

“铁路+物业”优等生，基本面已筑底

华泰研究

2025年1月02日 | 中国香港

首次覆盖

铁路运输

投资评级(首评):

增持

目标价(港币):

29.70

研究员 沈晓峰
 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
 SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

研究员 陈慎
 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
 SFC No. BIO834 + (86) 21 2897 2228

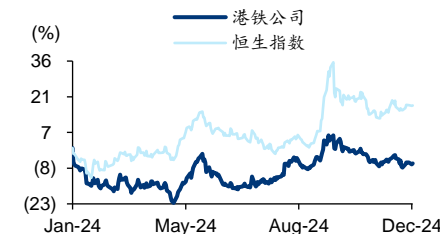
研究员 林霞颖
 SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
 SFC No. BIX840 + (86) 10 6321 1166

研究员 陈颖
 SAC No. S0570524060002 chenying019881@htsc.com
 + (86) 755 8249 2388

基本数据

| | |
|------------------|-------------|
| 目标价(港币) | 29.70 |
| 收盘价(港币 截至12月31日) | 27.10 |
| 市值(港币百万) | 168,693 |
| 6个月平均成交额(港币百万) | 103.93 |
| 52周价格范围(港币) | 23.05-30.65 |
| BVPS(港币) | 28.69 |

股价走势图



资料来源: S&P

我们首次覆盖港铁公司, 给予“增持”评级, 目标价 29.7 港元。港铁公司为“铁路+物业”模式典范, 公司盈利可被视为香港零售和楼市活力的晴雨表。经常性利润来自铁路客运、免税店及车站小商店租赁、商场租赁等现金流稳健的“收租”业务, 近 10 年盈利贡献约占 45%。非经常性利润来自新建铁路沿线的房地产开发、投资物业的公允价值重估, 盈利贡献约占 55%。我们认为, 消费模式转变及入境旅游增长、按揭利率下降或为重要催化剂。

消费模式转变利好跨境铁路, 入境旅游需求增长或利好免税店

香港居民“北上”消费蔚然成风, 利好跨境铁路客流增长。7-10 月, 罗湖与落马洲过境线、高铁客运量同比+23%、+10%, 在常态基数上强劲增长。铁路客运经营杠杆高, 或驱动 24-25 年香港车务运营板块盈利大幅改善。政府实施多项惠港措施, 如内地居民免税额度扩大、恢复深圳市居民“一签多行”签注等。7-10 月中国内地、非内地的访港旅客数量同比增长 9%、26%。旅游需求增长或促进免税店的分成租金增长。

按揭利率下降有望提振零售和楼市, 物业开发交楼高峰期到来

美联储自 9 月开启降息周期, 香港金管局跟随下调基准利率, 对香港零售和房地产市场或有利好。10 月香港零售业销货价值同比下降 2.9%, 但降幅已较 1-9 月 (同比-7.6%) 大幅收窄。住宅租金收益率相较按揭利率的性价比显现。10 月港岛/九龙/新界的 A 类 (小户型) 私人住宅租金收益率已达到 4.5/4.6/4.7%, 已高于香港主要银行的按揭贷款利率 (约 3.5%)。根据住宅项目建造与预售情况, 我们预计 25-26 年为公司物业开发利润入账高峰期。

我们与市场观点不同之处

香港经济前景不明朗及较高的利率抑制消费意愿, 市场担心商场租金持续下跌、住宅销售难反转。我们认为, 当前股价已充分反映基本面担忧, 当前股价已较 2019 年 7 月的历史高点下滑五成。更为关键的是, 边际回暖信号已经显现, 2025E PE 与 PB 估值低于 2011 年以来的 25% 分位数。

盈利预测与估值

我们预测公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 128 亿/225 亿/237 亿港元, 分别同比变化+64%/+76%/+5%。我们基于分部估值法, 给出公司目标价为 29.7 港元。其中, 香港车务运营、车站商务基于 DCF 估值 (WACC8.1% 与永续增长率 3%), 投资物业基于资本化率估值 (商铺 5.5%), 物业发展基于 NAV 测算; 上述分部加总折让 20%, 以反映对多元化业务的估值折让。

风险提示: 资本开支超预期、香港零售租金下滑超预期、香港住宅销售弱于预期、乘客量和车费调整不及预期、中国内地及国际业务减值、税务风险。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (港币百万) | 47,812 | 56,982 | 56,723 | 54,887 | 56,092 |
| +/-% | 1.29 | 19.18 | (0.45) | (3.24) | 2.19 |
| 归属母公司净利润 (港币百万) | 9,827 | 7,784 | 12,760 | 22,487 | 23,679 |
| +/-% | 2.88 | (20.79) | 63.93 | 76.23 | 5.31 |
| EPS (港币, 最新摊薄) | 1.59 | 1.25 | 2.05 | 3.61 | 3.80 |
| ROE (%) | 5.47 | 4.35 | 7.06 | 11.83 | 11.55 |
| PE (倍) | 17.04 | 21.51 | 13.21 | 7.50 | 7.12 |
| PB (倍) | 0.94 | 0.94 | 0.92 | 0.85 | 0.79 |
| EV EBITDA (倍) | 11.65 | 13.24 | 10.44 | 7.37 | 7.26 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

| 会计年度 (港币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 47,812 | 56,982 | 56,723 | 54,887 | 56,092 |
| 销售成本 | (44,789) | (48,795) | (46,255) | (43,779) | (44,392) |
| 毛利润 | 3,023 | 8,187 | 10,468 | 11,108 | 11,700 |
| 销售及分销成本 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | (1,204) | (1,337) | (1,390) | (1,445) | (1,502) |
| 其他收入/支出 | 11,589 | 2,329 | 6,755 | 18,290 | 19,240 |
| 财务成本净额 | (982.00) | (1,139) | (1,474) | (1,584) | (1,657) |
| 应占联营公司利润及亏损 | 1,095 | 1,259 | 1,259 | 1,155 | 1,204 |
| 税前利润 | 11,749 | 9,663 | 15,619 | 27,525 | 28,985 |
| 税费开支 | (1,608) | (1,575) | (2,546) | (4,486) | (4,724) |
| 少数股东损益 | 314.00 | 304.00 | 313.12 | 551.80 | 581.07 |
| 归母净利润 | 9,827 | 7,784 | 12,760 | 22,487 | 23,679 |
| 折旧和摊销 | (5,769) | (6,105) | (5,892) | (6,350) | (6,825) |
| EBITDA | 19,500 | 17,639 | 24,692 | 37,732 | 40,130 |
| EPS (港币, 基本) | 1.59 | 1.26 | 2.05 | 3.61 | 3.80 |

资产负债表

| 会计年度 (港币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 存货 | 2,261 | 2,557 | 2,800 | 2,710 | 2,769 |
| 应收账款和票据 | 13,889 | 13,756 | 12,092 | 11,701 | 11,957 |
| 现金及现金等价物 | 16,134 | 22,375 | 12,993 | 11,987 | 19,292 |
| 其他流动资产 | 8,257 | 8,480 | 8,268 | 8,087 | 8,206 |
| 总流动资产 | 40,541 | 47,168 | 36,153 | 34,484 | 42,225 |
| 固定资产 | 102,297 | 107,977 | 121,825 | 141,265 | 162,497 |
| 无形资产 | 35,523 | 36,710 | 37,803 | 38,803 | 39,709 |
| 其他长期资产 | 148,720 | 154,571 | 158,397 | 166,512 | 169,133 |
| 总长期资产 | 286,540 | 299,258 | 318,026 | 346,580 | 371,340 |
| 总资产 | 327,081 | 346,426 | 354,179 | 381,064 | 413,564 |
| 应付账款 | 73,237 | 80,919 | 69,242 | 62,563 | 58,754 |
| 短期借款 | 1,592 | 1,379 | 1,379 | 1,379 | 1,379 |
| 其他负债 | 1,104 | 1,809 | 1,809 | 1,809 | 1,809 |
| 总流动负债 | 75,933 | 84,107 | 72,430 | 65,751 | 61,942 |
| 长期债务 | 56,396 | 68,171 | 82,671 | 101,341 | 121,532 |
| 其他长期债务 | 14,840 | 15,292 | 15,292 | 15,292 | 15,292 |
| 总长期负债 | 71,236 | 83,463 | 97,963 | 116,633 | 136,824 |
| 股本 | 60,547 | 61,083 | 61,083 | 61,083 | 61,083 |
| 储备/其他项目 | 118,739 | 117,261 | 121,878 | 136,221 | 151,757 |
| 股东权益 | 179,286 | 178,344 | 182,961 | 197,304 | 212,840 |
| 少数股东权益 | 626.00 | 512.00 | 825.12 | 1,377 | 1,958 |
| 总权益 | 179,912 | 178,856 | 183,786 | 198,681 | 214,798 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| PE | 17.04 | 21.51 | 13.21 | 7.50 | 7.12 |
| PB | 0.94 | 0.94 | 0.92 | 0.85 | 0.79 |
| EV EBITDA | 11.65 | 13.24 | 10.44 | 7.37 | 7.26 |
| 股息率 (%) | 4.83 | 4.83 | 4.83 | 4.83 | 4.83 |
| 自由现金流收益率 (%) | 4.11 | 0.17 | (8.55) | (6.02) | (1.95) |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

| 会计年度 (港币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBITDA | 19,500 | 17,639 | 24,692 | 37,732 | 40,130 |
| 融资成本 | 982.00 | 1,139 | 1,474 | 1,584 | 1,657 |
| 营运资本变动 | (549.00) | (1,976) | (10,045) | (6,016) | (4,244) |
| 税费 | (1,608) | (1,575) | (2,546) | (4,486) | (4,724) |
| 其他 | (11,568) | (4,030) | (4,441) | (5,013) | (5,524) |
| 经营活动现金流 | 6,757 | 11,197 | 9,134 | 23,801 | 27,294 |
| CAPEX | (10,808) | (12,576) | (24,533) | (34,789) | (31,464) |
| 其他投资活动 | 8,821 | 4,852 | 1,133 | 1,039 | 1,084 |
| 投资活动现金流 | (1,987) | (7,724) | (23,400) | (33,750) | (30,380) |
| 债务增加量 | 4,917 | 11,878 | 14,500 | 18,669 | 20,192 |
| 权益增加量 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | (8,562) | (7,595) | (8,143) | (8,143) | (8,143) |
| 其他融资活动现金流 | (926.00) | (2,410) | (1,474) | (1,584) | (1,657) |
| 融资活动现金流 | (4,571) | 1,873 | 4,884 | 8,942 | 10,391 |
| 现金变动 | 199.00 | 5,346 | (9,382) | (1,006) | 7,306 |
| 年初现金 | 20,970 | 16,134 | 22,375 | 12,993 | 11,987 |
| 汇率波动影响 | (710.00) | (12.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 16,134 | 22,375 | 12,993 | 11,987 | 19,292 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 1.29 | 19.18 | (0.45) | (3.24) | 2.19 |
| 毛利润 | (16.21) | 170.82 | 27.86 | 6.12 | 5.33 |
| 营业利润 | (1.08) | (31.54) | 72.49 | 76.55 | 5.31 |
| 净利润 | 2.88 | (20.79) | 63.93 | 76.23 | 5.31 |
| EPS | 2.58 | (20.75) | 62.79 | 76.12 | 5.31 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 6.32 | 14.37 | 18.45 | 20.24 | 20.86 |
| EBITDA | 40.78 | 30.96 | 43.53 | 68.75 | 71.54 |
| 净利润率 | 20.55 | 13.66 | 22.50 | 40.97 | 42.22 |
| ROE | 5.47 | 4.35 | 7.06 | 11.83 | 11.55 |
| ROA | 3.17 | 2.31 | 3.64 | 6.12 | 5.96 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 23.34 | 26.45 | 38.84 | 45.99 | 48.68 |
| 流动比率 | 0.53 | 0.56 | 0.50 | 0.52 | 0.68 |
| 速动比率 | 0.50 | 0.53 | 0.46 | 0.48 | 0.64 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.15 | 0.17 | 0.16 | 0.15 | 0.14 |
| 应收账款周转天数 | 108.00 | 87.33 | 82.02 | 78.03 | 75.92 |
| 应付账款周转天数 | 466.89 | 568.67 | 584.34 | 541.92 | 491.91 |
| 存货周转天数 | 17.64 | 17.77 | 20.85 | 22.66 | 22.22 |
| 现金转换周期 | (341.25) | (463.57) | (481.47) | (441.24) | (393.78) |
| 每股指标 (港币) | | | | | |
| EPS | 1.59 | 1.26 | 2.05 | 3.61 | 3.80 |
| 每股净资产 | 28.93 | 28.72 | 29.41 | 31.70 | 34.19 |



正文目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 投资要点 | 6 |
| 核心逻辑..... | 6 |
| 我们与市场观点不同之处 | 6 |
| 股价复盘..... | 6 |
| 港铁公司为“铁路+物业”模式典范 | 8 |
| 香港政府控股企业，致力于地铁建设运营..... | 8 |
| 商业模式：运营票价市场化，土地开发反哺地铁建设..... | 8 |
| 利润来源：车站商务、物业租赁、物业发展 | 9 |
| 香港车务运营：跨境线与高铁为增长亮点 | 11 |
| 铁路客流：香港经济活力的映射 | 11 |
| 提价机制：票价反映物价与工资变动 | 13 |
| 香港车站商务：本地消费偏弱，新订租金下跌 | 14 |
| 香港物业租赁及管理：商铺租金增长面临不确定性 | 16 |
| 香港物业发展：房地产开发与铁路线拓展配套 | 18 |
| 中国内地及国际业务：盈利贡献较小且波动较大 | 22 |
| 资本开支高峰期来临，但预计分红政策仍能维持 | 24 |
| 关键假设、盈利预测与分部估值 | 27 |
| 关键假设与盈利预测 | 27 |
| 分部估值..... | 29 |
| 风险提示..... | 31 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 港铁公司: 历史股价 vs 香港房地产价格..... | 7 |
| 图表 2: 港铁公司: PB vs 基本业务 ROE | 7 |
| 图表 3: 港铁公司: 基本业务 PE..... | 7 |
| 图表 4: 港铁公司: 普通股息率减去 10 年期美债收益率 | 7 |
| 图表 5: 典型“铁路+物业”模式示意图..... | 8 |
| 图表 6: 港铁公司: 2024 年上半年营业收入超 2019 年同期 4%..... | 9 |
| 图表 7: 港铁公司: 2024 年上半年 EBITDA 超 2019 年同期 20% | 9 |
| 图表 8: 港铁公司: 2024 年上半年归母净利润超 2019 年同期 10%..... | 9 |
| 图表 9: 港铁公司: 2024 年上半年利润率已基本恢复至 2019 年水平 | 9 |
| 图表 10: 港铁公司各业务的盈利贡献..... | 10 |
| 图表 11: 港铁公司各业务的资产占比 (2023 年) | 10 |
| 图表 12: 港铁公司各业务的 ROA 与 ROE (TTM 口径) | 10 |
| 图表 13: 香港主要交通工具市占率 (2024 年 1-5 月) | 11 |
| 图表 14: 港铁公司: 运营里程与车站数量 (2009-2024 年中报) | 11 |
| 图表 15: 香港公共交通工具客运量 | 11 |
| 图表 16: 港铁占公共交通的历年市占率 | 11 |
| 图表 17: 港铁公司: 香港铁路图..... | 12 |
| 图表 18: 港铁公司车务运营业务的收入与利润..... | 12 |
| 图表 19: 香港本地铁路客票价格调整机制 | 13 |
| 图表 20: 港铁平均车费与物价、购买力的对比 | 13 |
| 图表 21: 港铁公司车站商务业务的收入与利润..... | 14 |
| 图表 22: 港铁公司: 车站&店铺数量面积 (2009 年=100) | 15 |
| 图表 23: 港铁公司: 单店租金收入&每平米租金收入 (2009-1H24) | 15 |
| 图表 24: 访港旅客数量持续恢复..... | 15 |
| 图表 25: 港铁公司: 物业租赁收入 | 16 |
| 图表 26: 港铁公司: 物业管理收入 | 16 |
| 图表 27: 港铁公司: 物业租赁平均租金 | 17 |
| 图表 28: 港铁公司: 商场新订租金变化..... | 17 |
| 图表 29: 港铁公司: 商场与写字楼投资物业组合 | 17 |
| 图表 30: 香港住宅、写字楼、零售业楼宇、分层工业大厦租金指数 (1990=100) | 17 |
| 图表 31: 港铁公司: 已批出土储分布 (截至 2024H1 末) | 18 |
| 图表 32: 港铁公司: 未批出的土储分布 (截至 2024H1 末) | 18 |
| 图表 33: 未入账的港铁发展项目: 提供约 17,000 个住宅单位 (总楼面面积: 约 101 万平方米) | 19 |
| 图表 34: 香港住宅、写字楼、零售业楼宇、分层工业大厦售价指数 (1990=100) | 19 |
| 图表 35: 中国香港:住宅楼宇买卖合同数量 | 20 |
| 图表 36: 中国香港:中原城市领先指数..... | 20 |
| 图表 37: 美联信心指数 | 20 |
| 图表 38: 中国香港:空置率:私人住宅:所有类别..... | 21 |
| 图表 39: 中国香港:中原城市租金指数..... | 21 |

| | |
|--|----|
| 图表 40: 中国香港:落成量:私人住宅:所有类别..... | 21 |
| 图表 41: 港铁公司: 中国内地及国际业务收入..... | 22 |
| 图表 42: 港铁公司: 中国内地及国际业务盈利能力..... | 22 |
| 图表 43: 港铁公司: 中国内地及国际业务 EBITDA..... | 23 |
| 图表 44: 港铁公司: 中国内地及国际业务 EBIT..... | 23 |
| 图表 45: 中国内地及国际铁路业务概览..... | 23 |
| 图表 46: 港铁公司: 资本性开支及投资计划 (2024-2026 年)..... | 24 |
| 图表 47: 港铁公司: 各项业务的资本性开支..... | 24 |
| 图表 48: 港铁公司: 新建铁路计划..... | 25 |
| 图表 49: 香港铁路网络规划..... | 25 |
| 图表 50: 港铁公司: 资产负债率..... | 26 |
| 图表 51: 港铁公司: 净负债率..... | 26 |
| 图表 52: 港铁公司: 经营活动现金流 vs 资本开支&分红额..... | 26 |
| 图表 53: 港铁公司: 每股派息与分红比例..... | 26 |
| 图表 54: 香港车务运营关键假设与盈利预测..... | 27 |
| 图表 55: 香港车站商务关键假设与盈利预测..... | 28 |
| 图表 56: 香港物业租赁及管理关键假设与盈利预测..... | 28 |
| 图表 57: 中国内地及国际业务关键假设与盈利预测..... | 29 |
| 图表 58: 港铁公司: 分部估值表..... | 29 |
| 图表 59: 港铁公司: DCF 核心假设..... | 30 |
| 图表 60: 港铁公司 PE-Bands..... | 31 |
| 图表 61: 港铁公司 PB-Bands..... | 31 |

