

广深铁路 (601333.SH)

大湾区铁路龙头，静待客流复苏

增持

核心观点

公司是大湾区铁路运输龙头。公司主要经营铁路客货运输业务及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，并为国内其他铁路公司提供铁路运营服务。公司独立经营深圳—广州—坪石铁路，营业里程481.2公里，纵向贯通广东省全境。因疫情对公司客运板块冲击较大，2020-2021年公司营收受到显著影响，业绩录得亏损。2021年公司营业收入202.1亿，同比增长23.6%，实现归母净利润-9.73亿，亏损同比扩大74.4%，扣非归母净利润-10.6亿，亏损同比减少25.6%，2022年上半年预亏6-8亿。

客运业务占主导地位，期待客流复苏及土地资源变现。公司以客运为核心立足点，货运、其他运输业务协同增长，2021年公司营业收入中客运、货运、其他运输业务占比分别为30.5%、10.1%、53.5%。广深铁路历史运营路产稳定，粤港澳腹地客源充足，且根据粤港澳大湾区铁路十四五规划，在建线路及近期规划线路对广深城际列车的影响或相对较小，因此我们认为在疫情消退后，广深城际列车客流有望显著回升。此外，2018年年公司与广州土地开发中心等机构签署《国有土地使用权收储补偿协议》，公司交储3.71万平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，最终于2020年获得补偿净收益11.9亿，土地增值收益大。2006年公司上市之时，公司土地使用权合计125宗，总面积1181万 m^2 ，其中货场、堆站、仓库土地面积分别为179.3万 m^2 、27.5万 m^2 、6.5万 m^2 ，期待公司盘活土地资产，提振公司业绩。

盈利预测与投资建议：公司当前业绩因疫情影响处于阶段性底部，且公司核心路产周边近期无可显著分流的线路投入运营，疫情消退后客流有望显著复苏，拉动公司业绩显著修复。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为202.7亿、246.0亿、272.8亿，同比分别增长0.3%、21.4%、10.9%，实现归母净利润分别为-12.5亿、3.3亿、8.8亿。按照2024年EPS的18倍PE估值，我们认为公司合理股价应该在2.22元左右，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：估值的风险，盈利预测的风险，经营风险，周边路产分流风险，政策风险，安全事故风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,349	20,206	20,265	24,598	27,278
(+/-%)	-22.8%	23.6%	0.3%	21.4%	10.9%
净利润(百万元)	-558	-973	-1250	328	876
(+/-%)	-174.5%	74.4%	—	-126.2%	167.2%
每股收益(元)	-0.08	-0.14	-0.18	0.05	0.12
EBIT Margin	-11.2%	-6.8%	-8.1%	1.9%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	-2.0%	-3.6%	-4.8%	1.2%	3.2%
市盈率 (PE)	-26.2	-15.0	-11.7	44.5	16.7
EV/EBITDA	-188.6	52.8	154.2	11.1	8.5
市净率 (PB)	0.52	0.54	0.56	0.55	0.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 铁路公路

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

S0980521030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	2.20 - 2.30元
收盘价	2.03元
总市值/流通市值	14381/14381百万元
52周最高价/最低价	2.67/1.95元
近3个月日均成交额	86.62百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
行业简析：铁路纵横成网，运量稳中有升	6
铁路运量迅速增长，客运受疫情影响明显	6
中长期规划目标远大，铁路运量仍将持续提高	7
铁路定价行政力量主导，逐步向市场化迈进	8
公司业务分析：客运为主，期待客流复苏	8
客运收入为核心，货运及其他运输业务协同增长	8
人工及租赁服务费成本占比较高，利润水平有所波动	13
未来展望：期待客流复苏，关注土地交储及普铁潜在提价可能性	14
盈利预测及估值分析	16
核心假设及盈利预测	16
估值分析	20
投资建议：	20
风险提示：	20
附表：财务预测与估值	22
免责声明	23

图表目录

图 1: 广深铁路股权结构	5
图 2: 广深铁路营业收入及同比增速	6
图 3: 广深铁路归母净利润	6
图 4: 全国铁路里程	6
图 5: 全国高铁里程	6
图 6: 全国铁路客运量及同比增速	7
图 7: 全国铁路货运量及同比增速	7
图 8: 我国中长期铁路网络规划	7
图 9: 广深铁路线路示意图	9
图 10: 广深铁路客运业务旅客量	10
图 11: 广深铁路客运业务旅客量构成	10
图 12: 广深铁路客运业务收入及同比增速	11
图 13: 广深铁路客运业务收入构成	11
图 14: 广深铁路货运业务量及同比增速	11
图 15: 广深铁路货运业务收入及同比增速	11
图 16: 广深铁路其他运输服务收入及同比收入	12
图 17: 广深铁路其他运输服务收入构成	12
图 18: 广深铁路其他业务收入及同比收入	13
图 19: 广深铁路营业收入构成	13
图 20: 广深铁路营业成本及同比增速	13
图 21: 广深铁路营业成本构成	13
图 22: 广深铁路毛利润及同比增速	14
图 23: 广深铁路毛利润率	14
图 24: 广深铁路毛利润及同比增速	14
图 25: 广深铁路毛利润率	14
图 26: 粤港澳大湾区铁路十四五规划	15
图 27: 广深铁路收入预测图	18
图 28: 广深铁路利润预测图	18

表1: 广深铁路客运线路情况	10
表2: 普铁基本票价率长期未进行调整	16
表3: 广深铁路业务量预测	17
表4: 广深铁路营业收入预测	17
表5: 广深铁路营业成本预测	18
表6: 广深铁路盈利预测表	19
表7: 可比公司京沪高铁的万得一致盈利预测	20

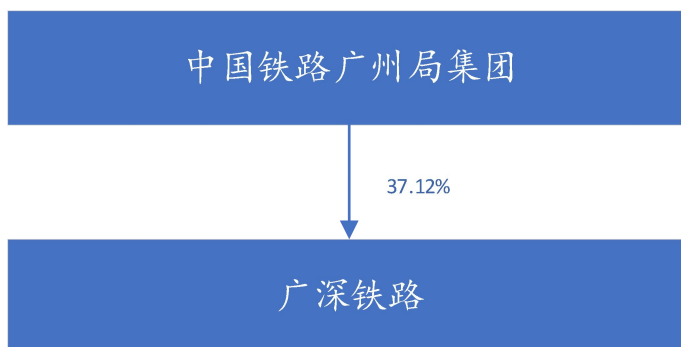
公司概况

公司沿革及经营概况

1994 年广深铁路总公司被确定为境外发行股票和上市预选试点企业，1995 年广铁集团将其全资子公司广深铁路总公司客货运业务及其与运输相关的经营服务折价入股组建广深铁路股份有限公司。1996 年广深铁路股份有限公司正式成立，同年 5 月在香港联交所和纽约证交所上市。2006 年 12 月广深铁路在 A 股上市。

股权结构方面，公司大股东为中铁广州局集团，持股比例达到 37.1%，公司实际控制人为中国铁路总公司。

图1：广深铁路股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要经营铁路客货运输业务及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，并为国内其他铁路公司提供铁路运营服务。公司亦经营铁路设施技术综合服务、商业贸易及兴办各种实业等与公司宗旨相符的其他业务。

公司独立经营的深圳—广州—坪石铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境。其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段；广深段是通往香港的两条铁路通道之一，连接京广、京九、三茂、平南、平盐、厦深铁路、穗莞深城际、赣深铁路和香港铁路东铁线，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

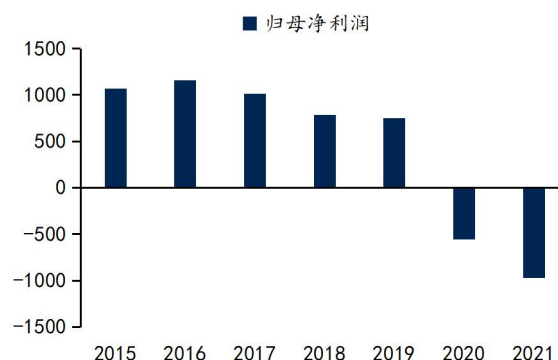
因疫情对公司客运板块冲击较大，2020-2021 年公司营收受到显著影响，业绩录得亏损。2021 年公司营业收入 202.1 亿，同比增长 23.6%，实现归母净利润-9.73 亿，亏损同比扩大 74.4%，扣非归母净利润-10.6 亿，亏损同比减少 25.6%。

图2：广深铁路营业收入及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：广深铁路归母净利润



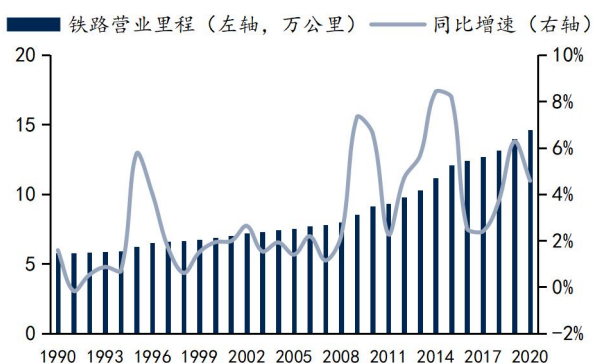
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

行业简析：铁路纵横成网，运量稳中有升

铁路运量迅速增长，客运受疫情影响明显

随着经济增长及基建持续发力，当前我国铁路已经纵横成网，2020年铁路里程数量达到14.63万公里，同比增长4.6%，其中高铁里程达到3.8万公里。2019年全国铁路客运量达到36.6亿人次，同比增长8.6%，2020年因疫情影响下降同比增长39.8%至22.0亿人次；2020年全国铁路货运发送量45.5亿吨，同比增长3.7%。

图4：全国铁路里程



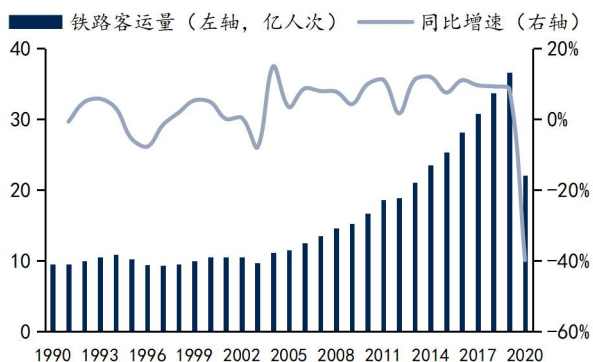
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：全国高铁里程



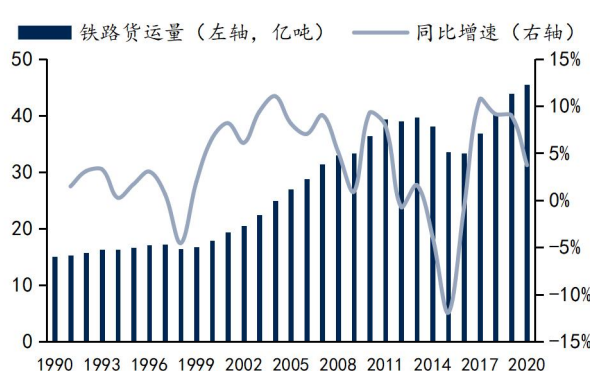
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6: 全国铁路客运量及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: 全国铁路货运量及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

中长期规划目标远大，铁路运量仍将持续提高

2020年8月中国国家铁路集团发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，纲要提出到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；20万人口以上城市实现铁路覆盖，其中50万人口以上城市高铁通达；全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，形成辐射功能强大的现代铁路产业体系，建成具有全球竞争力的世界一流铁路企业。伴随着全国铁路路网继续加密，线路运行效率整体进一步提升，预计铁路运量仍将持续保持稳定增长。

图8: 我国中长期铁路网络规划



资料来源: 发改委网站, 国信证券经济研究所整理

铁路定价行政力量主导，逐步向市场化迈进

我国铁路运价仍主要为行政力量主导，国家铁路的旅客、货物运杂费的收费项目和收费标准由国务院铁路主管部门规定，国家铁路的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。”

当前我国铁路运价体系正逐步向市场化迈进。货运方面：2015年《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》、2017年《发改委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》陆续出台，建立起铁路运价上下浮机制，推进部分货种运价市场化，国铁统一运价定价机制下单价可在基准价格上浮15%，下浮不限。

客运：高铁方面，2015年《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》提出自2016年1月1日起高铁动车票由铁总自行定价。2017年4月发改委印发《关于完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，对东南沿海地区时速200-250公里动车组列车的票价进行优化调整。2018年铁总扩大部分动车组列车下浮折扣，在部分试点线路上浮部分线路一等座票价，部分线路公布最高票价，票价可在最高票价上下浮，最大折扣为6.5折。2020年底起，京沪高铁试水基准价上下浮动票价；普铁方面，目前普铁基价自1995年上调后，已经27年未再次进行提价。

我国铁路市场化改革仍处于初期阶段，未来有望稳步推进提高市场化程度。

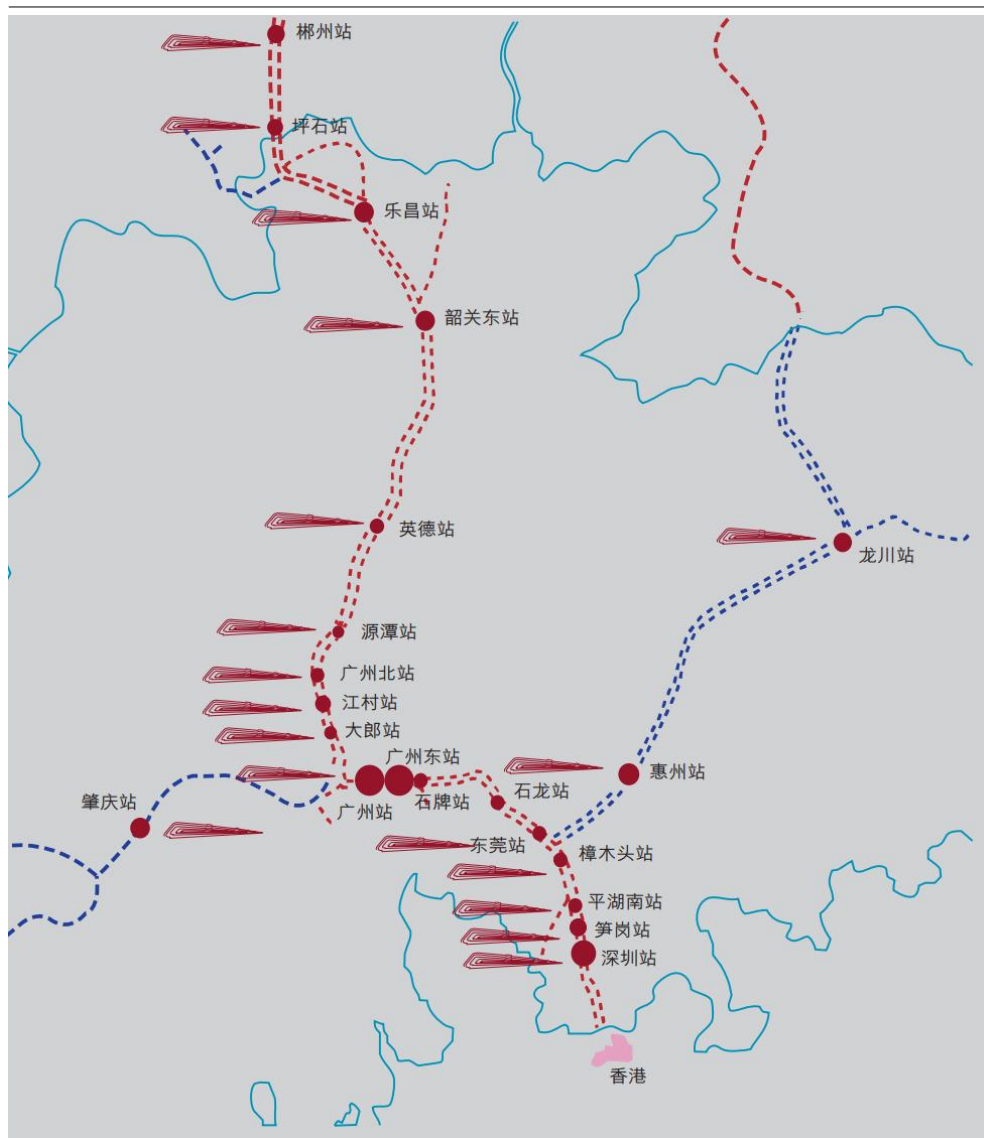
公司业务分析：客运为主，期待客流复苏

客运收入为核心，货运及其他运输业务协同增长

公司经营业务可分为客运业务、货运业务和路网清算及其他运输服务业务三大板块，其中客运板块为公司最核心的业务。

客运板块：公司独立运营深圳-广州-坪石铁路，该铁路营业历程481.2公里，纵向贯通广东省全境。其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段；广深段是通往香港的两条铁路通道之一，连接京广、京九、三茂、平南、平盐、厦深铁路、穗莞深城际、赣深铁路和香港铁路东铁线，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

图9：广深铁路线路示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客运业务是公司最主要的运输业务，包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港直通车运输业务。

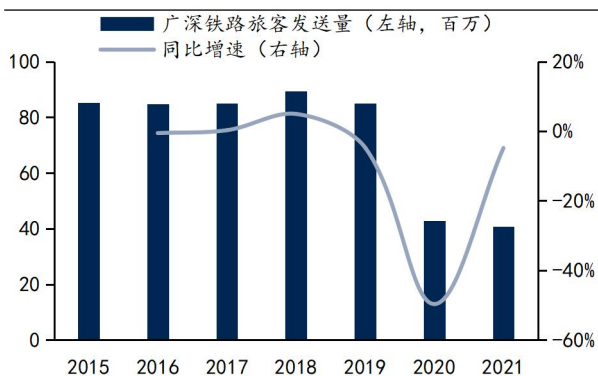
广深城际列车为提供广州-深圳间高速和普通旅客运输服务，城际列车实施公交化运营，在客流高峰期平均每 10 分钟就有 1 对“和谐号”动车组在广深间开行。过港直通车业务为公司与香港铁路有限公司合作经营的过港直通车，是穗港两地的重要交通工具之一。长途车为公司组织开行的多列以广州、深圳为始发终到站的长途旅客列车，通达全国大部分省、自治区和直辖市。

