

京沪高铁(601816)

报告日期: 2020年7月2日

# 高铁龙头坐享百亿利润, 量价仍有增长空间

——京沪高铁深度报告

深度报告

行业公司研究——铁路行业

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003  
☎️ : 021-80108040  
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

## 报告导读

本报告在详细拆分京沪高铁业务基础上, 从运量和票价两个角度详细拆分并测算京沪高铁未来利润成长性。

## 投资要点

### □ 京沪线黄金资产, 业绩稳健现金流充足

京沪高铁主要拥有京沪线线路及沿线车站资产, 主营旅客运输及提供路网服务业务, 2019年营收329.42亿元, 同比增长5.72%, 归母净利润119.37亿元, 同比增长16.48%, 经营性现金流净额167.22亿元, 利润稳健现金流充足。

### □ 运量端: 运量的增长空间形成市场预期差

关于京沪本线运量一直是市场争论的点, 市场普遍认为京沪高铁运能偏紧, 但从车辆结构、客座率、客运调图等几个方面分析, 未来京沪高铁本线运量仍有增长空间, 运量增长将主要来自三个方面: 1) 长编组复兴号投运, 2) 发车时刻织密, 3) 商合杭开通后分流跨线车带来本线车替换。

### □ 运价端: 票价市场化调节正在推进, 未来必将成为股价核心催化

对于京沪高铁票价, 我们从规章制度、市场对比等方面分析。一方面, 高铁票价已放开市场调节, 全国范围高铁调价频次逐渐上升、范围逐渐增广, 我们认为政策规制方面并不存在对京沪高铁票价提升的实质性阻碍; 另一方面, 无论与京沪航空对比还是与四横四纵其他高铁线路对比, 京沪线票价偏低, 仍有提价空间, 因此我们认为京沪线票价未来必走市场化调节之路, 届时将成为股价核心催化。

### □ 盈利预测及估值

考虑到2020年新冠疫情的影响, 我们预计公司2020-2022年归母净利润分44.64亿元、122.62亿元、138.11亿元。我们从京沪高铁本公司和京福安徽公司两个部分拆分估值计算, 从未来1-2年时间看, 公司合理市值3470亿元-3718亿元, 当前市值相对偏低。首次覆盖给予“增持”评级。

### □ 风险提示

京沪线客流恢复晚于预期; 京福安徽公司开行列车对次低于预期; 京沪二通道开通后分流超预期。

## 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	32942	24485	39247	41745
(+/-)	5.72%	-25.67%	60.29%	6.37%
净利润	11937	4464	12262	13811
(+/-)	16.48%	-62.60%	174.67%	12.63%
每股收益(元)	0.24	0.09	0.25	0.28
P/E	26	69	25	22

## 评级

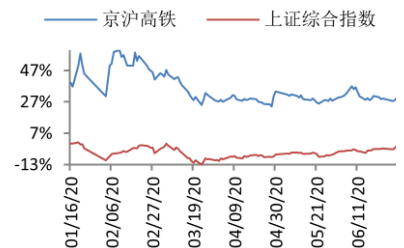
增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥6.30

## 单季度业绩

元/股

1Q/2020 0.01  
4Q/2019 0.06



## 公司简介

公司是国铁集团旗下京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设及运营主体, 主要业务模式是委托运输管理模式, 拥有核心资产京沪铁路线全长1318公里, 主营旅客运输服务及提供路网服务。

## 相关报告

《高铁行业深度报告: 高铁发展仍在快车道, 2019京沪高铁盈利119亿元》  
2020.04.17

报告撰写人: 李丹

联系人: 匡培钦

证券研究报告

## 正文目录

<b>1. 京沪线黄金资产，业绩稳健现金流充足</b>	<b>4</b>
<b>2. 运量端：运量或有增长空间</b>	<b>8</b>
2.1. 长编组投运带来单列运量提升	8
2.2. 客座率增长空间偏紧	12
2.3. 客运调图带来列次变动增量	13
<b>3. 票价端：京沪高铁票价偏低，提价确能催化利润</b>	<b>19</b>
3.1. 规章制度：高铁票价已市场化放开	19
3.2. 市场对比：高铁京沪线票价偏低	21
3.3. 利润弹性：若京沪高铁提价 10%，则 2019 年税前利润增厚 13.77 亿	23
<b>4. 盈利预测及评级</b>	<b>25</b>
4.1. 并表京福安徽，短期业绩承压，长期增厚利润	25
4.2. 成本相对刚性，利润驱动看收入	25
4.3. 预测利润	27
4.4. 投资建议	27
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：公司实控人为国铁集团	4
图 2：京沪高铁主营业务模式剖析	6
图 3：公司旅客运输收入与路网服务收入平分秋色	6
图 4：公司路网服务毛利高于旅客运输毛利	6
图 5：公司毛利率稳中有增	7
图 6：公司净利润率稳步上升	7
图 7：公司有息负债减少偿债能力上升	7
图 8：公司经营现金流稳健负债率走低	7
图 9：2019 年初 17 辆编组复兴号投入京沪高铁运行	8
图 10：京沪线整线车中 16 辆编组数量最多达 48 列次	9
图 11：京沪线整线车中 16 辆编组占比最高达 62%	9
图 12：长编组复兴号的投运带来本线列均旅客增长	10
图 13：近 3 年复兴号采购总量中 8 编组占比最高	10
图 14：复兴号采购量占 14-19 年动车组采购总量比重仍低	10
图 15：标准列口径下，时速 350 公里动车采购量逐渐占据主导	11
图 16：2020 年动车组产量同比有望回升	11
图 17：京沪高铁本线客座率水平上升至 80%左右	12
图 18：对比京沪航线，高铁京沪线客座率虽较低但空间偏紧	12
图 19：全国高速铁路网格示意图及车次密度	13

图 20: 2019 年京沪全线发车列次 18.73 万列 .....	14
图 21: 2019 年京沪全线发送人次 2.15 亿人 .....	14
图 22: 京沪全线列均人次连年递增 .....	14
图 23: 京沪全线周转量连年递增 .....	14
图 24: 高铁京沪线本线车占比连年下降 .....	15
图 25: 单列次本线车收入高于单列次跨线车收入 .....	16
图 26: 单列次本线车毛利高于单列次跨线车毛利 .....	16
图 27: 商合杭高铁开通将分流京沪高铁跨线车压力 .....	17
图 28: 我国铁路客运价格改革历程梳理 .....	19
图 29: 相较京沪航线, 京沪高铁平均费率极低 .....	22
图 30: 民航国内航线市场化逐渐放开 .....	22
图 31: 京沪高铁客运量增速高于京沪航线 .....	23
图 32: 京沪高铁日均客流稳增 .....	23
图 33: 据公司招股说明书披露京福安徽有望在 2022 年扭亏 .....	25
图 34: 广深铁路近 10 年 PE24.5 倍 .....	28
图 35: 广深铁路 ROE 相对较低, PB 估值托底 .....	28
表 1: 京沪高铁固定资产主要由线路资产构成(截止 2019/09/30).....	5
表 2: 京沪线开行各型号复兴号动车组技术参数对比 .....	8
表 3: 以全线车为例 17 辆编组复兴号占比较低, 若更新车型将有助打开供给空间 .....	9
表 4: 复兴号动车组公开招标采购情况 .....	10
表 5: 京沪高铁部分路段通行高铁 G 字头列车数统计 .....	14
表 6: 北京、济南、上海局集团部分技术标准存在差异 .....	15
表 7: “八横八纵”主要未通车线路预计通车时间及建设情况 .....	17
表 8: 高铁动车组客运提价趋势在新闻报道方面已有反映 .....	20
表 9: 京沪高铁通车近十年提速未提价 .....	21
表 10: 考虑京沪高铁沿线经济水平, 票价仍有一定提价空间 .....	21
表 11: 上海至北京各交通方式中航空与高铁较为可比 .....	22
表 12: 受票价提升影响的利润表项目核算方法 .....	23
表 13: 公司旅客运输业务提价利润弹性测算 .....	24
表 14: 公司营业成本构成明细 .....	25
表 15: 公司营业成本主要由委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出等构成(亿元) .....	26
表 16: 京沪高铁成本刚性较强 .....	26
表 17: 收入预测简表(百万元) .....	27
表 18: 简易利润表(百万元) .....	27
表附录: 三大报表预测值 .....	29

## 1. 京沪线黄金资产，业绩稳健现金流充足

京沪高铁是国铁集团旗下优质高铁资产，坐拥京沪两地客运的黄金线路资源。一线纵贯南北商政枢纽，京沪高铁作为国内高速铁路热门线路，需求旺盛、业绩优异，不断创造充足现金流。

- 1) **股权架构与募资情况：**京沪高铁是最为重要的国有铁路资产，其股东以国有企业为主，实际控制人为国铁集团。其中，控股股东为国铁集团的全资子公司中国铁投，公开发行前控股比例 49.76%；公开发行后控股比例预计降至 43.39%，控股股东身份不变。2020 年 1 月，京沪高铁公司登陆 A 股市场，公开发行新股 62.86 亿股，募集资金总额 306.74 亿元，用于收购京福安徽公司 65.08% 的股权。

图 1：公司实控人为国铁集团



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 2) **主要固定资产情况：**高铁线路及沿线站房是京沪高铁公司的主要固定资产。公司坐拥京沪线路，全长 1318 公里，同时相应拥有相关配套设备所有权及沿线土地使用权。高铁线路是最主要资产，截止 2019 年三季度末净值 1061.45 亿元，占比 81.32%；另外公司拥有房屋资产，主要由沿线北京南站、上海虹桥站、南京南站等 24 个站房构成，总面积接近 1.24 平方公里。在“网运分离”机制下，京沪高铁公司并不拥有动车组资产，而是实施委托运营模式，将高铁线路运营委托给沿线北京、济南、上海铁路局管理。

**表 1：京沪高铁固定资产主要由线路资产构成(截止 2019/09/30)**

固定资产	原值	累计折旧	净值		成新率
			金额	占比	
线路	1,198.59	137.14	1,061.45	81.32%	88.56%
房屋	158.84	26.05	132.79	10.17%	83.60%
建筑物	74.16	20.58	53.58	4.10%	72.25%
电气化供电设备	61.36	38.70	22.66	1.74%	36.92%
传导设备	22.30	8.51	13.79	1.06%	61.85%
信号设备	28.84	17.40	11.44	0.88%	39.66%
机械动力设备	12.43	9.05	3.39	0.26%	27.23%
通信设备	18.57	15.27	3.30	0.25%	17.79%
信息技术设备	16.94	15.39	1.54	0.12%	9.12%
仪器仪表	5.34	4.67	0.67	0.05%	12.62%
工具及器具	6.25	5.80	0.45	0.03%	7.24%
运输启动设备	2.30	2.04	0.26	0.02%	11.51%
合计	1,605.92	300.60	1,305.32	100.00%	81.28%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

