

中信证券研究部



刘正

首席交运分析师

S1010511080004



扈世民

交运分析师

S1010519040004



联系人：汤学章

核心观点

京沪高铁作为中国高铁名片，黄金通道盈利卓越。采用委托运输管理模式，成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益。协同效应突破产能瓶颈，换车提速提升客户体验，若本线提价 10% 对应利润增 12 亿左右。京福安徽协同、运行图优化、替换长编组或推动未来 5 年净利润 CAGR12% 左右。

■ **黄金通道盈利卓越，中国高铁第一股，短期疫情冲击业绩 14% 左右。**黄金通道京沪高铁连接京津冀、长三角核心经济带，运营里程 1318 公里，覆盖 6.5% 国土面积、27.3% 人口、32.5% GDP。累计客运量占全国高铁约 10% 左右，成为最繁忙、平日列车通过对数最多的高铁线路。第一大股东中国铁投持股 43.4%，实际控制人国铁集团，预计 2019 年毛利率 51%，盈利卓越。若疫情如钟南山预测 4 月底基本控制(持续 3 个月)，期间本线旅客周转量下降 40%、跨线列车周转量下降 20%，疫情冲击或致 2020 年业绩同比下降 11% 至 105 亿左右，2021 年基本面或将迎大幅改善。

■ **网络效应不断加强，高铁运量仍具成长性。**2018 年，国铁集团基建投资和还本付息占资金支出 90.8%。对比 1987 年日本国铁改革，优质资产证券化、引入社会资本化解债务危机、激活优质路产增长潜力，推动优质资产股改上市或为化解铁路融资困局的破题之举。可靠性、高频次和舒适性构筑竞争优势，目前高铁已成为 800 公里内客运市场主导。考虑高铁线路网络完善和复兴号动车组扩容，预计未来 3 年高铁动车组客运量同比增速或为 10%~15%，仍具成长性。

■ **竞争优势：采用委托运输管理模式，内生外延驱动稳定成长，京福安徽协同业绩 CAGR12% 左右。**成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益，委托运输管理模式优势凸显。预计未来两年长编组替换、开行方案优化推动本线旅客周转量同增 2%。商合杭(合肥-杭州段)或 2020Q4 运营，河南、陕西赴沪客流有望分流至商合杭高铁、有效缓解京沪高铁徐蚌段压力。预计 2020~2022 年京福安徽净利润-11.0 亿、-3.2 亿、1.9 亿，中期 2025 年或实现净利润 25 亿左右。京福安徽协同带来运行图优化契机，叠加京福安徽和本线票价提价 10% 净利润或至 210 亿左右，预计 2021 年~2025 年公司业绩 CAGR12% 左右。

■ **潜在成长：追踪间隔仍存优化空间，未来高铁票价弹性释放可期。**目前公司最小列车追踪间隔 4~5min，较设计标准 3min 仍存优化空间。京沪高铁列车复兴号入列和时速恢复 350 公里，换车提速提升旅客出行体验。但本线二等座单客公里仍维持 0.42 元，较全国高铁平均低 8.7% 左右，服务品质与票价存在倒挂，未来调升确定性强。按 2018 年营运数据计算，京沪线高铁本线票价每提升 10%，对应旅客运输业务利润增量 12 亿左右。近两年，航空京沪航线连续 3 次累计提价 31%，票价上行有望从航空传递至铁路，京沪高铁本线票价弹性释放可期。

■ **风险因素：宏观经济降速拖累需求；京福安徽协同不及预期；本线提价不及预期，疫情影响超预期。**

■ **投资策略：京沪高铁区位优势无可替代，委托运输管理模式，成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益。京福安徽协同、运行图优化、替换长编组或推动未来 5 年净利润 CAGR12% 左右。短期预计疫情冲击 Q1 业绩或降幅 50% 左右。2020 年业绩同比下降 11% 至 105 亿左右，2021 年净利润或同增 25%、迎大幅改善。我们预测公司 2019/20/21 年 EPS 为 0.24/0.21/0.27 元。未来 5 年京沪高铁成长性优秀、黄金通道给予一定估值溢价，7.60 元目标价(对应 2021 年 28XPE)，首次覆盖，给予“增持”评级。**

京沪高铁 601816

项目	增持(首次)
当前价	6.87 元
目标价	7.60 元
总股本	49,106 百万股
流通股本	2,604 百万股
52周最高/最低价	7.78/6.35 元
近 1 月绝对涨幅	55.12%
近 6 月绝对涨幅	55.12%
近 12 月绝对涨幅	55.12%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,555	31,158	33,064	34,483	40,521
营业收入增长率 YoY	13%	5%	6%	4%	18%
净利润(百万元)	9,053	10,248	11,860	10,498	13,154
净利润增长率 YoY	15%	13%	16%	-11%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.21	0.24	0.21	0.27
PE	37.3	32.9	28.4	32.1	25.6
PB	2.3	2.3	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 02 月 28 日收盘价。

目录

公司概况：黄金通道稀缺资产，中国高铁第一股	1
历史沿革：连接京沪枢纽黄金通道，打造中国高铁名片	1
股权架构：上市后中国铁投持股 43.4%，实际控制人仍为国铁集团.....	3
商业模式：采用委托运输管理模式，采购运输管理服务	4
财务分析：净利率超 30%一枝独秀，资产负债率 15%拖累 ROE	5
高铁 IPO 或化解融资困局，800 公里内客运市场主导	7
行业概览：跨越式发展导致负债承压，铁路投融资模式亟需改变.....	7
市场空间：高铁资产优质仍具成长，优质资产上市或为破题之举.....	10
竞争格局：800 公里内客运市场主导，铁路周转量占比升至 41%.....	12
公司分析：委托运输管理模式，内生外延成长延续	14
成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益.....	14
优势之一：黄金线路无可替代，委托运输管理模式优势渐显.....	17
优势之二：京福安徽协同叠加长编组替换，未来 5 年业绩 CAGR 或 12%	19
优势之三：换车提速提升客户体验，本线票价弹性释放可期.....	22
优势之四：费率稳定成本可控，土地开发和科技应用或为潜在增长极	24
京福协同驱动成长，疫情冲击 2020 年业绩 14%	26
收购对价对应 1.09 倍 PB，价格合理协同驱动成长	26
疫情冲击或降低 2020 年业绩 14%，2021 年基本面有望大幅转好	28
风险因素	30
盈利预测与估值	31

插图目录

图 1: 2019 年 1-9 月跨线列车贡献旅客发送量、周转量分别公司整体占比 75%、65% ..2	2
图 2: 商合杭高铁线路走向基本与京沪本线平行, 未来业务协同空间广阔..... 2	2
图 3: 京沪高铁为我国高铁“八纵八横”网络中最重要的一纵..... 2	2
图 4: 京沪高铁连接北京、上海两个超级枢纽, 途径津冀鲁皖苏 5 省市 3	3
图 5: 发行前第一大股东中国铁投持股 49.8%..... 3	3
图 6: 发行后第一大股东中国铁投持股 43.4%..... 4	4
图 7: 2019 年 1-9 月前 5 名客户销售占比 44.4%..... 5	5
图 8: 2019 年 1-9 月上海局、济南局和北京局贡献销售收入 37.9%..... 5	5
图 9: 2016 年以来前 5 名客户采购额在营业成本占比 57%~63%..... 5	5
图 10: 2019 年 1-9 月上海局、济南局和北京局采购成本占比 60.3%..... 5	5
图 11: 2018 年公司实现毛利率、净利率分别 47.7%、32.9% 6	6
图 12: 2018 年公司毛利率、净利率领先 5 家可比公司 6	6
图 13: 2018 年公司资产负债率 15.7%, 低于 5 家可比公司..... 7	7
图 14: 公司资产负债率持续下调, 2019 年 1-9 月调整至 14.6%..... 7	7
图 15: 2018 年公司 ROE6.4%, 较低资产负债率拖累明显 7	7
图 16: 2030 年我国高铁总体规划里程 4.5 万公里 8	8
图 17: 2019 年全国高铁通车里程同增 20.7%至 3.5 万公里 8	8
图 18: 2019 年全国高铁通车里程占比升至 25.2%..... 8	8
图 19: 2020 年全国高铁计划新增里程 2000 公里 9	9
图 20: 我国时速 350 、 250 、 200 公里高铁平均建造成本为 1.39 亿、1.14 亿、1.04 亿元/公里 9	9
图 21: 2019 年上半年国铁集团负债规模升至 5.29 万亿, 长期负债占比 86.6% 9	9
图 22: 2018 年国铁集团基建投资和还本付息合计占比 90.8% 10	10
图 23: 2018 年、19H1 国铁集团还本付息合计 4902 亿、1624 亿 10	10
图 24: 2018 年国铁集团实现净利率 0.187% 10	10
图 25: 我国三家铁路上市平台 ROE 低于日本铁路龙头 (2018 年) 10	10
图 26: 2019 年全国铁路旅客发送量同增 7.7%至 33.7 亿 11	11
图 27: 2019 年高铁动车组发送旅客同增 14.1%至 22.9 亿 11	11
图 28: 2019 年高铁动车组旅客发送量占比升至 64.1% 11	11
图 29: 1987 年日本国铁清算债务合计 37.1 万亿日元..... 12	12
图 30: 本州三家 JR 和政府财政承担日本国铁清算债务 76%..... 12	12
图 31: 1987 至 2006 年间本州岛三家 JR 出售股票合计套现 4 万亿日元 12	12
图 32: 出售股票助力本州岛三家 JR 恢复至 65%~75%的合理水平 12	12
图 33: 铁路客运周转量占比由 2013 年 29.4%提升至 2018 年 41.3% 13	13
图 34: 高铁在 800 公里以内竞客运市场竞争优势明显 13	13
图 35: 2019 年 1-9 月京沪高铁实现营业收入 250 亿..... 14	14
图 36: 2019 年 1-9 月旅客运输、路网服务贡献收入 48%、51% 14	14
图 37: 2019 年 1-9 月跨线车次、旅客发送量和旅客周转量较 2016 年提升 8~9pcts 至 80.6%、74.8%和 64.6% 14	14
图 38: 2019 年 1-9 月公司旅客客票收入占旅客运输收入 91.7% 15	15
图 39: 2019 年 1-9 月线路和接触网使用费占路网服务收入 89.2% 15	15
图 40: 2016 年以来本线列车开行数量维持每年 4 万列次左右..... 15	15
图 41: 2018 年全线、本线客座率较 2016 年提升 5.8、8.3pcts..... 15	15

图 42: 2019 年 1-9 月公司整体、旅客运输和提供路网服务毛利率分别 41.6%、52.6%和 62.1%.....	16
图 43: 2019 年 1-9 月公司旅客运输、路网清算成本占 59.3%、40.7%.....	16
图 44: 2019 年 1-9 月公司委托经营管理费等前 5 成本项占比 97.1%.....	16
图 45: 2016 年以来公司营业成本 CAGR 为 3.4%，低于收入增速 6~7pcts.....	17
图 46: 2018 年委托经营管理费、折旧和能源支出同增 1.2%、0.9%、-5.8%.....	17
图 47: 2018 年京沪高铁本线客座率升至 81.6%.....	18
图 48: 2018 年京沪高铁全线客座率升至 78.3%.....	18
图 49: 2019 年 1-9 月京沪高铁全线日均客流量升至 58.8 万人.....	18
图 50: 2016 年以来上海局、北京局和济南局收取委托运输管理费波动幅度 3%以内....	19
图 51: 2016 年以来上海局、北京局和济南局收取高铁运营能力保障费波动幅度 4%以内.....	19
图 52: 2016 年以来公司维管费年均复合增速 3%左右.....	19
图 53: 截至 2019 年 9 月，公司员工数量 67 人，远低于可比公司.....	19
图 54: 超长版 17 辆编组较 16 辆编组“复兴号”载客定员多 90 人.....	20
图 55: 2016 年以来京沪高铁单列车路网服务收入 11.0~11.4 万元.....	21
图 56: 截至 2 月 16 日，2020 年春运铁路累计客运量同比下降 45.3%.....	21
图 57: 商合杭高铁基本与京沪本线平行，有望缓解沪本线徐蚌段产能紧张.....	22
图 58: 2016 年以来公司采购电量 CAGR 为 3.5%.....	26
图 59: 2016 年以来公司电力采购成本占比 16.5%~20%.....	26
图 60: 截至 2019Q3 公司资产负债率 45.2%.....	27
图 61: 500 亿对价对应京福安徽 PB 为 1.09 左右.....	27
图 62: 收购完成后京沪公司持股比例 65.1%.....	28
图 63: 2018 年、2019 年 1-9 月京福安徽公司亏损 12 亿、8.8 亿.....	28
图 64: 2 月 27 日全国铁路旅客发送量 156.4 万人，仅为同比 16.8%.....	28
图 65: 2020 年春运 40 天全国铁路旅客发送量累计降幅 47.3%.....	28
图 66: 2 月 27 日全国铁路旅客发送量同比下降 83.2%.....	29
图 67: 2003 年 5 月铁路客运量月度同比降幅达最大值 61.2%.....	29
图 68: 2003 年 5 月民航客运量月度同比降幅达最大值 71.4%.....	29

表格目录

表 1: 京沪高铁发展历程.....	1
表 2: 对比海外, 探索我国铁路重组方向、实现局部有效竞争和整体可竞争性	4
表 3: 京沪、沪宁、沪杭、沪昆和广深段高铁均于 2013 年底投产	11
表 4: 连接京沪两大超级枢纽, 沿线城市人均 GDP 多超过 5 万元.....	17
表 5: 京福安徽路产包括郑阜、合福、商合杭安徽段和合蚌客专	20
表 6: 预计 2020 年~2022 年京福安徽净利润-11.0 亿、-3.2 亿、1.9 亿	21
表 7: 高铁票价逐渐形成分季节、分时段、分席别、分区段的浮动票价	22
表 8: 二等座动车组、高铁平均定价 0.30、0.46 元/客公里.....	23
表 9: 复兴号提升旅客出行体验, 2019 年 10 月时速恢复至 350 公里	24
表 10: 预计 2019 年京沪高铁本线人均利润仅为京沪航线 24.1%.....	24
表 11: 京沪高铁与成本相关关联交易的单价定价.....	25
表 12: 截至 2019Q3 公司已取得权属证书土地占比 96.0%.....	26
表 13: 收购对价与募集资金的差额 193.6 亿通过自筹资金解决.....	27
表 14: 疫情对京沪高铁本线净利润弹性测算.....	30
表 15: 疫情对京沪高铁跨线净利润弹性测算.....	30
表 16: 公司主营业务分板块盈利预测(百万元)	31
表 17: 公司核心财务、估值数据	32

■ 公司概况：黄金通道稀缺资产，中国高铁第一股

历史沿革：连接京沪枢纽黄金通道，打造中国高铁名片

黄金通道京沪高铁，构建高铁建设和运营标准典范，打造高铁的中国名片。京沪高铁为连接京津冀和长三角两个主要经济带的黄金通道，为国内最繁忙的高铁运输干线。2006年3月、2007年9月，国家发改委陆续对京沪高铁项目建议书、可行性研究报告进行批复，2008年4月全线开工，至2011年6月建成通车。截至目前京沪高铁运营近9年，从建设到运营探索中积累宝贵经验，构建我国高铁建设和运营的标准体系和技术体系典范，成为近10年来我国高铁建设和运营的跨越式发展的重要支撑。2020年1月16日京沪高铁京沪高铁(601816.SH)A股正式挂牌交易，中国高铁名片成功迈入资本市场。

表 1：京沪高铁发展历程

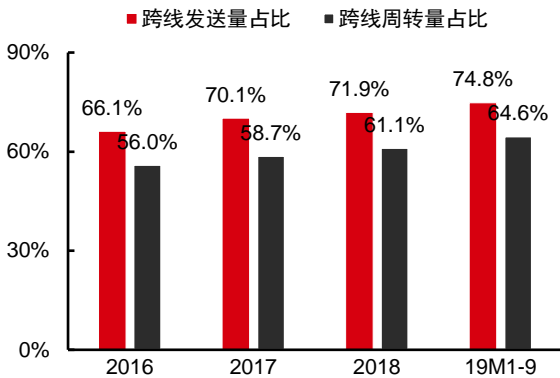
时间	发展历程	主要内容
2006.3	《国家发展改革委关于新建京沪高速铁路项目建议书的批复》（发改交运[2006]374号）	国家发改委同意新建京沪高速铁路和组建京沪高速铁路有限责任公司，专门负责项目的建设和运营。
2007.9	《国家发展改革委关于审批新建京沪高速铁路可行性研究报告的请示》（发改交运[2007]1402号）	国家发改委明确先由目前已确定出资方共同组建京沪高速铁路有限责任公司或股份有限公司，专门负责京沪高铁项目建设和运营。
2007.12	中国铁投、平安资管、社保基金、等 11 家发起人签署《发起人协议》	中国铁投、平安资管、社保基金、上海申铁、江苏交通、京投公司等 11 家发起人共同签署《发起人协议》，以发起设立方式设立京沪高铁有限公司。
2008.1	工商行政管理总局登记	京沪高铁在工商行政管理总局登记设立。
2008.4	全线正式开工	京沪高铁全线正式开工。
2011.6	建成通车	京沪高铁建成通车。
2019.1	证监会受理京沪高铁 IPO 申请	中国证监会在官网披露京沪高速铁路股份有限公司（以下简称“京沪高铁”）首次公开发行股票招股说明书，受理京沪高铁 IPO 申请。
2020.1	京沪高铁(601816.SH)A 股正式挂牌交易	公开发行股票 62.86 亿股，占发行后总股本的比例 12.8%。每股发行价格 4.88 元，发行募集资金总额为 306.7 亿，对应发行市盈率 PE23.4X。

