

票价改革增强公司盈利弹性， 路网协同与流量变现是未来发展空间

核心观点：

- **京沪高铁：**中国最繁忙的高铁线路，2019年营收近330亿元。高铁已经成为中国公众最偏好的出行方式之一，2019年高铁占铁路出行比例达64.4%。京沪高铁用全国1%营业里程承担铁路行业6%旅客发送量，2019年公司客运量达2.15亿人次。公司采取委托运输管理模式运营，旅客运输和路网服务贡献主要收入。2019年营收近330亿元，净利润近120亿元。受疫情影响，2020Q1-3营收同比降35%，净利润同比降80%。
- **驱动因素：**高铁票价市场化改革增强利润弹性，路网协同与流量变现是未来发展空间。**①票价改革：**京沪高铁实行浮动票价机制，二等座最大上下浮比例分别为+8.14%、-9.95%，商务座上浮比例为+14.30%，为增厚利润提供了空间。**②出行需求：**目前我国国际航班同比下降90%以上，未来受海外疫情的不确定性影响出境旅行需求将回流国内，高铁出行已经是中国公众出行的重要选择之一，叠加疫苗逐步推出和高铁路网日益完善等效应，具有流量优势的京沪高铁2021年客流量有望加速提升。**③运力供给：**京沪本线线路运力相对紧张，但具有优化空间。**④路网协同：**收购京福高铁安徽公司，成就京沪高铁成长空间。**⑤流量变现：**高铁多元化发展是趋势，京沪高铁超2亿客流量，存在100-200亿元左右新增营收的空间。
- **国际对比：**中日高速铁路上市公司对标。**①成长能力：**承担东海道新干线的日本东海客运近10年净利润复合增长率为16%。**②盈利能力：**京沪高铁毛利率领先，ROE具有提升空间。**③营运能力：**东海客运和东日本铁路资产负债率均超60%，京沪高铁为15%。**④估值水平：**近10年东日本铁路最高市盈率为24倍，广深铁路最高市盈率超40倍。
- **盈利预测与估值分析：**预测公司2020-2022年EPS为0.09、0.25、0.27元，对应PE为64、23、22倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 1：主要财务指标及预测

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32942.17	24574.86	38749.63	41334.23
增长率	5.72%	-25.40%	57.68%	6.67%
毛利率(%)	51.12%	30.74%	48.33%	48.78%
归母净利润(百万元)	11937.07	4443.73	12131.64	13070.49
增长率	16.48%	-62.77%	173.01%	7.74%
EPS(元)	0.243	0.090	0.247	0.266
P/E	23.82	63.98	23.44	21.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

京沪高铁(601816.SH)

推荐 首次评级

分析师

王靖添

☎：8610-66568837

✉：wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

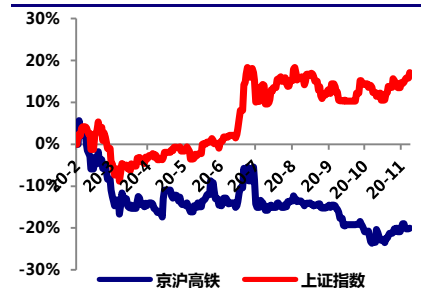
市场数据

2020/11/26

A股收盘价(元)	5.69
A股一年内最高价(元)	8.16
A股一年内最低价(元)	5.50
上证指数	3369.73
市盈率(TTM)	65.50
总股本(万股)	4910648.46
实际流通A股(万股)	321185.95
限售的流通A股(万股)	4589462.51
流通A股市值(亿元)	182.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河交通王靖添团队】行业点评报告-铁路运输行业-京沪高铁票价优化释放业绩弹性空间，2021年有望迎来“量价齐升”利好局面。2020年10月25日。

目录

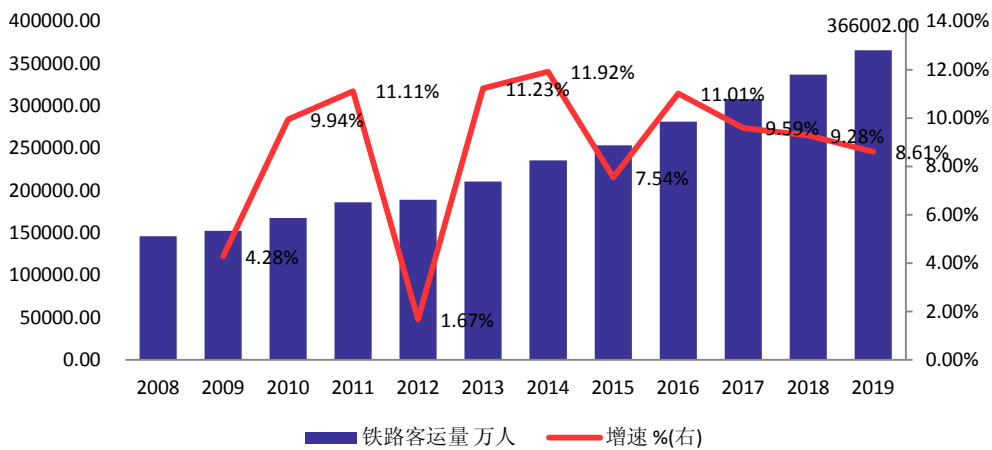
一、京沪高铁：中国最繁忙的高铁线路，2019 年营收近 330 亿元	3
（一）高铁行业：良好的成长性，中国公众最偏好的出行方式之一.....	3
（二）京沪高铁：1%营业里程承担铁路行业 6%旅客发送量.....	4
（三）商业模式：旅客运输和路网服务贡献主要收入，采取委托运输管理模式运营.....	6
（四）业绩表现：2019 年营收接近 330 亿元，新冠疫情下 2020 年前三季度营收同比降 35%.....	7
二、高铁票价市场化改革增强利润弹性，路网协同与流量变现是未来发展空间	8
（一）价格改革：高铁客运价格市场化改革深化，为京沪高铁利润提升提供弹性.....	8
（二）出行需求：沿线经济发达支撑高铁客运需求，出境回流与疫苗催化.....	10
（三）运力供给：京沪本线线路运力相对紧张，但具有优化空间.....	11
（四）路网协同：募集资金收购京福高铁安徽公司，成就京沪高铁成长空间.....	13
（五）流量变现：多元化发展是趋势，关注 2 亿客流量变现空间.....	15
三、中日高速铁路相关上市公司对比分析	17
（一）成长能力：承担东海道新干线的日本东海客运近 10 年净利润复合增长率为 16%.....	17
（二）盈利能力：京沪高铁毛利率领先，ROE 具有提升空间.....	18
（三）营运能力：东海客运和东日本铁路资产负债率均超 60%，京沪高铁为 15%.....	19
（四）估值水平：近 10 年东日本铁路最高市盈率为 24 倍，广深铁路最高市盈率超 40 倍.....	20
四、盈利预测及估值分析	20
（一）营业收入预测.....	20
（二）营业成本预测.....	21
（三）估值与投资建议.....	21
五、风险提示	22
六、附录	23

一、京沪高铁：中国最繁忙的高铁线路，2019 年营收近 330 亿元

（一）高铁行业：良好的成长性，中国公众最偏好的出行方式之一

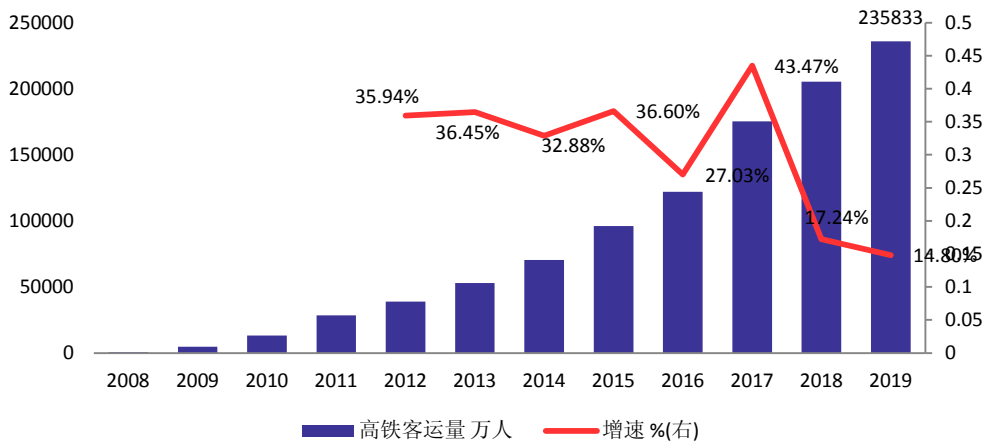
我国高铁客运需求不断上升，2019 年高铁客运量同比增加 15%，占铁路出行比例达 64.4%。铁路客运量以及高铁客运量连年上升，其中高铁客运量的上升幅度明显高于铁路客运量的上升幅度。2019 年全国铁路客运量 36.6 亿人，同比上升 8.61%；全国高铁客运量 23.6 亿人，同比上升 14.8%。2019 年全国铁路客运周转量为 14706.6 亿人公里，同比上升 3.96%；全国高铁客运周转量为 7746.7 亿人公里，同比上升 12.73%。高铁出行占铁路出行比重日益升高，2019 年高铁客运量占比 64.4%，高铁客运周转量占比 52.7%。高铁在铁路客运运输中占比日益升高，高铁在客运运输的重要性与成长性十分突出。