投资要点

核心逻辑

港铁公司采用“铁路+物业”模式，盈利驱动力在于：

- 1) **运营票价市场化**：香港政府制定透明的票价调整公式，允许地铁票价因通货膨胀和购买力提升而上调。
- 2) **地铁商铺租金高**：香港私家车牌照少且昂贵，市民出行依赖公共交通；地铁车站的高客流量密度有效降低了单位乘客的运营成本，同时车站商铺也因此获得较高的租金收入；此外，港铁公司在罗湖和落马洲口岸、西九龙高铁站还设有更高坪效的免税店。
- 3) **土地开发反哺地铁建设**：铁路建设成本高昂，沿线土地因铁路开通而升值，政府把升值部分反哺给铁路建设；港铁公司获取新建铁路沿线的土地具有价格优惠，并且招标开发商合作，由开发商支付土地款和开发成本，港铁通常不涉及垫资。
- 4) **投资物业位于好地段**：港铁公司的投资物业主要为香港车站上盖的零售楼宇，地理位置优越、客流量较高。
- 5) **经营现金流稳健**：铁路客运与“收租”业务较少坏账，提供持续且稳健的经营现金流。公司在物业开发方面通常不垫资。综上因素使公司拥有较强的经营现金流获取能力。

我们认为，公司近期股价催化剂在于：

- 1) **消费模式转变**：“港人北上”消费蔚然成风，利好罗湖与落马洲跨境线以及广深港高铁香港段的客流量增长。2024年7-10月，公司过境线与高铁客运量同比增长23%、10%，在正常基数上仍增长强劲。铁路客运业务的经营杠杆较高，业务盈利有望继续改善。
- 2) **访港旅客增长**：剔除基数较低的1-4月后，2024年5-10月中国内地、非内地的访港旅客数量仍同比增长9%、29%。政府实施多项惠港措施，包括：1) **免税额度扩大**，内地居民免税额度由5000元提高至12000元（2024年7月起实施）；2) **签注优化政策**，恢复深圳市居民“一签多行”签注（2024年12月起实施）。港铁公司的免税店租金分成收入具有盈利弹性，或随入境游客的增长而恢复。
- 3) **降息提振零售和楼市**：美联储自9月开启降息周期，香港金管局跟随下调基准利率，对香港零售和房地产市场或有正面影响。2024年10月香港零售业销货价值同比下降2.9%，降幅已较前三季度大幅收窄（1-9月同比下降7.6%）。10年期香港政府债券基准收益率已从2024年初的3.5%降低至11月的3.3%。2024年10月港岛/九龙/新界的A类私人住宅租金收益率已达到4.5/4.6/4.7%，B类租金收益率为3.6/3.6/3.2%，C类租金收益率为3.7/2.8/3.0%，租金收益率相对按揭利率（香港主要银行约为3.5%）的性价比已经显现。

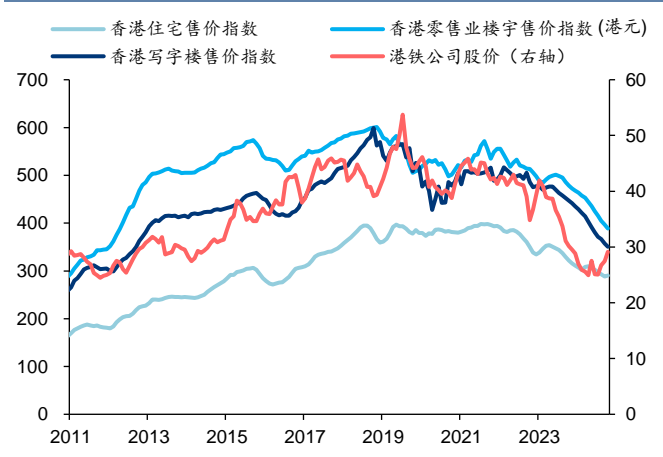
我们与市场观点不同之处

港铁公司的盈利是香港经济活力的晴雨表。今年以来，香港经济前景不明朗及较高的按揭贷款利率抑制消费意愿，市场担心公司投资物业新订租金持续下跌，亦担心住宅销售疲弱导致交付规模下滑。我们认为，当前股价已充分反映市场对基本面的担忧，当前股价已较2019年7月的历史高点下滑约五成。更为关键的是，边际回暖信号已经显现，如“港人北上”与访港旅客增长或继续提振铁路客运与免税店需求，降息周期里本地零售和房地产销售有望遏制颓势。根据住宅项目建造与预售情况，我们预计25-26年为公司物业开发利润入账高峰期。2025E PE与PB估值低于2011年以来的25%分位数。

股价复盘

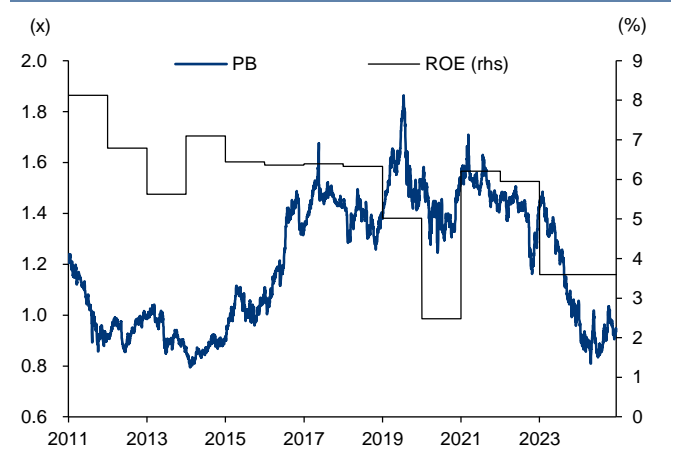
港铁公司上市以来，公司股价与香港房地产价格有较强相关性。近10年，港铁公司来自物业发展和投资物业重估的利润平均约占归母净利润的55%，来自盈利较为稳健的客运业务和物业租赁业务的利润平均约占总数的45%。同时，港铁公司通过“铁路+物业”模式持续获得沿线土地的开发权。长周期视角下，港铁公司的历史股价与香港房地产价格呈现相关性，或因二者受到相似的宏观经济和市场情绪因素的影响。

图表1: 港铁公司: 历史股价 vs 香港房地产价格



资料来源: 香港差餉物业估价署、Wind、华泰研究

图表2: 港铁公司: PB vs 基本业务 ROE

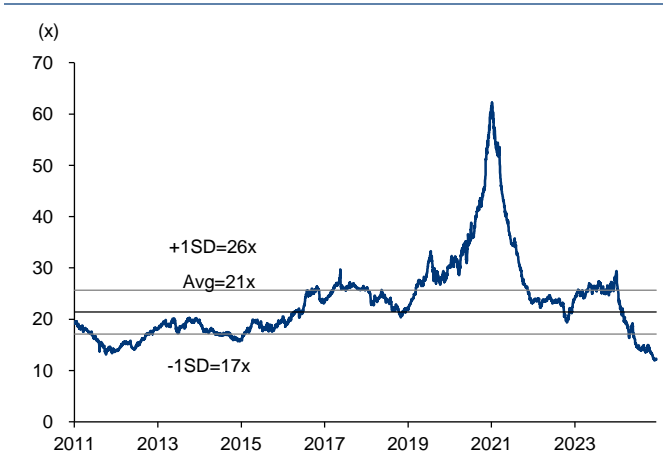


资料来源: 彭博、Wind、华泰研究

港铁公司动态 PE 低于历史负 1 倍标准差, 显示公司估值具有吸引力。港铁公司基本业务 (不含投资物业重估收益) 历史 PE 均值为 21 倍, 1 倍标准差区间为 17 倍至 25 倍 (考虑疫情对 2020-2021 年盈利有较大冲击, 我们取 2011-2019 年与 2022-2023 年数据计算)。由于跨境客流大幅恢复, 以及房地产交付规模扩大, 我们预计公司 2024 年基本业务 PE (不含投资物业重估收益) 为 13 倍 (2024/12/31 收盘价), 已低于历史负 1 倍标准差 (17 倍), 估值具有吸引力。公司 2024 年 PB 为 0.9 倍, 也处于 2011 年以来的较低水平。

当前股息差处于历史中枢, 海外降息是估值重要催化剂。由于港铁公司采用渐进式分红政策, 我们预计公司 2024 年每股派息至少为 1.31 港元, 约合股息率 4.8% (2024/12/31 收盘价)。2011-2023 年, 港铁公司的普通股股息率减去 10 年期美债收益率的股息差中枢为 0.6%, 1 倍标准差区间为 -0.2% 至 +1.4%, 当前股息差为 0.3%, 处于历史合理区间。若美联储维持降息节奏, 则港铁公司的估值吸引力或提升; 若美联储降息进程低于市场预期, 则公司估值吸引力或有所下降。

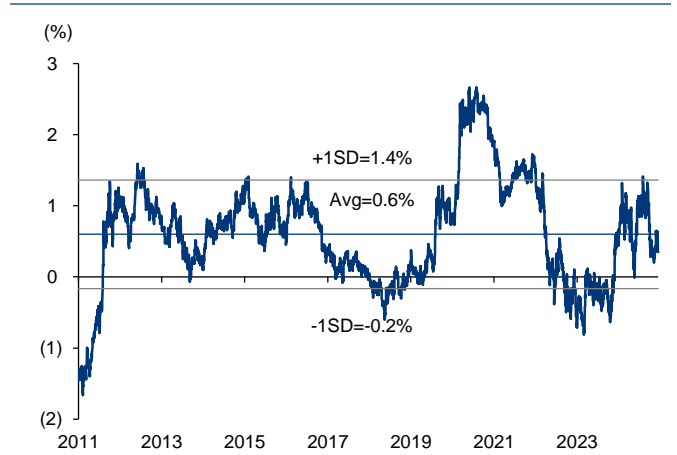
图表3: 港铁公司: 基本业务 PE



注: 基本业务 EPS = 总 EPS - 投资物业公允价值变动 EPS, 投资物业的公允价值变动不产生现金流; 上图取 2011-2019 年以及 2022-2023 年计算历史均值以及 1 倍标准差

资料来源: 彭博、Wind、华泰研究

图表4: 港铁公司: 普通股股息率减去 10 年期美债收益率



资料来源: 彭博、Wind、华泰研究

港铁公司为“铁路+物业”模式典范

香港政府控股企业，致力于地铁建设运营

港铁公司成立于1975年，使命是为香港建造和运营铁路系统。上市前，香港政府是公司唯一的股东。2000年，香港政府出售其23%股份并推动港铁公司在香港上市。2007年，港铁公司与政府全资拥有的九广铁路公司合并运营，市场格局大幅优化，发展迈入新纪元。2009年起，港铁公司积极“向外走”，现时亦在中国内地城市、澳门、英国、澳洲及瑞典运营铁路服务。除运营铁路外，港铁公司亦从事多元化业务，包括发展住宅及商业物业、商场租赁及管理、车站商业租赁及管理、车厢和车站内广告媒体及电讯服务等。

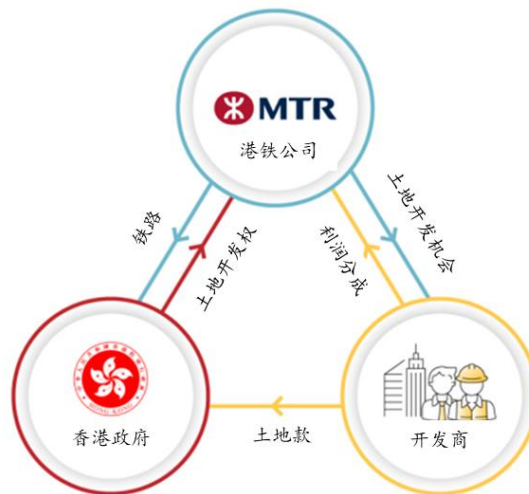
实际控制人为香港特区政府。截至2024年6月末，香港政府透过财政司司长法团持有公司已发行股份约74.54%，为公司的第一大股东。因执行以股代息计划、对管理层授予认股权证，公司总股本已较上市时增发约24.5%。

商业模式：运营票价市场化，土地开发反哺地铁建设

公共交通领域具有显著的正外部效应，票价的制定涉及居民、企业、政府多方博弈，而企业通常难以对外部性进行定价，导致难以获得超额收益。

不过，港铁公司是极少数的盈利案例。这主要因为：1) 运营票价市场化，政府制定透明的票价调整公式，允许票价因通货膨胀和购买力提升而上调；2) “铁路+物业”模式下，房地产开发利润补贴新地铁线的建设。这亦可理解为，居民承担现有铁路的运营成本，而政府则通过土地优惠弥补新建铁路的边际亏损。

图表5：典型“铁路+物业”模式示意图



资料来源：公司官网、华泰研究

“铁路+物业”模式流程包括：1) 香港政府授予港铁公司新建铁路沿线的土地开发权，土地款为市场评估价减去合同约定金额；2) 港铁公司招标开发商合作伙伴；3) 港铁公司提供土地开发权，监督项目的设计和建设；4) 开发商通常支付土地款和开发成本；5) 开发商按利润或实物资产的百分比或固定金额与港铁公司分成。通过这个模式，港铁公司获得了部分商场和写字楼，确保了长期稳定的现金流入。

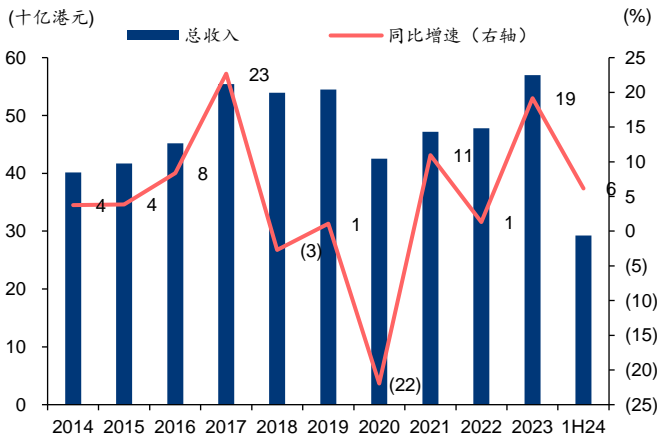
模式核心是政府将新建铁路的外部性（土地升值）反哺给铁路。铁路建设成本高昂，沿线土地因铁路开通而升值，政府把升值部分反哺给铁路，保障铁路获得合理回报。铁路建设与国土资源的跨部门统一规划、开发和管理是重要保障。开发商或仅获取正常利润。开发商通常支付土地款和开发成本，并且管理设计建造销售全流程，港铁通常不涉及垫资，因此在港铁公司的财务报表上，香港物业发展业务仅以利润呈现，没有确认收入和成本。

