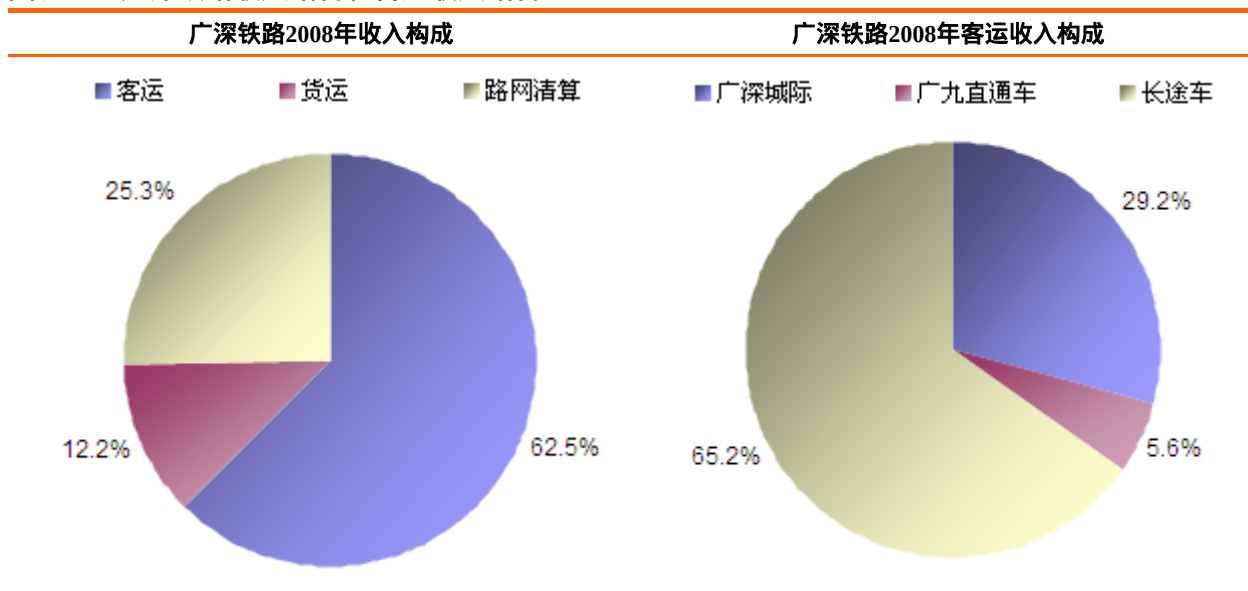
即使广坪提价15%，广深公司09年业绩上限约为0.24元，对应当前股价20倍PE，估值上仍然不具显著的吸引力。

由于高铁分流的长期影响，广深公司的客运资产回报率可能面临长期向下的趋势。但由于PB的支撑，对于已经买入的投资者，广深公司或能带来交易性的投资收益，因此值得持有，给予“推荐”评级，但现价买入的安全空间和上涨空间都不大。

一、公司简介

1.1 专业的铁路客运公司

图表 2 广深铁路收入结构和客运收入结构



数据来源：平安证券

广深铁路08年实现客运收入达到68亿元，占主营收入的62.5%。其中，长途客运车占比65%，广深城际列车占比29%。

但这不是将公司是定义为专业铁路客运公司关键理由，关键的原因有：

- 1) 铁路系统采用收支两线结算，客运和货运成本没有独立区分。
- 2) 路网清算收入相当于铁路使用费，大部分来源于客运收入，只是这一部分客运由其他铁路企业承担。

1.2 资产及资源

铁路公司拥有的核心资产和资源可以分为两类：1) 铁路资产；2) 列车及线位。之所以将线位资源列出，是因为线位虽不属于资产，但却是盈利的关键。例如对航空公司而言，航线资源不是资产，但却是决定盈利的关键。

● 铁路资产

图表 3 广深铁路资产情况一览表

路段	里程（公里）	路线	高速线	普速线	备注
广深铁路	152.0	4	2	2	第四线是普速线
广九铁路	30.5	2	-	2	深圳罗湖-香港九龙段公司拥有 82%的股权
广坪铁路	329.2	2	-	2	复线，07 年完成收购