图 1：中国铁路客运量变化及增速（2008-2019）



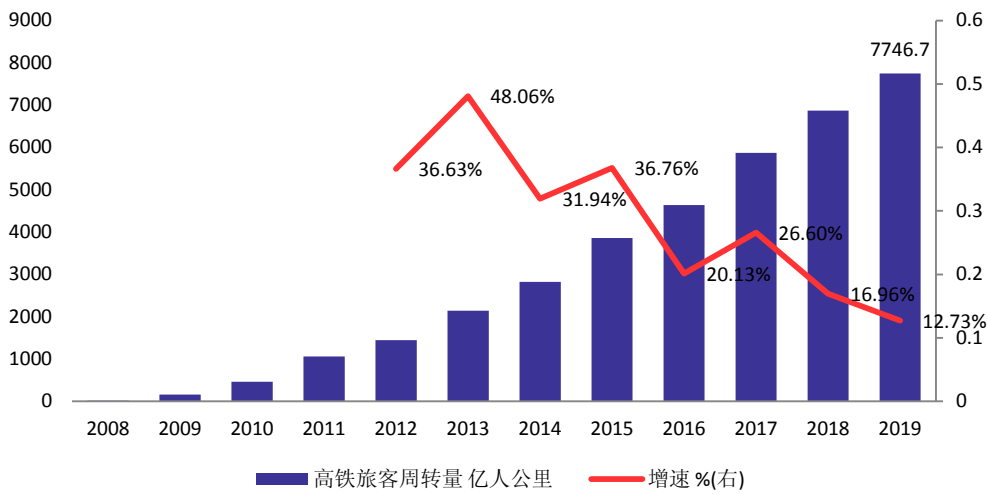
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：中国高铁客运量变化及增速（2008-2019）



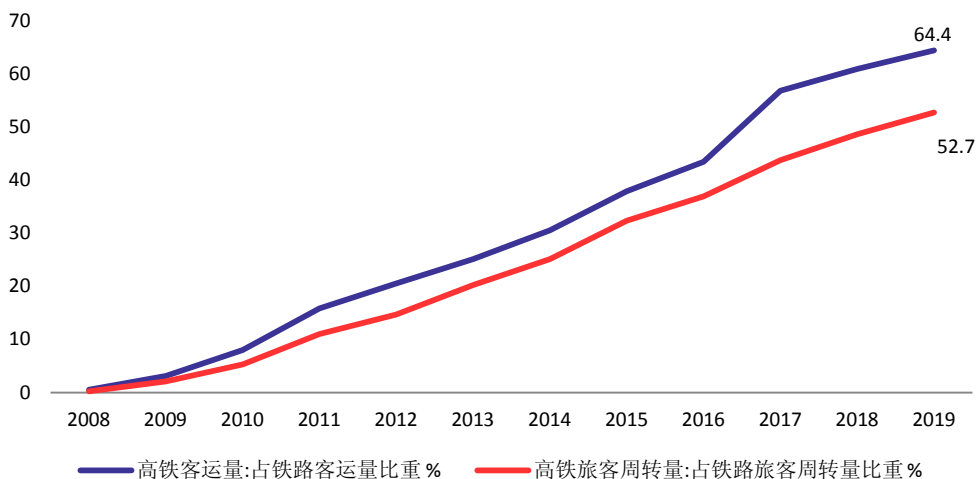
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3: 中国高铁客运周转量变化及增速 (2008-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 中国高铁出行占铁路出行比例变化 (2008-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 京沪高铁: 1%营业里程承担铁路行业 6%旅客发送量

世界一次建成线路最长、标准最高的高速铁路。京沪高速铁路于 2008 年 4 月 18 日全线正式开工建设, 2011 年 6 月 30 日建成通车, 正线长 1318 千米, 是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。京沪高速铁路采用世界一流的高铁技术建设, 全线采用动车组列车运行, 设计目标时速为 350 公里/小时, 设计区间最小列车追踪间隔为 3 分钟。京沪高速铁路纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省, 全线共设 24 个车站与 5 个始发终到站。京沪高铁是 2016 年修订的《中长期铁路网规划》的“八纵八横”高速铁路主通道之一;《规划》提出京沪高速铁路东线工程计划, 规划建设“北京—天津—东营—潍坊—临沂—淮安—扬州—上海”的第二条京沪高铁。截至 2019 年 1 月, 京沪高铁是世界上一次建成线路最长、标准最高的高速铁路, 也是中国建国以来投资规模最大的建设项目。

自开通运营以来，北京至上海全程最短运行时间目前已经缩短到 4.5 小时以内。截至 2019 年 9 月 30 日，京沪高速铁路全线（含本线和跨线）累计开行列车 99.19 万列，累计发送旅客 10.85 亿人次。

图 5：京沪高铁线路与途径站点

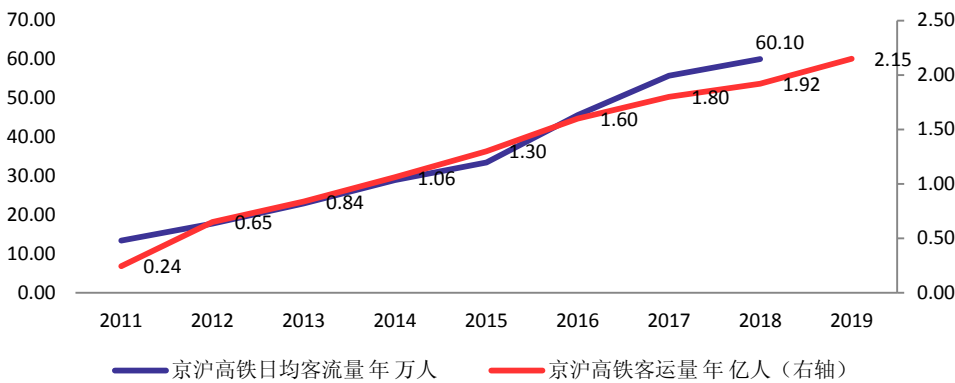


资料来源：《京沪高速铁路股份有限公司 IPO 招股说明书》，中国银河证券研究院整理

中国最繁忙的高速铁路：1%营业里程承担铁路行业 6%旅客发送量，区位优势保障客运需求。根据国家统计局 2018 年数据，京沪高速铁路所经省（直辖市）的行政区域面积约占全国陆地总面积的 6.5%，拥有全国 27.32% 的常住人口，并创造了全国 35.20% 的 GDP，具有独特的区位优势。2019 年，京沪高速铁路营业里程约占全国铁路总营业里程的 1%，全线发送旅客 2.15 亿人次，占铁路行业总发送旅客人次的 5.87%；客运周转量完成 956.1 亿人公里，占铁路行业客运周转量的 6.58%。

京沪高铁以占 1% 的全中国铁路营业里程承担了占全国铁路运输 6% 的客运量及客运周转量，京沪高铁铁路运输的繁忙程度要高于其他高速铁路。最近三年，京沪高速铁路的客运周转量占铁路行业客运周转量的比例保持相对稳定。随着京沪高速铁路沿线经济的不断增长以及人们出行需求的增加，京沪高速铁路的旅客运输量将进一步提升。

图 6: 京沪高铁客流量变化 (2011-2019 年)

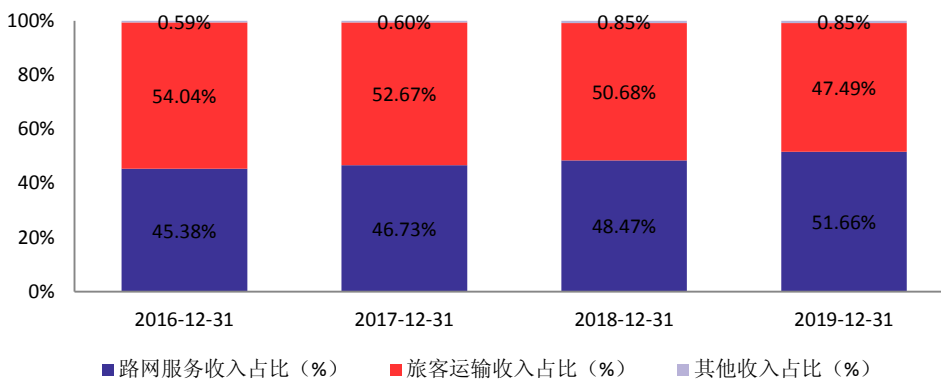


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 商业模式: 旅客运输和路网服务贡献主要收入, 采取委托运输管理模式运营

京沪高铁主营业务为高铁旅客运输, 营收来源主要分为旅客运输收入和路网服务收入。旅客运输指为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款; 路网服务指其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时, 向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。担当列车一般是本线列车, 非担当列车一般为跨线列车。2019 年, 旅客运输收入比例占比 47.49%, 路网清算业务占比 51.66%; 旅客运输与路网清算业务收入占比总体相当, 但路网收入占比呈现上升态势。

图 7: 京沪高铁业务营收结构变化 (2016-2019)