资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

“八纵八横”最重要的一纵，非担当列车贡献周转量 65%，收购京福安徽构建区域高铁网络，未来业务协同空间广阔。京沪高铁正线运营里程 1318 公里，为我国高铁“八纵八横”网络中最重要的一纵。本线设计时速 350 公里/小时，设计最小列车追踪间隔 3 分钟。**京哈高铁、青太客专、徐兰高铁、沪汉蓉高铁和沪昆高铁**分别在北京、济南、徐州、南京和上海与京沪高铁相连接，2019 年 1-9 月公司跨线列车贡献旅客发送量、周转量分别占比 75%、65%，其他高铁干线导入客流助力公司成长。

根据公司招股说明书，公司计划收购京福公司 65.07% 股权，主要包括合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段 4 条路产，其中商合杭(商丘-合肥段)、郑阜于 2019 年 12 月通车运营，商合杭(合肥-杭州段)预计 2020Q4 投入运营。商合杭安徽段线路走向基本与京沪本线平行，若收购顺利完成，有望缓解本线河南、陕西至上海方向客流集入压力，未来协同空间广阔。

图 1：2019 年 1-9 月跨线列车贡献旅客发送量、周转量分别占公司整体占比 75%、65%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 2：商合杭高铁线路走向基本与京沪本线平行，未来业务协同空间广阔



资料来源：京沪高铁招股说明书

图 3：京沪高铁为我国高铁“八纵八横”网络中最重要的一纵



资料来源：国铁集团《中长期铁路网规划(2018 年)》

连接京沪枢纽黄金通道，沿途 GDP 占全国 35%，区位优势突出。京沪高铁连接北京、上海两个超级枢纽（常住人口均超 2000 万），途径天津、河北、山东、安徽和江苏 5 省市。根据 2018 年国家统计局数据，京沪高铁所经省市占我国 6.5%的国土陆地面积、27.3%的常住人口、35.2%的 GDP。截至 2019 年 9 月 30 日，京沪高铁累计开行列车 99.2 万列，累计发送旅客 10.9 亿人次，占全国高铁累计客运量约 10%，成为我国最繁忙的高铁线路之一。

图 4：京沪高铁连接北京、上海两个超级枢纽，途径津冀鲁皖苏 5 省市

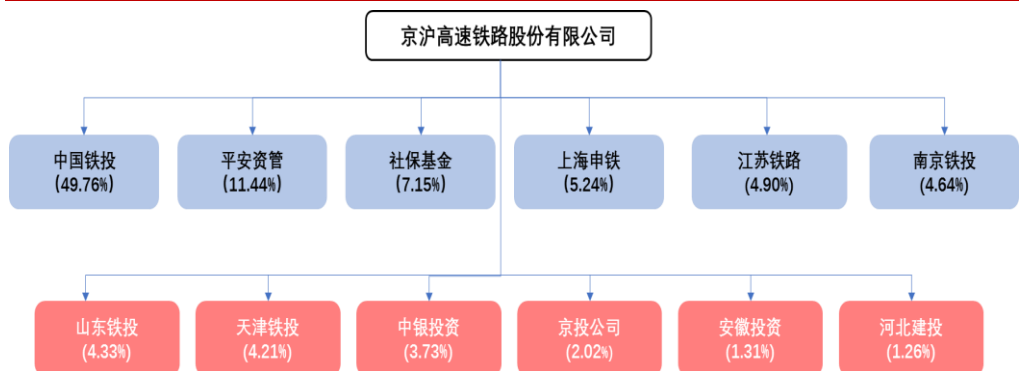


资料来源：京沪高铁招股说明书

股权架构：上市后中国铁投持股 43.4%，实际控制人仍为国铁集团

上市前第一大股东中国铁投持股 49.8%，实际控制人为国铁集团。2007 年 12 月，中国铁投、平安资管、社保基金、上海申铁、江苏交通、京投公司、津投公司、南京铁投、山东高速、河北建投、安徽投资等 11 家共同发起设立京沪高铁有限公司。截至 2019 年 9 月中国铁投、平安资管、社保基金和上海申铁分别持股 49.76%、11.44%、7.15%和 5.24%，合计持股 73.6%。公司第一大股东中国铁投为国铁集团直属全资企业，承担国铁集团授权范围内的国有资本投资和资产管理、铁路资产资源开发及金融保险服务等职能，京沪高铁实际控制人为国铁集团。

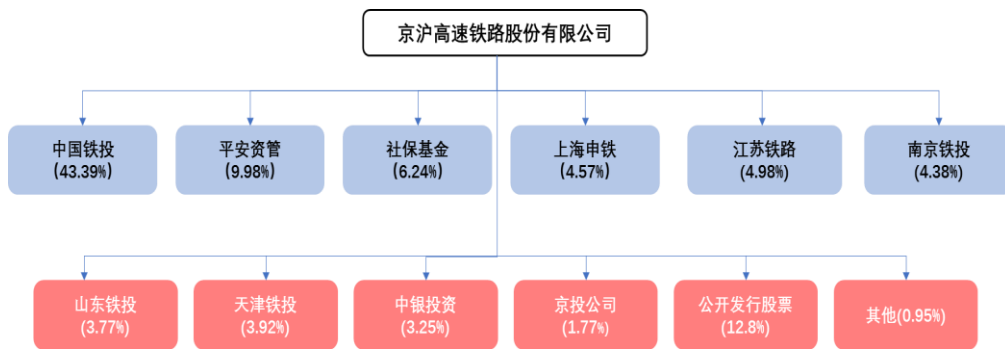
图 5：发行前第一大股东中国铁投持股 49.8%



资料来源：京沪高铁《首次公开发行股票上市公告书》，中信证券研究部

本次发行占总股本比例 12.8%，发行后实际控制人仍为国铁集团，募集资金拟用于收购京福安徽公司 65.1%股权。京沪高铁 IPO 公开发行股票 62.86 亿股，占发行后总股本比例 12.8%。公司发行后第一大股东中国铁投持股比例调整为 43.4%，实际控制人仍为国铁集团。所募集资金扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65.1%股权，收购对价为 500 亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。募集资金到位前，公司将根据京福安徽铁路项目实际进度，以自有或自筹资金支付项目所需款项，未来由募集资产置换前期投入自有或自筹资金。

图 6：发行后第一大股东中国铁投持股 43.4%



资料来源：京沪高铁《首次公开发行股票上市公告书》，中信证券研究部

商业模式：采用委托运输管理模式，采购运输管理服务

采用委托运输管理模式，对比海外探索我国铁路重组方向、实现局部有效竞争和整体可竞争性。对比广深铁路采用自营模式，京沪高铁采用委托运输的管理模式，向沿线上海局集团、济南局集团和北京局集团购买运输服务。对标美国、日本、欧洲铁路改革历程，探索新的商业模式、干线为主的区域公司或为我国铁路重组方向，实现局部有效竞争和整体可竞争性。目前我国高铁运营多采用委托沿线铁路局运营的商业模式，未来或成为其他铁路资产采用委托运输管理模式参照，铁路运输的组织边界或迎来结构性变革。

表 2：对比海外，探索我国铁路重组方向、实现局部有效竞争和整体可竞争性

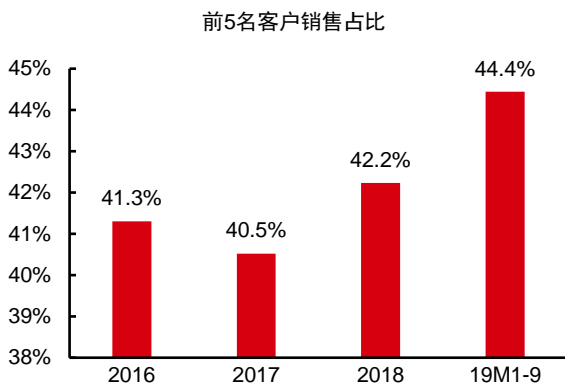
国家	市场特征	运营模式	组织结构
美国	货运为主	货网一体，货运公司组织边界以干线为主，保证干线货流畅通，构建货网一体区域性的铁路货运公司。铁路客运公司租用网络运营，政府提供补贴。	7 个区域性一级铁路货运公司和 1 个全国性客运公司
日本	客运为主	客网一体，全国范围组建 6 个区域性客运公司，其中本州岛 3 个，其他 3 岛各 1 个。全国范围组建 1 个货运公司，租用网络运营。	6 个区域性客运公司和 1 个全国性货运公司
欧洲		采用横向区域分割和纵向业务分离相结合，铁路客、货运输和网络分离。	
中国	客运、货运量分布均衡	客运、货运和路网均由国铁集团统筹经营。	18 个铁路局和 3 个专业运输公司

资料来源：ARR，日本国土交通省，国铁集团，中信证券研究部

收入端：本线担当列车收取票价收入、跨线非担当收取路网清算收入。公司为京沪高铁及沿线车站投资、建设和运营主体，主业收入主要包括本线担当列车客运服务收取票价款、为跨线列车提供路使用、接触网使用等服务收取相应费用。

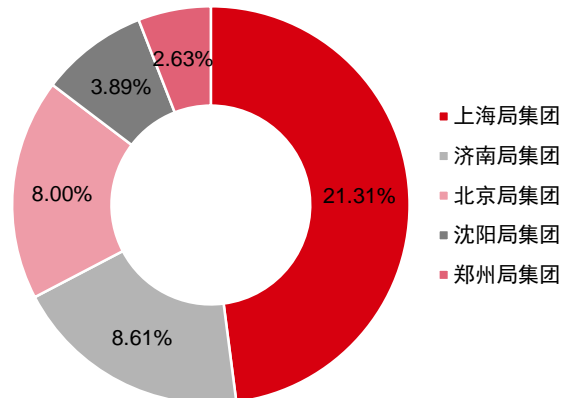
公司与北京局、济南局、上海局集团签署《京沪高铁列车担当协议》，本线开行动车组列车由公司担当并取得担当收入；跨线开行的动车组列车由其他铁路运输企业担当，公司收取路网清算收入。2016年以来前5名客户销售额占比40%~45%，其中2019年1-9月上海局、济南局和北京局贡献销售收入37.9%。

图 7：2019 年 1-9 月前 5 名客户销售占比 44.4%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

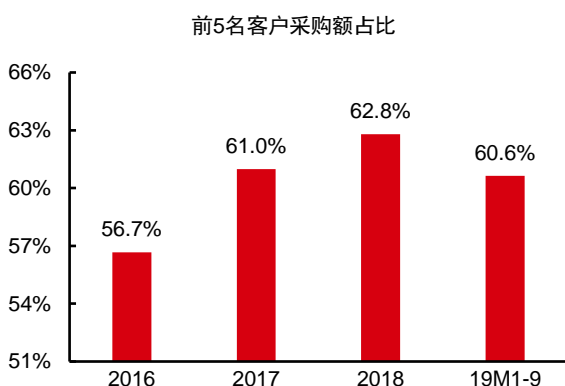
图 8：2019 年 1-9 月上海局、济南局和北京局贡献销售收入 37.9%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

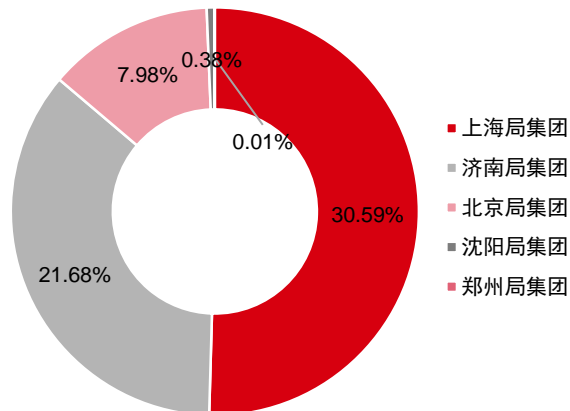
成本端：采购运输管理服务，上海局、济南局和北京局采购额在成本占超 60%。公司运输管理委托沿线北京局、济南局和上海局集团，牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团，费用采用月度预付，季度或年度结算方式。公司的采购运输管理服务包括铁路局提供租借动车并提供相应司机、乘务人员，为公司担当的列车提供服务。2016年以来前5名客户采购额在公司营业成本中占比67%~63%，其中2019年1-9月上海局、济南局和北京局采购额在成本占比60.3%。

图 9：2016 年以来前 5 名客户采购额在营业成本占比 57%~63%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 10：2019 年 1-9 月上海局、济南局和北京局采购成本占比 60.3%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

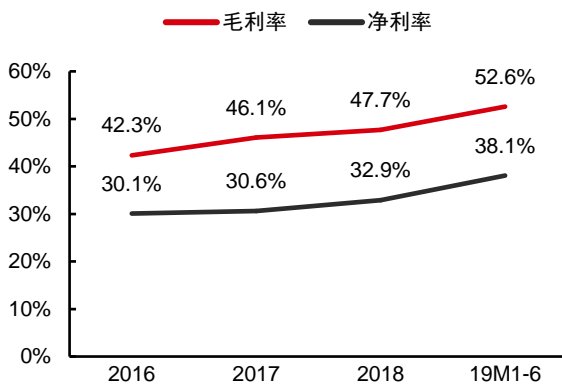
财务分析：净利率超 30%一枝独秀，资产负债率 15%拖累 ROE

选取国内 3 家上市平台和 JR 东海、JR 东日本对比财务指标。目前我国铁路运输上市公司大秦铁路、广深铁路和铁龙物流，上市资产占铁路总体资产近 2.3%左右。截至 2018

年末日本共运营 9 条新干线，运营里程超过 3200 公里，JR 东海、JR 东日本成为日本国铁改革化解巨额债务、提升盈利能力的成功范例。选取国内 3 家铁路运输上市平台和 JR 东海、JR 东日本，与公司进行盈利能力、偿债能力、股东回报等财务指标对比。

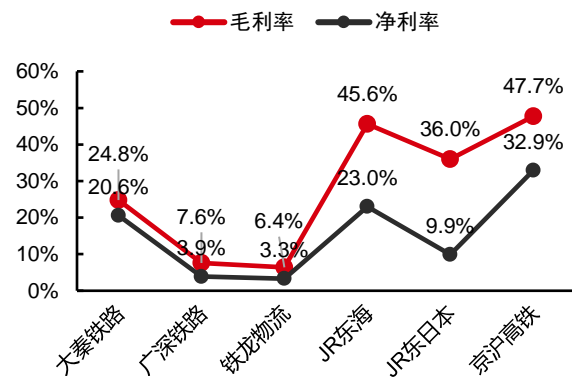
盈利能力一枝独秀，净利率较 JR 东海高近 10pcts。2018 年公司实现毛利率、净利率分别 47.7%、32.9%，同期大秦铁路、广深铁路和铁龙物流净利率分别为 20.6%、3.9%、3.3%，公司净利率大幅领先，凸显高铁黄金通道盈利能力。日本 JR 东海核心路产东海道新干线，营运里程约 553 公里。连接东京-京都-新大阪区位优势显著，与京沪高铁具有较强可比性。2018 年东海道新干线占日本高铁里程 20%左右，预计同期旅客周转量占比新干线的 65%~70%。2018 年 JR 东海实现净利率 23.0%，较京沪高铁低 9.9pcts。

图 11：2018 年公司实现毛利率、净利率分别 47.7%、32.9%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

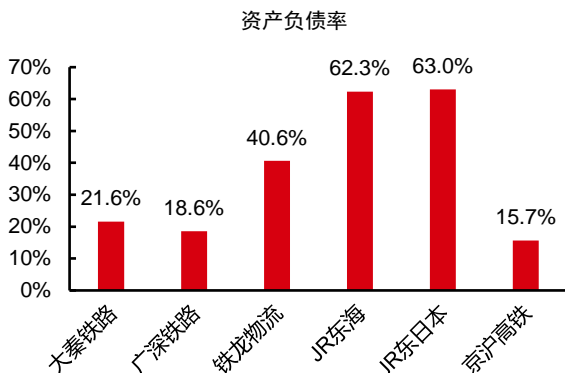
图 12：2018 年公司毛利率、净利率领先 5 家可比公司



资料来源：京沪高铁招股说明书，wind，中信证券研究部

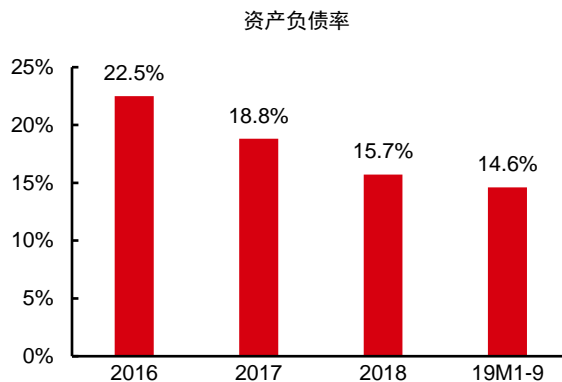
资产负债率 14.6% 低于可比公司，低杠杆率拖累 ROE 水平。受益黄金通道卓越盈利能力，2016 年公司已开始向股东分红，实现盈利周期 3~4 年、表现优秀。受借款协议约定分期偿还借款和提前偿还部分长期借款的影响，截止 2019 年 9 月公司短期借款归零、长期借款较 2016 年下降 24.9% 至 203 亿。2019 年 1-9 月公司资产负债率降至 14.6%，较 2016 年大幅下调 7.9pcts，对比 5 家可比公司处于最低水平。2018 年 JR 东海资产负债率 62.3%，低杠杆率拖累京沪高铁 ROE 水平，同期京沪高铁 ROE 水平 6.4% 左右，较 JR 东海低 7pcts。

图 13: 2018 年公司资产负债率 15.7%，低于 5 家可比公司



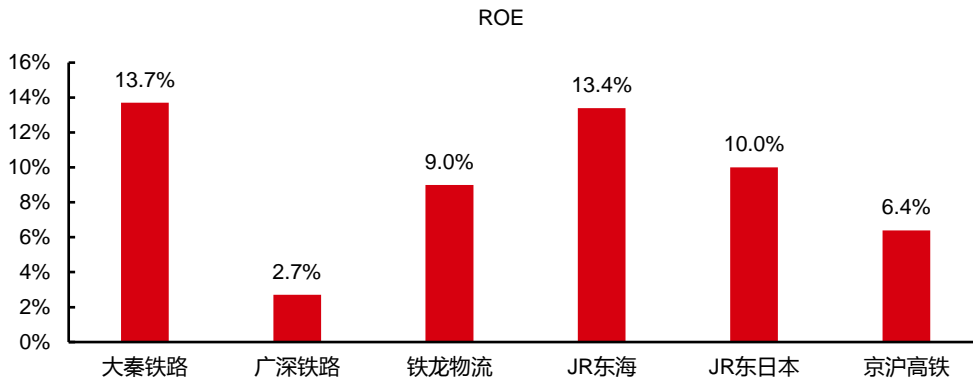
资料来源：京沪高铁招股说明书，各公司公告，wind，中信证券研究部

图 14: 公司资产负债率持续下调，2019 年 1-9 月调整至 14.6%



资料来源：京沪高铁招股说明书，wind，中信证券研究部

图 15: 2018 年公司 ROE 6.4%，较低资产负债率拖累明显



资料来源：京沪高铁招股说明书，各公司公告，wind，中信证券研究部

■ 高铁 IPO 或化解融资困局，800 公里内客运市场主导

行业概览：跨越式发展导致负债承压，铁路投融资模式亟需改变

高铁差异化定位更具消费属性，2030 年运营里程规划 4.5 万公里。铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，属于网络型基础设施产业。我国铁路实行国铁集团和铁路局两级运输调度指挥和专业管理模式，铁路运输是综合交通运输体系的骨干，具有企业性、公益性和外部经济效应的特征。国铁集团将设计时速 250 公里以上、初期运营时速 200 公里以上的客运列车专线铁路定义为高速铁路。

相对于普铁公益性定位，高铁更侧重为客户提供更高的乘车体验和时效性，更具消费属性。截至 2019 年我国高铁通车里程占比升至 25.2%，2030 年我国高铁总体规划里程 4.5 万公里。

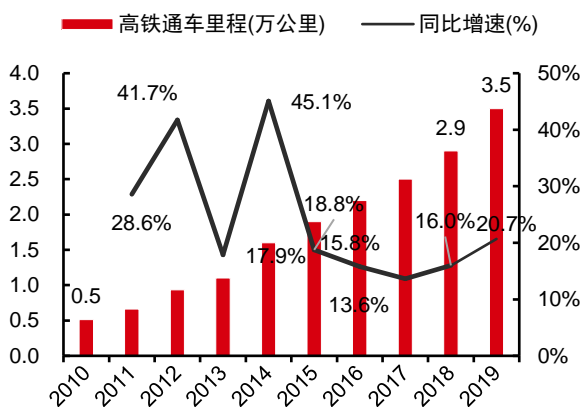
图 16：2030 年我国高铁总体规划里程 4.5 万公里



资料来源：国铁集团官网

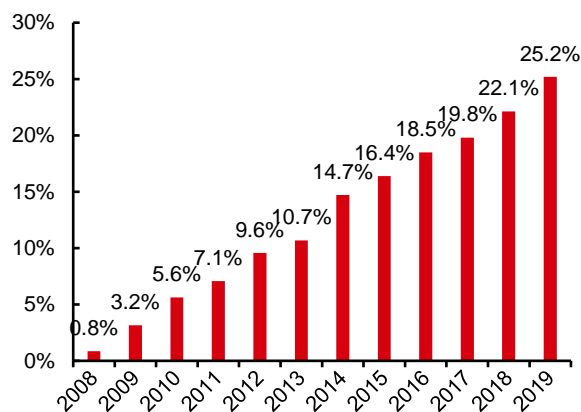
高铁里程全球占比 66%，累计发送旅客超 90 亿人次。2008 年京津城际投入运营拉开我国高铁跨越式发展的序幕，2019 年全国高铁通车里程同增 20.7%至 3.5 万公里，较 2010 年增长 6 倍。截至 2019 年末我国高铁里程占比升至 25.2%，提前 1 年超额完成“十三五”规划建设任务，2020 年计划投放高铁里程 2000 公里，预计实际将高于预期。根据世界银行统计，2017 年中国高铁通车里程占全球 66%，为其他国家总和的两倍。截至 2019 年末我国高铁动车组累计发送旅客超过 100 亿人次，在全国铁路客运占比升至 64.1%，替代普客成为铁路客运主要运输方式。

图 17：2019 年全国高铁通车里程同增 20.7%至 3.5 万公里



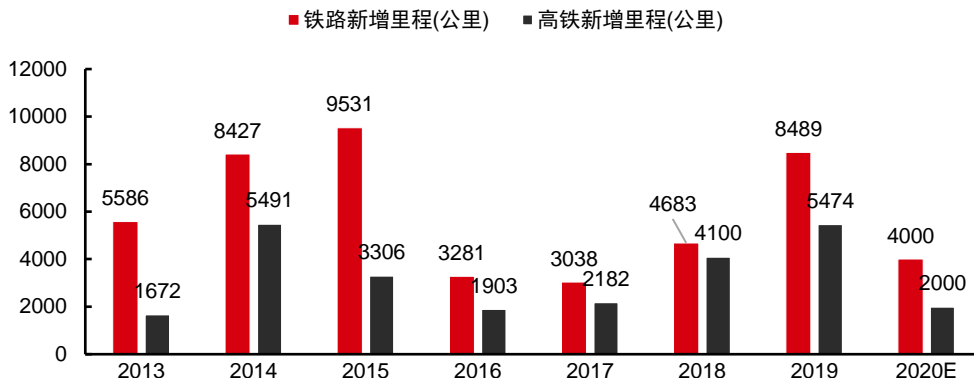
资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

图 18：2019 年全国高铁通车里程占比升至 25.2%



资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

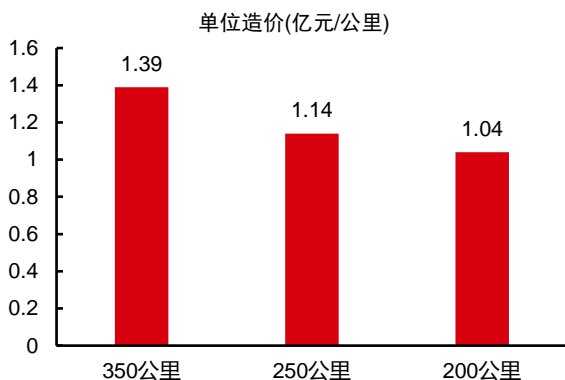
图 19：2020 年全国高铁计划新增里程 2000 公里



资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

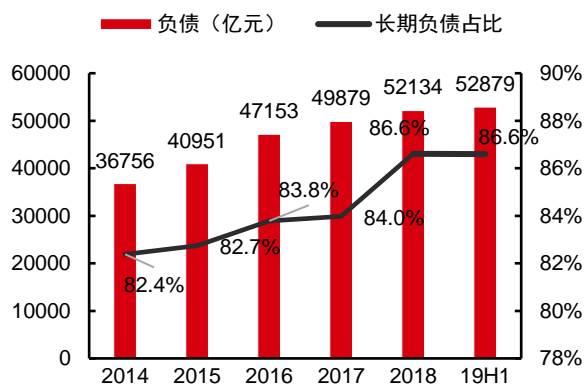
铁路行业基建投资、还本付息合计占比超 90%，高铁里程 CAGR24.2%或为负债持续扩大重要因素，铁路建设投融资模式亟需改变。根据世界银行和 European Court of Auditors 数据，统计 60 个项目可得中国时速 350、250、200 公里的双向轨道高铁线路（含信号、电气化等设备）平均建造成本为 1.39 亿、1.14 亿、1.04 亿元/公里，较欧洲高铁建造成本至少低 40%左右。尽管我国高铁建设存在成本优势，高铁跨越式发展成为负债规模持续扩大重要因素。2019 年上半年国铁集团负债规模升至 5.29 万亿，其中长期负债占比 86.6%。2018 年基建投资和还本付息占资金支出 90.8%，其中 2018 年偿还本金、利息分别 4095 亿、807 亿，铁路固定资产投资高企导致资金缺口扩大，现有铁路建设投融资模式或难以为继。

图 20：我国时速 350、250、200 公里高铁平均建造成本为 1.39 亿、1.14 亿、1.04 亿元/公里



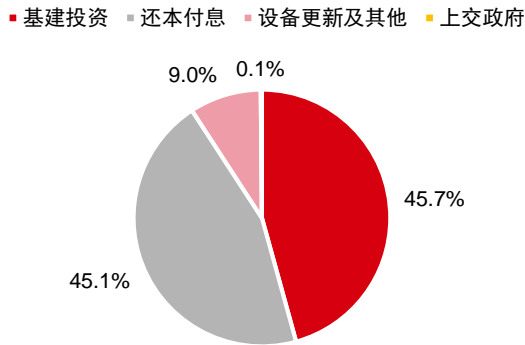
资料来源：世界银行《中国高速铁路发展(2019)》，中信证券研究部

图 21：2019 年上半年国铁集团负债规模升至 5.29 万亿，长期负债占比 86.6%



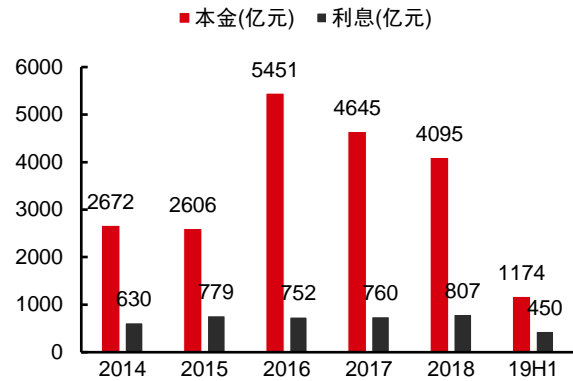
资料来源：国铁集团 2019 年半年度财务报告，中信证券研究部

图 22: 2018 年国铁集团基建投资和还本付息合计占比 90.8%



资料来源: 国铁集团 2018 年财务报告, 中信证券研究部

图 23: 2018 年、19H1 国铁集团还本付息合计 4902 亿、1624 亿

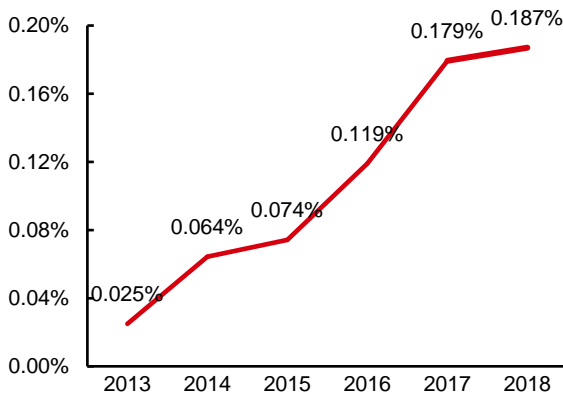


资料来源: 国铁集团 2017、2018、2019 年半年度财务报告, 中信证券研究部

市场空间: 高铁资产优质仍具成长, 优质资产上市或为破题之举

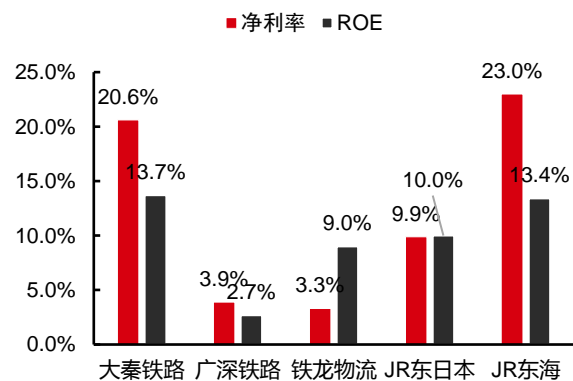
高铁资产盈利强、产权清晰, 资产证券化或提升板块估值。铁路资产证券化加速, 高铁作为中国铁路核心资产, 具有盈利能力强、产权清晰的优点, 或成为铁路投融资体制改革重要抓手。预计 2013 年之前投运的京沪、沪宁、沪杭、沪昆和广深段高铁已经实现盈利, 京广线以东多条干线具备上市条件。资产证券化有望化解目前融资困局: (1)为新线建设募集资金, 降低资产负债率和还本付息压力; (2)便于在资本市场融资, 拓宽投融资渠道; (3)引入市场化监管机制, 提高运营效率增厚业绩。目前铁路上市标的大秦铁路、广深铁路和铁龙物流 2018 净利率分别为 20.6%、3.9%、3.3%, ROE 分别为 13.7%、2.7%、9.0%, 优质高铁资产上市有望提高板块盈利能力。铁路改革步伐加快, 未来铁路经营机制有望进一步灵活, 内部管理可改善空间较大, 利好长期 ROE 的提升。

图 24: 2018 年国铁集团实现净利率 0.187%



资料来源: 国铁集团财报, 中信证券研究部

图 25: 我国三家铁路上市平台 ROE 低于日本铁路龙头 (2018 年)



资料来源: 国铁集团财报, wind, 中信证券研究部

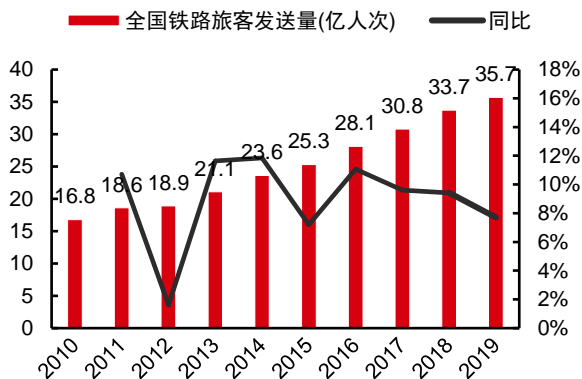
表 3: 京沪、沪宁、沪杭、沪昆和广深段高铁均于 2013 年底前投产

开通日期	线路名称	起点	终点	里程(公里)	设计时速(公里/小时)
2008.8	京津城际铁路	北京南	天津	120	250
2010.7	沪宁城际铁路	上海	南京	391	350
2010.9	沪昆高铁沪杭段	上海虹桥	杭州东	169	350
2011.6	京沪高铁	北京南	上海虹桥	1318	350
2011.12	广深港高铁广深段	广州南	深圳北	102	350
2013.7	宁杭客运专线	南京南	杭州东	256	300
2015.12	广深港高铁深圳段	深圳北	福田	9	300

资料来源: 国铁集团, 中信证券研究部

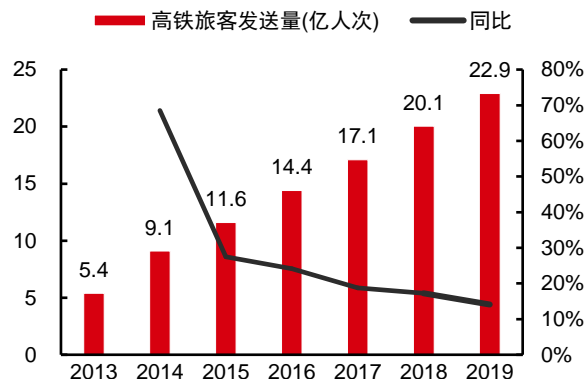
高铁客运占比超六成, 未来运量增速或 10%~15%, 仍具成长性。2019 年全国铁路旅客发送量同增 7.7%至 35.7 亿。其中高铁动车组发送旅客同增 14.1%。近年来高铁旅客发送量增速保持两位数增长, 为全国铁路客运量增速的 2 倍左右。高铁动车组旅客占比持续走高, 截至 2019 年末提升至 64.1%, 逐渐取代普客成为主要铁路客运方式。考虑高铁线路网络完善和复兴号动车组扩容, 未来 3 年高铁动车组客运量同比增速或 10%~15%。

图 26: 2019 年全国铁路旅客发送量同增 7.7%至 35.7 亿



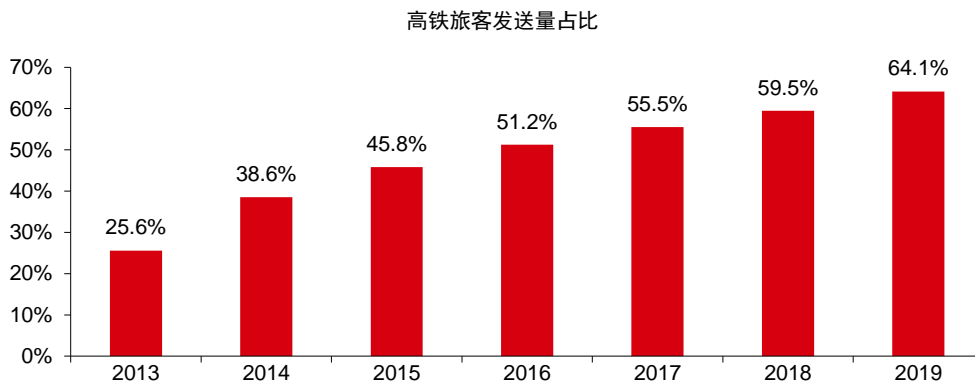
资料来源: 国铁集团官网, 中信证券研究部

图 27: 2019 年高铁动车组发送旅客同增 14.1%至 22.9 亿



资料来源: 国铁集团官网, 中信证券研究部

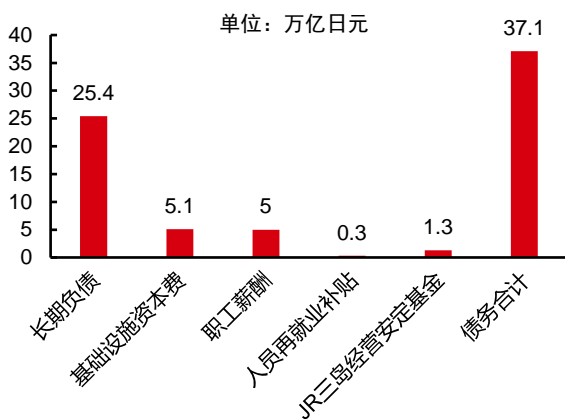
图 28: 2019 年高铁动车组旅客发送量占比升至 64.1%



资料来源: 国铁集团官网, 中信证券研究部

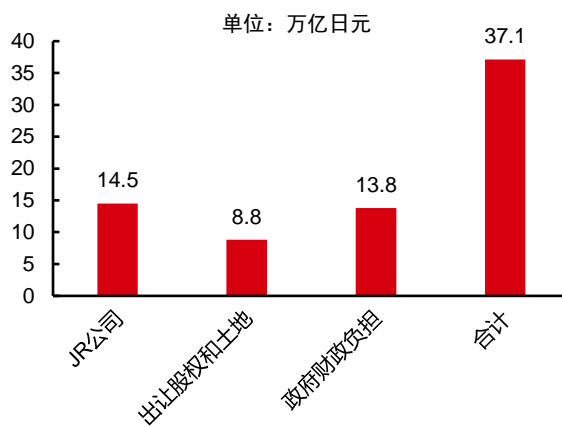
资产证券化对标日本，改革加速或推动板块估值上行。参考 1987 年日本国铁改革成功经验，优质资产证券化、引入社会资本化解债务危机、激活优质路产增长潜力，推动优质资产股改上市或为化解铁路融资困局的破题之举。高铁作为中国铁路核心资产，具有盈利能力强、产权清晰的优点。预计未来 3 年高铁动车组客运量同比增速或 10%~15%，颇具成长性。预计 2013 年之前投运的京沪、沪宁、沪杭、沪昆和广深段高铁均已经实现盈利，京广线以东干线或已具备上市条件。2019 年 1-9 月京沪高铁实现净利润 95.2 亿，预计全年实现净利润或 119 亿左右，改革预期有望推动板块估值上行。

图 29：1987 年日本国铁清算债务合计 37.1 万亿日元



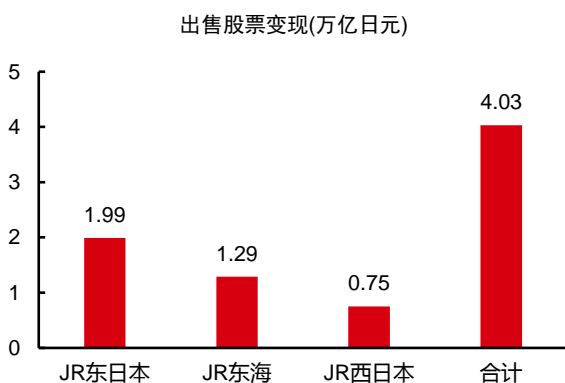
资料来源：日本国土交通省官网，中信证券研究部

图 30：本州三家 JR 和政府财政承担日本国铁清算债务 76%



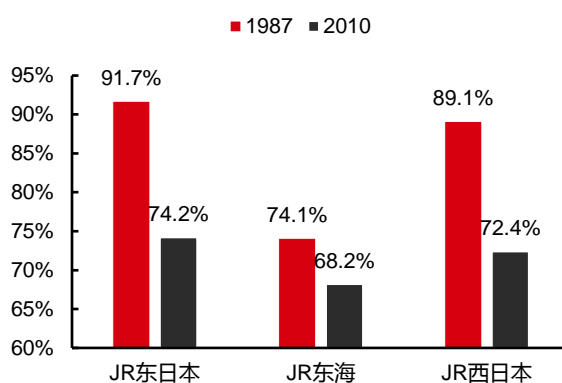
资料来源：日本国土交通省官网，中信证券研究部

图 31：1987 至 2006 年间本州岛三家 JR 出售股票合计套现 4 万亿日元



资料来源：日本国土交通省官网，中信证券研究部

图 32：出售股票助力本州岛三家 JR 恢复至 65%~75%的合理水平



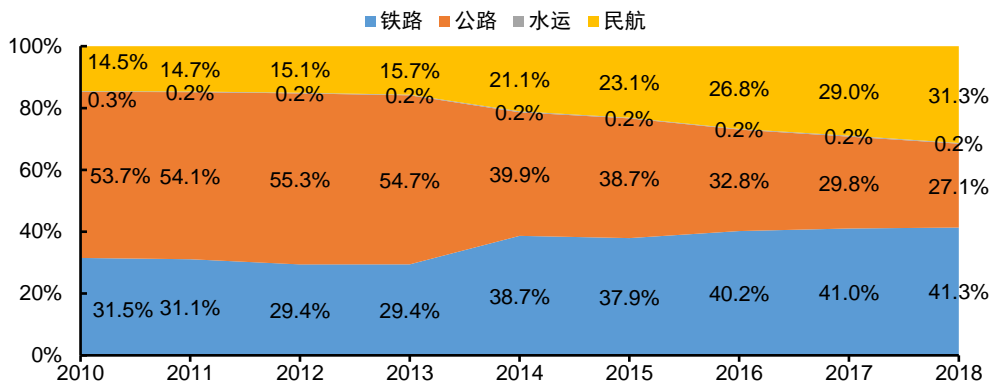
资料来源：日本国土交通省官网，中信证券研究部

竞争格局：800 公里内客运市场主导，铁路周转量占比升至 41%

可靠性、高频次和舒适性构筑竞争优势，铁路客运周转量占比升至 41.3%。行业竞争主要来自于包括公路、民用航空等在内的其它交通运输行业。2013 年以来我国高铁动车组旅客发送量 CAGR 达 30.2%，高铁客运的可靠性、高频次和舒适性吸引 150~800 公里旅客出行，在 800 公里以内客运市场占绝对优势。高铁客运高景气推动铁路客运周转量在

2013 年止跌回升，其运输方式占比由 2013 年 29.4%提升至 2018 年 41.3%。同时民航客运周转量占比由 2010 年 14.5%升至 2018 年 31.3%，而公路客运周转量占比由 2010 年 53.7%降至 2018 年 27.1%。

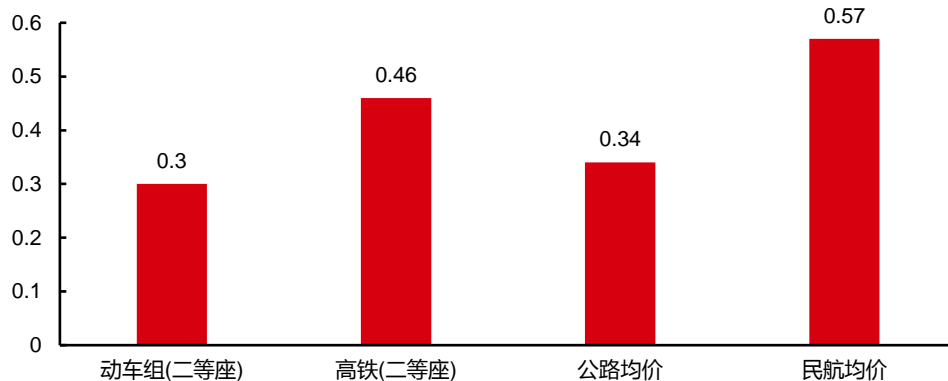
图 33：铁路客运周转量占比由 2013 年 29.4%提升至 2018 年 41.3%



资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

全国铁路调度“一张网”，叠加票价利好强化高铁竞争优势。近年来高铁旅客发送量增速保持两位数增长，为全国铁路客运量增速的 2 倍左右。我国铁路实行国铁集团和铁路局两级运输调度指挥管理模式，国铁集团负责铁路运输统一调度指挥，利好强化高铁竞争优势。目前我国设计时速 200-250 公里的动车组二等座平均票价 0.3 元/客公里，设计时速 250-350 公里的高铁二等座平均定价 0.46 元/客公里。对比 2018 年公路和民航客运均价 0.34、0.57 元/客公里，800 公里~1000 公里以内动车组/高铁竞争优势明显。

图 34：高铁在 800 公里以内竞客运市场竞争优势明显



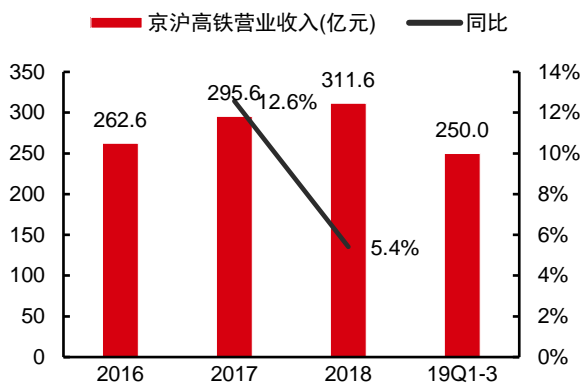
资料来源：世界银行统计数据，中国民用航空局《2018 年民航行业发展统计公报》，中信证券研究部 注：民航统计数据含通用航空

■ 公司分析：委托运输管理模式，内生外延成长延续

成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益

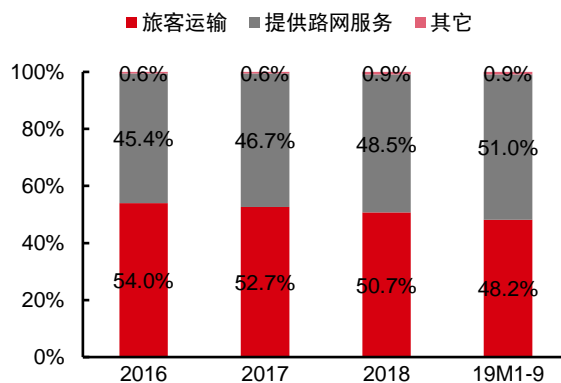
2019年1-9月跨线流量占比升8~9pcts，路网服务收入占比升至51%，预计全年路网服务收入或同增11%。公司营业收入构成为旅客运输和提供路网服务收入，2016年以来营业收入CAGR为10%左右，其中2019年1-9月实现收入250亿。近年来随着路网的完善，京沪高速铁路上开行的跨线列车数量增加，2019年1-9月提供路网服务收入占比升至51%。路网服务收入包括向其他路局担当列车收取的线路使用费、接触网使用费等，国铁集团资金清算中心按照《铁路运输进款清算办法》（铁财〔2005〕16号）等规定的收费标准、收入计算方法集中清算。2019年1-9月跨线车次、旅客发送量和旅客周转量分别较2016年提升8~9pcts至80.6%、74.8%和64.6%，在本线担当列车受制产能瓶颈背景下成为公司收入增长重要支点。考虑高铁网络完善和运行图方案优化跨线类车增加，预计2019年提供路网服务收入或同增11.0%，受疫情影响2020年收入增速或下降2.1%。

图 35：2019 年 1-9 月京沪高铁实现营业收入 250 亿



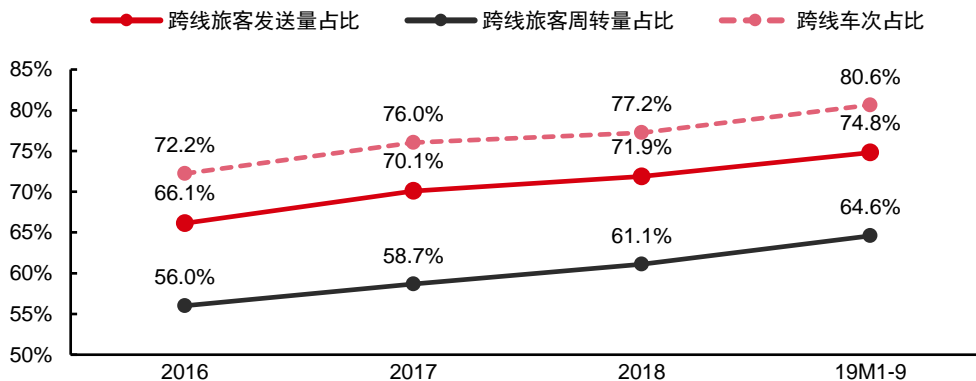
资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 36：2019 年 1-9 月旅客运输、路网服务贡献收入 48%、51%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 37：2019 年 1-9 月跨线车次、旅客发送量和旅客周转量较 2016 年提升 8~9pcts 至 80.6%、74.8% 和 64.6%

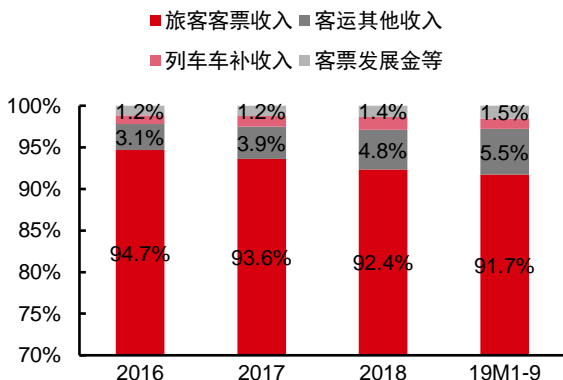


资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

预计 2019 年本线旅客周转量或同增 2%左右,路网服务毛利率较旅客运输高 20.5pcts 至 62.1%。旅客运输和提供路网服务贡献公司 99%以上营业收入,为公司主要收入来源。在旅客运输服务中,2016 年以来客票收入贡献 95%~92%(近 4 年间占比降 3pcts),随着客流量增长退票手续费占 90%的客运其他收入占比提升 2~3pcts。在提供接触网服务收入中,2016 年以来线路使用和接触网使用费收入贡献提供路网清算收入 93%~89%(近 4 年间占比降 4pcts),受同期车站旅客服务收入占比提升 3pcts 影响。考虑列车运行图开行架构优化和长编组列车替换,我们预计 2019 年本线旅客周转量或同增 2%左右。

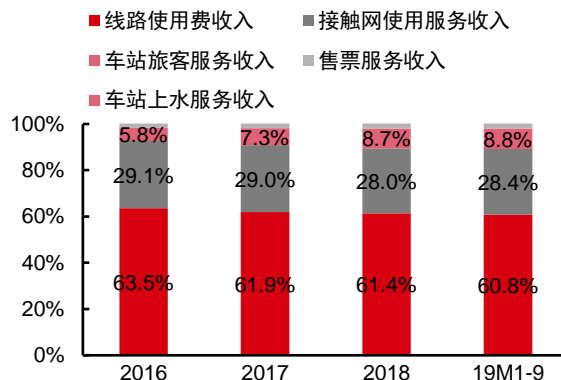
成本端相对固定,本线客座率、跨线车流量提升转化为收益,预计 2019 年公司整体毛利率或提升 4pcts。除固定资产折旧等支出外,其他成本多受本线车开行数量的影响,考虑 2016~2018 年本线车开行数量维持 4 万列次左右,预计旅客运输成本在-1%~1%波动。受益本线客座率提升、跨线车流量增加,成本端相对固定,2019 年 1-9 月公司整体、旅客运输和提供路网服务毛利率较 2016 年提升 10.3%、13.6%和 3.5%,同期提供路网服务毛利率较旅客运输高 20.5pcts 至 62.1%。考虑跨线列车车次仍有望维持 10%左右增速,成本端相对固定,预计 2019 年公司整体毛利率或提升 4 pcts 左右。

图 38: 2019 年 1-9 月公司旅客客票收入占旅客运输收入 91.7%



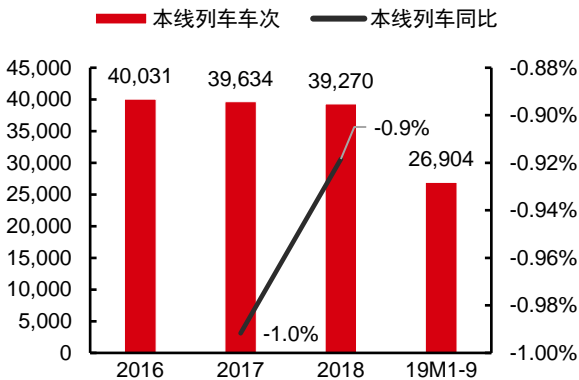
资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部

图 39: 2019 年 1-9 月线路和接触网使用费占路网服务收入 89.2%



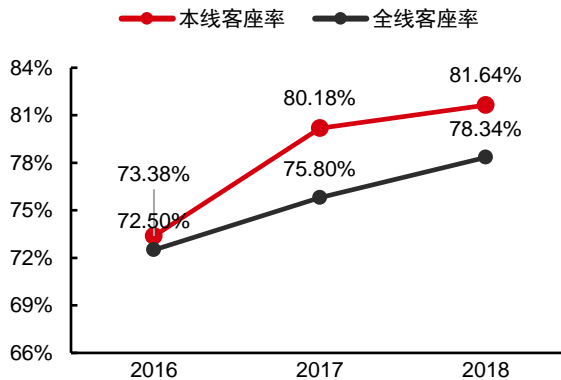
资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部

图 40: 2016 年以来本线列车开行数量维持每年 4 万列次左右



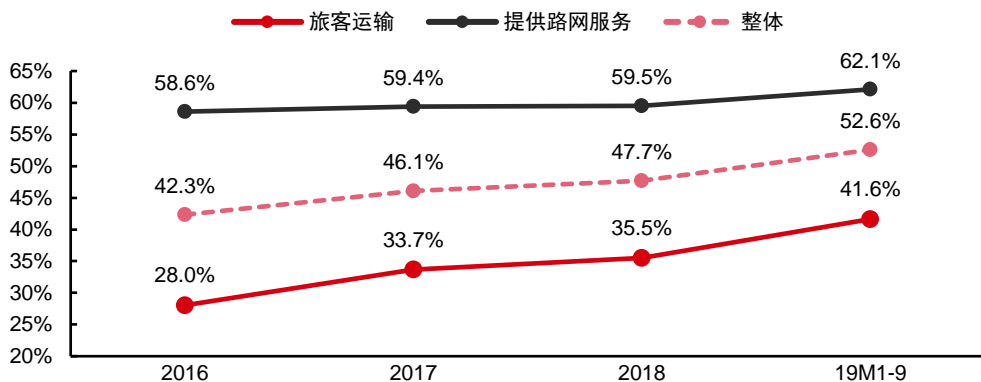
资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部

图 41: 2018 年全线、本线客座率较 2016 年提升 5.8、8.3pcts



资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部

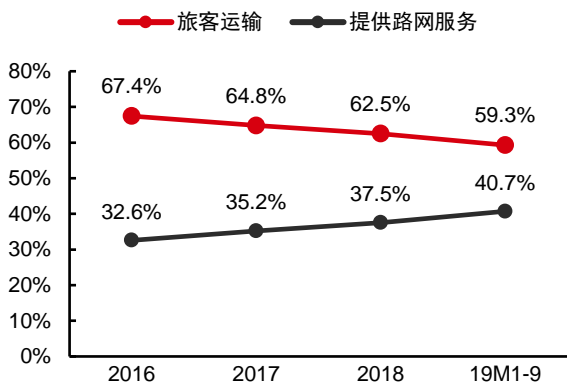
图 42：2019 年 1-9 月公司整体、旅客运输和提供路网服务毛利率分别 41.6%、52.6%和 62.1%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

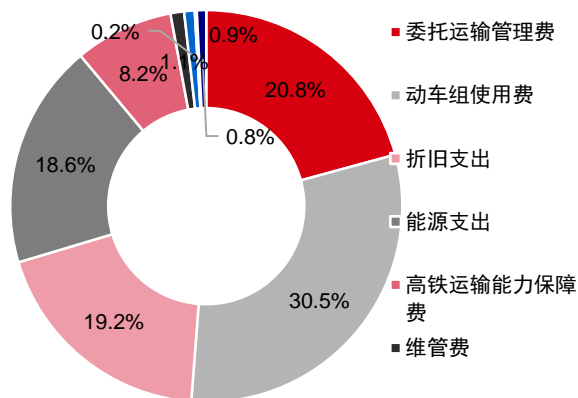
2016 年以来营业成本 CAGR 低于收入 6~7pcts，前 5 大成本项占比 97.1%，预计 2019 年营业成本或同比持平。2016 年以来公司营业成本 CAGR 为 3.4%，低于收入增速 6~7pcts，委托运输管理费、能源支出、折旧支出、其他费用按列车行驶吨公里进行拆分，动车组使用费、商务旅客服务费等全部为本线成本，高铁运输能力保障费以本线、跨线收入乘以 4%分配。2019 年 1-9 月公司营业成本中委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出和高铁运输能力保障费等前 5 大成本项占比 97.1%。2016 年以来委托运输管理费和动车组使用费成本增速 3%以下，折旧相对稳定，受《国家发展改革委关于取消电气化铁路配套供电工程还贷电价的通知》的影响及公司积极开展大用户直购电交易，采购单价降低推动 2016 年以来能源支出 CAGR -5.3%左右。综合考虑前 5 大成本项，预计 2019 年公司营业成本或持平、京福安徽并表折旧增加或致 2020 年营业成本同增 14.4%。

图 43：2019 年 1-9 月公司旅客运输、路网清算成本占 59.3%、40.7%



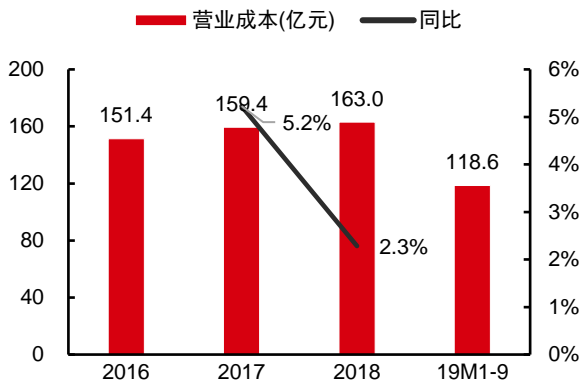
资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 44：2019 年 1-9 月公司委托经营管理费等前 5 成本项占比 97.1%



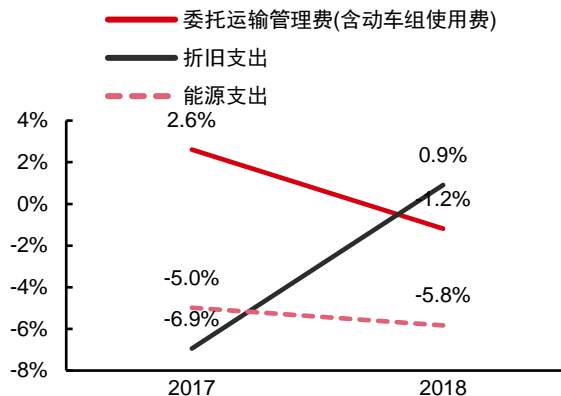
资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 45: 2016 年以来公司营业成本 CAGR 为 3.4%，低于收入增速 6~7pcts



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

图 46: 2018 年委托经营管理费、折旧和能源支出同增 1.2%、0.9%、-5.8%



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

优势之一：黄金线路无可替代，委托运输管理模式优势渐显

连接常住人口超 2000 万京沪超级枢纽，区位优势无可替代。京沪高铁连接京津冀、长三角两个主要经济区，所经省市占我国 6.5% 的国土陆地面积、27.3% 的常住人口、35.2% 的 GDP。根据 2018 年国家统计局数据，从所经 24 个车站所在城市的常住人口来看，常住人口超过 2000 万的为北京、上海两个、超过 1000 万的为天津、苏州两个、超过 500 万的为沧州、德州、济南、徐州、南京等 8 个。从所经城市人均 GDP 来看，年人均 GDP 超过 10 万元的车站所在城市占比 46%、大部分人均 GDP 超过 5 万元，黄金线路区位优势无可替代。

表 4: 连接京沪两大超级枢纽，沿线城市人均 GDP 多超过 5 万元

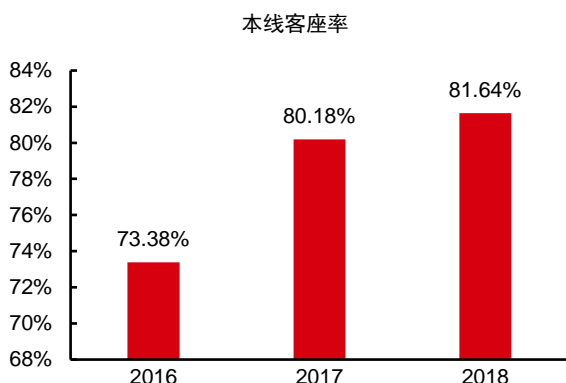
序号	站名	里程 (公里)	常住人口 (万人)	人均 GDP (万元/年)	辖区铁路局
1	北京南站	0	2154	14.0	中国铁路北京局集团有限公司
2	廊坊站	59	474	6.5	
3	天津西站	117	1560	12.1	
4	天津南站	131	1560	12.1	
5	沧州西站	219	759	4.9	中国铁路济南局集团有限公司
6	德州东站	327	581	5.8	
7	济南西站	419	746	10.6	
8	泰安站	462	564	6.5	
9	曲阜东站	533			中国铁路上海局集团有限公司
10	滕州东站	589			
11	枣庄站	625	393	6.1	
12	徐州东站	688	880	7.7	中国铁路上海局集团有限公司
13	宿州东站	767	568	2.9	
14	蚌埠南站	844	339	5.1	
15	定远站	897			
16	滁州站	959	411	4.4	
17	南京南站	1018	844	15.3	
18	镇江南站	1087	320	12.7	

序号	站名	里程(公里)	常住人口(万人)	人均GDP(万元/年)	辖区铁路局
19	丹阳北站	1112	98	12.5	
20	常州北站	1144	473	14.9	
21	无锡东站	1201	657	17.4	
22	苏州北站	1227	1072	17.4	
23	昆山南站	1259	166	21.2	
24	上海虹桥	1318	2424	13.5	

资料来源：国家统计局，各省统计局，中信证券研究部

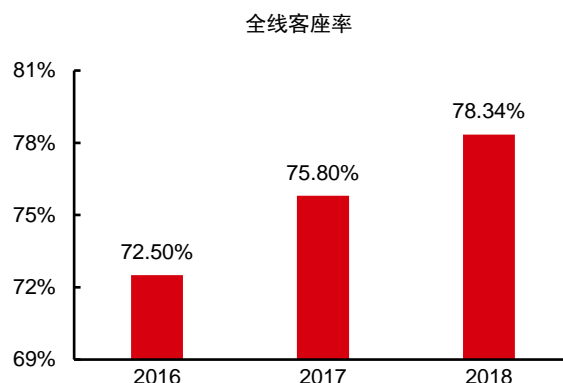
预计 2020 年全线日均客运量升至 60 万人，换车调图提升运能适应需求增长。截至 2019 年 9 月 30 日，京沪高铁累计开行列车 99.2 万列，累计发送旅客 10.9 亿人次，占全国高铁累计客运量约 10%，成为我国最繁忙的高铁线路之一。可靠性、高频次和舒适性构筑竞争优势，消费升级推动京沪高铁客座率持续提升，2019 年 1-9 月公司本线客座率升至 81.6%、全线实现日均客流量 58.8 万人。通过增加 16、17 辆编组长列车实现运能提升、铁路调图优化行车组织，预计 2020 年公司全线客座率或升至 79.5%、日均客运量 60 万人左右。

图 47：2018 年京沪高铁本线客座率升至 81.6%



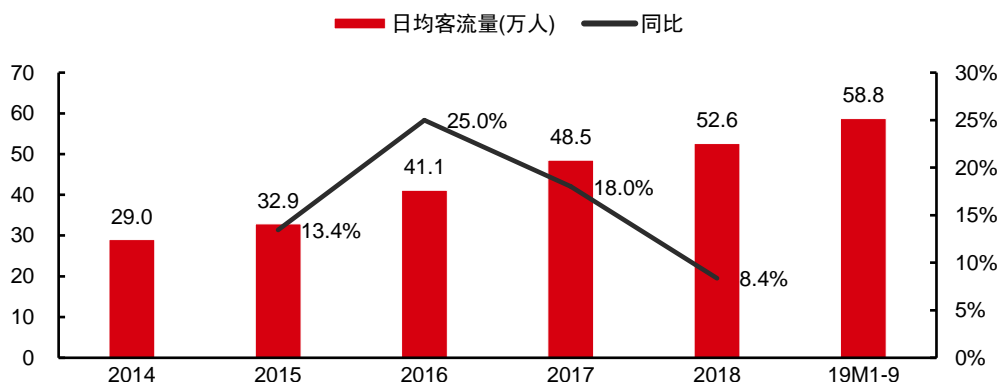
资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 48：2018 年京沪高铁全线客座率升至 78.3%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 49：2019 年 1-9 月京沪高铁全线日均客流量升至 58.8 万人

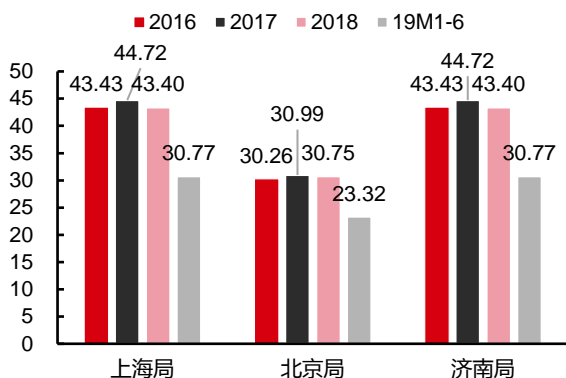


资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

委托运输管理模式优势渐显，员工数量仅 67 人、委托相关成本相对稳定，利好客座率提升转化为利润。与已上市的铁路客运标的商业模式不同，京沪高铁采用委托运输管理模式运营模式。公司负责京沪高铁及沿线车站的投资、建设和运营，运输管理委托北京局、济南局和上海局集团、牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团。截至 2019 年 9 月公司员工数量仅 67 人，远低于可比公司。

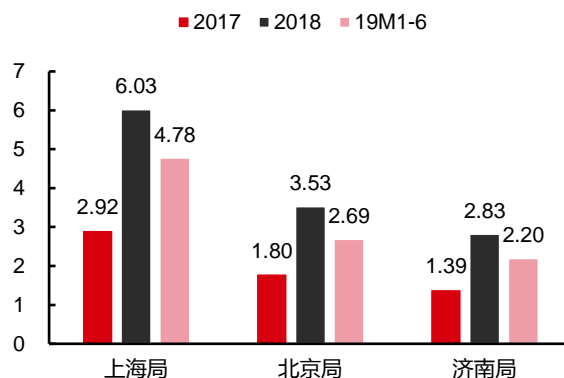
2019 年 1-9 月公司委托运输管理费(含动车组使用费)占营业成本的 51.3%，2016 年以来委托 3 家铁路局支付费用波动率在 3%以内。2017 年 7 月国铁集团开始要求合资公司按运输收入一定比例向受托铁路局支付高铁运输能力保障费，考虑 2017 年半年征收，预计 2019 高铁运输能力保障费同增 4%以内。维管费支付中铁电气化集团，2016 年以来年均复合增速 3%左右，且仅占成本 1.1%左右。委托运营 3 项主要成本项相对稳定，利好客座率提升转化为利润，对比广深铁路成本端压力、采用委托运输管理模式优势凸显。

图 50: 2016 年以来上海局、北京局和济南局收取委托运输管理费波动幅度 3%以内



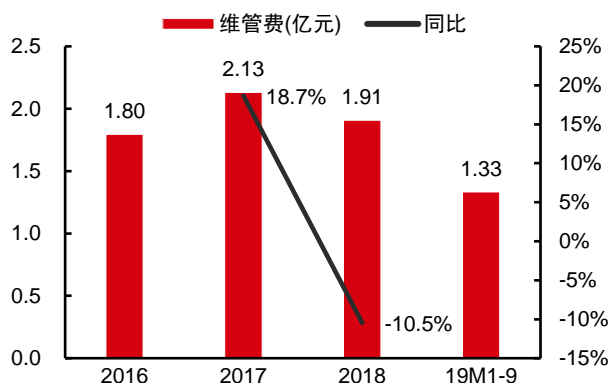
资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部 注: 单位: 亿元

图 51: 2016 年以来上海局、北京局和济南局收取高铁运营能力保障费波动幅度 4%以内



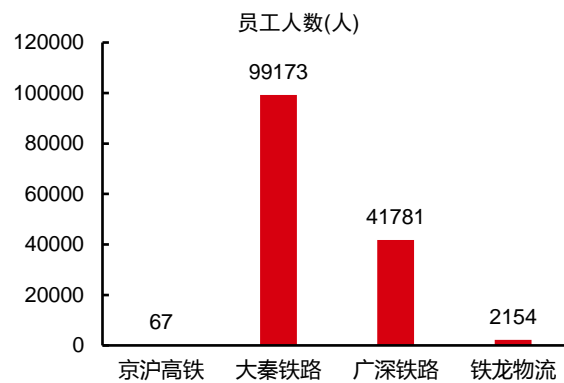
资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部 注: 单位: 亿元

图 52: 2016 年以来公司维管费年均复合增速 3%左右



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

图 53: 截至 2019 年 9 月, 公司员工数量 67 人, 远低于可比公司



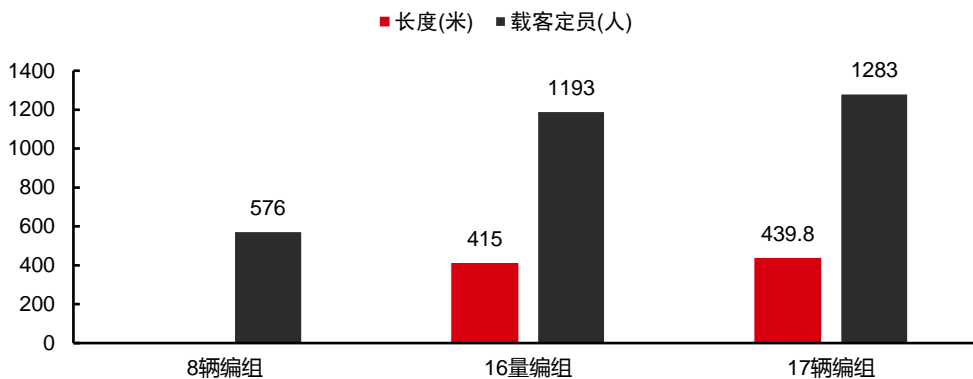
资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

优势之二: 京福安徽协同叠加长编组替换, 未来 5 年业绩 CAGR 或 12%

预计替换列车或致 2020/2021 年担当列车周转量 CAGR 为 2%，追踪间隔仍有压缩空间。目前公司担当列车包括 17 辆编组、16 辆编组的复兴号列车，16 辆编组、少量 8 辆编组和谐号动车组。目前 17 辆长编组“复兴号”的投放量或受制于产能或国铁集团采购节奏，其车身高 439.8 米、运能较 16 辆编组提升 7.5%以上(早期投运和谐号 CRH380C 定员 1015 人)。预计 16 辆编组在公司担当车辆中占比近 70%，多为两辆 8 编组重联(存在 4 个驾驶室)，每列 17 辆长编组较其增加 90 个座位。假设 2020、2021 年公司每年替换 30 对 17 辆长编组，考虑列车开行方案的优化，预计未来两年担当列车周转量 CAGR 为 2%。

目前京沪高铁最小列车追踪间隔为 4~5min，距离设计标准 3min 仍有优化空间，期待最小列车追踪间隔压缩提升车辆通行效率。

图 54：超长版 17 辆编组较 16 辆编组“复兴号”载客定员多 90 人



资料来源：中国铁路招标网，中信证券研究部

商合杭基本与京沪本线平行，京沪收购股权构建区域高铁网，未来协同空间广阔。京沪高铁计划利用募集资金收购京福安徽公司 65.1% 股权，主要路产包括合蚌客专、合福安徽段、商合杭安徽段、郑阜安徽段，其中商合杭(商丘-合肥段)、郑阜于 2019 年 12 月通车运营，商合杭(合肥-杭州段)预计 2020Q4 投入运营。京福安徽委托铁路沿线的上海局和南昌局集团运营，均为非担当车辆，目前尚处市场培育期。京沪高铁控股后有望与京福安徽线路、尤其商合杭形成产业协同，河南、安徽两省集入京沪高铁南下客流有望分流至商合杭，释放本线运能实现新增量，打造以京沪高铁为骨架、区域连接线衔接的高速铁路网。

表 5：京福安徽路产包括郑阜、合福、商合杭安徽段和合蚌客专

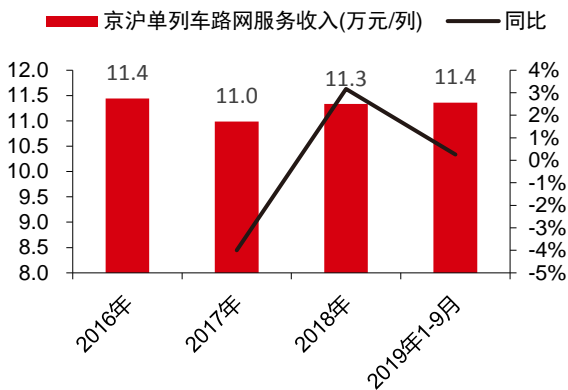
线路名称	运营里程	设置车站	运营时间	连接线路
合蚌客专	132 公里	蚌埠站（非自有车站）、蚌埠南站（非自有车站）、淮南东站、水家湖站、合肥北城站、合肥站（非自有车站）共 6 个车站。	2012 年 10 月 16 日	合蚌客专与合宁、合武铁路相连接，是京沪通道与沿江通道间快速连接线。
合福铁路安徽段	388.6 公里	合肥西站（非自有车站）、合肥南站（非自有车站）、长临河站、巢湖东站、无为站、铜陵北站、南陵站、泾县站、旌德站、绩溪北站、歙县北站、黄山北站等 12 个车站。	2015 年 6 月 28 日	合福铁路安徽段向北通过合蚌客专与京沪高铁连接，是京港（台）通道的重要组成部分。
商合杭铁路安徽段	592 公里	芦庙站、亳州南站、阜阳西站、合肥北城站、巢湖北站、巢湖东站、含山西站、芜湖北站、郎溪站、广德	商丘-合肥段 2019 年 12 月投运，合肥-	线路走向基本与京沪线平行，华东地区南北向的第二大客运通

线路名称	运营里程	设置车站	运营时间	连接线路
		南站等 24 个车站。	杭州段计划 2020 年 10 月建成投产	道，与沪昆通道相连接。
郑阜铁路安徽段	69 公里	界首南站、临泉站、阜阳西站等 3 个车站。	2019 年 12 月投运	陆桥通道、京港澳通道相连，有利于完善中部地区铁路网布局。

资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

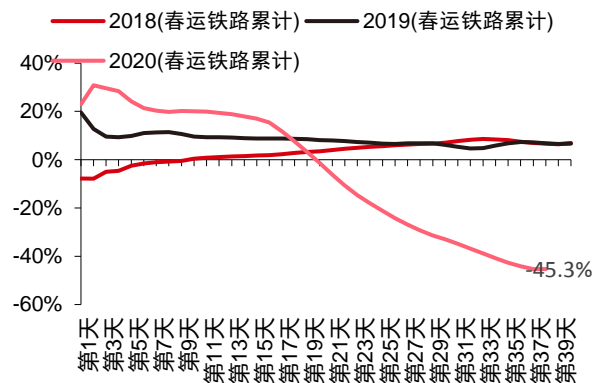
预计 2020 年商合杭(商丘-合肥段)运行高铁列车数 9000 列，2022 年扭亏实现净利润 1.9 亿，中期 2025 年净利润或 25 亿左右。2020 年新列车运行图计划商合杭(商丘-合肥段)开行列车 73 对、郑阜高铁开行列车 24.5 对。截至 2 月 16 日，2020 年春运铁路累计客运量同比下降 45.3%，2019-nCoV 疫情短期严重铁路客运量，多条骨干高铁停运列车近 1/3。考虑商合杭(商丘-合肥段)2019 年 12 月刚开始运营，商合杭(合肥-杭州段)或 2020Q4 才可通车，叠加 2019-nCoV 疫情严重冲击 2020Q1 高铁运量、影响或延续至 Q2，所以假设 2020 年商合杭(商丘-合肥段)运行高铁列车数 9000 列。预计 2020 年~2022 年京福安徽净利润-11.0 亿、-3.2 亿、1.9 亿，中期 2025 年京福安徽或实现净利润 25 亿左右。

图 55：2016 年以来京沪高铁单列车路网服务收入 11.0~11.4 万元



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 56：截至 2 月 16 日，2020 年春运铁路累计客运量同比下降 45.3%



资料来源：交通运输部官网，中信证券研究部

表 6：预计 2020 年~2022 年京福安徽净利润-11.0 亿、-3.2 亿、1.9 亿

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	1765.79	1854.08	3656.19	5050.97	5549.12
Yoy		5.0%	97.2%	38.1%	9.9%
商合杭路网列车数量(列)			9000	53290	65700
Yoy					0.232877
郑阜路网列车数量(列)			14600	18980	26572
Yoy				30%	40%
京福安徽净利润		-1003.8	-1097.4	-323.0	193.0
京沪高铁对应收益			-714.4	-210.3	125.3

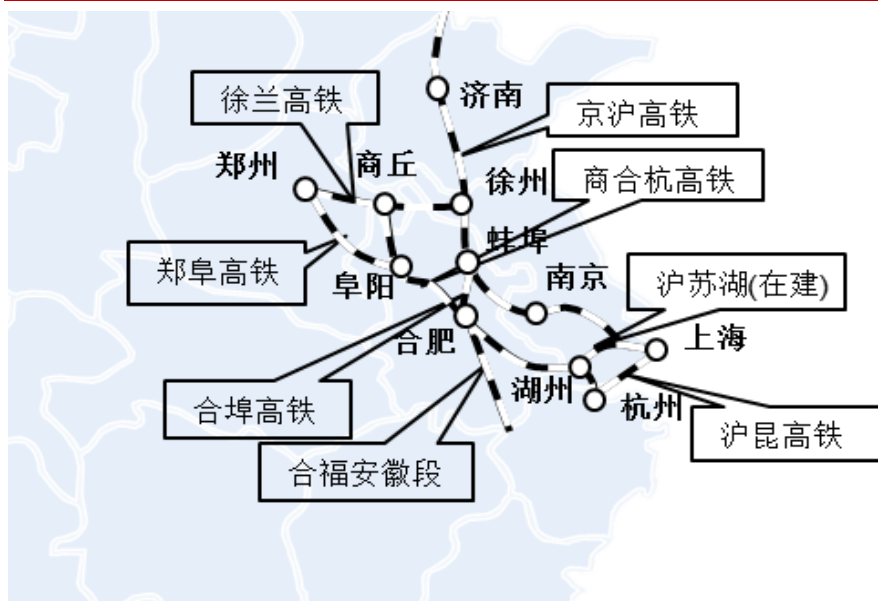
资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部测算

单位：百万元

2025 年京沪高铁或实现净利润 210 亿左右，京福安徽协同带来运行图优化契机。全国高铁区段列车通行最大值为徐州东-蚌埠南 154 对，较京沪高铁其他区段高 24~40 对，京沪高铁区段列车通行对数表现明显不均衡。作为华东地区南北向的第二大客运通道，商

合杭通车后可将河南、陕西客流有效分流。假设京沪高铁徐蚌段运行列车平移 30~40 对，即与其他 6 个区段运行列车对数(120~125 对)相近。优先铺画区段内满能力、规格化运行图，再综合考虑跨线集入方案，假设仅考虑本线车存在 40 对左右增长空间，目前一对 16 辆编组列车一年实现净利润 1 亿以上，预计 2020 年京沪高铁实现净利润 130 亿左右(不考虑京福安徽亏损 7.1 亿)，2025 年京沪高铁有望实现净利润 170 亿~180 亿，考虑京福安徽和假设本线票价提价 10%有望提升净利润规模 210 亿左右，中国高铁名片盈利能力凸显。

图 57：商合杭高铁基本与京沪本线平行，有望缓解沪本线徐蚌段产能紧张



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部绘制

优势之三：换车提速提升客户体验，本线票价弹性释放可期

高铁票价定价权属国铁集团，分季节、分时段、分席别、分区段定价或成方向。2016 年 2 月，国家发改委《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，高铁动车票价改由国铁集团自主定价。考虑铁路运输公益性，普客定价权仍属发改委。高铁动车组方面，国铁集团可按照客流需求和其他运输竞争情况等实行一定的折扣票价。制定公布票价应在售票前对外公告，调整公布票价应提前 30 天公告。以公布票价为最高限价，分季节、分时段、分席别、分区段，在限价内实行多档次票价，高铁票价市场化持续推进。

表 7：高铁票价逐渐形成分季节、分时段、分席别、分区段的浮动票价

时间	调整范围	调整内容
2017.1	海南环岛高铁	二等座由 83.5 元上调 19.8%至 100 元,一等座由 99.5 元上调 60.8%至 160 元。
2017.4	东南沿海高铁	二等座上调幅度约 25%-30%，一等座上调幅度约 55%-65%。
2018.3	28 条城际铁路最大折扣提升至 20%	2018 年 4 月 28 日起国铁集团对 28 条城际铁路部分动车组列车票价，实行不同形式、不同幅度的折扣优惠，最大折扣幅度由前期试点的 10%提升至 20%。
2018.5	早期开通 6 条线路 200~250 公里的高铁动车组调整票价	2018 年 7 月 5 日起对早期开通的合肥—武汉、武汉—宜昌、贵阳—广州、柳州—南宁、上海—南京、南京—杭州等时速 200~250 公里的高铁动车组公布票价进行优化调整，铁路运输企业可根据供需在上限票价内实行下浮，折扣幅度最大 6.5 折。

时间	调整范围	调整内容
2018.5	京津城际特等座、一等座	二等座维持不变，一等座由 65.5 元上调 34%至 88 元，特等座由 93.5 元上调 6%至 99 元。同时 28 条城际铁路部分动车组列车票价，最大折扣幅度由 10%提升至 20%。
2019.12	上海局、南昌局、成都局、兰州局、广铁集团的部分高铁动车组列车票价将优化调整	以公布票价为最高限价，分季节、分时段、分席别、分区段，在限价内实行多档次票价，总体有升有降，东南沿海铁路涉及 400 多趟列车、向莆铁路涉及 50 趟左右的列车，最大折扣幅度 5.5 折。

资料来源：国铁集团网站，中信证券研究部

动车组二等座票价和公路相当，高铁占航空票价近六成，具有综合价格优势。目前我国设计时速 200-250 公里的动车组二等座平均定价 0.30 元/客公里，一等座 0.38 元/客公里，二等座和公路客运平均运价基本相当。设计时速 250-350 公里的高铁二等座平均定价 0.46 元/客公里，一等座 0.77 元/客公里，2018 年高铁二等座票价相当于民航平均票价 56% 左右。考虑高铁线路网络完善和复兴号动车组扩容，未来 3 年高铁动车组客运量同比增速或达 10%~15%。

表 8：二等座动车组、高铁平均定价 0.30、0.46 元/客公里

	里程(公里)	一等座票价(元)	二等座票价(元)	一等座单价(元/客公里)	二等座单价(元/客公里)
京沪动车	1318		426		0.32
石太客专动车	225	81.5	68	0.36	0.30
京广动车组	2298		709		0.31
京沪高铁	1318	933	553	0.71	0.42
京广高铁	2298	1380	862	0.60	0.38
哈大高铁	947	645.5	403.5	0.68	0.43
沪宁高铁	301	229.5	144.5	0.76	0.48
沪昆高铁	2264	1475	879	0.65	0.39
郑西高铁	484	382	239	0.79	0.49
东南沿海高铁杭甬段	152	120	71	0.79	0.47
东南沿海高铁厦深段	514	290	183.5	0.56	0.36

资料来源：12306 官网，中铁总官网，中信证券研究部

换车提速提升客户体验，未来票价提升空间可期，票价若增 10%对应净利润增量或 12 亿左右。2017 年 6 月，首批复兴号列车在京沪高铁投运，相对和谐号列车，复兴号在 WiFi 全程覆盖、电源数量增加、座椅间距加大、坐席状态显示功等方面改善明显。2019 年 10 月京沪高铁复兴号列车时速恢复至 350 公里运行，北京至上海高铁出行最短时间缩小至 4 小时 18 分钟。高铁复兴号列车入列和时速恢复至 350 公里，提高旅客出行体验和时效性，而京沪高铁二等座仍维持单客公里 0.42 元，较全国高铁平均水平低 8.7%左右，服务品质与票价存在倒挂。按照 2018 年公司运营数据计算，预计京沪线高铁票价若提升 10%，对应旅客运输业务净利润增量 12 亿左右。

表 9: 复兴号提升旅客出行体验, 2019 年 10 月时速恢复至 350 公里

	改进项目	主要内容
1	WiFi 全程覆盖	WiFi 全车覆盖、全程免费, 每一节车厢可以承载 80-120 部移动终端。
2	电源数量增加	增加电源数量, 每两个座椅都有 1 个插座, 每 3 个座椅就有 2 个插座。
3	座椅间距加大	优化空间, 提升旅客体验; 二等座椅间距加大至 1.02 米, 较和谐号座椅间距增加 3%。
4	坐席状态显示功能	未来能在座位显示屏上看到座位是否卖出。可通过座位显示屏上的“红、黄、绿”颜色电子灯, 判断已售、待售、预售信息情况。
5	设计寿命增加	复兴号设计使用寿命 30 年, 较和谐号增长 10 年, 降低运营企业运营和维修成本。

资料来源: 中车青岛四方股份公司公告, 中信证券研究部

航空票价上行或传递至铁路, 京沪高铁票价弹性释放可期。京沪高铁规划之初, 关于航空和铁路分流的争论不绝于耳。近 7 年来从京沪航线的客座率和票价来看, 需求仍未充分满足。2018 年京沪航线运送旅客约 344 万人次, 推测净利率水平 30%~34%、盈利能力居国内商务航线第一。2019 年 12 月京沪航线经济舱全价提至 1630 元, 实现 2018 年 1 月航空票价市场化以来 3 次提价, 考虑提价时点 2019 年仍按照 1490 元考虑。假设平均票价折扣 0.7, 按照人均利润测算, 2019 年京沪航线人均利润 319.8 元, 高于京沪高铁 77 元(占比 24.1%)。航空经过 3 个航季提价, 京沪航线经济舱全价较 2017 年冬春航季提升 31%至 1630 元。票价上行有望从航空传递至铁路, 京沪高铁票价弹性释放可期。

表 10: 预计 2019 年京沪高铁本线人均利润仅为京沪航线 24.1%

2019E	京沪高铁(担当列车)	京沪航线
旅客发送量(万人次)	5400	788
收入(亿元)	160	84
票价(元)	553(二等座)	1490(经济舱全价)
净利润(亿元)	41.6	25.2
里程(公里)	1318	1077
耗时	4 小时 18 分钟—6 小时 20 分钟	约 2 小时 10 分钟
人均净利润(元)	77.0	319.8

资料来源: 京沪高铁招股说明书, 各航司公告, 中信证券研究部测算

优势之四: 费率稳定成本可控, 土地开发和科技应用或为潜在增长极

未来 3 年清算协商定价单价或企稳, 成本增长可控。公司资产主要为京沪高铁沿线线路及车站、供电信号等相关设备, 运输委托沿线上海、北京和济南局集团。采用委托运输管理模式衍生较多的关联交易, 2019 年 1-9 月委托运输管理费、动车组使用费、高铁运输能力保障费和维管费等与关联交易相关成本占比 60.5%, 相关费率变化趋势或为影响公司成本增量的重要因素。2019 年 1-9 月单价按照全网通一、清算定价的营业成本占 40%左右, 协商确定的营业成本占 20%左右, 其他部分为折旧和能源支出。目前铁路清算统一由国铁集团资金清算中心完成, 预计未来 3 年清算定价和协商定价单价维持稳定, 成本增长可控。

表 11: 京沪高铁与成本相关关联交易的单价定价

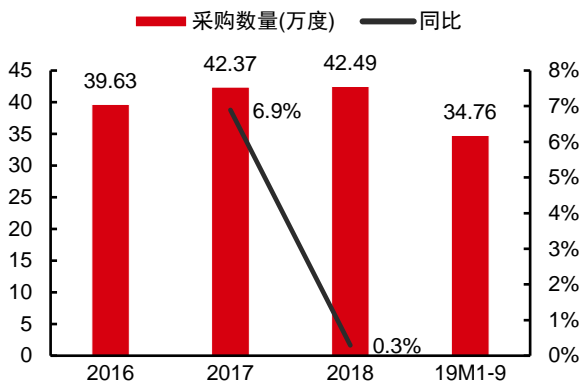
费用类别	采购内容	定价依据	定价方式
委托运输 管理费 (2016- 2018 年)	人工费用	受托方直接生产人员和间管人员的工资、工资附加费	协商确定
	动车组使用费	铁路局提供动车组列车用于京沪高铁公司开行担当车, 京沪高铁公司支付相关使用费用	全网统一
	直接生产费	包括受托方的运输部门费用、机务部门费用、工务部门费用、电务部门费用、车辆部门费用、供电供水部门费用等	协商确定
	间管费	向受托方支付的补偿其间接生产和管理部门承担的管理费	《委托运输费用指导意见》及委托运输管理相关协议
	其他	采购其他委托运输管理相关服务而支付的费用	协商确定
委托运输 管理费 (2019 年及 以后)	动车组列车服务费	铁路局为动车组列车提供乘务等服务, 京沪高铁公司支付相关费用	协商确定
	基础设施设备维护与车站旅客服务费	铁路局提供路网基础设施设备养护维修、车站旅客服务, 京沪高铁公司支付相关费用	协商确定
动车组使用费	铁路局提供动车组列车用于京沪高铁公司开行担当车, 京沪高铁公司支付相关使用费用	《中国铁路总公司关于优化调整部分客运财务清算事项的通知》(铁总财〔2019〕23 号)	清算定价
高铁运输能力保障费	由合资铁路公司向受托铁路局支付的保障高铁运输能力的费用	《高铁运输能力保障费实施办法(暂行)》(铁总财〔2017〕163 号)	清算定价
商务旅客服务费	支付铁路局商务旅客服务费	京沪高铁公司制定的《京沪高铁旅客专项服务实施方案》(京沪高速综函〔2012〕227 号)	清算定价
线路使用费	京沪高铁公司担当列车在车辆段等连接线处行驶时向线路所有者支付的相关费用	《中国铁路总公司关于明确有关财务清算事项的通知》(铁总财〔2016〕230 号)、《关于调整高铁客运清算有关事项的通知》(铁总财〔2017〕162 号)	清算定价
机车牵引费	京沪高铁公司担当列车无动力状态时需由电力机车牵引, 向提供牵引服务的牵引企业支付的相关费用	《中国铁路总公司关于公布全国铁路线路客运类别及部分清算单价的通知》(铁总财〔2018〕234 号)	清算定价
接触网使用费	京沪高铁公司担当列车在车辆段等连接线处行驶时向接触网所有者支付的相关费用	《中国铁路总公司关于明确有关财务清算事项的通知》(铁总财〔2016〕230 号)	清算定价
售票服务费	京沪高铁公司自有 24 个车站以外的其他车站出售京沪高铁公司担当列车向京沪高铁公司收取的费用	《关于修改路网使用费管理办法部分内容的通知》(铁财〔2009〕117 号)	清算定价
专项清算、更新改造	委托设备设施大修、灾害预防、灾害复旧等服务	《委托运输费用指导意见》	协商确定
上交共同费用	全网铁路运输企业上交的共同费用	《中国铁路总公司企业财务管理暂行办法》(铁总财〔2014〕365 号)	全网统一

资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

平均电价下降缓解成本压力, 预计电价每降 1%或减少采购成本 2700 万左右。电力是铁路运输行业的主要能源, 目前公司参与政府组织的平台竞价方式积极开展大用户直购电交易。根据《国家发展改革委关于取消电气化铁路配套供电工程还贷电价的通知》(发改价格〔2017〕1005 号), 2017 年 6 月 1 日起取消电气化铁路配套供电工程还贷电价,

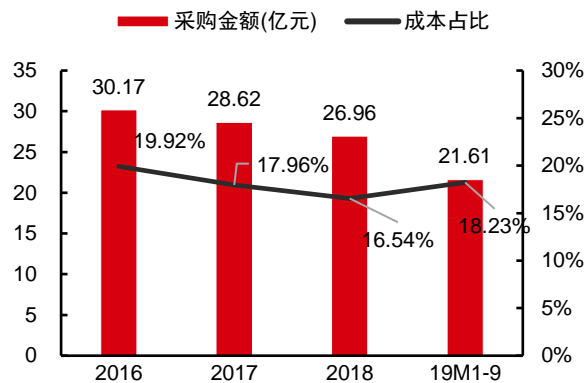
2016 年~2019Q3 公司采购平均电价为 0.76、0.68、0.63 和 0.62 元/度，电价持续下滑缓解成本压力。2016 年以来公司采购电量 CAGR 为 3.5%，采购电力的能源支出成本有望稳定 18%左右。按照 2018 年采购电量计算，预计电费均价每下降 1%，有望减少采购成本 2700 万左右。

图 58：2016 年以来公司采购电量 CAGR 为 3.5%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

图 59：2016 年以来公司电力采购成本占比 16.5%~20%



资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

长期看土地开发和科技应用或为潜在业绩增长极。截至 2019Q3，公司使用土地面积合计 3935 万平米，尤其 24 座车站部分用地商业开发空间广阔。对比港铁公司(0066.HK)采用地铁+物业(R+P)的模式，公司注重盘活周边土地资产，通过周边地块商业开发，实现土地增值、获得物业开发相关收益，有望实现铁路运输企业价值重估。2019 年上半年物业管理和租赁业务贡献营业收入 48.1%。京沪高铁区位优势显著，桥梁里程占比近 80%，有望提供多项科技应用场景。长期来看土地开发和科技应用或为公司潜在业绩增长极。

表 12：截至 2019Q3 公司已取得权属证书土地占比 96.0%

类型	宗数	面积(万平米)	面积占比
已取得权属证书	划拨土地	121	5.60%
	已办理土地作价出资的土地	598	90.37%
	合计	719	95.97%
未取得权属证书，正在办理	324	158	4.03%
合计	1,043	3935	100.00%

资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部

京福协同驱动成长，疫情冲击 2020 年业绩 14%

收购对价对应 1.09 倍 PB，价格合理协同驱动成长

IPO 公开发行股票占发行后总股本 12.8%，计划用于收购收购京福安徽公司 65.08% 股权。根据公司《首次公开发行股票 A 股股票上市公告书》，本次公开发行股票 62.86 亿股，占发行后总股本的比例 12.8%。实际募集资金总额 306.7 亿，扣除发行费 4033 万，募集资金净额 306.3 亿元。所募集的资金在扣除发行费用后计划全部用于收购京福安徽公司 65.08% 股权，收购对价为 500 亿元，收购对价与募集资金的差额 193.6 亿通过自筹资金解决。

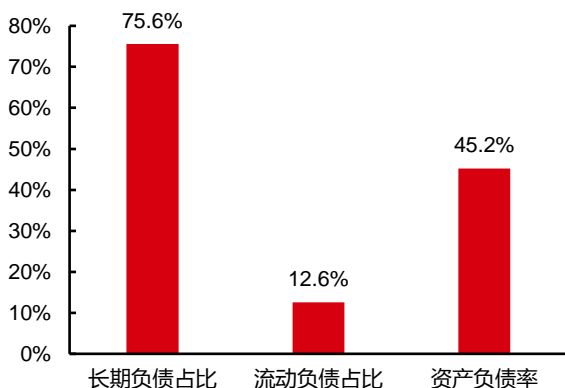
表 13: 收购对价与募集资金的差额 193.6 亿通过自筹资金解决

项目名称	项目总投资额(亿元)	募集资金投资额(亿元)
京福安徽公司 65.08%股权	500	306.4(募集资金净额)
		193.6(自筹资金解决, 预计采用银行贷款、自有资金的方式)
合计	500	500

资料来源: 京沪高铁《首次公开发行 A 股股票上市公告书》, 中信证券研究部

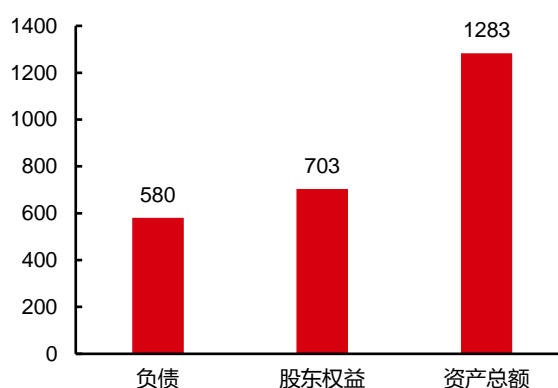
收购对价对应 1.09 倍 PB, 京福管内线路仅提供路网服务。京福安徽公司主要路产合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段, 线路与京沪通道、沿江通道、沪昆通道、陆桥通道、京港澳通道等相连。若收购完成后, 预计将利好增强京沪高铁和京福安徽管内路网协同效应、激发新增量。目前京福安徽正在运营的合蚌客专、合福铁路安徽段正处于市场培育期; 商合杭(商丘-合肥段)、郑阜于 2019 年 12 月通车运营, 商合杭(合肥-杭州段)预计 2020Q4 投入运营。截至 2019Q3 公司资产负债率 45.2%, 其中长期负债占负债总额 75.2%。管内线路本身不承担列车, 仅提供路网服务, 委托铁路沿线的上海局、南昌局集团进行运输管理。本次计划收购对价为 500 亿元, 对应 PB 为 1.09 倍左右, 价格合理, 未来业务协同空间广阔。

图 60: 截至 2019Q3 公司资产负债率 45.2%



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

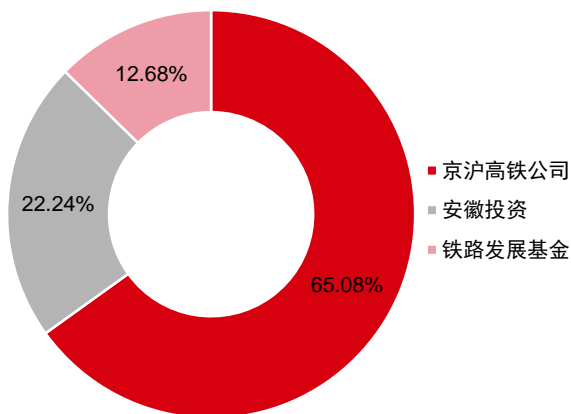
图 61: 500 亿对价对应京福安徽 PB 为 1.09 左右



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部 注: 单位: 亿元

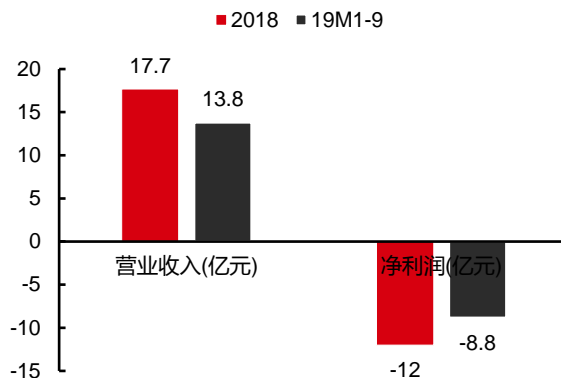
假设京福安徽公司 2020 年并表, 预计同期业绩或亏损 11 亿左右, 2022 年或实现盈利。根据公司招股书, 募集资金到位前, 公司将根据京福安徽铁路项目实际进度, 以自有或自筹资金支付项目所需款项, 未来由募集资金置换前期投入自有或自筹资金。若收购完成后, 京沪高铁将持股京福安徽公司 65.1% 股权。目前京福安徽仅合蚌客专、合福铁路安徽段在运营, 2018 年、2019 年 1-9 月实现营业收入 17.7 亿、13.8 亿, 考虑仍处于市场培育期, 同期京福安徽亏损分别为 12.0 亿、8.8 亿。商合杭(商丘-合肥段)、郑阜于 2019 年 12 月通车运营, 商合杭(合肥-杭州段)预计 2020Q4 投入运营。预计两线转固合计增加折旧 11 亿左右, 假设京福安徽公司 2020 年并表, 预计京福安徽 2020 年亏损 11 亿。通过优化列车运行图, 公司有望将本线徐州-上海客流分流至商合杭高铁, 预计 2021 年京福安徽公司亏损或收窄至 3 亿左右, 2022 年或实现盈利。

图 62: 收购完成后京沪公司持股比例 65.1%



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部

图 63: 2018 年、2019 年 1-9 月京福安徽公司亏损 12 亿、8.8 亿

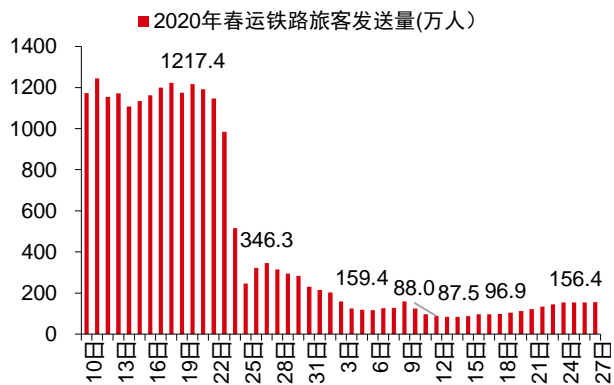


资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部 注: 单位: 亿元

疫情冲击或降低 2020 年业绩 14%，2021 年基本面有望大幅转好

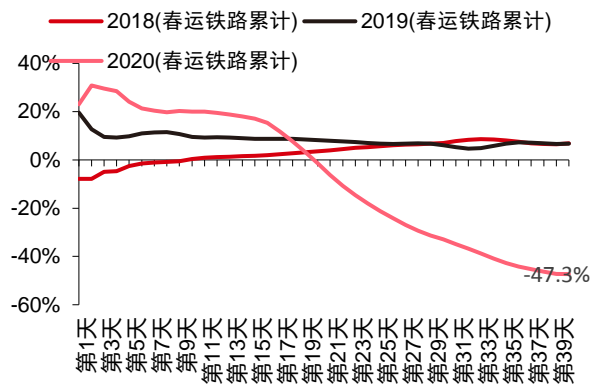
疫情严重冲击铁路春运客运量累计降 47.3%，截至 2 月 27 日北上广深返工率 55% 以下，陆续复工铁路客运将有所恢复。COVID-19 病毒疫情严重冲击全国铁路旅客发送量，自 1 月 25 日(农历正月初一)首次出现超 40% 大幅下降，2 月 1 日以来单日降幅 80%~92%。春运 40 天全国铁路旅客发送量累计降幅 47.3%，2 月 27 日全国铁路旅客发送量同比下降 83.2% 至 156.4 万人，运量需求逐步回升仍存较大反弹空间。在百度迁徙大数据的基础上，我们测算截至 2 月 27 日北京、上海、深圳和广州返工率为 49.4%、51.0%、44.8% 和 42.4%，后续陆续返工铁路客运需求或有所恢复。

图 64: 2 月 27 日全国铁路旅客发送量 156.4 万人, 仅为同比 16.8%



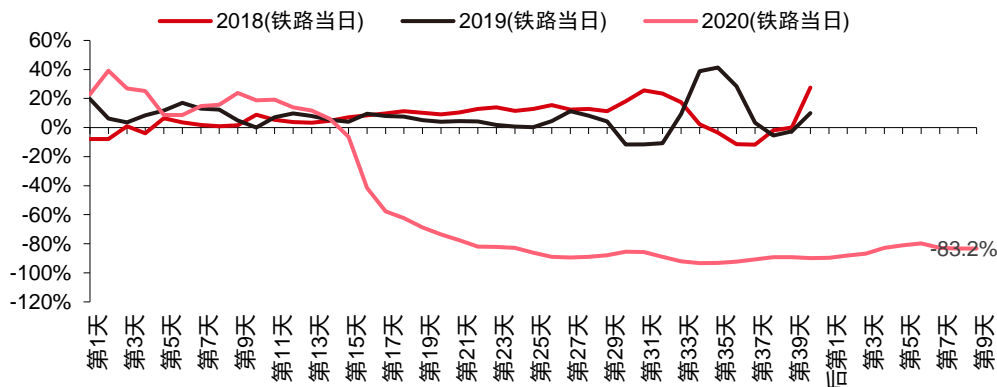
资料来源: 交通运输部官网, 中信证券研究部

图 65: 2020 年春运 40 天全国铁路旅客发送量累计降幅 47.3%



资料来源: 交通运输部官网, 中信证券研究部

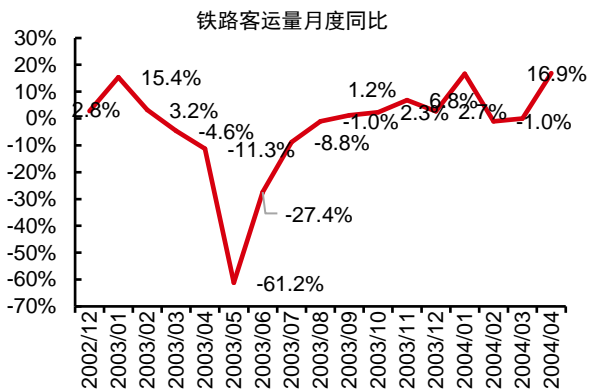
图 66：2 月 27 日全国铁路旅客发送量同比下降 83.2%



资料来源：交通运输部官网，中信证券研究部

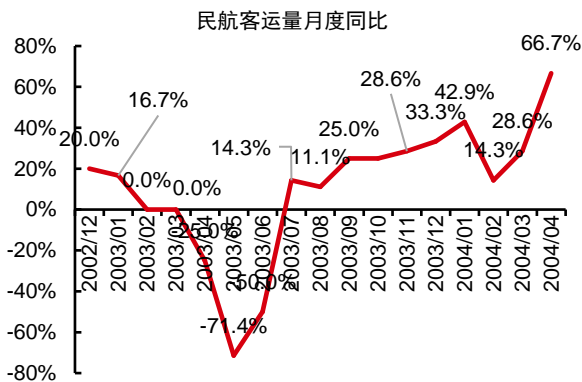
SARS 期间 2003 年 5 月铁路客运量降 61%。高铁成为 800 公里以下主要客运方式，疫情稳定后月度增速或升至 15%~20%。根据 2003 年民航、铁路和公路旅客发送量数据，SARS 事件影响在 3 月逐渐显现，5 月进入爆发期。全年最大降幅均出现在 5 月，其中同期民航、铁路和公路旅客发送量同比下降 71.4%、61.2%和 39.9%，5 月铁路旅客发送量降至 3300 万左右。7~8 月疫情稳定、铁路客运量有所恢复。2013 年以来我国高铁动车组旅客发送量 CAGR 达 30.2%，高铁客运在 800 公里以内客运市场占绝对优势。铁路客运周转量占比由 2013 年 29.4%提升至 2018 年 41.3%，与 2003 年各种运输方式竞争格局完全不同，预计疫情稳定后高铁客运量月度增速或升至 15%~20%。

图 67：2003 年 5 月铁路客运量月度同比降幅达最大值 61.2%



资料来源：wind，中信证券研究部

图 68：2003 年 5 月民航客运量月度同比降幅达最大值 71.4%



资料来源：wind，中信证券研究部

疫情冲击影响测算：疫情冲击或影响 2020 年业绩 14%左右，2021 年或迎来基本面大幅好转。我们按照疫情持续时间、本线旅客、跨线列车周转量增速测算疫情对京沪高铁业绩的影响：

假设条件：(1)若疫情如钟南山院士预测 4 月底得到基本控制(持续 3 个月)；

(2)疫情持续时间内按照本线旅客、跨线列车周转量下降 10%、20%、25%和 30%、40%进行测算。假设京沪高铁本线客运量降幅与全国铁路基本一致、跨线列车降幅小于本线。

(3)考虑疫情冲击及合肥-杭州段尚未通车,假设 2020 年商合杭(商丘-合肥段)运行高铁列车数 9000 列。

预测结果:假设疫情持续 3 个月,疫情期间本线旅客周转量下降 40%、跨线列车周转量下降 20%,短期预计疫情冲击 Q1 业绩或降幅 50%左右,预计 2020 年业绩同比下降 11%至 105 亿左右,2021 年净利润或同增 25%、迎大幅改善。

表 14: 疫情对京沪高铁本线净利润弹性测算

影响本线净利润(亿元)	疫情期间旅客周转量增速			
	-10%	-20%	-30%	-40%
疫情持续时间假设				
2 月	-1.8	-3.5	-5.3	-7.1
2.5 月	-2.2	-4.4	-6.6	-8.8
3 月	-2.7	-5.3	-8.0	-10.6

资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部预测

表 15: 疫情对京沪高铁跨线净利润弹性测算

影响跨线净利润(亿元)	疫情期间跨线车周转量增速			
	-10%	-20%	-25%	-30%
疫情持续时间假设				
2 月	-2.3	-4.6	-5.7	-6.8
2.5 月	-2.8	-5.7	-7.1	-8.5
3 月	-3.4	-6.8	-8.5	-10.2

资料来源:京沪高铁招股说明书,中信证券研究部预测

■ 风险因素

● 宏观经济降速拖累需求

宏观经济的波动可能影响商务活动及旅客出行需求,进而会对铁路旅客运输产生影响。京沪高铁连接“京津冀”和“长三角”两大经济区,沿线经济社会发展水平较高,是我国经济发展最活跃和最具潜力的地区,也是运输最繁忙、运量增长最迅猛的交通走廊,但如果宏观经济出现整体性波动,可能会对公司业绩产生不利影响。

● 京福安徽协同不及预期

京福安徽公司商合杭(商丘-合肥段)、郑阜于 2019 年 12 月通车运营,商合杭(合肥-杭州段)预计 2020Q4 投入运营。管内线路本身不担当列车,仅提供路网服务,委托铁路沿线的上海局、南昌局集团进行运输管理。预计未来与京沪高铁业务协同或受京福安徽通车时间、路网衔接、铁路调图配合影响,同时京福安徽亏损和并表成本压力短期或拖累公司业绩增长。

● 本线提价不及预期

- 疫情影响超预期

■ 盈利预测与估值

关键假设：

营收方面，假设京福安徽 2020 并表，考虑 17 辆长编组列车替换、运行度优化及短期疫情冲击，预计 2019~2021 年旅客运输服务收入同增 1.3%、-3.5%和 6.8%；预计 2019~21 年提供路网服务收入同增 11.0%、-2.1%和 14.6%；预计京福安徽 2020 年、2021 年收入同增 20%、115%。

营业成本方面，假设委托运输管理费各项单价不变，全线可用客公里提升导致单位平均费率下降，预计 2019 年~2021 年委托运输管理费(包含动车组使用费)同比-1.1%、-3.1%和 0.7%；考虑新通车路产并表，预计京福安徽 2020~21 年营业成本同增 22%、75%。

费用方面，公司运输管理委托沿线铁路局，故不存在销售费用；预计 2019 年~2021 年管理费用率维持 0.23%左右；考虑资产负债率较公司高 31pcts 的京福安徽公司并表带来利息支出增加，预计 2019 年~2021 年财务费用率为 2.23%、6.18%和 5.11%。

表 16：公司主营业务分板块盈利预测(百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,555	31,158	33,064	34,483	40,521
旅客运输	15,567	15,791	16,001	15,524	16,578
提供路网服务	13,812	15,102	16,757	16,400	18,800
京福安徽				4,767	5,504
其他营业收入	176	266	306	342	377
营业收入增速(%)					
旅客运输	9.7%	1.4%	1.3%	-3.0%	6.8%
提供路网服务	15.9%	9.3%	11.0%	-2.1%	14.6%
京福安徽				19.5%	115.1%
其他营业收入	14.3%	51.2%	15.0%	12.0%	10.0%
综合毛利率(%)	46.08%	47.69%	50.59%	45.82%	48.56%
销售费用率(%)	0	0	0	0	0
管理费用率(%)	0.21%	0.22%	0.23%	0.23%	0.23%
财务费用率(%)	4.13%	3.75%	2.23%	6.18%	5.11%

资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部预测

公司盈利预测：基于以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 330.6 亿、344.8 亿、405.2 亿元，净利润分别为 118.6 亿、105.0 亿、131.5 亿元。对应发行摊薄后的 EPS 分别为 0.24、0.21、0.27 元。采用委托运输管理模式，成本端相对固定，本线客座率、跨线车流量提升转化为收益。协同效应突破产能瓶颈，换车提速提升客户体验，本线提价 10%对应利润增量 12 亿左右。京福安徽协同、运行图优化、替换长编组或推动未来 5 年净利润 CAGR12%左右；成长性优秀、黄金通道给予一定估值溢价，7.60 元目标价(对应 2021 年 28XPE)，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 17: 公司核心财务、估值数据

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,555	31,158	33,064	34,483	40,521
营业收入增长率 YoY	13%	5%	6%	4%	18%
净利润(百万元)	9,053	10,248	11,860	10,498	13,154
净利润增长率 YoY	15%	13%	16%	-11%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.21	0.24	0.21	0.27
毛利率	46.1%	47.7%	50.6%	45.8%	48.6%
PE	37.3	32.9	28.4	32.1	25.6
PB	2.3	2.3	1.7	1.7	1.6

资料来源: 京沪高铁招股说明书, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 02 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,555	31,158	33,064	34,483	40,521
营业成本	15,935	16,299	16,337	18,683	20,846
毛利率	46.08%	47.69%	50.59%	45.82%	48.56%
营业税金及附加	143	20	90	94	111
销售费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	64	68	76	79	93
管理费用率	0.21%	0.22%	0.23%	0.23%	0.23%
财务费用	1,221	1,168	738	2,132	2,072
财务费用率	4.13%	3.75%	2.23%	6.18%	5.11%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	12,071	13,663	15,813	13,486	17,389
营业利润率	40.84%	43.85%	47.83%	39.11%	42.91%
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	12,071	13,664	15,813	13,486	17,389
所得税	3,018	3,416	3,954	3,372	4,348
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	(383)	(113)
归属于母公司股东的净利润	9,053	10,248	11,860	10,498	13,154
净利率	30.63%	32.89%	35.87%	30.44%	32.46%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	12,071	13,664	15,813	13,486	17,389
所得税支出	-3,018	-3,416	-3,954	-3,372	-4,348
折旧和摊销	3,049	3,077	3,099	5,029	5,031
营运资金的变化	1,295	-754	-2,797	-2,861	1,836
其他经营现金流	1,492	1,195	733	2,127	2,067
经营现金流合计	14,889	13,765	12,896	14,408	21,976
资本支出	-655	-657	-29	-96,086	-90
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	78	130	-50	-1,870	-20
投资现金流合计	-577	-527	-79	-97,956	-110
权益变化	0	0	30,674	0	0
负债变化	10,498	10,018	-974	54,059	-12,147
股利支出	-31,089	-9,520	-7,174	-5,930	-5,249
其他融资现金流	11,241	-13,117	-738	-2,132	-2,072
融资现金流合计	-9,350	-12,619	21,788	45,997	-19,468
现金及现金等价物净增加额	4,962	619	34,605	-37,550	2,398

资料来源：京沪高铁招股说明书，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,223	9,842	44,447	6,897	9,295
存货	0	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1,226	1,195	1,382	1,398	1,630
其他流动资产	700	499	642	2,528	729
流动资产	11,149	11,536	46,471	10,823	11,655
固定资产	135,311	132,753	129,674	231,252	226,291
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	29,871	30,032	42,312	58,712	58,722
其他长期资产	1,395	1,388	1,453	3,338	3,373
非流动资产	166,578	164,174	173,439	293,303	288,386
资产总计	177,727	175,710	219,910	304,126	300,041
短期借款	3,500	0	0	10,179	0
应付票据及应付账款	1,121	741	743	850	948
其他流动负债	4,237	4,362	1,893	827	998
流动负债	8,858	5,103	2,636	11,856	1,946
长期借款	23,825	21,722	20,722	64,562	62,562
其他长期负债	662	711	738	777	809
非流动性负债	24,487	22,434	21,460	65,339	63,372
负债合计	33,345	27,537	24,096	77,195	65,317
股本	130,624	40,000	49,106	49,106	49,106
资本公积	21	90,645	124,493	124,493	124,493
归属于母公司所有者权益合计	144,383	148,173	195,814	200,382	208,288
少数股东权益	0	0	0	26,549	26,436
股东权益合计	144,383	148,173	195,814	226,931	234,724
负债股东权益	177,727	175,710	219,910	304,126	300,041

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12.56%	5.42%	6.12%	4.29%	17.51%
营业利润	33.76%	13.19%	15.74%	-14.72%	28.94%
净利润	14.55%	13.19%	15.73%	-11.49%	25.31%
毛利率	46.08%	47.69%	50.59%	45.82%	48.56%
EBITDA Margin	55.24%	57.48%	59.43%	60.99%	60.72%
净利率	30.63%	32.89%	35.87%	30.44%	32.46%
净资产收益率	6.27%	6.92%	6.06%	5.24%	6.32%
总资产收益率	5.09%	5.83%	5.39%	3.45%	4.38%
资产负债率	18.76%	15.67%	10.96%	25.38%	21.77%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	50.00%	70.00%	50.00%	50.00%	50.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。