

强烈推荐-A (维持)

京沪高铁 601816.SH

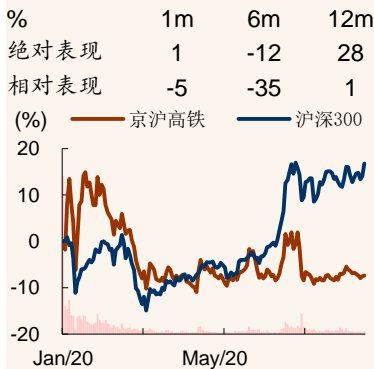
目标估值: 8.1 元  
 当前股价: 6.22 元  
 2020 年 08 月 30 日

铁路至暗时刻已过, 客流恢复下业绩向上弹性大

基础数据

上证综指	3404
总股本(万股)	4910648
已上市流通股(万股)	321186
总市值(亿元)	3054
流通市值(亿元)	200
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	4.1
资产负债率	33.0%
主要股东	中国铁路投资有限公
主要股东持股比例	43.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《京沪高铁(601816)一国铁黄金客运资产, 长期配置价值凸显》2020-06-17
- 2、《京沪高铁(601816)新股分析—京沪高铁坐拥百亿现金, 加速铁路资产证券化》2020-01-19

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
 S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn  
 S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569  
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn

**投资建议:** 2020H 业绩下滑 90.1%, 疫情冲击下客流出行意愿大幅下降, 同时铁路运营成本较为刚性是短期业绩不佳的重要原因。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 0.06/0.23/0.25 元/股, 同比变化-74%/273%/9%。从未来现金流贴现来看, 高铁客运的运营期限长达 50 年以上, 短期的疫情冲击对长期的投资价值影响较小。京沪本线作为国铁最优质的线路资源之一, 需求在疫情后仍然可维持稳定增长, 而运能释放及票价提升等措施使需求可反映在盈利中, 远期具备较强的成长性。全国铁路单日发送旅客量自 4 月底开始加快恢复, 铁路客运的至暗时刻已经过去。京沪线有望在此轮冲击后率先复苏, 高杠杆运营下, 公司业绩有望迎来较大程度的改善。我们给予京沪高铁现阶段合理估值应为 PE35x, 按 2021 完整经营年度 EPS 测算, 给予一年目标价 8.1 元, 仍然维持“强烈推荐-A”评级。

- **2020H 业绩大幅下滑, 疫情冲击较为明显。** 2020H 公司实现营业收入 100.5 亿元, 同比下滑 40.1%; 归母净利润为 5.3 亿元, 同比下滑 90.1%, 扣非归母净利润为 6.3 亿元, 同比下滑 90.0%。其中 Q2 营业收入为 49.0 亿元, 同比下滑 44.1%, 归母净利润为 2.1 亿元, 同比下滑 93.0%, 降幅均较 Q1 出现扩大。上半年受疫情冲击, 客流出行意愿大幅减弱, 且持续受到客座率上限 50% 的影响, 致使公司业务表现不甚理想。
- **运营指标大幅下滑, 本线较跨线降幅更大。** 2020H 公司本线发送旅客量为 953 万人, 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%; 仅有京福安徽公司因部分线路新开, 列车运营里程完成 854.7 万列公里, 录得 54.2% 的增长。本线业务因客座率的影响导致营业收入的下滑更大, 而跨线业务仅与列车运营里程相关, 对营业收入的拖累反而较小。
- **成本刚性拖累业绩, 京福安徽亏损超预期。** 公司 2020H 营业成本为 78.5 亿元, 降幅仅为 10.2%, 远小于收入降幅, 成本较为刚性成为疫情下拖累公司业绩的重要因素, 其中类固定成本诸如折旧摊销、托运输管理费占营业成本超过 40%。京福安徽公司 2020H 亏损 12.3 亿元, 较去年同期扩大 6.1 亿元, 超出预期, 主要因旗下线路正处培育期, 同时新增商合杭投入运营, 折旧摊销有所增加所致。