表1：广深铁路客运线路情况

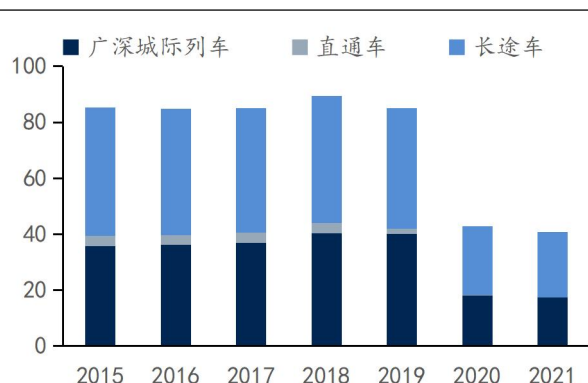
	运行区间	日班次（对）	数据截止日期
广深城际列车	广州-深圳城际列车	92	2019 年报
	广州东-潮汕跨线动车	12	2019 年报
	深圳-怀集跨线动车	1	2019 年报
直通车	广州南（佛山西）-阳江 城际列车	9	2021 年报
	广州东-九龙红磡	9	2019 年报
长途车	沪广九直通车	1	2019 年报
	时速 200KM 以下普通列车	114	2019 年报
	广州东-佛山西-肇庆 城际列车	10.5	2019 年报
	广州（东）-桂林北、南宁东、贵阳北、厦门跨线动车组	7	2019 年报
	广州东、深圳始发开往赣深铁路方向的跨线动车组列车	-	2021 年报

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 年广深铁路客运业务发送旅客量 4077.8 万人次，同比下降 4.8%，其中广深城际列车发送旅客量 1739.5 万人次，同比下降 3.8%，直通车停运，长途车发送旅客量 2338.4 万人次，同比下降 5.2%。

图10：广深铁路客运业务旅客量


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11：广深铁路客运业务旅客量构成


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

广深铁路是国家铁路的特定运营线，旅客列车票价分为三大类别：

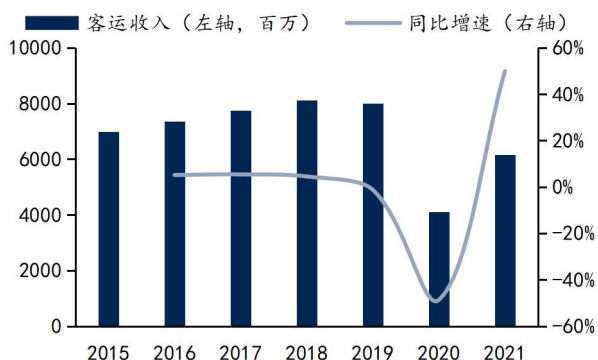
国铁通算票价：绝大部分长途旅客列车实行的是与国铁统一票价，没有实行广深特殊票价政策；

国地铁分段计费票价：①经京九线运行距离不超过 2000 公里的直通旅客列车实行京九线国地铁分段计费票价；②跨广深本线广铁集团管内旅客列车执行广深特殊运价政策，即进行分段计费，在国铁票价基础上上浮 50%再上浮 30%；③经京广线运行的长途旅客列车，按国铁票价分段计算，未实行票价上浮；

广深本线票价：①广九直通车执行协议价格；②广深高速列车按广深特殊运价政策由广深公司自主定价；③广深普速列车按广深特殊运价政策，第二个上浮率只上浮到 30%，未达到 50%的上限。

2019 年公司客运收入 80.1 亿，2020-2021 年因疫情影响客流，公司客运收入有所下降，2021 年为 61.7 亿，同比提高 49.9%。

图 12: 广深铁路客运业务收入及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 13: 广深铁路客运业务收入构成



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

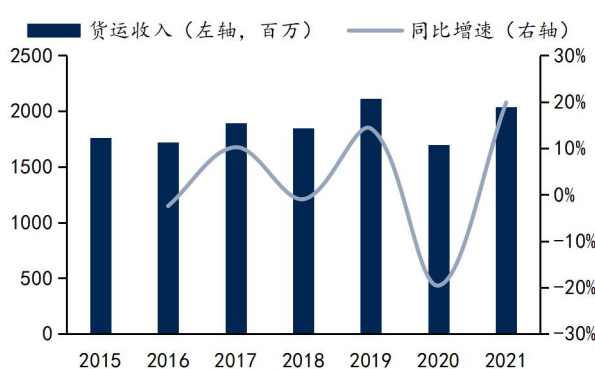
货运板块：货运板块是公司业务中另一大重要组成部分，公司货运业务主要运营广深线及广坪段货运列车业务及货运配套业务。2021 年公司货运业务发送量 1884 万吨，同比提高 15.7%。广深铁路货运价格以统一运价为中准，上下浮动 50%，2021 年公司货运收入 20.35 亿，同比增长 19.8%。

图 14: 广深铁路货运业务量及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 15: 广深铁路货运业务收入及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：2018 年国铁货运清算体系发生变化，公司公告货运量下降

其他运输服务板块：公司其他运输服务板块业务主要包括公司提供的路网清算及其他运输服务主要包括客货运路网清算、提供铁路运营、机客汽车租赁、乘务服务以及行包运输等服务项目，其中铁路运营服务是公司自 2009 年 12 月武广铁路开通运营以来开拓的一项客货运延伸业务。

目前，公司已经为武广铁路、广珠城际、广深港铁路、广珠铁路、厦深铁路、广东铁路、南广铁路、贵广铁路、珠三角城际、茂湛铁路、深茂铁路、梅汕铁路和赣深铁路等提供该项服务，铁路运营服务已成为公司一个新的业务增长点。未来，随着“粤港澳大湾区”一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路运营服务的区域范围将更加广泛。

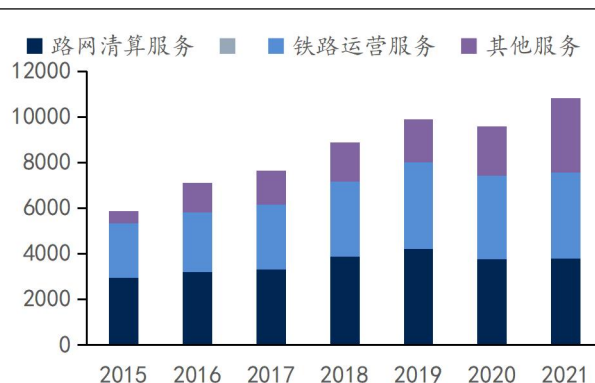
其他运输服务业务是公司收入的核心组成部分之一，2021 年公司路网清算及其他运输服务收入为 108.1 亿，同比增长 13.0%。

图 16: 广深铁路其他运输服务收入及同比收入



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17: 广深铁路其他运输服务收入构成

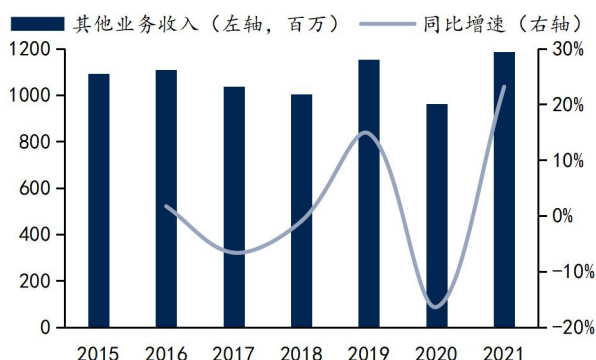


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

其他非主营业务方面，公司其他业务主要包括列车维修、列车餐饮、租赁、存料及供应品销售、商品销售及其他与铁路运输有关的业务。2021 年，其他业务收入为人民币 11.9 亿元，同比增长 23.14%。

综合来看，公司营业收入疫情前稳中有升，疫情来袭显著影响客运收入，2021 年公司营收有所下滑。

图18: 广深铁路其他业务收入及同比收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图19: 广深铁路营业收入构成



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

人工及租赁服务费成本占比较高，利润水平有所波动

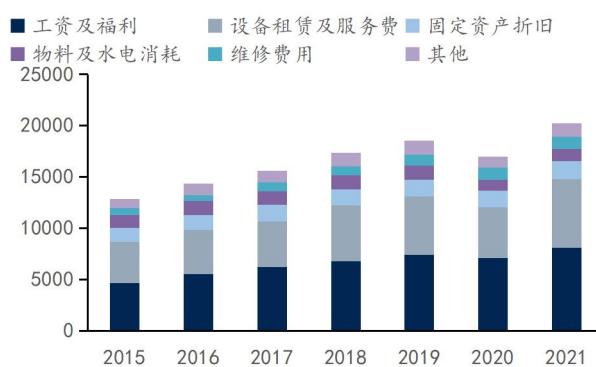
成本端：公司营业成本最大的组成部分为工资福利费及设备租赁及服务费，2021年分别为80.55亿和67.49亿，分别占营业成本的39.9%和33.4%，其余成本如折旧、水电、维修等成本占比分别为8.7%、5.9%、5.9%。

图20: 广深铁路营业成本及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 广深铁路营业成本构成



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

由于广深城际直通车客流量小幅增长，长途车业务量整体小幅下滑，但人工成本连年上行，公司历年毛利润整体呈现下滑态势，疫情显著冲击客运业务，2020-2021年公司毛利为负。

图22: 广深铁路毛利润及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图23: 广深铁路毛利润率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

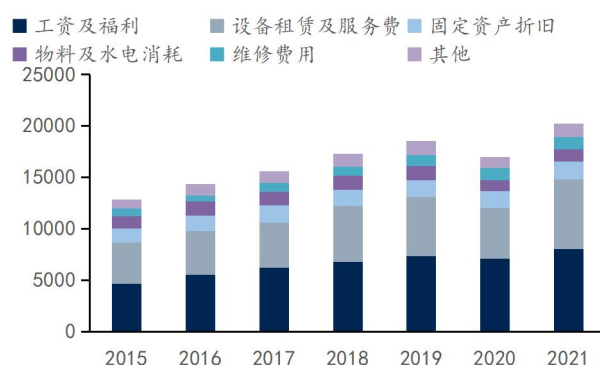
费用端, 公司费用水平整体较低, 其中近年无销售费用及研发费用, 管理费用率在 1.5%左右, 财务费用率长期为负, 2019 年经租进表带来租赁负债利息, 公司财务费用方才转正, 2021 年财务费用率为 0.2%。

图24: 广深铁路毛利润及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 广深铁路毛利润率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

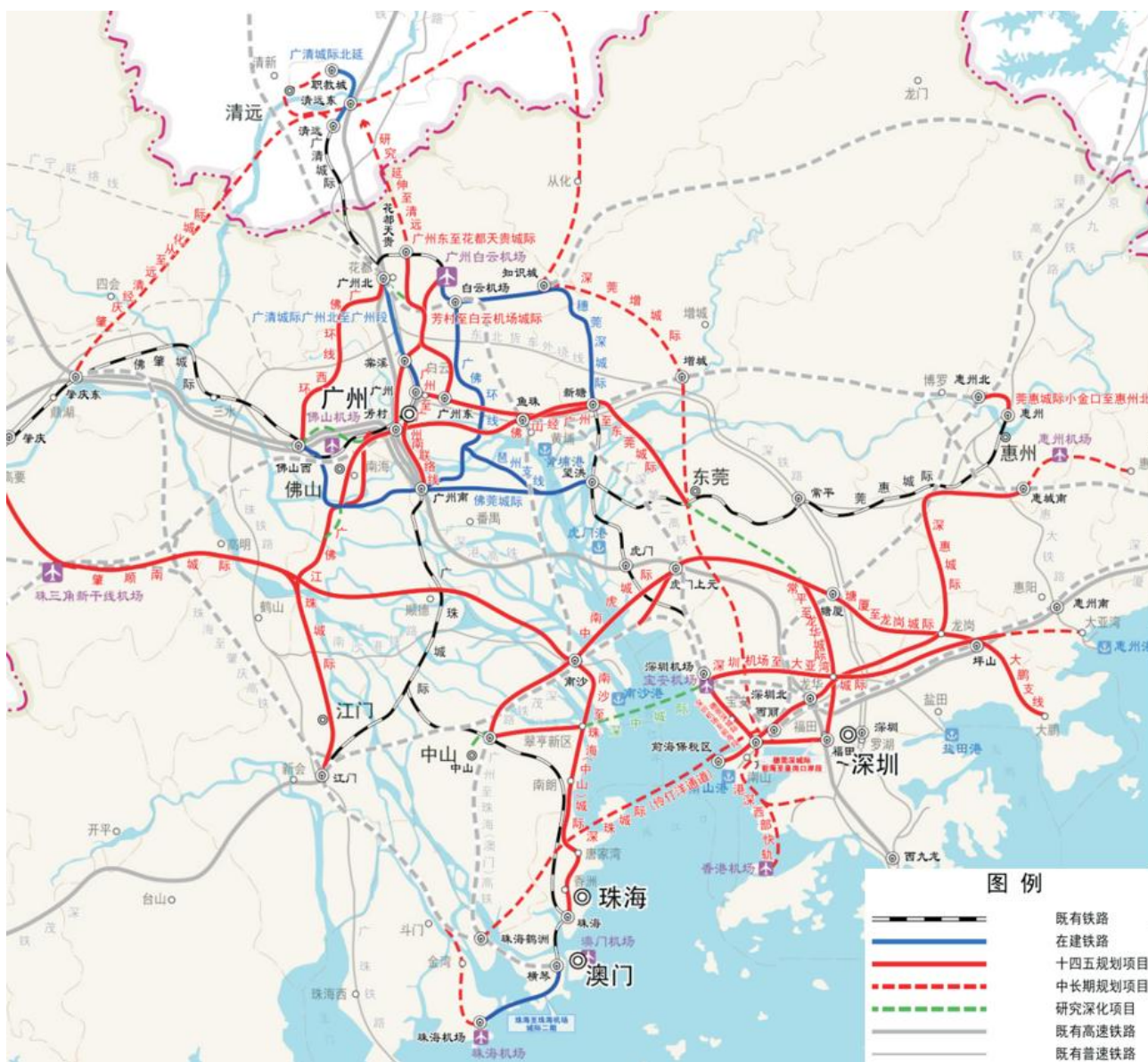
公司拥有铁路沿线路产及相关货场路产, 2020 年土地交储带来显著资产处置收益, 其余报表科目基本稳定, 2020-2021 年因客运板块受到较大冲击录得亏损, 归母净利润分别为-5.58 亿、-9.73 亿, 2022 年上半年因疫情影响亏损预计延续, 预亏 6-8 亿元。

未来展望: 期待客流复苏, 关注土地交储及普铁潜在提价可能性

铁路运营方面: 广深铁路历史运营路产稳定, 粤港澳腹地客源充足, 2011 年底广深高铁广深段开通后, 2012 年公司广深城际列车业务客流量有所下滑, 但后续迅速恢复并实现进一步增长。根据粤港澳大湾区铁路十四五规划, 在建线路及近期

规划线路对广深城际列车的影响或相对较小，因此我们认为在疫情消退后，广深城际列车客流有望显著回升。

图26: 粤港澳大湾区铁路十四五规划



资料来源：政府网站，国信证券经济研究所整理

长途列车方面，历史上公司长途列车客流量整体有所下滑，且长途列车中普铁占比较高，而普铁基价自1995年后已经有27年时间未进行提价，在一定程度上拖累了公司业绩表现。2017年发改委印发《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》，明确普铁列车运输定价成本核定原则，2022年3月延长《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》有效期至2027年，在持续的通胀压力下，预计普铁提价有望逐步提上日程。

表2：普铁基本票价率长期未进行调整

年份	基准票价率（元/人公里）
1952	0.01355
1955	0.01755
1985	0.02400（100公里内列车提价）
1989	0.03861
1995	0.05861

资料来源：铁路总公司，国信证券经济研究所整理

其他运输业务上，铁路运营服务已成为公司一个新的业务增长点，十四五规划粤港澳大湾区一众铁路项目将陆续建成投入运营，公司有望进一步扩张铁路运营服务业务版图，创造新的盈利点。

土地价值变现方面：2018年年公司与广州土地开发中心等机构签署《国有土地使用权收储补偿协议》，公司交储3.71万平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，最终于2020年获得补偿净收益11.9亿。公司交储土地无形资产账面原值仅404万元，土地增值收益大。

2014年国务院发布《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》，提出土地综合开发基本原则，2017年公司公告明确未来将深化权资产经营开发，拓展土地综合开发等新兴业务。

2006年公司上市之时，公司土地使用权合计125宗，总面积1181万 m^2 ，其中货场、堆站、仓库土地面积分别为179.3万 m^2 、27.5万 m^2 、6.5万 m^2 ，期待公司盘活土地资产，提振公司业绩。

盈利预测及估值分析

核心假设及盈利预测

客运业务方面，公司当前受疫情影响严重，2022年上半年广深地区疫情持续散发，上半年公司客流量1326万人次，同比下降37.7%，6月当月客流恢复至2680万假设下半年疫情整体平稳，公司全年客流仍可能出现一定下降，预计2023年疫情显著消退，客流显著复苏，2024年客流基本恢复正常。

货运业务方面，疫情对铁路货运的冲击并不十分显著，预计铁路货运量仍可能保持相对平稳的增速。

其他业务方面，其他业务收入受疫情影响相对较小，假设其他业务保持平稳增长，则预计广深铁路业务量及营收预测如下表所示。

表3：广深铁路业务量预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
旅客发送量（千人）	85131	42853	40778	38000	70500	85900
广深城际列车	40031	18082	17395	16000	33000	40000
直通车	1858	105	0	0	500	1900
长途车	43241	24667	23384	22000	37000	44000
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
旅客发送量	-4.7%	-49.7%	-4.8%	-6.8%	85.5%	21.8%
广深城际列车	-0.7%	-54.8%	-3.8%	-8.0%	106.3%	21.2%
直通车	-48.3%	-94.3%	-100.0%			280.0%
长途车	-4.9%	-43.0%	-5.2%	-5.9%	68.2%	18.9%
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货运发送量（万吨）	1624	1627	1884	1978	2057	2098
YOY	3.4%	0.2%	15.7%	5.0%	4.0%	2.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测整理

表4：广深铁路营业收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	21178	16349	20206	20265	24598	27278
主营业务收入	20026	15385	19019	19074	23153	25676
客运业务收入	8010	4115	6169	5532	8815	10606
货运业务收入	2113	1699	2035	2166	2468	2686
路网清算及其他	9903	9572	10815	11377	11870	12384
其他业务	1153	964	1187	1190	1445	1602
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6.8%	-22.8%	23.6%	0.3%	21.4%	10.9%
主营业务收入	6.4%	-23.2%	23.6%	0.3%	21.4%	10.9%
客运业务收入	-1.2%	-48.6%	49.9%	-10.3%	59.3%	20.3%
货运业务收入	14.2%	-19.6%	19.8%	6.4%	14.0%	8.8%
路网清算及其他	11.7%	-3.3%	13.0%	5.2%	4.3%	4.3%
其他业务	14.7%	-16.4%	23.1%	0.3%	21.4%	10.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测整理

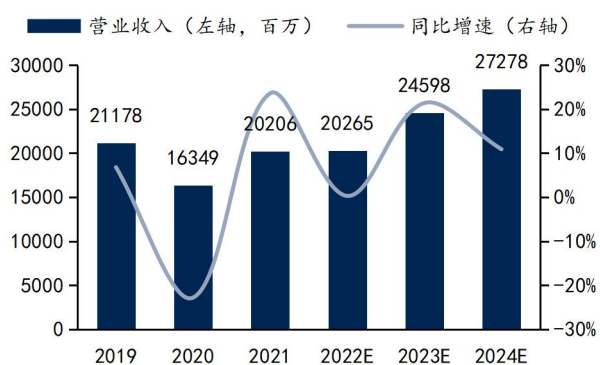
成本端，预计公司人工成本仍有所增长，其他成本小幅增长，预计公司营业成本预测如下表所示：

表5：广深铁路营业成本预测

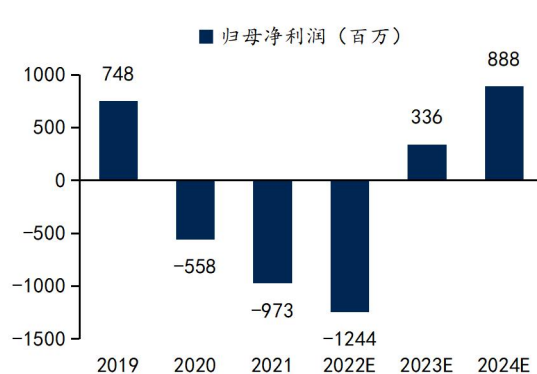
营业成本	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务成本	18543	16963	20198	20529	22400	24136
工资及福利	7370	7073	8055	8293	9055	9979
设备租赁及服务费	5716	4971	6749	6800	7200	7500
固定资产折旧	1611	1630	1754	1810	1872	1946
物料及水电消耗	1413	1059	1182	1180	1250	1350
维修费用	1073	1148	1189	1200	1300	1400
旅客服务费	829	521	541	504	935	1139
货物装卸费		463	595	625	650	663
使用权资产折旧	13	13	16	17	18	19
其他	517	84	117	100	120	140
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务成本	7.1%	-8.5%	19.1%	1.6%	9.1%	7.8%
工资及福利	8.5%	-4.0%	13.9%	3.0%	9.2%	10.2%
设备租赁及服务费	5.3%	-13.0%	35.8%	0.8%	5.9%	4.2%
固定资产折旧	2.0%	1.2%	7.6%	3.2%	3.5%	3.9%
物料及水电消耗	5.5%	-25.0%	11.5%	-0.1%	5.9%	8.0%
维修费用	17.0%	6.9%	3.7%	0.9%	8.3%	7.7%
旅客服务费	3.9%	-37.2%	3.8%	-6.8%	85.5%	21.8%
货物装卸费			28.6%	5.0%	4.0%	2.0%
使用权资产折旧		0.0%	21.4%	6.2%	5.8%	5.5%
其他	12.9%	-83.7%	38.3%	-14.2%	20.0%	16.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测整理

假设公司费用端基本稳定，不考虑额外土地收储等一次性项目，则预计公司2022-2024年营业收入分别为202.7亿、246.0亿、272.8亿，同比分别增长0.3%、21.4%、10.9%，实现归母净利润分别为-12.5亿、3.3亿、8.8亿。

图27：广深铁路收入预测图


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图28：广深铁路利润预测图


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表6: 广深铁路盈利预测表

百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21178	16349	20206	20265	24598	27278
YOY	6.8%	-22.8%	23.6%	0.3%	21.4%	10.9%
营业成本	19654	17878	21261	21595	23694	25571
YOY	7.3%	-9.0%	18.9%	1.6%	9.7%	7.9%
毛利润	1524	-1529	-1055	-1330	904	1707
YOY	1.2%	-200.3%	-31.0%	26.1%	扭亏	88.8%
毛利润率	7.2%	-9.3%	-5.2%	-6.6%	3.7%	6.3%
	-0.4%	-16.5%	4.1%	-1.3%	10.2%	2.6%
税金及附加	68	38	56	51	61	68
	0.32%	0.23%	0.28%	0.25%	0.25%	0.25%
销售费用	0	0	0	0	0	0
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	344	271	258	263	369	436
	1.62%	1.66%	1.28%	1.30%	1.50%	1.60%
研发费用	0	0	0	0	0	0
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	28	26	40	35	37	23
	0.13%	0.16%	0.20%	0.17%	0.15%	0.08%
其他收益	23	63	19	0	0	0
投资净收益	0	30	28	26	24	22
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	31	12	22	33	44	54
信用减值损失	0	0	-41	0	0	0
资产处置收益	0	1189	0	0	0	0
营业利润	1076	-593	-1344	-1687	417	1147
YOY	-11.7%	-155.1%	126.6%	25.5%	扭亏	175.2%
营业外收入	41	18	104	50	50	50
营业外支出	108	115	10	30	30	30
利润总额	1009	-691	-1250	-1667	437	1167
YOY	-5.6%	-168.5%	80.9%	33.4%	扭亏	167.2%
所得税	261	-133	-276	-417	109	292
税率	25.9%	19.2%	22.1%	25%	25%	25%
净利润	748	-558	-974	-1250	328	876
YOY	-4.0%	-174.6%	74.5%	28.4%	扭亏	167.2%
少数股东权益	0	0	-1	0	0	0
比例	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润	748	-558	-973	-1250	328	876
YOY	-4.5%	-174.5%	74.4%	28.5%	扭亏	167.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测整理

估值分析

广深铁路以客运业务为核心主营业务，在板块中与京沪高铁类似，当前二者均因疫情处于显著亏损状态，而根据万得一致预期盈利预测，京沪高铁 2023-2024 年有望恢复盈利，当前（2022 年 8 月 19 日）股价对应 2024 年盈利预测下 EPS 的 PE 估值为 17.6X。

由于公司股价长期破净，且阶段性亏损可能延续，因此 PB 估值和近期盈利预测下 PE 估值均不适用，因此我们使用 2024 年盈利预测下 EPS 的 PE 估值对公司进行估值，而参考京沪高铁的估值水平及客流恢复的预期，我们认为公司合理股价应对应 2024 年盈利预测下 EPS 的 PE 估值为 18X 左右，即 2.22 元左右。

表 7：可比公司京沪高铁的万得一致盈利预测

关键指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	32942.17	25238.43	29304.78	25282.83	36612.17	43996.50
增长率(%)	5.72	-27.59	16.11	-13.72	44.81	20.17
归母净利润(百万)	11937.25	3228.87	4815.71	3280.57	8440.14	12770.86
增长率(%)	16.48	-70.83	49.15	-31.88	扭亏	51.31
EPS(摊薄)	0.28	0.07	0.10	0.07	0.17	0.26
基准股本(百万股)	42820.85	49106.48	49106.48	49106.48	49106.48	49106.48
ROE(摊薄)(%)	7.52	1.76	2.58	1.58	4.54	6.14
ROA(%)	6.62	1.03	1.41	0.90	2.60	3.97
PE	--	86.08	49.25	68.41	26.59	17.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司当前业绩受疫情影响处于阶段性底部，且公司核心路产周边近期无可显著分流的线路投入运营，疫情消退后客流有望显著复苏，公司业绩有望显著恢复，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 202.7 亿、246.0 亿、272.8 亿，同比分别增长 0.3%、21.4%、10.9%，实现归母净利润分别为-12.5 亿、3.3 亿、8.8 亿。按照 2024 年 EPS 的 18 倍 PE 估值，我们认为公司合理股价应该在 2.22 元左右，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

估值的风险

本报告采用相对估值法对广深铁路进行估值，通过对比板块龙头公司万得一致预期下 2024 年预期业绩的 PE 估值，确定广深铁路的合理估值水平，但该估值方法具有一定局限性，如市场风格发生改变或万得一致预期下的盈利预测无法兑现，则我们对广深铁路的合理估值水平的判断可能不准确。

盈利预测的风险

我们在盈利预测部分中假设 2023 年公司客运业务量显著恢复，2024 年基本恢复至疫情前水平，而如果疫情扰动持续超预期，公司收入表现可能显著不及预期，亏损可能延续。

经营风险

公司主营业务收费标准由公司自主制定，长途车中普铁业务基价由国家制定，如相关运价长期不提高，伴随着公司人工成本逐年上行，即便客运业务客流量恢复至疫情前，公司盈利仍可能出现下滑。此外，如公司盘活土地长期没有进展，其土地价值可能长期无法变现。

周边路产分流风险

根据粤港澳铁路十四五规划，十四五期间并无与公司直接竞争的路产投入使用，但长期看，广深第二高铁等线路规划投产后，可能对公司存量路产造成一定分流。

政策风险

铁路运行相关政策监管繁多，如政策方向发生改变，可能对公司业务产生一定不利影响。

安全事故风险

铁路运输行业对安全运行的要求较高，如发生安全事故，可能对公司线路开行造成显著不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1545	1559	1500	1522	2729	营业收入	16349	20206	20265	24598	27278
应收款项	3722	4396	4386	5594	6203	营业成本	17878	21261	21595	23694	25571
存货净额	296	272	299	330	357	营业税金及附加	38	56	51	61	68
其他流动资产	696	508	608	738	818	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	6259	6736	6793	8183	10107	管理费用	271	258	335	440	508
固定资产	25795	25597	25051	24594	24274	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	1831	1781	1710	1639	1567	财务费用	26	40	35	37	23
投资性房地产	2699	3064	3064	3064	3064	投资收益	30	28	26	24	22
长期股权投资	197	225	245	265	285	资产减值及公允价值变动	12	22	33	44	54
资产总计	36780	37403	36864	37746	39298	其他收入	1229	14	5	(16)	(38)
短期借款及交易性金融负债	62	63	462	62	62	营业利润	(593)	(1344)	(1687)	417	1147
应付款项	4989	5889	5978	6595	7141	营业外净收支	(98)	95	20	20	20
其他流动负债	2094	2088	2211	2448	2654	利润总额	(691)	(1250)	(1667)	437	1167
流动负债合计	7145	8040	8651	9105	9857	所得税费用	(133)	(276)	(417)	109	292
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
其他长期负债	1480	2159	2259	2359	2459	归属于母公司净利润	(558)	(973)	(1250)	328	876
长期负债合计	1480	2159	2259	2359	2459	现金流量表（百万元）					
负债合计	8624	10199	10909	11464	12316	净利润	(558)	(973)	(1250)	328	876
少数股东权益	(37)	(38)	(38)	(38)	(38)	资产减值准备	(20)	(52)	41	0	0
股东权益	28193	27242	25992	26320	27020	折旧摊销	1714	1838	1810	1872	1946
负债和股东权益总计	36780	37403	36864	37746	39298	公允价值变动损失	(12)	(22)	(33)	(44)	(54)
关键财务与估值指标						财务费用	26	40	35	37	23
每股收益	(0.08)	(0.14)	(0.18)	0.05	0.12	营运资本变动	772	693	236	(415)	135
每股红利	0.06	0.00	0.00	0.00	0.02	其它	19	52	(41)	0	0
每股净资产	3.98	3.85	3.67	3.72	3.81	经营活动现金流	1917	1535	762	1742	2902
ROIC	-5.13%	-3.84%	-5%	1%	3%	资本开支	0	(1558)	(1200)	(1300)	(1500)
ROE	-1.98%	-3.57%	-5%	1%	3%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	-9%	-5%	-7%	4%	6%	投资活动现金流	(22)	(1587)	(1220)	(1320)	(1520)
EBIT Margin	-11%	-7%	-8%	2%	4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	2%	1%	10%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-23%	24%	0%	21%	11%	支付股利、利息	(425)	0	0	0	(175)
净利润增长率	-175%	74%	--	-126%	167%	其它融资现金流	(1062)	66	398	(400)	0
资产负债率	23%	27%	29%	30%	31%	融资活动现金流	(1912)	66	398	(400)	(175)
股息率	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	现金净变动	(17)	14	(59)	22	1207
P/E	(26.2)	(15.0)	(11.7)	44.5	16.7	货币资金的期初余额	1562	1545	1559	1500	1522
P/B	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	货币资金的期末余额	1545	1559	1500	1522	2729
EV/EBITDA	(188.6)	52.8	154.2	11.1	8.5	企业自由现金流	0	(94)	(388)	513	1483
						权益自由现金流	0	(27)	39	142	1522

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032