

# 广深铁路（601333）

证券研究报告

2023年06月20日

## 客运产品提质增效，公司有望全面步入高铁运营时代

### 广深铁路：华南铁路客运龙头

公司主要经营铁路客货运输业务、过港直通车业务，同时还受委托为武广铁路、广深港铁路等国内其他铁路公司提供铁路运营服务。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；广深段是中国内陆通往香港的两条铁路通道之一，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

### 客运业务：长途客运产品提质增效，增大动车布局有望享票改红利

**1) 长途车方面**，随着 21 年末赣深高铁投入运营并与公司广深城际接通，华中地区、长三角与珠三角的铁路交通网络进一步优化，公司新增赣深铁路方向长途列车，长途车人均票价与收入实现快速增长。**2) 城际列车方面**，广深港高速铁路对于公司广深城际的分流影响已逐步平稳；19 年底投入运营的穗深城际与广深城际线路覆盖区域有所不同，两条线路的重合度不高；同时广深城际时刻优化进一步增强自身竞争力，我们认为穗深城际的分流效应有限。**3) 直通车**：23 年，广九直通车恢复运营，并升级为高铁形式运营，旅客乘坐舒适度提升，运营时长缩短，始发站广州东靠近市中心，直通车业务有望实现内生增长。**4) 票价端**，广深本线列车采取特殊票价政策，票价一直具备较大的弹性空间，但是因为外部竞争的存在，我们认为其提价可能性较小；公司普通长途客运列车的提价又受制于普客票价机制；但另一方面，公司不断丰富自身跨线动车布局，有望享受我国动车高铁票价的市场化改革红利。

### 铁路网络连通性提升，公司有望全面步入高铁运营时代

随着粤港澳大湾区铁路网络的完善，公司自 2011 年起陆续新增为广深港铁路、广珠铁路等提供铁路运营及其他服务，公司铁路运营及其他服务收入保持高速增长。随着穗深城际、赣深铁路与公司广深铁路的接通，公司铁路运营服务工作量有望持续提升，并新增高铁运营服务。展望未来，公司坐拥广深城际线路的运营，其为途经广州市中心铁路站——广州东的主要轨道线路，远期广州东高铁为主的定位也或将进一步带动公司的铁路运营服务全面步入高铁领域，公司整体盈利水平有望提振。

### 首次覆盖，给予“持有”评级

我们预计 2023-2025 年广深铁路收入分别为 267.89/290.27/304.76 亿元，同比增长 34%/8%/5%；归母净利润 13.89/16.83/19.28 亿元，同比扭亏为盈/+21%/+15%；对应 EPS 分别为 0.20、0.24、0.27 元/股，PE 分别为 20.65x、17.05x、14.88x。参考可比公司估值，给予公司 23 年 22 倍的 PE，对应目标价为 4.31 元/股。

**风险提示：**宏观经济风险；政策法规风险；政策法规风险；新增线路分流影响；自营线路客运量不及预期；股价异动风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,206.16	19,943.43	26,789.35	29,027.44	30,475.89
增长率(%)	23.59	(1.30)	34.33	8.35	4.99
EBITDA(百万元)	520.22	(623.58)	3,803.45	4,078.29	4,307.30
归属母公司净利润(百万元)	(973.12)	(1,994.67)	1,389.27	1,682.98	1,928.07
增长率(%)	74.43	104.98	(169.65)	21.14	14.56
EPS(元/股)	(0.14)	(0.28)	0.20	0.24	0.27
市盈率(P/E)	(29.48)	(14.38)	20.65	17.05	14.88
市净率(P/B)	1.05	1.13	1.08	1.04	1.01
市销率(P/S)	1.42	1.44	1.07	0.99	0.94
EV/EBITDA	22.20	(20.66)	6.33	4.70	4.45

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	4.05 元
目标价格	4.31 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,652.24
流通 A 股股本(百万股)	5,652.24
A 股总市值(百万元)	22,891.56
流通 A 股市值(百万元)	22,891.56
每股净资产(元)	3.63
资产负债率(%)	30.97
一年内最高/最低(元)	4.29/1.90

### 作者

徐君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110001	
xujuna@tfzq.com	
陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《广深铁路-年报点评报告:业绩小幅下滑，土地变现在即，长期重视国改》2020-03-31
- 《广深铁路-半年报点评:单季业绩大幅修复，低估值铁改品种》2019-08-23
- 《广深铁路-年报点评报告:成本增加影响毛利，依旧看好铁改前景》2019-03-28

## 内容目录

1. 广深铁路：华南铁路客运龙头	4
1.1. 公司立足大湾区，主营客货运与铁路运营服务	4
1.2. 长途客运与铁路运营收入实现逆势增长，公司 23Q1 盈利修复明显	5
1.3. 刚性成本占比较大，管理费用率稳中有降	8
2. 客运：长途客运产品提质增效，增大动车布局有望享票改红利	9
2.1. 长途车：广深城际连接赣深高铁，公司客运产品提质增效	9
2.2. 城际列车：分流影响有限，有望实现稳健增长	11
2.3. 直通车：以“高铁”形式恢复运营，公司竞争力大幅提升	12
2.4. 票价：公司扩大跨线动车布局，有望享票价市场化改革红利	13
3. 铁路网络连通性提升，公司有望全面步入高铁运营时代	16
3.1. 公司步入高铁运营领域，提振盈利	16
3.2. 铁路网络连通性提高，运营服务收入有望高速增长	18
4. 盈利预测与公司估值	19
5. 风险提示	21

## 图表目录

图 1：公司股权架构图	4
图 2：深圳-广州-坪石铁路线路图	4
图 3：营业收入拆分	5
图 4：公司营业收入及同比增速	6
图 5：公司归母净利润及同比增速	6
图 6：公司净利率	6
图 7：公司客运收入拆分（亿元）	6
图 8：公司旅客发送量（万人）	6
图 9：路网清算及其他运输服务收入构成（亿元）	7
图 10：公司货运收入及同比增速	7
图 11：公司货物发送量及同比增速	7
图 12：中国铁路货物运价率	8
图 13：公司主营业务营业成本结构	8
图 14：公司主营业务工资及福利成本	8
图 15：公司主营业务设备租赁及服务成本	8
图 16：公司管理费用率及财务费用率	9
图 17：公司资产负债率	9
图 18：赣深高铁线路图	10
图 19：公司长途车客运收入	11
图 20：公司长途车人均票价	11

图 21: 广州-深圳的主要铁路路线 (广深城际 vs 广深港高速 vs 穗深城际)	11
图 22: 公司城际列车旅客发送量及同比增速	12
图 23: 公司直通车旅客发送量及同比增速	13
图 24: 广九直通高铁线路图	13
图 25: 我国 CPI 指数 (1878 年=100)	14
图 26: 各国高铁票价对比 (元/人/公里, 2019 年)	15
图 27: 路网清算服务收入及同比增速 (亿元)	17
图 28: 铁路运营服务收入及同比增速 (亿元)	17
图 29: 其他服务收入及同比增速 (亿元)	17
图 30: 京沪高铁各业务毛利率明显高于公司	18
图 31: 穗深城际线路自新塘南站接入广深城际	18
图 32: 广东省铁路交通运营里程规划 (公里)	19
表 1: 公司客运业务的运营情况 (2019 年)	5
表 2: 上海-深圳不同运行线路的列车情况	10
表 3: 广深间城际列车/高铁对比	12
表 4: 普通客运票价政策调整	14
表 5: 高铁动车票价改革部分政策	14
表 6: 铁路 vs 公路出行比较	15
表 7: 广深铁路客运运价政策一览	16
表 8: 公司高铁动车运营情况	16
表 9: 广东部分铁路规划情况	18
表 10: 2023-2025 年公司营业收入预测 (亿元)	20
表 11: 2023-2025 年公司营业成本假设 (亿元)	21
表 12: 可比公司估值	21

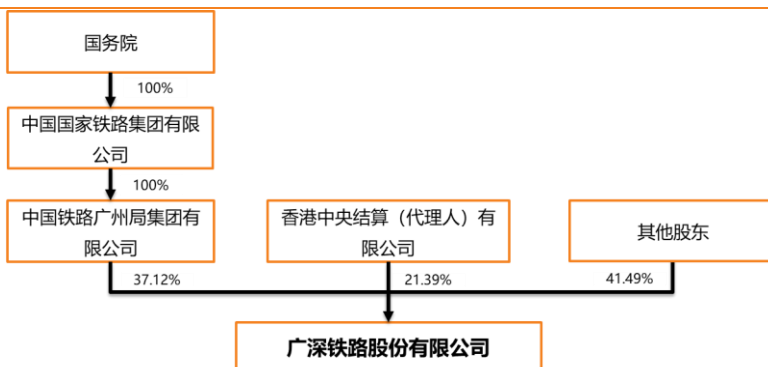
## 1. 广深铁路：华南铁路客运龙头

### 1.1. 公司立足大湾区，主营客货运与铁路运营服务

公司前身为广深铁路总公司，成立于 1984 年，并于 1996 年完成股份制改革，同年 5 月分别在纽交所、港交所上市。2006 年 12 月，公司在上交所上市，并于次年运用募集资金成功收购广州至坪石段铁路（京广线南段），公司营运里程由 152 公里延长至 481.2 公里，经营范围由区域铁路进入全国铁路骨干网络。2023 年 1 月，公司纽交所 ADS 撤销注册完成。目前，公司是中国唯一一家在上海、香港两地上市的铁路运输企业。