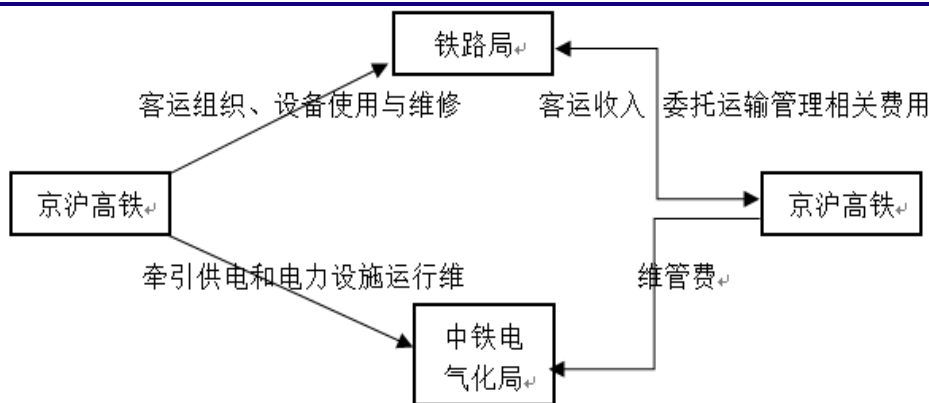


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

旅客运输业务采取委托运输管理模式。京沪高铁资产中固定资产占比 69.8%, 主要固定资产为线路、房屋建筑物、电气化供电设备等, 线路净值占固定资产净值比重为 81.32%。京沪高铁将高速铁路的运输资产经营与运输生产经营相分离。京沪高铁负责京沪高铁线路和设备资产使用情况的监管与产品设计, 其他旅客运输相关事项委托给第三方机构。京沪高铁公司将运输组织管理、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京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团、上海局集团管理, 铁路局使用相关线路设备并维修, 京沪高铁对其管理工作进行监督并向其支付委托运输管理相关费用。京沪高铁公司

将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理,铁路局对中铁电气化局集团的工作实施监督管理,并由京沪高铁公司向中铁电气化局集团支付维管费。

图 8: 京沪高铁委托管理模式示意图



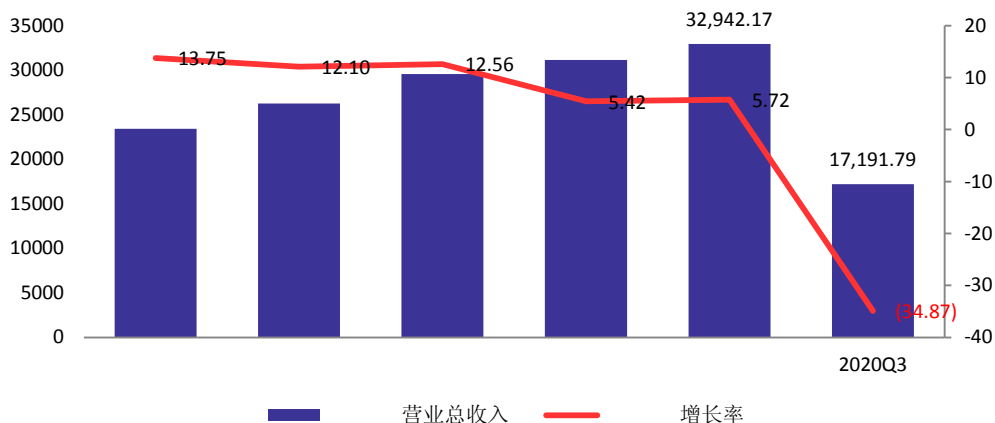
资料来源:《京沪高速铁路股份有限公司 IPO 招股说明书》, 中国银河证券研究院整理

路网收入由铁路总公司资金清算中心统一清算。各铁路公司通过 12306 网站统一售票,票款收入进入中国铁路总公司,由中国铁路总公司资金清算中心进行清算。中国铁路总公司资金清算中心将各铁路公司本线收入以及其他铁路公司使用本线产生的线路使用服务收入和接触网使用服务收入划入各铁路公司,同时将各铁路公司使用其他铁路公司的线路使用服务费和接触网使用费划出到其他铁路公司。

(四) 业绩表现: 2019 年营收接近 330 亿元, 新冠疫情下 2020 年前三季度营收同比降 35%

2019 年营收近 330 亿元, 净利润近 120 亿元。2019 年京沪高铁营业收入 329.24 亿, 同比增长 5.72%; 2019 年净利 119.37 亿元, 同比增长 16.48%。京沪高铁营收从 2013 年 182 亿元增长到 2019 年 329 亿元, 复合增长率 10.37%; 净利从 2013 年-12.9 亿元到 2015 年开始盈利 65.81 亿元, 于 2019 年实现 119.37 亿元的利润。

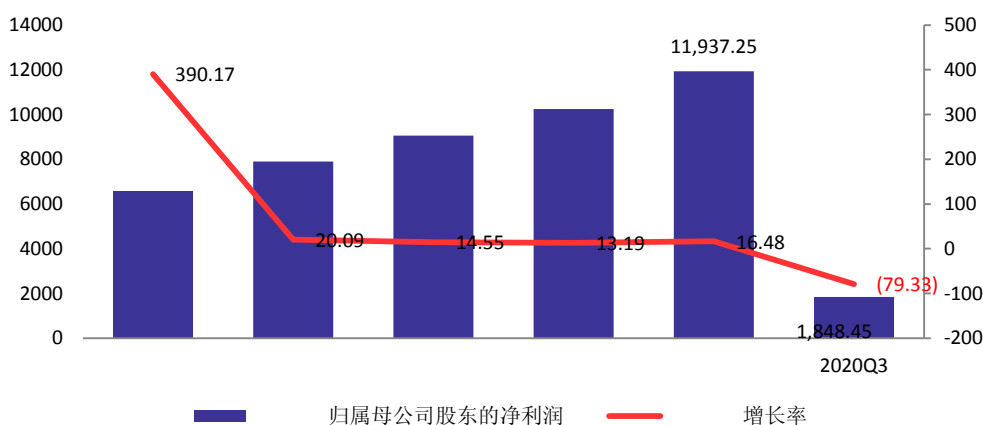
图 9: 京沪高铁营收及增速 (2015-2020Q3) 单位: 百万元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受新冠疫情影响，2020Q1-3 营收同比降 35%，净利润同比降 80%。受 2020 年新冠疫情影响，2020 年上半年，京沪高铁本线列车运送旅客 959.0 万人次，同比下降 61.7%；跨线列车运营里程完成 3235.7 万列公里，同比下降 21.3%；京福安徽公司管辖线路列车运营里程完成 854.7 万列公里，同比增长 54.2%。2020 年上半年公司营收 100.5 亿元，同比-40.1%；营业总成本 95.0 亿元，同比-3.5%；净利润 5.4 亿元，同比-92.3%。2020Q1-3 营收为 171.92 亿元，同比-34.87%，净利润 18.24 亿元，同比-79.33%。

图 10: 京沪高铁净利润及增速 (2015-2020Q3) 单位: 百万元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、高铁票价市场化改革增强利润弹性，路网协同与流量变现是未来发展空间

(一) 价格改革：高铁客运价格市场化改革深化，为京沪高铁利润提升提供弹性

2017 年，《中国铁路总公司关于调整高铁客运清算有关事项的通知》(铁总财〔2017〕162 号)发布，将路网清算按照列车实际情况给出新的价格计算标准，分别将部分线路使用服务费用与车站旅客服务费用进行提高。京沪高铁作为高铁运输的繁忙路段，2017 年新标准实行利好京沪高铁。

表 2: 路网服务价格计算方式

	2019 年 1-9 月	2018 年	2017 年 7-12 月	2017 年 1-6 月	2016 年
线路使用服务	北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档，单组动车组为 101.7 元/列车公里，重联动车组为 152.7 元/列车公里；徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档，单组动车组为 105.5 元/列车公里，重联动车组为 158.4 元/列车公里；其余线路段为特一类繁忙线路，单组动车组为 94.2 元/列车公里，重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40%计算			单组动车组为 94.2 元/列车公里，重联动车组为 141.4 元/列车公里，夜间车按现行标准 40%计算	

接触网使用服务	700 元/万总重吨公里（含电费），夜间车按现行标准（不含电费）40%计算	
车站旅客服务	北京南站和南京南站为繁忙车站第一档，高速动车组的清算标准为 8 元/人；上海虹桥站为繁忙车站第二档，高速动车组的清算标准为 9 元/人；其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）	5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）
售票服务	旅客票价收入的 1%	
车站上水服务	始发及上水站停车的旅客列车 20.00 元/列次，单组动车组（仅指始发）为 24.00 元/列次，重联动车组（仅指始发）为 48.00 元/列次	

资料来源：《京沪高速铁路股份有限公司 IPO 招股说明书》，中国银河证券研究院整理

票价浮动将会利好京沪高铁。从 2015 年起，铁路开始基于大数据的分析，试点浮动票价机制；2018 年，铁路部门三次公布了动车组票价浮动政策：1、高端席别票价上涨，主要是针对部分 200-250 公里动车一等座，部分一等座票价上涨幅度在 33%-35%。2、城际、早期开通动车组列车（6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组）票价实行动态折扣票价，分季节、分时段、分席位、分区段在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折。总体来看，动车组列车正在逐步完善差别化、动态化的价格机制，市场化程度不断加深。京沪高铁客运需求大，实施京沪高铁票价浮动机制，为京沪高铁营业收入和净利润提升提供了弹性。

