

广深铁路 (601333.SH)

广铁核心枢纽的价值重构

买入 (首次评级)

当前价格: 3.47 元
目标价格: 4.22 元

投资要点:

收入稳步增长, 盈利水平提升可期

客运和路网清算业务为公司主营业务, 合计收入占比超8成。19年前公司营收稳步增长, 20-22年受疫情和直通车停运影响显著下滑。23年公司实现营收261.9亿元, 同比+31.3%, 远超疫情前水平; 其中客运收入107.3亿元, 同比+60.5%。

12年起广深港高铁开通, 分流使得公司毛利率下降; 疫情叠加19年香港“修例”事件影响, 20-22年毛利率为负。23-24Q1毛利率分别回升至6.3%、12.2%; 归母净利润同比分别+153.0%、35.0%。未来随着直通车和跨线列车的不断开通, 公司盈利水平有望持续提升。

增开跨线动车+担当香港直通车, 盈利拐点在即

近几年, 公司积极增开新的跨线列车和长途车, 跨线列车可以吸收途经站点客流, 并有助于提升平均票价。2024年6月15日调图后, 公司担当城际列车80对, 其中广州(东)至深圳城际列车70对、广州东至潮汕跨线动车组9对、深圳至怀集跨线动车组1对。

2023年直通车恢复运营后, 对公司盈利贡献显著, 最新调图后, 班次和价格均有所上调。公司担当的长短途高铁分别增加至15/29对, 香港与内地网络加密或成发展方向, 提升直通车盈利增长空间。

广州及广州东站改造在即, 全面接入高铁

近年来, 两站改造文件频发, 广州东站预计先进行改扩建。2023年12月26日, 广州白云站已正式投入运营, 将承接广州站和广州东站的全部普速客车, 是广州站和广州东站未来更新改造的前置条件。从普客线路资产运营向高铁业务转型, 可以通过拥有高铁资产或将现有线路与高铁线路互联互通两种方式实现。目前公司暂未拥有高铁资产, 随着铁路建设和两站改造, 公司线路与其他高铁线路将实现更为紧密的互联, 全面接入高铁网络, 从而持续增厚公司业绩。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为11.8%、4.4%、3.2%, 归母净利润增速分别为38.0%、8.6%、4.0%, 对应EPS分别为0.21元、0.22元、0.23元。参考可比公司大秦铁路、京沪高铁, 2024年平均PB为1.1。我们认为广深铁路处于转型关键时刻, 公司积极增开跨线列车、香港直通车升级为高铁、广州站及广州东站高铁化改造在即, 即将全面进入高铁网络, 增厚利润空间可观。同时参考公司历史PB(除疫情期间影响), 我们给予24年1.1PB, 对应目标价4.22元, 首次覆盖给予“买入”评级。

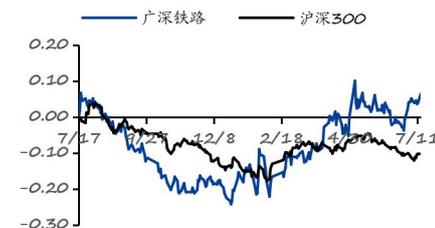
风险提示

担当车次不及预期; 新建线路分流; 高铁站改造不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	7,083.54/5,652.24
流通A股市值(百万元)	19,613.26
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	28.18
一年内最高/最低价(元)	3.60/2.45

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈照林(S0210522050006)
CZL3792@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,943	26,195	29,293	30,586	31,577
增长率	-1%	31%	12%	4%	3%
净利润(百万元)	-1,995	1,058	1,461	1,586	1,649
增长率	-105%	153%	38%	9%	4%
EPS(元/股)	-0.28	0.15	0.21	0.22	0.23
市盈率(P/E)	-12.3	23.2	16.8	15.5	14.9
市净率(P/B)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键假设

(1) 广深城际: 1) 旅客发送量: 24M1-2 受高基数影响, 参考 24M3-5 旅客发送量增速及 2024 年 6 月 15 日调图情况, 预计 24 全年同比+14.5%, 25-26 年逐步恢复小幅稳定增长水平, 分别为+3%、+0%。2) 每旅客收入: 随着票价更高的跨线列车增开, 预计 24-26 年同比分别+2%、+2%、+2%。

(2) 直通车: 1) 旅客发送量: 根据最新调图情况, 担当班次在增加, 预计 24 年同比+41.4%。直通车为公司发展重点, 预计 25-26 年维持较高增速, 同比分别+10%、+8%。2) 每旅客收入: 假设 2024.6.15 前遵循调图前班次, 2024.6.15 后遵循调图后班次, 客座率为 70%, 预计 2024 全年直通车贡献收入 23.0 亿元, 倒算单价同比+4%, 预计 25-26 年单价均有 3%的增速。

(3) 长途车: 1) 旅客发送量: 参考 24M3-5 旅客发送量增速, 预计 24 全年同比+18.7%, 25-26 年逐步恢复小幅稳定增长水平, 分别为+3%、+0%。2) 每旅客收入: 随着票价更高的跨线列车增开, 预计 24-26 年同比分别+2%、+2%、+2%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点认为, 高铁化时代下公司受分流影响严重, 缺乏成长性。我们认为, 公司从普客线路资产运营向高铁业务转型, 可以通过拥有高铁资产或者将现有线路与高铁线路互联互通两种方式实现。公司积极增开跨线列车、担当运营香港直通车、推进车站改造, 公司线路与其他高铁线路将实现更为紧密的互联, 全面接入高铁网络, 从而持续增厚公司业绩, 实现估值提升。

股价上涨的催化因素

香港直通车车次增加、增开跨线动车组将直接提升公司担当车次, 从而提升公司业绩水平。若广东站、广州站改造进度超预期, 公司将提前进入高铁网络, 受益客流和单价增长。

估值和目标价格

参考可比公司大秦铁路、京沪高铁, 2024 年平均 PB 为 1.1。我们认为广深铁路处于转型关键时刻, 公司积极增开跨线列车、香港直通车升级为高铁、广州站及广州东站高铁化改造在即, 即将全面进入高铁网络, 增厚利润空间可观。同时参考公司历史 PB (除疫情期间影响), 我们给予 24 年 1.1 PB, 对应目标价 4.22 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

- 1) 担当车次不及预期: 公司收入与担当车次直接相关, 而调图存在一定不确定性, 若担当车次减少或增长不及预期, 将直接影响营收。
- 2) 新建线路分流: 类似广深港高铁分流影响, 新建高铁、公路或其他交通方式, 将影响公司担当车次的客座率, 从而影响公司收入。
- 3) 车站改造不及预期: 广州东站、广州站改造进度尚不明确, 产生影响的时间和程度存在不确定性。



正文目录

1 广东省唯一铁路上市平台	5
1.1 唯一一家沪港两地上市铁路公司	5
1.2 股权结构	6
2 盈利水平随运营变化，24 年修复亮眼	7
2.1 主营业务运营模式：客运+路网清算业务为主	7
2.2 主营业务定价模式：有较大自主权	7
2.3 收入稳步增长，盈利水平提升可期	8
2.3.1 收入端	8
2.3.2 成本端	11
2.3.3 利润端	12
3 增开跨线动车+担当香港直通车，盈利拐点在即	13
3.1 积极增开跨线动车组列车和长途车，量价齐升	13
3.2 直通车升级为高铁，增厚利润空间可观	14
4 广州及广州东站改造在即，全面接入高铁	17
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	21
6 风险提示	22

图表目录

图表 1: 广深铁路历史沿革	5
图表 2: 公司主要站点分布图	6
图表 3: 截至 2024 年 3 月公司股权结构图	6
图表 4: 2023 年收入占比	7
图表 5: 收入占比变化	7
图表 6: 铁路货运费率表（截至 2024 年 6 月）	8
图表 7: 营业收入（亿元）、YOY	8
图表 8: 月度旅客发送量 YOY	8
图表 9: 公司各主营业务营收情况	9
图表 10: 客运收入结构	9
图表 11: 客运收入变化	9
图表 12: 城际及长途车单价变化情况	10
图表 13: 公司月度旅客发送量情况	10
图表 14: 路网清算及其他运输服务收入变化	10
图表 15: 路网清算及其他运输服务收入结构	10
图表 16: 广深铁路货运收入变化	11
图表 17: 广深铁路货运收入结构	11
图表 18: 广深铁路货运单价	11
图表 19: 公司月度货运量情况	11
图表 20: 成本占比变化	12
图表 21: 2023 年成本结构占比	12
图表 22: 毛利率情况	12
图表 23: 归母净利润（亿元）、YOY	12
图表 24: 高铁客运量占铁路总运输量比变化	13
图表 25: 开设新线路情况	13
图表 26: 广深城际列车担当情况	14
图表 27: 广深城际票价情况	14
图表 28: 香港西九龙站始发班次情况（班）	15
图表 29: 广深直通车担当情况（班）	16
图表 30: 直通车收入贡献测算表	16



图表 31: 广州铁路客运枢纽“五主四辅”布局	18
图表 32: 广深铁路普转高相关文件	18
图表 33: 广东省铁路“十四五”规划示意图	19
图表 34: 公司业绩拆分预测表	20
图表 35: 客运业务拆分预测表	21
图表 36: 可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 15 日）	21
图表 38: 财务预测摘要	23



1 广东省唯一铁路上市平台

1.1 唯一一家沪港两地上市铁路公司

广深铁路于1996年正式成立，并分别于1996年和2006年在港交所和沪交所上市，截至2023年是中国唯一一家在上海、香港两地上市的铁路公司。

2007年，公司运用筹集资金收购母公司所拥有的广州至坪石段铁路运营资产及业务，营运里程延长至481.2公里，进入全国骨干网络。2009年，京九直通车改由本公司担当运营，同年开通铁路运营服务；2023年，受疫情影响停运的过港直通车恢复开行。

图表 1: 广深铁路历史沿革

时间	事件
1984年	广深铁路从原广州铁路局广州铁路分局划出，成立广深铁路公司，直接隶属于广州铁路局
1987年	广深铁路双线建成通车
1991年	经国务院批准，广深准高速铁路立项
1992年	更名为广深铁路总公司
1993年	广州铁路局改为广州铁路（集团）公司，广深公司为集团公司的全资子公司
1994年	开始股份制改造
	准高速线路改造和增建第三线工程正式投入运营
1996年	作为中国铁路第一家股份制企业正式挂牌成立，5月分别在纽交所、港交所挂牌上市，筹集资金净值42.12亿元
1998年	广深线准高速电气化工程竣工，8月28日正式投入运营
2000年	第三线电气化竣工通车，成为全国第一条的三线并行、全线封闭、全程电气化铁路
2006年	上交所挂牌上市，公开发行27.5亿股，每股发行价为3.76元，共筹集资金103亿元
2007年	运用筹集资金收购母公司所拥有的广州至坪石段铁路运营资产及业务。收购完成后公司营运里程由152公里延长至481.2公里，纵向贯通广东省全境，由区域铁路进入全国骨干网络
	广深I、II完成提速改造后时速可达200公里，成为全国第一条城际公交化客运专线；广深IV线建成通车后，广深线成为全国第一条四线并行且客货分线运行的铁路
2009年	京九直通车改由本公司担当运营
	开通铁路运营服务作为客货运输延伸服务
2011年	新增广珠城际线路、广深港客运专线广深段的委托运营管理服务
2016年	收购广梅汕铁路和三茂铁路所属部分运营资产和人员，并由公司为其提供运输服务，以及新增为珠三角城际提供运输服务
2018年	广深港高铁深港段并网运营
2020年	公司ADS已从纽交所退市并转入场外交易市场（OTC市场）交易
2021年	赣深铁路开通运营并与广深城际铁路实现互联互通
2023年	过港直通车恢复开行

数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司主要经营铁路客货运输、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。截至2023年公司资产情况：

1) 铁路线路资产：独立经营深圳—广州—坪石段铁路，营业里程481.2公里。其中广坪段为中国铁路南北大动脉—京广线南段；广深段连接京广、京九、三茂、平南、平盐、厦深铁路、穗莞深城际、赣深铁路、广汕铁路和香港铁路东铁线。

2) 火车站资产：坪石站、罗家渡站、张滩站、乐昌站、安口站、梅村站、黄岗站、韶关东站、马坝站、乌石站、大坑口站、沙口站、冬瓜铺站、河头站、英德站、连江口站、飞来峡站、灕江口站、源潭站、银盏坳站、军田站、广州北站、郭塘站、江高镇站、江村站、大朗站、棠溪站、广州站、广州东站、石牌站、吉山站、黄埔站、下元站、新塘站、仙村站、东莞站、常平站、茶山站、土塘站、樟木头站、塘头厦站、平湖站、平湖南站、深圳东站、笋岗站、深圳站。

图表 2: 公司主要站点分布图

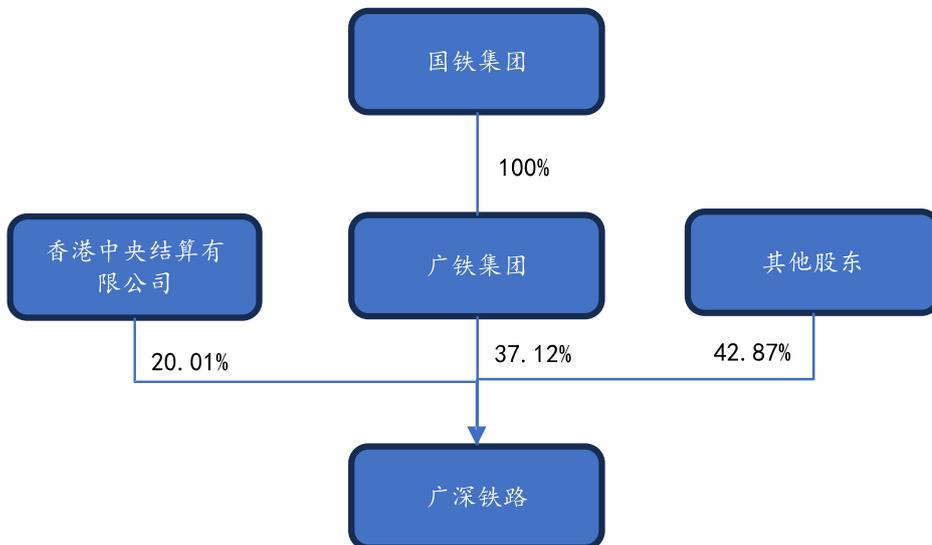


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

1.2 股权结构

公司实际控制人为中国国家铁路集团有限公司 (简称“国铁集团”)。截至 2024 年 3 月, 广铁集团为公司第一大股东, 持股比例为 37.12%。

图表 3: 截至 2024 年 3 月公司股权结构图



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



2 盈利水平随运营变化，24 年修复亮眼

2.1 主营业务运营模式：客运+路网清算业务为主

公司主营业务包括客运、货运、路网清算及其他运输服务、其他业务：

1) 客运业务：担当模式，客户为旅客，主要业务收入为客运票价款，包括广深城际列车、广九直通车及长途列车运输业务。①广深城际列车：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。②直通车：与香港铁路有限公司合作经营，包括广九直通车、京九直通车、肇九直通车。③长途车：以广州、深圳为始发终到站，通达全国大部分省、自治区和直辖市。

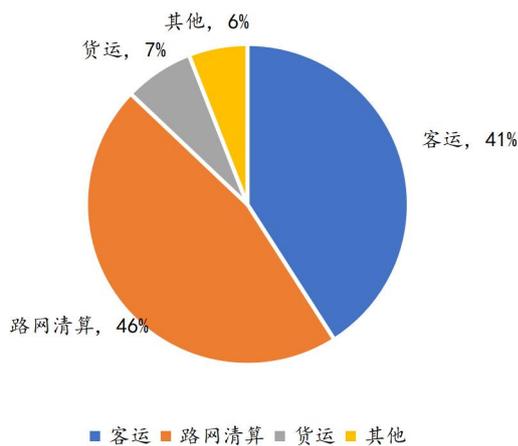
2) 货运业务：包括深圳-广州-坪石间铁路货运以及过港直通货运业务。主要市场为中国内陆中长途运输，具有竞争优势：拥有完善的货运设施，能有效地进行整车、零担、集装箱、笨重货物、危险货物、鲜活货物和超限货物的运输。经营的铁路线路与广州、深圳地区的主要港口紧密相连，同时通过铁路专用线与珠三角地区的若干大型工业区、物流园区和厂矿企业相连。

3) 路网清算业务及其他运输相关业务：①路网清算业务：非担当模式，客户为其他铁路运输企业，提供机车牵引服务、线路使用服务、电力接触网使用服务、车辆挂运服务及其他服务等。②铁路运营服务：截至 2023 年，公司受委托为武广铁路、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、广石铁路、赣深铁路、南沙港铁路、博贺港铁路和广汕铁路等提供铁路运营服务。

4) 其他业务：主要包括存料及供应品销售、列车维修、列车餐饮、劳务服务及其他与铁路运输业务有关的业务。

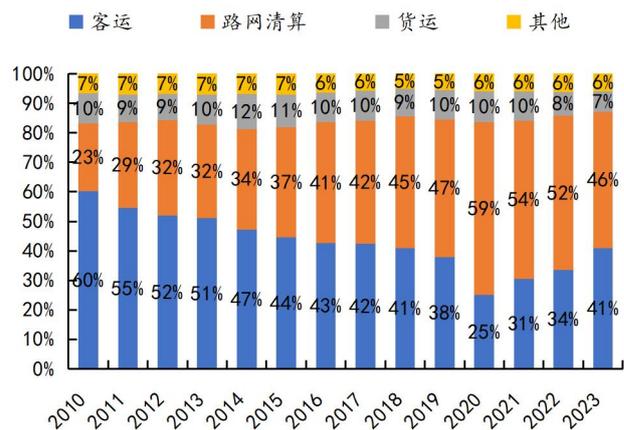
从整体收入结构的变化看，客运收入占比有所下降，由 2010 年的 60% 下降至 2023 年的 41%；路网清算及其他运输业务收入占比有所上升，由 2010 年的 23% 上升至 2023 年的 46%，货运收入占比呈下降趋势，由 2010 年的 10% 下降到 2023 年的 7%。客运和路网清算及其他收入一直为公司的主要业务，历年合计收入贡献占比均超 80%，2023 年占比为 87%。

图表 4：2023 年收入占比



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 5：收入占比变化



数据来源：ifind，华福证券研究所

2.2 主营业务定价模式：有较大自主权

(1) 客运：公司取得了广深铁路和广坪铁路的部分自主定价权，普通客运价格以统一运价为中准价，在已上下浮动 50% 的基础上再上下浮动 50%，在规定的浮动范围内自主定价；高速铁路客票可自行定价，使得公司在政策框架内可灵活运用价格杠杆增加收入。



(2) **货运**：广深铁路货运价格以国铁统一运价为基准，上下浮动 50%。2018 年 1 月 1 日开始，全国铁路货运由以往的分段计费模式改为承运制模式，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。

图表 6：铁路货运费率表（截至 2024 年 6 月）

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		标准	单位	标准	单位
整车	1			0.525	元/轴公里
	2	9.5	元/吨	0.086	元/吨公里
	3	12.8		0.091	
	4	16.3		0.098	
	5	18.6		0.103	
	6	26.0		0.138	
	机械冷藏车	20.0		0.140	
零担	21	0.22	元/10 千克	0.00111	元/10 千克公里
	22	0.28		0.00155	
集装箱	20 英尺箱	440.0	元/箱	3.185	元/箱公里
	40 英尺箱	532.0		3.357	

数据来源：中国铁路 96306，华福证券研究所

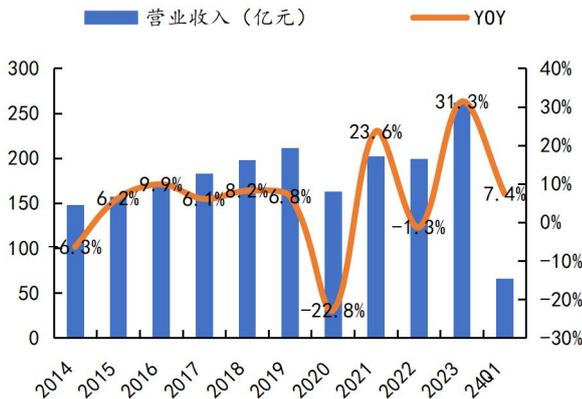
2.3 收入稳步增长，盈利水平提升可期

2.3.1 收入端

2019 年前，公司历年营收稳步增长。2014 年有所下滑主要系铁路运输行业实施“营改增”“试点政策；2019 年受“修例风波”影响，直通车收入大幅减少（同比-48%），致使客运业务收入略有下滑（同比-1.2%），但整体营收仍维持稳步增长（同比+6.8%）；其余年份增长较为稳定（同比增长 6%-10%）。

疫后增长亮眼。2020-2022 年受疫情影响，2020 年 1 月直通车全部暂停运营，营收显著下滑。2023 年随着外部经营环境改善，实现营收 261.9 亿元，同比+31.3%，远超疫情前水平；其中客运收入 107.3 亿元，同比+60.5%。营收显著回升主要系管内各车站的旅客发送量同比明显回升、深港口岸陆续恢复正常通关以及过港直通车恢复开行，23 年旅客发送量 5931 万人，同比+123.7%；直通车实现收入 15.6 亿元，占客运收入 15%，约为疫情前营收的 3 倍。24Q1 旅客发送量 1804 万人，同比+49.4%；营收持续稳步增长，实现营收 66.0 亿元，同比+7.4%。

图表 7：营业收入（亿元）、YOY



数据来源：ifind，华福证券研究所

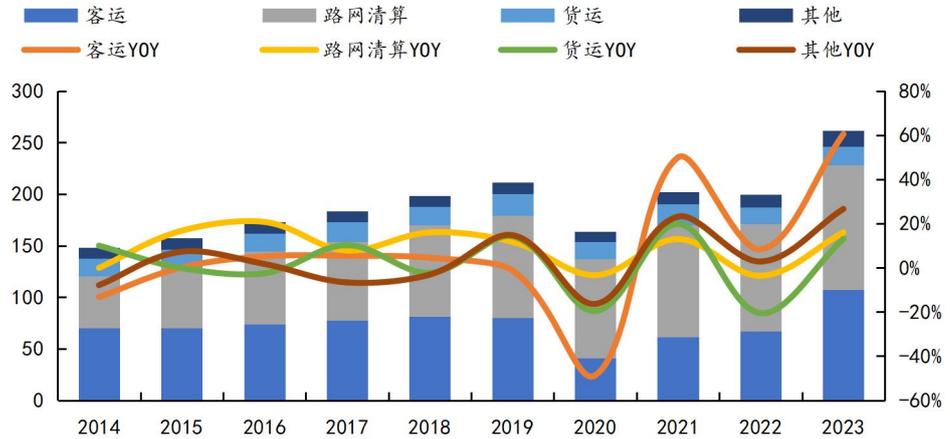
图表 8：月度旅客发送量 YOY



数据来源：ifind，华福证券研究所

看分业务营收情况: 1) 2020年: 受疫情影响, 旅客出行意愿明显下降。客运收入受到影响最大, 同比-48.63%, 货运收入同比-19.6%, 路网清算及其他运输业务收入同比-3.34%。2) 2021年: 公司增开城际列车和跨线长途车, 外部环境改善。客运、货运、路网清算及其他运输收入同比分别+49.94%、+19.8%、+13.0%。3) 2022年: 受到外部经济环境冲击, 客运收入增速放缓至8.3%, 货运收入同比-20.8%, 路网清算及其他运输收入同比-3.6%。3) 2023年: 外部环境改善, 过港直通车开通, 客运、货运、路网清算及其他运输收入同比分别+60.5%、+13.1%、+16.0%。

图表 9: 公司各主营业务营收情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

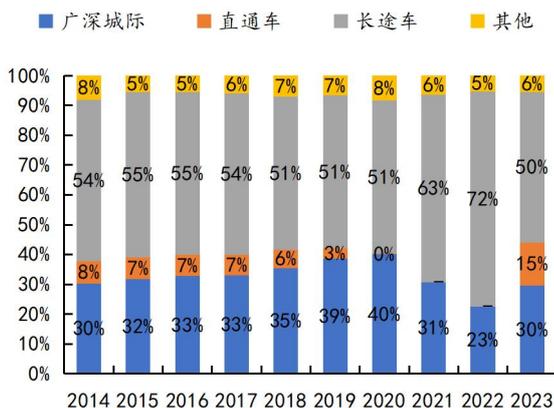
(1) 客运业务

长途车和广深城际列车贡献八成以上收入。 1) **广深城际:** 近年来, 除疫情期间外, 广深城际列车收入一直维持稳定小幅增长态势, 收入占比维持30%+; 城际客单价呈现上涨趋势, 由2014年的59元/人不断上涨至2023年的134元/人。2) **长途车:** 2021年前收入较为稳定, 收入占比维持50%+。2021年12月赣深高铁开通运营及公司增开多对城际列车以及跨线长途动车组列车, 带动收入快速提升, 21-23年收入同比分别+84%、+24%、+12%。同时, 由于跨线动车组收费高于普列, 21年开始长途车客单价明显上升, 21年前维持85元左右, 21-23年客单价分别为166元、282元和154元。

直通车增量空间可期。 2021-2022年公司直通车暂停运营, 2023恢复运营后业绩贡献显著。23年实现营收15.6亿元, 占总收入比由停运前的6%左右提升至15%, 未来业绩弹性乐观。

2024年1-5月, 公司实现旅客发送量2937.7万人, 同比+34.4%, 其中直通车发送旅客48.9万人, 同比+79.3%, 24全年业绩提升可期。

图表 10: 客运收入结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

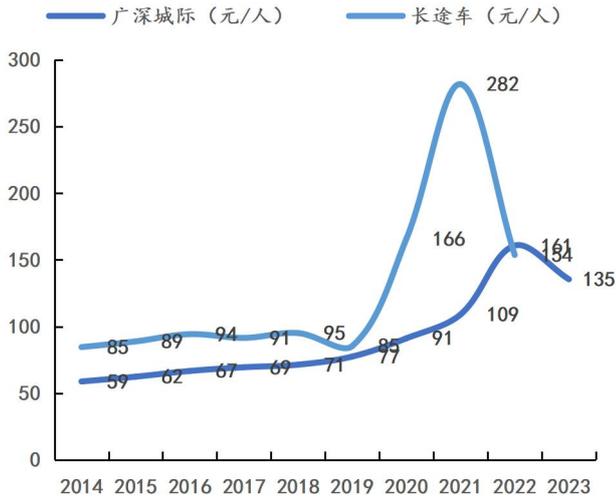
图表 11: 客运收入变化



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

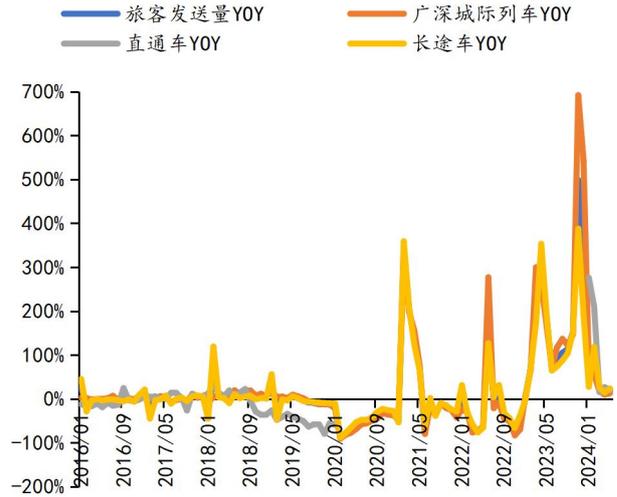


图表 12: 城际及长途车单价变化情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 公司月度旅客发送量情况



数据来源: ifind, 华福证券研究所

(2) 路网清算及其他服务

公司提供的路网清算服务包括客货运路网清算服务、委托运输服务和其他运输服务, 2023 年收入分别占比 35%、35%和 30%。

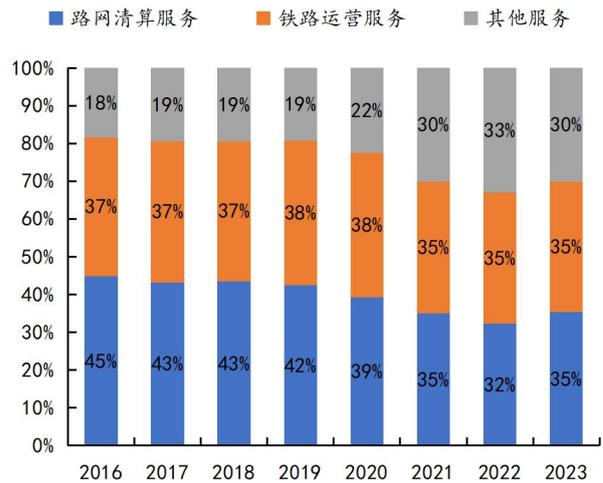
2018 年前, 公司路网清算收入维持稳定小幅增长。2018 年 1 月 1 日, 根据中铁总有关规定, 铁路货物运输实行承运清算, 即由承运企业取得全程货物运费进款, 同时由承运企业向提供运输服务的其他铁路企业支付服务费, 货运清算体制的改变带来货运路网清算收入的增加, 公司 2018 年路网清算服务收入同比+17%。20-22 年路网清算收入受疫情影响有所下滑, 同比分别-11%、+1%、-11%。2023 年随着铁路客运市场需求持续回升, 由其他铁路公司组织开行至公司管内各车站的旅客列车对数同比增加, 公司为其他铁路公司提供的铁路运营服务、乘务服务等工作量同比增加, 路网清算收入同比+27%。

图表 14: 路网清算及其他运输服务收入变化



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 路网清算及其他运输服务收入结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

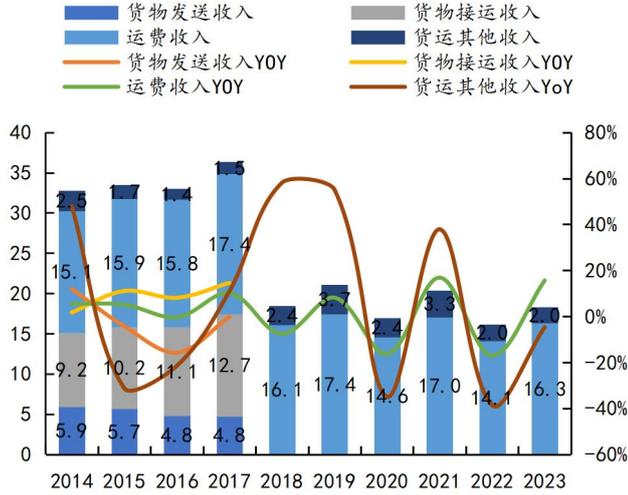
(3) 货运业务

公司货运收入保持波动稳定。1) 货运量: 2018 年, 受珠三角地区产业结构调整以及公路、海运竞争加剧的综合影响, 钢铁、石油等货运的发送量有所下滑; 同时受货运承运制改革的综合影响, 货运收入有所下滑。2021 年, 公司充分利用客流下降释放出的运输能力, 大力开展“货运增量行动”, 实施“以货补客”经营策略, 同时积极落实国家“公转铁”政策, 货运量同比+39%, 带动货运收入同比+20%。2023 年, 受



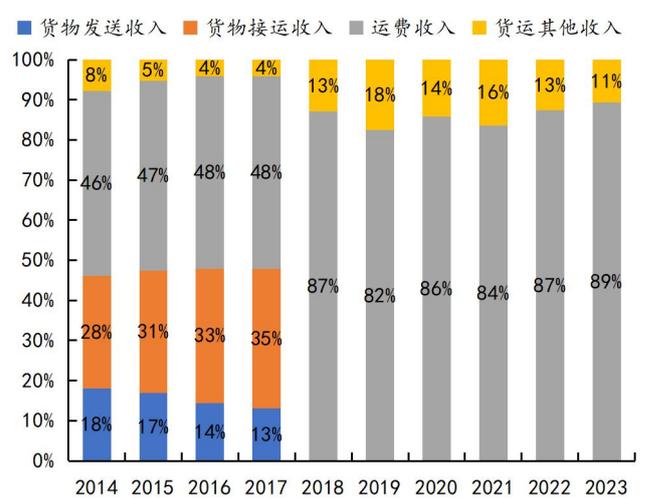
全国出口增速回落和固定资产投资增速放缓的影响，公司货物发送量有所下降，同比-1.9%。**2024年1-5月**，公司实现货运量3123.8万吨，同比+6.6%。**2) 货运单价：**2014年，受益于运输费率上升，公司货运单价同比+27%。2019年之前货运单价保持相对稳定，于2019年达到最高点37.7元/吨。2020年，全国铁路积极推行“以货补客”经营策略，公司大力配合国家推进“公转铁”，全力做好防疫和民生物资运输，下浮部分货运杂费，货运单价同比-20%。2023年公司积极实施运输供给侧结构性改革，通过升级产品结构、提升服务品质、提高运输效率等措施，加大高附加值货物的运输，货运单价同比+15%，带动货运收入同比+13%。

图表 16: 广深铁路货运收入变化



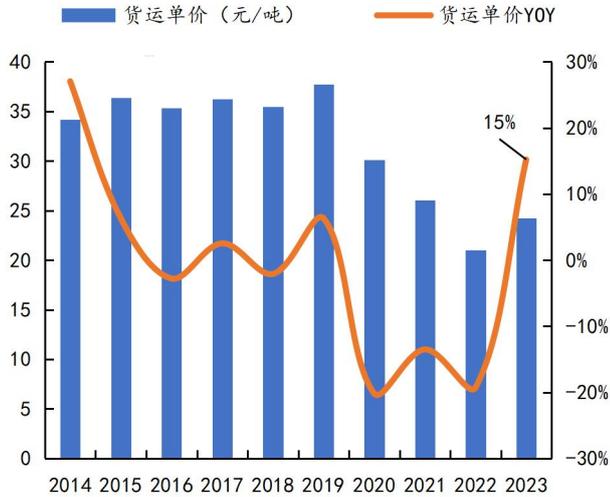
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17: 广深铁路货运收入结构



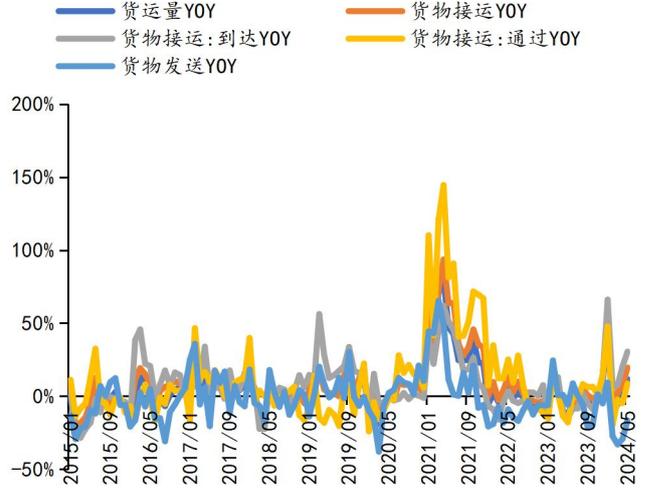
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18: 广深铁路货运单价



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 19: 公司月度货运量情况

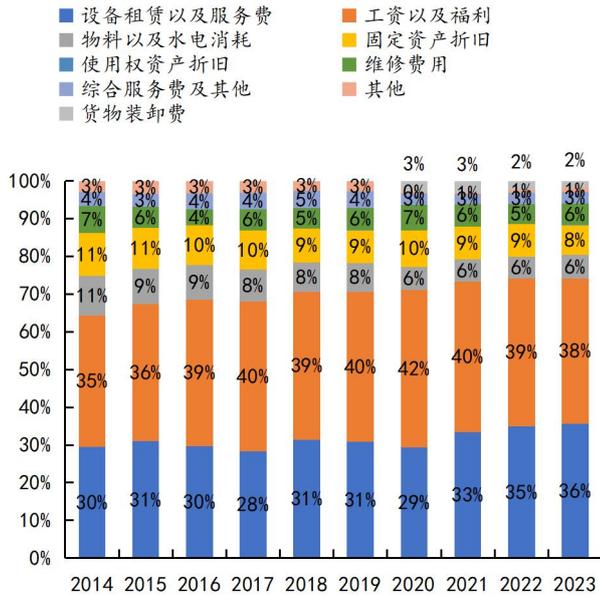


数据来源：ifind，华福证券研究所

2.3.2 成本端

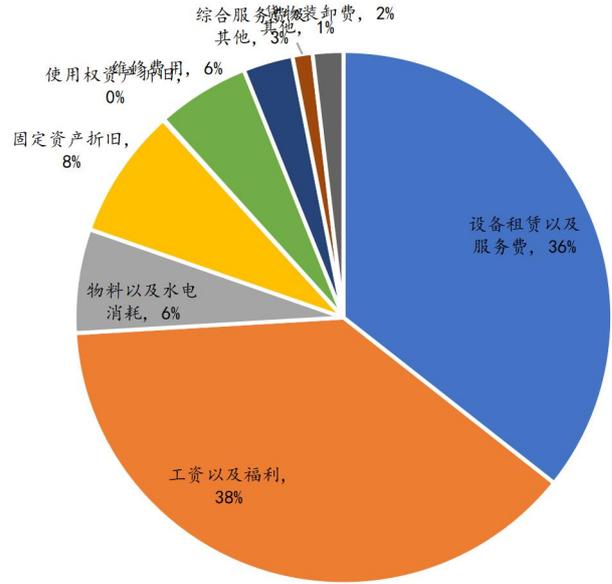
公司的成本主要为设备租赁以及服务费、工资以及福利、物料以及水电消耗、固定资产折旧等。2023年工资以及福利、设备租赁以及服务费、物料及水电消耗、固定资产折旧分别占比38%、36%、6%、8%，工资及福利、设备租赁及服务费用合计占比74%。人工成本刚性上涨主要系行业性工资上调，2023年工资及福利成本89.0亿元，同比+7.6%。

图表 20: 成本占比变化



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 2023 年成本结构占比

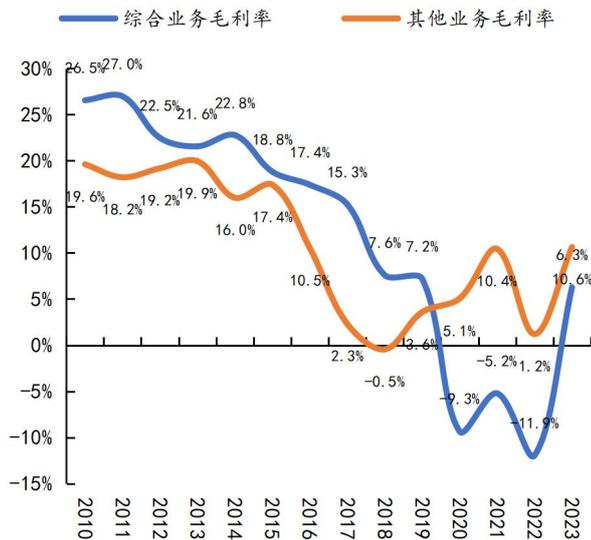


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3.3 利润端

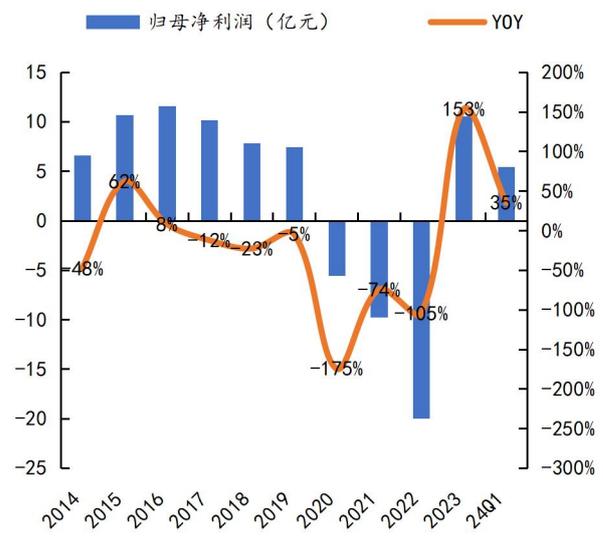
公司历史毛利率峰值为 2011 年的 27.0%，随着 2012 年起广深港高铁开通运营，广深客运被分流，毛利率有所回落。疫情叠加 2019 年香港“修例”事件影响，2020-2022 年公司毛利率为负。2023-24Q1，随着疫后需求复苏、公司增加担当开行经由广深港高铁运营的列车，增加跨线列车，毛利率分别回升至 6.3%、12.2%；归母净利润分别提升至 10.6、5.5 亿元，同比分别+153.0%、35.0%。未来随着直通车和跨线列车的不断开通，公司盈利水平有望持续提升。

图表 22: 毛利率情况



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 23: 归母净利润 (亿元)、YOY



数据来源: ifind, 华福证券研究所

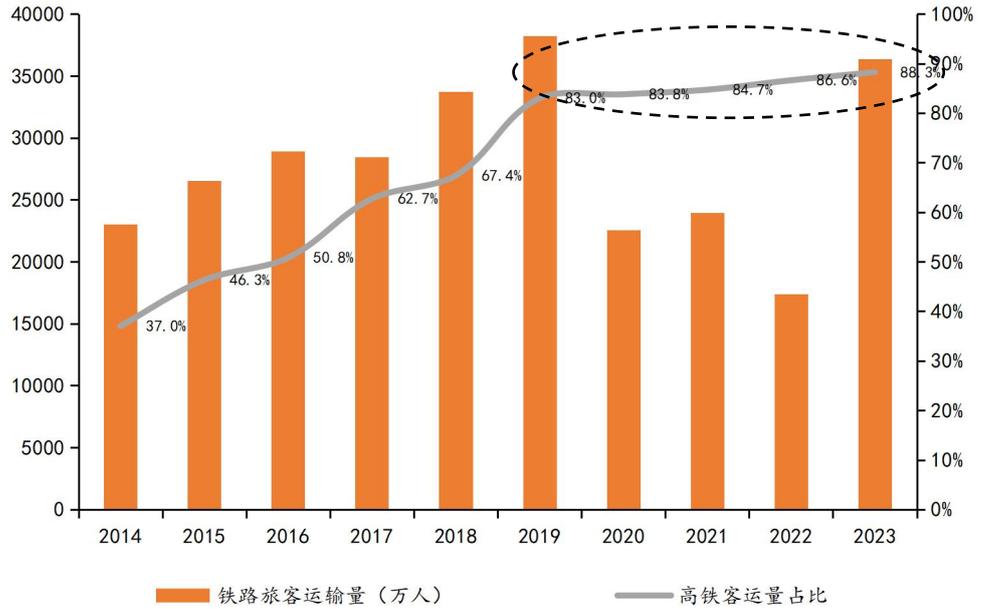


3 增开跨线动车+担当香港直通车，盈利拐点在即

2010年以来，广深铁路周边高铁陆续贯通运营，对广深铁路客源产生了分流。1) 广深城际：广深港铁路内地段分别于2011年底（广州南-深圳北）、2015年底（广州南-福田）开通，广深城际列车旅客发送量增长停滞。2) 直通车：2018年9月23日，广深港铁路香港段开通，对广深直通车影响显著，2019年旅客发送量同比-48.3%。除广深港高铁外，京广、杭深、南广、贵广、京港高铁也陆续开通。

经过普转高快速增长后期后，至2019年高铁客运量占铁路总运输量比达83.0%，之后进入相对稳定时期，至2023年小幅增长至88.3%，我们认为高铁分流对公司的影响逐步企稳。

图表 24: 高铁客运量占铁路总运输量比变化



数据来源：广东统计信息网，华福证券研究所

3.1 积极增开跨线动车组列车和长途车，量价齐升

近几年增开情况：

1) 广深城际：2015年2月1日起新开3对广州东-潮汕的跨线动车组；2016年2月1日、2016年5月15日和2017年9月21日分别增开2对、3对、2对广州东-潮汕的跨线动车组；2018年7月1日增开1对广东-厦门跨线动车组；2019年增开2对广州东-潮汕的跨线动车组、1对深圳-怀集跨线动车组。

2) 长途车：2014年9月30日新开了广州-赣州长途车；2016年5月15日增开了1对深圳-乌鲁木齐、1对广州-岳阳长途车；2019年增开了广州东-汕头、广州东-河源和深圳-河源等城市的长途车；2021年4月1日增开10对跨线长途动车组列车；2021年12月10日，赣深铁路开通运营并与广深城际铁路实现互联互通，公司增开了部分广州东站、深圳站始发开往赣深铁路方向的跨线动车组列车。

图表 25: 开设新线路情况

分类	开通时间	数量	开通线路	
广深城际	2015年2月1日	3对	广州东-潮汕	跨线动车组
	2016年2月1日	2对		
	2016年5月15日	3对		
	2017年9月21日	2对		
	2019年	2对		
	2018年7月1日	1对	广东-厦门	



	2019 年	1 对	深圳-怀集	
长途车	2014 年 9 月 30 日	1 对	广州-赣州	长途车
	2016 年 5 月 15 日	1 对	深圳-乌鲁木齐	
		1 对	广州-岳阳	
	2019 年		广州东-汕头、广州东-河源、深圳-河源等	
	2021 年 4 月 1 日	10 对		跨线动车组
2021 年 12 月 10 日		广州东站、深圳站始发开往赣深铁路方向		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2024 年 6 月 15 日调图后，公司担当城际列车 80 对，其中广州（东）至深圳城际列车 70 对、广州东至潮汕跨线动车组 9 对、深圳至怀集跨线动车组 1 对。

图表 26: 广深城际列车担当情况

	2019	2024.6.14 调图前	2024.6.15 调图后
广深城际列车（对）	105	96	80
广州（东）至深圳城际列车	92	83	70
广州东至潮汕跨线动车组	12	12	9
深圳至怀集跨线动车组	1	1	1

数据来源：12306，华福证券研究所

跨线列车一方面可以吸收途经站点客流，另一方面有助于提升平均票价。2023 年广深城际、长途车旅客发送量分别为 2340 万人、3512 万人，同比分别+149.1%、+105.1%，较 2019 年分别-41.6%、-18.8%；但每名发送乘客收入分别为 135 元、154 元，较 2019 年分别+74.8%、+61.7%。

广汕铁路于 2023 年 9 月 26 日正式开通运营，全线设新塘、增城、罗浮山、博罗、惠州南、惠东、深汕、汕尾等 8 座车站，在新塘站通过广深三四线联通至广州东站，广州东站至汕尾站间最快 73 分钟可达，公司未来有望担当广州东-汕尾的动车组。

图表 27: 广深城际票价情况

2024年-广深线CRH1动车组（城际列车）列车票价表															
单位：元															
站名	广州东														
深圳	99.5	79.5	深圳												
站名	一等座	二等座	站名												
2024年-广州东至潮汕跨线动车组（城际列车）列车票价表															
站名	广州东														
东莞	50.5	45.5	东莞												
东莞南	89	74	56	45	东莞南										
深圳北	103	83	70	54	28	18	深圳北								
惠州	143	108	110	79	68	43	40	25	惠州						
汕尾	214	152	181	123	139	87	111	69	71	44	汕尾				
普宁	282	195	249	166	207	130	179	112	139	87	68	43	普宁		
潮汕	320	218	287	189	245	153	217	135	177	111	106	66	38	24	潮汕
站名	一等座	二等座	一等座	二等座	一等座	二等座	一等座	二等座	一等座	二等座	一等座	二等座	一等座	二等座	站名

数据来源：12306，盛名时刻表，华福证券研究所

3.2 直通车升级为高铁，增厚利润空间可观

疫情前，往来内地与香港间的列车包括：1) 香港西九龙站-内地间的广深港高铁列车，委托广深铁路担当运营；2) 香港红磡站-内地间的广九直通车，由广深铁路担当运营。高铁香港段由香港特区政府出资并采取经营权的模式，在票价方面，双方商定过境列车按照“分段计费、各自定价、加总核收”的原则定价，即广深港高铁内地段及香港段将分别各自确定价格，跨境高铁的总票价是两段高铁票价的总和。



疫情期间，据香港特区政府公布的疫情防控措施，自2020年1月30日零时起，香港西九龙站及红磡车站口岸关闭，往来内地与香港间的列车全部暂停跨境运营。2023年1月15日，广深港高铁福田至香港西九龙段恢复运营，跨广深城际、赣深高铁和广深港高铁三线，新增广州东站点。

2024年6月15日调图后，香港西九龙出发的高铁班次和价格均有所调整。短途高铁班次由93-95班增长到100-102班，长途高铁班次增加了一班香港西九龙-张家界；部分长途班次价格有所上调，短途班次价格暂时没有调整。

图表 28: 香港西九龙站始发班次情况 (班)

		2024.6.14 调图前		2024.6.15 调图后	
		平日	周末	平日	周末
短途	福田	49	51	51	52
	深圳北	73	74	74	75
	光明城	3	3	6	6
	虎门	17	17	18	18
	庆盛	4	4	2	2
	东莞南	10	10	13	13
	常平	4	4	7	7
	东莞	6	6	11	11
	广州南	28	28	29	29
	广州东	10	10	13	13
合计		93	95	100	102
长途	北京西		1		1
	长沙南		1		1
	潮汕		4		4
	重庆西		1		1
	福州		1		1
	昆明南		1		1
	南宁东		1		1
	成都东		1		1
	上海虹桥		1		1
	汕头		1		1
	天津西		1		1
	厦门		3		3
	肇庆东		1		1
	湛江西		1		1
张家界				1	
合计			19		20

数据来源：香港 MTR 官网，华福证券研究所

其中，2024年6月15日调图后，由广深铁路担当的短途高铁增加至29对，长途高铁增加至16对。短途中，广州东-香港西九龙高铁列车由每日10对增加至13对，较2023年增加约1倍。



图表 29: 广深直通车担当情况 (班)

	2019	2024.6.14 调图前	2024.6.15 调图后
直通车	10	37	45
短途		23	29
长途		14	16

数据来源: 12306, 华福证券研究所

由于班次、承运量、价格相对固定, 因此直通车收入主要受客座率影响。按 2024.6.15 前遵循调图前班次, 2024.6.15 后遵循调图后班次计算, 假设客座率 70%, 预计 2024 全年直通车贡献收入 23.0 亿元。

图表 30: 直通车收入贡献测算表

起点	终点	列车号	出发时间	到达时间	历时	班次	里程 (公里)	承运量 (人)	平均票价 (元)	假设客座率	票款收入 (万元)
广州东		G6551	07:56	09:33	01:37	13	176	613	147	70%	84
		G6545	09:11	10:54	01:43				147		
		G6565	09:37	11:21	01:44				154		
		G6553	10:05	11:53	01:48				154		
		G6555	12:01	13:51	01:50				154		
		G6547	13:25	15:32	02:07				154		
		G6567	13:46	15:44	01:58				154		
		G6557	14:47	16:33	01:46				154		
		G6559	16:15	17:54	01:39				147		
		G6549	17:50	19:25	01:35				147		
		G6569	18:10	19:59	01:49				147		
		G6561	18:45	20:31	01:46				147		
		G6563	20:50	22:45	01:55				154		
广州南	香港西九龙	G6539	07:07	08:16	01:09	16	141	576	149	70%	153
		G6501	07:13	08:10	00:57			1156	150		
		G6527	08:45	10:08	01:23			578	157		
		G6579	09:07	10:13	01:06			578	157		
		G6511	10:33	11:32	00:59			1193	156		
		G6515	10:51	12:04	01:13			578	157		
		G6529	11:55	13:00	01:05			578	150		
		G6535	12:16	13:21	01:05			578	150		
		G6525	13:44	14:55	01:00			578	150		
		G6533	14:43	15:50	01:07			578	157		
		G319	14:59	15:57	00:58			1193	156		
		G6537	15:28	16:45	01:17			578	157		
		G79	17:21	18:12	00:51			1156	150		
		G6513	17:36	18:40	01:04			1193	163		
		G6047	19:01	19:52	00:51			1152	149		
		G6509	20:22	21:20	00:58			1193	156		
		肇庆东		G6579	08:17			10:13	01:56		
潮汕		G6383	09:02	11:26	02:24	4	344	613	141	70%	25
		G6381	11:00	13:38	02:38				149		



		G6385	12:50	15:26	02:36				149	
		G6387	19:54	22:23	02:29				141	
汕头		G6390	17:30	20:25	02:55	1	373	613	155	7
湛江西		G6046	15:35	19:52	04:17	1	573	1152	425	34
厦门		G3003	10:15	14:31	04:16	3	566	613	248	53
		G3007	14:10	18:23	04:13			1226	241	
		G3005	17:10	21:28	04:18			1226	241	
长沙南		G6113	07:10	10:59	03:49	11	848	1193	542	45
重庆西		G319	08:49	15:57	07:08	12	1342	1993	429	60
昆明南		G410	09:13	16:57	07:44	13	1471	1993	483	67
北京西		G79	10:00	18:12	08:12	2	2439	1156	1259	126
		D909	20:13	08:47	12:34			630	1201	
张家界		G6079	15:20	21:50	06:30	1	1054	578	745	30
每日担当列车票款收入估算 (2024.6.15 后)										692
2024.6.15 后直通车收入贡献 (亿元)										13.8
2024 全年直通车收入贡献 (亿元)										23.0

数据来源：12306，盛名时刻表，投资者交流平台，华福证券研究所（标蓝色班次只有周五、六、日、一有）

除了增加高铁班次外，2024年6月15日起，北京西、上海与香港红磡站间开行的普通直通车 Z97/Z98、Z99/100 次提质为北京西、上海虹桥与香港西九龙站间的高铁动卧列车 D909/910、D907/908。每周五、六、日、一开行，北京、上海至香港时长由 24 时 31 分、19 时 34 分压缩至 12 时 34 分、11 时 14 分，通关更加便捷，通关范围进一步扩大。

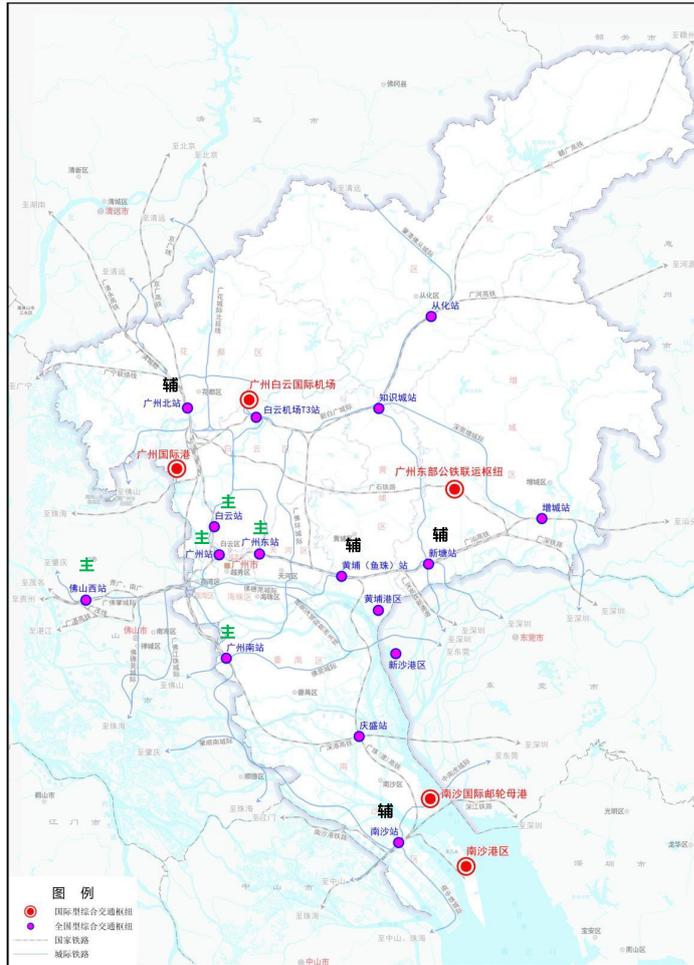
4 广州及广州东站改造在即，全面接入高铁

广州站、广州东站分别于 1974 年、1996 年建成通车，主要始发普铁、城际以及部分动车、高铁班列；2010 年，广州南站全站竣工，主要始发高铁。广州市交通枢纽形成了广州南站、广州站、广州东站为主客站、广州北站为辅客站的“三主一副”格局。

就地理位置而言，广州站和广州东站离市中心较近；而广州南站作为是华南地区最大、最繁忙的高铁枢纽站，相较而言离市中心较远，交通便利性不足，且负担较重，广州站和广州东站高铁化改造迫在眉睫。

根据《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》，广州市要建设建设“五主四辅”铁路客运枢纽，“五主”指广州站、广州东站、广州南站、佛山西站和广州白云站，“四辅”指广州北站、南沙站、新塘站、黄埔站。2023 年 12 月 26 日，广州白云站已正式投入运营，将承接广州站和广州东站的全部普速客车，是广州站和广州东站未来更新改造的前置条件，进而拉开广州“高铁进城”的序幕，解决高铁站到市区“最后一公里”的问题，广州白云站站场规模为 11 台 24 线，预计年发送旅客 3400 万人次。

图表 31: 广州铁路客运枢纽“五主四辅”布局



数据来源: 广州市人民政府, 华福证券研究所

广州站、广州东站将改建为高铁站。2024年1月10日起, 广州东站调整为仅办理动车组列车业务, 广州站办理普速客车和广深城际动车组列车业务, 广州东站预计先进行改扩建(预计2023-2026年)。

2022年7月, 据《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》: 1) 实施广州铁路枢纽能级提升工程, 建成白云站并改造广州站、广州东站, 构建广州站、广州东站、白云站“三站一体”的中心组合枢纽。2) 实施广州东至新塘五六线、广州至广州东三四线, 提升枢纽联动调度灵活性。

图表 32: 广深铁路普转高相关文件

时间	文件	来源	内容
2016年10月	《广州市综合交通发展第十三个五年规划》	广州市人民政府办公厅	重点对现状客运枢纽进行续建、改扩建等升级改造, 共提出4个建设项目, 包括1个铁路枢纽项目, 广州火车站改造工程; 3个公路客运枢纽项目, 广州南汽车客运站(二期)、滘口汽车站升级改造、广州东站汽车客运站升级改造。
2018年12月	《广州综合交通枢纽总体规划(2018-2035年)》	广州市人民政府办公厅	推进广州站—广州东站一体化改造。将广州站和东站打造成为中心火车站。新增广深港高铁引入中心城区联络线、京广高铁引入广州站联络线、三眼桥至新塘通道扩能, 实现高铁线路引入中心城区, 共同成为中心火车站。
2020年7月	《关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复》	国家发展改革委	按城际铁路引入中心城区、干线铁路便捷衔接的思路, 结合重点枢纽相关主辅枢纽站的功能定位和能力, 确定重点枢纽站线路衔接方案。
2020年10月	《广州站及周边地块一体化设计前期研究》	广州市规划和自然资源局	广州站周边地区综合提升的研究范围达到了11.5平方公里

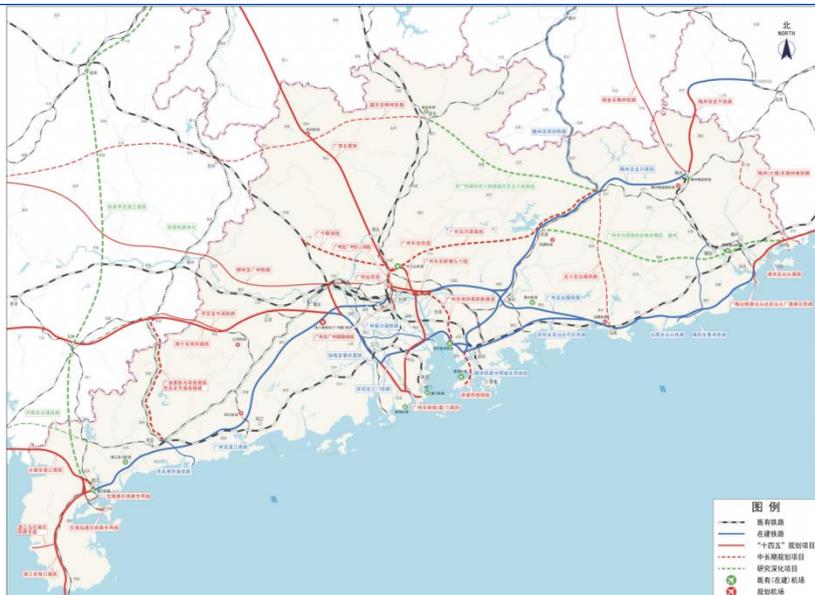


2021年9月	《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》	广东省人民政府办公厅	新建广州东-新塘五六线 29 公里 新建广州南-广州联络线 16 公里 新建广州-广州东三四线 7 公里
2022年7月	《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》	广东省人民政府办公厅	实施广州铁路枢纽能级提升工程, 建成白云站并改造广州站、广州东站, 构建广州站、广州东站、白云站“三站一体”的中心组合枢纽。 实施广州东至新塘五六线、广州至广州东三四线, 提升枢纽联动调度灵活性。
2023年3月	《广东省 2023 年重点建设项目计划》	广东省发展改革委	广州东站改造工程建设起止 2023-2026, 总投资 190 亿元 广州东至新塘五六线建设起止 2023-2027, 总投资 121 亿元 广州南至广州站联络线建设起止 2023-2027, 总投资 88.03 亿元
2023年6月	《广州站站城产居一体化地区控规优化及专项规划招标公告》	广州市政府	明确广州东站由 7 台 15 线改造为 14 台 24 线, 东站规模的变化将影响广州站的功能定位和客流规模, 进而影响广州站地区客流的变化。
2023年10月	《新建广州铁路枢纽广州东站至新塘站五六线工程环境影响评价征求意见稿公示》	广铁集团	除了新建广州东至新塘五六线外, 广州东至石牌段广深一、二、三、四线也将进行改造。 广州东站将按照“地面+地下贯通车场”双层车场的方案改建, 改造后广州东站车场总规模扩大为 14 台 24 线, 其中地面场 8 台 14 线、地下场 6 台 10 线, 站房结合站场双层布局改建后设南北侧式站房、高架候车室。
2024年1月	《广州火车站及周边片区规划公示》	广州市规划和自然资源局	广州站高铁化改造后, 将引入京广、广湛、广深港、广汕等高速铁路, 与广州东站形成“中心枢纽群”, 支撑广州建设世界级的铁路枢纽的目标, 实现与大湾区其他城市中心地区 1 小时互达, 与省内城市 1.5 小时互达, 与邻近省会城市 3 小时互达, 与京津冀城市群、长三角城市群和成渝地区双城经济圈 5~8 小时互达, 与 1200 公里以上的城市群主要城市、东南亚地区 8 小时互达。

数据来源: 各政府官网, 华福证券研究所

公司从普客线路资产运营向高铁业务转型, 可以通过拥有高铁资产或者将现有线路与高铁线路互联互通两种方式实现。目前公司暂未拥有高铁资产, 随着铁路建设和两站改造, 公司线路与其他高铁线路的将实现更为紧密的互联, 全面接入高铁网络, 从而持续增厚公司业绩。

图表 33: 广东省铁路“十四五”规划示意图



数据来源: 广州市人民政府, 华福证券研究所



5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年核心业务指标做出以下假设：

(1) 广深城际：1) 旅客发送量：24M1-2 受高基数影响，参考 24M3-5 旅客发送量增速及 2024 年 6 月 15 日调图情况，预计 24 全年同比+14.5%，25-26 年逐步恢复小幅稳定增长水平，分别为+3%、+0%。2) 每旅客收入：随着票价更高的跨线列车增开，预计 24-26 年同比分别+2%、+2%、+2%。

(2) 直通车：1) 旅客发送量：根据最新调图情况，担当班次在增加，预计 24 年同比+41.4%。直通车为公司发展重点，预 25-26 年维持较高增速，同比分别+10%、+8%。2) 每旅客收入：假设 2024.6.15 前遵循调图前班次，2024.6.15 后遵循调图后班次，客座率为 70%，预计 2024 全年直通车贡献收入 23.0 亿元，倒算单价同比+4%，预计 25-26 年单价均有 3%的增速。

(3) 长途车：1) 旅客发送量：参考 24M3-5 旅客发送量增速，预计 24 全年同比+18.7%，25-26 年逐步恢复小幅稳定增长水平，分别为+3%、+0%。2) 每旅客收入：随着票价更高的跨线列车增开，预计 24-26 年同比分别+2%、+2%、+2%。

(4) 路网清算：客运业务为公司发展重点，相较下路网清算业务收入占比预计略有下降，预计 24-26 年维持小幅增长，收入同比分别+5%、+3%、+3%。

毛利率：主营业务成本受业务量影响，因此随收入变化，预计 24-26 年主营业务成本同比分别+10%、+4%、+3%，因此预计 24-26 年毛利率分别为 8.2%、8.6%、8.9%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 11.8%、4.4%、3.2%，归母净利润增速分别为 38.0%、8.6%、4.0%，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.22 元、0.23 元。

图表 34：公司业绩拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	199.4	261.9	292.9	305.9	315.8
YOY	-1.3%	31.3%	11.8%	4.4%	3.2%
客运	66.8	107.3	131.3	139.5	144.6
YOY	8.3%	60.5%	22.4%	6.3%	3.6%
占比	34%	41%	45%	46%	46%
路网清算	104.2	120.9	127.0	130.8	134.7
YOY	-3.6%	16.0%	5.0%	3.0%	3.0%
占比	52%	46%	43%	43%	43%
货运	16.2	18.3	18.9	19.5	20.0
YOY	-20.6%	13.1%	3.3%	3.0%	3.0%
占比	8%	7%	6%	6%	6%
其他	12.2	15.5	15.8	16.1	16.4
YOY	2.8%	26.6%	2.0%	2.0%	2.0%
百分比	6%	6%	5%	5%	5%
营业成本 (亿元)	223.3	245.5	268.8	279.4	287.5
yoy	5.0%	10.0%	9.5%	3.9%	2.9%
毛利率	-11.9%	6.3%	8.2%	8.6%	8.9%
归母净利润 (亿元)	-20.0	10.6	14.6	15.9	16.5
YOY	-105.0%	153.0%	38.0%	8.6%	4.0%
归母净利率	-10.0%	4.0%	5.0%	5.2%	5.2%

数据来源：公司公告，华福证券研究所


图表 35: 客运业务拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
客运收入 (亿元)	67	107	131	140	145
YOY	8%	61%	22%	6%	4%
广深城际	15.1	31.7	37.0	38.9	39.7
YOY	-20%	110%	17%	5%	2%
直通车	-	15.62	23.0	26.0	28.9
YOY	-	-	47%	13%	11%
长途车	48.3	54.0	65.4	68.7	70.0
YOY	24%	12%	21%	5%	2%
其他	3.5	6.0	6.0	6.0	6.0
YOY	-11.6%	72.1%	0%	0%	0%
旅客发送量 (万人)	2,652	5,932	6,960	7,177	7,187
YOY	-35%	124%	17%	3%	0%
广深城际	939	2,340	2,678	2,759	2,759
YOY	-46%	149%	14%	3%	0%
直通车	-	80.28	114	125	135
YOY	-	-	41%	10%	8%
长途车	1,712	3,512	4,168	4,293	4,293
YOY	-27%	105%	19%	3%	0%
每名发送乘客收入 (元)	252	181	189	194	201
YOY	67%	-28%	4%	3%	3%
广深城际	161	135	138	141	144
YOY	47%	-16%	2%	2%	2%
直通车	-	1,946.26	2,022	2,083	2,145
YOY	-	-	4%	3%	3%
长途车	282	154	157	160	163
YOY	70%	-45%	2%	2%	2%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

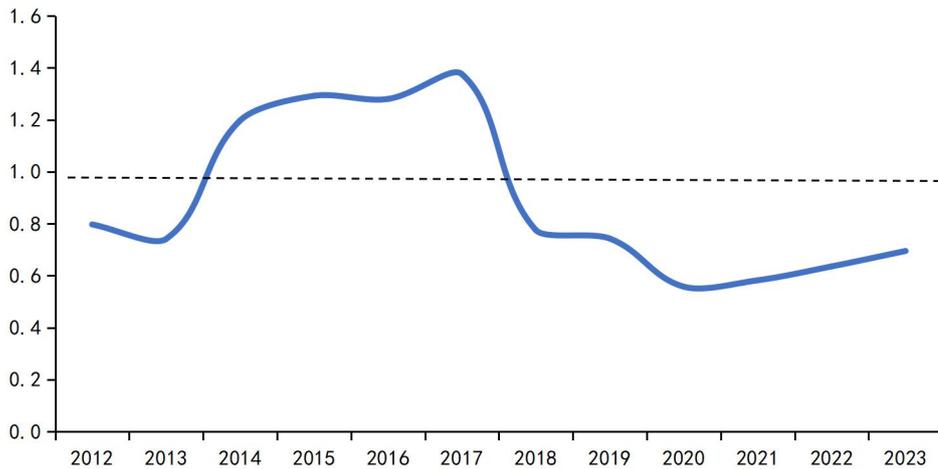
5.2 投资建议

参考可比公司大秦铁路、京沪高铁, 2024 年平均 PB 为 1.1。我们认为广深铁路处于转型关键时刻, 高铁分流影响企稳, 疫后修复显著, 直通车复通后表现亮眼。公司积极增开跨线列车、香港直通车升级为高铁、广州站及广州东站高铁化改造在即, 即将全面进入高铁网络, 增厚利润空间可观。同时参考公司历史 PB (除疫情期间影响), 我们给予 24 年 1.1PB, 对应目标价 4.22 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36: 可比公司估值表 (截至 2024 年 7 月 15 日)

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PB (倍)			
		2024 年 7 月 7 日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601006.SH	大秦铁路	6.79	0.79	0.63	0.65	0.67	0.84	0.83	0.80	0.77
601816.SH	京沪高铁	5.56	0.24	0.28	0.31	0.34	1.26	1.34	1.27	1.22
平均值							1.05	1.08	1.04	1.00
601333.SH	广深铁路	3.47	0.15	0.21	0.22	0.23	0.91	0.88	0.85	0.83

数据来源: Wind, 华福证券研究所


图表 37: 公司历史 PB


数据来源: Wind, 华福证券研究所

6 风险提示

- 1) **担当车次不及预期:** 公司收入与担当车次直接相关, 而调图存在一定不确定性, 若担当车次减少或增长不及预期, 将直接影响营收。
- 2) **新建线路分流:** 类似广深港高铁分流影响, 新建高铁、公路或其他交通方式, 将影响公司担当车次的客座率, 从而影响公司收入。
- 3) **高铁站改造不及预期:** 广州东站、广州站改造进度尚不明确, 产生影响的时间和程度存在不确定性。



图表 38: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,482	1,774	2,101	2,240	营业收入	26,195	29,293	30,586	31,577
应收票据及账款	6,240	6,714	7,023	7,346	营业成本	24,553	26,880	27,941	28,752
预付账款	23	13	14	17	税金及附加	48	73	76	79
存货	290	356	346	353	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	175	350	330	325
其他流动资产	764	977	953	1,033	研发费用	0	0	0	0
流动资产合计	8,798	9,834	10,437	10,988	财务费用	50	100	188	233
长期股权投资	299	249	262	271	信用减值损失	-6	8	10	2
固定资产	22,786	23,042	23,277	23,493	资产减值损失	-121	-39	-46	-51
在建工程	561	1,061	1,561	2,061	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,690	1,527	1,381	1,252	投资收益	40	44	50	45
商誉	281	281	281	281	其他收益	90	0	0	0
其他非流动资产	2,820	2,769	2,895	2,953	营业利润	1,468	1,904	2,065	2,184
非流动资产合计	28,437	28,929	29,657	30,311	营业外收入	35	43	49	35
资产合计	37,235	38,763	40,094	41,300	营业外支出	47	56	41	49
短期借款	700	0	0	0	利润总额	1,457	1,891	2,073	2,171
应付票据及账款	5,113	6,815	6,906	6,892	所得税	400	432	490	524
预收款项	11	37	49	63	净利润	1,057	1,459	1,583	1,646
合同负债	229	265	245	272	少数股东损益	-1	-2	-2	-2
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,058	1,461	1,586	1,649
其他流动负债	1,969	1,771	2,025	2,355	EPS (按最新股本摊薄)	0.15	0.21	0.22	0.23
流动负债合计	8,022	8,889	9,224	9,582					
长期借款	780	780	780	780					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,081	1,961	2,082	2,062					
非流动负债合计	2,861	2,741	2,862	2,842					
负债合计	10,883	11,630	12,086	12,424					
归属母公司所有者权益	26,390	27,173	28,050	28,919					
少数股东权益	-38	-40	-42	-44					
所有者权益合计	26,352	27,133	28,008	28,875					
负债和股东权益	37,235	38,763	40,094	41,300					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,116	4,307	3,724	3,779
现金收益	3,047	3,577	3,797	3,912
存货影响	-27	-66	9	-7
经营性应收影响	-1,475	-426	-265	-274
经营性应付影响	-547	1,728	102	0
其他影响	118	-505	80	149
投资活动现金流	-823	-2,589	-2,624	-2,611
资本支出	-708	-2,611	-2,615	-2,620
股权投资	-24	50	-13	-9
其他长期资产变化	-91	-28	4	18
融资活动现金流	-111	-1,427	-774	-1,029
借款增加	-4	-705	2	3
股利及利息支付	-41	-768	-825	-896
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-65	46	49	-136

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	31.3%	11.8%	4.4%	3.2%
EBIT 增长率	159.5%	32.1%	13.6%	6.3%
归母公司净利润增长率	153.1%	38.0%	8.6%	4.0%
获利能力				
毛利率	6.3%	8.2%	8.6%	8.9%
净利率	4.0%	5.0%	5.2%	5.2%
ROE	4.0%	5.4%	5.7%	5.7%
ROIC	5.7%	7.6%	8.2%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	29.2%	30.0%	30.1%	30.1%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	75	80	81	82
存货周转天数	4	4	5	4
每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.21	0.22	0.23
每股经营现金流	0.16	0.61	0.53	0.53
每股净资产	3.73	3.84	3.96	4.08
估值比率				
P/E	23	17	16	15
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	1	1	1	1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn