廣深鐵路

買入(+28%)

2005 年 11 月 22 日

鐵路變革帶來美好盈利前景

➢ 中國鐵路體制改革加速，前景看好：

中國鐵路是世界上最繁忙的鐵路，但供需矛盾日益突出，過去五年，中國高速公路發展迅速，而鐵路發展依然緩慢。國家出臺《中國鐵路中長期發展規劃》，目標爲 2020 年中國鐵路營業里程達到 10 萬公里，中國鐵路未來 15 年投資需求高達 2 萬億元，資金缺口巨大，最近 2 年鐵路改革步伐明顯加快，鐵路改革不可逆轉，廣深鐵路可望受益。

➢ 發行 A 股日漸臨近，收購廣坪獲得政策優惠：

廣深鐵路發行 A 股各項準備工作早已完成，但受中國股權分置改革影響延遲。目前股權分置改革全面啓動，新股上市融資活動近期可望復活，廣深鐵路有望成爲新老劃斷後主板 IPO 第一家大型股，我們認爲，廣深鐵路發行 A 股上市的時間日期已經日益臨近，預計將在 06 年上半年實現，發行 A 股集資收購廣坪鐵路可大大提升公司價值，不僅拓寬發展空間，取得協同效應，並可望獲得清算，客貨運定價及稅收三大政策優惠。

➢ 廣深都市圈經濟活躍，廣深四線提高運能 50%：

受益于港澳自由行及廣深港一體化，廣深線客流量持續增加，香港迪士尼開業及深圳地鐵開通均有利廣深鐵路客流增長。目前廣深鐵路運能已近瓶頸，第四線建成後，運能可增長 50%，此外，購買高速機車不僅提高運力，更可以降低維修費用。

➢ 未來三年盈利年平均增長 28%：

收購廣坪鐵路將爲公司帶來收入及盈利的快速增長，2004 年至 2007 年的每股盈利的複合年平均增長率達 28%。

➢ 目標價 3.08 港元，推薦買入：

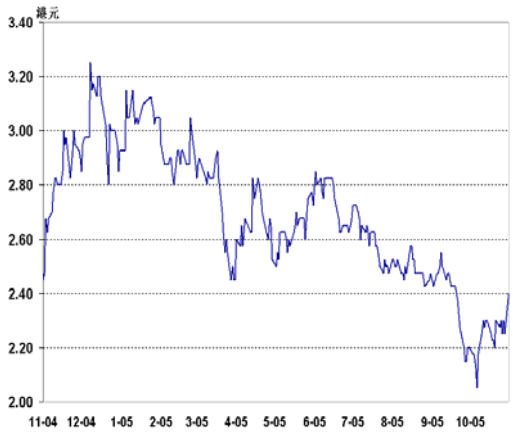
我們的目標價是基於現金流折現法設定，相當於 07 年預期每股盈利的 11 倍或 06 年預期每股盈利的 15 倍，該目標價與現價相比有 28%的上升空間，我們給予投資評級爲**買入**。

★1 港元=1.04 人民幣

主要資料

行業	交通運輸
股價	2.40 港元
股票代碼	0525
總股本	43.36 億股
已發行 H 股	14.31 億股
市值	102.97 億港元
52 周高/低	3.35-2.00 港元
每股淨現值	2.34 元人民幣
主要股東	廣州鐵路公司（66.99%）

股價表現



資料來源：彭博資訊

盈利摘要

截止 12 月31 日	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
营业收入（人民币百万）	2,468	3,038	3,194	6,855	11,167
变动(%)	*-5%*	*23%*	*5%*	*115%*	*63%*
净利润（人民币百万）	512	567	667	1,142	1,930
每股盈利(人民币元)	0.118	0.131	0.154	0.200	0.272
变动(%)	*-8%*	*11%*	*17%*	*30%*	*36%*
市盈率（倍）	21.55	19.44	16.23	12.48	9.16
每股股息（人民币元）	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12
股息现价比率(%)	4.13%	4.32%	4.41%	4.41%	4.81%

資料來源：公司資訊、第一上海

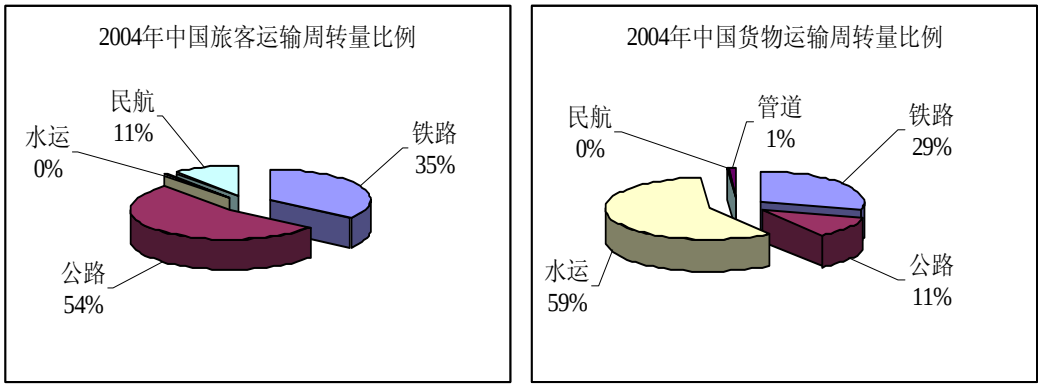
中國鐵路體制改革加速，前景看好

中國鐵路是世界上最繁忙的鐵路，但供需矛盾日益突出

2004 年中國內地鐵路營業里程已經達到 7.4 萬公里，居世界第三位。但目前，中國鐵路用占世界６％的營業里程完成了占世界２４％的換算周轉量，換算密度爲世界平均水平的４倍，是世界上最繁忙的鐵路。2004 年中國鐵路完成的旅客周轉量、貨物發送量和換算周轉量均爲世界第一位。

鐵路一直是我國客貨運輸的主力軍，2004 年，我國鐵路貨物總周轉量占全國貨物周轉量的 29%，旅客周轉量占全國旅客周轉量的 35%。

圖 1：2004 年中國客貨運周轉量比例



資料來源：中國統計局，第一上海

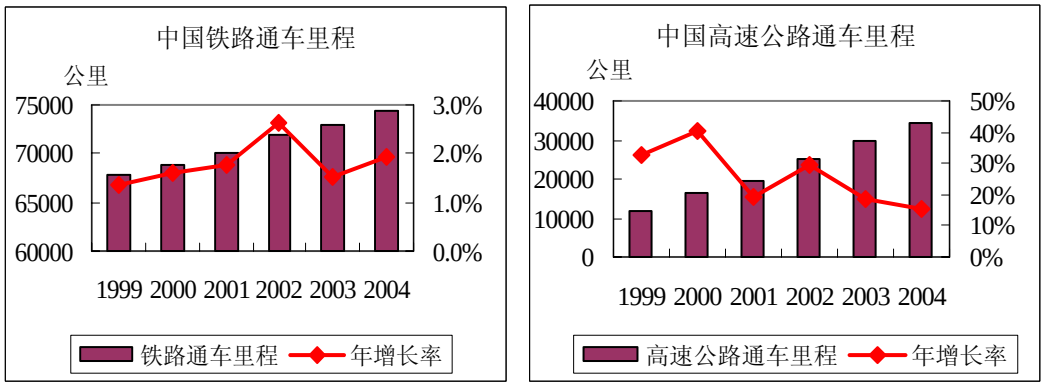
鐵路是我國中長途客貨運的主力軍。但我國鐵路發展仍面臨著以下突出問題：

- 路網密度相對較低。中國每萬人僅擁有鐵路 0.57 公里，在世界上排 100 名以後；每萬平方公里國土擁有鐵路 78 公里，在世界上排 60 名以後。
- 主要幹線長期處於飽和甚至超飽和狀態，京廣、京滬、哈大、京沈和隴海五大幹線的運輸密度已接近１億噸／公里。
- 季節性運能緊張問題突出，每年春節、暑假等長假期的 120 天內運能全面告急。
- 客貨混跑、技術標準低，客貨矛盾日益尖銳，應變能力差。

過去五年，高速公路發展迅速，而中國鐵路發展依然緩慢

從 1999 年到 2004 年，中國 GDP 保持了年平均 8.5%以上的增幅，中國的高速公路里程平均年增幅高達 24%，每年新增高速公路里程超過 4500 公里。而中國鐵路仍舊徘徊在緩慢增長的階段，每年新增鐵路 1300 公里，平均年增幅不足 2%。中國鐵路和高速公路發展完全不同的態勢與投資息息相關。據資料顯示，1999 年至 2004 年 5 年間，我國公路投資額達 1.5 萬多億元，而鐵路僅 3000 億元。

圖 2：中國鐵路和高速公路通車里程及年增幅



本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

資料來源：鐵道部，交通部，第一上海

國家出臺《中國鐵路中長期發展規劃》，2020 年我國鐵路營業里程將達 10 萬公里

爲迅速扭轉鐵路的落後局面，滿足經濟社會發展的需要，2004 年 1 月，國務院審議通過的《中長期鐵路網規劃》，這標誌著我國鐵路新一輪大規模建設即將展開。

表 1：2020 年中國中長期鐵路網規劃

2020 年中國中長期鐵路網規劃	
中長期目標	到 2020 年，全國鐵路營業里程達到 10 萬公里，主要繁忙幹線實現客貨分線，複綫率和電化率均達到 50%，運輸能力滿足國民經濟和社會發展需要，主要技術裝備達到或接近國際先進水平。
規劃方案	建設客運專線 1.2 萬公里以上，客車時速達 200 公里以上。完善路網佈局和西部開發性新線。規劃建設新線約 1.6 萬公里。規劃既有線增建二線 1.3 萬公里。既有線電氣化 1.6 萬公里。
實施計劃	
2005 年目標	到 2005 年鐵路營業里程達到 7.5 萬公里，其中複綫鐵路 2.5 萬公里，電氣化鐵路 2 萬公里以上。
2010 年目標	到 2010 年，鐵路網營業里程達到 8.5 萬公里左右，其中客運專線約 5000 公里，複綫 3.5 萬公里，電氣化 3.5 萬公里。

資料來源：第一上海，國家發改委

圖 3：中國中長期鐵路網規劃圖

資料來源：國家發改委

中國鐵路未來 15 年投資規模高達 2 萬億元，資金缺口巨大

按照 2004 年國務院審議通過的《中長期鐵路網規劃》，到 2020 年，初步估算中國鐵路投資規模將在 2 萬億元以上。每年需 1000-1200 億元用於鐵路建設。而目前鐵道部每年的投資規模在 500 億元左右。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2005 年全國建設鐵路建設總投資在 1000 億元左右，但按傳統籌集的資金也只有 500 億元，資金缺口巨大。

最近 2 年鐵路改革步伐明顯加快

爲吸引更多非國有資金參加鐵路的投資，解決鐵路建設資金的巨大缺口問題，最近 2 年來，中國鐵路體制改革的步伐在加快。政府出臺了一系列政策法規。將中國鐵路投融資改革推上了快車道。

2004 年 7 月發佈的《國務院關於投資體制改革的決定》和 2005 年 2 月發佈的《國務院關於鼓勵支援和引導個體私營等非公有制經濟發展的若干意見》，爲中國鐵路投融資體制的改革掃除了政策上的障礙。

表 2：鐵路改革相關重要政策和事件：

鐵路改革相關重要政策	
04 年 7 月	《國務院關於投資體制改革的決定》
05 年 2 月	《國務院關於鼓勵支援和引導個體私營等非公有制經濟發展的若干意見》
05 年 7 月	鐵道部頒佈了《關於鼓勵和引導非公有制經濟參與鐵路建設經營的實施意見》，明確提出要按照“平等准入、公平待遇”原則，在鐵路建設、鐵路客貨運輸、鐵路裝備製造和多元經營等四大領域對社會資本開放，鼓勵社會資本以合資鐵路等多種方式參與鐵路客運專線、煤運通道、集裝箱站場等重點專案建設和國鐵企業重組改制，積極引進國內外先進技術、裝備和建設管理方式，開放工程設計、諮詢和施工市場，建立健全相關的法律法規和政策體系，爲投資者創造良好的投資環境。
重要事件	
04 年 11 月	鐵道部組建了中國鐵路建設投資公司，開始了政企分開的探索。鐵道部下屬的一些實體如大秦鐵路，中鐵快運也進行了股份制改革。
05 年 3 月	鐵道路撤銷全路所有鐵道分局，由整合後的 18 個鐵道局直接管理站段，實行鐵道部-鐵道局-站段三級管理體制，明確了鐵道局作爲鐵路運輸企業的法人主體地位，爲下一步推進鐵路政企分開，重組鐵路運輸企業，建立現代企業制度創造了條件。
05 年 4 月	包括民間資本在內的八家企業日前在北京簽訂投資協定，共同投資建設遷曹鐵路專案，鐵路總長 200 公里，總投資 40 億元。
05 年 9 月	由鐵道部舉辦的“中國鐵路投融資改革論壇”在北京舉行。我國將從充分發揮政府主導作用；鼓勵社會資本投資鐵路，推進投資主體多元化；拓寬融資渠道，爲社會資本投資鐵路提供更多選擇；完善鐵路監管體系，規範市場化運作行爲；建立健全相關法規，保護各類投資人的合法權益等五個方面入手，推進鐵路投融資體制改革。

資料來源：第一上海，鐵道部，國家發改委

鐵路改革全面啓動，廣深鐵路可望受益

我們認爲：鐵路系統的改革正全面啓動，並不可逆轉，對於作爲改革先鋒的廣深鐵路來說，也可望在鐵道部的改革過程當中獲得一些優惠的政策支援，而投資者投資廣深鐵路獲得的豐厚回報也將吸引更多的民間資本進入鐵路運輸行業。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

發行 A 股日漸臨近

各項準備工作早已完成，但受股權分置改革影響延遲

2004 年 12 月，廣深鐵路股份公司公告了發行不超過 27.5 億股 A 股的公告，原來預計發行時間爲 2005 年上半年。但由於中國在今年啓動了股權分置改革，因此暫停了中國 A 股所有的新股的發行活動，廣深鐵路在 A 股上市的時間也不得不延遲。

我們最近去廣深鐵路進行了公司訪問，公司管理層表示：仍在積極準備上市前的相關工作，並且已經將各種所需要的資料不斷更新，上市的準備工作已經完成，只待最後發審委的最後批准。

中國股權分置改革全面啓動，IPO 活動年底明年初可望復活

由於歷史原因，股權分置一直是困擾中國證券市場發展的重大制度問題，但中國證監會 2005 年 4 月 29 日發佈了《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》，啓動股權分置改革試點工作。目前股權分置改革已經取得重大突破，佔有流通市值 30%的上市公司已經進行了股改，各種類型的公司股改難點也已經找到了突破口。

最近證監會官員表示：恢復新股發行不會等到所有上市公司都解決完股權分置問題。預計到明年初，絕大部分的上市公司的股改將要完成，而各大市值公司的二級市場價格也將趨向穩定，爲全流通 IPO 創造了條件。

根據國內報道：12 月中下旬，深交所中小企業板將可能率先啓動發行全流通新股；2006 年春節前後，主板市場將恢復再融資；並在主板市場正式實施新老劃斷。

表 3：2005 年中國股權分置改革重要事件

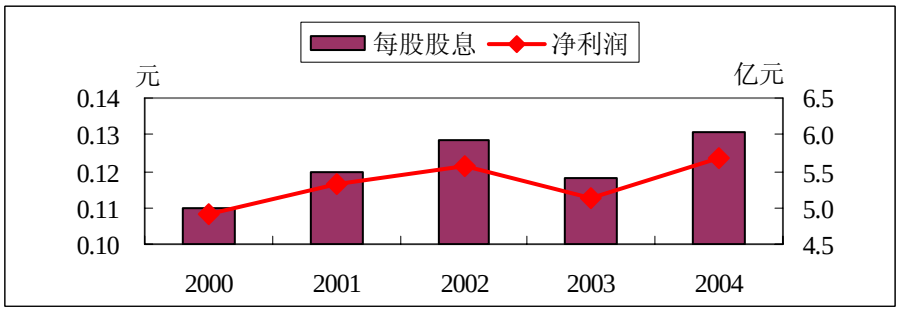
4 月 29 日	中國證監會發佈了《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》，啓動股權分置改革試點工作。
5 月 10 日	證監會公佈第一批 8 家股權分置改革試點公司名單
6 月 19 日	證監會公佈上港集箱、寶鋼股份等 42 家第二批股權分置改革試點公司
8 月 23 日	證監會，國資委，財政部，人民銀行，商務部聯合發佈《關於上市公司股權分置改革的指導意見》，股權分置改革由試點進入到全面推進階段。

資料來源：第一上海，國家發改委網站

廣深鐵路有望成爲新老劃斷後主板 IPO 第一家大型股

廣深鐵路目前是中國唯一上市的鐵路運輸的公司，在 1996 年香港上市後取得了良好的經濟和社會效益，在成立的 7 年多時間裏，它共實現稅後利潤 46.3 億元，平均每年每股分紅 0.1 元，股東紅利收益率約 6%。其中 2004 年實現淨利潤超過 6 億元。

圖 4：廣深鐵路過去 5 年業績表現



資料來源：公司資料，第一上海

隨著中國鐵路的改革不斷深入，及中國股權分置改革的完成，我們認爲廣深鐵路有希望成爲中國實行新老劃斷，主板恢復 IPO 活動後的第一家大型公司。我們預計廣深鐵路發行 A 股預計將實現。並將所募集到的資金用以完成對廣州至坪石鐵路的收購。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

收購廣坪鐵路拓展發展空間，並可獲得政策優惠

廣坪鐵路是中國最重要的交通幹線之一

廣州至坪石鐵路是京廣線最南段位於廣東省境內部分，是電氣化複綫鐵路，國家一級鐵道幹線。運營里程 329.2 公里。也是中國最重要的南北交通幹線之一。

2004 年，廣坪鐵路客運量超過 3000 萬人次，貨運量超過 6000 萬噸。

收購廣坪拓展發展空間，產生協同效應

收購完成後，廣深的鐵路總運營里程將由 152 公里延長至 481 公里，縱向貫通廣東省全省，連接京廣，京九，廣茂，廣梅汕，平南，平鹽和九廣鐵路等線路。客貨運輸服務的影響範圍將覆蓋珠江三角洲地區及粵北，粵西，粵東，湖南，福建及西南地區，經營規模和客貨運輸的發展空間均將獲得顯著增長。

收購完成後公司也可獲得協同效應，實現廣深線和京廣線廣州至坪石段客貨運的統一經營，避免區內同業競爭，大大提高鐵路運輸效率和區域交通系統的競爭能力，通過運輸站段的有效整合及生產佈局的合理調整，優化運輸資源配置，實現規模經濟。

收購廣州坪石鐵路後可望獲得清算，客貨運定價及稅務三大政策優惠

中國鐵道部負責監管和管理全國的鐵路系統，所有業內公司必須遵守鐵道部頒佈的政策及規例。作爲全國鐵路系統的監管者，鐵道部一直監察各鐵路運營商的財務表現，並制定有關鐵路運營商的收入及支出的分配政策。

中國國有鐵路公司並非以牟利爲單一目標的實體（廣深股份除外）。國有鐵路企業的客貨運輸服務收費及費用分別由鐵道部制定，鐵道部主要根據政策考慮因素而非參照市場對該等服務的供求而制定該等收費及費用。

廣深鐵路完成對廣坪鐵路的收購後，可望獲得以下三個方面的優惠：

表 4：廣坪鐵路收購完成前後政策變化

	现在	收购完成后
清算政策及分配政策	所有铁路运营商（广深铁路除外，因为是唯一的上市公司）须透过上缴其所有收入予铁道部以贡献为一笔共同收入。铁道部保留一部分所收集的收入，然后把共同收入的余额分配予各铁路运营商。此外，铁道部也影响铁路运营商在经营各自的业务所产生的支出。	根据《关于国铁运输企业股份制改造后运输进款清算的原则意见》的清算指引，将容许公司在一个受铁道部较少限制或控制的市场情况下经营业务，尤其是，将容许公司保留各自客运输用者收取的全部收入，而只须承担其于业务将产生的实际支出金额。
客货运收费定价权	客货运输服务收费及费用分别由铁道部指定，铁道部乃根据政策考虑因素而非参照市场对该等服务的供求而厘定该等收费及费用。	广深铁路管理层透露，已就广州至坪石段铁路运输的目前收费收取20%至50%溢价已取得铁道部原则批准，待发改委审批后，公司拟实施一项计划。
税务	企业所得税率为33%	享受特区企业所得税率为15%

資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

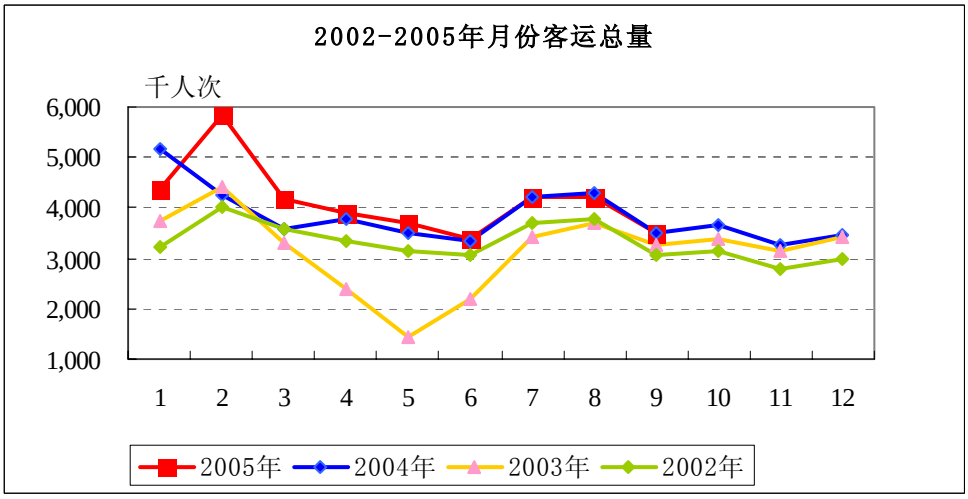
廣深都市圈經濟活躍，廣深第四線大大提高運能

廣深都市圈經濟高速發展，港澳自由行及“CEPA”政策刺激客流增加

廣深鐵路全長 147 公里，貫穿中國廣東省經濟最發達的珠江三角洲，連接京廣、京九、三茂、平南、平鹽，以及香港九廣鐵路，爲華南地區交通網絡之重要組成部份。此外，廣深鐵路與港口連接緊密，分別與廣州港及深圳鹽田港、蛇口港、赤灣港、媽灣港連接，範圍涵蓋廣州、珠海、中山、佛山、增城、東莞、番禺、深圳及香港等地。由於廣深鐵路所在區域經濟發展迅速，客貨運輸需求強勁。

最近兩年，由於“CEPA”政策的簽訂，以及大陸居民港澳自由行政策出臺，廣深線客流量持續增加。

圖 5：2002-2005 年月份客貨運量變化

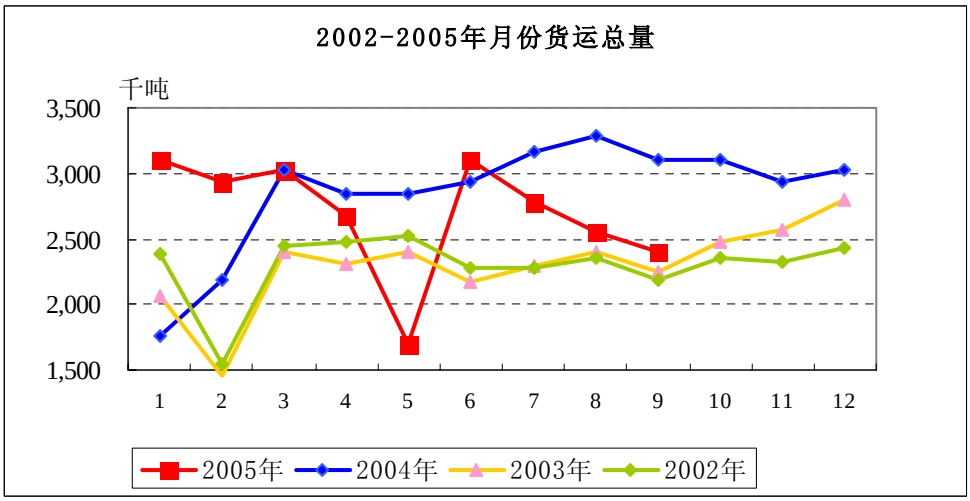


資料來源：公司公告，第一上海

貨運量基本穩定

2002-2004 年間，廣深鐵路貨運量保持增長態勢，2005 年略有下降。主要是受線路限制，以及 2005 年 4 月份貨運價格上調 10%的影響，但仍基本保持穩定。

圖 6：2002-2005 年月份貨運量變化

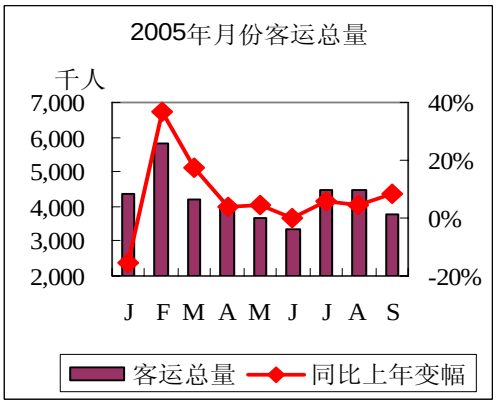


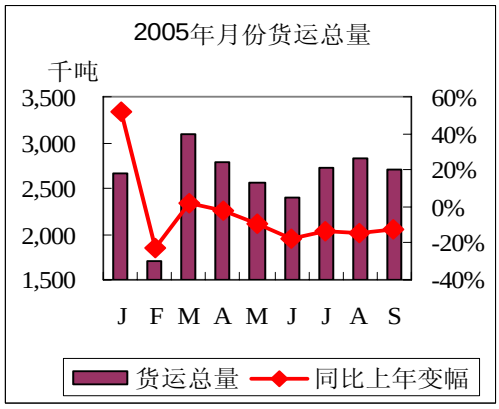
資料來源：公司公告，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2005 年前三季度客貨運資料

圖 7：2005 年前 9 個月客貨運總量及同比年增幅





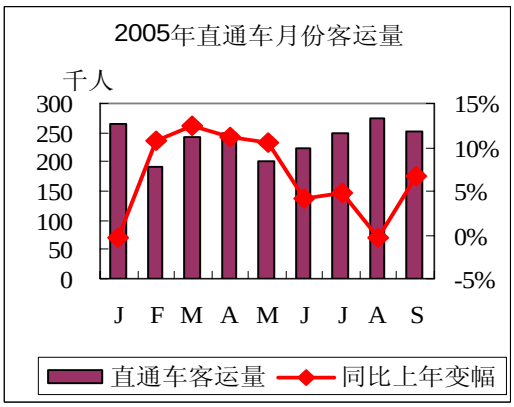
資料來源：公司公告，第一上海

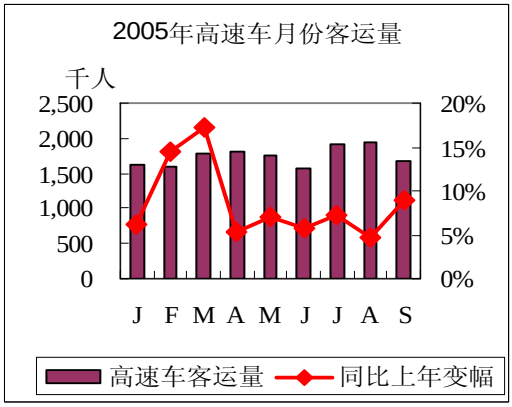
高速車客運量的增長是盈利增長的主動力

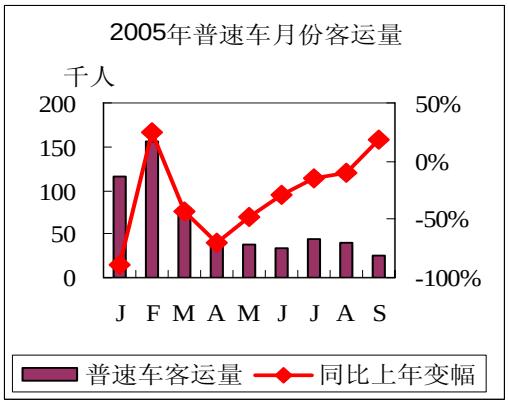
公司目前通行的車輛包括准高速列車，直通車，以及普通車和長途車。由於高速車和直通車比普通車能給公司帶來更高的的人均車費和利潤，高速車和直通車客運量的持續穩定增長已經成爲公司盈利增長的一個主要動力。

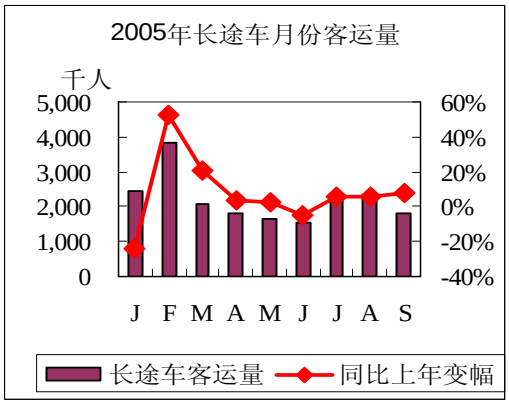
從今年前 9 個月的資料來看，公司高速車和直通車的增速均超過平均數。而普速車則出現了下降，其中一個原因是公司在線路已經飽和的情況下，優化不同車型的發行班次。通過減少了普速車的發行班次，來增加了高速車和直通車的發車班次。

圖 8：2005 年前 9 個月不同車型客運量及同比年增幅









資料來源：公司公告，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

迪士尼開業有利廣深鐵路客流增長

2005 年 9 月 12 日香港迪斯尼開業，儘管短期內我們仍不能期望迪士尼的開業能爲廣深鐵路帶來驚喜，但我們認爲迪士尼在香港的開業對於廣深鐵路的長遠影響仍是非常正面的，因爲廣深鐵路是中國內地旅客前往香港的最爲便捷的通道之一。

此外，深圳地鐵的開通以及珠江三角洲城際軌道網的修建也將有利廣深鐵路長期客流的增加。

廣深第四線提高綜合運能 50%

廣深鐵路運能已近極限，修建第四線適應廣深港發展需求

廣深鐵路始建於 1911 年，而 1989 年建成複綫、1994 年建爲三線、1997 年改造成雙線電氣化鐵路。現有三條線路包括准高速雙線和普速單線。然而，由於單線運載能力相當有限，故多數的普通列車和貨物列車被安排在准高速線路行駛，嚴重影響到准高速線路運行速度及安全。

目前廣深鐵路每日開行旅客列車 120 對，日運送旅客 13 萬多人次。准高速線運營已基本實現公交化，列車密度越來越大，廣深鐵路的運能已經接近極限，爲了適應廣深港三地發展的需要，增建第四線工程十分必要。

第四線工程建成後，綜合運輸能力增長 50%

2005 年 8 月份，公司公告修建廣深鐵路第四線工程，廣深第四線工程總投資 47 億元。預計工期爲 2005 年下半年至 2007 年下半年。

工程建成後，廣州至廣州東間平行通行能力由 188 對增加到 240 對；准高速線廣州東至深圳間能力由 163 對增加到 190 對；普速線廣州東至平湖能力由 55 對增加到 188 對，平湖至深圳間能力由 60 對增加到 130 對。預計到 2015 年，廣深線的旅客發送量將由目前的 2700 萬人增加到 3850 萬人。

根據現有需求，廣深四線建成後，廣深線開行的客車對數將由目前的 100 對增加到 137 對，另外廣州至新塘間還將開行 50 對市郊旅客列車；貨物列車將由目前的 22 對增加到 30 對。

廣深四線工程計劃不僅從根本上解決廣深港鐵路運能不足的矛盾，並能有效地與國家規劃中的京廣新線、京九複綫聯結，形成頗具規模的區域高速鐵路網路，加強香港與珠三角乃至內地的經濟聯繫，從而推動泛珠三角區域合作與發展。

購買高速機車提高運力，降低維修費用

公司今年 8 月公告，已經通過購買 20 組龐巴迪進口機動車組，總值爲 25.6 億元人民幣，預計在 2006 年底交付，龐巴迪機車組的時速爲 200 公里，載客量爲每列 670 人。

由於廣深線現有的國產列車機車在高速運行的環境下故障率較高，也限制了廣深鐵路運能的提高。預計龐巴迪進口機動車組投產後，不僅可以增加公司的運力，提高列車的舒適度，並可大大降低維修費用。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

未來幾年資本開支龐大

廣深鐵路多年來沒有長期負債

在過去幾個年度，由於沒有大的資本開支，廣深鐵路現金充裕，且一直沒有長期負債，截至 2005 年 6 月底，廣深鐵路的現金爲 25 億元，資產負債率僅爲 10%。

未來幾年資本開支龐大

廣深鐵路未來三年資本開支龐大。

公司已經公佈了兩項大的資本開支。分別爲擴建廣深鐵路第四線工程和購買 20 組龐巴迪進口機動車組。其中廣深第四線工程總投資 47 億元。預計工期爲 2005 年下半年至 2007 年下半年。購買 20 組龐巴迪進口機動車組的總開支爲 25.6 億元，預計將在 06 年完成。

此外，廣深鐵路收購廣坪鐵路的資金約爲 100 億元，預計將通過發行 27.5 億股 A 股可募集 70 億左右的資金，餘款將通過銀行貸款獲得。

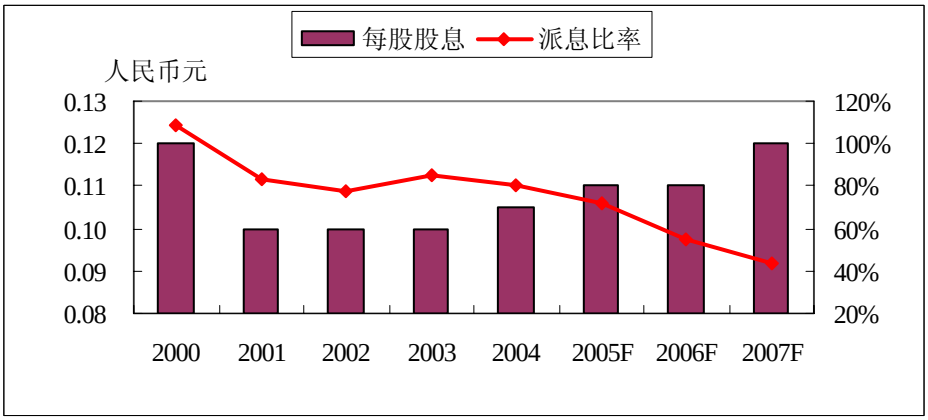
公司現有現金約 20 億，按照目前的資本開支計劃，公司將需要通過銀行貸款獲得其餘資金，儘管公司可望獲得優惠的貸款利率，但預計仍將大大增加公司財務費用

派息比率可能降低，但派息金額可望維持

由於廣深鐵路在過去三年的每年派息爲 0.1 元人民幣左右，派息比率高達 80%以上。但由於未來幾年有龐大的資本開支計劃，我們預期，廣深鐵路未來幾年的派息比率將由此前的 80%以上降低到 50%左右。

由於我們預期廣深鐵路在收購廣坪鐵路後，公司的每股盈利可望大幅上升，因此，每股派息的金額並不會出現降低，將基本維持在前幾年的水平。

圖 9：廣深鐵路每股股息及派息比例變化



資料來源：公司公告，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

盈利預測和估值

盈利預測主要假設條件

我們對廣深鐵路的 2005-2007 年的盈利預測的主要假設條件改如下：

1、 廣深鐵路客運量維持一個緩慢增長，票價基本維持不變：貨運量每年下降 10%，貨運價格在 07 年上升 5%。

表 5：廣深鐵路主要假設

总乘客数	2003A	2004A	1H2005	2005F	2006F	2007F
广深本线（百万人）	16.03	20.27	10.47	21.28	22.35	23.47
增长率	*-7.60%*	*26.47%*	*7.60%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
直通车（百万人）	2.02	2.89	1.48	2.96	3.05	3.14
增长率	*-9.19%*	*43.42%*	*7.60%*	*2.42%*	*3.00%*	*3.00%*
长途车（百万人）	19.82	22.85	13.39	27.42	30.16	33.18
增长率	*-1.94%*	*15.30%*	*7.60%*	*20.00%*	*10.00%*	*10.00%*
每名乘客收入	2003A	2004A	1H2005	2005F	2006F	2007F
广深本线（元）	56.99	56.86	57.63	56.86	56.86	56.86
直通车（元）	159.96	151.18	149.93	149.93	149.93	149.93
长途车（元）	27.98	29.33	28.64	28.64	28.64	28.64
广深线货运	2003A	2004A	1H2005	2005F	2006F	2007F
总吨-公里（百万）	1.98	2.49	1.07	2.15	1.93	1.74
每吨公里收入（元）	0.27	0.25	0.25	0.26	0.28	0.29
其他收入（百万元）	152	167	94	189	193	196
收入合计（百万元）	2,468	3,038	1,572	3,194	3,318	3,456
增长率	*-1.96%*	*23.09%*	*8.70%*	*5.12%*	*3.88%*	*4.16%*

資料來源：公司公告，第一上海預計

2、 我們假設公司在 2006 年上半年發行 A 股及完成對廣坪鐵路的收購，廣坪鐵路的財務報表從 2006 年 7 月開始並入公司。廣坪鐵路客貨運價格在 2006 年及 2007 年分別上調 30%和 5%，客貨運量不受價格上升的影響。

表 6：廣坪鐵路主要假設

客运	2003A	1H2004A	2004F	2005F	2006F	2007F
客运量（百万人）	26.38	15.38	30.76	32.61	35.22	36.98
增长率	*-1.52%*		*16.62%*	*6%*	*8%*	*5%*
每名乘客收入（元）	134	125	125	125	163	171
增长率	*0.23%*		*-6.63%*	*0%*	*30%*	*5%*
载客率	58.56%	71.47%	71.47%	71.47%	71.47%	71.47%
货运	2003A	1H2004A	2004F	2005F	2006F	2007F
总吨位（百万吨）	63.74	33.12	63.74	63.74	63.74	63.74
每吨收入（元）	8.70	6.29	8.70	9.35	12.16	12.77
增长率	*-5.73%*		*0.00%*	*7.50%*	*30.00%*	*5.00%*
其他收入（百万元）	539	234	564	564	575	587
收入合计（百万元）	4,626	2,366	4,965	5,237	7,074	7,711
增长率	*-2.13%*		*7.32%*	*5.49%*	*35.08%*	*9.00%*

資料來源：公司資料，第一上海預計

3、 廣深線和廣坪線的營業費用保持平均 10%的年增幅。

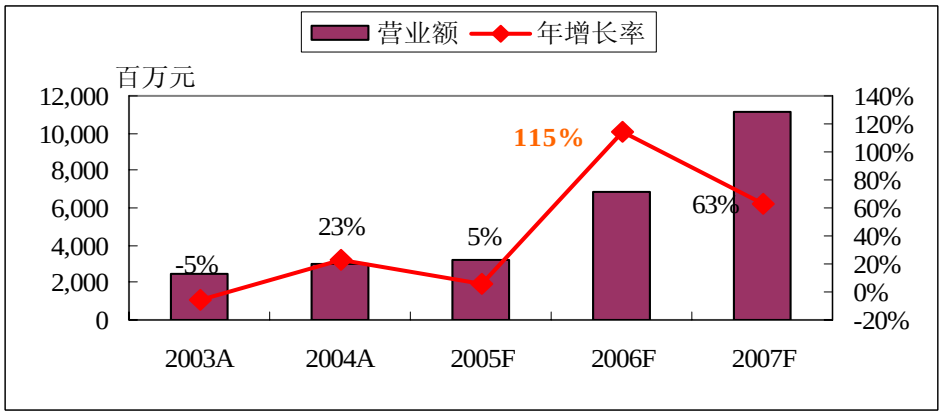
4、 廣深線的税率保持 15%，廣坪線在收購完成後税率降低爲 15%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2006 年營業額增長超過 200%

我們預期廣深鐵路在收購完成後營業收入將獲得大幅攀升，2006 年的營業額增長將達 115%，05 至 07 年的營業額分別爲人民幣 30 億元，68 億元和 110 億元。

圖 10：2003-2007 年營業額和年增長率

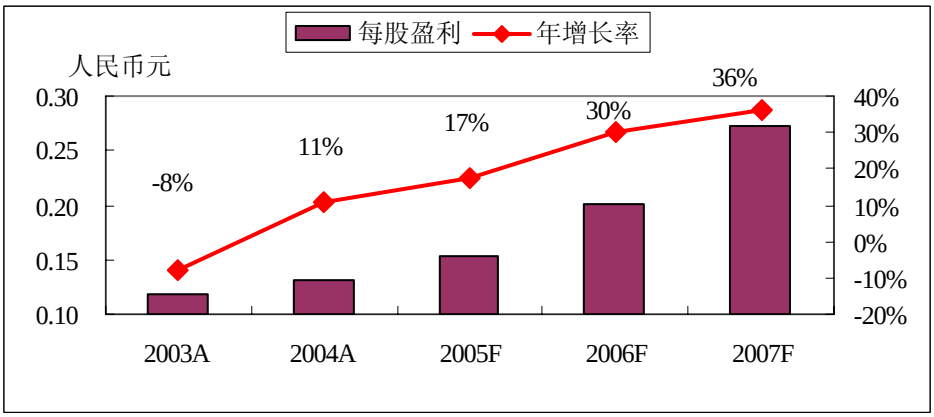


資料來源：公司公告，第一上海

未來 04 年至 2007 年的每股盈利的複合年平均增長率達 28%

2004 年至 2007 年的每股盈利的複合年平均增長率達 28%。05 至 07 年的每股盈利分別爲 0.15 港元，0.19 港元和 0.27 港元。

圖 11：2003-2007 年每股盈利和年增長率



資料來源：公司公告，第一上海

現金流估值每股價值爲 3.08 港元

由於廣深鐵路的主要業務爲鐵路運輸，具有地區壟斷性特徵，其未來預期收益可望維持穩定增長，我們按自由現金流估值方法計算出公司的每股價值爲 3.08 港元。

主要假設：

1. 2007 年前的假設同前面。
2. 2007 年底完成廣深鐵路第四線工程，運輸能力提高 50%，廣深鐵路客貨運量在 2008-2009 年分別增長 20%，10%，10%，2010-2013 年增長 5%，其後每年保持不變，廣深線客貨運價格 2008 年調高 5%，2009-2013 年不變，其後每年增長 2%。
3. 廣坪鐵路客貨運量在 2008-2013 年每年增長 5%，其後每年保持不變，廣深線客貨運價格 2008 年調高 5%，2009-2013 年不變，其後每年增長 2%。
4. 公司的經營毛利率保持穩定。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

5. 公司企業所得稅保持 15%不變。

6. 公司的加權資本成本(WACC)＝10%。公司 2005 年-2007 年的資產負債率設定爲 65%，其後目標資產負債率設定爲 20%。其中，無風險資本成本＝4.8%，風險溢價＝6.74%，貝塔值 B＝0.93，故股權資本成本＝4.8%+0.93*6.74%＝11.1%，債務成本＝5.5%。加權資本成本(WACC)＝0.8*11.1%+5.5%*0.2＝10%。

同業比較，廣深鐵路市盈率和市淨率低，股息率高

我們選取了在美國，加拿大及香港的幾家經營軌道交通的上市公司進行了對比，認爲廣深鐵路的現價具有吸引力：

- 廣深鐵路 2005 年預期的市盈率爲 16.23 倍，低於行業平均值。
- 廣深鐵路 2005 年預期 PEG 值爲 0.93，爲同業最低。
- 廣深鐵路的市淨率僅爲 1.04 倍，爲同業中最低。
- 廣深鐵路的股息率爲 4.32%，居同業中最高。

表 7：同業比較：

公司名称	代码	货币	股价	总市值（10亿）	市盈率（倍） 04年	市盈率（倍） 05年预期	PEG（倍） 04年	PEG（倍） 05年预期	市净率（倍）	净资产收益率（%）	经营利润率（%）	股息率（%）
Burlington Northern S.F Corp.	BNI	USD	66.66	24.89	17.59	16.58	1.12	1.14	2.47	8.88	15.40	1.19
Canadian National Railway Ltd	CNR	CAD	92.19	25.01	17.49	16.90	1.34	1.41	2.72	14.20	33.11	1.15
Canadian Pacific Railway Ltd.	CP	CAD	49.22	7.74	16.57	15.34	1.26	1.28	1.82	10.82	20.20	1.13
Norfolk Southern Corp	NSC	USD	43.87	17.83	16.57	16.27	0.90	0.94	2.00	12.33	23.28	1.11
Union Pacific Corp.	UNP	USD	75.00	19.87	23.58	22.84	1.24	1.31	1.49	4.83	10.60	1.67
地铁公司	66	HKD	15.55	85.24	18.51	14.74	3.34	5.18	1.32	7.44	78.46	3.37
平均值					18.39	17.11	1.53	1.88	1.97	9.75	30.18	1.60
广深铁路	525	HKD	2.40	10.30	19.44	16.23	1.02	0.93	1.04	6.33	23.46	4.32

注：1. 香港股票的市值和股價均按 2005 年 11 月 21 日收盤價計算，其他按當地時間 2005 年 11 月 20 日收盤價計算

2. 平均值按簡單算術平均值計算，不包括廣深鐵路。

3. 廣深鐵路資料爲第一上海預計，其餘公司資料來自彭博資訊。

目標價 3.08 港元，給予買入評級

我們將廣深鐵路未來 12 個月的目標價設定爲 3.08 港元，該目標價按 07 年預期每股盈利計算的市盈率爲 11 倍，以及 06 年預期每股盈利計算的市盈率爲 15 倍。

廣深鐵路 2.40 港元的現價僅相當於 2006 年每股盈利 12.5 倍的市盈率水平，及 2007 年每股盈利的 9.2 倍市盈率水平。

此外，我們認爲廣深鐵路目前的股價下跌空間有限，主要原因有：

- 廣深鐵路資產淨值爲人民幣 2.34 元，其發行 A 股的發行價格必須高於資產淨值。
- 按照公司公佈的資訊顯示，公司發行 A 股的價格必須在每股人民幣 2.6 元以上才能募集到足夠的資金用於收購廣坪鐵路。
- 在中國 A 股實現全流通的情況下，廣深鐵路 A 股的發行價格將可能比港股有一定的折讓。

廣深鐵路現價與目標價 3.08 港元相比，有 28%的上升空間。我們給予廣深鐵路的投資評級爲**買入**。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要風險

發行 A 股不能實現，未能完成收購廣坪鐵路

由於中國股權分置改革等因素，導致廣深鐵路在 2006 年不能完成發行 A 股，及收購廣坪鐵路。則廣深鐵路無法享受到收購廣坪鐵路帶來的政策利好。

假設收購廣坪鐵路不能完成，在其他假設不改變的情況下，我們按自由現金流估值方法計算出廣深鐵路的每股價值爲 2.46 港元。

未來廣深港客運專線或有競爭

2005 年 9 月，國家發改委批復了新建廣深港鐵路客運專線廣州至深圳段可行性報告。

廣深港鐵路客運專線廣州至深圳段起自位於番禺的新廣州站，經東莞、虎門至新深圳站(龍華)，線路全長 105 公里。工程投資總額 167 億元，由鐵道部和廣東省合資建設。廣深港客運專線將採取高速輪軌鐵路技術，列車車速達到每小時 300 公里左右，最高時可提升至每小時 350 公里。可在 1 小時內穿梭廣深港三地。 廣深港客運專線全線計劃今年年底開工，2010 年投入使用。

2010 年後，廣深港客運專線和廣深鐵路構成了廣深地區城際鐵路網中兩條主軸線，儘管線路和廣深鐵路不同，但仍將可能影響未來廣深鐵路的客流量。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務報表摘要

損益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	03年 实际	04年 实际	05年 预测	06年 预测	07年 预测
收入-广深	2,468	3,038	3,194	3,318	3,456
收入-广坪	0	0	0	3,537	7,711
营业支出-广深	(1,905)	(2,408)	(2,444)	(2,637)	(2,887)
营业支出-广坪	0	0	0	(2,870)	(5,965)
营业利润	563	630	749	1,348	2,315
其他收入	47	48	48	48	48
财务开支	(2)	(1)	(1)	(40)	(80)
联营公司	(2)	(12)	(12)	(12)	(12)
税前盈利	605	665	784	1,344	2,271
所得税	(93)	(98)	(118)	(202)	(341)
少数股东应占利润	0	1	0	0	0
净利润	512	567	667	1,142	1,930
折旧及摊销	306	350	350	578	885
EBITDA	817	918	1,017	1,720	2,815
每股盈利（元）	0.1180	0.1309	0.1538	0.2000	0.2724
增长					
总收入 (%)	-2.0%	23.1%	5.1%	115%	62.9%
EBITDA (%)	< >	12.3%	10.8%	69%	63.6%
每股收益 (%)	-8.1%	10.9%	17.5%	30.1%	36.2%

财务分析

	03年 实际	04年 实际	05年 预测	06年 预测	07年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	22.8%	20.7%	23.5%	19.7%	20.7%
EBITDA 利率 (%)	33.1%	30.2%	31.8%	25.1%	25.2%
净利率 (%)	20.7%	18.7%	20.9%	16.7%	17.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6.7%	8.3%	8.4%	8.8%	9.4%
实际税率 (%)	15.4%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	89.0%	84.0%	71.5%	55.0%	44.0%
库存周转	8.2	8.3	9.3	9.4	9.1
应付账款天数	73.8	73.8	70.8	70.3	68.9
应收账款天数	77.2	44.9	45.3	46.2	47.1
财务状况					
负债/权益	0.07	0.09	0.09	0.32	0.41
收入/总资产	0.22	0.27	0.28	0.28	0.40
总资产/股本	1.07	1.09	1.10	1.33	1.42
盈利对利息倍数	228	555	660	34	29

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	03年 实际	04年 实际	05年 预测	06年 预测	07年 预测
现金	2,030	2,549	2,566	518	839
应收账款	529	379	402	426	452
存货	39	61	64	68	72
广坪铁路流动资产	0	0	0	1,164	1,234
总流动资产	2,598	2,988	3,032	2,177	2,597
固定资产					
广深固定资产	8,476	8,421	8,510	10,987	13,975
广坪固定资产	0	0	0	11,040	11,040
总资产	11,074	11,409	11,542	24,203	27,611
短期负债					
应付帐款	390	494	481	515	552
预提费用	309	443	470	498	528
广坪铁路短期负债	0	0	0	1,401	1,485
总短期负债	699	937	951	2,414	2,565
广深长期银行贷款	0	0	0	1,500	3,500
收购广坪铁路贷款	0	0	0	2,000	2,000
总负债	699	937	951	5,914	8,065
少数股东权益	52	52	52	52	52
股东权益	10,322	10,421	10,540	18,238	19,495
负债权益合计	11,074	11,409	11,542	24,203	27,611
每股账面值（元）	2.4	2.4	2.4	2.6	2.8

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	03年 实际	04年 实际	05年 预测	06年 预测	07年 预测
EBITDA	817	918	1,017	1,720	2,815
融资成本	(2)	(1)	(1)	(40)	(80)
营运资金变化	83	404	156	204	251
所得税	(100)	(84)	(118)	(297)	(337)
营运现金流	798	1,236	1,054	1,588	2,650
资本开支	(338)	(306)	(600)	(13,300)	(3,500)
其他投资活动	(37)	(695)	42	21	21
投资活动现金流	(375)	(1,001)	(558)	(13,279)	(3,479)
负债变化	0	0	0	3,500	2,000
上市融资	0	(14)	(2)	8,000	0
股息	(434)	(455)	(477)	(477)	(850)
其他融资活动	(0)	0	0	0	0
融资活动现金流	(434)	(469)	(479)	11,023	1,150
现金变化	(11)	(233)	17	(668)	321
期初持有现金	1,413	1,402	1,169	1,187	518
期末持有现金	1,402	1,169	1,187	518	839

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司

中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。

©2005第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。