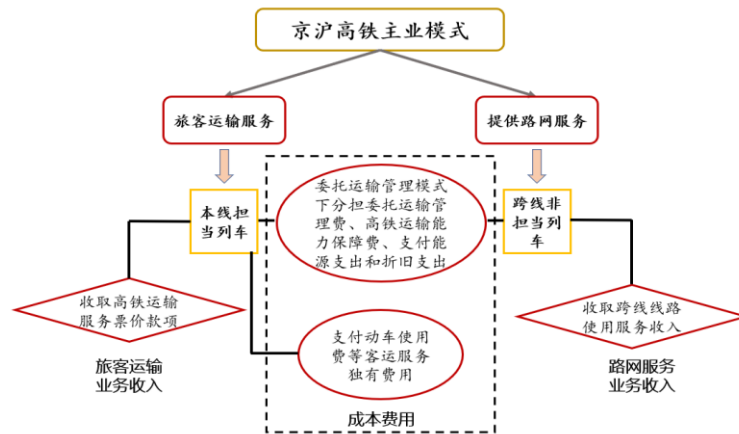
备注：1、建筑物主要包括站场建筑物、给水建筑物、排水建筑物、公共建筑等；2、表中金额单位为亿元。

**公司主营旅客运输及提供路网服务业务，业务模式较为明确。**京沪高铁公司主要经营高铁旅客运输业务，按运行列车是否为担当列车分为旅客运输业务和提供线路服务业务两类：

- 1) 旅客运输业务：**主要负责京沪本线列车及乘车旅客，本线列车为公司担当，公司委托其他铁路局集团为本线 24 个车站之间的旅客提供各项服务，收取旅客客票收入，并向所委托铁路局集团支付委托管理费、动车组使用费等；2019 年此项业务收入 156.45 亿元，同比基本持平，占总收入比重 47.49%，16-19 年 CAGR3.31%。
- 2) 提供线路服务业务：**主要针对跨线列车，跨线列车为其他运输企业担当，公司为其他运输企业担当列车提供线路使用、接触网使用等服务，并向其他运输企业收取相关服务费，公司自己承担水、电等能源性成本；2019 年此项业务收入 170.18 亿元，同比增长 12.69%，占总收入比重 51.66%，16-19 年 CAGR12.62%。

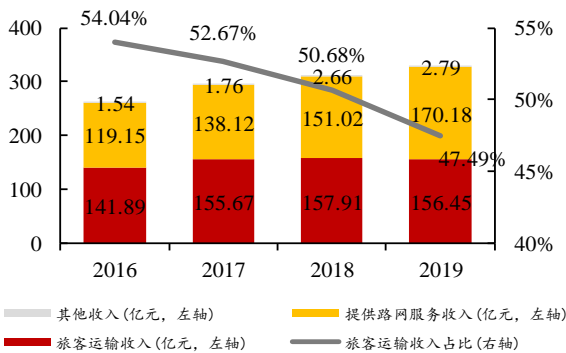
**两大主业创收能力平分秋色：**旅客运输业务业绩的增长受客座率增量及车型调整驱动，提供路网服务业务的增长受跨线车增量及与路网服务收费相关的单价调整驱动。收入端，两种主业对总收入的贡献较为平衡，总体上提供路网服务业务收入贡献占比略高于旅客运输业务；毛利端，以 19 年前三季数据来看，提供路网服务业务贡献主要毛利，毛利率方面提供路网服务业务高于旅客运输业务。

图 2：京沪高铁主营业务模式剖析



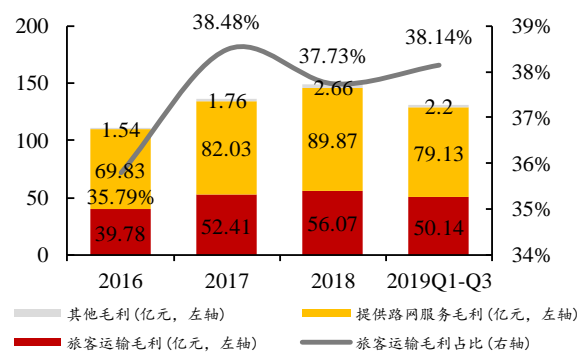
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司旅客运输收入与路网服务收入平分秋色



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：公司路网服务毛利高于旅客运输毛利



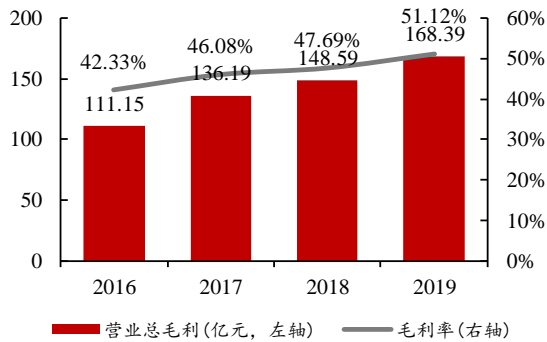
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

百亿利润，现金流稳健充足。高速铁路网完善叠加中长途商务出行需求刚性，京沪高铁公司的长期基本面表现具有坚实保障。

- 1) **从营业毛利角度看：**高毛利跨线车加开叠加部分设备提足折旧降成本，公司毛利额与毛利率双升，2019 年毛利 168.39 亿元，同比增长 13.32%；2019 年毛利率 51.12%，同比提升 3.4 个百分点。
- 2) **从净利润角度看：**低费用委托运营模式下毛利率提升驱动公司净利润率稳步上升，2019 年净利润率达 36.24%，同比提升 3.4 个百分点；2019 年净利润 119.37 亿元，同比增长 16.48%。
- 3) **从偿债能力看：**随经营收入增加发行人偿还部分长期借款，有息负债规模逐年下降带动财务费用下行，2019 年财务费用仅 6.39 亿元，同比下降 45.28%；利息支出规模缩小叠加营业毛利提升带来利息保障倍数走高，2019 年利息保障倍数达 15.06 倍，公司偿债能力稳健。

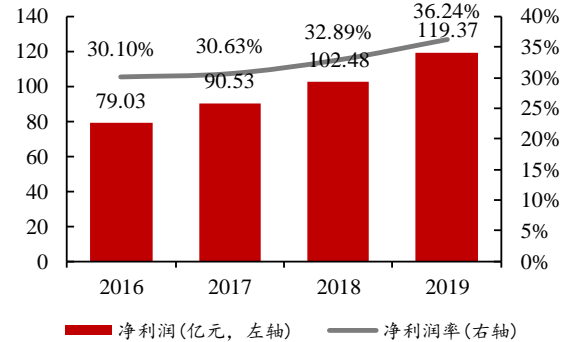
- 4) 从经营现金流与杠杆水平看：公司成本中折旧占比较高，且首付款能力较强，经营性现金流相对充足，四年平均现金流利润倍数达 1.55 倍。充足现金流支撑下，公司资产负债率持续走低至 14.25%。

图 5：公司毛利率稳中有增



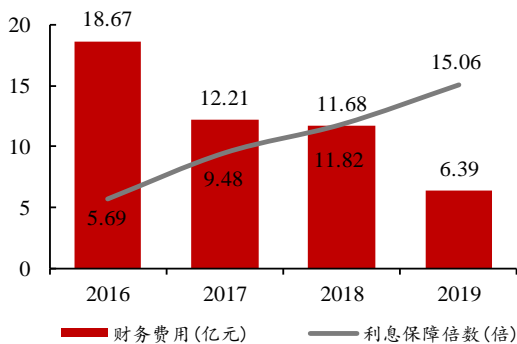
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：公司净利润率稳步上升



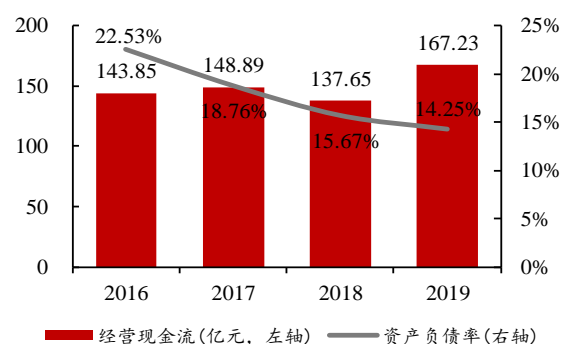
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：公司有息负债减少偿债能力上升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：公司经营现金流稳健负债率走低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 运量端：运量或有增长空间

我们从车辆结构、客座率、客运调图等几个方面分析，未来京沪高铁本线运量仍有增长空间，运量增长将主要来自三个方面：1) 长编组复兴号投运，2) 发车时刻织密，3) 商合杭开通后分流跨线车带来本线车替换。

### 2.1. 长编组投运带来单列运量提升

**运力：17 辆编组复兴号开跑使得运力提升 7.5%。**2019 年 1 月，时速 350 公里复兴号 17 辆长编动车组首次上线，承担北京南至上海虹桥列车运行任务。17 辆编组长编复兴号车长 439.8 米，长度增加 25.65 米，充分利用现有高铁站台长度空间（450 米）；单列坐席数 1283 座，较 16 辆编组复兴号增加 90 座，增幅 7.5%，有助提高输送能力。

**技术：17 辆编组复兴号动车是运用新技术的新车型。**17 编组复兴号动车虽然在最高运营时速与设计时速、检修维护技术上与 16 辆编组复兴号相同，部分零部件也可实现与 16 辆编组复兴号通用互换，但并非只是在后者基础上简单增加一节车厢。以 CRH400AF-B 车型为例，它解决了扩编导致的舒适性、噪声影响、网络传输可靠性、制动性能匹配等关键问题，动车组蓄电池容量提高 25%，整车应急供电能力有效提升。

**效益：17 辆编组复兴号动车提升人均技术经济性。**综合考虑新车购置费用、检修费用和运用费用，17 辆编组复兴号人工和耗材基本按配置比例增加，但各项人均费用降低，同时人均能耗也可降低。

图 9：2019 年初 17 辆编组复兴号投入京沪高铁运行



资料来源：铁道视界，浙商证券研究所

表 2：京沪线开行各型号复兴号动车组技术参数对比

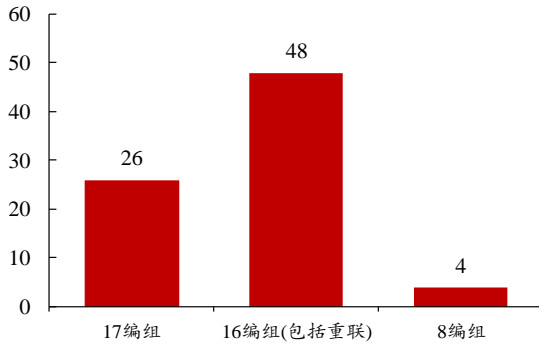
	17 辆编组	16 辆编组	8 辆编组
单列车数（辆）	17	16	8
坐席数（座）	1,283	1,193	576
总长度（米）	439.80	414.15	208.95
最高运营时速（公里/小时）	350	350	350
设计时速（公里/小时）	420	420	420

资料来源：人民日报，高铁管家，浙商证券研究所



以整线车为例，当前京沪线加长复兴号占比相对较低。由于区间车（始发终到站位于北京南站与上海虹桥站之间）运行图十分复杂且占比较低，这里仅讨论北京南与上海虹桥之间始发终到的整线列车。根据统计结果，京沪高铁单日整线车共计 78 列次，其中 17 辆编组复兴号 26 列次，16 辆编组动车组共计 48 列次，8 辆编组动车组 4 列次，17 辆编组复兴号占整线车比例仅约三成。