数据来源：平安证券

公司核心资产是广深（广州-深圳）、深九（深圳-香港九龙）和广坪（广州-坪石）三条铁路资产及相关配套服务客货运设施。其中，公司只拥有广九铁路82%的股权。

图表 4 广深铁路、广九铁路及广坪铁路示意图



数据来源：公司招股说明书

注：图中羊城公司经营路线即广坪铁路，本公司目前经营线路即广深铁路，九广铁路即广九铁路

● 列车及线位

图表 5 广深铁路自有线位情况一览表

客运列车	广深动车组	广九直通车	其他长途列车
日均列车对数（对/日）	88	13	21

货运列车	日均列车对数（对/日）	货运列车	日均列车对数（对/日）
广深线货车	65	广坪线货车	120
其中：		其中：	
广州口-东莞东	12	坪石口北上	53
广州口-平湖	11	广州口	32
东莞东-平湖	7	广州西	35
小运转列车	35		

数据来源：平安证券

目前公司客运车主要线位为广深动车组，达日均80-90对/日。其他线位主要为长途国铁客运，营运里程较长（如图表5），虽然日均仅21对/日，但从图表2中，我们可以看到，其他线位带来的客运收入是广深动车组的2.2倍。

图表 6 广深铁路其他线位情况一览表

列车	起始点	经过铁路	里程（公里）
T15/16	广州-北京	京广铁路	2294
T97/98	广州东-北京	京广铁路	2302
T107/108	深圳-北京	京九铁路	2372
T119/120	广州-武昌	京广铁路	1069
T201/T202	三亚-北京	京广铁路	3451
T212/211	深圳-上海	京九铁路	1684
T264/265	广州-拉萨	京广铁路	4980
K36/37/35/38	广州-柳州	京广铁路	1069
K85/88/87/86	广州-九江	京九铁路	1091
K224/221/223/222	广州-泰州	京广铁路	1968
K326/325/327/328	广州-温州	京广铁路	1682
1008/1007/1009/1010	广州-万州	京广铁路	2227
1076/1077/1075/1078	广州-重庆	京广铁路	1697
N553//554	深圳-岳阳	京广铁路、广深铁路	1001
N555/556	广州-岳阳	京广铁路	854
N592/589/590/511	广州-张家界	京广铁路	1103
N609/610	广州-郴州	京广铁路	374
N611/612	广州-坪石	京广铁路	308
N613/614	广州-坪石	京广铁路	308
N615/616	广州-韶关	京广铁路	221
N617/618	广州-韶关	京广铁路	221
5361/5362	广州-长沙	京广铁路	707

数据来源：平安证券

之所以将公司的线位资源如此详细的列示，是因为铁路公司盈利模式导致了自有线位和非自由线位之间的盈利差别较大，以至于成为分析未来“高铁分流”的关键要素。

1.3 盈利模式

铁路的盈利模式有两种：

- 1) 通过自有列车进行客货运输，从而实现客货运收入
- 2) 向客货列车收入服务费，由于按里程对全国铁路网进行结算，因此也称路网收入。

对于广深铁路而言，有以下三点需要进行说明。这三点将也将成为后续分析“高铁分流”的关键。

● 客运收入——自有列车盈利能力高于路网服务。

图表 7 单列自有客运车收入高于单列车路网收入

	2007 年收入（百万）	日均列车对数（对/日）	单列收入（万元）
长途客运收入	3,908.80	22	48.68
路网收入	2,659.53	52	14.01

数据来源：平安证券

虽然从可获得的数据，我们只能发现自有列车单列收入高于路网收入。但是据公司和业内人士的反映，自有列车的盈利能力高于路网收入。

图表 8 公司三条铁路自有列车比例

	列车（对/日）	自有列车（对/日）	其他车（对/日）	自有车占比
广深铁路	128	88	40	69%
广九铁路	15	13	2	86%
广坪铁路	72	20	52	28%