表 3：动车组列车票价率和计算方式

	席位	票价率(元/km)	比例 (以二等座为基准)
普通动车组（D 字头）	一等座	0.496	1.6
	二等座	0.31	1
高铁动车组（G 字头）	一等座	0.736	1.6
	二等座	0.46	1
备注	1. 特等座和商务座的票价分别按照二等座票价的 1.8 倍和 3 倍计算		
	2. 部分线路的票价里程不可直接相加，需要分段计算		

资料来源：国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

2020 年 10 月 24 日，京沪高铁公司发布关于优化调整京沪高铁票价的公告。京沪高铁实行浮动票价机制，二等座最大上下浮比例分别为到+8.14%、-9.95%，商务座上浮比例为+14.30%，为增厚利润提供了空间。此次公告明确自 2020 年 12 月 23 日起京沪高铁实行浮动票价机制。具体而言，将北京南站-上海虹桥站全程列车二等座最高执行票价调整为 598 元，最低执行票价调整为 498 元。相比当前价格 553 元，分别上浮 8.14%和下浮 9.95%。全程列车商务座最高执行票价调整为 1998 元，最低执行票价为 1748 元。相比当前价格 1748 元，最大上浮 14.30%。我们认为，此次京沪高铁票价优化调整方案是我国高铁市场化定价的进一步试点探索，有助于改善京沪高铁营收弹性，为公司增厚利润提供了空间。

商务座与二等座的比价由原来的 3 倍提升至 3.5 倍，体现了京沪高铁差异化服务的市场策略。此次方案明确将商务座、特等座和一等座与二等座的比价关系分别按照 3.5 倍、1.8 倍和 1.6 倍执行。根据铁路 12306 网站目前公布的北京南站至上海虹桥站的商务座、一等座与二等座的比较关系 3.16 倍和 1.68 倍。可见，此次优化方案提高了商务座的比价倍数，适当

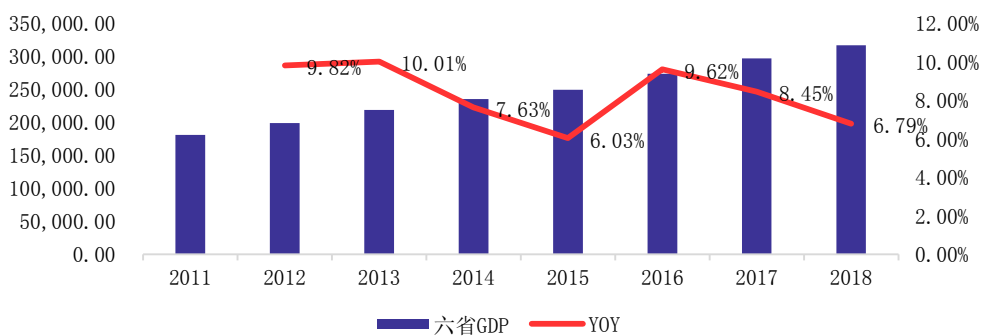
调低了一等座的比价倍数。我们认为，基于中国高铁具有公共服务的属性，此次高铁客运价格优化核心思路是：在市场化定价的基础上，针对主要面向普通公众的二等座、一等座价格上浮比例适当控制，同时给予一定下浮空间，确保一二等座车厢客座率稳定；针对高端需求的商务座价格给予一定程度的上调幅度，有助于支撑公司改善业绩。

（二）出行需求：沿线经济发达支撑高铁客运需求，出境回流与疫苗催化

京沪沿线稳定的经济发展保障客运需求。京沪高铁旅客发送人数一直持续稳定增长，在2017年以前增长率均高于10%，2018年增长率降到7.34%。京沪高铁强劲的旅客运输需求来源于京沪高铁沿线七省市（北京、天津、河北、山东、安徽、江苏和上海）活跃的经济活动。七省市总GDP增速稳定在6%以上，2018年七省市总GDP达到31.7万亿，同比增长6.79%，占2018年全国GDP的35.2%。七省市有五省市人均GDP高于全国。

沿线省市经济发展进步一拉动客座率稳定提升。京沪高铁全线客座率低于本线客座率，这是由于京沪高铁沿线经济占比高，人口较多，京沪来往商业频繁，使得本线客座率高于全线。2018年本线客座率81.64%，全线客座率为78.34%，维持在较高水平，较2017年本线80.18%客座率与全线75.8%客座率略有提升。

图 11: 沿线六省 GDP 及增速 (2011-2018)



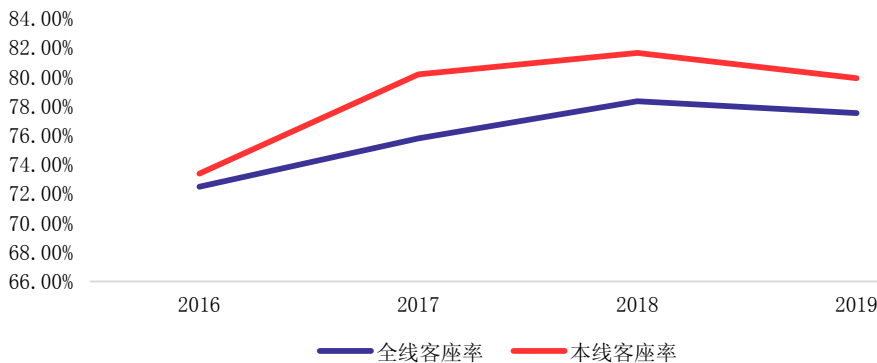
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 沿线六省人均 GDP

万元	人均 GDP	北京: 人均 GDP	天津: 人均 GDP	河北: 人均 GDP	上海: 人均 GDP	江苏: 人均 GDP	安徽: 人均 GDP	山东: 人均 GDP
2011	3.63	8.17	8.52	3.40	8.26	6.23	2.57	4.73
2012	3.99	8.75	9.32	3.66	8.54	6.83	2.88	5.18
2013	4.37	9.46	10.01	3.89	9.10	7.54	3.20	5.69
2014	4.70	10.00	10.52	4.00	9.74	8.19	3.44	6.09
2015	5.00	10.65	10.80	4.03	10.38	8.80	3.60	6.42
2016	5.37	11.82	11.51	4.31	11.66	9.69	3.96	6.87
2017	5.92	12.90	11.89	4.54	12.66	10.72	4.34	7.28
2018	6.46	14.02	12.07	4.78	13.50	11.52	4.77	7.63

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 京沪高铁客座率 (2016-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

我们认为,目前我国国际航班同比下降 90%以上,未来受海外疫情的不确定性影响出境旅行需求将回流国内,高铁出行已经是中国公众出行的重要选择之一,叠加疫苗逐步推出和高铁路网日益完善等效应,具有流量优势的京沪高铁 2021 年客流量有望加速提升。

(三) 运力供给: 京沪本线线路运力相对紧张, 但具有优化空间

京沪高铁全线通过能力紧张, 存在优化空间。京沪高速铁路采用世界一流的高铁技术建设, 全线采用动车组列车运行, 设计目标时速为 350 公里/小时, 设计区间最小列车追踪间隔为 3 分钟。京沪高速铁路综合维修天窗开设时间大致为 0: 30~4: 30, 矩形综合维修天窗会在运行图中形成能力空费“三角区”。因此不同路线区段内, 存在一定的可运行时间, 运用可运行时间与行车间隔可以求出各区段平行运行图通过能力。其中, 北京-上海全区段运行时间为 7: 00-19: 00, 运行间隔为 5min 可计算通过能力为 144 对/天。以 2017 年“7.1 运行图”为例, 京沪高铁在徐州东-蚌埠南区段在区段内尚未达到饱和水平, 但在全区段内由于徐州东-蚌埠南区瓶颈而无法加车运行。

表 5: 京沪高铁运力情况

	北京南— 天津南	天津南—济 南西	济南西—徐 州东	徐州东— 蚌埠南	蚌埠南—南 京南	南京南—上 海虹桥
平图能力 (对/天)	205	200	200	204	204	199
开行对数 (对/天)	112.5	125	125	144	124	108
占区段平图能 力百分比 (%)	57.78%	62.41%	62.49%	70.42%	60.83%	54.16%
占全线平图能 力百分比 (%)	78.13%	86.81%	86.81%	100%	86.11%	57.00%

资料来源: 西南交通大学, 中国银河证券研究院整理

全线开行列车基本为 300km/h 列车, 有利于列车运行安排。京沪高铁列车升级, 高时速列车占比提升。京沪高铁开通以来, 日均开行数量不下降, 由 210 辆上升到 500 多辆; 高速度列车开行占比不断上升, 300km/h 列车从 2011 年占比 63.81% 上升到 2017 年 98%。2017 年 9 月,

“复兴号”中国标准动车组首次在京沪高铁实现 350 公里时速运营。2017 年“7.1 图”仅开行 10 列 250km/h 动车组，并且全为跨线列车组。低时速列车开行影响了列车运行安排效率，会对京沪高铁线路通过能力有一定影响。

跨线列车占比升高影响京沪高速列车开行数量。从目前的运输情况来看，京沪高铁运行列车多为跨线列车，本线列车占比逐年降低，2018 年，本线列车开行列次占全线开行列次 19.35%。通常而言，跨线列车的平均停站时间为 4.1min，高于本线列车 2.7min 的平均停站时间。京沪高铁跨线列车的接口站为北京南、济南西、徐州东、蚌埠南、南京南、上海虹桥等车站。其中徐州东—蚌埠南方向为京沪高铁列车运行紧张区段。并且 2017 年“7.1 图”仅开行 10 列 250km/h 动车组，全为跨线列车组。