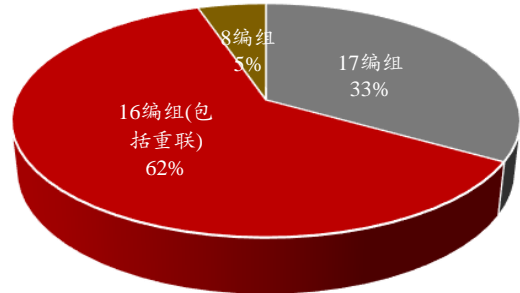
图 10：京沪线整线车中 16 辆编组数量最多达 48 列次



资料来源：高铁管家，浙商证券研究所

备注：数据查询日期为 2020 年 1 月 10 日

图 11：京沪线整线车中 16 辆编组占比最高达 62%



资料来源：高铁管家，浙商证券研究所

备注：数据查询日期为 2020 年 1 月 10 日

若将京沪线整线列车悉数更换为 17 辆编组复兴号，则单日运力将增加 11785 座次，增幅可达 13%。仍以始发终到站为北京南和上海虹桥的整线车为例，当前京沪线 8 辆编组动车共计 4 列，16 辆编组动车共计 48 列，整线车总定员数为 88289 人次，假定全部换作 17 辆编组复兴号，则总定员数上升至 100074 人次，单日运力增加 11785 座次，增幅达 13%，运力上限将极大程度放开。

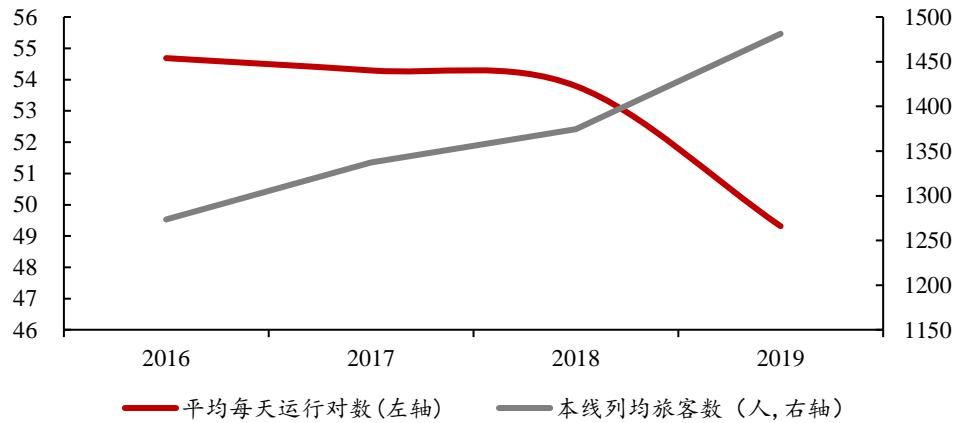
表 3：以全线车为例 17 辆编组复兴号占比低，若更新车型将有助打开供给空间

动车组型号	所属类型	列车车次 (列)	单列定员数(人次) (列)	总定员数(人次) (次)	若全为 17 辆编组总定员数 (人次)	测算差额(人次)	测算增长率
CR400AF-B	17 辆编组复兴号	12	1,283	15,396	15,396	-	0.00%
CR400BF-B	17 辆编组复兴号	14	1,283	17,962	17,962	-	0.00%
CR400BF	8 辆编组复兴号	2	576	1,152	2,566	1,414	122.74%
CR400BF-A	16 辆编组复兴号	19	1,193	22,667	24,377	1,710	7.54%
CR400BF 重联	2 列 8 辆编组复兴号 重联	5	1,152	5,760	6,415	655	11.37%
CRH380B	8 辆编组和谐号	2	556	1,112	2,566	1,454	130.76%
CRH380BL	16 辆编组和谐号	12	1,005	12,060	15,396	3,336	27.66%
CRH380CL	16 辆编组和谐号	12	1,015	12,180	15,396	3,216	26.40%

资料来源：高铁管家，浙商证券研究所

17 辆编组复兴号列车的投运带来本线车业务列均旅客同比增长 7.77%，保障本线旅客发送 5333 万人次。单列运能的增加，一方面有效节省时刻，本线车日均运行对数由 2018 年的 53.79 对调减至 49.32 对，有效增加全程 4.47 对列车时刻，在调减列次的同时保障了本线旅客发送量仅微降 1.2%；另一方面带来列均旅客数的增长，有效降本，从前三季度看，本线车业务毛利率由 2018 年的 35.5% 提升至 41.6%。

图 12：长编组复兴号的投运带来本线列均旅客增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

17 辆长编复兴号仍在采购，未来预期增加运能。经梳理，近三年铁路总公司复兴号动车组公开招标采购信息中，160km/h 复兴号动集采购增速最快，主要是为了满足普速铁路列车迭代升级、同时替换在既有线路运行的和谐号动车组的需要。17 编组 350km/h 复兴号采购量也有所增长，2019 年采购 10 列，为 2018 年采购量的 67%。

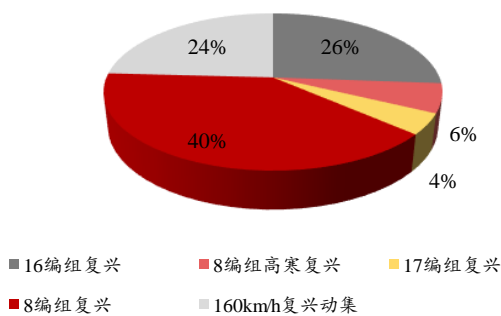
表 4：复兴号动车组公开招标采购情况

	2019	2018	2017
16 编组 350km/h 复兴号	48	55	50
8 编组 350km/h 高寒复兴号	5	30	0
17 编组 350km/h 复兴号	10	15	0
8 编组 350km/h 复兴号	0	155	75
160km/h 复兴号动集	113	28	0

资料来源：铁路物资采购商务平台，铁路时讯，浙商证券研究所

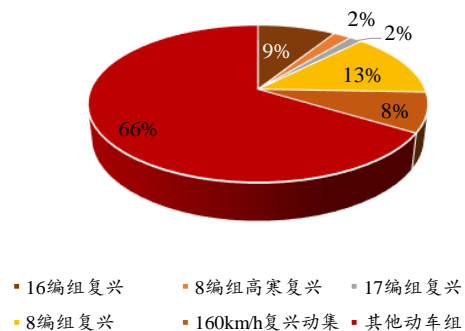
- 1) 从采购动车组型号结构上看，17 辆长编复兴号当前占比较低，占复兴号总采购量比重仅为 4%，占 2014-2019 铁总动车组总采购量比重仅为 2%。高人均技术经济性叠加高运能潜力，未来 17 辆长编复兴号采购量增长将是必然趋势。

图 13：近 3 年复兴号采购总量中 8 编组占比最高



资料来源：铁路物资采购商务平台，铁路时讯，浙商证券研究所

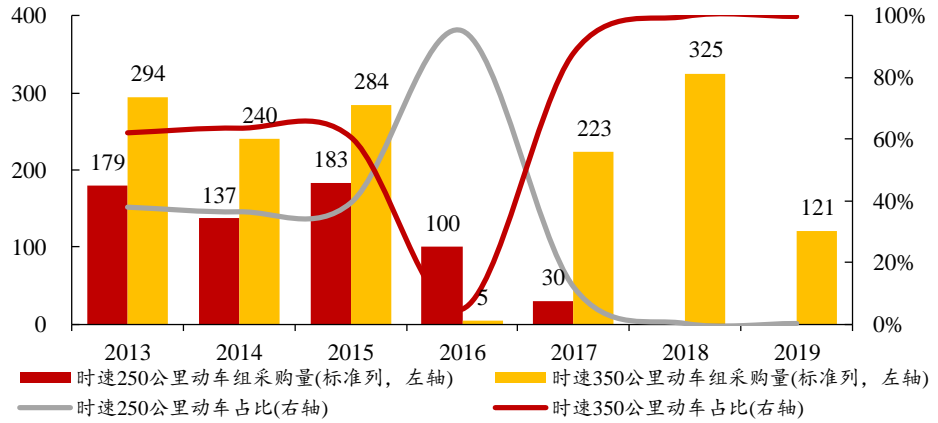
图 14：复兴号采购量占 14-19 年动车组采购总量比重仍低



资料来源：铁路物资采购商务平台，铁路时讯，浙商证券研究所

2) 从采购动车组车速结构上看,标准列口径下,时速250公里动车组采购数量逐年下降,至2018年已停止采购;时速350公里动车组采购数量整体大于时速250公里动车组采购数量,且于2018年登顶,共计325标准列,这说明动车组的更新换代需求呈现“高速化”的趋势。

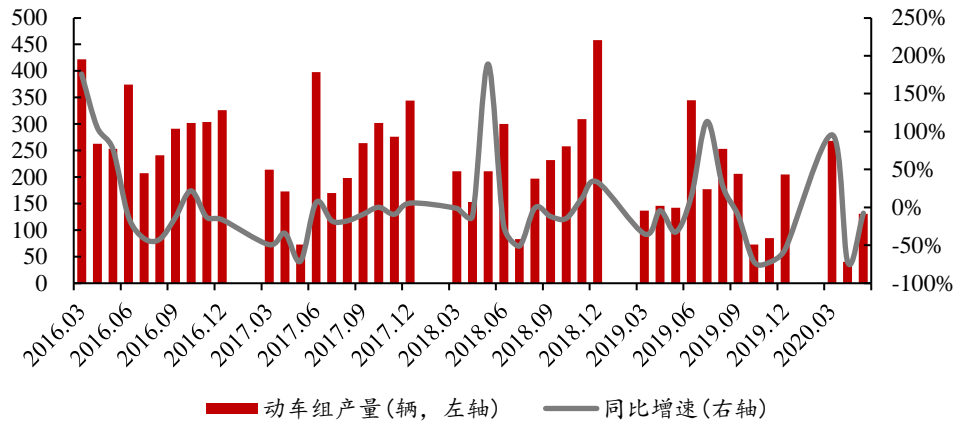
图 15: 标准列口径下, 时速 350 公里动车采购量逐渐占据主导



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

动车组招投标“以产带销”效应明显,2020年复兴号产销量有望迎来进一步增长。行政许可及技术能力决定动车组的供给情况,这种影响进一步传导至需求端。受2019年青岛四方和中车长客未取得时速250公里复兴号动车组“准生证”影响,2019年动车组产量及增速低于上年。2020年1月14日,国家铁路局宣布授予青岛四方和中车长客CR300AF、CR300BF两款时速250公里复兴号动车组型号许可和生产资质。2020上半年时速250公里复兴号招标工作将重启,时速250公里复兴号招标数量拟达100组,时速160公里复兴号动集招标数量拟达150组。以2020年前5月数据看,动车组产出439辆,受疫情影响仍同比增长3.29%。

图 16: 2020 年动车组产量同比有望回升

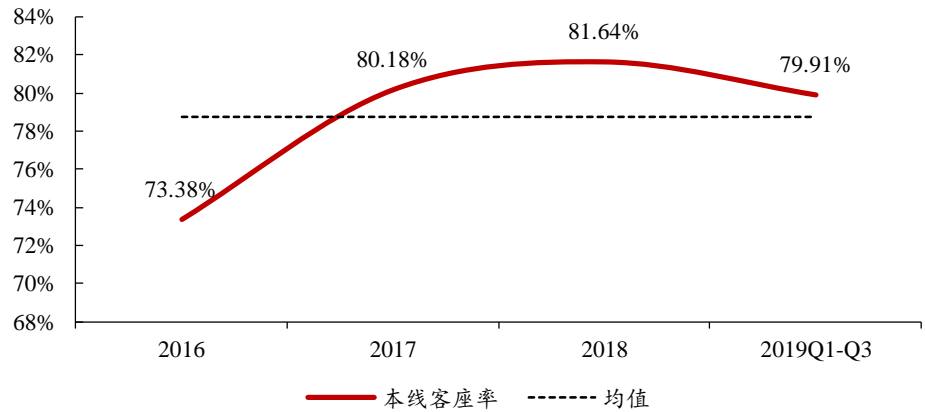


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.2. 客座率增长空间偏紧

京沪高铁本线客座率已达 80%。作为热门线路，2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年前三季度京沪高铁本线客座率分别为 73%、80%、82%及 80%，平均客座率为 79%，已经处于较高水平，未来向上提升空间不大。

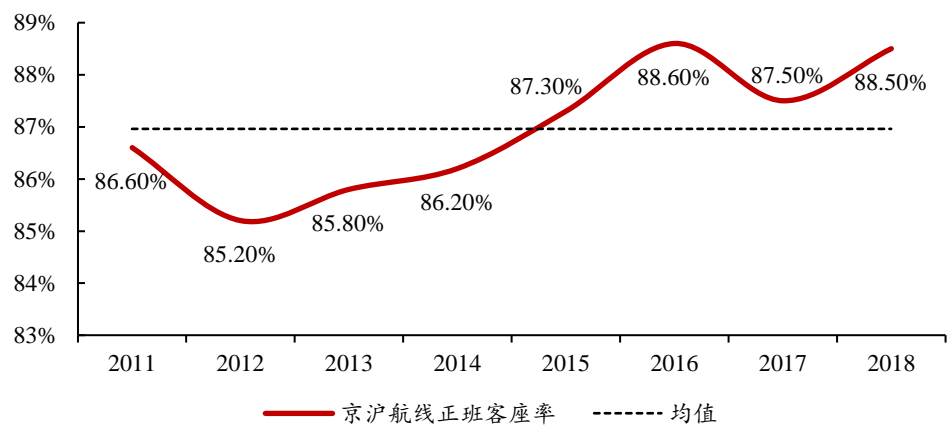
图 17：京沪高铁本线客座率水平上升至 80%左右



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

对比航空京沪线，京沪高铁客座率水平已经不在低位。航空京沪线正班客座率总体呈上升趋势，平均客座率为 87%，高出京沪高铁本线平均客座率 8 个百分点。从数据看，京沪高铁客座率与航空相比在理论上仍有少量上升空间；但从原理看，高铁的客座率事实上很难达到航空的客座率水平。原因在于：航空运输属于“点到点”运输，客座率即直观体现为航班旅客数与航班座位数之比；高铁运输属于多站点运输，以蚌埠南到南京南及蚌埠南到上海虹桥站为例，假设蚌埠南到南京南的客票已经售罄，则欲从蚌埠南抵达上海虹桥的旅客由于坐席被占用锁定已无坐票可购，但南京南至上海虹桥站之间仍有空余座位，这样的高铁运输固有特性形成了一个隐形的客座率天花板，与航空运输大相径庭。所以，京沪高铁客座率水平实质上已不在低位。

图 18：对比京沪航线，高铁京沪线客座率虽较低但空间偏紧



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：由于数据限制，时间截至 2018 年

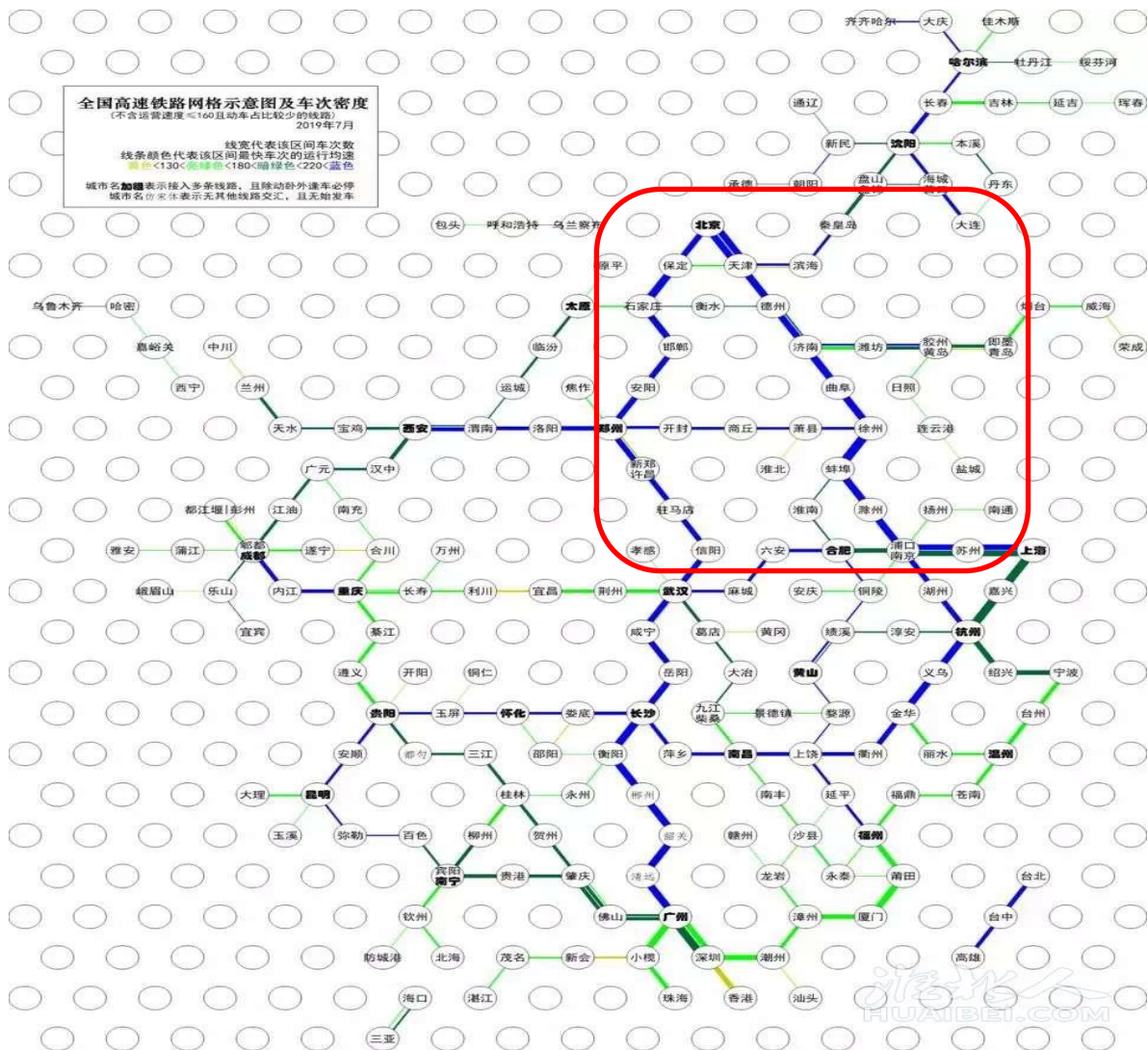
### 2.3. 客运调图带来列次变动增量

列车运行图是铁路运输工作的综合计划和行车组织的基础，其编制管理系统由中国铁路总公司、铁路局集团公司、站（段）三级机构组成，现阶段总公司每季度一次定期召集各铁路局相关人员集中编制列车基本调整运行图，通常在春运、节假日期间也会对列车运行图进行调整。列车调图影响主要体现在两方面：一是车次调整，二是线路调整。因此，客运调图有两种可能途径带动京沪高铁利润增长：增加发车频次及本线车跨线车结构优化：

#### 1) 增长途径一：增加发车频次。

京沪高铁繁忙程度位于全国高铁网前列，但并非意味着没有车次增长容量。从区间车次数与最快车次运行均速来看，目前高铁京沪线的发车频次及均速与京广高铁相当。但是，如下文提及，京沪高铁区间车流密集主要由跨线车车次主导。因此高铁网进一步织密带来的分流效应可以在一定程度上疏解京沪高铁跨线车压力，带来本线车次增长容量。

图 19：全国高速铁路网络示意图及车次密度



数据来源：淮北人，浙商证券研究所

京沪高铁各段繁忙程度不一，部分路段车次增发有可能。徐州东至蚌埠南段多条高速铁路连接，列车通过集中度高，造成“蚌埠瓶颈”；南京至上海段公务出行需求密集，列车发车频次高。但以天津南至济南西段为例，日均发车列次仅在43列次左右，仍有空间。

表 5：京沪高铁部分路段通行高铁 G 字头列车数统计

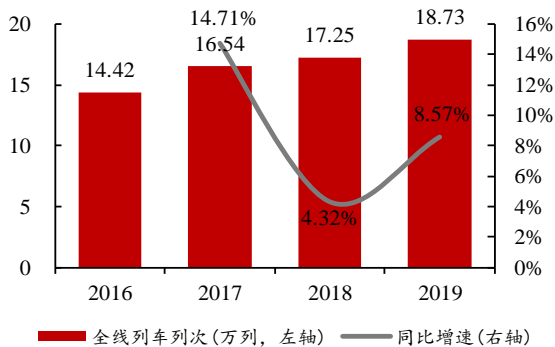
	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
天津南-济南西	44	42	42	42	44	44	44
徐州东-蚌埠南	105	101	101	101	104	104	105
南京南-上海虹桥/上海	136	129	129	129	135	133	134

资料来源：携程网，浙商证券研究所

备注：表中数据为2019年12月2日至2019年12月8日手工统计结果

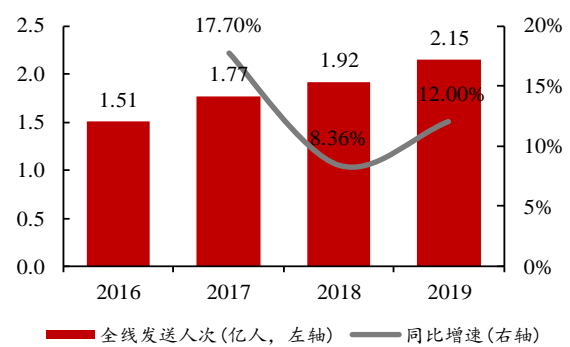
京沪高铁线路列次人次双高，列车增发有需求。2016-2019年京沪全线发车列次、发送人次及旅客周转量都呈现高位稳增的态势，列均载运人次同样连年上升。受车型调整、车速提升与路网织密影响，2019年全线发车18.73万列次，同比增长8.57%，16-19年CAGR达9.12%；全线发送人次2.15亿人，同比增长12%，16-19年CAGR达12.62%；全线列均人次1148人/列，同比增长3.16%，16-19年CAGR达3.21%；全线周转量956.10亿人公里，同比增长7.93%，16-19年CAGR达9.74%。