数据来源：平安证券

● 货运收入——除三大货运公司外，收入按里程结算

目前，如果是三大铁路运输公司（中铁快递、中铁集运、中铁特货）货运列车，公司按服务费结算路网收入；其他货运列车，则统一按里程进行结算货运收入。根据调研数据，货运列车路网收入07年仅实现5.3亿元，对路网收入贡献较小。

● 广深铁路客货运输以及路网收入均为特殊定价

图表 9 国铁列车、广深城际列车和广九直通车单公里定价测算

列车	起始点	里程（公里）	票价			单客单公里		
			硬座	硬卧	软卧	硬座	硬卧	软卧
T15/16（元）	广州-北京	2294	253	443	705	0.110	0.193	0.307
			普通票	特等票		普通票	特等票	
广深城际列车（元）	广州-深圳	139	75	98		0.540	0.705	
广九直通车（港元）	广州东-九龙	173	190	230		1.098	1.329	

数据来源：平安证券

由于分别采用特殊定价和协议定价，广深铁路和广九铁路的单公里价格远远高于国铁定价。这一点也能从收购广坪铁路前后的数据得到印证。（公司2007年完成收购广坪铁路的并表）

图表 10 公司收购广坪铁路后客货运单价大幅下降

	2005	2006	2007
单客单公里（元）	0.50	0.54	0.22
同比（%）		8.0	-59.3
单吨单公里（元）	0.24	0.25	0.09
同比（%）		4.2	-64.0

数据来源：平安证券

1.4 利润贡献

由于铁路系统收支两条线，无法推算客货运业务各自的成本，因此仅能依靠07年收购广坪铁路前后并表的营业利润数据，推算出广深铁路和广九铁路利润占比大致与广坪铁路相当，并据此推断广坪铁路的毛利率为19%。

图表 11 公司收购广坪铁路营业利润增加101.8%

	2005	2006	2007
营业收入（百万）	3,213	3,630	10,509
营业成本（百万）	2,077	2,321	7,866
营业利润（百万）	1,137	1,309	2,642
同比（%）		15.2	101.8
毛利率	35.4%	36.1%	25.1%

数据来源：公司公告

二、分流分析

2.1 广深港客专——广深城际面临较大分流

图表 12 广深港客运专线示意图



数据来源：平安证券

广深港客运专线广深段将于2010年底开通。对于广深城际与广深客专的竞争，我们的观点为：

- 广深城际列车面临分流压力较大。原因如下：

1) **时间更短。**广深港客运专列通常车速达到300公里/时，广州-深圳仅需30分钟，时间约为目前广深动车组的1/2。

2) **票价可能更便宜。**广深港客专广深段全长104.6公里，如按京津高铁标准定价，票价比广深城际列车便宜。

图表 13 广深港客专广深段票价预测

	里程（公里）	票价		单公里价格	
		硬座	软座	硬座	软座
京津高铁	115	58	69	0.504	0.600
广深客专广深段	104	52	62	0.504	0.600
广深城际列车	139	75	95	0.540	0.683
广州-深圳客运巴士	173	60		0.347	

数据来源：平安证券

虽然京津高铁有政府补贴，其定价不具参考性。但是，我们将武广高铁同样按京津高铁定价计算，发现广州-武汉的票价在488-581之间，刚好可以与航空竞争。

因此，按正常的逻辑分析，如果高铁票价低于打折后的航空票价是常态，那么武广高铁的票价只能按京津高铁的标准定价。如果广深港客专的定价将与武广高铁一致，那么广深港客专广州-深圳的票价只能定在52-60元之间。即使按照广深城际的标准定价，广深客专广州-深圳的票价在56-71元之间。

3) 广深城际列车乘客多为高端客流。目前，广深城际列车的乘客多为商务人士，对时间比价格更敏感。因此，即使广深港客专的票价比城际列车更贵，仍将分流城际列车大部分客流。