表 6：京沪高铁开行列出次数及发送旅客情况

	2019 年 1-9 月		2018		2017		2016	
	全线	本线	全线	本线	全线	本线	全线	本线
列车列次 (列)	139,031	26,904	172,518	39,270	165,366	39,634	144,154	40,031
日列车列次	509	98	472	107	453	108	395	110
列车列次占比	1	19.35%	1	22.76%	1	24.00%	1	27.77%
发送人 (万人次)	16,039.28	4,041.59	19,197.06	5,397.94	17,715.35	5,299.57	15,050.97	5,097.71
周转量 (亿人公里)	730.22	258.59	885.86	344.57	828.49	342.36	723.41	318.25
客座率	77.52%	79.91%	78.34%	81.64%	75.80%	80.18%	72.50%	73.38%

资料来源：《京沪高速铁路股份有限公司 IPO 招股说明书》，中国银河证券研究院整理

“复兴号”参与运行，提高客运载客能力。目前，京沪高铁本线主要运营“复兴号”电力动车组 (CR400 系列) 与和谐号 CRH380B 型电力动车组。17 辆编组“复兴号”载客定员 1283 人，运力较 16 辆编组提升了 7.5%。随着更多长编组列车投入运营，京沪高铁本线运力仍有一定的上升空间。另外，可以通过降低跨线列车比重以及停止低时速列车 250km/h 的跨线列车运行来提高列车通过能力。

表 7：动车组载客对比

编组数	标准型 (8 编)	加长型 1 (16 编)	加长型 2 (17 编)
载客人数	556 人	1193 人	1005 人/1015 人
型号	CR400AF	CR400AF-A	CRH380BL
	CR400BF	CR400BF-A	CRH380CL
			CR400BF-B

资料来源：高铁管家，中国银河证券研究院整理

运营负荷较高，营收增速放缓。按照发改委高铁定价基准，高铁一等座票价为普通二等座的 1.6 倍，高铁一等座与二等座座位数比例为 1:7。北京南站到上海虹桥站单位里程票价 0.42 元/公里，同时每天 100%客座率可运输旅客约为 25204.79 万人，日收入峰值为 1.14 亿。按照 80%客座率测算每天收入约为 0.9 亿元，年营业收入约为 332 亿元；按照 90%客座率测算每天收入约为 1.02 亿元，年营业收入约为 374 亿元；按照 100%客座率测算每天收入约为 1.13 亿元，年营业收入约为 415 亿元。若全线通车均换为“复兴号”加长编组列车，运力可达到 28149 万人公里，80%客座率收入为 464 亿元。

表 8: 京沪高铁运行列车编组及运力

	16 编组高铁 (辆)	核载人数 (人)	8 编组高铁 (辆)	核载人数 (人)	里程数	运力 (万人公里)
北京南-济南西	84	100212	6	3336	419	4338.66
济南西-北京南	85	101405	6	3336	419	4388.65
济南西-南京南	65	77545	4	2224	599	4778.16
南京南-济南西	67	79931	4	2224	599	4921.08
南京南-上海虹桥	90	107370	9	5004	300	3371.22
上海虹桥-南京南	91	108563	9	5004	300	3407.01
合计	476	575026	38	21128		25204.79

资料来源: 高铁管家, 中国银河证券研究院整理

(四) 路网协同: 募集资金收购京福高铁安徽公司, 成就京沪高铁成长空间

快速便捷高铁网络日益完善。2016 年 7 月, 国家发展改革委、交通运输部和原铁路总公司发布《中长期铁路网规划》(发改基础[2016]1536 号), 明确提出到 2025 年, 铁路网规模达到 17.5 万公里左右, 其中高速铁路 3.8 万公里左右, 网络覆盖进一步扩大, 路网结构更加优化, 骨干作用更加显著, 更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用。到 2030 年, 基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上, 推进“八纵八横”主通道建设; 全国铁路网基本覆盖城区常住人口 20 万以上城市, 高速铁路网覆盖 80%以上的大城市; 动车组列车承担旅客运量比重达到 65%。实现北京至大部分省会城市之间 2~8 小时通达, 相邻大中城市 1~4 小时快速联系, 主要城市群内 0.5~2 小时便捷通勤。

图 13: 中国中长期高速铁路规划图



资料来源: 中国国家铁路集团总公司, 中国银河证券研究院整理

公司 IPO 募集的资金收购京福安徽公司 65%股权，构建协同路网。根据京沪高铁与上海局集团、铁路发展基金签订的《关于京福铁路客运专线安徽有限责任公司之股权收购协议》，京沪高铁以首次公开发行人民币普通股股票并在上海证券交易所主板上市的募集资金及部分自筹资金收购上海局集团和铁路发展基金持有的京福安徽公司 65.0759%股权。2020 年 1 月 10 日本公司完成了公开发行人民币普通股 628,563.00 万股，每股面值为人民币 1 元，发行价格为每股人民币 4.88 元。2020 年 1 月 21 日，上海局集团全部和铁路发展基金部分所持京福安徽公司合计 65.0759%股权已经变更登记至京沪高铁名下，京沪高铁依法向京福安徽公司派出董事、监事和经理人员。

图 14：京沪高铁与京福安徽公司铁路线路



资料来源：《京沪高速铁路股份有限公司 IPO 招股说明书》，中国银河证券研究院整理

京福安徽线支撑公司未来成长空间。京福安徽线路与京沪高铁技术标准统一，与京沪通道、沿江通道、沪昆通道、陆桥通道、京港澳通道等高速铁路主干线相连，处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，连接上海、南京、杭州、合肥等长三角主要城市，有明显网络优势和良好业绩增长潜力，依托京沪高速铁路和京福安徽公司管段线路的路网协同效应，能有效缓解京沪高铁徐蚌段运输能力饱和现状，提升京沪高铁全程利用率，提升区域路网客流密度，使京沪高铁公司成为国内资产规模最大、运营里程最长的路网运营高铁公司。

(五) 流量变现：多元化发展是趋势，关注 2 亿客流量变现空间

高铁业务多元化发展是未来趋势。根据中国国家铁路集团有限公司官网显示，目前国铁的主要经营业务包括旅客运输、货物运输、铁路建设、多元化经营。其中多元化经营板块包括酒店经营、旅游经营、工业制造、土地开发、餐饮服务、铁路混改、共享汽车等栏目。可见，从京沪高铁的实际控制人国铁集团经营业务来看，多元化经营是铁路未来发展的方向。

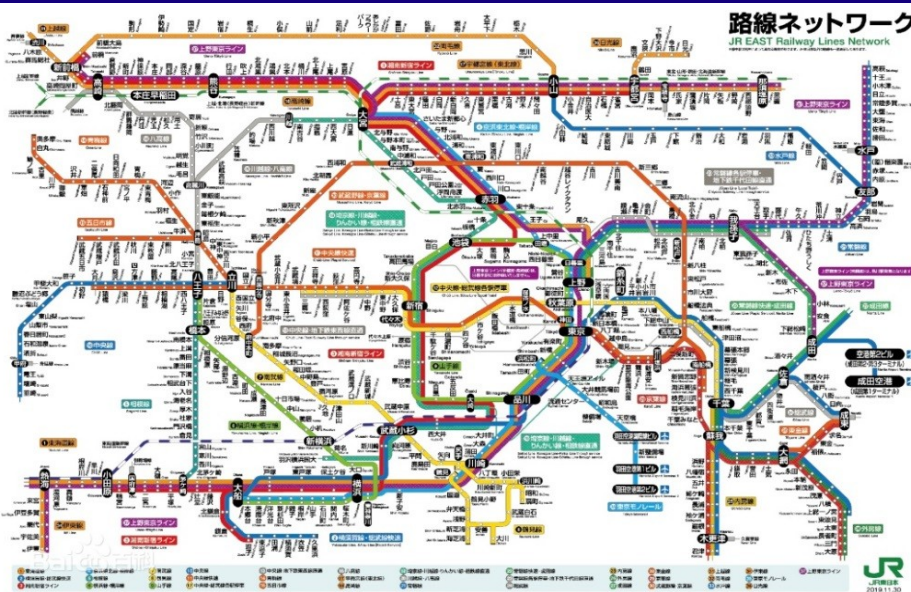
图 15: 国铁集团“高铁+共享汽车”系统



资料来源：国铁集团官网，中国银河证券研究院整理

从国外来看，主要可比的高铁上市公司来自日本，包括东日本铁路公司（东京证券交易所的股票代码为 9020）和东海客运铁路公司（东京证券交易所的股票代码为 9022）。

图 16: 东日本铁路公司经营铁路运输网络示意图



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

东日本铁路公司简称 JR 东日本 (JR East)，是以日本关东地方、东北地方为主要营运范围的铁路公司，JR 东日本共营运 69 条线路，铁路总里程 7,457.3 公里。其中高速铁路（日本称之为新干线）主要包括东北新干线、秋田新干线、上越新干线、北陆新干线（长野新干线）的运营。JR 东日本除了运输服务业务外，还从事与酒店，广告代理，旅游，批发，卡车运输等相关的业务。