图 20：2019 年京沪全线发车列次 18.73 万列



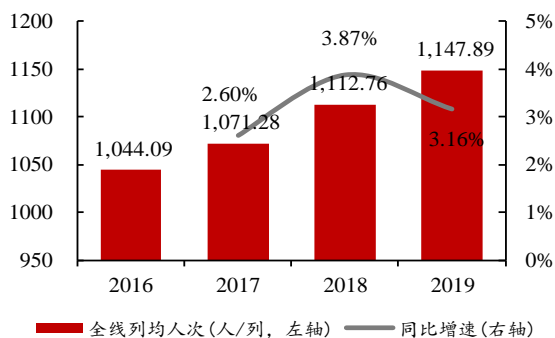
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：2019 年京沪全线发送人次 2.15 亿人



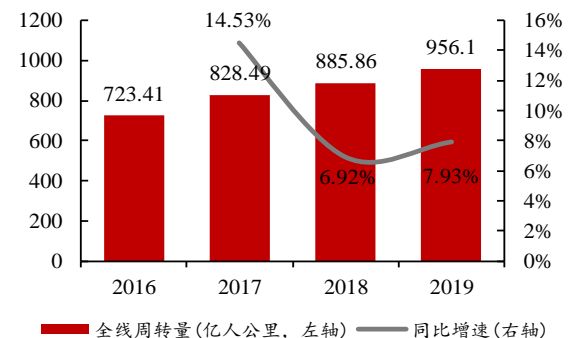
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：京沪全线列均人次连年递增



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 23：京沪全线周转量连年递增



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**安全管控方面，高铁追踪间隔优化有瓶颈。**按京沪高铁 2019 年全线日均开行列车 256.58 对测算，由于实际每日运行时间约为 06:30-23:30，运行时长 17 小时，则列车运行追踪间隔约为 3.98 分钟。《高速铁路设计规范》建议，在 CTCS-3 级列控系统条件下，最小行车间隔应按照运输需求研究确定，出发和到达间隔最小值宜为 3 分钟，但研究认为这一最小时隔目标实际上往往难以实现，原因主要在于车站不同股道和咽喉区的设计易造成接车站前区间排队“堵塞”、列控和信号系统存在过分冗余设计、车载列控系统的减速度设定限制动力的发挥。综合考虑，京沪高铁追踪间隔时间理论上仍可提升，但提升空间存在上限。

**沿线铁路局运营技术作业标准未统一，线路通过能力提升有空间。**2008 年发布的《列车运行图编制管理规则》至今未进行全面修订，未具备明确针对高速铁路技术作业标准的管理规定，导致各铁路局集团公司执行标准不一。京沪高铁北京局、济南局和上海局在部分技术作业标准上存在差异，如若在列车运行图编制管理上统一技术作业标准，则线路通过能力有望提高，运能配置更趋合理。

**表 6：北京、济南、上海局集团部分技术标准存在差异**

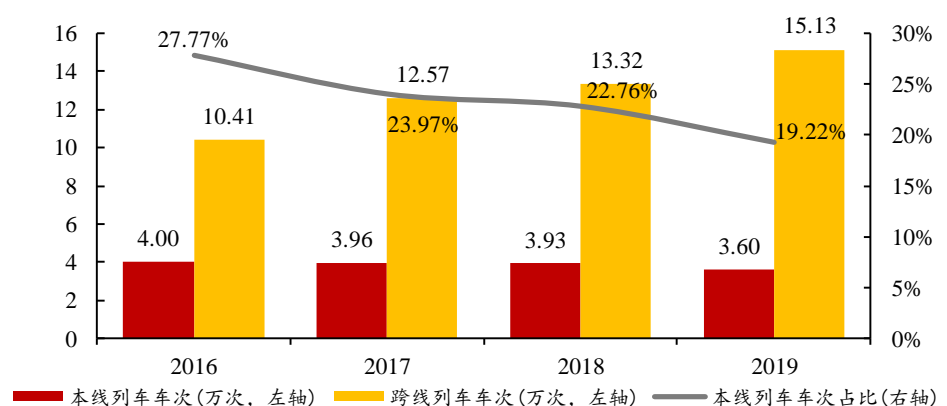
名称	线路所追踪间隔	中间站连发间隔	停站办理客运作业时分
北京局集团公司	5min	5min	2min
济南局集团公司	4min	4min	1min
上海局集团公司	3min	5min	2min

资料来源：《铁道运输与经济》，浙商证券研究所

## 2) 增长途径二：本线车与跨线车结构优化。

**京沪高铁本线车跨线车结构存在调整空间。**京沪高铁线上运行动车组由本线车和跨线车组成，本线车即为担当列车，指取得旅客列车开行的客票收入并承担开行成本的列车，是旅客运输收入的主要来源；跨线车即为非担当列车，指既不取得旅客列车开行的客票收入、也不承担开行成本的列车，是路网服务收入的主要来源。随着“八横八纵”高速铁路网的织密，各地区铁路交通联系愈发紧密，当前京沪线上本线车与跨线车的相对比例差距较大，本线车数量远低于跨线车，2019 年本线车仅 3.60 万次，运行结构存在进一步优化空间。

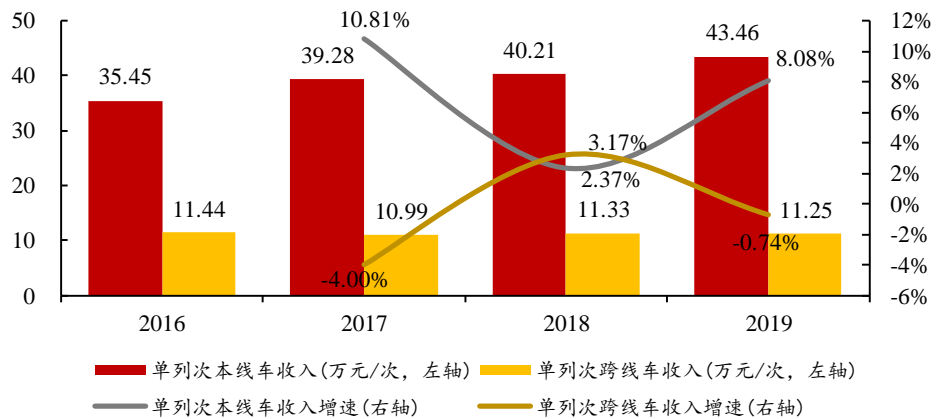
**图 24：高铁京沪线本线车占比连年下降**



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

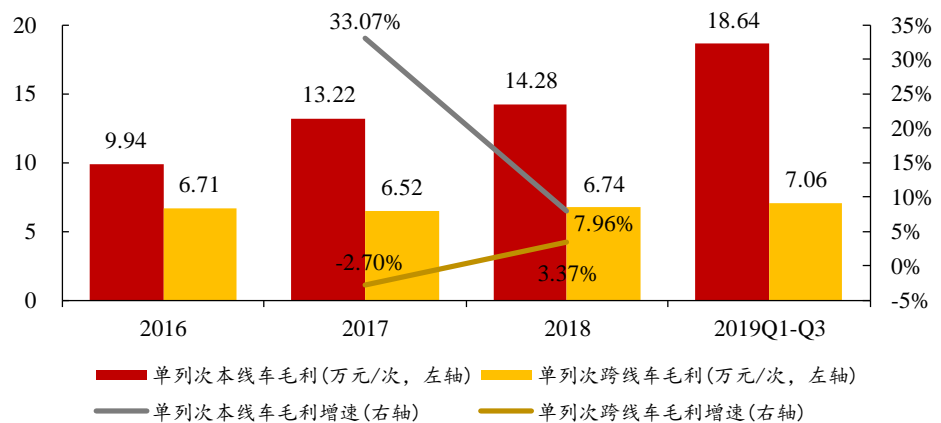
虽然本线车业务整体毛利低于跨线车业务，但分拆单列数据看，本线车列均创收及盈利能力皆强于跨线车，加开本线运能是业绩增长的重要驱动。横向看，列均本线车收入贡献占比由2016年的75.60%提升至2019年的79.44%，列均本线车毛利贡献占比由2016年的59.71%提升至2019年前三季的72.53%。纵向看，列均本线车收入16-19年CAGR达7.03%，比列均跨线车收入的负增长高出7.6个百分点；以16年至18年数据看，列均本线车毛利增速高于跨线车毛利增速。本线车业务单列次收入及毛利皆高于跨线车业务，若能加开本线车列次则业绩增长有望获得强劲驱动。

图 25：单列次本线车收入高于单列次跨线车收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 26：单列次本线车毛利高于单列次跨线车毛利

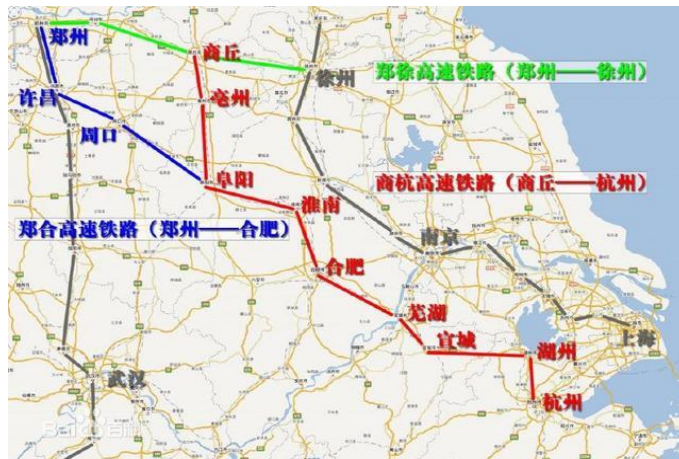


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

随“八横八纵”织密，京沪线跨线车压力或被分流，时刻释放有望提升利润。2019年12月商合杭高速铁路北段（商丘-合肥）正式开通运营，南段（合肥-杭州）目前已开始联调联试，预计本年6月底具备开通运营条件。商合杭高铁与京沪高铁走向基本平行，全线开通后徐兰客专列车无需再借道京沪高铁即可南下，由此释放京沪高铁徐州至南京段时刻，增加京沪本线运能。



图 27：商合杭高铁开通将分流京沪高铁跨线车压力



资料来源：国铁集团官网，浙商证券研究所

表 7：“八横八纵”主要未通车线路预计通车时间及建设情况

预计通车时间	八横		八纵	
	路段	进展	路段	进展
2020	陆桥通道-连云港至徐州段	基本结束无砟轨道施工，徐州段将由东向西开始铺轨	沿海通道-盐城至南通至上海段	开展路基桥梁施工
	沿江通道 2-安庆至九江段	关键控制性工程鳊鱼洲长江大桥首节钢梁架设完成，建设取得阶段性胜利	京港台通道-衡水至菏泽至商丘段	已完成可研批复，具备开工条件
2021	-	-	京港台通道-赣州至深圳段	已开工建设
2022	京兰通道-银川至兰州段	中卫至兰州段转体桥成功对接，全线架梁铺轨通道取得阶段性胜利	-	-
	京兰通道-呼和浩特至银川段	已批复	呼南通道-呼和浩特至太原段	已开工建设
2023 及以后	青银通道-太原至银川段	未开工	呼南通道-邵阳至永州段	已正式启动勘察设计
	绥满通道-齐齐哈尔至哈尔滨至满洲里段	已列入国家《中长期铁路网规划》	京哈京港澳通道-珠海至澳门段	广中珠澳线位研究已经启动
	沿江通道 3-万州至达州段	2020 年 6 月开工建设	包海通道-湛江至海口段	2020 年 5 月开工建设
	渝厦通道-长沙至赣州段	已完成可研批复，2020 年内开工，工期 54 个月	京港台通道-福州至台北段	纳入“十三五规划”长期规划项目
	-	-	包海通道-包头至延安至西安段	包头至延安段进入勘察阶段，延安至西安段已正式开工建设
	-	-	京昆通道-重庆至昆明段	重庆境内段、四川段、云南段已正式开工建设，预计工期六年

资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

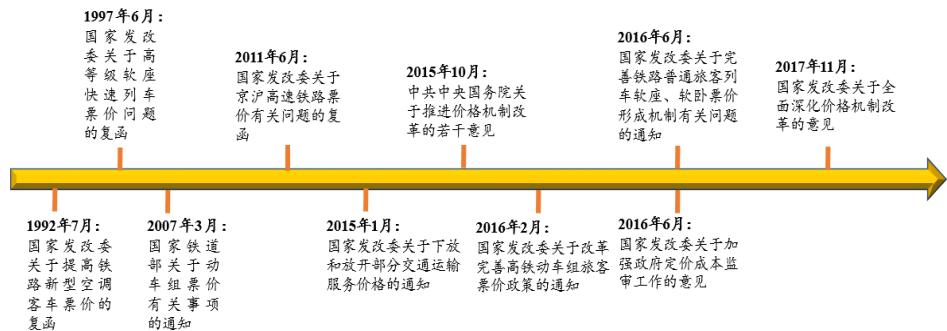
综合以上车辆结构、客座率、客运调图等几个方面看，未来京沪高铁本线运量仍有增长空间，运量增长将主要来自三个方面：1) 长编组复兴号投运，2) 发车时刻织密，3) 商合杭开通后分流跨线车带来本线车替换。

### 3. 票价端：京沪高铁票价偏低，提价确能催化利润

#### 3.1. 规章制度：高铁票价已市场化放开

高铁已实现市场化定价，执行递远递减的计价原则。2015 年末，国务院发改委将高铁动车组客运票价定价权交给原铁路总公司，其中一、二等座票价标准由原铁路总公司及各路局集团制定，商务座、特等座、动卧等执行市场调节价，可以上下浮动。目前大部分高铁动车组列车票价仍沿用 2007 年原铁道部文件，规定时速 110 公里以上的动车组列车二等座基价为 28.05 分/人公里，时速 250 公里以上的高铁基价为 48.40 分/人公里。但是高铁的票价执行递远递减的原则，分段执行折扣，一般在 500 公里以内执行原价，500 至 1000 公里执行 9 折，1000 公里以上执行 8 折。但也有很多运输单位拥有更大的定价自主权，如广深铁路等。

图 28：我国铁路客运价格改革历程梳理



资料来源：国家发改委，国铁集团，浙商证券研究所

我国部分高铁线路已经实现涨价，以 2015 年为分水岭高铁涨价特点有所不同。从新闻报道的口径看，2015 年前定价由发改委主导，提价范围仅限于我国东北部局部少量线路，主要提速不提价，以提升客运竞争力；2015 年后定价权转移至铁路运输企业，为增强创收能力，高铁客运提价频次有所增多，且范围增广至全国，涵盖东南沿海区域。在当下，高铁票价上涨已不鲜见，高铁客运定价市场化机制不断完善。

**表 8：高铁动车组客运提价趋势在新闻报道方面已有反映**

提价时间	提价线路及范围	提价情况
2013 年 4 月	哈大高铁，哈尔滨至大连段	提速又提价，按照原冬季运行图，5 小时 20 分的行程二等座票价为 283.5 元、一等座票价为 454.5 元，特等座票价为 511.5 元；按照夏季运行图，4 小时 20 分的行程二等座票价为 403.5 元，一等座票价为 645.5 元，特等座票价为 767.5 元
2014 年 12 月	北京至山东段为主	自 2014 年 12 月 10 日零时起，全国铁路实施新的列车运行图，北京铁路局有 10 列动车组升格为高铁列车，票价相应上涨
2016 年 11 月	海南环岛高铁	以海口到三亚为例，原来票价 83 元，调整后涨至 108 元，提价 30%
2017 年 4 月	除沪杭、杭甬段外东南沿海时速 200-250 公里动车组	中国高铁第一次迎来跨省涨价，东南沿海高铁时速 200-250 公里动车组二等座票价涨幅接近 30%。本次票价上涨是中铁总 2015 年底获高铁动车票定价权后，第一次上调价格
2018 年 5 月	全国范围内部分动车组一等座、特等座席	全国 200 至 250 时速动车组一等座迎来第一波普调上涨，涨幅约 33%至 35%
2018 年 5 月	经桂林往贵州、广西、广东多条动车组线路一等座席	以桂林至南宁东为例，一等座票价由 129.5 元调整为 173 元，提价 34%
2018 年 5 月	南京至武汉、南京至合肥高铁列车一等座	南京至武汉高铁一等座票价由 200 元调整为 265 元，提价 32.5%；南京至合肥高铁一等座票价由 72 元上涨为 96 元，提价 33%
2018 年 5 月	湖北十堰至汉口、武汉动车一等座	十堰至汉口动车一等座全线价格上涨 57 元，十堰至武汉动车一等座全线价格上涨 63 元
2018 年 5 月	京津城际，京哈线北京-秦皇岛段，京广线徐水-石家庄段，石太客专太原南-石家庄段的一等座、特等座席	以京哈线北京-秦皇岛段为例，一等座票价则调整至 148 元，和原 104.5 元相比上涨 43.5 元
2018 年 7 月	贵广高铁动车组一、二等座和无座的全范围大幅度调整	实行“一日三价”，以贵港到贵阳为例，一等座票价最高上涨 62 元，二等座票价最高上涨 38 元
2019 年 12 月	东南沿海高铁、向莆铁路部分高铁动车组	以厦门至杭州东为例，2019 年 12 月 1 日起一等座提价 31 元，二等座提价 19 元
2019 年 12 月	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	以东南沿海铁路沪杭段与甬深段为例，二等座提价未超过 20%，但一等座提价普遍超过 50%；相对于票价上涨的车次，票价下调的车次寥寥无几，且降幅小于涨幅

资料来源：观察网，天涯网，新浪财经，搜狐网，腾讯新闻，浙商证券研究所

**从政策角度看，京沪高铁已经具备提价条件。**当前高铁票价定价权把握在各运输单位手中，受到行政管制的可能性较小，结合高铁调价频次上升、范围增广的趋势，我们认为政策规制方面并不存在对京沪高铁票价提升的实质性阻碍。

### 3.2. 市场对比：高铁京沪线票价偏低

京沪高铁开通8年，票价未见上涨。京沪高铁于2008年4月18日正式开工，于2011年6月30日正式全线通车。开通初期，让广大旅客有更大选择空间，公司经综合测算分析，对开行的两种速度等级的列车分别执行两种票价，时速250公里动车组二等座410元，一等座650元，时速300公里动车组二等座555元，一等座935元，商务座1750元。2017年9月调图后，复兴号动车按时速350公里正式上线运行，京沪全线实现列车提速，但至今高铁票价未见上涨。

**表 9：京沪高铁通车近十年提速未提价**

时间	车型	二等座票价(元)	一等座票价(元)	商务座票价(元)
2011年	时速250公里动车组	410	650	-
	时速300公里动车组	555	935	1750
2020年	时速350公里动车组	553	933	1748

资料来源：凤凰网，12306官网，浙商证券研究所

相比“四横四纵”其他线路，京沪高铁票价仍有提价空间。我们计算“四横四纵”主要线路高铁二等座与一等座的平均费率，用以与京沪高铁平均费率水平进行比较。如表所示，京沪铁路二等座平均费率为0.42元/公里，低于京港客运专线、青太客运专线及京哈客运专线；一等座平均费率为0.71元/公里，同样低于京港客运专线。考虑京沪高铁沿线经济水平，参照京港线单座单公里定价水平，我们认为京沪高铁的票价仍然具有提升空间。

**表 10：考虑京沪高铁沿线经济水平，票价仍有一定提价空间**

格局	线路	起点	终点	里程数(公里)	二等座票价(元)	一等座票价(元)	二等座平均费率(元/公里)	一等座平均费率(元/公里)	全程最短历时(小时)	全程平均时速(公里/小时)
四横	沪汉蓉铁路	上海虹桥站	成都东站	1,985	682	1,090	0.34	0.55	14.18	139.99
	徐兰客运专线	徐州东站	兰州西站	1,434	563	852	0.39	0.59	7.32	195.90
	沪昆高速铁路	上海虹桥站	昆明南站	2,252	879	1,475	0.39	0.65	10.65	211.46
	青太客运专线	青岛北站	太原南站	770	338	541	0.44	0.70	5.74	134.15
四纵	京港客运专线	北京西站	香港西九龙站	2,298	1,077	1,724	0.47	0.75	8.97	256.19
	京哈客运专线	北京站	哈尔滨西站	1,253	490	783	0.44	0.71	5.12	216.02
	杭福深铁路	杭州东站	深圳北站	1,464	589	961	0.40	0.66	9.50	154.11
	京沪高速铁路	北京南站	上海虹桥站	1,318	553	933	0.42	0.71	4.30	306.51

资料来源：国家铁路局，12306，浙商证券研究所

备注：京哈客运专线京承段尚未开通，平均单人单公里票价、全程平均时速以承德南至哈尔滨西段为基准计算

上海至北京出行方式中，高铁票价远低于航空。交通出行方式的选择实际上是在耗时与成本之间权衡的结果。概括来讲，上海至北京的8种主要交通方式中，高铁与航空耗时低且成本高。耗时方面，高铁与飞机的出行总用时分别为6小时与4.3小时，其余交通方式总用时均在10小时以上，从时间维度看高铁和飞机具有可比性；成本方面，高铁二等座票价为553元，飞机经济舱全价为1630元，其余交通方式中，除自驾外，出行成本

均在 400 元以下，而自驾方式由于耗时与成本双高并不是一个合理选择，从价格维度看高铁和飞机具有可比性。

表 11：上海至北京各交通方式中航空与高铁较为可比

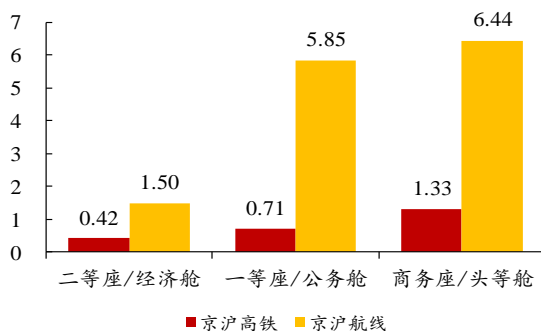
交通方式	起点	终点	运输用时	市内交通用时	总用时	票价(元)
高铁(G)	上海虹桥站	北京南站	4.5h	1.5h	6h	553
飞机	上海浦东机场	北京首都机场	2.5h	1.8h	4.3h	1630
动车(D)	上海站	北京南站	12h	1h	13h	293
普快	上海站	北京站	22.5h	1h	23.5h	156.5
特快(T)	上海站	北京站	16h	1h	17h	177.5
直达特快(Z)	上海南站	北京站	15h	1h	16h	177.5
巴士长途车	上海长途汽车客运总站	赵公口汽车站	18h	1h	19h	354
自驾	上海陆家嘴	北京金融街	14h	0h	14h	1217

资料来源：12306，携程网，路路通，百度地图，浙商证券研究所

备注：1、铁路运输与航空运输方式的票价为最低等级坐席或舱位的全票价；2、自驾方式的价格成本测算中，假定每公里油价为 1 元；3、自驾方式中市内交通用时已包含在运输工具用时中；4、室内交通用时中假设从上海陆家嘴出发，到达北京金融街；5、总用时中假设不考虑候机、候车时间

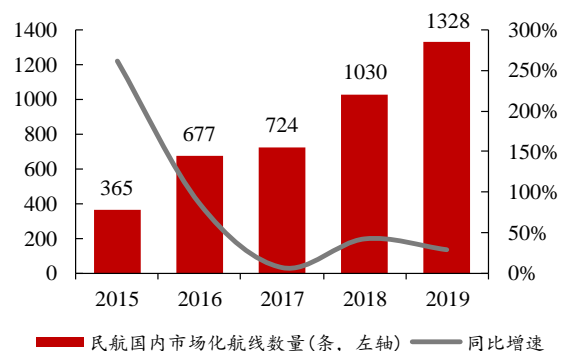
相较京沪航线，京沪高铁平均费率处于较低水平。京沪高铁全线价格多年未动，票价稳定，按座席分类，二等座、一等座、商务座全程票价分别 553 元、933 元、1748 元，据此计算的全程平均费率分别为 0.42 元/公里、0.71 元/公里、6.44 元/公里。相对京沪航线全票价计算的平均费率而言，京沪高铁定价仅在京沪航线的 1-3 成水平左右，价格上仍具有较大增长空间及竞争优势。随着高铁票价的逐步市场化调节，建议关注未来可能的京沪线旅客运输票价调整，或将带来长期业绩增长的强劲驱动。

图 29：相较京沪航线，京沪高铁平均费率极低



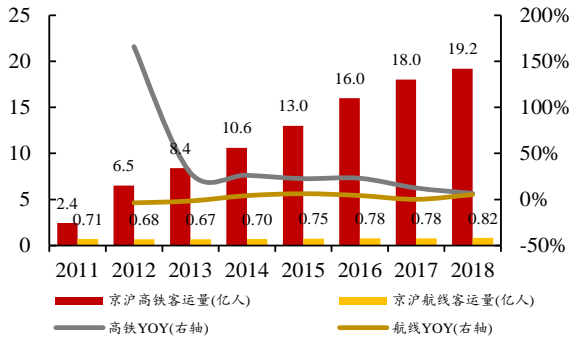
资料来源：12306，中国国航官网，浙商证券研究所

图 30：民航国内航线市场化逐渐放开



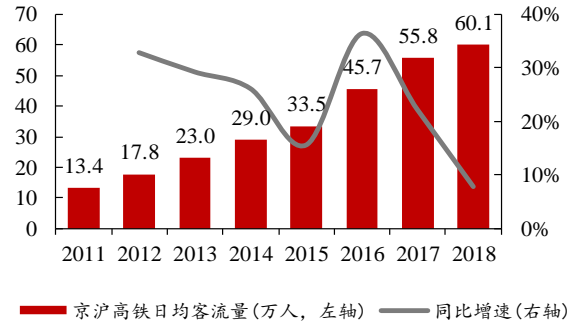
资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

图 31: 京沪高铁客运量增速高于京沪航线



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 32: 京沪高铁日均客流稳增



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3. 利润弹性: 若京沪高铁提价 10%, 则 2019 年税前利润增厚 13.77 亿

京沪线提价将提高旅客运输业务收入, 从而带动毛利增长。以 2019 年前三季度数据看, 客票收入在旅客运输收入中占比高达 92%。京沪线提价将直接拉升客票收入, 但在高铁公司的规模经济及低成本弹性特点下对成本变动的的影响极小, 主要影响高铁运输能力保障费, 此项成本在总营业成本中的占比仅 8%左右。因此, 票价的提升将由客票收入的提升带动毛利的增长。

表 12: 受票价提升影响的利润表项目核算方法

涉及利润表项目	核算方法
旅客票价收入	公司为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款, 根据清算系统发布的《清算资金通知清单》列明的客票进款确认收入
高铁运输能力保障费	分别以旅客运输收入、提供路网服务收入乘以 4% 分配至两项业务成本中

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

若京沪高铁提价 10%, 则 2019 年税前利润增厚 13.77 亿, 四年平均利润总额弹性 1.12 倍。我们假设客票价格提升 10%, 客座率、单列坐席数及发车次数维持原水平, 则旅客票价收入在原有水平下相应提升 10%, 此增量直接计入营业总收入中; 此外, 据该增量的 4% 相应确认高铁运输能力保障费, 影响营业成本。测算结果显示, 2019 年提价 10% 带来税前利润增量 13.77 亿元, 16-19 年提价利润总额弹性分别为 1.43 倍、1.16 倍、1.03 及 0.87 倍, 平均弹性 1.12 倍。

**表 13：公司旅客运输业务提价利润弹性测算**

	2016	2017	2018	2019
旅客票价收入	134.34	145.75	145.83	156.45
票价提升 10%后旅客票价收入	147.78	160.32	160.41	143.53
营业总收入	262.58	295.55	311.58	329.42
票价提升 10%后营业总收入	276.01	310.13	326.17	343.77
高铁运输能力保障费	-	6.11	12.38	13.08
票价提升 10%后高铁运输能力保障费	0.54	6.69	12.96	13.65
营业总成本	151.44	159.35	162.99	161.03
票价提升 10%后营业总成本	151.97	159.94	163.58	161.61
<b>营业总毛利</b>	<b>111.14</b>	<b>136.20</b>	<b>148.59</b>	<b>168.39</b>
<b>票价提升 10%后营业总毛利</b>	<b>124.04</b>	<b>150.19</b>	<b>162.59</b>	<b>182.17</b>
<b>营业总毛利弹性</b>	<b>11.60%</b>	<b>10.27%</b>	<b>9.42%</b>	<b>8.18%</b>
<b>利润总额</b>	<b>90.24</b>	<b>120.71</b>	<b>136.64</b>	<b>159.17</b>
<b>票价提升 10%后利润总额</b>	<b>103.14</b>	<b>134.71</b>	<b>150.64</b>	<b>172.94</b>
<b>利润总额弹性</b>	<b>14.29%</b>	<b>11.59%</b>	<b>10.25%</b>	<b>8.66%</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：表中金额单位为亿元

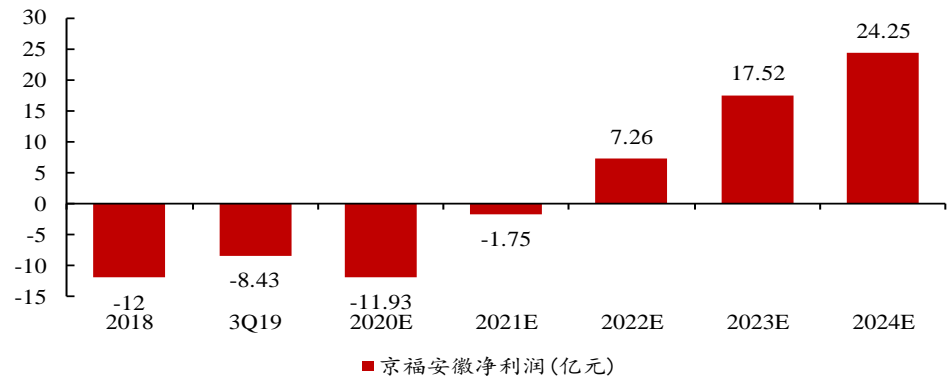


## 4. 盈利预测及评级

### 4.1. 并表京福安徽，短期业绩承压，长期增厚利润

京福安徽公司并表，京沪高铁合并报表业绩短期承压。2020年1月份，京沪高铁完成对京福安徽公司65%股权的收购，并实现京福安徽公司并表，根据京沪高铁招股说明书披露，预计京福安徽公司2020年、2021年分别亏损11.93亿元、1.75亿元，对应京沪高铁持有的65%权益亏损7.76亿元、1.14亿元，此外叠加2020年初新冠疫情影响，从京沪高铁合并报表归母净利润角度看，短期业绩承压，但长期将大幅增厚公司业绩。

图 33：据公司招股说明书披露京福安徽有望在 2022 年扭亏



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 4.2. 成本相对刚性，利润驱动看收入

“网运分离”下，委托运营模式造就京沪高铁公司的成本结构。公司将京沪高速铁路的运输组织管理、运输设施设备管理、运输移动设备管理、运输安全生产管理、铁路用地管理等委托给北京局集团、济南局集团、上海局集团管理，自身并不拥有动车组资产。

表 14：公司营业成本构成明细

成本项	内容
委托运输管理费	由动车组列车服务费、基础设施设备维护与车站旅客服务费构成，综合单价在协议有效期内每年增长 6.5%
动车组使用费	公司并不拥有动车组资产，向沿线铁路局集团支付动车组使用费，费率水平为时速 300/350 公里动车组 8.69 元/辆公里，时速 200/250 公里动车组 7.53 元/辆公里
折旧支出	为京沪高铁线路上房屋、建筑物、线路、电气化供电系统、信号设备、通信设备、运输起动设备、机械动力设备及仪器仪表的折旧
能源支出	主要为保障列车运行、车站运营等使用电费支出，包括动车组运行牵引用电支出、车站生产用电支出、水费等，其中主要为动车组运行牵引用电支出
高铁运输能力保障费	合资公司按运输营业收入一定比例向受托运输管理铁路局支付高铁运输能力保障费，京沪高铁属于繁忙线路特一类 5 档，适用的清算比例为 4%，自 2017 年 7 月 1 日起执行
维管费	委托中铁电气化局集团对京沪高速铁路沿线电气化设备进行维护管理发生的费用支出
商务旅客服务费	为满足旅客需求，提高服务品质，为商务旅客提供相应服务，车站和列车所产生的商务旅客服务费用
路网服务费用	主要包括为开展旅客运输业务，其他铁路运输企业为公司提供路网服务所涉及的机车牵引费、售票服务费、接触网使用费、车站旅客服务等
其他	主要包括接受服务支出、修理维护支出、专项清算支出、铁路公安经费、上交共同费用等

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

因此，从公司全业务口径看，成本拆分为委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费、维管费、商务旅客服务费、路网服务费用等。其中，动车组使用费、委托运输管理费、折旧支出及能源支出占比最大，2019 年上述四个分项分别占总营业成本 30%、22%、19%、18%。