4) 配套交通设施完善。广深港客运专线将会在2011年深圳世界大运会前完工，届时深圳与新深圳（龙华站）相连的4、5、6号地铁将全部开通，因此，乘客乘坐高铁极为便利。

图表 14 新深圳和新广州站连接地铁情况以及与市中心距离

火车站	距市中心（公里）	地铁线路	开通时间
新广州	17	广州 2 号线	2002 年
		广州 7 号线	2010 年
新深圳	-	深圳 4 号线二期工程	2010 年 9 月
		深圳 5 号线	2011 年 6 月
		深圳 6 号线	-

数据来源：平安证券

5) 广深城际列车广州-深圳直达的乘客约为70%。根据我们的调研情况，目前乘坐广深城际的乘客中，广州-深圳之间直达的乘客占比约为70%。这部分乘客极有可能被分流。

与上述同理，2012年广深港客专深圳-香港段通车后，广九直通车也将遭遇分流，预计超过10%以上。

● 利润对分流的弹性系数为0.917

从历史数据看，广深铁路和广九铁路客运业务毛利率约为36%。从图表11可知，广深铁路和广九铁路客对公司利润贡献将近50%。简单剔除货运收入影响后，按收入占比推算，公司利润对广深港客专分流的弹性为0.917。

图表 15 广深铁路和广九铁路客货运输收入占比情况

	2007 年收入	占比
广深城际	1,494.20	59%
广九直通车	430.50	17%
广深货运	622.11	24%
合计	2,546.81	100%

数据来源：平安证券

2.2 武广客运专线——2012 年前分流幅度较小

根据调研情况，武广客运专线有望在09年中期通车，2010年正式运营。由于与京广线广州-武汉段腹地重合，目前，市场普遍认为公司京广线上的长途客运将遭遇大幅分流。

图表 16 武广客运专线示意图



数据来源：平安证券

我们认为，2010-2012年，分流幅度较小，2012年后，分流幅度逐渐加大。不过，武广客运专线的分流幅度低于广深港客专，但对业绩影响的弹性系数大于广深港客专。原因如下：

● 高铁线路将专线专用

新建的武广客运专线是继京津高铁之后真正意义上的高速铁路，要求列车的平均时速达到300公里以上，最高时速在350-380公里之间。正是从技术安全和经济的角度考虑，武广高铁将专线专用。目前行驶在京广铁路上的特快和普快列车以及货运车，将不会行使在武广高铁上。

图表 17 京广铁路广州-武行段点对点列车班次

广东-湖南	14	广东-湖北	10	广东省内	11
路线	列次	路线	列次	路线	列次
广州-岳阳	5	广州-武昌	7	坪石-广州	4
广州-长沙	3	广州-汉口	1	广州-韶光	6
广州-益阳	2	广州东-武昌	2	广州东-韶关	1
广州-衡阳	4				
合计	35				

数据来源：平安证券

高铁专线专用的结果是，武广高铁主要分流广州-武汉沿线城市之间点对点客流。根据我们的采样（采样时间：2009年1月14日）统计，目前通过广坪铁路旅客列车日均140列/日，而与武广线重合腹地的点对点列车为35列/日，因此点对点客运列车占比为25.7%。

● 2012年京深高铁将全部贯通

随着武广高铁与武石高铁（武汉-石家庄）、京石高铁（北京-石家庄）在2011-2012年逐渐联网，36列点对点车辆中，广深铁路自有营运列车从8对增加到13对，占目前自有营运列车的36%-60%。

图表 18 受武广高铁分流影响的点对点列车（公司自有营运列车）

年份	数目	列车	起始点	备注
2010 年	8	T119/120	广州-武昌	2010 年，点对点班列为广州-武汉沿线城市的直达列车
		N555/556	广州-岳阳	
		N609/610	广州-郴州	
		N611/612	广州-坪石	
		N613/614	广州-坪石	
		N615/616	广州-韶关	
		N617/618	广州-韶关	
		5361/5362	广州-长沙	
2011 年-2012 年	9	N553//554	深圳-岳阳	2010 年底，广深港客专广州-深圳段开通，深圳-岳阳列车成为受分流最大的点对点班列
2012 年以后	13	T15/16	广州-北京	2012 年，武石高铁、京石高铁开通
		T97/98	广州东-北京	
		T107/108	深圳-北京	