图 17：日本新干线路线示意图



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

东海客运铁路公司运作最繁忙的铁路线是东海道新干线，是日本新干线高速铁路的组成部分。该线路于 1964 年 10 月 1 日投入使用，是日本第一条新干线，同时也是全球第一个成功运营的高速铁路系统，全长 515.4 千米，连接东京、名古屋和大阪。东海道新干线的重要意义在于连通了日本三大都市圈，即东京都市圈、名古屋都市圈和大阪都市圈，促进了日本太平洋沿岸城市群（东海道城市群）的发展。东海道新干线对于日本的作用类似于京沪高铁对于中国的作用。东海客运公司公司经营四个业务板块，交通业务板块从事东海道新干线铁路，东海地区常规铁路的运营以及提供公共汽车服务。分销板块从事百货公司业务的经营，以及在车厢和车站的商品销售业务。房地产板块从事房地产的租赁和细分，如车站建筑。其他板块从事酒店，旅游和广告业务的运营，铁路车辆的制造，以及为各种设备提供维护，检查和维修服务。

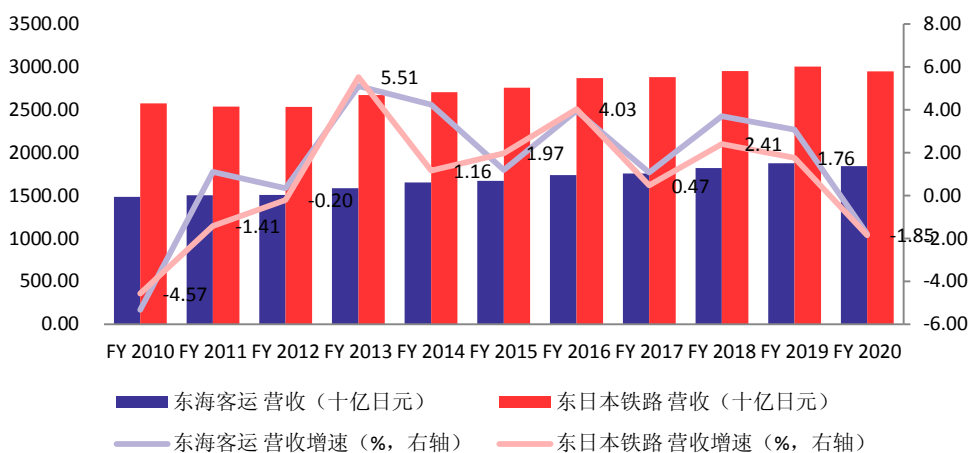
我们认为，京沪高铁 2019 年发送旅客 2.15 亿人次，是一个可观流量，未来通过服务改革和精细化经营管理，如果每人新增消费 50-100 元，那么将有 100-200 亿元左右新增营收空间。

三、中日高速铁路相关上市公司对比分析

(一) 成长能力：承担东海道新干线的日本东海客运近 10 年净利润复合增长率为 16%

近 10 年日本高铁相关上市公司营收增长平稳。2010 财年，东海客运和东日本铁路营收分别为 14866 亿日元和 25737 亿日元；2020 财年营收分别为 18447 亿日元和 29466 亿日元。10 年复合增长率分别为 2.18% 和 1.36%。可见，日本的高铁网络运行基本处于一个稳定状态。

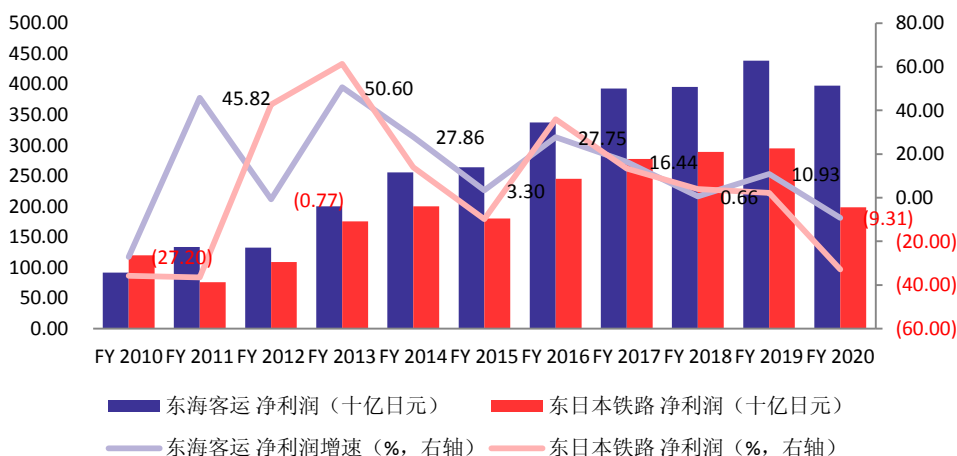
图 18：日本高速铁路相关上市公司营收变化及增速



资料来源：彭博，中国银河证券研究院整理

东海客运和东日本铁路净利润增速呈现差异化。2010 财年，东海客运和东日本铁路净利润分别为 917.6 亿日元和 1202.1 亿日元；2020 财年净利润分别为 3978.8 亿日元和 1984.3 亿日元。10 年复合增长率分别为 15.8% 和 5.1%。可见负责东海道新干线的东海客运净利润增速仍表现较好成长性。

图 19：日本高速铁路相关上市公司净利润变化及增速

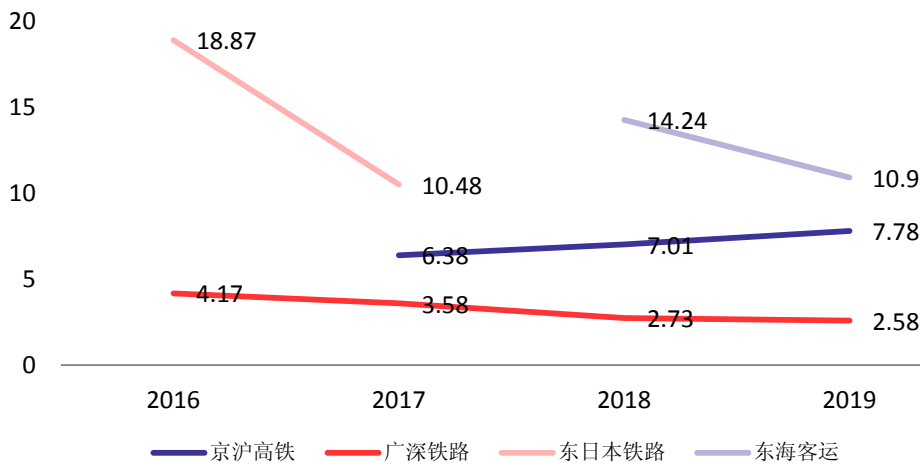


资料来源：彭博，中国银河证券研究院整理

(二) 盈利能力: 京沪高铁毛利率领先, ROE 具有提升空间*

相比日本东海客运, 京沪高铁 ROE 具有较大提升空间。2019 年京沪高铁 ROE 为 7.78%, 高于广深铁路 2.58%, 但相比日本东海客运的 10.9%, 仍有 40%的提升空间。

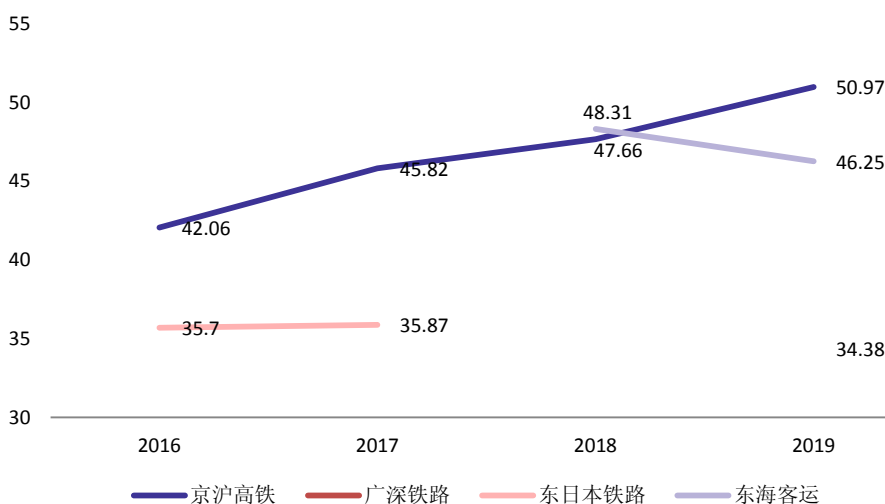
图 20: 中日高铁相关上市公司 ROE 对比 (2016-2019)



资料来源: Wind, 彭博, 中国银河证券研究院整理

京沪高铁毛利率和营业利润率水平相对较高。2019 年京沪高铁毛利率为 50.97%, 高于东海客运和东日本铁路公司的 46.25%和 34.38%。2019 年京沪高铁营业利润率为 50.09%, 高于东海客运、东日本铁路公司、广深铁路的 35.57%、12.92%和 5.38%。