**表 15：公司营业成本主要由委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出等构成（亿元）**

成本项	2016		2017		2018		2019	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
委托运输管理费	83.13	54.89%	85.29	53.53%	84.28	51.71%	35.32	21.94%
动车组使用费	-	-	-	-	-	-	48.80	30.31%
折旧支出	32.76	21.63%	30.49	19.13%	30.76	18.87%	29.92	18.58%
能源支出	30.56	20.18%	29.03	18.22%	27.34	16.77%	28.92	17.96%
高铁运输能力保障费	-	-	6.11	3.83%	12.38	7.60%	13.08	8.12%
维管费	1.8	1.19%	2.13	1.34%	1.91	1.17%	1.97	1.22%
商务旅客服务费	1.18	0.78%	1.35	0.85%	1.39	0.86%	1.28	0.79%
路网服务费用	0.37	0.25%	0.34	0.22%	0.29	0.18%	0.25	0.16%
其他	1.64	1.08%	4.61	2.89%	4.64	2.85%	1.48	0.92%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：高铁运输能力保障费 2017 年 1 月开始执行；动车组使用费 2019 年开始单列，此前在委托运输管理费中

**委托运输管理费费率在协议有效期内年增长率 6.5%**。自 2019 年起，公司委托运输项目成本支出主要由动车组列车服务费、基础设施设备维护与车站旅客服务费构成。其中，2019 年动车组列车服务费的综合单价为 0.11 万元/千辆公里；2019 年基础设施设备维护与车站旅客服务费的综合单价北京局集团为 186.03 万元/营业公里，济南局集团为 146.02 万元/营业公里，上海局集团为 178.55 万元/营业公里。上述综合单价在协议有效期内每年固定增长 6.5%。

**2019 年新增高铁运输能力保障费支出，按营业收入的 4%扣点支付**。根据清算定价政策，京沪高铁属于高铁繁忙线路特一类 5 档，需按公司当年运输营业收入的一定比例向受托运输管理铁路局支付高铁运输能力保障费，适用清算比例 4%。因此列车开行频次、客座率及座席数都会对此项成本产生直接影响，实际上属于扣点费用，与营业收入正比例相关，2019 年占比 8.12%。

**表 16：京沪高铁成本刚性较强**

成本项	分担方式	驱动因素
委托运输管理费		本线车开行频次、协议固定年增长率 6.5%
折旧支出		固定资产规模、消耗方式
能源支出	按京沪高铁线路上公司担当列车与非担当列车行驶总重吨公里分配至旅客运输服务成本和提供路网服务成本	本线车与跨线车开行频次
维管费		电气化设备资产状况
路网服务费用		客座率、本线车与跨线车开行频次、运线长度
高铁运输能力保障费	分别以旅客运输收入、提供路网服务收入乘以 4%分配至两项业务成本中	营业收入
动车组使用费		本线车开行频次、运线长度
商务旅客服务费	旅客运输服务专有成本	商务旅客人数

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**其余营业成本项目刚性相对较强。**主要构成中,动车组使用费(30%)及能源支出(18%)受列车开行频次及运线长度驱动,若运行图保持相对稳定则上述两项成本波动不大;折旧支出(19%)与公司固定资产规模及既定消耗方式相关,若不发生重大会计估计变更则同样变动不大。京沪高铁公司成本与客运量相关性较小,成本弹性相对较低。

**成本刚性上升或有压力。**委托运输管理费综合单价 6.5%的年固定增长率将带动营业成本的刚性上涨,预计带来 2020 年营业成本增量 2.30 亿元,至 2024 年累计带来营业成本增量 13.07 亿元。

### 4.3. 预测利润

我们考虑到商合杭开通后分流跨线车带来本线车替换、考虑到发车的继续织密、考虑到加长复兴号的继续投运,同时暂不考虑提价的情况下,假设本线车班次逐年增长,我们预计 2020 年-2022 年营业收入 244.85 亿元、392.47 亿元、417.45 亿元。

**表 17: 收入预测简表 (百万元)**

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	32942	24485	39247	41745
YOY		-25.67%	60.29%	6.37%
其中: 旅客运输业务收入	15645	8297	16973	18475
YOY		-46.96%	104.55%	8.85%
提供路网服务业务收入	17018	12397	17417	17485
YOY		-27.16%	40.49%	0.39%
京福安徽公司收入	1840	3496	4544	5453
YOY		90.00%	30.00%	20.00%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

公司成本端相对刚性,前文已详细分析。我们综合公司收入及成本情况,预计 2020-2022 年归母净利润分别 44.64 亿元、122.62 亿元、138.11 亿元。

**表 18: 简易利润表 (百万元)**

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	32942	24485	39247	41745
YOY		-25.67%	60.29%	6.37%
营业成本	16103	16887	19970	20554
YOY		4.87%	18.26%	2.93%
毛利率	51.12%	31.03%	49.12%	50.76%
归母净利润	11937	4464	12262	13811
YOY		-62.60%	174.67%	12.63%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

### 4.4. 投资建议

对于公司的估值,鉴于京沪高铁本公司(特指 IPO 前资产)及新收购的京福安徽公司成长性不同,我们将两部分拆分估值:

#### 1) 京沪高铁本公司

京沪高铁本公司的经营属性与广深铁路最为相像：

- a) 首先京沪线的运量运力增长空间与广深铁路旗下城际业务相似，相对成熟但仍有增长空间；
- b) 其次京沪线提供路网服务业务与广深铁路路网清算业务收益及模式趋于一致；
- c) 最后，对于客运业务两公司均有提价敏感性，若未来有客票提价规划，均可享受票价增长的估值溢价。

所以我们这里将京沪高铁本公司估值与广深铁路相对比，按历史看，剔除疫情影响，广深铁路近 10 年平均 PE 为 24.5 倍左右，近 3 年平均 PE 为 28.9 倍左右。

与之对比，我们考虑到：a) 京沪高铁当前票价低于广深城际具有更大提价空间；b) 京沪高铁不存在分流风险，同时随着京沪用时缩短有吸引客流作用；c) 广深铁路当前 ROE 相对较低，PB 破净具有一定托底作用。我们认为当前京沪高铁本公司合理估值可在 24-26 倍。

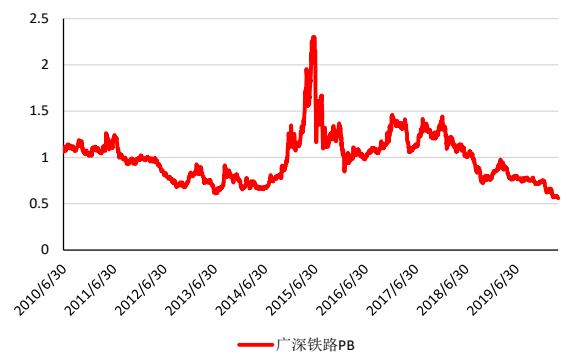
同时我们抛开疫情影响看 2021 年，根据京福安徽公司 65%股权亏损 1.14 亿元反折京沪本公司利润，预计京沪本公司归母净利润 123.76 亿元，对应合理市值 2970 亿元-3218 亿元。

图 34：广深铁路近 10 年 PE24.5 倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：广深铁路 ROE 相对较低，PB 估值托底



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2) 京福安徽公司 65.08%股权

考虑到京福安徽公司仅经营提供线路服务业务，收入及成本确定性相对较高，且公司收购京福安徽公司股权已给出充分盈利预测，因此我们此处直接引用公司对京福安徽公司股权收购的估值，65.08%股权估值 500 亿元。

综合以上两部分，我们认为从未来 1-2 年时间看，公司合理市值 3470 亿元-3718 亿元，当前市值 3084 亿元相对偏低。首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 新冠疫情影响超预期，京沪线客流恢复晚于预期；
- 2) 京福安徽公司开行列车对次低于预期；
- 3) 京沪二通道开通后分流超预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10814	13499	14592	16734
现金	9266	10299	10911	13016
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1208	951	1489	1578
其它应收款	314	2200	2150	2100
预付账款	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他	26	50	41	39
<b>非流动资产</b>	174338	302134	287400	272528
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	130487	223109	214608	203806
无形资产	42986	59922	59836	59722
在建工程	87	18058	12038	8026
其他	779	1045	917	975
<b>资产总计</b>	185151	315634	301992	289262
<b>流动负债</b>	5494	25171	15511	10715
短期借款	0	0	0	0
应付款项	642	876	913	942
预收账款	324	156	286	327
其他	4529	24139	14312	9447
<b>非流动负债</b>	20883	72169	62117	47024
长期借款	20208	64208	54208	39208
其他	675	7961	7910	7816
<b>负债合计</b>	26377	97340	77629	57739
少数股东权益	0	26613	26552	26806
归属母公司股东权	158774	191680	197811	204717
<b>负债和股东权益</b>	185151	315634	301992	289262
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	16723	40925	19240	25947
净利润	11937	4047	12201	14065
折旧摊销	3185	11470	14606	14929
财务费用	639	1841	2594	2011
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1563	16483	(10218)	(4898)
其它	(602)	7083	58	(160)
<b>投资活动现金流</b>	(150)	(111972)	2	(0)
资本支出	2276	(122000)	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	(2426)	10028	2	(0)
<b>筹资活动现金流</b>	(17149)	72080	(18630)	(23842)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(1515)	44000	(10000)	(15000)
其他	(15634)	28080	(8630)	(8842)
<b>现金净增加额</b>	(576)	1033	613	2105

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	32942	24485	39247	41745
营业成本	16103	16887	19970	20554
营业税金及附加	101	75	120	127
营业费用	0	0	0	0
管理费用	269	275	280	286
研发费用	18	13	15	14
财务费用	639	1841	2594	2011
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	15917	5395	16268	18753
营业外收支	(0)	0	0	0
<b>利润总额</b>	15917	5396	16268	18753
所得税	3979	1349	4067	4689
<b>净利润</b>	11937	4047	12201	14065
少数股东损益	0	(418)	(61)	254
<b>归属母公司净利润</b>	11937	4464	12262	13811
<b>EBITDA</b>	19872	18707	33468	35693
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.24	0.09	0.25	0.28
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.72%	-25.67%	60.29%	6.37%
营业利润	16.49%	-66.10%	201.52%	15.28%
归属母公司净利润	16.48%	-62.60%	174.67%	12.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.12%	31.03%	49.12%	50.76%
净利率	36.24%	16.53%	31.09%	33.69%
ROE	7.78%	2.37%	5.54%	6.06%
ROIC	6.91%	2.04%	5.39%	6.11%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.25%	30.84%	25.71%	19.96%
净负债比率	84.08%	68.98%	73.82%	73.62%
流动比率	1.97	0.54	0.94	1.56
速动比率	1.97	0.54	0.94	1.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.10	0.13	0.14
应收帐款周转率	27.42	22.69	32.17	27.22
应付帐款周转率	23.29	22.25	22.32	22.16
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.09	0.25	0.28
每股经营现金	0.34	0.83	0.39	0.53
每股净资产	3.71	3.90	4.03	4.17
<b>估值比率</b>				
P/E	25.83	69.08	25.15	22.33
P/B	1.69	1.61	1.56	1.51
EV/EBITDA	0.66	21.35	11.62	10.43

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>