数据来源：平安证券

● 广深城际列车的乘客多为高端客流；而通过广州发完全国各地的客流，低端客流比例要高很多。

从客户需求的角度考虑，高铁仅仅对高端客户具有吸引力。按京津高铁的定价推算，武广高铁全程票价约为488-581之间，高出目前国铁票价300-400元。

图表 19 武广高铁模拟票价与目前广州-武汉列车票价对比

高铁	里程（公里）	票价		单公里价格	
		硬座	软座	硬座	软座
京津高铁	115	58	69	0.504	0.600
武广高铁	968	488	581	0.504	0.600

广州-武汉列车		硬座	硬卧	软卧	硬座	硬卧	软卧
T302/T120	1077	120	248	390	0.111	0.230	0.362
K8	1069	120	248	390	0.112	0.232	0.365
2162	1069	68	143	238	0.064	0.134	0.223

数据来源：平安证券

湖南、湖北经济并不发达，如果可以自由选择，大部分旅客仍然倾向乘坐目前普快或特快列车。对于月薪3000的工作者，日均收入为100元。300-400的差额仍会让多数乘客望而却步。

● 内地部分城市地铁等配套设施将在2012年开始完善

高铁的停靠站点均为各大城市新建站点，其偏远程度仅次于机场。如果没有地铁连接，高铁充其量只是一种价格比航空便宜，综合时间接近于航空的交通工具。不便的交通，会增加乘坐高铁的成本（包括时间和其他费用）。但是，在内地省份，只有省会城市目前尚有地铁规划。因此，高铁开通初期，对目前铁路乘客吸引力较小。

从目前各省市的规划看，新武昌站地铁通车时间为2012年，新长沙站地铁通车时间为2013年。

从这里，我们可以看出，高铁作为一种相对封闭的运输工具，在很大程度上是航空的竞争者。而京津高铁目前年盈利尚不佳的原因可能有三：1)京津之间无需通过航空客运，没有可以分流的航空旅客。2)全国高铁尚未联成网络，目前尚不能加开从天津开往全国的高速列车。3)新建高速列车站点相关配套设施尚未完善，如地铁等。

三、营运策略

长远来看，高铁的分流将逐渐加剧。面对如此局面，我们认为公司尚有如下的努力空间，但总体说来，对盈利改善的贡献相当有限。

- 1) 收购广铁集团资产
- 2) 增开从深圳出发的车辆。
- 3) 代为管理武广高铁和广深港客专的营运。

3.1 收购广铁集团资产

广铁集团下盈利能力较强的资产为：1、京广铁路湖南段 2、集团自有客运列车。

● 京广铁路湖南段

据业内人士反映，对于广铁集团来说，除广深铁路外（特殊定价的原因），广坪铁路是盈利能

力最强的铁路资产。

图表 20 京广铁路广州-坪石段和衡阳-长沙段示意图



数据来源：平安证券

就列车密度而言，衡阳 - 长沙段日均通过列车84列，高于广州-坪石段。之所以湖南段盈利能力不如广坪段，是因为有相当一部份集团自有列车在衡阳、株洲、湘潭分别往广西、贵州、湘西、江西、湖北等地中转，导致湖南段路网结算收入比例高于广坪段。本报告第一部分公司模式的介绍已说明，自有列车的盈利能力高于路网收入。

图表 21 京广铁路广州-坪石段与衡阳-长沙段列车密度对比

	日均通过客运车（对/日）
广州-坪石段	72
衡阳-长沙段	84

数据来源：平安证券

● 集团自有客运列车

广铁集团05年拥有自有列车233对/日，剔除广深公司和羊城公司自有列车后，集团仍然拥有135.5对/日。如能收购客运列车，将提高公司盈利。

图表 22 广铁集团05年自有客运列车营运对数

	日均列车对数（对/日）
广铁集团客运列车	233
其中：广深公司	81
羊城公司	16.5

数据来源：平安证券

不过，总体而言，无论是收购铁路资产或客运列车，长期而言，始终无法避免遭遇高铁的分流。而对于收购趋势向下的资产，定价将成为一个难题。

3.2 增开从深圳出发的长途客运车

由于京广铁路较为饱和，以至于目前从深圳开往全国各地的列车较少。在调研中，我们了解到，如果能增开深圳出发的长途客运车，也将提高公司的盈利能力。

图表 23 从深圳出发（或经过深圳）与从广州出发（或经过广州）列车密度对比

	日均对数（对/日）
从深圳出发或经过深圳的长途列车	19.5
从广州出发或经过广州的长途列车	82

数据来源：平安证券

不过，要面对的问题是：

- 1) 高铁的分流。
- 2) 铁道部是否会批准其增开列车计划。

3.3 代为管理武广高铁和广深港客专的营运

由于造价较高，加上全国高铁尚未联网以及各城市配套设施尚未完善等原因，营运初期高铁盈利不佳。因此，对于广深公司而言，相对于收购高铁资产，争取武广高铁和广深港客专的代理营运更为有利。稳定的代理收入，能在一定程度上弥补高铁分流带来的利润减少。

四、运价分析

对于旅客列车运价，我们有如下三个观点：

- 1) 高铁初期，铁路客运提价将陷入两难
- 2) 从历史看，铁道部通过调整列车攻击结构弥补提速成本的上升
- 3) 业绩对国铁提价的弹性较高，约为2.34
- 4) 广深国铁部分提价的空间难以超过15%

4.1 高铁初期，铁路客运提价将陷入两难

一方面高铁通车初期盈利欠佳，将降低整个铁路系统的盈利，客运提价压力上升；

另一方面当高铁全国大规模联网后，高端铁路客流被吸引到高速铁路上。剩下的客流是对价格及其敏感的低端客流，提价难度上升。

而长期看，如果高铁盈利逐渐改善，则又没有继续提高国铁客运价格的必要。

4.2 从历史看，铁道部通过调整列车供给结构弥补提速成本的上升

从1998年开始，全国客运铁路先后经过了6次提速，但均未提高铁路价格。每次提速，意味着全国铁路系统运行成本的提高。

图表 24 特快车和快速车比重增加（2000-2004）

密度	特快车（T 开头）	快速车（开头）	普快	普慢	合计
2000 年	76	128	213	204	621
2001 年	99	135	203	177	614
2004 年	214	349	649		1212

占比	特快车（T 开头）	快速车（开头）	普快	普慢	合计
2000 年	12.2%	20.6%	34.3%	32.9%	100.0%
2001 年	16.1%	22.0%	33.1%	28.8%	100.0%
2004 年	17.7%	28.8%	53.5%		100.0%

数据来源：2000-2004 全国旅客列车时刻表

通过我们的仔细研究1998年-2004年全国列车供给结构发现，特快列车和快速列车的比重提升。由于特快车和快速车单公里定价比普快车高75%（见图表17），我们认为铁路系统是通过调整旅客列车的供给结构弥补成本的上升。

4.3 业绩对国铁提价的弹性较高，约为 2.34

目前，广深铁路的客货运以及路网使用费均为特殊定价，结合对业内人士的调研分析，我们认为短期内的提价可能性很小。

国铁客运提价将主要影响到广坪段的收入。根据2.4的分析可知，羊城公司毛利率为19%，同样剔除货运收入影响后，计算出弹性约为2.34。根据测算，如果武广高铁分流导致公司长途车收入下降10%，路网收入下降5%，国铁客运仅需提价8.5%，就能弥补武广高铁分流带来的业绩下滑。

不过2.34的弹性系数有一个前提条件，即路网清算收入与国铁价格同步提价。从本质上讲，国铁提价针对是铁路乘客，而路网清算收入是铁道部对机车牵引、电网和路网使用、票务等服务的外部清算，是铁道部向外部清算的成本。因此，两者提价幅度是否会完全相同仍是疑问。

4.4 广坪铁路——提价幅度超过 15%将是一件异常困难的事情

根据07年收购并表前后数据，大致可以推算，羊城公司毛利率为19%。如果提价超过15%，将使广坪铁路的盈利能力与广深相当，甚至超过。一条国铁系统的铁路，其盈利能力达到或超过拥有特殊定价的广深铁路，将变成一件异常困难的事情。

就客运资产而言，广深铁路在全国的盈利能力至少位居前三，广坪铁路至少位居前六。事实上，收购前羊城公司毛利率高于19%，因为收购过程中固定资产有评估增值。

就铁道部而言，其改革运价的目的是提高整个铁路系统的盈利，理顺运价机制，并非充实全国最优客运资产的利润表。因此，我们认为如果提价，目前传闻中的分区域、分干线事实的可能性较大，而广坪铁路提价的空间有限。

五、盈利预测——成本刚性及供给增加导致盈利的不确定性

5.1 盈利预测总表——2010年后业绩低于市场预期

我们09年预计业绩与市场差别不大，但2011年业绩预测为0.16元，大幅低于市场水平。通过仔细比较，我们发现主要原因为：

- 我们对于2010-11年的收入比市场悲观

我们认为，在武广高铁和广深客专通车后，对于公司长途客运和路网收入均有一定程度的影响，导致整体收入于2010年、2011年分别下滑2.5%和1.5%

- 公司毛利率较低同时成本刚性较高

公司08年毛利率为24%，在铁路公司中处于较低水平；同时铁路运输成本的刚性较高，这两个因素直接导致了我们的预测结果。

图表 25 盈利预测表

(百万)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,689	12,110	11,813	11,633
同比	11.2%	3.6%	-2.5%	-1.5%
营业成本	8,884	9,113	9,134	9,106
同比	13%	3%	0%	0%
毛利率	24%	25%	23%	22%
销售费用	1	1	1	1
管理费用	856	815	795	783
财务费用	182	118	98	0
利润总额	1,487	1,778	1,507	1,469
所得税	268	356	332	367
所得税率	18%	20%	22%	25%
净利润	1,220	1,423	1,176	1,102
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
每股收益(元)	0.17	0.20	0.17	0.16

数据来源：平安证券

5.2 收入预测——亚运会“意外需求”的尝试

- 基于供给因素的预测

考虑到武广高铁的分流影响，我们对客运、货运及路网收入的预测如下：

客运

关键假设：

1) 受武广高铁分流影响，2010长途客运收入减少10%；受广深客专影响，2011年广深城际收入减少15%。

2) 不考虑国铁提价。

图表 26 客运收入预测明细

客运收入 (百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
广深城际列车	1,494	1,973	2,094	2,241	1,905
同比	11.4%	32.0%	6.1%	7.0%	-15.0%
广九直通车	431	380	408	408	408
同比	-5.2%	-11.7%	7.2%	0.0%	0.0%
长途车	3,909	4,406	4,634	4,170	4,170
同比	380.8%	12.7%	5.2%	-10.0%	0.0%
合计	5,834	6,759	7,135	6,819	6,483
同比	123.6%	15.9%	5.6%	-4.4%	-4.9%

数据来源：平安证券

货运

关键假设

2010年后经济恢复增长，同时武广高铁使得京广铁路产能释放，货运收入增长10%左右。

图表 27 货运收入预测明细

货运收入 (百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
发送	156	186	173	189	208
同比		19.0%	-7.0%	9.0%	10.0%
接运	1,071	1,045	961	1,077	1,184
同比		-2.5%	-8.0%	12.0%	10.0%
合计	1,228	1,325	1,228	1,359	1,486
同比		7.9%	-7.3%	10.7%	9.3%

数据来源：平安证券

路网清算

关键假设

2010年武广高铁分流导致路网收入减少5%。

图表 28 路网收入预测明细

路网收入 (百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
机车牵引服务	1,155	1,114	1,137	1,080	1,080
线路使用	920	953	973	924	924
电力接触网使用	211	282	287	273	273
车辆挂运服务	217	224	229	217	217
其他服务	157	165	168	160	160
合计	2,660	2,738	2,793	2,654	2,654
同比		3.0%	2.0%	-5.0%	0.0%

数据来源：平安证券

● 考虑亚运会“意外需求”的预测

分析师往往尽其所能追踪供给数据，但对于需求的预测，通常难以把握。对于广深铁路而言，还存在一种意外需求的可能，即2010年，由于广州亚运会，使得广深城际铁路增长超预期。

从产能角度分析，目前从周一至周五的正常工作日，广深动车组约有日均13对的备用班列并不开行。另外，公司计划引进一列动车。综合考虑，我们预计2010年广深城际列车的产能将有约30%的增长空间。

不过非常遗憾，当我们将广深城际2010年的增长假设从7%上调至30%，仍然考虑10%武广高铁对长途车和5%路网收入的分流影响，2010年的业绩为0.21元，略高于09年水平，并不能给投资者带来惊喜。

六、估值与评级

目前，公司估值处于高PE低PB状态。接近于1的PB，是受投资者关注的最重要原因。从公路和铁路股的估值看，A股市场上似乎形成了一种规律。对于一个仍然盈利的资产，当PB接近于1时，就具有很强的支撑。

图表 29 相对估值表

	EPS				PE				PB
	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	
广深铁路	0.20	0.17	0.20	0.17	24.46	28.68	24.59	29.75	1.57
大秦铁路	0.47	0.51	0.49	0.61	21.43	20.14	19.00	17.98	3.33
铁龙物流	0.36	0.29	0.29	0.33	22.06	27.38	27.38	24.06	3.25

数据来源：平安证券

但值得说明的是，高PE低PB通常对应较低的ROE，即资产的盈利能力不佳。只有资产未来盈利能力不断提高，才能化解目前的高PE。

虽然只是A股市场结构的原因，近1倍的PB对广深公司而言，具有绝对防御是短期内的事实。无论国铁提价最终的方案如何，从历史看，股价的反应幅度总是大于最后的执行幅度。因此，如果09年7月，铁路运价改革能进行听证，对于已经买入的投资者，持有等待不失为合适的策略，以此，我们给予“推荐”评级。

附：财务报表

利润表

利润表					
截至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
金额（百万）					
营业收入	10,509	11,689	12,110	11,813	11,633
营业利润	2,642	2,805	2,997	2,679	2,526
管理及营业费用	709	857	817	796	784
财务费用	37	182	118	98	0
利润总额	1,652	1,487	1,778	1,507	1,469
所得税	222	268	356	332	367
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1
净利润	1,430	1,220	1,423	1,176	1,102

资产负债表

资产负债表					
截至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
金额（百万）					
流动资产	3,718	4,135	4,284	4,438	4,598
固定资产	22,475	24,999	25,899	26,832	27,799
其他长期资产	4,997	5,558	5,758	5,966	6,181
资产总计	27,472	30,557	31,658	32,798	33,979
流动负债	2,710	5,205	6,679	8,989	11,434
长期负债	2,964	3,200	2,700	1,400	0
少数股东权益	56	62	64	67	69
股东权益合计	21,799	22,152	22,279	22,409	22,545
负债及股东权益合计	27,472	30,557	31,658	32,798	33,979

现金流量表

现金流量表					
截至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
金额（百万）					
经营活动产生的现金流量净额	2,683	2,363	2,601	2,366	2,280
投资活动产生的现金流量净额	-6,154	-1,231	-615	-308	-523
筹资活动产生的现金流量净额	-40	350	-500	-600	-720
现金及现金等价物净增加额	-3,512	1,482	1,485	1,458	1,036

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257