□ **风险提示: 疫情扩散超预期、高铁运输出现重大安全事故、国铁清算不及时**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	31158	32942	24002	39936	42237
同比增长	5%	6%	-27%	66%	6%
营业利润(百万元)	13663	15917	3811	15179	16959
同比增长	11%	16%	-76%	298%	12%
净利润(百万元)	10248	11937	3058	11402	12464
同比增长	10%	16%	-74%	273%	9%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.06	0.23	0.25
PE	24.3	22.3	99.9	26.8	24.5
PB	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5

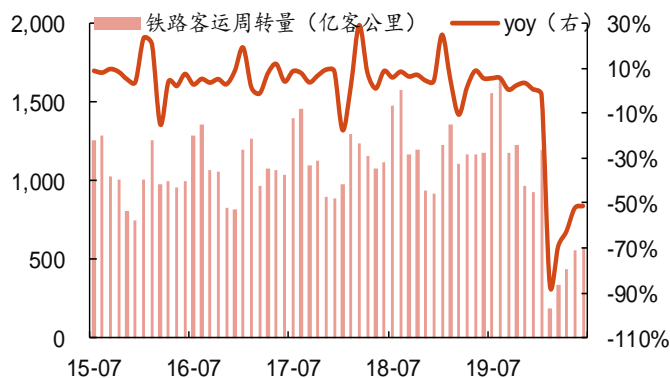
### 1. 2020H 业绩大幅下滑，疫情冲击较为明显

2020H 公司实现营业收入 100.5 亿元，同比下滑 40.1%；归母净利为 5.3 亿元，同比下滑 90.1%，扣非归母净利为 6.3 亿元，同比下滑 90.0%。其中 Q2 营业收入为 49.0 亿元，同比下滑 44.1%，归母净利为 2.1 亿元，同比下滑 93.0%，降幅均较 Q1 出现扩大。上半年受疫情冲击，客流出行意愿大幅减弱，且持续受到客座率上限 50% 的影响，致使公司业务表现不甚理想。

### 2. 运营指标大幅下滑，本线较跨线降幅更大

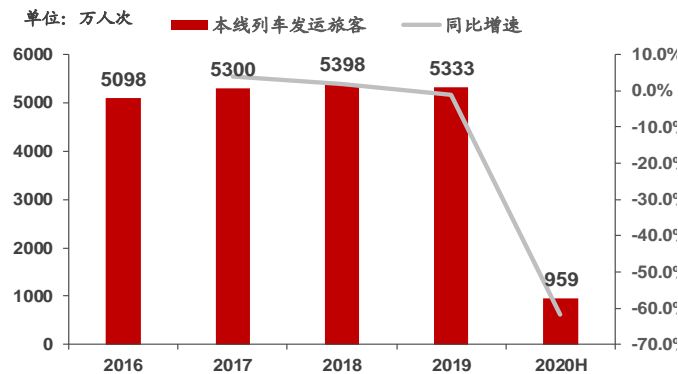
上半年全国铁路运输旅客出现断崖式下跌，具体到公司，从运营指标上来看，2020H 公司本线发送旅客量为 953 万人，同比下降 61.7%；跨线列车运营里程完成 3235.7 万列公里，同比下降 21.3%；仅有京福安徽公司因部分管辖线路新开，列车运营里程完成 854.7 万列公里，录得 54.2% 的增长。综合来看，本线业务因客座率的影响导致营业收入的下滑更大，而跨线业务仅与列车运营里程相关，对营业收入的拖累反而较小。

图 1：全国铁路客运周转量



资料来源：wind、招商证券

图 2：京沪本线发送旅客量



资料来源：wind、招商证券

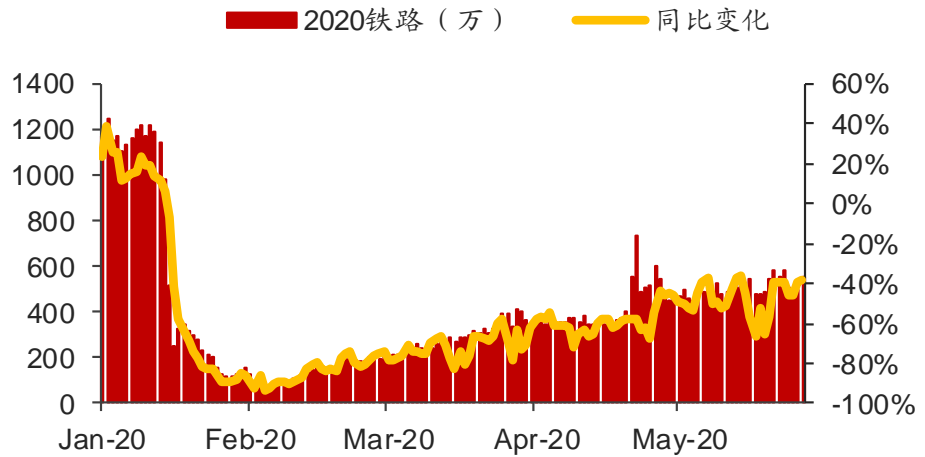
### 3. 成本刚性拖累业绩，京福安徽亏损超预期

相比于营业收入 40.1% 的降幅，公司 2020H 营业成本为 78.5 亿元，降幅仅为 10.2%，成本较为刚性成为疫情下拖累公司业绩的重要因素。按最新一期情况，类固定成本诸如折旧摊销、托运输管理费占营业成本超过 40%，虽然其他变动成本如动车使用费等在疫情期间出现明显下滑，但仍然难以明显抵减收入的大幅下滑。京福安徽公司 2020H 亏损 12.3 亿元，较去年同期扩大 6.1 亿元，超出预期，主要因旗下线路正处培育期，同时新增商合杭投入运营，折旧摊销有所增加所致。

### 4. 铁路客流恢复加快，京沪黄金通道有望率先复苏

今年以来，疫情的冲击导致客运出行需求大幅下滑，且隔离措施下客座率有 50% 的限制，而公司成本等相对刚性，因此业绩受到较大影响，目前经济活动已经逐渐重启，客座率限制已经解除。全国铁路单日发送旅客量自 4 月底开始加快恢复，高频数据显示 6 月的同比降幅已收窄至 40% 以内，铁路客运的至暗时刻已经过去。京沪线作为国铁当中最优质的黄金客运通道，有望在此轮冲击后率先复苏，高杠杆运营下，公司业绩有望迎来较大程度的改善。

图 3: 铁路单日发运旅客量



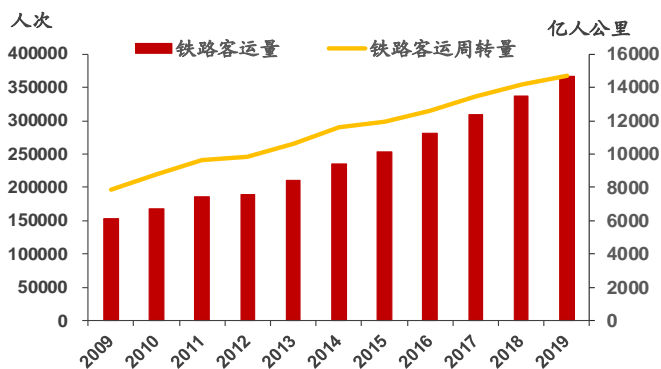
资料来源：交通部，招商证券

5. 疫情不改长期价值，看好未来成长性。

从未来现金流贴现的角度来看，高铁客运的运营期限长达 50 年以上（按每年折旧比率推算），因此短期的疫情冲击对长期的投资价值影响较小。从行业属性来看，铁路客运受宏观经济波动较小，2009-2018 年高铁客运量及高铁客运周转量保持高速增长，年化增长率在 70% 以上，近几年增长率也保持在 15%-30% 之间。从公司来看，京沪本线作为国铁最优质的线路资源之一，需求仍然可维持稳定增长，而运能释放及票价提升等措施使需求可反映在盈利中，远期具备较强的成长性。

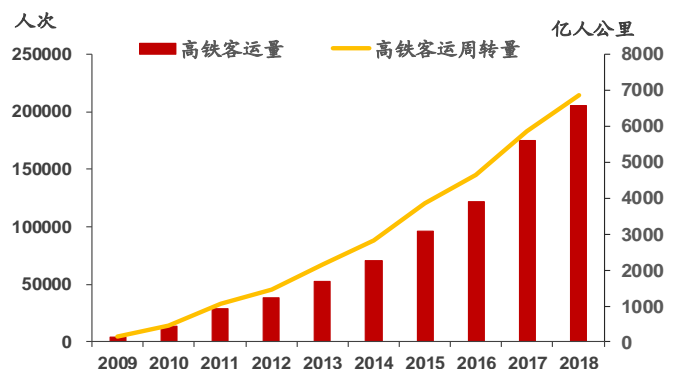
我们预计 2020-2022 年归母净利为 30.6、114.0、124.7 亿元，对应 EPS 为 0.06、0.23、0.25 元/股，同比变化-74%、273%、9%。我们给予京沪高铁现阶段合理估值应为 PE35x，按 2021 完整经营年度 EPS 测算，给予一年目标价 8.1 元，仍然维持“强烈推荐-A”评级。

图 4: 铁路客运量及客运周转量 (2009-2019)



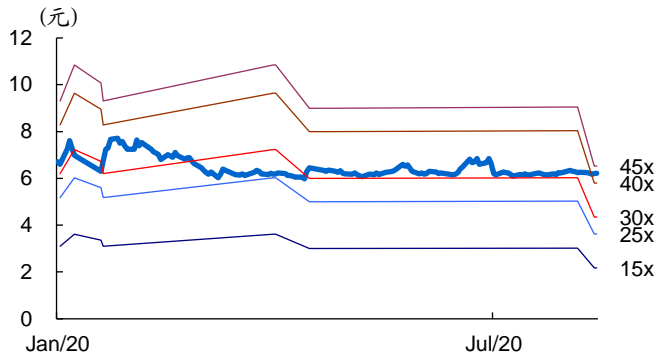
资料来源：wind，招商证券

图 5: 高铁客运量及客运周转量 (2009-2018)



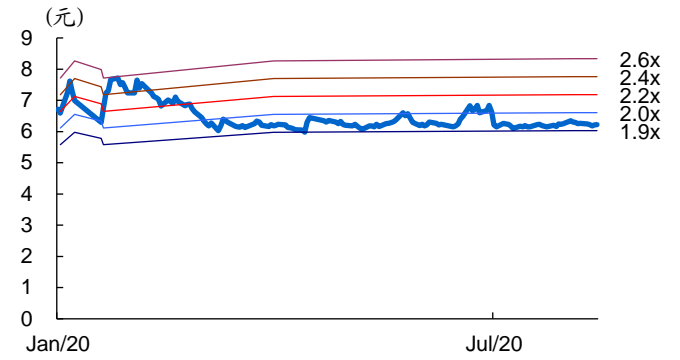
资料来源：wind，招商证券

图 6: 京沪高铁历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 京沪高铁历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	11536	10814	10551	11965	12858
现金	9842	9266	7746	7299	7923
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1195	1208	866	1440	1523
其它应收款	451	314	1920	3195	3379
存货	0	0	0	0	0
其他	49	26	19	31	33
<b>非流动资产</b>	164174	174338	295851	291229	286848
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	132753	130487	234095	229773	225549
无形资产	30032	42986	59270	58973	58679
其他	1388	865	2487	2483	2621
<b>资产总计</b>	<b>175710</b>	<b>185151</b>	<b>306402</b>	<b>303194</b>	<b>299706</b>
<b>流动负债</b>	5103	5494	26148	15342	8376
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	741	642	697	826	848
预收账款	175	324	352	417	428
其他	4187	4529	25099	14099	7099
<b>长期负债</b>	22434	20883	70679	68466	64926
长期借款	21722	20208	63208	60208	56208
其他	711	675	7471	8258	8718
<b>负债合计</b>	<b>27537</b>	<b>26377</b>	<b>96827</b>	<b>83807</b>	<b>73301</b>
股本	40000	42821	49106	49106	49106
资本公积金	90645	100104	122596	122596	122596
留存收益	17529	15849	13032	22905	29667
少数股东权益	0	0	24841	24779	25035
归属于母公司所有者权益	148173	158774	184735	194607	201370
<b>负债及权益合计</b>	<b>175710</b>	<b>185151</b>	<b>306402</b>	<b>303194</b>	<b>299706</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	13765	16723	27192	6864	13476
净利润	10248	11937	3058	11402	12464
折旧摊销	3077	3185	3182	5619	5519
财务费用	1263	1068	2271	3573	3473
投资收益	0	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(822)	524	19381	(13678)	(8236)
其它	0	9	(700)	(52)	256
<b>投资活动现金流</b>	(527)	(150)	(99168)	(996)	(1138)
资本支出	(657)	(496)	(123087)	(1000)	(1000)
其他投资	130	346	23919	4	(138)
<b>筹资活动现金流</b>	(12619)	(17149)	70457	(6316)	(11714)
借款变动	(5065)	(18531)	43030	(2000)	(3000)
普通股增加	(90624)	2821	6286	0	0
资本公积增加	90624	9460	22492	0	0
股利分配	(6453)	(10240)	(5875)	(1529)	(5701)
其他	(1102)	(659)	4525	(2787)	(3013)
<b>现金净增加额</b>	<b>619</b>	<b>(576)</b>	<b>(1519)</b>	<b>(448)</b>	<b>624</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	31158	32942	24002	39936	42237
营业成本	16299	16103	17492	20722	21287
营业税金及附加	20	101	110	120	140
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	68	269	298	318	348
研发费用	8	18	20	25	30
财务费用	1168	639	2271	3573	3473
资产减值损失	68	104	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>其他收益</b>	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	13663	15917	3811	15179	16959
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	13664	15917	3811	15179	16959
所得税	3416	3979	1452	3838	4240
少数股东损益	0	0	(700)	(61)	256
<b>归属于母公司净</b>	<b>10248</b>	<b>11937</b>	<b>3058</b>	<b>11402</b>	<b>12464</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5%	6%	-27%	66%	6%
营业利润	11%	16%	-76%	298%	12%
净利润	10%	16%	-74%	273%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.7%	51.1%	27.1%	48.1%	49.6%
净利率	32.9%	36.2%	12.7%	28.5%	29.5%
ROE	6.9%	7.5%	1.7%	5.9%	6.2%
ROIC	6.5%	6.9%	1.4%	5.0%	5.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.7%	14.2%	31.6%	27.6%	24.5%
净负债比率	13.6%	12.0%	21.3%	20.8%	20.1%
流动比率	2.3	2.0	0.4	0.8	1.5
速动比率	2.3	2.0	0.4	0.8	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转率					
应收帐款周转率	25.7	27.4	23.2	34.6	28.5
应付帐款周转率	17.5	23.3	26.1	27.2	25.4
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.26	0.28	0.06	0.23	0.25
每股经营现金	0.34	0.39	0.55	0.14	0.27
每股净资产	3.70	3.71	3.76	3.96	4.10
每股股利	0.26	0.14	0.03	0.12	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	24.3	22.3	99.9	26.8	24.5
PB	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.1	20.2	42.7	16.2	15.2



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**王西典：**上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。