利润来源：车站商务、物业租赁、物业发展

港铁公司的主营业务为香港铁路车务运营、车站商务、物业租赁、物业发展、中国内地及国际业务等。2024 年上半年，上述业务的净利润贡献占比分别为 7%、31%、40%、28%、10%，余下主要为总部成本。虽然香港车务运营是港铁公司的核心业务，但盈利较薄，在此基础上衍生的车站商务、物业租赁、物业开发才是盈利主要来源。车务运营主要指地铁客运业务。车站商务主要由免税店及小商店租赁、广告、电信服务构成。物业租赁主要为商场、写字楼、停车场出租业务。物业开发主要为新建地铁周边新建住宅开发业务。

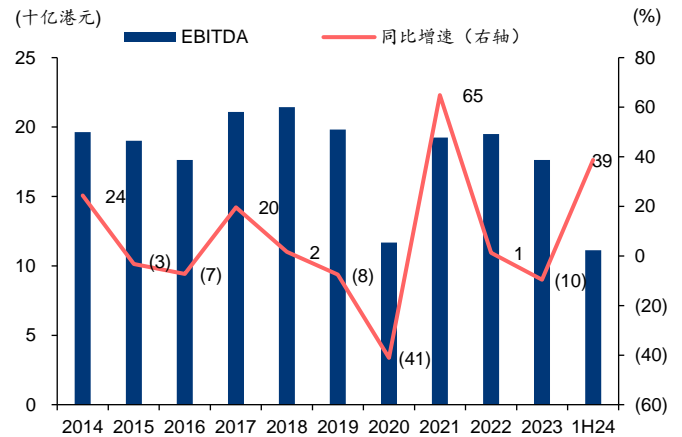
公司主要盈利指标已超过疫情前水平。2024 年上半年，公司的收入、EBITDA、净利润分别超过 2019 年同期 4%、20%、10%。受益于跨境游热潮兴起、物业发展交付规模扩大，1H24 公司的收入、EBITDA、净利润分别同比增长 6%、39%、45%。

图表6：港铁公司：2024 年上半年营业收入超 2019 年同期 4%



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：港铁公司：2024 年上半年 EBITDA 超 2019 年同期 20%



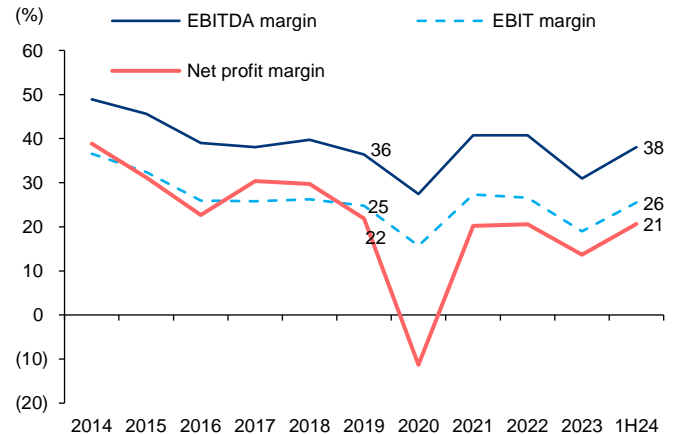
资料来源：Wind、华泰研究

图表8：港铁公司：2024 年上半年归母净利润超 2019 年同期 10%



资料来源：Wind、华泰研究

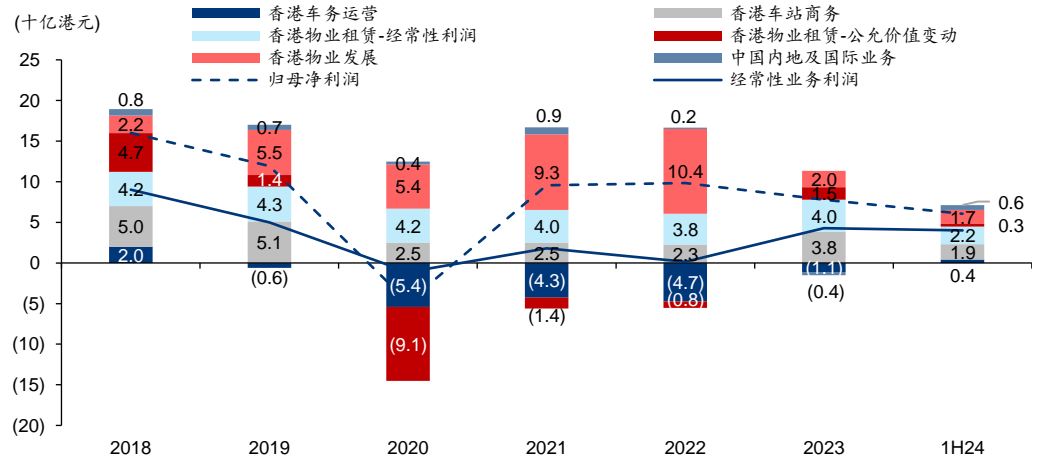
图表9：港铁公司：2024 年上半年利润率已基本恢复至 2019 年水平



资料来源：Wind、华泰研究

公司的盈利波动主要来自香港物业发展、租赁物业重估值、香港车务运营。2018 年至今，港铁公司最稳健的利润来源是香港物业租赁的经营性利润，紧随其后为香港车站商务的利润。在盈利波动较大的业务中，香港物业发展的利润受住宅交付规模的影响较大，租赁物业公允价值变动与租金水平与资本化率的变化相关，香港车务运营的利润在 2019-2022 年受到香港修例风波以及疫情影响。

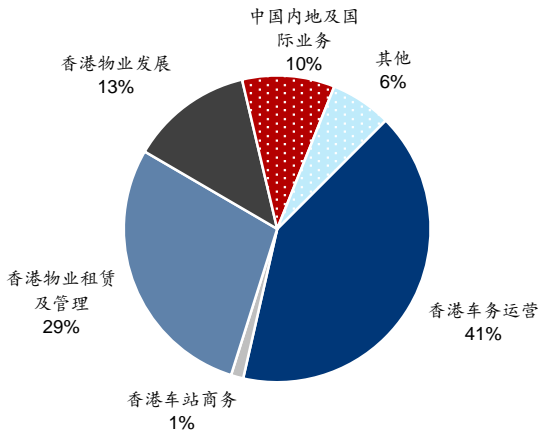
图表10: 港铁公司各业务的盈利贡献



资料来源: 公司公告、华泰研究

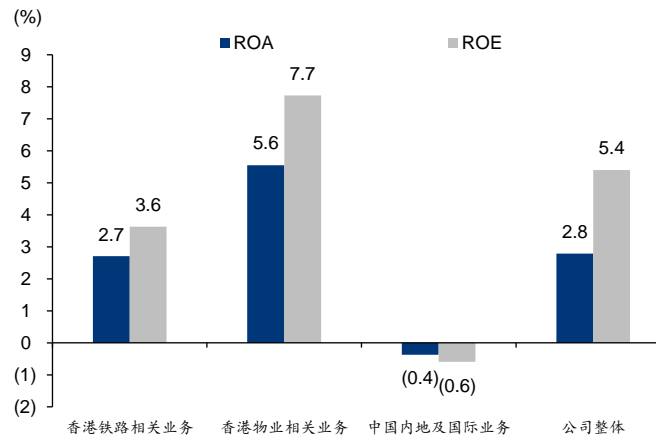
从资产结构看, 2023 年末, 香港铁路资产、香港物业资产、中国内地及国际业务资产分别占到公司总资产的 42%、42%、10% (2023 年末)。从投资回报看, 香港铁路相关业务的 ROA 和 ROE 分别达到 2.7%、3.6%, 香港物业相关业务的 ROA 和 ROE 分别达到 5.6%、7.7%, 中国内地及国际业务的 ROA 和 ROE 分别达到 -0.4%、-0.6% (以上均为 TTM 口径)。若剔除对瑞典铁路的特殊亏损拨备, 中国内地及国际业务的 ROA 和 ROE 分别达到 2.7%、4.2% (TTM 口径)。

图表11: 港铁公司各业务的资产占比 (2023 年)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表12: 港铁公司各业务的 ROA 与 ROE (TTM 口径)



资料来源: 公司公告、华泰研究

香港车务运营：跨境线与高铁为增长亮点

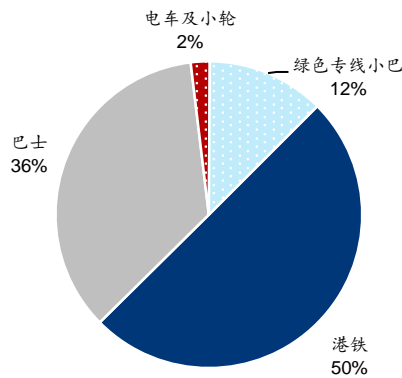
铁路客流：香港经济活力的映射

港铁在香港公共交通体系中占主导地位。在香港公共交通工具中，港铁、巴士、绿色专线小巴、电车及小轮的市场占有率分别为 50.1%、35.5%、12.4%、2.0%（2024 年 1-5 月）。其中，港铁在过海交通工具市场的市占率为 72.2%，在过境交通业务的市占率为 50.7%。在往返机场的交通工具中，港铁市占率为 18.3%。随着铁路通达性提升，疫情前港铁在公共交通工具的市场份额持续提升，从 2009 年的 43% 提高至 2019 年的 49%；经历疫情影响后，港铁市场份额已由 2020 年的 45% 恢复至 50% 左右。

铁路客运盈利能力尚未恢复到 2019 年水平。2024 年上半年，香港车务运营业务收入、EBITDA（每年非定额外付款前）、EBIT 达到 111 亿港元、41 亿港元、4 亿港元，恢复至 2019 年同期的 104%、93%、44%，或主因访港旅客较疫情前减少、远程办公影响出行、折旧摊销增加。2024 年上半年，访港旅客人次仅恢复到 2019 年同期的 61%。截至 2024 年中报，港铁公司在香港运营 271 公里铁路、99 个车站，较 2019 年有新线路和车站开通，使运营成本增加。2024 年上半年，香港车务运营的 EBITDA 利润率为 36%、EBIT 利润率为 4%。

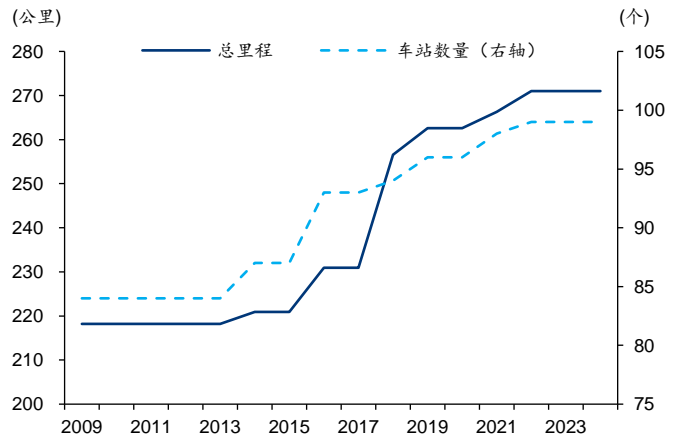
从收入结构看，香港本地铁路服务、罗湖及落马洲过境服务、高速铁路（香港段）、机场快线、轻铁及巴士分别贡献公司车费收入的 63%、15%、15%、4%、3%（2024 年中报）。2024 年上半年，香港本地铁路服务、罗湖及落马洲过境服务、高速铁路（香港段）、机场快线、轻铁及巴士的客运量分别恢复至 2019 年同期的 95%、81%、127%、70%、91%。

图表13：香港主要交通工具市占率（2024 年 1-5 月）



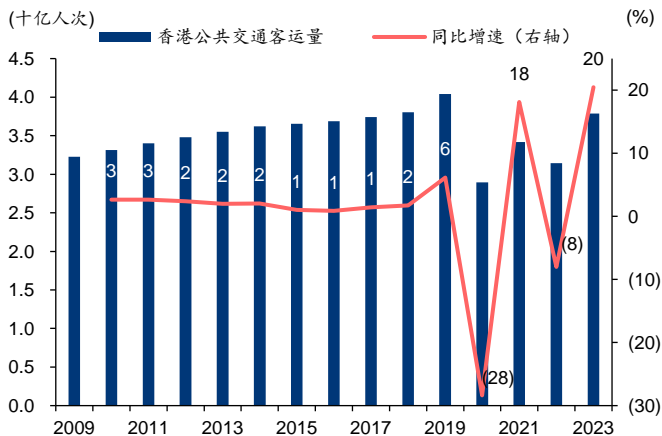
资料来源：公司公告、华泰研究

图表14：港铁公司：运营里程与车站数量（2009-2024 年中报）



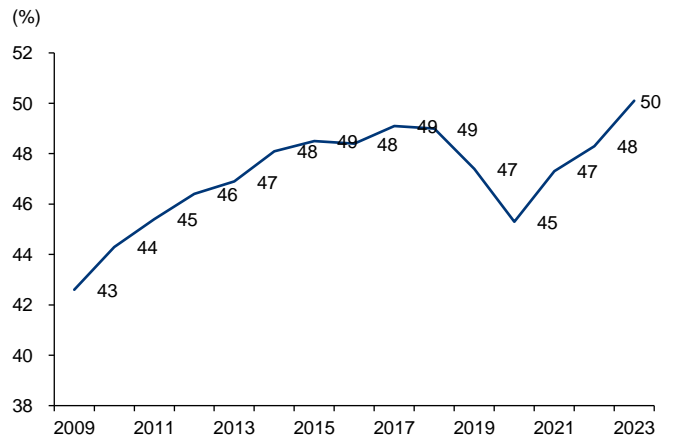
资料来源：公司公告、华泰研究

图表15：香港公共交通工具客运量



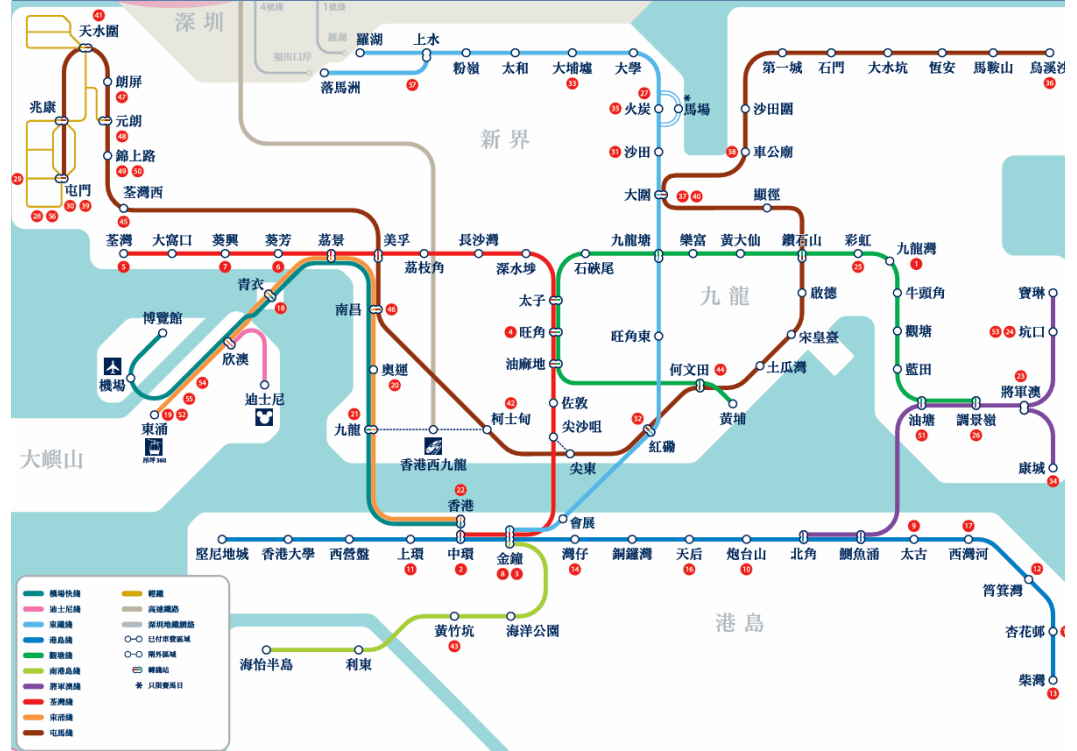
资料来源：公司公告、华泰研究

图表16：港铁占公共交通的历年市占率



资料来源：公司公告、华泰研究

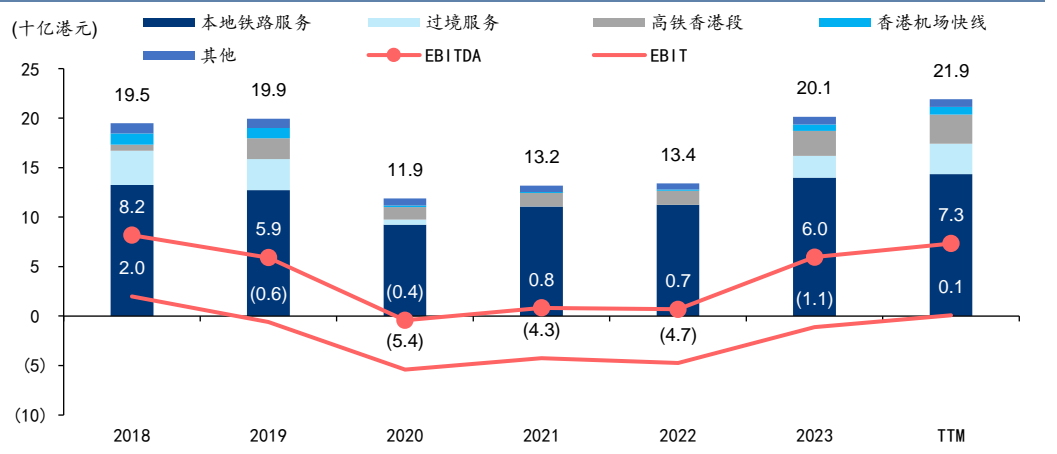
图表17: 港铁公司: 香港铁路图



资料来源: 公司官网、华泰研究

香港铁路客流增长取决于香港经济增长、入境游客恢复、旅行与工作习惯的改变。我们认为，未来香港本地铁路客流需求或保持稳定，主要考虑：1) 总人口保持稳定，2014-2023 年香港总人口复合增长率为 0.4%；2) 尽管人口逐渐老龄化，但铁路占公共交通工具的份额上升或足以抵消其负面影响。“港人北上”消费的热潮持续，我们预计，罗湖与落马洲跨境线、高速铁路或成为重要增长点。2024 年 7-10 月，过境线与高铁客运量同比增长 23%、10%，在正常基数上仍增长强劲。铁路客运业务的经营杠杆较高，我们预计“港人北上”需求增长或继续推动 24-25 年香港车务运营业务盈利大幅改善。