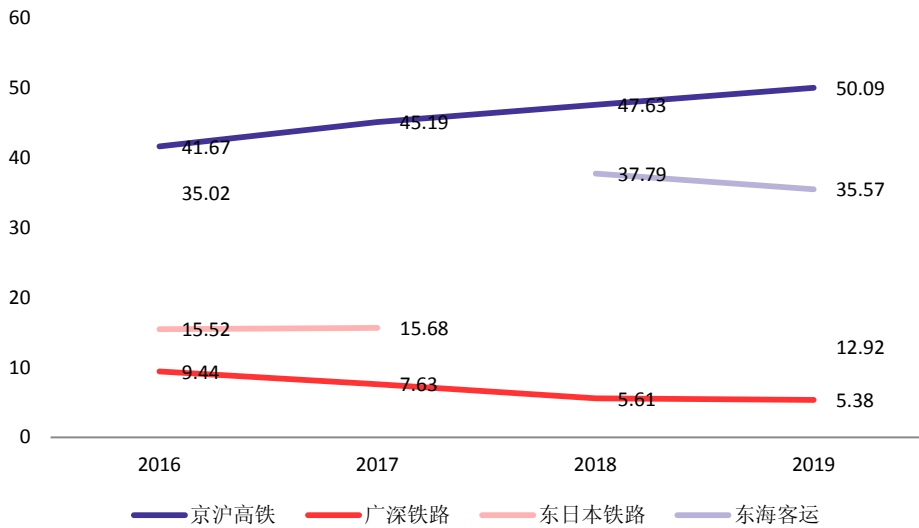
图 21: 中日高铁相关上市公司毛利率对比 (2016-2019)



资料来源: Wind, 彭博, 中国银河证券研究院整理

* 中日高铁相关上市公司财务比率对比中, 日本公司时间采用的是财年, 时间口径略有差异, 特此说明。

图 22: 中日高铁相关上市公司营业利润率对比 (2016-2019)

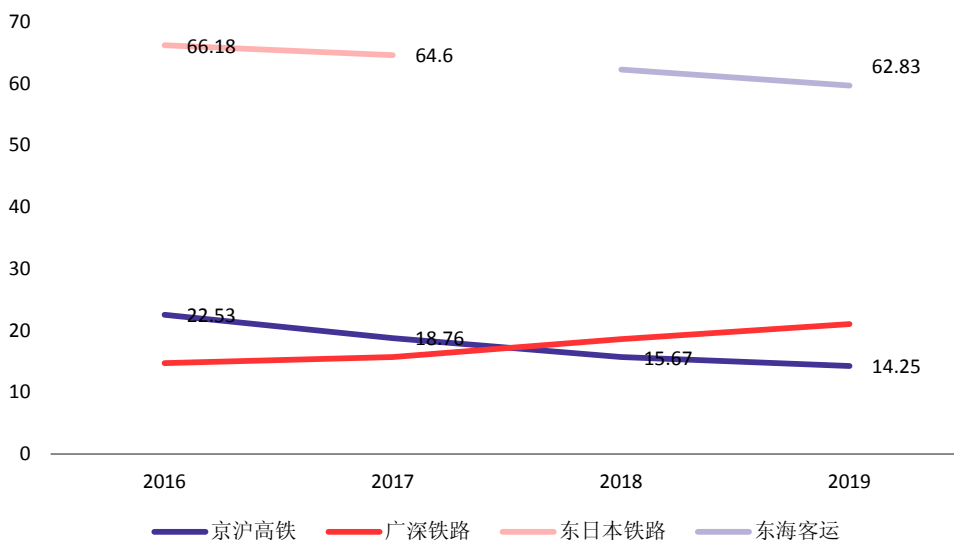


资料来源: Wind, 彭博, 中国银河证券研究院整理

(三) 营运能力: 东海客运和东日本铁路资产负债率均超 60%, 京沪高铁为 15%

京沪高铁资产负债率历年下降, 2019 年低于 15%。根据京沪高铁 2016 年到 2019 年的资产负债率分别为 22.53%、18.76%、15.67%和 14.25%。2019 年东海客运、东日本铁路公司的资产负债率分别为 59.68%和 62.83%。

图 23: 中日高铁相关上市公司营资产负债率率对比 (2016-2019)

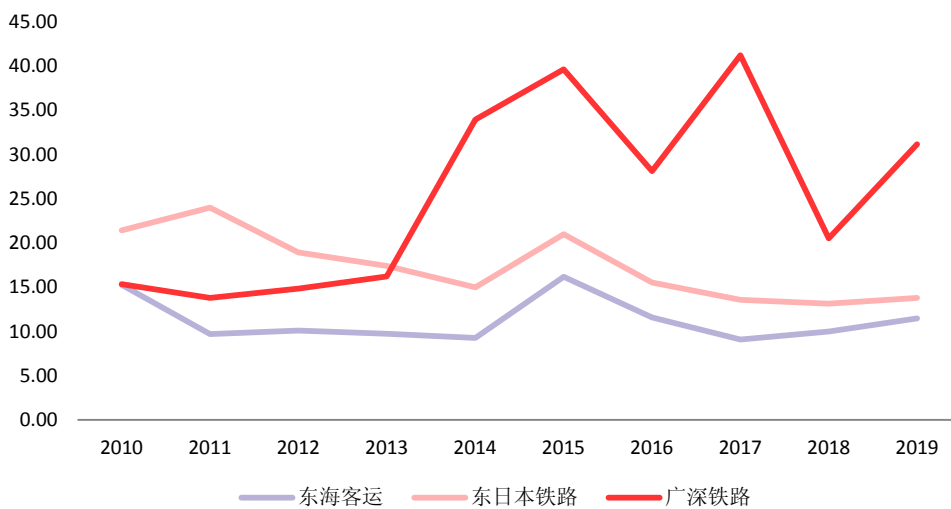


资料来源: Wind, 彭博, 中国银河证券研究院整理

（四）估值水平：近 10 年东日本铁路最高市盈率为 24 倍，广深铁路最高市盈率超 40 倍

2010 至 2019 年期间，东海客运市盈率最高水平为 15.29 倍（2010 年），最低水平为 9.09（2018 年），近 10 年市盈率平均水平为 11.25 倍；东日本铁路市盈率最高水平为 24 倍（2011 年），最低水平为 13.16 倍（2018 年），近 10 年市盈率平均水平为 17.39 倍；广深铁路市盈率最高水平为 41.22 倍（2017 年），最低水平为 13.80 倍（2011 年），近 10 年市盈率平均水平为 25.49 倍。

图 24：中日高铁相关上市公司市盈率对比



资料来源：Wind，彭博，中国银河证券研究院整理

四、盈利预测及估值分析

（一）营业收入预测

2020 年营业收入：受新冠疫情影响，公司 2020 年营收呈现下降态势。根据公司披露数据显示 2020 年 Q1-3 营业收入为 171.92 亿元，其中，2020 年 Q1/Q2/Q3 的营收分别为 51.45、49.01、71.46 亿元，同比下降 35.75%、44.12%、13.10%。基于根据 2020 年月度铁路客运量同比变化情况，我们假设 2020 年 Q4 营收同比下降 7%，为 73.84 亿元。**预测 2020 年营收为 245.76 亿元，同比下降 25.4%。**

2021 -2022 年营业收入：主要通过业务拆分来进行预测。根据 2016 至 2019 年分业务收入结构来看，路网收入占比由 2016 年的 45.38% 提升至 2019 年 51.66%，路网营收近 3 年平均增速为 12.65%；旅客运输服务收入占比由 2016 年的 54.04% 下降至 47.49%，旅客运输服务营收近 3 年平均增速为 3.41%。目前公司已经完成对京福高铁安徽分公司收购并表，预计未来路网收入占比仍将提升，体现出一定成长性。假设 2021 年路网收入和旅客运输服务收入相比 2019 年复合增长率为 12.65% 和 3.41%；2022 年路网收入和旅客运输服务收入同比增长 9.65% 和 2.41%。**基于以上假设，预测公司 2021 年、2022 年营收为 387.51 亿元和 413.37 亿元，同比增长 57.67% 和 6.67%。**

表 9：京沪高铁营业收入拆分预测表（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	26257.62	29555.41	31158.42	32942.17	24576.22	38749.63	41334.23
增速 (%)	12.10%	12.56%	5.42%	5.72%	-25.40%	57.68%	6.67%
提供路网服务收入	11915	13812	15102	17018.46	-	21596.58	23680.72
增速 (%)		15.92%	9.34%	12.69%	-	12.65%*	9.65%
旅客运输收入	14189	15567	15791	15645.22	-	16730.15	17133.20
增速 (%)		9.71%	1.44%	-0.92%	-	3.41%*	2.41%
其他业务	153.62	176.41	265.42	278.48	-	424.08	523.34
增速 (%)		14.84%	50.46%	4.92%	-	23.40%*	23.40%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（*为基于 2019 年的复合增长率）

因此，我们预计京沪高铁 2020 年至 2022 年营收分别为 **245.76 亿元、387.51 亿元、413.37 亿元**，增长率为 **-25.40%、57.68%、6.67%**。

（二）营业成本预测

2020 年毛利率：受新冠疫情影响，2020 年毛利率显著下降，采用 2019 至 2020 年前三季度的平均值：**30.74%**。

2021 年-2022 年毛利率：考虑 2020 年后收购京福高铁安徽分公司后，受其盈利能力较低因素影响，毛利率相比 2019 年的 51.12%有所下降，分别为 **48.33%和 48.78%**。