截至 23Q1，中国铁路广州局集团持有公司 37.12% 的股权，为公司的第一大股东，实际控制人为中国国家铁路集团。

图 1：公司股权架构图



资料来源：公司年报（数据日期截至 2023 年一季报），天风证券研究所

2022 年，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；广深段是中国内陆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、穗深城际和香港铁路东铁线，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

图 2：深圳-广州-坪石铁路线路图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要经营铁路客货运输业务、过港直通车旅客列车运输业务，同时还受委托为武广铁路、广珠城际、广深港铁路等国内其他铁路公司提供铁路运营服务。

- **客运业务：**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。1) 公司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) 公司与香港铁路有限公司合作经营过港直通车，其是穗港两地的重要交通工具之一；3) 公司组织开行多列以广州、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。
- **路网清算及其他运输服务：**包括客货运路网清算、提供铁路运营，以及机客车租赁、乘务服务以及行包运输等其他服务项目。1) 路网清算服务：向其他铁路公司提供列车牵引服务、铁路线路或电力供应等服务；2) 铁路运营服务：向其他铁路单位提供受托线路范围内的运输设备、设施维护，站务和乘务服务，以及安保消防等服务。
- **货运业务：**公司经营的铁路线路与广州、深圳地区的主要港口紧密相连，同时还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。公司利用自身货运设施进行整车、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。

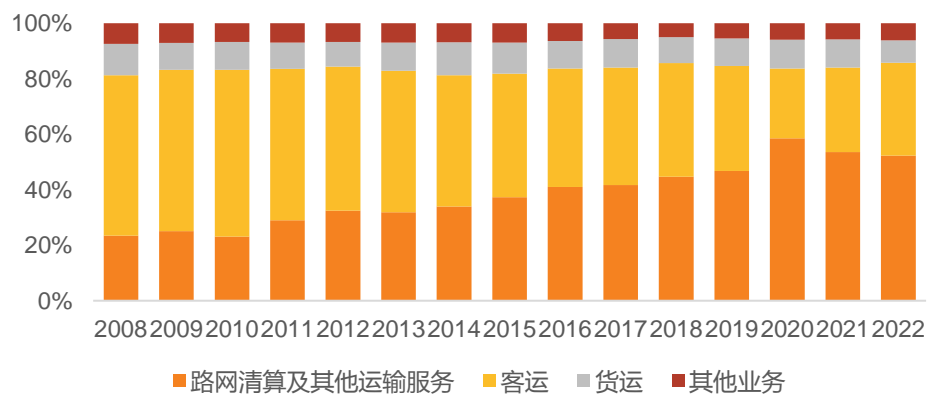
表 1：公司客运业务的运营情况（2019 年）

类型	班次	涵盖线路
城际列车	105 对	广州（东）-深圳城际列车 92 对、广州东-潮汕跨线动车组 12 对、深圳-怀集跨线动车组 1 对
直通车	10 对	广九直通车 9 对、京沪九直通车 1 对
长途车	131.5 对	广佛肇城际 10.5 对，广州（东）-桂林北、南宁东、贵阳北、厦门的跨线动车组 7 对

资料来源：公司年报，天风证券研究所

客运业务以及路网清算业务贡献公司主要收入来源，2022 年，分别占营业总收入的 33.51%、52.26%，随着路网清算及其他运输服务规模的扩大，其收入占比提升明显，已成为公司新的业务增长点。

图 3：营业收入拆分



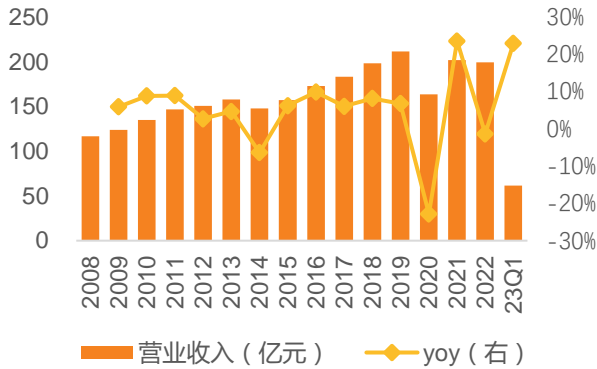
资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 长途客运与铁路运营收入实现逆势增长，公司 23Q1 盈利修复明显

**疫情影响消退，公司收入、利润修复明显。**20 年新冠疫情爆发之前，公司营业收入长期以来保持稳健增长，2008-2019 年营业收入复合增速 5.55%，2014 年营业收入出现负增长主要系铁路运输行业自 2014 年 1 月 1 日起实行“营改增”税收试点政策，同期净利润亦出现大幅下降。2018 年，受行业性工资上调以及铁路货运承运制改革的影响，公司人工成本和路网清算支出增加较多，导致净利润同比出现较大幅度的下降。20 年以来，公司的生产经营尤其是客运业务受到疫情冲击较大，收入出现大幅下滑，连续亏损三年。随着疫情

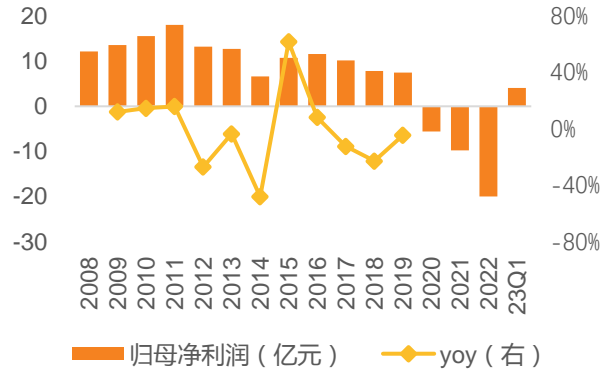
防控优化、铁路出行恢复,23Q1,公司营业收入实现同比正增长,较19年同期增长20.13%,利润端实现扭亏为盈,净利率修复明显。

图4: 公司营业收入及同比增速



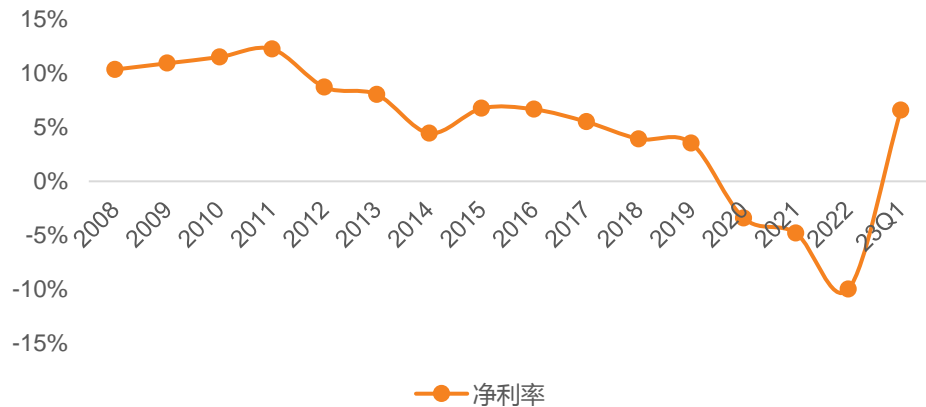
资料来源: wind, 天风证券研究所

图5: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图6: 公司净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

分业务情况来看:

**增长长途车客运业务,部分对冲疫情影响。**长途车及城际列车为主要的客运收入来源,2022年分别占客运收入比为72.21%、22.59%。整体来看,近三年公司客运业务受疫情影响,旅客出行意愿明显下降,列车开行对数大幅减少,旅客发送量和客运收入随之大幅减少。公司自2021年陆续增开部分跨线长途动车组列车,在长途车旅客量下降的背景下,长途车业务收入在疫情期实现快速增长,21-22年,长途车收入分别同比增长84.15%、24.42%。

图7: 公司客运收入拆分 (亿元)

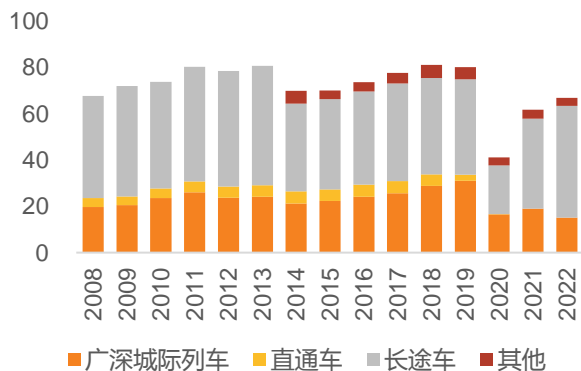
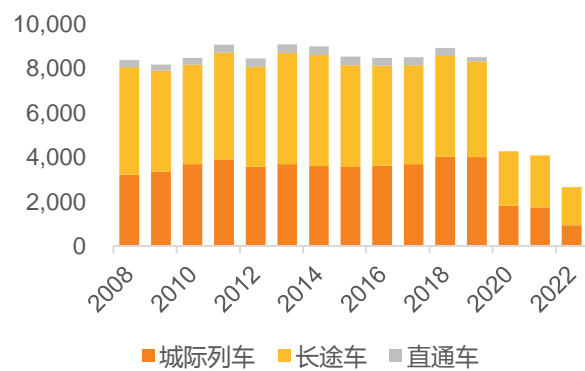


图8: 公司旅客发送量 (万人)

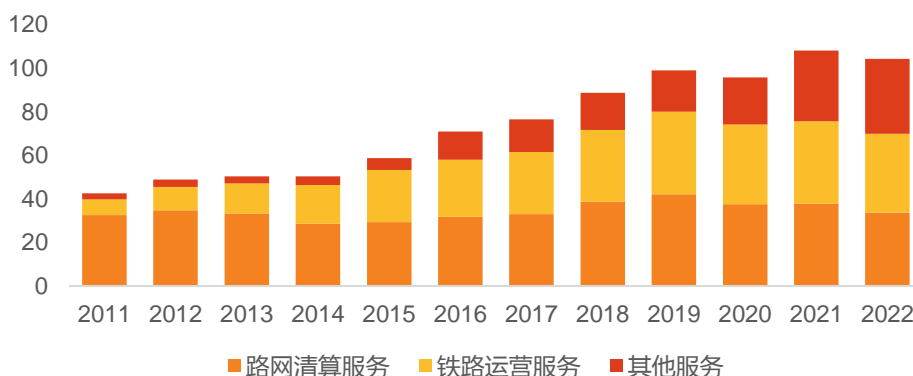


资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

**疫情期间，路网清算及其他服务收入保持坚挺。**2020-2022 年，公司新增为广梅汕铁路、三茂铁路、赣深铁路等服务，同时新增高铁运输能力保障费清算收入，公司其他服务收入在疫情期间实现逆势增长，使得路网清算及其他运输服务板块收入整体保持坚挺。2022 年，路网清算、铁路运营及其他服务占该板块收入的比重分别为 32.31%、34.73%、32.95%。

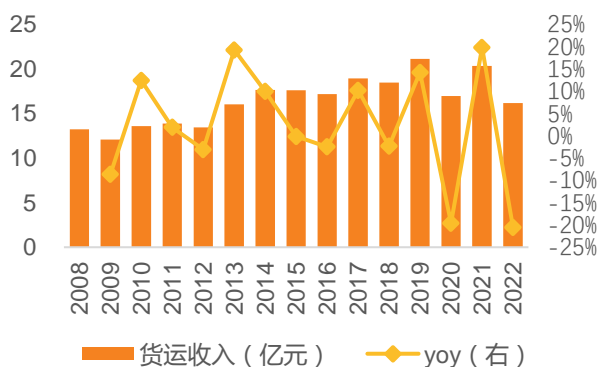
图 9：路网清算及其他运输服务收入构成（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

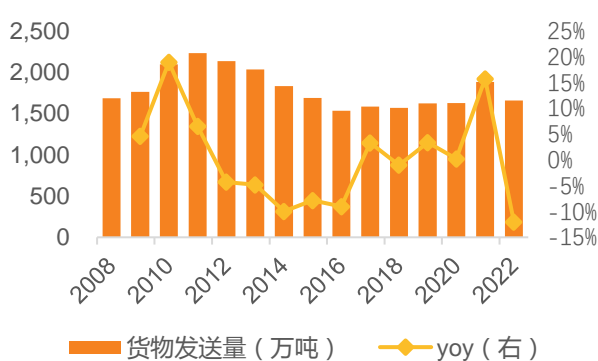
**货运价格支撑下，公司货运板块收入整体较为稳健。**12 年以来，由于宏观经济放缓以及珠三角地区产业结构调整等原因，公司大宗货物发送量持续下滑，但全国铁路货物平均均价水平在 13-15 年逐年上涨，部分对冲业务量下滑风险。2019 年，随着国家“公转铁”政策的持续推进以及全国铁路货运增量行动的实施，公司承运货物的发送量实现正增加。同时在 2021 年，公司充分利用客流下降释放出的运输能力，大力开展“货运增量行动”，实施“以货补客”经营策略，货物发送量同比增长 15.74%，货运业务收入同比增长 19.83%。

图 10：公司货运收入及同比增速



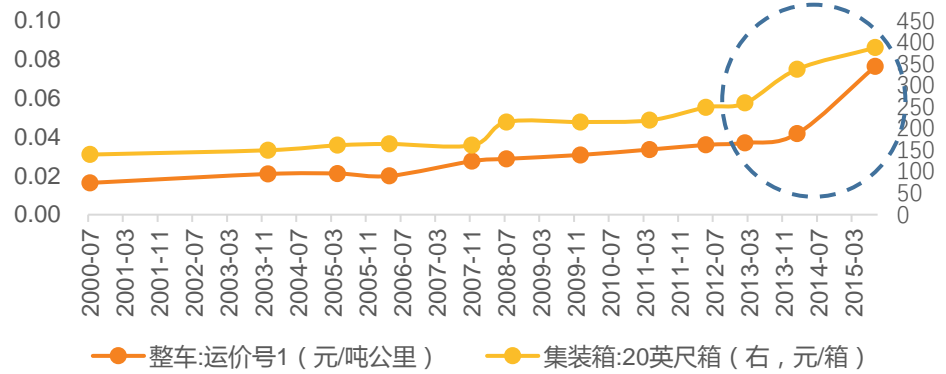
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司货物发送量及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：中国铁路货物运价率

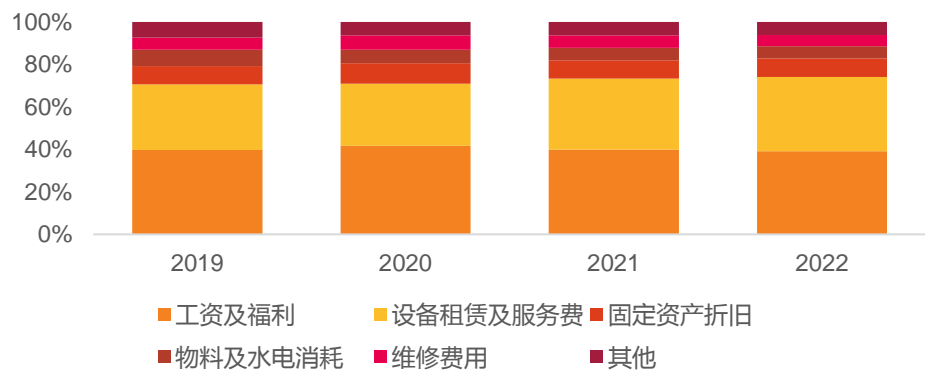


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 刚性成本占比较大，管理费用率稳中有降

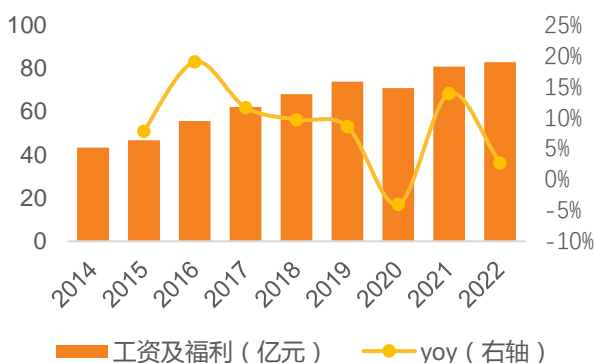
从成本端看，公司刚性成本占比较大，主营业务成本中占比最高的为工资及福利和设备租赁及服务费，2022 年，其占成本的比重分别为 39%、35%。其中，公司工资及福利成本在 2015-2019 实现了 12.12%的复合增速，其中 2016 年由于行业性工资上调导致工资及福利成本增长较快；设备租赁及服务费也较为稳健，2018 年其同比增长 22.56%，主要系货运清算体制的改变。

图 13：公司主营业务营业成本结构



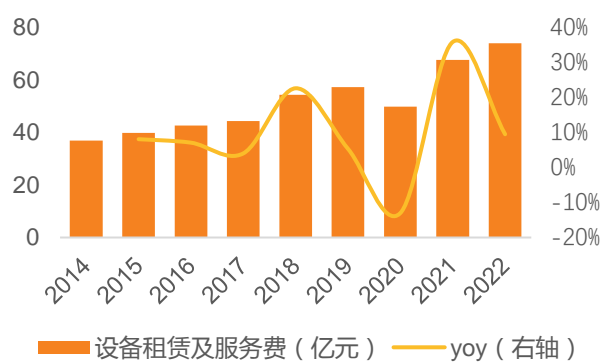
资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 14：公司主营业务工资及福利成本



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 15：公司主营业务设备租赁及服务费成本

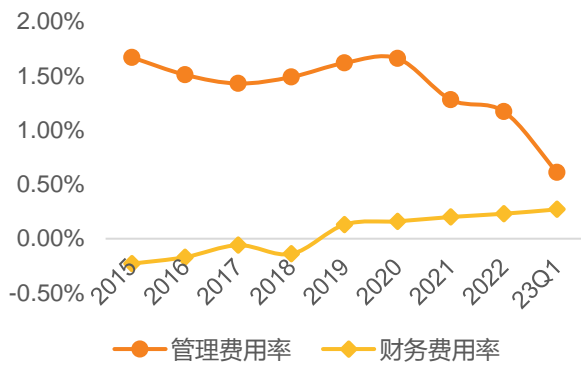


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所



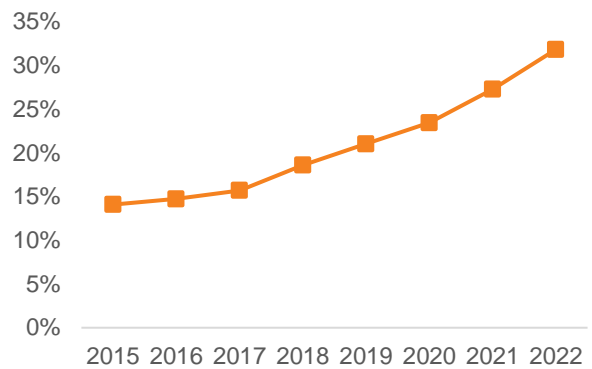
管理费用率稳中有降，财务费用率维持在较低水平。费用端来看，公司的主要费用为管理费用，费用率整体较为稳健。2020 年以来，在公司经营受到疫情影响的背景之下，公司全面严控成本费用支出，大力压缩临时用工费用、间接管理费用，管理费用率有所下滑。同时，公司资产负债率较低，19 年因执行新租赁准则，公司租赁负债提升明显；21 年以来，公司新增银行商业汇票以及银行长期借款，公司资产负债率有所提高，但整体而言财务费用率始终维持在较低水平。

图 16：公司管理费用率及财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：公司资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 客运：长途客运产品提质增效，增大动车布局有望享票改红利

### 2.1. 长途车：广深城际连接赣深高铁，公司客运产品提质增效

赣深高铁于 2021 年 12 月 10 日开通运营，全长 434 公里（广东段约 300 公里），设计时速 350 公里，初期运营时速 300 公里，全线共设江西省内四个站，广东省内 9 个站，是我国“八纵八横”高速铁路网京港（台）通道的京港高铁的重要组成部分。

赣深高铁北起江西省赣州市，连接已通车运营的京港高铁昌赣段，南至广东省深圳市，连接既有的广深港高铁和广深城际铁路（赣深高铁从东莞南站引出联络线接入广深城际铁路，通过总长 8 公里的莞塘深、莞塘广上下行线 4 条联络线连为一体），形成华中地区连通粤港澳大湾区的快速客运通道。

赣深铁路进一步优化长三角与珠三角之间的铁路交通。随着赣深高铁的开通，上海到深圳将实现开通 G 字头动车组列车（上海虹桥站-深圳站），不必经行沪昆高铁+杭深铁路或沪昆高铁+京广高铁+广深港高铁的组合形式，实现沪昆高铁+京港高铁的开行模式。新模式下，上海虹桥至深圳全程最短运行时间 6 时 51 分，较此前杭深铁路模式缩短时长 40%。

图 18：赣深高铁线路图



资料来源：地球知识局公众号，天风证券研究所

表 2：上海-深圳不同运行线路的列车情况

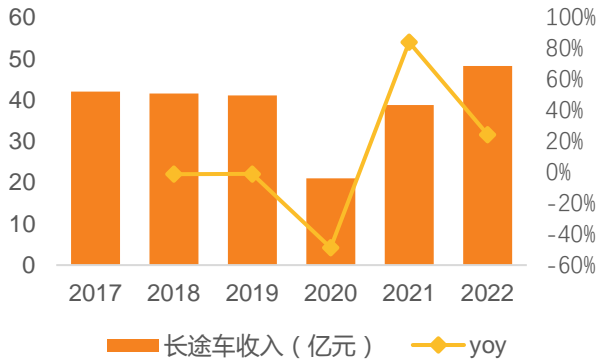
列车号	时间	始发站-目的站	线路	票价(元)
D2287	11 时 25 分	上海虹桥站-深圳北站	沪昆高铁-杭深铁路	二等座 630、一等座 1007
G997	6 时 51 分	上海虹桥站-深圳站	沪昆高铁-京港高铁(昌赣段+赣深段)	二等座 834 (较 D2287 +32.38%) 一等座 1341.5 (较 D2287 +33.22%) 商务座 2653.5

资料来源：中国铁路 12306 网站，地球知识局公众号，天风证券研究所

注：列车运营情况参照 2023 年 6 月 5 日数据

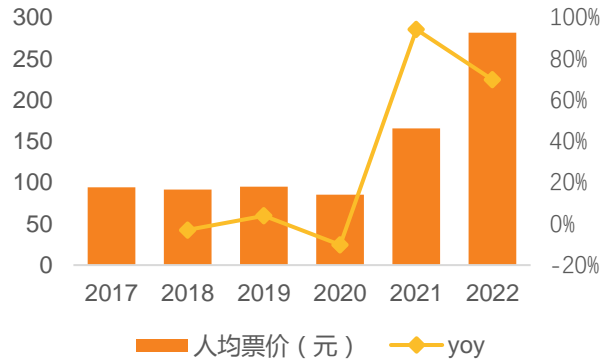
**增开赣深铁路方向长途列车，客运产品提质增效。**在赣深铁路与公司广深城际铁路实现互联互通后，公司增开了部分广州东站、深圳站始发开往赣深铁路方向的跨线动车组列车，促进客运产品提质增效，2021-2022 年长途车人均票价提高 94.26%、69.90%，带动长途车收入快速上涨。我们认为，赣深铁路开通将“拉近”长三角、华中地区与珠三角地区的时空距离，公司有望凭借与赣深铁路的联通进一步丰富客运产品，切入高铁客运与高铁服务领域，而我国具备一定弹性的高铁票价机制以及更高利润率的高铁运营服务或增厚公司利润。

图 19：公司长途车客运收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：公司长途车人均票价



资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

## 2.2. 城际列车：分流影响有限，有望实现稳健增长

目前，广州、深圳之间现有 3 条承担城际功能并已开通运营的轨道交通，分别是公司运营广深城际列车，2011 年开通的广深港高速铁路内地段以及 2019 年开通的穗深城际铁路。

图 21：广州-深圳的主要铁路路线（广深城际 vs 广深港高速 vs 穗深城际）



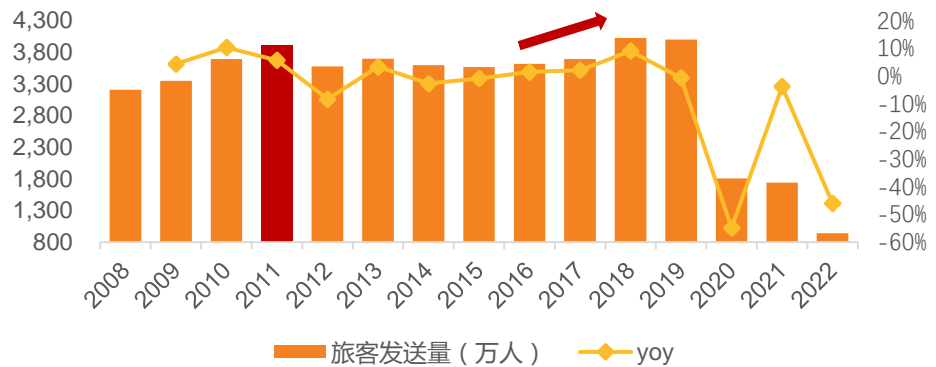
资料来源：华商网，天风证券研究所

### ➤ 广深港高铁 vs. 广深城际：

广深港高速铁路是连接广州、东莞、深圳以及香港的高速铁路，是中国“八纵八横”客运专线中京广高铁至香港延伸线的组成部分。广深港高铁全长约 140 公里，沿线共有 7 个车站，分为广深段和香港段。

广深段对于公司城际列车的分流影响已逐渐平稳。广深段于 2011 年 12 月 26 日通车，公司广深城际铁路受到广深港高铁的分流，12 年旅客发送量同比下降 8.35%，16 年公司新增城际客运业务，公司整体城际列车旅客发送量实现正增长。

图 22：公司城际列车旅客发送量及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

注：红色表明广深港高铁（广深段）开通年份

### ➤ 穗深城际 vs. 广深城际：

穗深城际铁路于 2019 年 12 月 15 日正式开通，是连接广州中心区、东莞核心组团、深圳东部滨海地区的城际轨道骨干线路。全程 16 座车站，约 107.1 公里，运行时间约 103 分钟，列车全程票价统一为 81 元。

和对比纵贯穗莞深的三条轨道交通：1) 广深铁路行经东莞的站点包括东莞站、常平站和樟木头站，主要集中在东莞的东部；2) 广深港高铁，行经东莞只有虎门一个站点；3) 穗深城际在东莞市内设立 10 个站点，经过东莞的镇区，集中于珠江口沿海一带，也是东莞的产业高地。穗深城际与广深城际线路覆盖的区域有所不同，同时始发终到站分别为深圳站、深圳机场站，两站驾车距离 44 公里，线路的重合度不高。

广深城际时刻优化调整增强自身竞争力。自 23 年 5 月 23 日起，广深城际部分动车组列车运行时刻优化调整，铁路部门加开“大站直达”列车，实现广州“市中心”与深圳“市中心”无缝连接，全程通勤时间缩短至 68 分钟，相较穗深城际列车在时效竞争力上进一步提升，因此我们认为穗深城际对于广深城际的分流效应有限。

表 3：广深间城际列车/高铁对比

类型	始发城市/站点	途经城市/站点	到达城市/站点	时长 (分钟)	全程票价 (元)	全程距离 (公里)
	广东	东莞	深圳			
穗深城际	广州东、新塘南	中堂、望牛墩、东莞西、洪梅、东莞港、厚街、虎门北、虎门东、长安西、长安	沙井西、福海西、深圳机场北、深圳机场	103	81	约 107.10
广深城际	广东、广州东	东莞、常平、樟木头	平湖、深圳	98(大站直达 68)	二等座 79.5 一等座 99.5	144.8
广深港高铁	广州南、庆盛	虎门	深圳北、福田	59	二等座 82 一等座 108 商务座 215	115

资料来源：中国铁路 12306 网站，南方都市报公众号，高德地图，中国新闻网公众号，公司公告，广州日报公众号，天风证券研究所

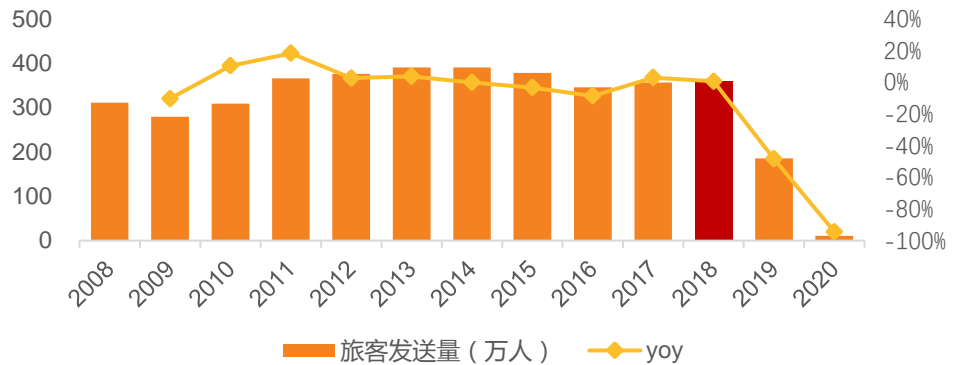
注：广深城际、广深港高铁分别参考 6 月 5 日的 C7031、G6215 列车运营数据

### 2.3. 直通车：以“高铁”形式恢复运营，公司竞争力大幅提升

广深港铁路对于公司直通车业务形成分流，但对公司整体业绩影响有限。广深港香港段于 2018 年 9 月 23 日通车，2019 年公司直通车业务受其分流影响，客流同比下降 48.34%。疫情以来，直通车于 2020 年 1 月起暂停服务，2021-2022 年旅客发送量为 0。但我们认为

其对于公司整体业绩影响有限，主要系由于直通车收入体量不大，19 年直通车占客运收入的 3.26%，因此对于公司整体业绩的影响较小。

图 23：公司直通车旅客发送量及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

注：红色表明广深港高铁（深港段）开通年份

2023 年 1 月 15 日，广九直通车恢复运营，采用和谐号高铁车底运行，乘坐舒适性较原广九直通车更高；同时全程最快运行时间 1 小时 37 分，较原有的广九直通车省时约 23 分钟。目前，广九直通高铁跨广深城际、赣深高铁和广深港高铁三线运行，全程运行约 177 公里，途经广州东、东莞、东莞南、深圳北、福田、香港西九龙等车站。因此我们认为，以高铁形式回归的广九直通车，始发站位于更靠近市中心的广州东站，相较广深港高铁的竞争力大幅提升，直通车业务有望较 19 年实现正增长。

图 24：广九直通高铁线路图



资料来源：Bing 地图，天风证券研究所

## 2.4. 票价：公司扩大跨线动车布局，有望享票价市场化改革红利

2016 年前，铁路客运定价方式有政府定价、政府指导价和市场调节价：1) 普通客运票价实行政府定价，按照固定每人每公里的基本票价；2) 最高运行时速可达 200-250 公里的普通动车组列车执行政府指导价，基准票价率是在传统列车基础票价率上加成确定；3) 最高运行时速 300-350 公里的高速动车组列车票价采取由运输企业自主制定试行价格，国家规定一、二等座上限票价。

普通客运系基层民生需求，近 30 年未提价，中短期调价可能性较小。我国铁路普通旅客列车定价权由发改委掌握，普客价格于 1989 年和 1995 年上涨的背景均为国内 CPI 快速上

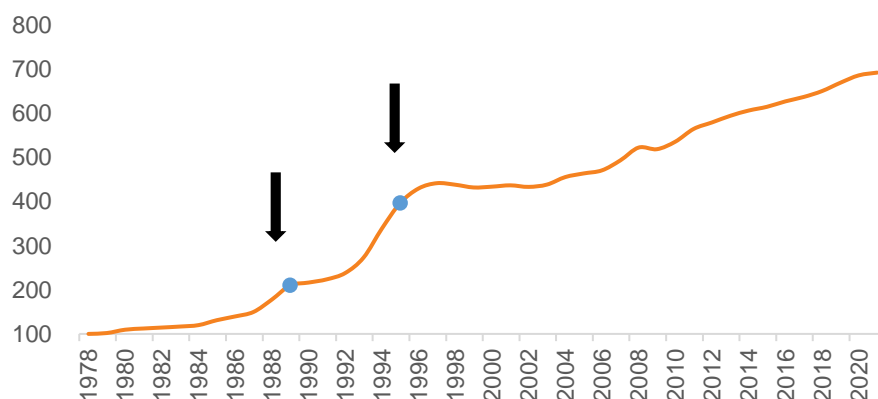
涨，1995 年至今始终未对普客列车进行价格调整，公共基础设施属性较为明显。考虑到铁路行业作为国家重大基础设施，承担了更多社会责任和保民生作用，普通列车更是低收入群体的出行首选，我们认为普通列车中短期调价可能性较小。

表 4：普通客运票价政策调整

时间	票价政策
1955 年 6 月	铁路客运票价提高 30%，从 1.350 分/人公里提高到 1.755 分/人公里，
1989 年 8 月	铁路客运票价提高 120%，从 1.755 分/人公里提高到 3.861 分/人公里
1995 年 10 月	铁路客运票价提高 52%，从 3.861 分/人公里提高到 5.861 分/人公里

资料来源：上海地方志，海角旅行，天风证券研究所

图 25：我国 CPI 指数（1878 年=100）



资料来源：wind，天风证券研究所

**高铁动车票价市场化改革持续推进。**从 2016 年以后，高铁动车定价机制开始采用公布票价和执行票价的方案。由中国铁路总公司客运部制定铁路客运全票价格及浮动范围，铁路运输公司根据市场在规定幅度内确定执行价。2017 年，铁总基于地区经济发展、人流量、可替代交通工具情况，首次在东南沿海高铁调价。不同线路、同一样路不同时段的票价调整幅度不一，整体执行票价根据各车次的客流状况呈现差异化，有涨有降。此后，各地铁路局集团陆续开始优化调整高铁动车票价，基本的思路均为建立灵活定价机制和浮动折扣策略。

表 5：高铁动车票价改革部分政策

时间	政策
2007	《铁运电〔2007〕75 号》：规定了旅行速度达到每小时 110 公里以上的动车组列车软座票价 <b>基准价</b> ，如二等座票为每公里 0.2805 元，可 <b>上下浮动 10%</b> 。
2015.12	《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》：从 2016 年 1 月 1 日起，对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规 <b>自主制定</b> ；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行 <b>市场调节</b> 。
2017.04	<b>中国高铁将第一次跨省调价。</b> 东南沿海时速 200~250 公里的动车组高铁（D 字头）列车部分车票将调整， <b>执行票价根据各车次的客流状况呈现差异化，有涨有降。</b>
2018.03	自 2018 年 4 月 28 日起，对 28 条城际铁路部分动车组列车票价，实行 <b>不同形式、不同幅度的折扣优惠</b> ，最大折扣幅度由前期试点的 10%提高到 20%。
2018.05	从 2018 年 7 月 5 日起，对 6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组公布票价进行优化调整，铁路相关企业可根据情况在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折， <b>执行票价有升有降</b>
2019.11	包括中国铁路上海局集团公司、成都局集团公司、兰州局集团公司、广州局集团公司、南宁局集团公司等，均发布

消息对所属高铁动车组列车执行票价优化调整。以上海局集团公司为例，涉及 400 多趟列车，最大折扣幅度 5.5 折，**总体上是有所升有降。**

2020.10 自 12 月 23 日起，对京沪高铁、成渝高铁运行时速 300~350 公里高铁动车组列车进行票价优化调整，改变固定执行票价方法，**建立灵活定价机制，执行票价有所升有降**

2023.04 2023 年 5 月 30 日起，沪宁、宁杭、胶济、南广、柳南等多条高铁线路票价优化调整，**建立灵活定价机制，实行有所升有降、差异化的折扣浮动策略，执行票价有所升有降。**

资料来源：中国交通报公众号，中国政府网，中国铁路公众号，南京发布公众号，中国铁路 12306 网站，澎湃新闻公众号，高铁管家公众号，观察者网公众号，天风证券研究所

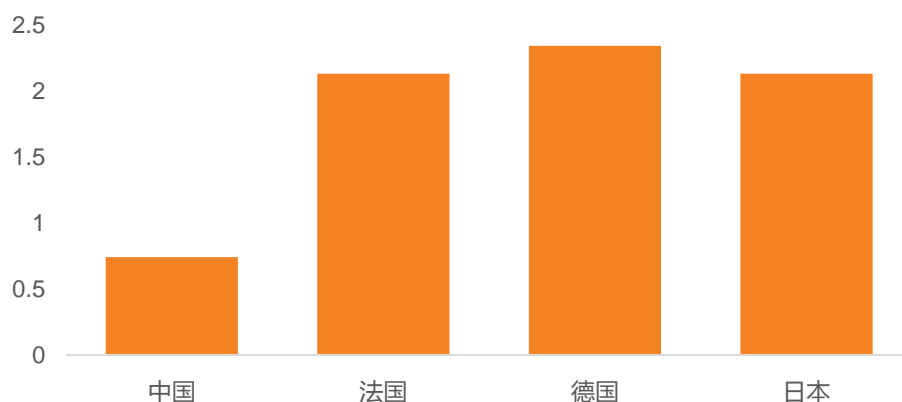
横向比较铁路与公路两种出行方式，深圳到厦门的动车不仅在时间上具备优势，而价格也明显低于公路交通，侧面印证了我国部分高铁线路的定价偏低。同时对比其他国家，我国的高铁整体票价水平也明显偏低。我们认为，**我国动车高铁的票价具备一定的上浮空间，具备良好供需关系的铁路线路则有提价的基础，而动车高铁票价市场化的改革则使得票价充分反映供需关系。**

表 6：铁路 vs 公路出行比较

线路/距离	出行方式	时长	价格 (元)	时速 (公里/小时)	速度票价比
深圳市-厦门市 573 公里	铁路	2 时 59 分	190	191.00	1.01
	公路	约 8 小时	260	71.63	0.28
广州市-肇庆市 98.4 公里	铁路	41 分	28	144	5.14
	公路	约 2 小时	41	49.2	1.20

资料来源：中国铁路 12306 网站，飞猪 APP，高德地图，天风证券研究所  
注：参考 6 月 5 日的 D3126 深圳北-厦门北、D3802 广州南-肇庆东的运营数据

图 26：各国高铁票价对比 (元/人/公里，2019 年)



资料来源：腾讯财经公众号，天风证券研究所  
注：选取最高票价

**公司票价自主权较大，但广深城际提价可能性较小。**公司具有广深铁路和广坪铁路的大部分定价权，通过实施特殊票价政策，公司定价可高于全国基准。目前公司广深城际列车的执行票价分别为 79.5/99.5 元，相较于 2009 年 75/95 元的票价，提高幅度仅为 6%/4.74%。但考虑到广深港高铁以及穗深城际列车的外部竞争，我们认为公司广深城际在中短期不具备提价基础。

表 7：广深铁路客运运价政策一览

票价类型	路段	列车类型	票价政策	目前执行情况
广深本线 特殊票价政策	广州-深圳	高速	企业自主定价	二等座 ¥79.5，一等座 ¥99.5
		普速	国铁票价浮动 50%的基础上再上下浮动 50%	-
	广州-坪石	-	软席：国铁统一运价基础上上浮 50%	硬座 ¥62.5，硬卧 ¥110.5，软卧 ¥195.5
		广九	直通车	协议价格
国铁通算票价	绝大部分长途车		国铁统一票价	
分段计费票价	经京九线运行距离不超过 2000 公里的直通旅客列车		分段计费	
	跨广深本线广铁集团管内旅客列车		分段计费	
	经京广线运行的长途旅客列车		分段计费	

资料来源：公司公告，中国铁路 12306 网站，天风证券研究所

注：票价参考 6 月 5 日 C7001 广州东-深圳，K1005 广州-坪石数据

公司自 2015 年以来，不断切入跨线动车组的运营，新增广州东至潮汕、桂林北、南宁东、厦门的跨线动车组列车。2021 年，赣深铁路开通运营，公司进一步增开广州东/深圳站始发开往赣深铁路方向的跨线动车组列车。2023 年，公司广九直通车恢复运营，并借用赣深铁路升级为广九高铁直通车。未来其以广深为中心的动车高铁线路有望进一步丰富。

从价格端来讲，广深本线列车采取特殊票价政策，票价一直具备较大的弹性空间，但是因为外部竞争的存在，我们认为其提价可能性较小；公司普通长途客运列车的提价又受制于普客票价机制；但另一方面，公司不断丰富自身跨线动车布局，赣深高铁接通广深铁路后，公司未来有望增开跨线高铁组列车，同时随着高铁动车票价市场化改革覆盖面的拓宽，公司有望享受票改红利。

表 8：公司高铁动车运营情况

年份	动车运营情况
2015 年	新增 3 对广州东-潮汕的跨线动车组
2016 年	新增 5 对广州东-潮汕的跨线动车组；广州至桂林北、南宁东和贵阳北的跨线动车组 3 对
2017 年	新增 2 对广州东-潮汕的跨线动车组
2018 年	新增 1 对广州东-厦门的跨线动车组
2019 年	新增 2 对广州东-潮汕的跨线动车组；新增 1 对深圳-怀集跨线动车组；新增广州东-桂林北/南宁东/贵阳北/厦门的跨线动车组至 7 对（原为 4 对）
2021 年	增开 10 对跨线长途动车组列车；增开广州东/深圳站始发开往赣深铁路方向的跨线动车组列车
2023 年	广九直通车恢复为广九高铁直通车

资料来源：公司年报，人民号，光明日报公众号，天风证券研究所

### 3. 铁路网络连通性提升，公司有望全面步入高铁运营时代

#### 3.1. 公司步入高铁运营领域，提振盈利

路网清算收入较为稳健。2018 年初铁路施行了新的货运清算准则，由分段清算变更为承运清算，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，带动公司 18 年路网清算收入同比增长 16.91%。20 年以来，受疫情影响，



列车开行对数大幅减少，路网清算收入随之减少。

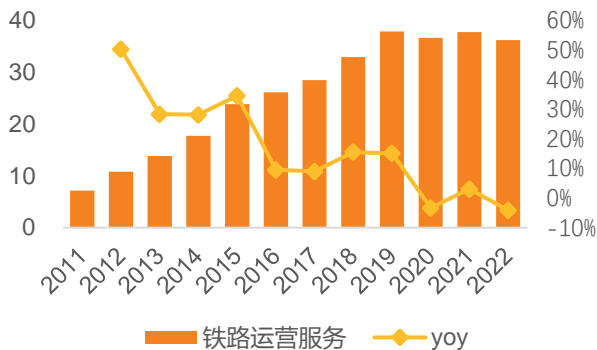
图 27：路网清算服务收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

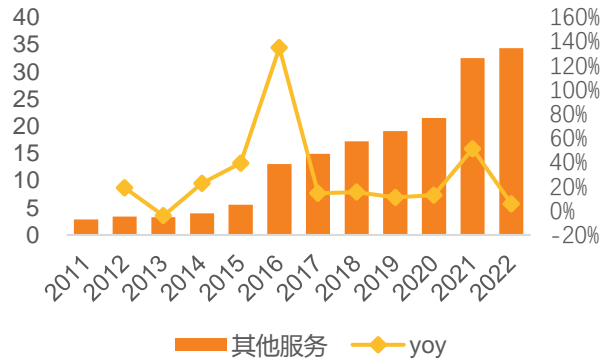
**新增高铁运输能力保障服务，服务收入实现高速增长。**2011-2019年，公司铁路运营收入复合增速为23.13%。期间，公司陆续新增为广深港铁路、广珠铁路、赣韶铁路等提供铁路运营服务，同时随着原有铁路的服务工作量的逐步增加，铁路运营收入整体实现高速增长。其他服务收入上，公司于2020-2022年，新增为广梅汕铁路、三茂铁路、赣深铁路等提供服务，同时新增高铁运输能力保障费清算收入，公司其他服务收入在疫情期間实现逆势增长。

图 28：铁路运营服务收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 29：其他服务收入及同比增速（亿元）



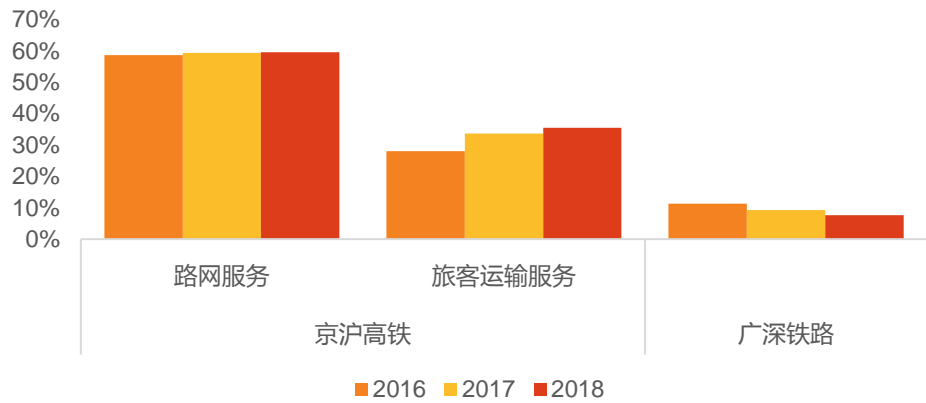
资料来源：公司年报，天风证券研究所

**广州东站未来有望全面进入高铁时代。**广州铁路枢纽“五主四辅”中，“五主”为广州站、广州东站、广州南站、佛山西站和广州白云站。广州南站为高铁站，但其位于番禺区，距离市中心车程21公里，对于主城区居民的高铁出行造成一定不便。而广州东站地处天河区中心地带，地铁、汽车通达便捷，但在22年之前始终没有高铁通车。随着2021年底赣深高铁投入运营并连接广深城际，2022年1月，广州东站首次开通两趟高铁，标志市中心车站广州东站正式步入高铁时代。从更长远视角来看，广州白云火车站项目正在稳步推进中，建成后的白云站将承接广州站和广州东站的全部普速客车，而广州站以及广州东站将进行改造，主要承接高铁运营，解决高铁站到市区“最后一公里”的问题。

**公司铁路运营服务有望全面步入高铁领域。**目前途经广州东站的轨道线路有广九铁路、广深铁路和广梅汕铁路，其中广九铁路（其中广坪段）、广深铁路均为公司所运营。22年广州东站的首列高铁也均由赣深高铁接入广深城际线路至广州东站。因此我们认为，公司坐拥广深城际线路的运营，未来广州东站高铁为主的定位或将进一步带动公司的铁路运营服

务全面步入高铁领域，公司整体盈利水平有望提振。

图 30：京沪高铁各业务毛利率明显高于公司



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.2. 铁路网络连通性提高，运营服务收入有望高速增长

随着穗深城际的通车，广深两市间交通便利化进一步提高。一方面，对于广深城际的客流量会造成一定分流，但我们认为基于线路的重合度不高、广深城际具备竞争优势，穗深对于广深的分流有限。另一方面，穗深城际铁路联通广州东站主要通过新塘南站经既有广深城际铁路接入，因此对于公司铁路运营服务也将产生积极影响。

图 31：穗深城际线路自新塘南站接入广深城际



资料来源：Bing 地图，天风证券研究所

随着广东省铁路交通设施的逐步完善，公司广深城际线路在 19 年-21 年新增接入穗深城际、赣深高铁。因此我们认为短期内，公司铁路运营服务收入具备成长的驱动力。

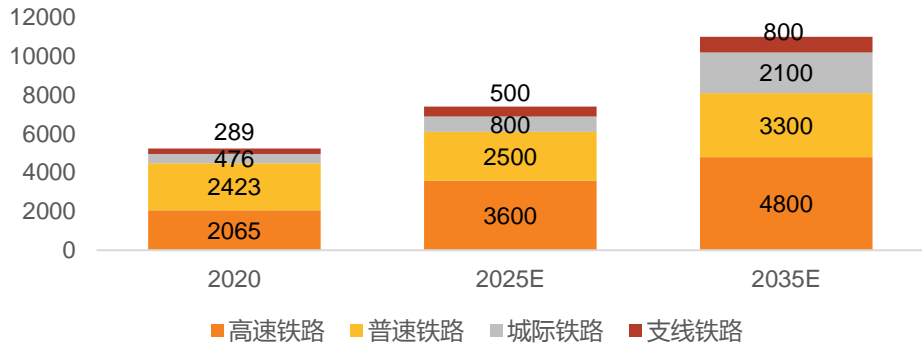
广汕高铁、广湛高铁预计在 23-24 年陆续开通运营，助推粤东、粤西地区加快融入粤港澳大湾区，广东铁路网络连通性进一步提升。同时，新塘站、广州站与广州东站连接，新建成铁路有望为公司铁路服务与客运业务贡献增量收入。中长期来看，随着“粤港澳大湾区”一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路运营服务的区域范围将更加广泛，铁路服务工作量有望持续提升，铁路运营及其他服务收入或是公司中长期新的业绩增长点。

表 9：广东部分铁路规划情况

铁路	线路	开通时间	意义
广汕高铁	广州新塘站-汕尾站	预计 23 年 9 月 30 日	助推粤东地区加快融入粤港澳大湾区
广湛高铁	广州站-湛江北站	预计 24 年建成通车	连接粤港澳大湾区、海南自贸港、北部湾城市群

资料来源：广东发布公众号，广州花都发布公众号，湾区最新新闻公众号，天风证券研究所

图 32：广东省铁路交通运营里程规划（公里）



资料来源：广东省交通运输厅，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与公司估值

收入假设：

### ➤ 客运业务：

**广深城际列车：**1) **人均票价：**21 年，公司新开城际列车线路，21-22 年人均票价提高明显；随着原线路广深城际列车的恢复，假设票价逐步降低，23-25 年，广深城际列车人均票价同比下降 60%、2%、2%；2) **旅客量：**随着疫情影响消退，广深城际列车客运量逐步恢复，但是考虑到 19 年新开的穗深城际列车对广深城际存在一定分流效应，城际列车客流量较 19 年有所下滑，同时随着分流效应的减弱，24-25 年旅客量有望实现内生增长，23-25 年广深城际旅客量同比增速 400%、10%、5%；

**直通车：**直通车业务于 2023 年 1 月恢复运营，采用和谐号高铁车底运行，二等座票价为 215 元，较此前提高 24%，同时缩短运行时长。假设 1) **人均票价：**23 年，人均票价较 19 年提高 30%，24-25 年维持；2) **旅客量：**较 19 年提高 20%，24-25 年保持增速 5%；

**长途车：**1) **人均票价：**2021 年 11 月，赣深铁路开通运营并与广深城际实现互联互通后，公司增开部分跨线动车组列车，长途车人均票价提升明显。随着原长途车的恢复，假设票价逐步降低，23-25 年，长途车人均票价同比下降 70%、2%、2%；2) **旅客量：**23Q1 全国铁路旅客周转量恢复至 19 年同期的 86.35%，同时考虑到公司新增长途车路线，假设 23 年公司直通车客流基本恢复，恢复率领先城际列车；24-25 年直通车旅客量同比增长 260%、10%、5%。

### ➤ 货运业务：

1) **单吨货价：**假设 2023 年货运价格回归至疫前常态化水平，24-25 年保持低速增长，2023-2025 年公司货运单价同比-10%、+5%、+5%；2) **货运量：**23Q1 全国铁路货运量恢复至 19 年同期的 122.69%，我们假设公司货运量基本恢复至 19 年同期，2024-2025 年保持低速增长；2023-2025 年货运量同比增速 40%、2%、2%。

### ➤ 路网清算及其他运输服务业务：

随着铁路出行客流的恢复，以及广深港高铁、赣深高铁与公司城际列车的接通，公司路网清算以及铁路运营服务有望保持高速增长，23-25 年路网清算服务、铁路运营服务收入以及其他服务收入同比增长 20%、10%、6%。

表 10: 2023-2025 年公司营业收入预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>202.06</b>	<b>199.43</b>	<b>267.89</b>	<b>290.27</b>	<b>304.76</b>
yoy	23.59%	-1.30%	34.33%	8.35%	4.99%
<b>客运收入</b>	<b>61.69</b>	<b>66.83</b>	<b>86.38</b>	<b>93.01</b>	<b>95.79</b>
yoy	49.94%	8.33%	29.26%	7.67%	3.00%
广深城际列车	18.97	15.10	30.19	32.55	33.49
yoy	15.07%	-20.42%	100.00%	7.80%	2.90%
人均票价 (元)	109.06	160.71	64.28	63.00	61.74
yoy	19.62%	47.36%	-60.00%	-2.00%	-2.00%
旅客量 (万人)	1739.46	939.35	4696.74	5166.41	5424.73
yoy	-3.80%	-46.00%	400.00%	10.00%	5.00%
直通车	0.00	0.00	4.07	4.28	4.49
yoy	-100.00%	-	-	5.00%	5.00%
人均票价 (元)	0.00	0.00	110.73	110.73	110.73
yoy	-100.00%	-	-	0.00%	0.00%
旅客量 (万人)	0.00	0.00	367.94	386.34	405.65
yoy	-100.00%	-	-	5.00%	5.00%
长途车	38.78	48.26	52.12	56.18	57.81
yoy	84.15%	24.42%	8.00%	7.80%	2.90%
人均票价 (元)	165.86	281.81	84.54	82.85	81.19
yoy	94.26%	69.90%	-70.00%	-2.00%	-2.00%
旅客量 (万人)	2338.36	1712.37	6164.51	6780.97	7120.01
yoy	-5.20%	-26.77%	260.00%	10.00%	5.00%
<b>货运收入</b>	<b>20.35</b>	<b>16.17</b>	<b>20.38</b>	<b>21.82</b>	<b>23.37</b>
YOY	19.83%	-20.55%	26.00%	7.10%	7.10%
单吨运价 (元)	108.06	97.57	87.81	92.20	96.82
yoy	3.53%	-9.70%	-10.00%	5.00%	5.00%
货运量 (万吨)	1883.65	1657.36	2320.31	2366.71	2414.05
yoy	15.75%	-12.01%	40.00%	2.00%	2.00%
<b>路网清算及其他服务收入</b>	<b>108.15</b>	<b>104.23</b>	<b>125.07</b>	<b>137.58</b>	<b>145.84</b>
YOY	12.98%	-3.62%	20.00%	10.00%	6.00%
路网清算服务	37.88	33.68	40.42	44.46	47.13
yoy	0.82%	-11.09%	20.00%	10.00%	6.00%
铁路运营服务	37.76	36.20	43.44	47.79	50.66
yoy	3.03%	-4.11%	20.00%	10.00%	6.00%
其他服务	32.51	34.34	41.21	45.34	48.06
yoy	51.19%	5.65%	20.00%	10.00%	6.00%
<b>其他业务</b>	<b>32.51</b>	<b>34.34</b>	<b>36.06</b>	<b>37.87</b>	<b>39.76</b>
yoy	51.19%	5.65%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司年报, wind, 天风证券研究所

公司广深城际铁路与赣深高铁接通之后, 增开部分广东站、深圳站始发的跨线动车组列车, 长途车人均票价与收入提升明显。同时, 我们认为公司有望凭借赣深高铁、广深港高铁的接通进入高铁运营领域, 盈利能力或将提升。经假设, 公司 2023-2025 年毛利率分别为

8.56%、9.06%、9.56%。

表 11：2023-2025 年公司营业成本假设（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业成本	212.61	223.26	240	257	268
占营业收入比	105.22%	111.94%	91.44%	90.94%	90.44%
工资及福利	80.55	82.70	90.56	96.06	99.22
占营业收入比	39.86%	41.47%	34.47%	33.97%	33.47%
设备租赁及服务费	67.49	73.87	71.04	76.46	80.16
占营业收入比	33.40%	37.04%	27.04%	27.04%	27.04%
其他主营业务成本	53.94	54.63	65.41	70.40	73.80
占营业收入比	26.69%	27.39%	24.89%	24.89%	24.89%
其他业务成本	10.63	12.06	13.26	14.27	14.96
占营业收入比	5.26%	6.05%	5.05%	5.05%	5.05%
毛利率	-5.22%	-11.94%	8.56%	9.06%	9.56%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

综上，我们预计 2023-2025 年广深铁路收入分别为 267.89/290.27/304.76 亿元，同比增长 34%/8%/5%；归母净利润 13.89/16.83/19.28 亿元，同比扭亏为盈/+21%/+15%；对应 EPS 分别为 0.20、0.24、0.27 元/股，PE 分别为 20.65x、17.05x、14.88x。

我们选取京沪高铁作为可比公司，考虑到公司铁路地处珠三角核心区位，疫情影响消退，公司业绩有望步入快速修复阶段；同时公司新增长途动车组列车、有望进入高铁运营领域，盈利能力或进一步提升，我们给予公司 23 年 22 倍的 PE 估值，对应目标价为 4.31 元/股。

表 12：可比公司估值

公司名称	公司代码	股价 (元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
京沪高铁	601816	5.39	-0.01	0.23	0.28	0.31	-459.39	23.69	19.49	17.13
广深铁路	601333	4.05	-0.28	0.20	0.24	0.27	-14.46	20.65	17.05	14.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据日期截至 2023 年 6 月 19 日

## 5. 风险提示

**宏观经济风险。**铁路运输业是与宏观经济发展状况密切相关的行业，如果未来宏观经济景气度下降，可能会对本公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

**政策法规风险。**行业相关的法律法规和产业政策可能会进行相应的调整，这些变化给公司未来的业务发展和经营业绩带来一定的不确定性。

**运输安全风险。**恶劣天气、机械故障、人为差错以及其他不可抗力事件等都可能对公司的运输安全造成不利影响。

**新增线路分流影响。**广深城际是公司重要的客运收入来源，如果穗深城际等新增线路对于公司广深城际列车的分流超出预期，将对公司业绩产生不利影响。

**自营线路客运量不及预期。**客运收入是公司重要的收入来源，若自营线路客运量不及预期，将对公司收入产生不利影响。

**股价异动风险。**23 年 5 月，公司股票交易价格异常波动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,559.46	1,299.64	3,101.33	7,877.14	6,513.56
应收票据及应收账款	4,396.17	4,656.29	7,476.25	5,184.99	8,457.80
预付账款	3.95	10.50	9.68	7.02	12.31
存货	271.58	262.64	410.19	277.15	434.28
其他	504.34	740.25	991.30	715.95	1,082.48
<b>流动资产合计</b>	<b>6,735.51</b>	<b>6,969.32</b>	<b>11,988.74</b>	<b>14,062.25</b>	<b>16,500.43</b>
长期股权投资	225.34	274.60	274.60	274.60	274.60
固定资产	24,008.18	23,428.85	21,567.06	19,705.27	17,843.48
在建工程	1,588.93	1,112.58	1,212.58	1,412.58	1,612.58
无形资产	1,781.12	1,727.13	1,638.99	1,587.19	1,535.38
其他	3,064.33	3,528.89	3,070.55	3,182.78	3,237.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>30,667.91</b>	<b>30,072.05</b>	<b>27,763.78</b>	<b>26,162.41</b>	<b>24,503.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>37,403.42</b>	<b>37,041.38</b>	<b>39,752.52</b>	<b>40,224.66</b>	<b>41,004.04</b>
短期借款	0.00	700.53	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	5,889.42	5,578.93	6,598.13	6,798.44	7,150.94
其他	2,038.31	2,435.11	3,319.97	2,595.92	3,383.54
<b>流动负债合计</b>	<b>7,927.73</b>	<b>8,714.57</b>	<b>9,918.10</b>	<b>9,394.37</b>	<b>10,534.49</b>
长期借款	0.00	775.00	1,300.00	1,300.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,158.82	2,125.74	1,921.37	2,068.64	2,038.58
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,158.82</b>	<b>2,900.74</b>	<b>3,221.37</b>	<b>3,368.64</b>	<b>2,038.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,198.99</b>	<b>11,788.17</b>	<b>13,139.47</b>	<b>12,763.01</b>	<b>12,573.07</b>
少数股东权益	(37.51)	(36.50)	(36.14)	(35.97)	(35.99)
股本	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54
资本公积	11,573.00	11,576.69	11,576.69	11,576.69	11,576.69
留存收益	8,391.58	6,396.92	7,786.19	8,627.68	9,591.72
其他	193.82	232.55	202.77	209.71	215.01
<b>股东权益合计</b>	<b>27,204.44</b>	<b>25,253.20</b>	<b>26,613.05</b>	<b>27,461.65</b>	<b>28,430.97</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,403.42</b>	<b>37,041.38</b>	<b>39,752.52</b>	<b>40,224.66</b>	<b>41,004.04</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(973.96)	(1,993.65)	1,389.27	1,682.98	1,928.07
折旧摊销	1,865.65	1,961.02	1,912.08	1,913.59	1,913.59
财务费用	57.72	69.91	101.37	14.38	(97.43)
投资损失	(27.94)	(65.29)	(41.04)	(44.76)	(50.36)
营运资金变动	717.23	36.78	(1,332.24)	2,230.01	(2,724.19)
其它	(636.22)	(202.22)	0.35	0.34	(0.04)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,002.47</b>	<b>(193.45)</b>	<b>2,029.79</b>	<b>5,796.54</b>	<b>969.64</b>
资本支出	939.66	910.08	266.53	52.73	230.06
长期投资	28.49	49.26	0.00	0.00	0.00
其他	(1,894.27)	(2,385.21)	(172.84)	(227.10)	(405.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(926.11)</b>	<b>(1,425.87)</b>	<b>93.69</b>	<b>(174.37)</b>	<b>(175.15)</b>
债权融资	(38.98)	1,451.20	(292.01)	(11.63)	(1,199.36)
股权融资	22.23	42.41	(29.78)	(834.72)	(958.72)
其他	(45.38)	(74.11)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(62.13)</b>	<b>1,419.49</b>	<b>(321.79)</b>	<b>(846.35)</b>	<b>(2,158.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>14.23</b>	<b>(199.83)</b>	<b>1,801.69</b>	<b>4,775.82</b>	<b>(1,363.59)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>20,206.16</b>	<b>19,943.43</b>	<b>26,789.35</b>	<b>29,027.44</b>	<b>30,475.89</b>
营业成本	21,261.17	22,325.67	24,497.52	26,399.00	27,563.91
营业税金及附加	55.61	10.55	85.69	92.85	97.48
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	257.87	233.53	367.27	426.99	478.77
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	40.34	46.32	101.37	14.38	(97.43)
资产/信用减值损失	18.12	(4.13)	0.84	4.94	0.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.94	65.29	41.04	44.76	50.36
其他	(110.65)	(190.19)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(1,344.24)</b>	<b>(2,543.61)</b>	<b>1,779.39</b>	<b>2,143.93</b>	<b>2,484.08</b>
营业外收入	104.21	14.62	45.55	54.79	38.32
营业外支出	9.56	50.81	58.60	39.66	49.69
<b>利润总额</b>	<b>(1,249.59)</b>	<b>(2,579.79)</b>	<b>1,766.33</b>	<b>2,159.07</b>	<b>2,472.71</b>
所得税	(275.62)	(586.15)	376.71	475.75	544.68
<b>净利润</b>	<b>(973.96)</b>	<b>(1,993.65)</b>	<b>1,389.63</b>	<b>1,683.32</b>	<b>1,928.03</b>
少数股东损益	(0.84)	1.02	0.35	0.34	(0.04)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(973.12)</b>	<b>(1,994.67)</b>	<b>1,389.27</b>	<b>1,682.98</b>	<b>1,928.07</b>
每股收益(元)	(0.14)	(0.28)	0.20	0.24	0.27

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.59%	-1.30%	34.33%	8.35%	4.99%
营业利润	126.64%	89.22%	-169.96%	20.49%	15.87%
归属于母公司净利润	74.43%	104.98%	-169.65%	21.14%	14.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-5.22%	-11.94%	8.56%	9.06%	9.56%
净利率	-4.82%	-10.00%	5.19%	5.80%	6.33%
ROE	-3.57%	-7.89%	5.21%	6.12%	6.77%
ROIC	-4.19%	-8.42%	6.70%	7.64%	10.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.27%	31.82%	33.05%	31.73%	30.66%
净负债率	-5.50%	1.03%	-6.51%	-23.68%	-22.64%
流动比率	0.84	0.78	1.21	1.50	1.57
速动比率	0.80	0.75	1.17	1.47	1.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.98	4.41	4.42	4.59	4.47
存货周转率	71.15	74.66	79.63	84.46	85.68
总资产周转率	0.54	0.54	0.70	0.73	0.75
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.14	-0.28	0.20	0.24	0.27
每股经营现金流	0.14	-0.03	0.29	0.82	0.14
每股净资产	3.85	3.57	3.76	3.88	4.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	-29.48	-14.38	20.65	17.05	14.88
市净率	1.05	1.13	1.08	1.04	1.01
EV/EBITDA	22.20	-20.66	6.33	4.70	4.45
EV/EBIT	-8.76	-5.03	12.73	8.86	8.00

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com