图表18: 港铁公司车务运营业务的收入与利润



注：2019 年受到香港修例风波影响，2020-2022 年受到疫情影响；TTM 指 2023 年下半年与 2024 年上半年
资料来源: 公司公告、华泰研究

提价机制：票价反映物价与工资变动

港铁实施公开透明的票价调整机制，反映物价与工资变动，并且与物业发展利润联动。作为两铁合并方案的一部分，港铁公司在合并九广铁路后放弃自主票价定价权，遵循政府制定的票价调整机制，2007年起，港铁公司与政府每隔5年对计算公式进行一次评估，最近一次评估在2023年3月完成。2009-2019年，港铁公司平均每年票价上涨幅度为2.7%，反映物价上涨和工资提升。为抵御新冠带来的客流损失，港铁公司在2020年、2022年均未调价，且2021年票价调减1.85%。疫后出行需求恢复，港铁公司在2023/24年、2024/25年的票价上调幅度达到2.3%、3.1%。

现时票价调整公式为：

(1) $0.5 \times \text{综合消费物价指数变动} + 0.5 \times \text{运输业名义工资指数变动} - \text{生产力因素} = \text{方程式结果}$

注：生产力因素与港铁公司的香港物业发展利润有关。当上一年香港物业发展利润低于50亿港元，生产力因素设定为0.6%；当香港物业发展利润处于50-100亿港元区间，生产力因素设定为0.7%；当香港物业发展利润高于100亿港元，生产力因素设定为0.8%。

(2) $\text{方程式结果} + \text{上年度票价调整幅度转拨} = \text{计算所得票价调整幅度}$

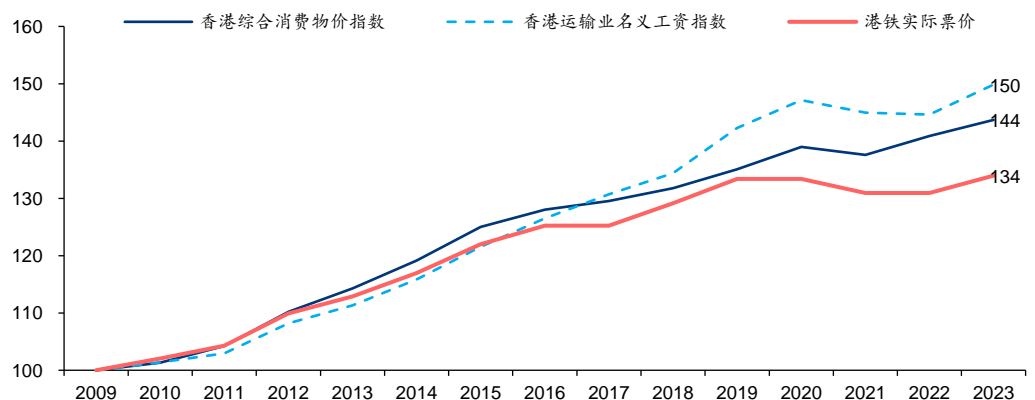
注：最终票价上调幅度不得高于家庭住户每月收入中位数的变动。若计算得出的调价幅度介于-1.5%至1.5%之间，则当年不进行调价，结转入下一年。

图表19：香港本地铁路客票价格调整机制



资料来源：港铁公司官网、华泰研究

图表20：港铁平均车费与物价、购买力的对比



注：2009年设为100

资料来源：香港统计署、Wind、华泰研究

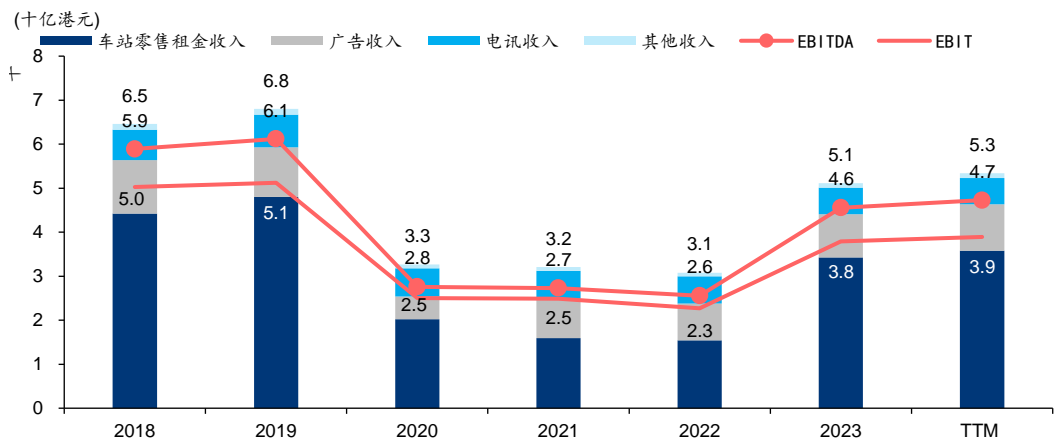
香港车站商务：本地消费偏弱，新订租金下跌

香港地区人口稠密，铁路客流创造高附加值。车站商铺凭借交通便利性以及高客流量转化为较高的租金收入。2024 年上半年，香港车站商务以 10% 的收入贡献了港铁公司 31% 的净利润。香港车站商务业务主要由免税店及车站小商铺租赁、广告、电信等业务构成，其收入占比分别为 68%、19%、11%（2024 年上半年）。香港实行优惠税率政策，使陆路口岸免税店具备竞争力。港铁公司在罗湖和落马洲口岸、西九龙高铁站出租免税店商铺，免税店租金收入约占公司车站商铺租金总收入的一半左右。

2024 年上半年，香港车站商务的 EBITDA 利润率达到 88%，EBIT 利润率达到 72%。香港车站商务的利润率较高，主要原因在于：1) 免税店拥有较高坪效；2) 车站的折旧费用计入香港车务运营业务，车站商务的固定成本较低。

不过，香港车站商务的盈利尚未恢复到疫情前水平。2024 年上半年，香港车站商务收入、EBITDA、EBIT 为 2019 年同期的 74%、72%、71%。其中，商铺租金、广告收入、电信收入分别为 2019 年同期的 71%、82%、79%，或主因香港本地消费偏弱。

图表21：港铁公司车站商务业务的收入与利润



注：2020-2022 年主要受到疫情影响；TTM 指 2023 年下半年与 2024 年上半年

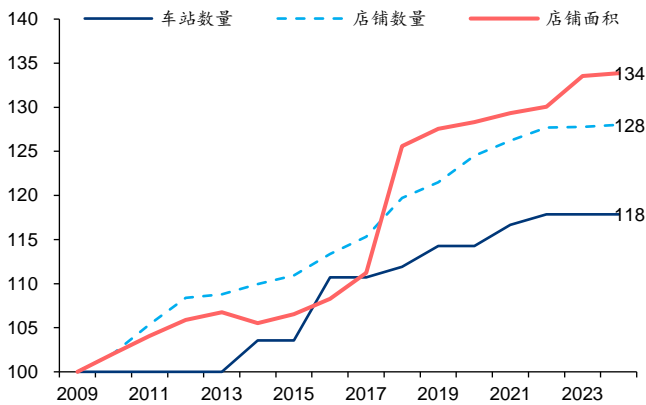
资料来源：公司公告、华泰研究

免税店租金收入具有盈利弹性，或随入境游客的增长而恢复。免税店租约一般为 5 年。由于最近一次免税店合约是疫情期间重签，保底额可能不及疫情前水平，未来租金增长或与客流和销售额更相关。

车站小商铺租金的增长主要驱动力是开店数量、单店租金、出租率，其中新订租金主要与香港零售市场景气度有关。车站小商店租约通常为 3 年，租金变化将反映居民和游客购买力的变化。新开店数量与新开通铁路站点数量正相关，港铁每一轮大幅翻新商铺时也会少量增加面积。此外，店铺结构调整也会影响单店租金，如便利店、西饼店的单店租金较低，餐厅、药店、化妆品店的单店租金较高。截至 2024 年 6 月末，港铁车站小商店的出租率为 98.4%，疫情前 2018 年出租率则高于 99%。广告收入取决于消费复苏情况。2024 年上半年，广告收入同比增加 19.2%，主因政府大力推广旅游业及推出大型文旅活动，同时铁路客流增长也有利好。

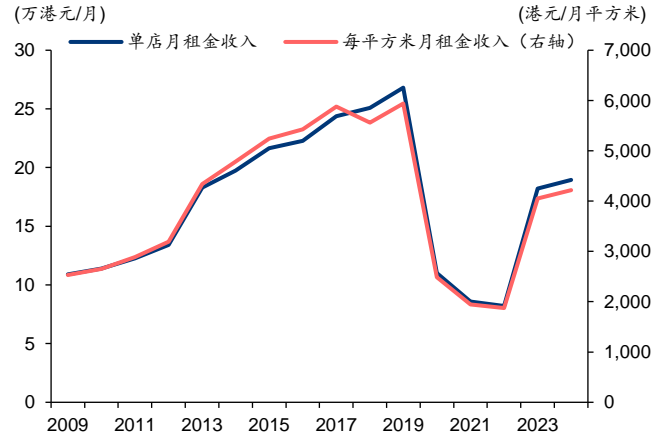
香港本地消费偏弱或主因旅客和市民消费模式转变，同时较高的按揭贷款利率抑制市民消费意愿。2024 年 1-10 月香港零售业销货价值同比下降 7.1%（香港政府统计处）。香港零售市场承压，可能与市民北上消费有关，同时南下客流亦减少奢侈品购物。据香港差餉署，2024 年上半年私人零售业楼宇租金指数较 2021-2023 年均值下跌 1.4%。2024 年上半年，港铁车站小商店的新订租金下跌 4.8%。考虑车站小商店通常 3 年重签合同，其平均租金的降幅与香港整体零售业租金降幅基本一致。

图表22: 港铁公司: 车站&店铺数量面积 (2009年=100)



注: 2018年香港西九龙高铁站开通, 使车站店铺面积大幅增加
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表23: 港铁公司: 单店租金收入&每平方米租金收入 (2009-1H24)



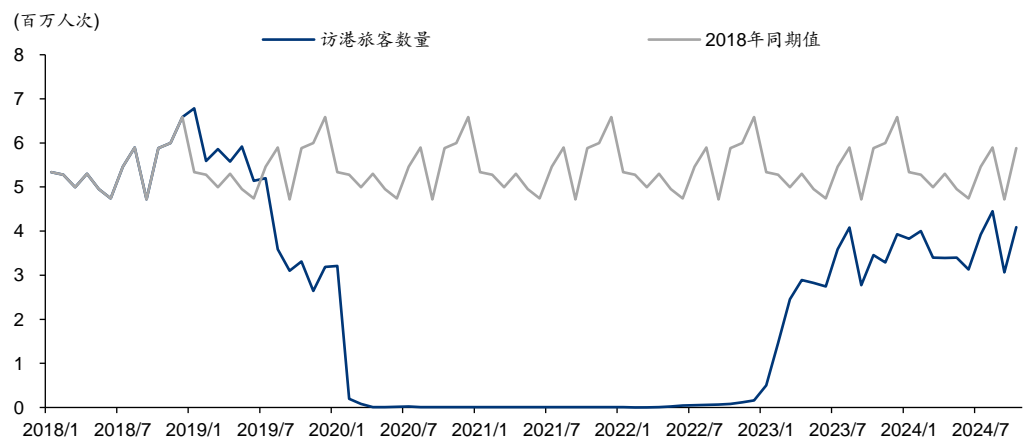
资料来源: 公司公告、华泰研究

未来增长看点或体现在: 1) 访港旅客增长驱动免税店租金收入提升; 2) 香港跟随海外降息, 或刺激本地消费复苏; 3) 新车站开通后将增加可出租零售面积。

香港旅客数量持续恢复。剔除基数较低的1-4月后, 2024年5-10月中国内地、非内地的访港旅客数量仍同比增长9%、29%。免税额度扩大或提振免税消费金额。内地居民旅客自香港进境内地携带行李物品的免税额度由人民币5000元提高至人民币12000元, 同时保留在进境口岸免税店额外购买人民币3000元免税商品政策的措施, 该政策自2024年7月在主要口岸实施, 在8月扩展至所有口岸。签注优化或催化深港自由行。2024年12月起, 深圳市居民赴港“一签多行”签注新政实施, 即在1年内可不限次数往来香港地区, 而此前签注政策为“一周一行”, 即每个自然周仅限1次。

按揭贷款利率的下降或使消费意愿温和复苏。美联储已开启降息周期, 在2024年9月、11月、12月累计降息100bp。在港币挂钩美元的联系汇率制度下, 香港金管局亦跟随下调基准利率达到100bp。按揭贷款支出的下降或催化消费需求回暖。

图表24: 访港旅客数量持续恢复



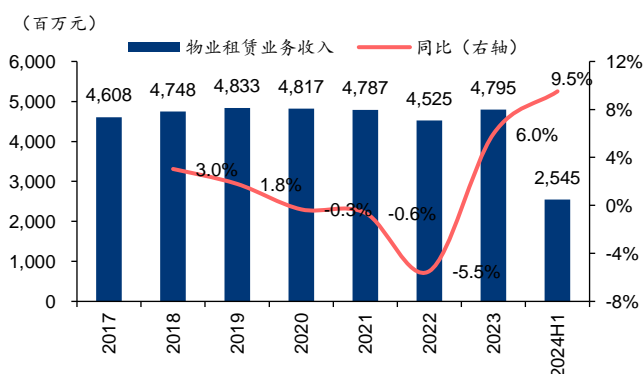
资料来源: 香港旅游发展局、华泰研究

香港物业租赁及管理：商铺租金增长面临不确定性

港铁公司的投资物业组合源自“铁路+物业”模式。港铁公司新建地铁线路与车站时，通过“铁路+物业”模式获得土地开发权，与开发商合作住宅、商场、写字楼、停车场、幼儿园等综合物业。港铁公司自持一部分商场、写字楼、停车场，出售其余物业，获得一次性房地产开发利润+稳定增长的租金收入。截至2024年6月末，按可出租楼面面积计算，港铁公司在香港的投资物业包括315,870平方米的零售物业、39,451平方米的写字楼，以及19,206平方米的其他用途物业，占比分别为84%、11%、5%，投资物业组合以香港本土的零售物业为主。

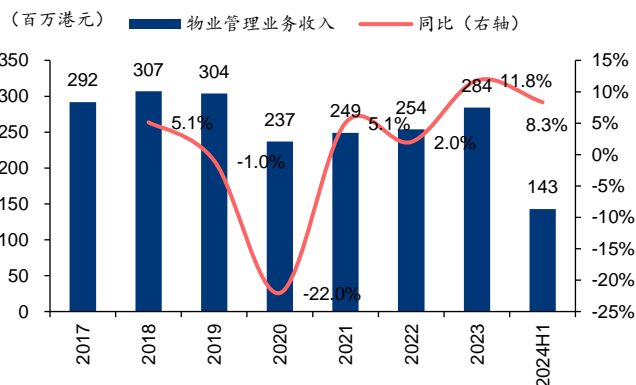
2024年上半年，港铁公司物业租赁及管理业务产生的EBIT同比+8.2%至21.54亿港元，主要由于：1) 两个新商场开业带来的额外贡献；2) 租金豁免的摊销金额于期内有所减少。截至2024年6月末，港铁商场平均出租率为99%，在国际金融中心二期的18层写字楼平均出租率为92%。按出租面积分析，商场的租户组合中，餐饮约占31%，时装、美容及配饰约占21%，服务约占20%，休闲娱乐约占18%，百货公司和超市约占10%。此外，港铁管理超过122,000个住宅单位及超过920,000平方米的商用及写字楼面积，并且收取物业管理收入，1H24物管收入同比增长8.3%至1.4亿港元。

图表25：港铁公司：物业租赁收入



资料来源：公司公告、华泰研究

图表26：港铁公司：物业管理收入

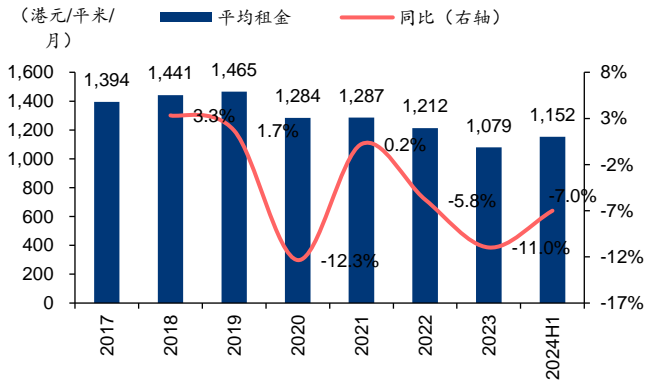


资料来源：公司公告、华泰研究

港铁公司的投资物业主要位于香港地区，少数位于中国内地，并全部按公允价值记账。港铁公司在年末请独立的测量师核算公允价值，如仲量联行、戴德梁行。因此，租金上涨会带来投资物业重估收益，反之，租金下跌则可能会带来投资物业减值。截至2024H1末，公司投资物业的账面公允价值为976亿港元。

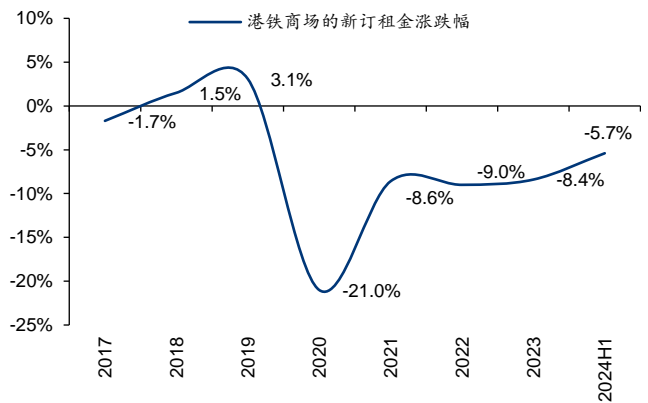
但需要注意的是，港铁租赁物业2024上半年的月平均租金同比-7%至1152港元/平米，港铁商场新订租金录得5.7%的跌幅，商场新订租金自2020年以来一直处于负增长区间。目前港人北上消费趋势上升对香港零售市场的逐步复苏构成影响，可能导致零售物业新签订的租金整体下跌，且趋势何时扭转仍为未知之数。同时，由于宏观经济下行以及居家办公趋势的发展，香港写字楼的出租率今年下降明显，我们在关注降息下降带来的正向影响也要考虑宏观经济下行背景下可能带来的投资物业重估损失。

图表27: 港铁公司: 物业租赁平均租金



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表28: 港铁公司: 商场新订租金变化



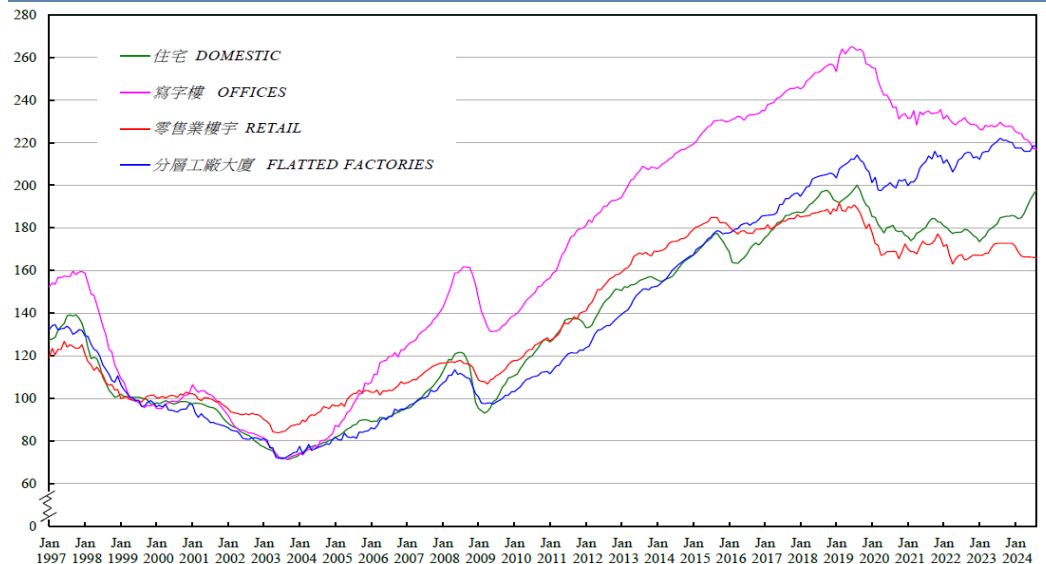
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表29: 港铁公司: 商场与写字楼投资物业组合

| 地点 | 类别 | 可出租楼面面积 (平方米) | 公司收益权 |
|---------------------|-----|---------------|-------|
| 九龙九龙湾德福广场一期 | 商场 | 39,331 | 100% |
| 九龙九龙湾德福广场二期七至八楼 | 商场 | 2,397 | 100% |
| 九龙九龙湾德福广场二期三至六楼 | 商场 | 18,253 | 100% |
| 新界荃湾绿杨坊 | 商场 | 11,143 | 100% |
| 香港杏花邨杏花新城 | 商场 | 15,484 | 100% |
| 青衣青衣城 1 期 | 商场 | 28,597 | 100% |
| 青衣青衣城 2 期 | 商场 | 6,448 | 100% |
| 坑口连理街 | 商场 | 2,629 | 100% |
| 将军澳 PopCorn2 | 商场 | 8,456 | 100% |
| 将军澳 PopCorn1 | 商场 | 12,174 | 50% |
| 九龙柯士甸道西一号圆方 | 商场 | 45,510 | 81% |
| 火炭骏景广场 | 商场 | 7,720 | 100% |
| 屯门海趣坊 | 商场 | 6,192 | 100% |
| 屯门新屯门商场 | 商场 | 9,022 | 100% |
| 屯门恒福商场 | 商场 | 1,924 | 100% |
| 沙田连城广场零售楼层及 1 至 6 楼 | 商场 | 12,154 | 100% |
| 将军澳 TheLOHAS 康城 | 商场 | 27,804 | 100% |
| 沙田车公庙路十八号围方 | 商场 | 33,325 | 100% |
| 黄竹坑 THE SOUTHSIDE | 商场 | 25,944 | 100% |
| 国际金融中心二期 | 写字楼 | 39,451 | 100% |

资料来源: 公司公告、华泰研究

图表30: 香港住宅、写字楼、零售业楼宇、分层工业大厦租金指数 (1990=100)



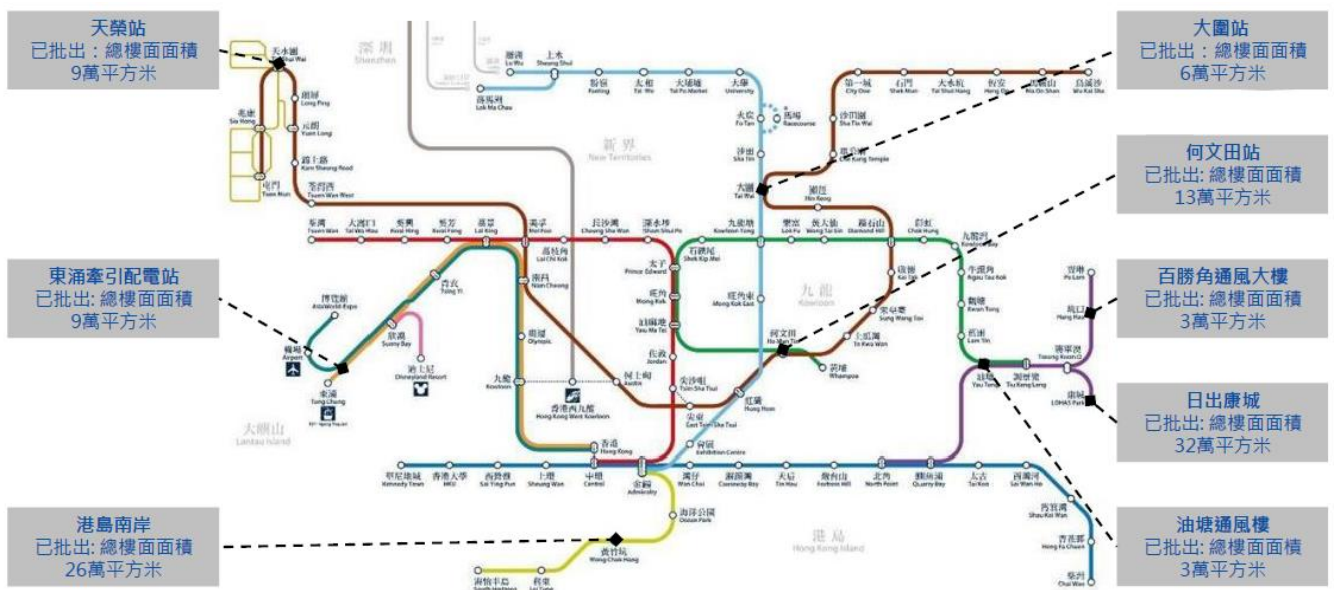
资料来源: 香港差餉物业估价署、华泰研究

香港物业发展：房地产开发与铁路线拓展配套

港铁的TOD模式(简称“Railway+Property, R+P模式”)是由港铁出资建造及营运铁路,政府则提供上盖或者沿线周边土地的发展权,港铁需要补地价和与发展商合作发展地块。当铁路兴建完成,土地的价值因而提升,增值的部分可用来摊分之后兴建、营运和维修铁路的资金缺口。简言之,R+P模式将房地产业务和土地开发机会的资本收益内化,是香港独有的扩展地铁网络的融资模式。港铁项目大部分为铁路沿线项目,且香港地方小,人口密度高,地铁沿线物业受居民青睐,一般来说地铁盘的销售更具韧性。

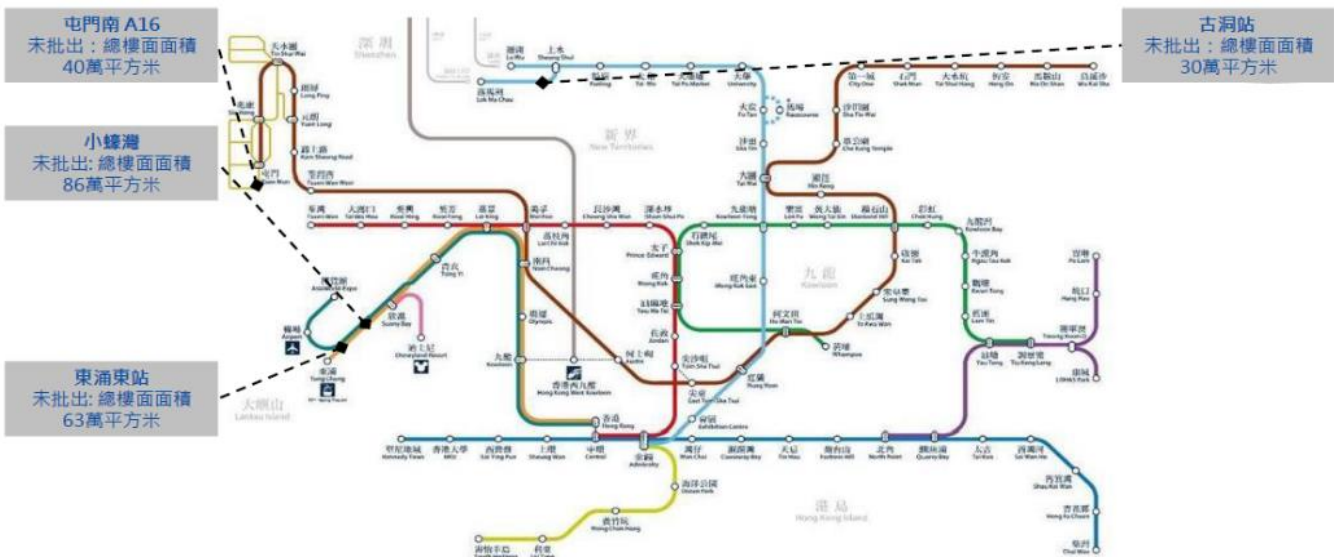
物业开发的利润波动较大,与项目建设销售进度挂钩。截至2024H1末,公司有14个发展中的住宅物业项目,对应的未结转土储面积为100万平方米,对应的未售土储面积约为65.3万平方米,未来数年或为香港房屋市场提供约12,000个住宅单位。此外,公司拥有待批出发展物业项目面积219万平方米。

图表31: 港铁公司: 已批出土储分布(截至2024H1末)



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表32: 港铁公司: 未批出的土储分布(截至2024H1末)

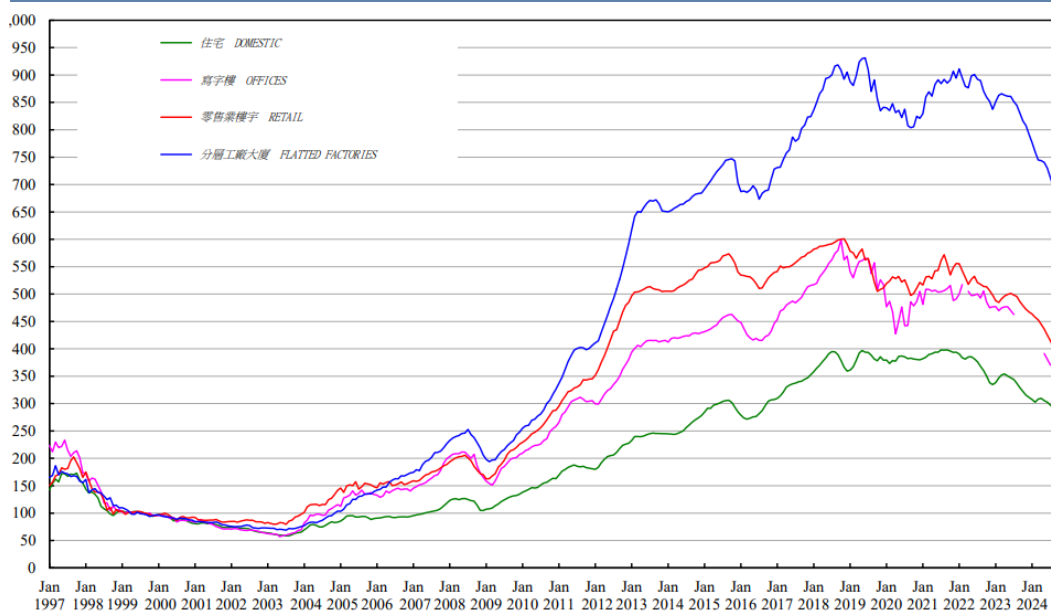


资料来源: 公司官网、华泰研究

图表33：未入账的港铁发展项目：提供约 17,000 个住宅单位（总楼面面积：约 101 万平方米）

| 物业项目招标 | 批出日期 | 发展商 | 住宅总楼面面积 (平方米) | 单位数目 | 利润模式 | | 预计落成日期 |
|---------------|-------------|----------------------|------------------|-------|---------|-----------------|--------------------------------|
| | | | | | 前期和/或后期 | 整笔过款项 分占盈余 物业摊分 | |
| 1 大围站第三期 | 2014 年 10 月 | 新世界 | 63,845 | 892 | | ✓ | TBC |
| 2 天荣站 | 2015 年 2 月 | 新鸿基 | 91,051 | 1,918 | | ✓ | Phase 1: 2024 Phase 2: 2025 |
| 3 何文田站第一期 | 2016 年 12 月 | 鹰君 | 69,000 | 990 | | ✓ | 2024 |
| 4 油塘通风楼 | 2018 年 5 月 | 信和置业及资本策略地产 | 30,225 | 792 | | ✓ | 2026 |
| 5 「港岛南岸」第三期 | 2018 年 8 月 | 长江 | 92,900 | 1,200 | | ✓ | 2025 |
| 6 何文田站第二期 | 2018 年 10 月 | 华懋 | 59,400 | 844 | | ✓ | 2024 |
| 7 「日出康城」第十一期 | 2019 年 4 月 | 信和置业、嘉华及招商局 | 88,858 | 1,880 | | ✓ | 2024 |
| 8 「港岛南岸」第四期 | 2019 年 10 月 | 嘉里建设、太古地产及信和置业 | 59,300 | 800 | | ✓ | 2024 |
| 9 「日出康城」第十二期 | 2020 年 2 月 | 会德丰 | 89,290 | 1,985 | | ✓ | 2026 |
| 10 「日出康城」第十三期 | 2020 年 10 月 | 信和置业、嘉里建设、嘉华及招商局 | 143,694 | 2,550 | | ✓ | 2026 |
| 11 「港岛南岸」第五期 | 2021 年 1 月 | 新世界、帝国发展、资本策略地产及丽新发展 | 59,100 | 825 | | ✓ | 2026 |
| 12 「港岛南岸」第六期 | 2021 年 4 月 | 会德丰 | 46,800 | 615 | | ✓ | 2028 |
| 13 百胜角通风楼 | 2022 年 4 月 | 新世界及招商局 | 27,006 | 613 | | ✓ | 2031 |
| 14 东涌牵引配电站 | 2022 年 7 月 | 华懋 | 87,288 | 1,600 | | ✓ | 2031 |

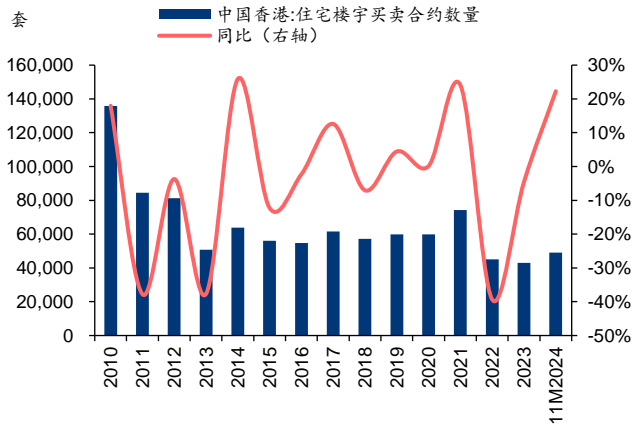
资料来源：公司官网、华泰研究

图表34：香港住宅、写字楼、零售业楼宇、分层工业大厦售价指数（1990=100）


资料来源：香港差饷物业估价署、华泰研究

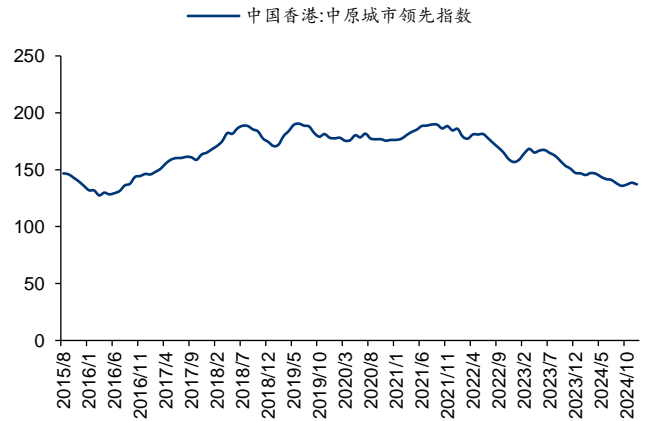
年初至今香港住宅成交有所回升，价格延续调整。在金融状况收紧、外围经济前景不明朗、本地需求疲软和市场气氛审慎的情况下，2023 年香港住宅市场的总成交量为 43002 宗，同比-5%，年成交量创 2004 年以来的新低。2024 年 1-11 月，香港住宅成交 48996 宗，同比+22%，整体成交量在“撤辣”、优化投资移民计划、放宽楼宇按揭贷款条件等政策的助力下有所回升。价格方面，截至 12 月 22 日，代表前瞻价格指标的中原城市领先指数为 137.15，月环比-1.02%，同比-6.83%，自 22 年 3 月以来已连续 34 个月同比下滑，延续调整趋势。此外，根据美联物业的统计，截至 12 月 30 日，代表卖家收盘态度的美联楼市信心指数为 62.0，略高于均值 58.5，该指数自今年 7 月以来震荡上行，但整体仍然偏低，二手房卖家的信心仍有待修复。

图表35: 中国香港:住宅楼宇买卖合约数量



资料来源: 香港土地注册处、华泰研究

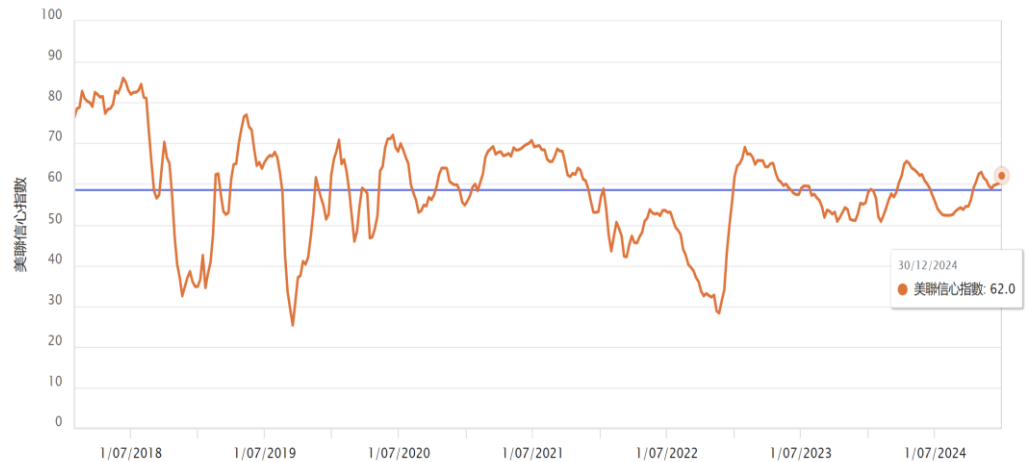
图表36: 中国香港:中原城市领先指数



注: 中原城市领先指数是一个按周发布的楼价指数, 每周五更新, 基于中原集团最新成交纪录编制。该指数通过计算一系列代表性屋苑的总市值变化得出, 能够反映整体市场楼价走势。

资料来源: 中原地产、华泰研究

图表37: 美联信心指数

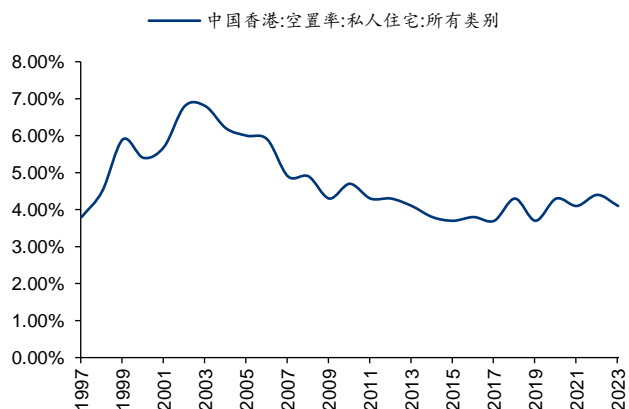


注: 美联信心指数通过反映业主放盘价格变化, 衡量市场情绪, 推测未来楼市走势。高指数(接近100点)意味着业主不愿降价, 楼价可能回升; 低指数(接近0点)则意味着业主更倾向降价, 楼价可能下跌。当指数接近其平均值时, 楼价通常横盘整理; 指数升穿平均值可能预示楼价由跌转升或加速上涨, 跌穿则可能导致楼价由升转跌或加剧下跌。虽然该指数与美联楼价指数高度相关, 但楼市走势还受供应、利率等其他因素影响, 故美联信心指数只是预测楼价的参考工具。

资料来源: 美联物业、华泰研究

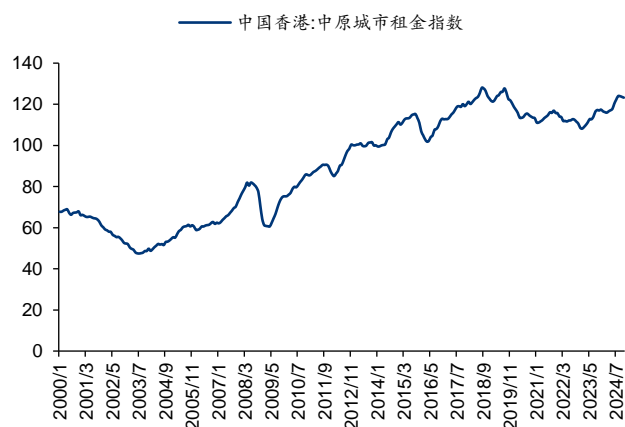
空置率处于相对低位, 租金水平处于相对高位。截至2023年末, 香港私人住宅整体空置率为4.1%, 同比-0.3pct, 目前整体处于历史的相对低位, 一定程度上反映了私人住宅市场的供需关系相对合理。根据中原地产的统计, 11月香港租金指数为123.2, 同比+4.96%, 月环比-0.30%, 目前处于该数据1997年1月以来的96%分位置, 从侧面反映了香港整体的租赁住房需求仍较为强劲。

图表38: 中国香港:空置率:私人住宅:所有类别



资料来源: 香港差饷物业估价署、华泰研究

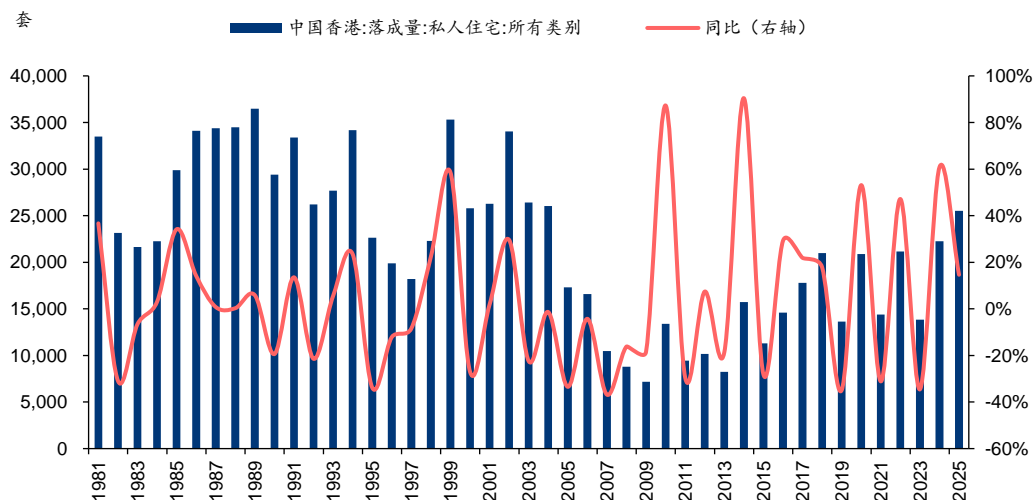
图表39: 中国香港:中原城市租金指数



资料来源: 中原地产、华泰研究

新增供给创阶段新高,但后续或将逐渐趋于平稳。2024年,香港私人住宅的预测落成量为22270套,同比+61%,创2005年以来的新高;2025年香港私人住宅的预测落成量为25530套,同比+15%,增速将较24年有所放缓,反映2025年以后香港私人住宅市场的整体供给可能将趋于平稳。

图表40: 中国香港:落成量:私人住宅:所有类别



注: 2024和2025年的私人住宅落成量为《香港物业报告2024》当中预测的数据

资料来源: 香港差饷物业估价署、华泰研究

短期来看,我们认为目前香港的整体住房需求仍具备一定韧性,但考虑新增供给创阶段新高,且当下的市场信心仍然偏弱,预计香港私人住宅市场仍将延续弱复苏的趋势。但从中长期来看,2024年10月28日,香港特区政府发布了《长远房屋策略》,当中提及,未来10年香港总房屋供应目标为44万套,其中公营房屋为30.8万套,私营房屋为13.2万套,这个目标数字与香港未来10年的总需求基本匹配,因此我们预计未来10年香港的住房市场供求关系将趋于平衡。

中国内地及国际业务：盈利贡献较小且波动较大

自 2009 年起，港铁公司陆续进入中国内地、中国澳门、澳大利亚、瑞典、英国等市场。从财务回报来看，2024 年上半年，中国内地及国际业务实现净利润 5.6 亿港元（去年同期：2.1 亿港元），约占公司净利润总额的 9%。1H24 经常性业务的 EBIT 利润率和 EBITDA 利润率分别为 3.9%、5.7%。中国内地及国际业务的利润率显著低于香港业务，主因前者来自物业管理和物业开发的利润较低。

海外项目复制港铁模式仍有难度。港铁公司的利润来源主要为香港车站商务、物业管理、物业开发。其中，车站商务的核心利润主要来自免税店，这仅是跨境铁路线的特例。“铁路+物业”模式是港铁模式盈利的关键要素，物业开发项目需要政府同意用土地利润反哺地铁建设，跨政府部门的统一规划/开发/管理仍有待解决难点，地铁上盖物业通过招拍挂获得土地开发权也存在不稳定因素。

目前欧洲业务呈收缩趋势，而中国内地与澳大利亚业务将有新线路开通。

瑞典：斯德哥尔摩通勤铁路及 Mälartåg 特许经营权提前至 2024 年 3 月及 6 月终止，港铁在 2023 年计提减值损失约 10 亿港元；公司于 2024 年 5 月对 MTRX 完成撤资；斯德哥尔摩地铁将于 2025 年到期。

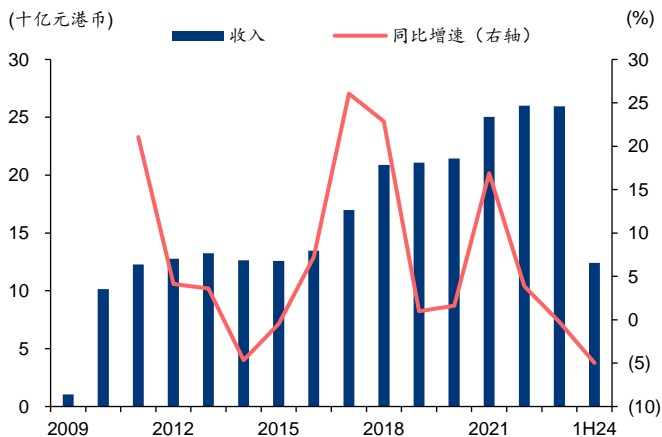
英国：伦敦地铁伊利莎伯线、英国西南部铁路都将于 2025 年 5 月到期。

中国澳门：澳门轻轨系统氹仔线合约将于 2024 年 12 月期满。

澳洲：墨尔本都市铁路、悉尼地铁西北线运营稳定；公司在 2024 年下半年开通悉尼地铁城市及西南线首段，扩展地铁网络和车站数量。

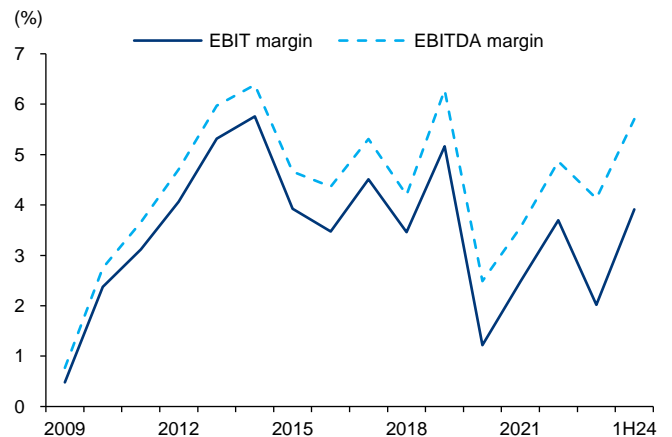
中国内地：公司在北京、深圳、杭州开展地铁运营业务，运营线路里程与车站数量呈增长趋势。投资项目深圳地铁十三号线首段在 2024 年底完工。

图表 41：港铁公司：中国内地及国际业务收入



资料来源：公司公告、华泰研究

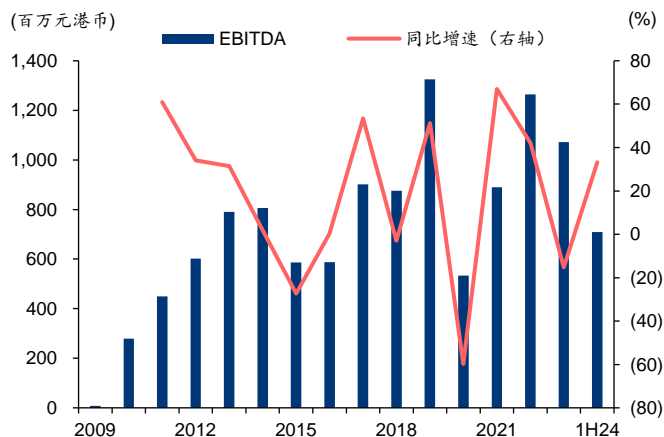
图表 42：港铁公司：中国内地及国际业务盈利能力



资料来源：公司公告、华泰研究

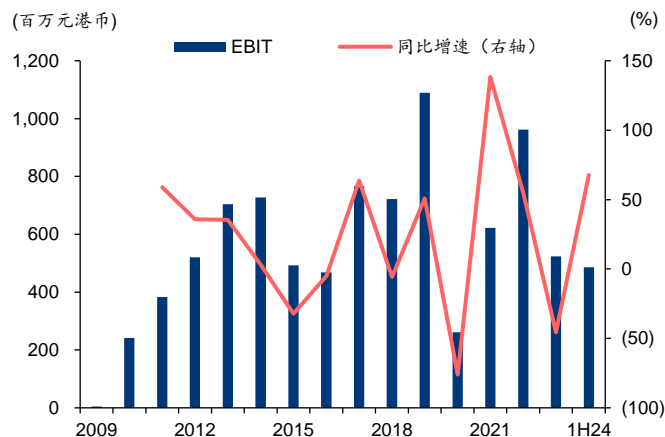
中国内地及国际业务潜在风险高于香港本地业务，盈利波动性较大。除经营性业务盈利波动以外，公司近年来陆续计提减值损失。由于车长短缺及面临维修问题，港铁公司提前退出斯德哥尔摩通勤铁路及 Mälartåg 区域交通特许经营权，并在 2023 年计提特殊亏损拨备约 10 亿港元。港铁公司自 2010 年开始运营深圳地铁四号线以来，车费一直未有调高，再考虑疫情对客运量的影响后，在 2022 年计提了减值损失 9.6 亿港元。2019 年，港铁公司对英国西南部铁路专营权计提亏损拨备 4.36 亿港元。

图表43: 港铁公司: 中国内地及国际业务 EBITDA



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表44: 港铁公司: 中国内地及国际业务 EBIT



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表45: 中国内地及国际铁路业务概览

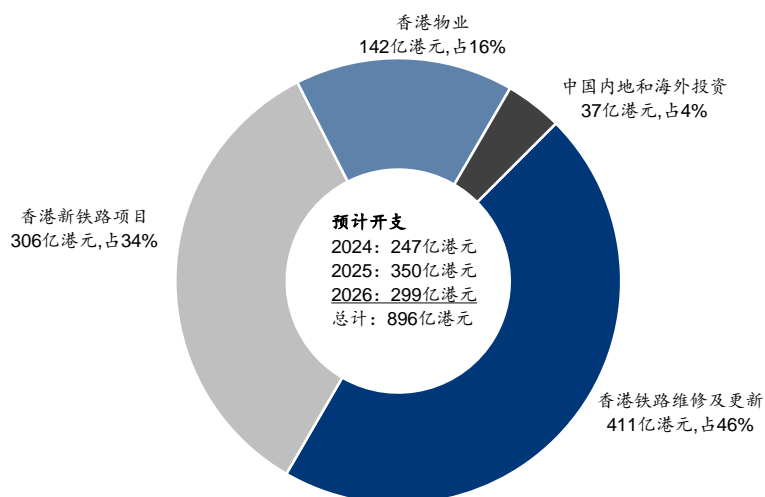
| 线路名称 | 港铁公司所占权益 | 业务模式 | 线路/特许经营权开始日期 | 特许经营期 | 车站数目 | 线路长度 (公里) |
|--------------|----------|-----------|---------------------------------|-----------------------|------|-----------|
| 中国内地 | | | | | | |
| 北京地铁四号线 | 49% | 公私合营 | 2009年9月 | 30年 | 24 | 28 |
| 北京地铁四号线大兴线 | 49% | 营运及维修专营权 | 2010年12月 | 跟北京地铁四号线 专营权期限同时完结 | 11 | 22 |
| 北京地铁十四号线 | 49% | 公私合营 | 2013年5月至 2021年12月分阶段开通 | 由2015年12月起计30年 | 37 | 50.8 |
| 北京地铁十六号线 | 49% | 公私合营 | 2016年12月至 2023年12月分阶段开通 | 由2024年1月起计30年 | 30 | 48.9 |
| 北京地铁十七号线 | 49% | 营运及维修专营权 | 一期: 2021年12月 二期: 2023年12月 | 由2021年12月起计20年 | 21 | 49.7 |
| 深圳地铁四号线 | 100% | 建设、营运及移交 | 一期及二期: 2010年7月至 2011年6月分阶段开通 | 30年 | 15 | 19.9 |
| 深圳地铁四号线北延线 | 100% | 营运及维修专营权 | 2020年10月 | 跟深圳地铁四号线 专营权期限同时完结 | 8 | 10.8 |
| 深圳地铁十三号线 | 83% | 公私合营 | 2024年 | 30年 | 16 | 22.4 |
| 杭州地铁一号线 | 49% | 公私合营 | 2012年11月 | 25年 | 25 | 35.6 |
| 杭州地铁一号线下沙延伸段 | 49% | 营运及维修专营权 | 2015年11月 | 跟杭州地铁一号线 专营权期限同时完结 | 3 | 5.6 |
| 杭州地铁一号线机场延伸段 | 49% | 营运及维修专营权 | 2020年12月 | 跟杭州地铁一号线 专营权期限同时完结 | 5 | 11.2 |
| 杭州地铁五号线 | 60% | 公私合营 | 前通段: 2019年6月 后通段: 2020年4月 | 25年 | 40 | 56.2 |
| 澳门 | | | | | | |
| 澳门轻轨系统氹仔线 | 100% | 营运及维护服务合约 | 2019年12月 | 80个月 | 12 | 12.5 |
| 欧洲 | | | | | | |
| 英国伊丽莎白线 | 100% | 营运及维修专营权 | 2015年5月 | 8年 + 2年 | 41 | 118 |
| 英国西南部铁路 | 30% | 营运及维修专营权 | 2021年5月 | 2年 + 2年 | 210 | 998 |
| 瑞典斯德哥尔摩地铁 | 100% | 营运及维修专营权 | 2009年11月 | 14年 + 1.5/2年 | 100 | 108 |
| 澳洲 | | | | | | |
| 墨尔本都市铁路 | 60% | 营运及维修专营权 | 2009年11月 | 15年 + 1.5年 + 1.5年 | 222 | 432 |
| 悉尼地铁西北线 | 混合 | 公私合营 | 2019年5月 | 15年 | 13 | 36 |
| 悉尼地铁城市及西南线 | 混合 | 公私合营 | 2024年 | 10年 | 18 | 30 |

资料来源: 公司公告、华泰研究

资本开支高峰期来临，但预计分红政策仍能维持

未来资本开支及投资规模较大。公司预计 2024-2026 年资本开支及投资金额达到 896 亿港元，较 2021-2023 年大幅提升。其中，2024 年、2025 年、2026 年分别预计开支 247 亿港元、350 亿港元、299 亿港元。各项支出包括：1) 香港现有铁路的维修及更新预计投资 411 亿港元，占总投资的 46%；2) 香港新建铁路预计投资 306 亿港元，占总投资的 34%；3) 香港物业投资及发展业务预计投资 142 亿港元，占总投资的 16%；4) 中国内地和国际业务预计投资 37 亿港元，占总投资的 4%。

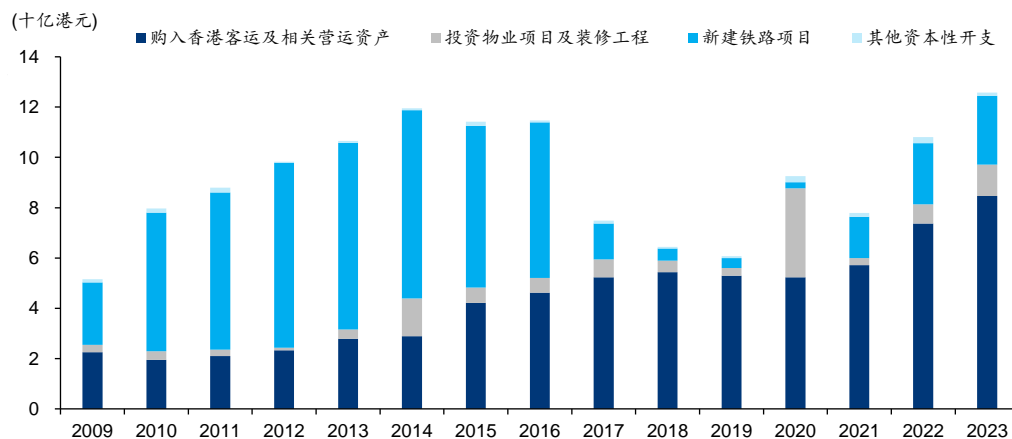
图表46：港铁公司：资本性开支及投资计划（2024-2026 年）



注：香港新建铁路项目投资计划包括未签订项目协议之香港新建铁路项目的规划和设计工作资本开支，但不包括相关工程资本开支
资料来源：公司官网、华泰研究

香港最早的地铁观塘线已开通运营 45 年，其他的地铁线路亦运营较长年份，目前公司已进入铁路设备更新的高峰期。截至 2024 年 6 月末，港铁公司机器及设备的成新率为 35%（机器及设备固定资产的账面净值/原值）。公司 2021-2023 年对香港现有铁路的维修及更新开支为 215 亿元，而 2024-2026 年的开支计划已大幅提升至 411 亿港元。港铁公司曾在 2023 年 6 月召开记者会公布计划未来 5 年投放超过 650 亿用于更新铁路设施及保养维修等。据此，我们预计 2024-2027 年或为港铁公司进行铁路设备更新的高峰期。

图表47：港铁公司：各项业务的资本性开支



资料来源：公司公告、华泰研究

新建铁路方面,港铁公司已签项目的投资额或达到**669亿港元**,建造工期为**2023-2030年**。已签订协议的项目包括:小蚝湾站、东涌线延线、屯门南延线、东铁线古洞站、洪水桥站。此外,《香港铁路发展策略 2014》亦有北环线、南港岛线西段、北港岛线等规划。其中,北环线主线铁路方案已于2023年10月刊完,目前尚未签订项目协议,项目未明确出资方。北环线全长10.7公里,连接东铁线及西铁线,设有5个站,主线铁路预计在2034年竣工,主线造价约585亿港元。

图表48: 港铁公司: 新建铁路计划

| | 车站数量 | 线路长度(公里) | 项目融资方式 | 估算投资额 | 动工年份 | 预计通车年份 |
|--------|------|----------|--------|---------|------|--------|
| 东涌线延线 | 2 | 约 2.5 公里 | 铁路+物业 | 242 亿港元 | 2023 | 2029 |
| 屯门南延线 | 2 | 约 2.4 公里 | 铁路+物业 | 182 亿港元 | 2023 | 2030 |
| 东铁线古洞站 | 1 | - | 铁路+物业 | 108 亿港元 | 2023 | 2027 |
| 小蚝湾站 | 1 | - | 铁路+物业 | 67 亿港元 | 2023 | 2030 |
| 洪水桥站 | 1 | - | 铁路+物业 | 70 亿港元 | 2024 | 2030 |
| | | | 合计 | 669 亿港元 | | |

资料来源: 公司公告、华泰研究

图表49: 香港铁路网络规划

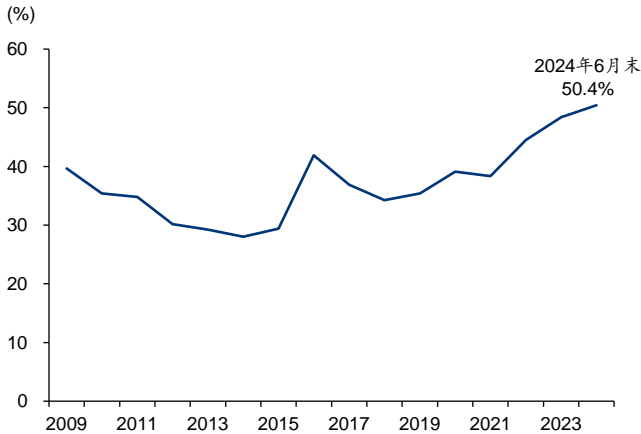


资料来源: 《香港铁路发展策略 2014》、华泰研究

考虑未来资本开支规模或高于经营活动现金流,港铁公司净负债率或将逐步提高。截至2024年6月末,公司的净负债率为27.5%,在行业内相对较低(注:净负债率为贷款及其他负债、短期贷款、服务经营权负债及非控股权益持有者贷款扣除现金、银行结余及存款后占总权益的比例)。由于需拓展运营线网并对现有线路进行维护,公司的资本开支较大,或导致净负债率继续上升,但仍处于相对健康的范围内。2024年上半年,港铁公司的有息负债加权平均借贷成本为3.8%,同比提高0.5个百分点。海外降息或对减轻财务费用压力有所帮助。

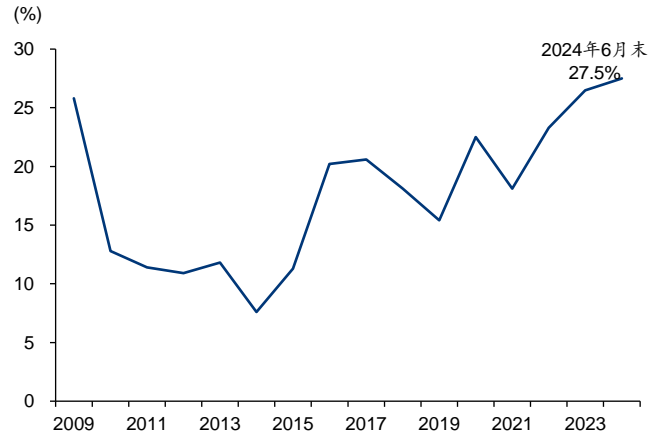
港铁公司执行渐进式分红政策，即每股普通股息稳步增加或最少维持不变。该政策连续刊登在最近 5 年的年报与 2024 年中报里。尽管 2019-2022 年期间公司经常性利润下滑，但公司仍维持每股派息不下降。2023 年港铁公司盈利能力大幅恢复，每股股息达到 1.31 港元/股，占总 EPS 的 104%。香港铁路运营、车站商务、物业租赁业务的经营现金流较为稳健且“收租”模式较少坏账。考虑当前净负债率较低，我们预计公司有足够的财务资源维持渐进式分红政策。

图表50：港铁公司：资产负债率



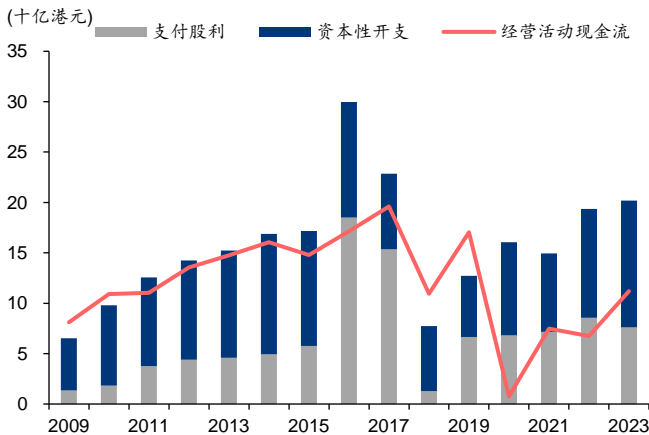
资料来源：Wind、华泰研究

图表51：港铁公司：净负债率



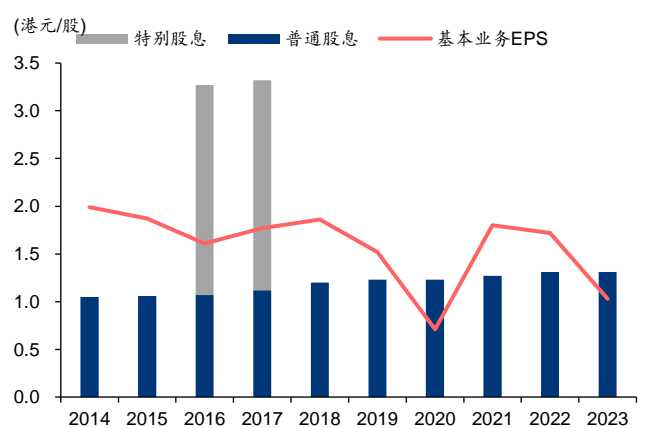
资料来源：公司公告、华泰研究

图表52：港铁公司：经营活动现金流 vs 资本开支&分红额



资料来源：Wind、华泰研究

图表53：港铁公司：每股派息与分红比例



注：2016-2017 年特别股息源于建造广深港高铁香港段超支事件；基本业务 EPS 为不含投资物业公允价值变动收益的 EPS

资料来源：Wind、华泰研究

关键假设、盈利预测与分部估值

关键假设与盈利预测

我们对各业务的关键假设、收入和利润预测如下：

1) 香港车务运营：

2024年：我们预计业务收入同比+12.6%，主要考虑过境服务和高速铁路（香港段）的乘客量持续回升、本地铁路票价提升；预计经营开支（即付现成本）同比增长3.9%，主要考虑保养工程量增加、员工薪酬与材料物价上涨。

2025/2026年：我们预计业务收入同比+7.8%/+6.0%，主要考虑跨境客流增长较快以及本地铁路票价提升；预计经营开支同比增长3.1%/3.1%，主要考虑员工薪酬与材料物价上涨。

图表54：香港车务运营关键假设与盈利预测

| | 2023A | 1H24 | 2H24E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 关键假设 | | | | | | |
| 乘客量（百万人次） | | | | | | |
| 本地铁路服务 | 1,587 | 788 | 825 | 1,612 | 1,633 | 1,654 |
| YoY | 18.9% | 1.3% | 1.9% | 1.6% | 1.3% | 1.3% |
| 罗湖及落马洲过境 | 72 | 47 | 53 | 100 | 120 | 132 |
| YoY | na | 66% | 23% | 39.4% | 20.0% | 10.0% |
| 高速铁路（香港段） | 20 | 13 | 14 | 26 | 29 | 31 |
| YoY | na | 66.9% | 9.4% | 31.2% | 10.0% | 8.0% |
| 香港机场快线 | 11 | 6 | 7 | 13 | 14 | 14 |
| YoY | 249.5% | 37.1% | 8.6% | 19.7% | 4.5% | 4.0% |
| 轻铁及巴士 | 208 | 105 | 110 | 215 | 218 | 221 |
| YoY | 15.4% | 1.9% | 5.1% | 3.5% | 1.3% | 1.3% |
| 票价调整幅度（%） | 1.2% | 2.3% | 3.1% | 2.7% | 2.8% | 2.5% |
| 盈利预测（百万港元） | | | | | | |
| 收入 | 20,131 | 11,138 | 11,530 | 22,668 | 24,429 | 25,886 |
| YoY | 50.2% | 19.2% | 6.9% | 12.6% | 7.8% | 6.0% |
| 经营开支 | 14,177 | 7,079 | 7,645 | 14,724 | 15,174 | 15,638 |
| YoY | 11.5% | 6.3% | 1.7% | 3.9% | 3.1% | 3.1% |
| EBITDA | 5,954 | 4,059 | 3,884 | 7,943 | 9,255 | 10,249 |
| 折旧及摊销 | 5,232 | 2,520 | 2,553 | 5,073 | 5,542 | 6,031 |
| 每年非定额外付款 | 1,833 | 1,124 | 1,235 | 2,359 | 2,786 | 3,160 |
| EBIT | (1,111) | 415 | 96 | 511 | 927 | 1,058 |
| YoY | na | na | na | na | 81.4% | 14.1% |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

2) 香港车站商务：

2024年：我们预计业务收入同比+7.8%，主要考虑访港旅客消费增长带动免税店租金增长，以及铁路客流回升驱动广告收入增长；预计经营开支（即付现成本）同比增长12.7%，主因业务量增长。

2025/2026年：我们预计业务收入同比增长+4.1/+3.5%，主要反映香港本地零售内生增长以及免税店收入提升；预计经营开支（即付现成本）同比增长1.4%/0.7%，主要参考公司2017-2023年经营开支复合增速为1.9%，与店铺数量复合增速（1.7%）相近。

图表55：香港车站商务关键假设与盈利预测

| 单位：百万港元 | 2023A | 1H24 | 2H24E | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 关键假设 | | | | | | |
| 店铺面积（平方米） | 70,503 | 70,665 | 71,570 | 71,570 | 72,652 | 73,752 |
| YoY | 2.7% | 3.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 平均租金（港元/月/平方米） | 4,053 | 4,215 | 4,390 | 4,276 | 4,447 | 4,580 |
| YoY | 116.3% | 5.3% | 3.8% | 5.5% | 4.0% | 3.0% |
| 盈利预测 | | | | | | |
| 收入 | 5,117 | 2,638 | 2,876 | 5,514 | 5,743 | 5,944 |
| YoY | 66.3% | 9.2% | 6.4% | 7.8% | 4.1% | 3.5% |
| 经营开支 | 560 | 310 | 321 | 631 | 640 | 645 |
| YoY | 7.3% | 21.6% | 5.3% | 12.7% | 1.4% | 0.7% |
| EBITDA | 4,557 | 2,328 | 2,555 | 4,883 | 5,103 | 5,299 |
| 折旧及摊销 | 249 | 124 | 125 | 249 | 249 | 249 |
| 每年非定额付款 | 516 | 307 | 321 | 628 | 671 | 700 |
| EBIT | 3,792 | 1,897 | 2,109 | 4,006 | 4,183 | 4,350 |
| YoY | 67.0% | 5.5% | 5.8% | 5.7% | 4.4% | 4.0% |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

3) 香港物业租赁及管理：

2024年：我们预计业务收入同比+5.0%、EBIT 同比+4.0%，主要因为两个新商场带来新增收入。

2025/2026年：我们预计 2025 年业务收入/EBIT 同比+1.5/+0.8%，预计 2026 年业务收入/EBIT 同比增长+1.5/+1.9%，主要反映香港本地零售内生增长。

投资物业重估利润：我们假设 2024/2025/2026 年投资物业重估利润为零。

图表56：香港物业租赁及管理关键假设与盈利预测

| 单位：百万港元 | 2023A | 1H24 | 2H24E | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 关键假设 | | | | | | |
| 零售物业可租赁面积（平方米） | 316,342 | 315,870 | 315,870 | 315,870 | 315,870 | 315,870 |
| 写字楼可租赁面积（平方米） | 39,451 | 39,451 | 39,451 | 39,451 | 39,451 | 39,451 |
| 港铁商场的平均出租率 | 99.0% | 99.0% | 99.0% | 99.0% | 99.0% | 99.0% |
| 写字楼的出租率 | 96.0% | 92.0% | 92.0% | 92.0% | 90.0% | 88.0% |
| 港铁商场的修订租金涨跌幅 | -8.4% | -5.4% | -5.4% | -5.4% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利预测 | | | | | | |
| 收入 | 5,079 | 2,688 | 2,645 | 5,333 | 5,411 | 5,491 |
| YoY | 6.3% | 9.4% | 0.8% | 5.0% | 1.5% | 1.5% |
| 经营开支 | 1,063 | 525 | 639 | 1,164 | 1,208 | 1,208 |
| YoY | 10.3% | 14.6% | 5.6% | 9.5% | 3.8% | 0.0% |
| EBIT | 3,999 | 2,154 | 2,004 | 4,158 | 4,192 | 4,272 |
| YoY | 5.2% | 8.2% | -0.3% | 4.0% | 0.8% | 1.9% |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

4) 香港物业发展：我们预计 2024/2025/2026 年香港物业发展实现净利润 56 亿元、153 亿元、161 亿元，主要考虑：1) 何文田站第一期与第二期、日出康城第十一期、港岛南岸第四期、天荣站第一期预计在 2024 年落成；2) 天荣站第二期、港岛南岸第三期预计在 2025 年落成；3) 大围站第三期、油塘通风楼、日出康城第十二期与第十三期、港岛南岸第五期预计在 2026 年落成。具体项目详见图表 33。

5) 中国内地及国际业务：我们预计 2024 年 EBIT 同比+45%，主因退出亏损的瑞典铁路项目。我们预计 2025 年 EBIT 同比-4%，主要考虑英国铁路运营项目在 2025 年到期，以及深圳地铁 13 号线一期和悉尼地铁城市及西南线开通首年运营成本较高。我们预计 2026 年 EBIT 同比+29%，主要考虑新铁路开通后盈利在低基数上增长较快。

图表57：中国内地及国际业务关键假设与盈利预测

| 单位：百万港元 | 2023A | 1H24 | 2H24E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| 关键假设 | | | | | | |
| 瑞典项目 | 斯德哥尔摩通勤铁路及 Mälartåg 特许经营权提前至 2024 年 3 月及 6 月终止，斯德哥尔摩地铁项目将于 2025 年到期 | | | | | |
| 英国项目 | 伦敦地铁伊丽莎白线、英国西南部铁路都将于 2025 年 5 月到期 | | | | | |
| 澳大利亚项目 | 悉尼地铁城市及西南线首段在 2024 年下半年开通 | | | | | |
| 中国内地项目 | 深圳地铁十三号线首段在 2024 年底开通 | | | | | |
| 盈利预测 | | | | | | |
| 收入 | 25,955 | 12,429 | 10,080 | 22,509 | 18,604 | 18,071 |
| YoY | -0.2% | -5.0% | -21.7% | -13.3% | -17.3% | -2.9% |
| 经营开支 | 24,883 | 11,720 | 9,538 | 21,258 | 17,393 | 16,660 |
| YoY | 0.5% | -6.6% | -22.7% | -14.6% | -18.2% | -4.2% |
| EBITDA | 1,072 | 709 | 542 | 1,251 | 1,211 | 1,411 |
| 折旧及摊销 | 548 | 223 | 270 | 493 | 483 | 469 |
| EBIT | 524 | 486 | 272 | 758 | 728 | 942 |
| YoY | -45.5% | 67.6% | 16.1% | 44.6% | -3.9% | 29.4% |

资料来源：公司公告、华泰研究

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润同比变化+64%、+76%、+5%。盈利波动主因：1) 房地产开发交付规模差异；2) 跨境客流大幅增长，驱动铁路客运盈利改善。

分部估值

我们采用分部估值法对港铁公司进行估值。各分部估值如下：

- 1) **香港车务运营与八达通、新建铁路资本开支、香港车站商务、中国内地与国际业务：** DCF 估值，基于贴现率 WACC=8.1%、永续增长 $g=3.0%$ ，得业务价值为 989 亿港元。
- 2) **香港投资物业：** 基于 2025E 租金以及资本化率（商铺 5.5%、写字楼 4.0%），得出该业务价值为 980 亿港元。
- 3) **香港物业发展：** 根据我们的测算，港铁正在开发的 14 个住宅项目以及待授出的土地 NAV 预计为 823 亿港元。
- 4) 综上，我们测算港铁公司的企业价值为 2792 亿港元。考虑净负债与少数股东权益后，我们测算港铁公司的股权价值为 2315 亿港元。我们在此基础上给予 20% 折让，以反映公司多元化经营的折让，得出目标股权价值为 1852 亿港元。
- 5) 我们给予目标价 29.7 港元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表58：港铁公司：分部估值表

| 单位：百万港元 | 估值 | 占比 | 估值基础 |
|---------------|----------------|-------------|---------------------------|
| 铁路相关业务 | | | |
| 香港车务运营与八达通 | 46,629 | 17% | DCF (WACC=8.1% & $g=3%$) |
| 新建铁路资本开支 | (53,445) | -19% | DCF (WACC=8.1% & $g=3%$) |
| 香港车站商务 | 78,501 | 28% | DCF (WACC=8.1% & $g=3%$) |
| 中国内地与国际铁路 | 27,207 | 10% | DCF (WACC=8.1% & $g=3%$) |
| 地产相关业务 | | | |
| 香港物业租赁及管理 | 97,979 | 35% | Cap rate |
| 香港物业发展 | 40,079 | 14% | NAV (WACC=8.1%) |
| 土地储备 | 42,205 | 15% | NAV (WACC=8.1%) |
| 企业价值合计 | 279,156 | 100% | |
| 净负债 | 47,175 | | |
| 少数股东权益 | 512 | | |
| 股权价值 | 231,469 | | |
| 折让 20% | 20% | | |
| 目标股权市值 | 185,175 | | |
| 总股本 | 6,225 | | |
| 目标价 | 29.7 | | |

资料来源：华泰研究预测

图表59：港铁公司：DCF 核心假设

| | 比率 | 备注 |
|-----------------|-------|-----------------------------|
| 无风险利率 | 4.5% | 10 年期美国国债收益率 |
| 不含杠杆的行业 Beta(x) | 0.48 | 公司不含杠杆的历史 Beta |
| 含杠杆的公司 Beta(x) | 0.60 | 使用公司净负债比率计算的含杠杆的公司 Beta |
| 市场风险溢价 | 8.5% | 彭博香港市场风险溢价 |
| 股权成本 | 9.6% | |
| 税前债权成本 | 3.8% | |
| 所得税率 | 16.5% | |
| 税后债权成本 | 3.2% | |
| 目标净负债率 | 30% | |
| 贴现率 WACC | 8.1% | |
| 永续增长率 g | 3.0% | 考虑公司客票价格能跟随通胀上涨以及业务量有小幅内生增长 |

资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

风险提示

1) 资本开支超预期

港铁多项铁路设施自通车起已服役超过 40 年，按照资产状态和生命周期需有序更新。公司计划在 2023-2027 年间投入超过 650 亿港元维修、提升及更新铁路资产。同时，公司已签订多个香港铁路线和车站的新建项目协议，总投资金额较大。由于近年来人工短缺、材料成本上涨、建造期间难预料到的停工事件，公司未来资本开支规模可能超预期。

2) 香港零售租金下滑超预期

若香港居民出境旅游比例大幅提高以及访港旅客消费能力不及预期，则香港零售租金的下滑程度可能超我们预期，同时租金下滑也可能拖累投资物业的公允价值。

3) 香港住宅销售弱于预期

香港住宅市场仍面临供给过剩和需求不明朗的调整，美联储基准利率也将影响香港住宅的吸引力。在复杂的外部因素影响下，香港住宅销售可能弱于预期，公司推出新项目的时间也可能晚于预期。

4) 客流量和车费调整不及预期

若香港经济环境较弱，使本地客运量和车费调整不及预期，则香港车务运营收入与车站商务租金收入都可能低于预期。

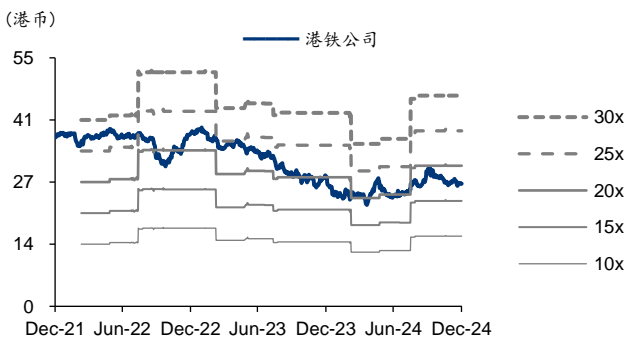
5) 中国内地及国际业务减值

国际铁路业务的经营风险高于香港本地业务。若车票价格未能及时反映通货膨胀，则经营利润可能受损，进而可能产生减值压力。港铁公司在瑞典和英国的铁路运营项目将在 2025 年到期，退出阶段可能产生额外成本。

6) 税务风险

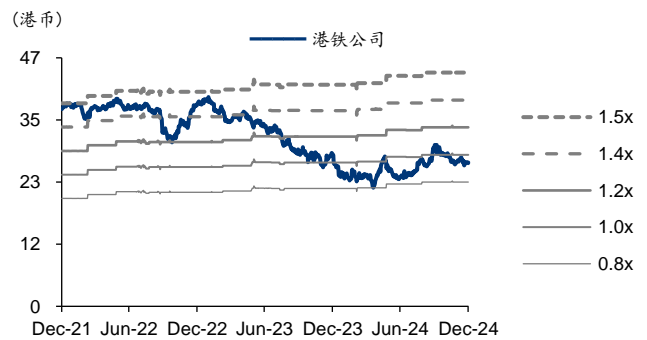
港铁公司向九广铁路公司（香港政府全资持有）支付的定额付款与非定额付款存在利得税评税争端，存在补税风险，详见公司 2024/9/4 公告。

图表60：港铁公司 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表61：港铁公司 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、陈慎、林霞颖、陈颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、陈慎、林霞颖、陈颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司