（三）估值与投资建议

基于以上假设，京沪高铁盈利预测及估值数据如下：

表 10：盈利预测与估值数据

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	29555.41	31158.42	32942.17	24574.86	38749.63	41334.23
增长率 (%)	12.56%	5.42%	5.72%	-25.40%	57.68%	6.67%
归属母公司股东净利润	9053.42	10247.94	11937.07	4443.73	12131.64	13070.49
增长率 (%)	14.55%	13.19%	16.48%	-62.77%	173.01%	7.74%
每股收益 (EPS)	0.184	0.209	0.243	0.090	0.247	0.266
每股股利 (DPS)	0.000	0.131	0.277	0.054	0.148	0.160
每股经营现金流	0.303	0.280	0.341	0.254	0.366	0.447
销售毛利率	46.08%	47.69%	51.12%	30.74%	48.33%	48.78%
销售净利率	30.63%	32.89%	36.24%	18.08%	31.31%	31.62%
净资产收益率 (ROE)	6.27%	6.92%	7.52%	2.32%	6.19%	6.49%
投入资本回报率 (ROIC)	5.94%	6.77%	7.66%	3.18%	6.09%	6.56%
市盈率 (P/E)	31.41	27.74	23.82	63.98	23.44	21.75
市净率 (P/B)	1.97	1.92	1.79	1.49	1.45	1.41
股息率 (分红/股价)	0.000	0.023	0.048	0.009	0.026	0.028

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

同时，我们采用 DDM 模型进行了绝对估值研究，重要参数假设：过渡期年数为 10 年，过渡期增长率为 4%，永续增长率为 1.8%，无风险利率为 3.16%，市场组合报酬率为 5.37%， β 系数为 0.57。详细敏感分析见表 11。

表 11：绝对估值敏感性分析

Ke	永续增长率(g)										
	1.12%	1.23%	1.35%	1.49%	1.64%	1.80%	1.98%	2.18%	2.40%	2.64%	2.90%
2.74%	12.70	13.49	14.51	15.87	17.74	20.47	24.84	32.84	52.16	162.63	-111.22
3.02%	10.82	11.38	12.08	12.98	14.17	15.81	18.22	22.06	29.11	46.11	143.34
3.32%	9.30	9.69	10.18	10.80	11.58	12.63	14.07	16.19	19.56	25.74	40.66
3.65%	8.04	8.33	8.67	9.10	9.64	10.33	11.24	12.50	14.35	17.30	22.71
4.02%	6.99	7.20	7.45	7.75	8.12	8.59	9.19	9.99	11.09	12.70	15.27
4.42%	6.11	6.26	6.44	6.66	6.92	7.24	7.65	8.17	8.86	9.81	11.21
4.86%	5.36	5.47	5.60	5.76	5.94	6.17	6.45	6.80	7.25	7.84	8.67
5.35%	4.71	4.79	4.89	5.00	5.14	5.30	5.49	5.73	6.03	6.42	6.93
5.88%	4.16	4.22	4.29	4.37	4.47	4.58	4.72	4.89	5.09	5.35	5.68
6.47%	3.67	3.72	3.77	3.83	3.90	3.98	4.08	4.20	4.34	4.51	4.73
7.12%	3.25	3.29	3.33	3.37	3.42	3.48	3.55	3.63	3.73	3.85	4.00

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

当前我国出行市场正在随着经济恢复逐步复苏，叠加出境旅行回流，京沪高铁作为黄金线路，客流量需求恢复预期较好，此次票价优化方案推出将有助于改善公司业绩，2021 年京沪高铁有望迎来“量价齐升”的利好局面。我们预测京沪高铁 2020-2022 年公司归母净利润为 44.43 亿元、121.32 亿元、130.70 亿元，同比增长-62.77%、173.01%、7.74%。每股收益 (EPS) 为 0.09 元、0.25 元、0.27 元，对应 PE 为 63.98 倍、23.44 倍、21.75 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

高铁客运需求不及预期的风险；新冠疫情反复产生的风险，高铁客运价格市场化改革不及预期产生的风险，交通运输政策变化产生的风险，京沪第二高铁建成后客流分流产生的风险；航空、高速公路客流分流的风险。

六、附录

表 12: 盈利预测与估值数据 (单位: 百万元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产					营业收入	32942.17	24574.86	38749.63	41334.23
货币资金	7847.21	3591.24	12689.47	25427.70	营业成本	16103.16	17020.55	20021.94	21171.39
应收账款	1521.81	950.20	2947.63	1210.19	营业税金及附加	100.53	75.00	118.25	126.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.92	25.92	25.92	25.92	管理费用	269.18	200.81	316.63	337.75
非流动资产					财务费用	639.04	1353.53	2117.29	2271.63
长期投资	0.00	54418.00	54418.00	54418.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	130573.42	128959.88	127346.35	125732.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	42985.77	38667.94	34350.12	30032.29	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	778.62	778.62	778.62	778.62	营业利润	15916.40	5924.97	16175.52	17427.32
资产总计	183732.75	227391.81	232556.09	237625.53	其他非经营损益	-0.18	0.00	0.00	0.00
流动负债					利润总额	15916.22	5924.97	16175.52	17427.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	3979.15	1481.24	4043.88	4356.83
应付账款	2498.20	2671.77	2983.40	2824.63	净利润	11937.07	4443.73	12131.64	13070.49
非流动负债					少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	20207.75	31257.75	31257.75	31257.75	归属母公司净利润	11937.07	4443.73	12131.64	13070.49
其他	2252.60	2252.60	2252.60	2252.60	EBITDA	19740.33	13209.86	23724.18	24730.31
负债合计	24958.56	36182.13	36493.75	36334.99	EPS (元)	0.243	0.090	0.247	0.266
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东	158774.19	191209.69	196062.34	201290.54	毛利率	51.12%	30.74%	48.33%	48.78%
负债和股东权益	183732.75	227391.81	232556.09	237625.53	净利率	36.24%	18.08%	31.31%	31.62%
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	7.52%	2.32%	6.19%	6.49%
经营活动现金流	16722.86	12473.79	17994.50	21952.15	ROIC	7.66%	3.18%	6.09%	6.56%
净利润	11937.07	4443.73	12131.64	13070.49	资产负债率	13.58%	15.91%	15.69%	15.29%
折旧摊销	3,185.11	5,931.36	5,931.36	5,931.36	流动比率	2.10	0.98	3.16	5.56
财务费用	639.04	1353.53	2117.29	2271.63	速动比率	2.10	0.98	3.16	5.56
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.18	0.11	0.17	0.17
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	27.28	35.43	16.82	46.25
投资活动现金流	-150.10	-54418.00	0.00	0.00	每股收益	0.243	0.090	0.247	0.266
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.233	3.894	3.993	4.099
长期投资	0.00	54418.00	54418.00	54418.00	P/E	23.82	63.98	23.44	21.75
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.79	1.49	1.45	1.41
筹资活动现金流	-17148.51	37688.24	-8896.27	-9213.92	EV/EBITDA	13.20	23.64	12.78	11.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	20207.75	31257.75	31257.75	31257.75					
现金净增加额	-575.74	-4255.97	9098.22	12738.23					

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图目录

图 1: 中国铁路客运量变化及增速 (2008-2019)	3
图 2: 中国高铁客运量变化及增速 (2008-2019)	3
图 3: 中国高铁客运周转量变化及增速 (2008-2019)	4
图 4: 中国高铁出行占铁路出行比例变化 (2008-2019)	4
图 5: 京沪高铁线路与途径站点	5
图 6: 京沪高铁客流量变化 (2011-2019 年)	6
图 7: 京沪高铁业务营收结构变化 (2016-2019)	6
图 8: 京沪高铁委托管理模式示意图	7
图 9: 京沪高铁营收及增速 (2015-2020Q3) 单位: 百万元	7
图 10: 京沪高铁净利润及增速 (2015-2020Q3) 单位: 百万元	8
图 11: 沿线六省 GDP 及增速 (2011-2018)	10
图 12: 京沪高铁客座率 (2016-2019)	11
图 13: 中国中长期高速铁路规划图	13
图 14: 京沪高铁与京福安徽公司铁路线路	14
图 15: 国铁集团“高铁+共享汽车”系统	15
图 16: 东日本铁路公司经营铁路运输网络示意图	15
图 17: 日本新干线路线示意图	16
图 18: 日本高速铁路相关上市公司营收变化及增速	17
图 19: 日本高速铁路相关上市公司净利润变化及增速	17
图 20: 中日高铁相关上市公司 ROE 对比 (2016-2019)	18
图 21: 中日高铁相关上市公司毛利率对比 (2016-2019)	18
图 22: 中日高铁相关上市公司营业利润率对比 (2016-2019)	19
图 23: 中日高铁相关上市公司营资产负债率率对比 (2016-2019)	19
图 24: 中日高铁相关上市公司市盈率对比	20

表目录

表 1: 主要财务指标及预测	1
表 2: 路网服务价格计算方式	8
表 3: 动车组列车票价率和计算方式	9
表 4: 沿线六省人均 GDP	10
表 5: 京沪高铁运力情况	11
表 6: 京沪高铁开行列出次数及发送旅客情况	12
表 7: 动车组载客对比	12
表 8: 京沪高铁运行列车编组及运力	13
表 9: 京沪高铁营收收入拆分预测表 (单位: 百万元)	21
表 10: 盈利预测与估值数据	21
表 11: 绝对估值敏感性分析	22
表 12: 盈利预测与估值数据 (单位: 百万元)	23

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤霖 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn