

# 大国重器，掌握核心资产

## 核心观点

- 1) 京沪沿线京苏等地 2010 年以来人口持续流入，长期客源持续增长；2 月中旬铁路客流已实现同比 2019 年增长。
- 2) 高铁网络加速贯通，2025 年“八横八纵”主干网络将基本形成，带动跨线列车持续增长。
- 3) 京沪本线公布票价上涨 20%，以 2019 年旅客周转量推算净利润将增厚 21.1 亿元。中长期来看，航空票价的持续提价打开了高铁票价提升空间。
- 4) 京沪高铁可全部替换 17 节编组列车，最大运力较当前可增长约 14.1%，也可增加复兴号列车比例、增加夜间运营时间。
- 5) 京福安徽连接各主要干线，承接安徽、河南及河北等人口大省的南北向客流，长期开行列车数增长空间巨大。
- 6) 预计 2023-2025 年归母净利润 80.4 亿元、132.2 亿元和 160.3 亿元。DCF 估值法下，WACC=5.29%，永续增长率=1.70%，内在价值为 8.10 元/股。

### 中国高铁核心线路，沿线客源长期增长，疫后客流显著恢复

区位优势显著，京苏等地 2010 年以来人口持续流入，长期客源持续增长。疫后客流显著恢复，2023 年 2 月 11 日-13 日当日铁路客流同比 2019 年增长约 6%-15%，长三角铁路 2 月 18 日单日发送旅客再创 2023 年以来新高。

### 高铁网络加速贯通，带动跨线列车持续增长

高铁网络加速建设，2025 年“八横八纵”主干网络将基本形成。高铁组网完成，将极大化催生高铁网络的客流强度，高铁网络的不平衡性得以快速打破。预计越来越多的高铁网络将接入到京沪高铁等主要干线网，干线网的优势将进一步得以强化。

### 京沪本线最高票价上涨 20%，中长期具备进一步提价空间

2021 年 6 月 25 日京沪高铁标杆列车二等座票价按照 662 元“公布票价”执行，相比之前固定价格的 553 元上涨约 19.7%。截至 2023 年 1 月中旬，京沪高铁二等座平均票价为 580-587 元，上涨幅度仅约 5%，疫情影响逐步消退或将实现 20%涨幅空间，以 2019 年旅客周转量推算净利润将增厚 21.1 亿元。

中长期来看，航空票价的持续提升打开了高铁票价提升空间。当前京沪航线经济舱全价票已经提升至 2150 元，较 2017 年 1490 元上涨 73.4%，同期高铁二等座最高票价仅上涨 19.7%。

## 京沪高铁 (601816)

首次评级

买入

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

18817566082

SAC 执证编号：S1440519110001

SFC 中央编号：BRP908

发布日期：2023 年 03 月 02 日

当前股价：5.24 元

目标价：8.10 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.5/4.76	6.29/1.18	2.63/6.96
12 月最高/最低价 (元)		5.36/4.33
总股本 (万股)		4,910,648.46
流通 A 股 (万股)		4,910,648.46
总市值 (亿元)		2,573.18
流通市值 (亿元)		2,573.18
近 3 月日均成交量 (万股)		10,191.26
主要股东		
中国铁路投资集团有限公司		43.39%

### 股价表现



### 相关研究报告

### 提速扩容不断推进，运能仍具备 20%的提升空间

京沪高铁可通过提高 17 节大编组列车占比、增加复兴号列车比例、京福安徽帮助缓解徐蚌段运输压力、增加夜间运营时间等方式。其中，17 节编组列车全部替换完成后，最大运力较当前可提升 14.1%。综合来看，京沪高铁最大运能仍具备 20% 以上的提升空间。

### 京福安徽长期列车开行空间巨大，路网协同效应持续释放

京福安“十字交叉”型线路处于各主要干线交汇点上，承接安徽、河南及河北等人口大省的南北向客流，长期列车开行增长空间巨大。同时，可帮助京沪本线缓解徐蚌段运输压力，增加京沪本线时刻资源，取消 7 列跨线列车相应可增加 4 对本线全程列车。

### 投资建议

预计 2022-2025 年公司归母净利润-5.4 亿元、80.4 亿元、132.2 亿元和 160.3 亿元，对应 EPS 分别为-0.01 元、0.16 元、0.27 和 0.33 元，对应 PE 为-476.7、32.0、19.5 和 16.1 倍。长期来看，公司盈利增长较为稳定，故采用 DCF 估值法，假设加权平均资本成本（WACC）为 5.29%，永续增长率为 1.70%，内在价值为 8.10 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 运力投放不达预期的风险；2) 票价波动的风险；3) 新建铁路产能爬坡进度低于预期；4) 其他运输方式的竞争风险；5) 清算政策调整的风险。

图表1：公司盈利预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,238	29,305	19,288	36,754	47,320	52,734
增长率(%)	-23.4	16.1	-34.2	90.6	28.7	11.4
净利润(百万元)	3,229	4,816	-540	8,044	13,219	16,030
增长率(%)	-73.0	49.1	-111.2	-1590.2	64.3	21.3
ROE(%)	1.2	2.0	-0.7	3.6	5.9	6.9
EPS(摊薄/元)	0.07	0.10	-0.01	0.16	0.27	0.33
P/E(倍)	79.7	53.4	-476.7	32.0	19.5	16.1
P/B(倍)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，中信建投

## 目录

核心观点 .....	1
一、核心观点：大国重器，掌握核心资产 .....	1
1.1 市场关注的核心问题 .....	1
1.2 投资亮点：最高公布票价上涨 20%，运能仍具备 20%提升空间 .....	2
二、京沪高铁：链接核心圈的黄金线路 .....	4
2.1 中国高铁核心线路，沿线客源持续增长 .....	4
2.2 股权结构：国铁集团实际控制 .....	6
2.3 商业模式：本线列车收取客票收入，跨线列车收取“过路费” .....	7
2.4 业绩概览：历史盈利能力强劲，受疫情冲击明显 .....	11
三、疫情后铁路客流优先恢复，高铁组网价值无限 .....	16
3.1 2023 年春运铁路客流显著修复，我们认为股价未充分反映 .....	16
3.2 适度超前基建，高铁网络加速贯通，带动跨线列车增长 .....	18
3.3 京沪辅助通道预计 2028 年 6 月完工，分流影响有限 .....	19
四、京沪本线最高票价上涨 20%，中长期具备进一步提价空间 .....	22
4.1 疫情影响下实际票价仅上涨 5%，利润贡献并不显著 .....	22
4.2 京沪航线全价票持续上涨，中长期高铁票价具备提升空间 .....	24
五、提速扩容不断推进，运能仍具备 20%提升空间 .....	26
5.1 替换 17 节大编组列车，最大运能较当前可提升 14% .....	26
5.2 持续提升复兴号列车比例，增加列车开行密度 .....	26
5.3 压缩检修时间，增加夜间运营时间 .....	28
六、京福安徽长期客运量增长空间巨大，路网协同效应持续释放 .....	29
6.1 京福安徽“十字路口”区位优势显著，疫情后产能爬坡有望加速 .....	29
6.2 缓解徐蚌段通行瓶颈，增加京沪本线时刻资源 .....	31
七、内在价值 8.10 元，给予京沪高铁“买入”评级 .....	33
7.1 预计 24-25 年实现归母净利润 132 亿元、160 亿元 .....	33
7.2 采用 DCF 估值法，内在价值 8.10 元 .....	34
7.3 派息率维持在 50%，长期有望提升至 80% .....	36
八、风险分析 .....	37
九、报表预测 .....	39

## 图表目录

图表 1： 公司盈利预测简表 .....	2
图表 2： 京沪高铁发展历史沿革 .....	4
图表 3： 公司运营线路图 .....	5
图表 4： 京沪高铁具体线路图 .....	5
图表 5： 2016-2021 年京沪高铁沿线城市常住人口及占比 .....	5
图表 6： 2010-2020 年东部地区外来人口本地化明显 .....	5

图表 7:	2010-2020 年京苏等外来人口带子女随迁明显 .....	6
图表 8:	2010-2020 年全国县级人口流入和流出 .....	6
图表 9:	2022 年 12 月 20 日京沪高铁股权结构 .....	6
图表 10:	平安资管-京沪高铁股权投资计划具体发起情况 .....	7
图表 11:	平安资管历史三次减持计划具体内容 .....	7
图表 12:	京沪高铁经营模式示意图 .....	8
图表 13:	公司业务类型与收入、成本关系 .....	8
图表 14:	公司收入明细及定价机制 .....	9
图表 15:	公司成本明细及定价机制 .....	10
图表 16:	2016 年至今公司营业收入及增速 (亿元) .....	11
图表 17:	2016 年至今公司营业收入构成变化 (亿元) .....	11
图表 18:	2016 年至今公司旅客运输业务收入构成 (亿元) .....	12
图表 19:	2016-2019 年公司旅客运输业务收入构成 (%) .....	12
图表 20:	2016 年至今京沪本线旅客发送量 (万人次) .....	12
图表 21:	2016 年至今京沪本线列车客座率 (%) .....	12
图表 22:	2016 年至今京沪本线路网服务收入构成 (亿元) .....	13
图表 23:	2016-2019 年公司路网服务收入构成 (%) .....	13
图表 24:	2016 年至今京沪跨线列车运营里程 (万列公里) .....	13
图表 25:	京福安徽公司管辖线路列车运营里程 (万列公里) .....	13
图表 26:	2016 年至今公司营业成本 (亿元) .....	14
图表 27:	2019-2021 年公司营业成本构成 (%) .....	14
图表 28:	2016 年至今公司各业务营业成本 (亿元) .....	14
图表 29:	2016 年至今公司各业务毛利率 (%) .....	14
图表 30:	2016 年至今公司净利润及增速 (亿元) .....	15
图表 31:	2016 年至今公司毛利率及净利率 (%) .....	15
图表 32:	2016 年至今公司财务费用及资产负债率 .....	15
图表 33:	2016 年至今公司管理费用 .....	15
图表 34:	京沪高铁上市以来股价走势复盘 .....	17
图表 35:	春运期间铁路旅客发送量同比变化 .....	17
图表 36:	春运期间铁路旅客发送量累计同比变化 .....	17
图表 37:	2018-2023 年铁路月度客运量 (亿人) .....	18
图表 38:	2018-2023 年铁路月度客运周转量 (亿人公里) .....	18
图表 39:	中国高铁营业里程数 (单位: 公里) .....	18
图表 40:	中国高铁客运量 (单位: 万人次) .....	18
图表 41:	2022 年中国高铁通车范围示意图 .....	19
图表 42:	“八横八纵”高铁通道示意图 .....	19
图表 43:	2023-2025 年计划开通的与京沪高铁相邻线路 .....	19
图表 44:	“京沪二线”具体路段建设情况 .....	20
图表 45:	京沪公司线路、“京沪二线”以及 2023-24 年即将开通主要相邻线路情况 .....	21
图表 46:	北京南-上海虹桥车次“七档票价”具体价格 .....	22
图表 47:	京沪高铁价格公布票价调整前后变化 (元/人 km) .....	22

图表 48: 2023 年 1 月中旬北京-上海虹桥各车次票价情况 .....	23
图表 49: 以 2019 年为基准测算京沪高铁盈利弹性.....	24
图表 50: 京沪航线经济舱全价票历史变化以及与高铁票价对比.....	25
图表 51: 高铁与民航的竞争性 .....	25
图表 52: 高铁相对于民航票价更加“便宜”.....	25
图表 53: 2023 年 1 月中旬京沪本线各编组列车占比 .....	26
图表 54: 2019 年京沪本线各编组列车占比估计情况 .....	26
图表 55: 17 节大编组列车占比对公司运力的敏感性分析.....	27
图表 56: 2021 年第三季度列车运行图调整情况 .....	27
图表 57: 2023 年 1 月中旬京沪本线复兴号列车比例 .....	28
图表 58: 2023 年 1 月中旬京沪本线不同列车型号比例.....	28
图表 59: 增加运行时间对公司运力的敏感性分析 .....	28
图表 60: 京沪高铁、京福安徽以及主要相关高铁线路示意图.....	30
图表 61: 京福安徽公司运营线路情况 .....	31
图表 62: 京福安徽公司产能爬坡原本预计情况 .....	31
图表 63: 2018 年底京沪高速各区间列车开行对数 .....	32
图表 64: 2020 年三季度徐蚌段列车开行情况示意图 .....	32
图表 65: 公司经营数据假设 .....	33
图表 66: 公司本线列车票价、日均开行列数盈利弹性测算.....	34
图表 67: 公司及旗下京福安徽跨线列车日均开行列数盈利弹性测算.....	34
图表 68: 公司现金流折现法 (DCF) 估值假设条件.....	35
图表 69: 公司现金流折现法 (DCF) 估值.....	35
图表 70: 公司历史每股派息和派息率 .....	36
图表 71: 公司历史 PE 变化.....	36
图表 72: 公司历史 PB 变化 .....	36
图表 73: 日本、台湾高铁可比公司估值对比 .....	36
图表 74: 公司本线列车票价、日均开行列数盈利风险测算.....	37
图表 75: 公司及旗下京福安徽跨线列车日均开行列数盈利风险测算.....	37

# 一、核心观点：大国重器，掌握核心资产

## 1.1 市场关注的核心问题

### 1、所收购的京福安徽资产质量如何？

京福安徽“十字路口”区位优势显著，其“十字交叉”型线路正好处在郑济高铁、徐兰高铁、沪汉蓉高铁等各主要干线的交汇点上，链接长三角核心区域，承接安徽、河南及河北等人口大省的南北向客流。伴随着长期经济发展下的产业转移和人口流动，京福安徽线路未来开行列车数增长空间巨大。2020年、2021京福安徽列车运营里程分别同比增长55.4%和24.4%，保持高速增长。

### 2、后续京沪高铁是否会收购国铁集团旗下其他线路资产？

**国铁集团仍在推进其他铁路资产证券化，京沪高铁作为标杆项目，无需担心其在国铁集团中的定位。**2016年12月，中央经济工作会议明确指出将混改作为国改“突破口”，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工七大领域“迈出实质性步伐”。2019年国铁集团成立，完成公司制改革，旗下广深铁路、京沪高铁等优质资产陆续上市。截至2022年三季度末，国铁集团总资产高达9.06万亿，是京沪高铁总资产的约30.7倍；总负债6.04万亿，资产负债率66.7%，仍需要进行大量的铁路资产证券化。京沪高铁上市作为标杆项目，其表现持续受到关注，无需担心其在国铁集团中的定位。

### 3、高铁是否难以盈利？

当前部分高铁线路未能实现盈利的主要原因在于全国高铁网络尚未组建完成，同时铁路资产建设具有一定回报周期，部分线路盈利仍需几年时间。以郑西高铁为例，2010年1月投入运营后因两端线路没有修通而持续亏损，日均开行列车在8对左右；直至2016年9月东边郑徐高铁开通以及2017年12月西边西城高铁开通后逐步实现盈利，日均开行列车达70对以上。

### 4、“京沪二线”是否会对京沪高铁形成分流？

1) 京沪辅助通道（即所谓的“京沪二线”）建设经过严格审批规划，定位于辅助线路，客源基础与京沪高铁线路具有显著差异，实际分流影响有限。根据国务院办公厅转发的《关于进一步做好铁路规划建设工作意见》，**既有高铁能力利用率不足80%的，原则上不得新建平行线路。**新建铁路项目要严格按照国家批准的规划实施。

2) 京沪辅助通道北京-上海预计全程8个小时左右，完全不具备时效优势。京沪辅助通道全长预计约1455km，较京沪高铁线路长137km左右；全线共约42个车站，较京沪高铁全线24个车站数量接近翻倍；同时宿迁-淮安段、淮安-扬州段设计时速均为250km/h，预计北京-上海通过京沪辅助通道全程需8个小时左右，与京沪高铁4-6个小时运行时间相比，完全不具备时效优势。

3) 京沪辅助通道预计2028年6月全线建设完成，时间仍然较远。根据2023年1月日照市政府文件，淮宿高铁日照段竣工日期为2028年6月，预计将成为京沪高铁辅助通道全线通车时间。

## 5、平安资管提交减持申请，后续是否会股价形成压力？

平安资管减持计划是有规划和节奏的，其中通过集中竞价交易方式减持的，任意连续 90 日内减持股份数量不会超过公司总股本的 1%，预计对股价不会产生大幅波动影响。同时，平安资管减持计划也会考虑内部回报率问题，自 2021 年 11 月平安资管公布减持计划至今，累计减持比例为 1.69%，同时 2022 年 12 月 1 日-2023 年 1 月 30 日减持计划期间，平安资管未有任何减持动作，反映其对于京沪高铁后续盈利能力提升预期。2023 年 3 月 1 日本轮减持计划即将结束。

## 6、京沪高铁是否具备成长性？盈利弹性空间是否有限？

1) 需求方面，京沪高铁沿线北京、江苏、天津等省份或城市自 2010 年以来人口持续流入，长期来看京沪高铁沿线客源将持续增长，成长属性显著。

2) 运能方面，京沪高铁可通过提高 17 节大编组列车占比、增加复兴号列车比例、京福安徽帮助缓解徐蚌段运输压力、增加夜间运营时间等方式提高运能。综合来看京沪高铁最大运能仍具备 20%左右的提升空间。

3) 票价方面，当前二等座最高公布票价较原先固定票价提高 20%至 662 元。伴随着经济发展下居民收入提升，以及航空票价的持续提升，中长期具备持续提价空间。

4) 我们以 2025 年情形推算京沪高铁的盈利弹性。当 2025 年京沪本线日均开行列车数为 115 列时，二等座均价在原固定票价 553 元的基础上每增长 5%，增厚归母净利润 7.22 亿元；二等座均价为 662 元时，本线日均开行列车数每增加 10 列，增厚归母净利润 9.61 亿元。

## 1.2 投资亮点：最高公布票价上涨 20%，运能仍具备 20%提升空间

### 1、中国高铁核心线路，沿线客源长期增长，疫后客流显著恢复

1) 京沪高铁连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，沿线北京、江苏、天津等省份或城市自 2010 年以来人口持续流入，长期客源持续增长；京福安徽公司所辖线路处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，区位优势显著。

2) 2023 年春运铁路客流恢复至 2019 年同期 85.5%，2 月 11 日-13 日当日铁路客流同比 2019 年增长约 6%-15%，恢复程度好于其他出行方式。长三角铁路 2 月 18 日单日发送旅客再创 2023 年以来新高，春运旺季后旅客量维持高位，3 月上旬长三角铁路将推出旅游专列，带来京沪高铁开行列车数进一步增长。

### 2、高铁网络加速贯通，带动跨线列车持续增长

高铁网络加速建设，2023 年有望提前完成 2016 年《中长期铁路网规划》中 2030 年目标 4.5 万公里，2025 年高铁里程目标为 5 万公里，预计大概率将继续提前完工，届时“八横八纵”主干网络将基本形成。高铁组网完成，将极大化催生高铁网络的客流强度，高铁网络的不平衡性得以快速打破。预计越来越多的高铁网络将接入到京沪高铁等主要干线网，干线网的优势将进一步得以强化。

### 3、京沪本线最高票价上涨 20%，中长期具备进一步提价空间

1) 2021 年 6 月 25 日，第三季度列车运行图京沪高铁标杆列车二等座票价按照 662 元“公布票价”执行，相比之前固定价格的 553 元上涨约 19.7%。截至 2023 年 1 月中旬，京沪高铁二等座平均票价为 580-587 元，上涨幅度仅约 5%，疫情影响逐步消退，票价有望实现逐步实现 20% 的涨幅空间，以 2019 年旅客周转量推算净利润将增厚 21.1 亿元。

2) 中长期来看，航空票价的持续提升打开了高铁票价提升空间。自 2018 年 6 月以来，京沪航线经济舱全价票持续提升，2022 年冬春航季东方航空北京-上海经济舱全价票已经提升至 2150 元，相较于 2017 年的 1490 元上涨 73.4%；而同期高铁二等座最高票价仅上涨 19.7%，占航空经济舱全价票的比例由 2017 年的 44.6% 下降至 30.8%。

### 4、提速扩容不断推进，运能仍具备 20% 的提升空间

京沪高铁未来运能仍然具备较大提升空间，主要可通过提高 17 节大编组列车占比、增加复兴号列车比例、京福安徽帮助缓解徐蚌段运输压力、增加夜间运营时间等方式。其中，17 节编组列车全部替换完成后，最大运力较当前可提升 14.1%。综合来看，京沪高铁最大运能仍具备 20% 左右的提升空间。

### 5、京福安徽产能爬坡速度有望提升，路网协同效应持续释放

1) 不考虑疫情影响下，京福安徽 2020 年 6 月商合杭高铁开通后，原本预计三年时间内（即到 2023 年）实现盈利。当前疫情影响逐步消退，预计京福安徽产能爬坡有望加速，盈利能力或将快速回升。

2) 2017 年以来京沪本线徐州东-蚌埠南区段基本饱和，基本无法在该区段直接增加运行线。京福安徽旗下商合杭高铁已于 2020 年 6 月开通，开通之后可以分流一部分之前通过徐蚌段路过南京开往杭州的列车。根据《京沪高速铁路列车运行组织优化研究》测算结果，取消 7 列跨线列车相应可增加 4 对本线全程列车。

## 二、京沪高铁：链接核心圈的黄金线路

### 2.1 中国高铁核心线路，沿线客源持续增长

京沪高速铁路股份有限公司 2007 年 12 月成立，所运营的核心资产京沪高铁于 2008 年 4 月全线正式开工建设，并于 2011 年 6 月 30 日建成通车，正线长 1318 公里，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路，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。京沪高铁已开通逾 11 年，年运量由 2012 年的 6553 万人次增长到最高峰 2019 年的 2.15 亿人次。

2020 年 1 月，京沪高速铁路股份有限公司在上海证券交易所正式挂牌上市，公开发行股票 628,563 万股，占发行后总股本的比例为 12.8%，募集资金净额 306.3 亿元，全部用于收购京福安徽公司 65.0759% 股权，总收购对价为 500.00 亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。

**图表2：京沪高铁发展历史沿革**

阶段	时间	内容
1990-2000 年： 完成规划研究、预可行性研究	1990 年 12 月	完成《京沪高速铁路线路方案构想报告》
	1996 年 4 月	完成《京沪高速铁路预可行性研究报告（送审稿）》
	2000 年 5 月	完成《京沪高速铁路预可行性研究报告（补充稿）》
2001-2007 年： 完成可行性研究，项目立项	2002 年	向沿线地方政府提交京沪高速铁路规划用地图
	2006 年 2 月	<b>国务院批准京沪高速铁路立项</b>
2008-2011 年：开工建设	2007 年 12 月	<b>京沪高速铁路股份有限公司成立</b>
	2010 年 11 月	中国铁投向中银投资转让部分股份，公司类型变更为外商投资股份有限公司
	2011 年 6 月	<b>京沪高铁全线正式通车</b> ，试运营时速为 300 公里和 250 公里两个速度等级的列车
2011 年至今：运营	2014 年	<b>京沪高铁实现盈利，旅客运输量突破 1 亿人次</b>
	2019 年 11 月	京沪高铁提交 IPO 申请，用时 23 天过会； <b>2019 年旅客运输量达 2.15 亿人次</b>
	2020 年 1 月	<b>正式在上海证券交易所主板挂牌上市，融资用于收购京福安徽 65% 股份</b>
	2021 年 6 月	京沪高铁开通 10 周年，累计运送旅客 13.5 亿人次，最高日发 79.8 万人次

资料来源：公司公告，中信建投

京沪高铁连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，沿线区域经济增长快，人口密度大，客流基础优异；京福安徽公司所辖线路处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，与京沪高铁路网协同效应显著。京沪高铁线路北起北京南站，南抵上海虹桥站，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，包括北京南、上海虹桥、天津南、济南西、南京南等重要站点。所控股的京福安徽公司是合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段的投资、建设、运营主体，与京沪高铁技术标准统一，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。

京沪高铁沿线北京、江苏、天津等省份或城市自 2010 年以来人口持续流入，长期来看京沪高铁沿线客源将持续增长，成长属性显著。根据国家统计局 2021 年数据，京沪高速铁路所经省（直辖市）行政区域面积约占全国陆地总面积的 6.5%，却拥有全国 27.10% 的常住人口，并创造了全国 33.40% 的 GDP；京沪高铁线路长度仅占全国铁路里程的 1%，2019 年却完成了全国铁路客运周转量的 6.58%。展望未来，2010-2020 年京苏等地外来人口带子女随迁明显，小学生年均增速接近 4%，京沪高铁沿线城市年轻人口增长潜力较大。

图表3： 公司运营线路图



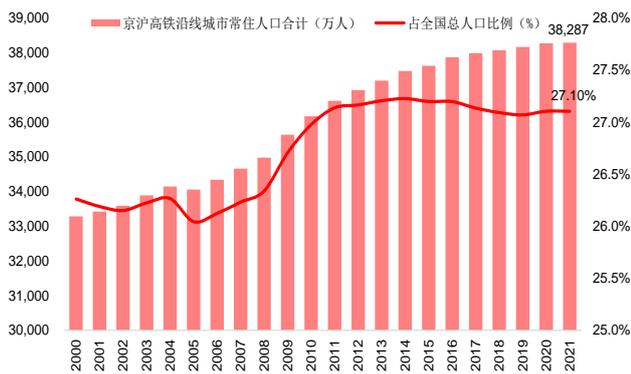
资料来源：公司公告，中信建投

图表4： 京沪高铁具体线路图



资料来源：公司公告，中信建投

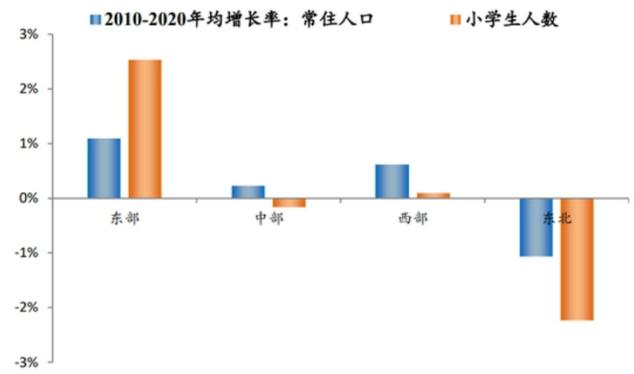
图表5： 2016-2021 年京沪高铁沿线城市常住人口及占比



资料来源：国家统计局，中信建投

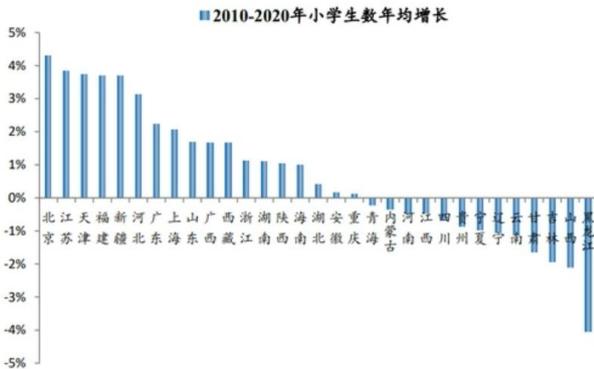
注：2010 年前后中西部承接东部产业转移，部分人口回流中西部

图表6： 2010-2020 年东部地区外来人口本地化明显



资料来源：各地方统计局，泽平宏观，中信建投

图表7: 2010-2020年京苏等外来人口带子女随迁明显



资料来源: 各地方统计局, 泽平宏观, 中信建投

图表8: 2010-2020年全国县级人口流入和流出

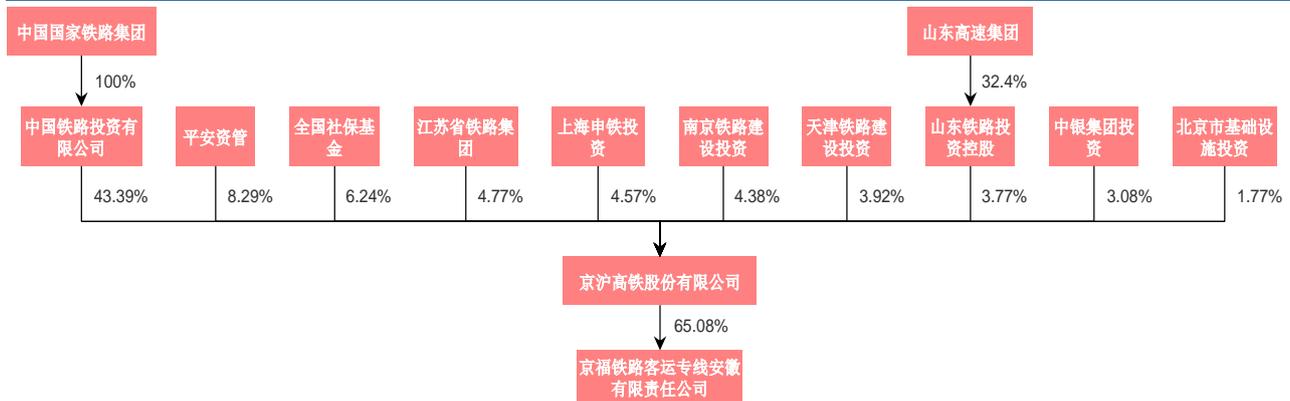


资料来源: 各地方统计局, 泽平宏观, 中信建投

## 2.2 股权结构: 国铁集团实际控制

京沪高速铁路股份有限公司于2007年12月由中国铁路投资有限公司、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名股东共同发起设立, 实际控制人为中国国家铁路集团(简称“国铁集团”)。国铁集团前身为原中国铁路总公司, 2019年6月经国务院批准同意, 原中国铁路总公司改制成立国铁集团。其中, 中国铁投是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。中国铁投持有公司43.39%的股份, 为公司的控股股东。

图表9: 2022年12月20日京沪高铁股权结构



资料来源: 公司公告, 中信建投

注: 京沪高铁IPO完成后平安资管-京沪高铁股权投资计划持续9.98%, 截至2022年12月20日平安资管持股比例为8.29%

需要注意的是, 历史上平安资管所提交减持申请的受益人中均不包括中国平安人寿保险股份有限公司(简称“平安人寿”), 即减持不涉及平安资金, 反映其对于京沪高铁未来盈利能力的认可。自2021年11月公布减持计划至今, 累计减持比例仅为1.69%, 同时2022年12月1日-2023年1月30日减持计划期间, 平安资管未有任何减持动作。2021年1月21日平安资管-建设银行-京沪高铁股权投资计划(简称“京沪计划”)上市前获得公司股份约49.00亿股(约占总股本的9.98%)解除限售。2021年10月14日, 出于自身资金使用需求, 平安资管作为受托管理人首次宣布减持计划, 3次减持方案合计减持比例仅为1.69%。

**图表10：平安资管-京沪高铁股权投资计划具体发起情况**

类型	公司名称	份额	金额（亿元）	受益人名称
牵头发起人	平安资管	39.38%	63	中国平安人寿保险股份有限公司
共同发起人	太平洋资产管理有限责任公司	25.00%	40	中国太平洋人寿保险股份有限公司
	泰康资产管理有限责任公司	18.75%	30	泰康人寿保险有限责任公司
	太平资产管理有限公司	12.50%	20	太平人寿保险有限公司
参与认购人	中国再保险（集团）股份有限公司	1.88%	3	中国再保险（集团）股份有限公司
	中意人寿保险有限公司	1.25%	2	中意人寿保险有限公司
	中国人民财产保险股份有限公司	1.25%	2	中国人民财产保险股份有限公司
合计		100.00%	160	

资料来源：公司公告，中信建投

**图表11：平安资管历史三次减持计划具体内容**

股东名称	平安资管—建设银行—京沪高铁股权投资计划		
持股数量（股）	IPO前取得：4,899,560,495股	IPO前取得：4,072,759,662股	IPO前取得：4,072,759,662股
持股比例（%）	9.98%	9.74%	8.29%
计划减持数量（股）	不超过：1,249,292,735股	不超过：1,988,653,020股	不超过：1,278,667,593股
计划减持比例（%）	不超过：2.55%	不超过：4.05%	不超过：2.60%
减持方式	竞价交易减持和大宗交易减持	竞价交易减持和大宗交易减持	竞价交易减持和大宗交易减持
减持期间	2021年11月8日~2022年3月31日	2022年6月2日~2022年9月30日	2022年12月1日~2023年3月31日
减持合理价格区间	按市场价格		
减持限制	通过大宗交易方式进行减持的，在任意连续90日内减持股份总数不超过公司总股本的2%； 通过集中竞价交易方式进行减持的，在任意连续90日内减持股份总数不超过公司总股本的1%。		
拟减持原因	受益人自身资金需求		
减持进展	2021年11月22日至2022年3月4日，累计减持比例为0.24%，减持价格区间为4.60~5.39元，减持后持股9.74%。	2022年5月19日至2022年9月19日，累计减持比例为1.45%，减持价格区间为4.44~5.03元，减持后持股8.29%。	2022年12月1日至2023年1月30日，累计减持比例为0%，持股比例为8.29%。

资料来源：公司公告，中信建投

## 2.3 商业模式：本线列车收取客票收入，跨线列车收取“过路费”

京沪高速铁路股份有限公司拥有京沪高速铁路全线及铁路沿线 24 个车站的所有权，经营方面采取**委托运营管理模式**。即公司拥有路网资产，列车开行以及线路维修等业务委托铁路局等负责，运输管理委托给京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团和上海局集团，牵引供电和电力设施运行维修委托给中铁电气化局集团。

根据是否完全经由京沪高铁本线运行，可分为**本线列车**和**跨线列车**，即在本线运行且始发终到的列车称为本线列车，除本线列车外也经由本线运行的列车称为跨线列车。京沪高铁本线上开行的列车完全由京沪高铁公司担当，获取**担当收入（即取得客票收入并承担列车运行成本）**；跨线开行的列车由其他铁路运输公司担当，京沪高铁仅获取**路网服务收入**。京福安徽公司本身不担当列车，仅提供路网服务（提供线路使用、接触网使用等服务收取相应费用），收费标准与京沪高铁相同，执行行业统一价格。

图表12：京沪高铁经营模式示意图



资料来源：公司公告，中信建投

因此，公司收入主要由本线担当列车产生的**旅客运输业务收入**和跨线非担当列车产生的**路网服务业务收入**两部分构成，即旅客运输业务是指京沪高铁本线担当列车对旅客提供运输服务，并且收取其客票费的业务；提供路网服务业务是指非担当的跨线列车驶入本线之后，公司会对担当铁路局根据车体的重量以及行驶里程对其收取一定的路网服务费。

图表13：公司业务类型与收入、成本关系

业务类型	收入	成本	成本分配原则	
旅客运输业务	旅客票价收入	委托管理费用	按京沪高铁线路上公司担当列车行驶总重吨公里与非担当列车行驶总重吨公里比例划分	
	客运其他收入	折旧支出		
	列车车补收入	能源支出		
		动车组使用费		100%
		商务旅客服务费		100%
		高铁运输能力保障费		旅客运输收入的 4%
提供路网服务	线路使用服务收入	委托管理费用	按京沪高铁线路上公司担当列车行驶总重吨公里与非担当列车行驶总重吨公里比例划分	
	接触网使用服务收入	折旧支出		
	车站旅客服务收入	能源支出		
	售票服务收入	高铁运输能力保障费		提供路网使用服务的 4%
	车站上水服务收入			

资料来源：公司公告，中信建投

**图表14： 公司收入明细及定价机制**

业务类型	收入类型	具体内容及定价机制
旅客运输业务	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，当前实行“七档”票价浮动机制
	客运其他收入	包括退票手续费、到站补收票价收入、到站补票手续费等，其中以退票手续费为主（约占 90%）
	列车车补收入	乘客在公司担当的列车上补票的票款收入
提供路网服务	线路使用费收入	公司利用自有高铁线路为非担当列车提供 <b>线路使用服务</b> 而向该列车担当公司收取的费用， <b>特一类特别繁忙线路第一/二/三档单组动车组 101.7/105.5/109.3 元/列车公里，重联动车组 152.7/158.4/164.0 元/列车公里；特一类线路单组动车组 94.2 元/列车公里，重联动车组 141.4 元/列车公里</b> （北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档，徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档，其余线路段为特一类繁忙线路），夜间车按现行标准 40% 计算
	接触网服务收入	公司利用自有线路接触网为非担当列车提供 <b>接触网使用服务</b> 而向该列车担当公司收取的费用， <b>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</b>
	车站旅客服务收入	公司自有车站向乘坐非担当列车的旅客提供进站服务等而向该列车担当公司收取的费用， <b>繁忙客运车站第一/二/三档清算标准分别为 8/9/10 元/人</b> （北京南站和南京南站为繁忙车站第一档，上海虹桥站为繁忙车站第二档）， <b>其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）</b>
	售票服务收入	公司自有车站出售非担当列车车票而向该列车担当公司收取的服务费，为 <b>旅客票价收入的 1%</b> （注：网上售票收入归发送车站所有）
	车站上水服务	始发及上水站停车的旅客列车 20 元/列次， <b>单组动车组（仅指始发）为 24 元/列次，重联动车组（仅指始发）为 48 元/列次</b>

资料来源：公司公告，中信建投

注：特别繁忙线路是指日均开行动车组列车达到一定对数以上的特一类、特二类线路（京沪高速铁路为特一类线路），单组列车指 8 辆编组动车组，重联动车指两列同型号的动车组之间联挂运行；接触网为沿路轨架设的、为电力机车或电动车组提供电能的特殊供电线路

**图表15： 公司成本明细及定价机制**

成本类型	描述
委托管理费用	2019年1月1日起主要包含动车组列车服务费（列车服务人工费以及备品、消耗品支出等）、基础设施维护费用等，以委托运输管理合同所协商的计费标准为准。2021年动车组列车服务费清算单价为0.1329万元/千辆公里（不含税），2022年-2024年每年在上一年度结算单价（不含税）的基础上按照6.275%增长执行
动车组使用费	2019年1月1日起不再计入委托运输管理费中，包括动车组租用费、动车组地面检修人员人工费用，以及相应间管费，清算单价为时速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、车站运营等水电费等，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	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，京沪高铁公司属于高铁繁忙线路特一类5档，清算比例为运输营业收入的4%
维管费	为委托中铁电气化局对京沪高速铁路沿线电气化设备维护管理发生的费用支出
商务旅客服务费	由京沪公司向受托运输管理铁路局采购VIP车站服务（车站设立VIP贵宾候车区）和VIP列车服务（动车组列车中的商务座及“G”一等座）。其中：VIP列车服务费=商务座实际乘车人数×75元+“G”字头动车组列车特等座和一等座实际乘车人数×15元；VIP车站服务费=商务座候车人数×25元
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
其他支出	包括商接受服务支出、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，中信建投

注：2022年2月公司签订新的委托运输管理合同，2022年1月1日起至2024年12月31日结算单价（不含税）增速由6.50%降低至6.275%

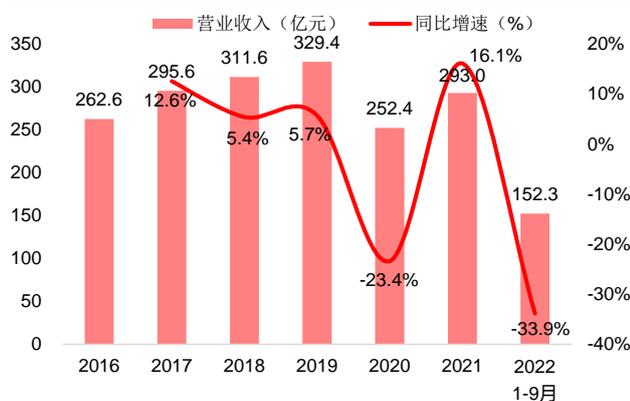
## 2.4 业绩概览：历史盈利能力强劲，受疫情冲击明显

### 2.4.1 收入端：2019 年及之前营收增速超过 5%，京福安徽产能爬坡受疫情压制

2021 年公司营业收入为 293.0 亿元，同比增长 16.09%，恢复至 2019 年同期 84.1%。2022 年受上海疫情冲击影响，2022 年公司前三季度营业收入为 152.3 亿元，同比下降 33.9%。而 2019 年及之前公司营收增速始终保持在 5% 以上。

分业务结构来看，2021 年公司客运业务收入（即本线列车相关收入）为 99.70 亿元，占比 34.6%；提供路网服务收入（即京沪和京福安徽的跨线列车相关收入）为 188.79 亿元，占比 65.4%。其他业务收入主要为客站商业资产使用费收入。

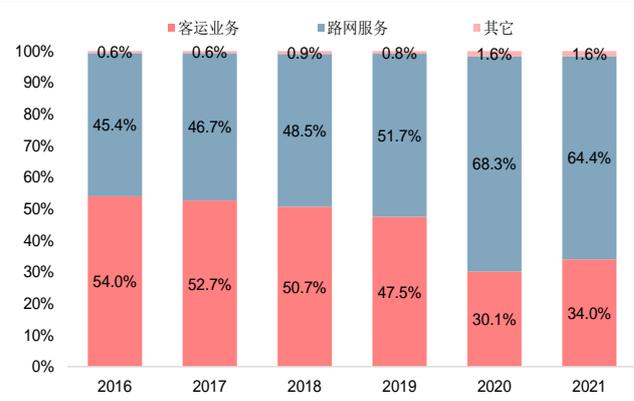
图表16： 2016 年至今公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

注：2020 年京福安徽公司纳入合并报表

图表17： 2016 年至今公司营业收入构成变化（亿元）



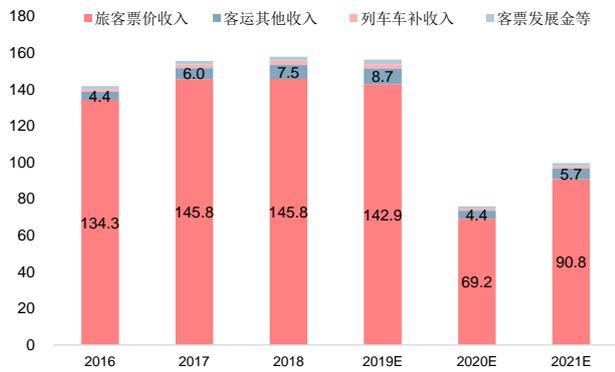
资料来源：公司公告，中信建投

注：2020 年京福安徽公司纳入合并报表，仅提供路网服务

1) 客运业务主要包含旅客票价收入、客运其他收入、列车车补收入等，其中旅客票价收入占比约 92%，主要受京沪本线旅客发送量影响。根据招股说明书，2019 年前三季度分别贡献 110.5 亿元、6.6 亿元、1.5 亿元和 1.9 亿元，分别占客运业务收入的 91.7%、5.5%、1.2%、1.6%。

旅客票价收入主要来源于京沪本线发送旅客的价款收入，本线旅客发送量已由 2016 年的 5098 万人次增长至 2019 年的 5333 万人次，客座率也相应由 73.4% 增长至约 80%（2019 年 17 节编组超长版“复兴号”投入使用）；全线旅客发送量由 2016 年的 1.5 亿人次快速增长至 2019 年的 2.15 亿人次，全线客座率也相应由 72.5% 上升至 77.5%。2022 年上半年，受上海等地疫情影响，京沪高铁客流大幅缩减，本线旅客发送量同比下降 66.7%。

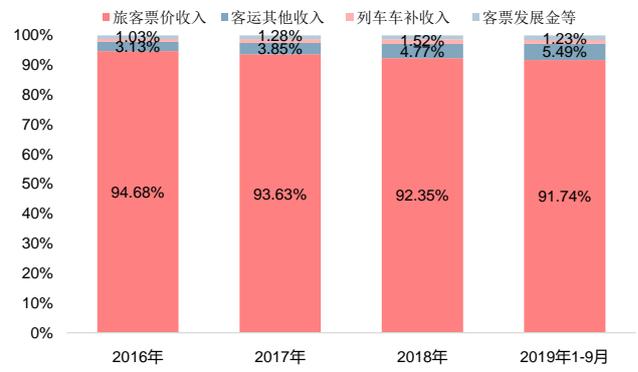
图表18： 2016 年至今公司旅客运输业务收入构成（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投

注：2019 年及以后数据未披露，由历史本线旅客发送量、客座率以及定价基准推算得到

图表19： 2016-2019 年公司旅客运输业务收入构成（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

图表20： 2016 年至今京沪本线旅客发送量（万人次）



资料来源：公司公告，中信建投

注：2019 年全线旅客发送量 2.15 亿，同比增长 12.0%

图表21： 2016 年至今京沪本线列车客座率（%）



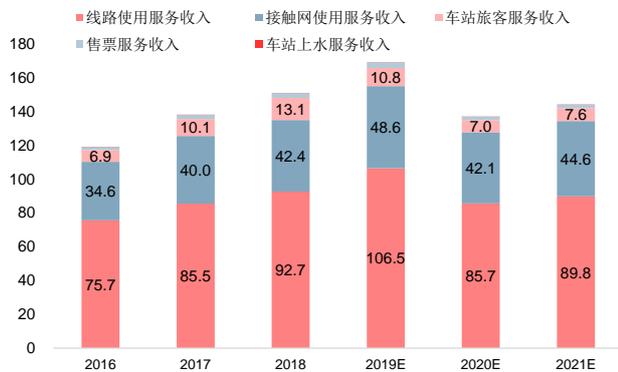
资料来源：招股说明书，中信建投

注：2019 年及以后数据未披露，根据历史本线旅客发送量、列车开行车次等数据推算得到；2019 年 17 节编组“复兴号”投入使用

2) 路网服务主要包括含线路使用费、接触网服务收入、车站旅客服务收入、售票服务收入等，其中线路使用费、接触网服务收入合计占比约 90%。根据招股说明书，2019 年前三季度分别贡献 77.4 亿元、36.2 亿元、11.3 亿元、2.5 亿元，占路网服务业务的收入比重为 60.8%、28.4%、8.8%、2%。

跨线列车运营里程主要决定了线路使用费、接触网服务收入，2019 年京沪本线跨线列车开行 15.13 万列，同比 2018 年增长 13.59%。尽管受疫情冲击影响，2021 京福安徽列车运营里程同比增长 24.4%，列车开行均保持高速增长。2022 年上半年，受上海等地疫情影响，京沪跨线列车运营里程同比下降 41.5%，京福安徽列车运营里程同比下降 30.0%，产能爬坡受疫情影响有所中断。

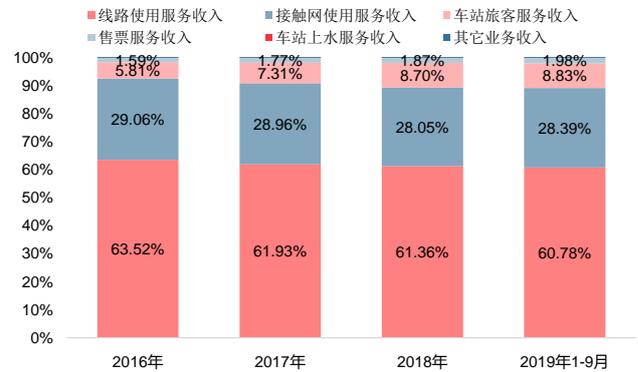
图表22： 2016 年至今京沪本线路网服务收入构成（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投

注：2019 年及以后数据未披露，由历史列车运营里程、平均行驶距离以及定价基准推算得到，未包含京福安徽数据

图表23： 2016-2019 年公司路网服务收入构成（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

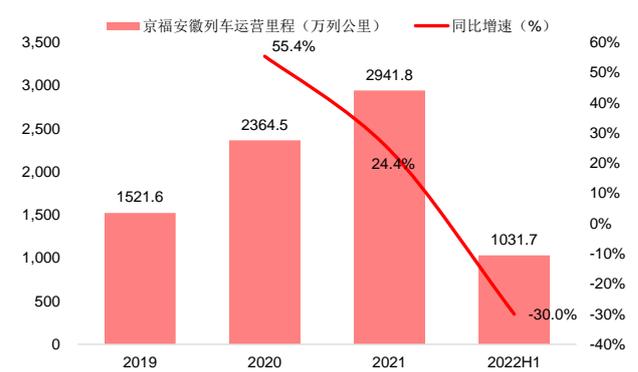
图表24： 2016 年至今京沪跨线列车运营里程（万列公里）



资料来源：公司公告，中信建投

注：未包括京福安徽数据，2019 年数据根据开行列车数据推算得到

图表25： 京福安徽公司管辖线路列车运营里程（万列公里）



资料来源：公司公告，中信建投

注：2021 年京福安徽管辖线路全部开通运营

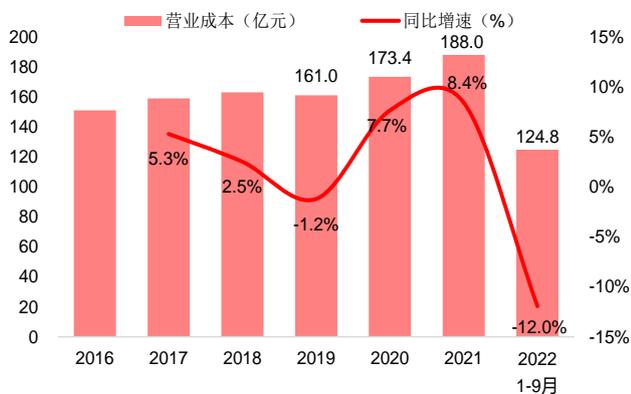
## 2.4.2 成本端：2019 年毛利率高达 51.1%，以委托运输管理费、折旧、能源支出等为主

2021 年公司营业成本为 188.0 亿元，同比增长 8.4%，对应毛利率为 35.9%。2022 年前三季度营业成本为 124.8 亿元，同比下降 12.0%，对应毛利率为 18.0%。

公司主营业务成本主要包括委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费等（2019 年动车组使用费不再纳入委托运输管理费范围内）。2021 年公司委托运输管理费 50.3 亿元、动车组使用费 38.2 亿元、折旧支出 49.9 亿元、能源支出 29.6 亿元、高铁运输能力保障费 9.7 亿元，占比分别为 26.8%、20.3%、26.5%、15.7%和 5.2%，合计占比 94.5%。

分业务结构来看，根据招股说明书，2019 年前三季度京沪本线和跨线列车成本分别占比 59.3%和 40.7%，对应毛利率分别为 41.6%和 62.1%。

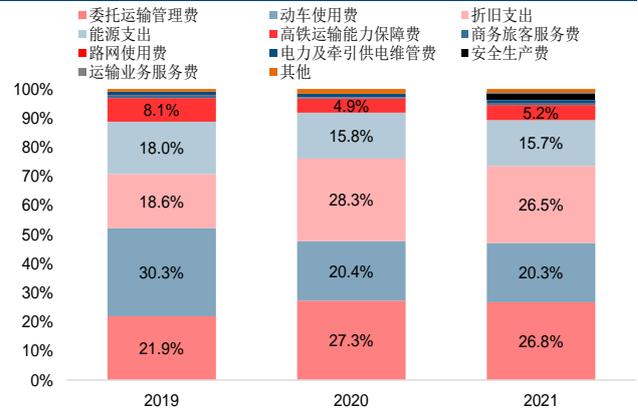
图表26： 2016 年至今公司营业成本（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

注：2020 年京福安徽公司纳入合并报表

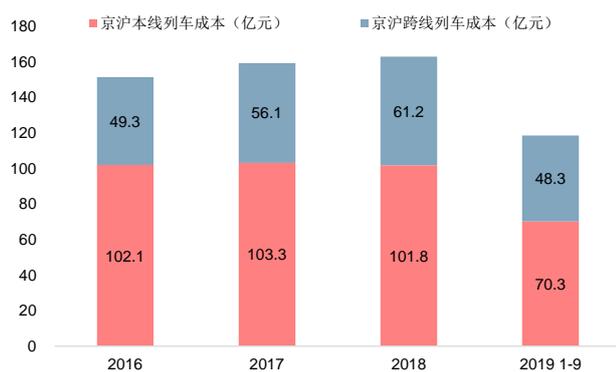
图表27： 2019-2021 年公司营业成本构成（%）



资料来源：公司公告，中信建投

注：2019 年动车组使用费不再纳入委托运输管理费范围内

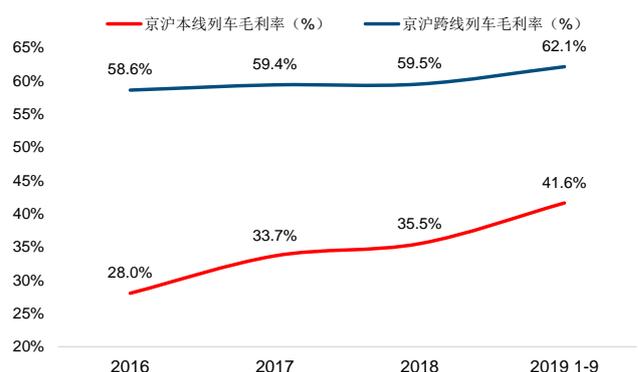
图表28： 2016 年至今公司各业务营业成本（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投

注：2019 年及以后数据未披露

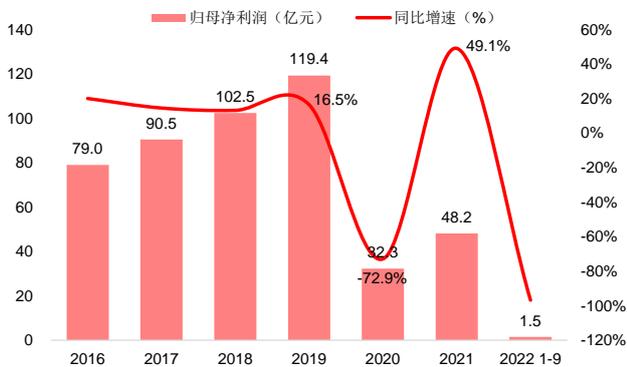
图表29： 2016 年至今公司各业务毛利率（%）



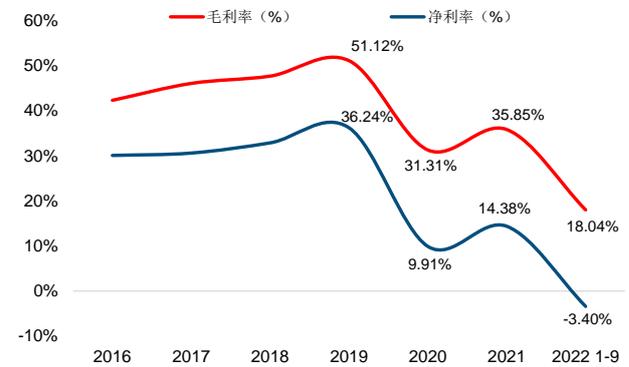
资料来源：招股说明书，中信建投

### 2.4.3 利润端：财务费用持续下降，净利率有望回升至 35%以上

2021 年公司归母净利润为 48.2 亿元，同比增长 49.23%，对应净利率为 14.4%。2022 年受上海疫情冲击，2022 年前三季度归母净利润为 1.5 亿元，同比下降 96.5%，对应净利率为 -3.4%。2022 年全年预计归母净利润为 -7.34 亿元到 -3.82 亿元。而 2019 年及之前公司归母净利润增速始终保持在 13% 以上，2019 年净利率高达 36.2%。

**图表30： 2016 年至今公司净利润及增速（亿元）**


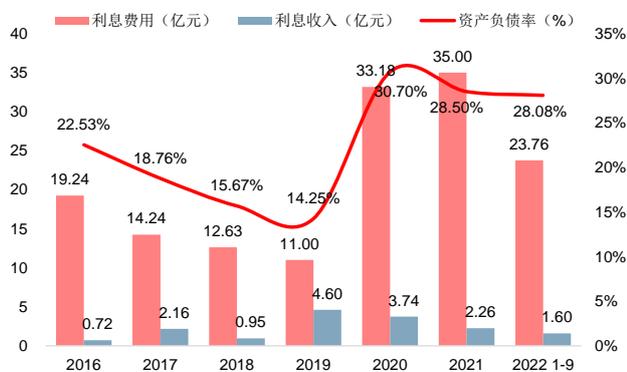
资料来源：公司公告，中信建投

**图表31： 2016 年至今公司毛利率及净利率（%）**


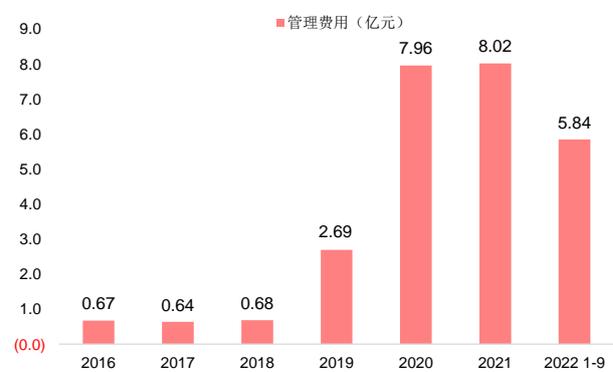
资料来源：公司公告，中信建投

2019 年及之前公司资产负债率及财务费用持续下降，费用管理持续优化；疫情影响消退后，预计未来公司财务费用将延续先前下降趋势。2019 年公司资产负债率已下降至 14.2%，财务费用也从 2016 年的 18.7 亿元下降至 2019 年的 6.4 亿元。受京福安徽并表影响，叠加疫情冲击，2021 年公司资产负债率为 28.5%，财务费用为 33.1 亿元。随着疫情影响逐步消退，公司盈利能力回升，预计后续财务费用将延续先前下降趋势。

2019 年起公司管理费用有所增加，主要由于公司 2019 年 9 月起对出资作价土地使用权进行摊销，2020 年全年摊销，增加了无形资产摊销费用 5.3 亿，预计后续将保持稳定。

**图表32： 2016 年至今公司财务费用及资产负债率**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表33： 2016 年至今公司管理费用**


资料来源：公司公告，中信建投

## 三、疫情后铁路客流优先恢复，高铁组网价值无限

### 3.1 2023 年春运铁路客流显著修复，我们认为股价未充分反映

复盘京沪高铁历史股价走势，我们发现，历史股价表现主要与国内外疫情形势、疫情防控政策、国内节假日等出行旺季恢复情况相关，整体股价走势与铁路客运量月度变化相近。我们可以将历史股价走势分为以下四个阶段：

1) 海内外新冠疫情影响阶段（2020 年 2 月-2021 年 6 月）：2020 年 2 月-3 月，海外多个国家均出现爆发新冠疫情，该期间京沪高铁股价一度下跌 21.9%。2020 年下半年，境外输入病例引发部分地区疫情反复。2021 年 1 月河北、黑龙江、辽宁等地出现聚集性疫情，疫情管控措施升级。相应地，2021 年 2 月铁路旅客运输量下降至 1.43 亿人，同比 2019 年下降 50.8%。

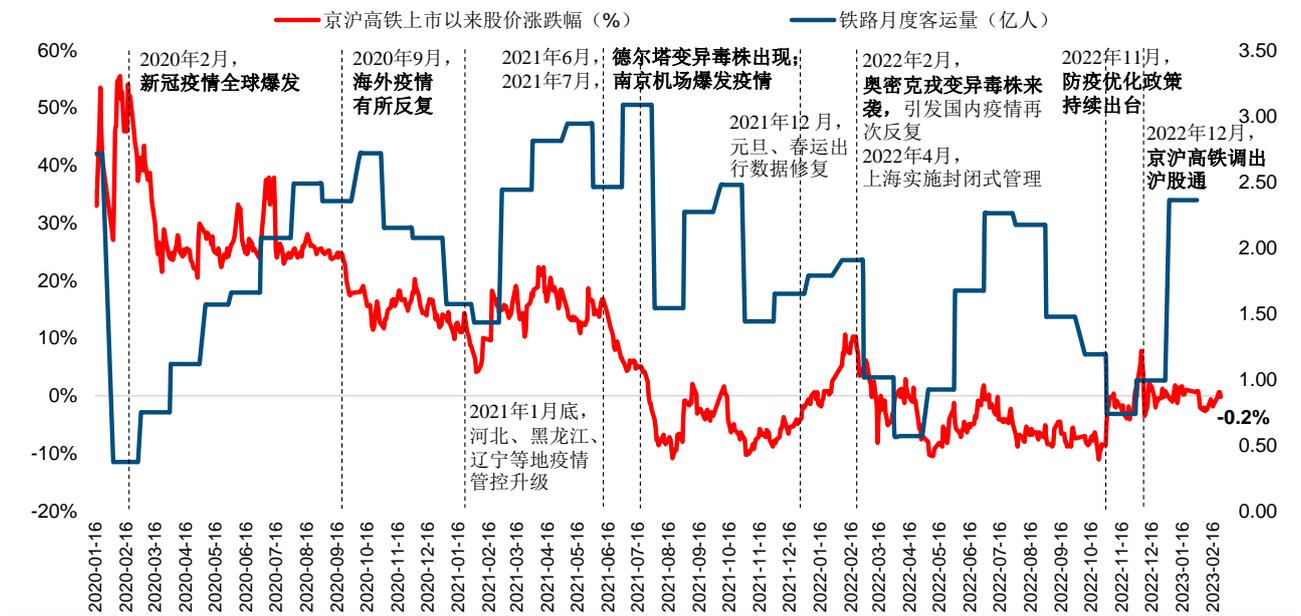
2) “德尔塔”疫情影响阶段（2021 年 6 月-12 月）：2021 年 6 月德尔塔变异毒株来袭，7 月南京禄口国际机场出现本土病例后，多地出现小范围疫情爆发，导致铁路客运暑期旺季提前结束，2021 年 8 月铁路旅客运输量下降至 1.54 亿人，同比 2019 年下降 59.3%。2021 年 6-8 月京沪高铁股价一度下跌 23.7%。

3) “奥密克戎”疫情影响阶段（2022 年 1 月-2022 年 11 月）：2022 年 1 月天津出现奥密克戎本土病例，随后国内多地再次出现疫情反复，4 月上海实行封闭式管理。相应地，2022 年 4 月铁路旅客运输量下降至 0.57 亿人，同比 2019 年下降 80.3%，京沪高铁北京-上海班次也仅保留 1 对/天。2021 年 3-5 月京沪高铁股价一度下跌 15.6%。

4) 疫情影响逐步消退阶段（2022 年 11 月至今）：2022 年 11 月优化疫情防控“二十条”出台，12 月疫情防控“新十条”、“乙类乙管”防控方案出台，疫情影响逐步消退，2022 年 10-12 月京沪高铁股价一度上涨 21.2%。2022 年 12 月 8 日京沪高铁调出上证 180 指数，意味着京沪高铁不符合进入沪股通的条件，导致北向资金只能卖出而不能买入；根据 Wind 数据，12 月 9 日北向资金抛售京沪高铁 14.78 亿，造成股价短期下挫，截至 2023 年 2 月 24 日公司股价较上市发行价 4.88 元仍下跌 0.20%，我们认为当前股价未充分反映 2023 年以来铁路客流修复情况。

2023 年春运铁路客流恢复至 2019 年同期 85.5%，2 月 11 日-13 日当日铁路客流同比 2019 年增长约 6%-15%，恢复程度好于其他出行方式。长三角铁路 2 月 18 日单日发送旅客再创 2023 年以来新高，3 月上旬长三角铁路将推出旅游专列，带来京沪高铁开行列数持续增长。2023 年春运 40 天（1 月 7 日至 2 月 15 日）铁路发送旅客 3.48 亿人次，同比增长 37.4%，恢复至 2019 年同期的 85.5%；而公路、水路、民航分别发送旅客 11.69 亿、2245.2 万和 5523 万人次，分别同比增长 55.8%、37.1%和 39%，分别恢复至 2019 年同期的 47.5%、55.1%和 76%。相比于其他出行方式，铁路客流恢复速度较快。

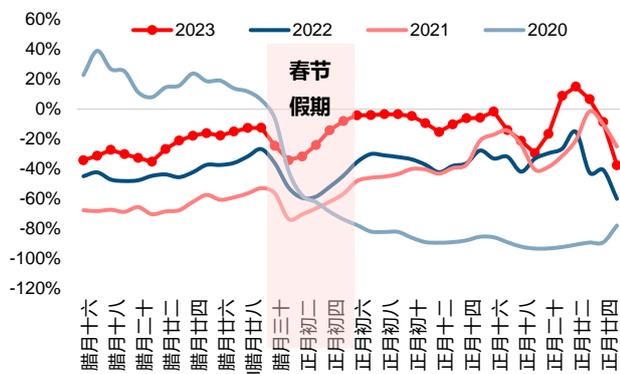
图表34：京沪高铁上市以来股价走势复盘



资料来源：公司公告，中信建投

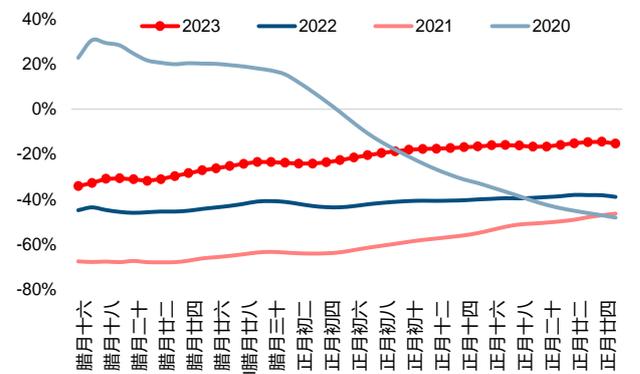
注：股价数据基数为京沪高铁上市发行价4.88元

图表35：春运期间铁路旅客发送量同比变化



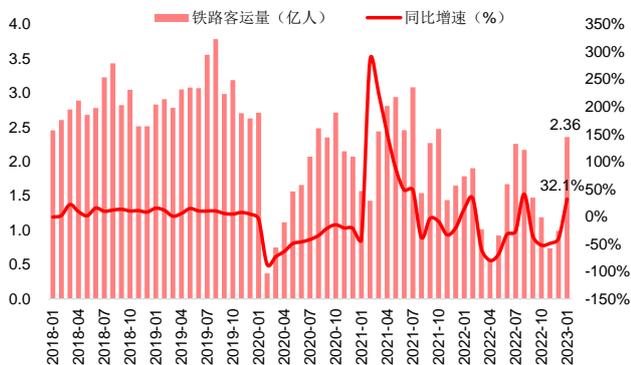
资料来源：交通运输部，中信建投

图表36：春运期间铁路旅客发送量累计同比变化



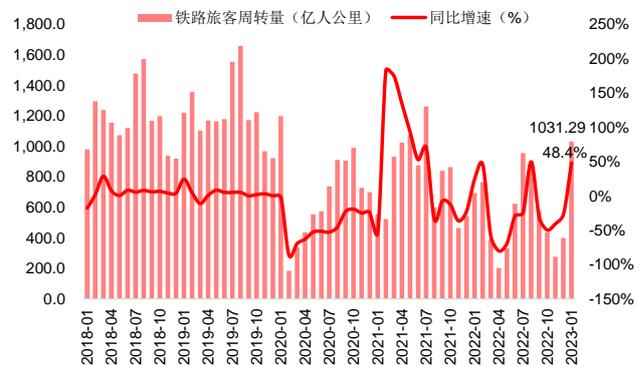
资料来源：交通运输部，中信建投

图表37： 2018-2023 年铁路月度客运量（亿人）



资料来源：国家铁路局，中信建投

图表38： 2018-2023 年铁路月度客运周转量（亿人公里）



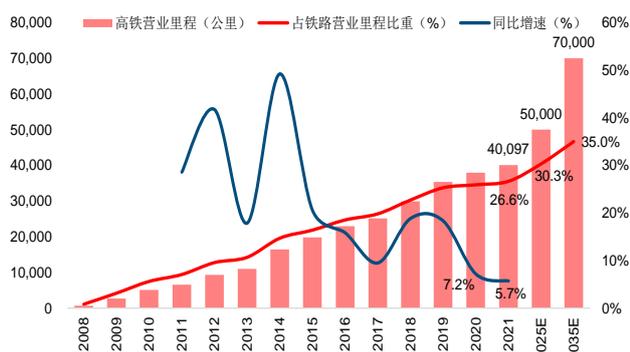
资料来源：国家铁路局，中信建投

### 3.2 适度超前基建，高铁网络加速贯通，带动跨线列车增长

高铁网络加速建设，建设目标持续提前完工，2025 年前后预计主干网络基本形成。2022 年高铁营业里程约 4.2 万公里，2023 年预计投产高铁 2500 公里，预计将提前完成 2016 年《中长期铁路网规划》中 2030 年目标 4.5 万公里。根据 2021 年底国家铁路局发布的《“十四五”铁路发展规划》，2025 年高铁里程目标为 5 万公里，预计大概率将继续提前完工，届时“八横八纵”主干网络将基本形成。

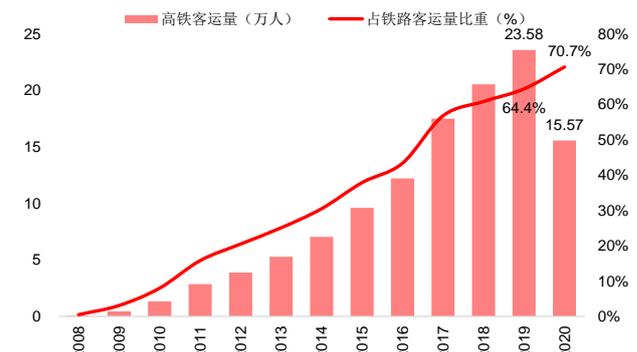
高铁网络的加速建设，将极大化催生高铁网络的客流强度，高铁网络的不平衡性得以快速打破。当前时间点高铁网络价值的时间错配得以纠正。部分高铁的亏损大多因网络的不平衡性造成的，即高铁线路并未完全接入高铁网络体系中，而高铁网络的加速建设快速提升了整体网络的平衡性，随着疫情的逐步缓解，高铁的三级网络的连通性得到大幅提升，高铁在全旅客运输量的占比将持续提升。随着路网的不断完善，越来越多的网络将进入到京沪高铁等主要干线网，干线网的优势将进一步得以强化。

图表39： 中国高铁营业里程数（单位：公里）



资料来源：国家统计局，中信建投

图表40： 中国高铁客运量（单位：万人次）



资料来源：国家统计局，中信建投

图表41： 2022 年中国高铁通车范围示意图



资料来源：铁路建设规划，中信建投

图表42：“八横八纵”高铁通道示意图



资料来源：铁路建设规划，中信建投

图表43： 2023-2025 年计划开通的与京沪高铁相邻线路

计划开通时间	线路名称	新建里程 (km)	设计时速 (km/h)	所在省市区
2023 年	天津至北京大兴机场城际	47	250	河北
2023 年	江苏南沿江高铁	278	350	江苏
2023 年	济郑高铁济南至濮阳段	208	350	山东、河南
2023 年	南昌至景德镇至黄山高铁	290	350	江西、安徽
2024 年	上海至苏州至湖州高铁	164	350	上海、江苏、浙江
2024 年	池州至黄山高铁	125	350	安徽
2024 年	宣城至绩溪高铁	112	350	安徽
2025 年	合肥至新沂高铁安徽段 (合肥西至泗县东)	207	350	安徽
2025 年	石衡沧港城际铁路	224	250	河北

资料来源：公司公告，中信建投

### 3.3 京沪辅助通道预计 2028 年 6 月完工，分流影响有限

京沪辅助通道建设经过严格审批规划，定位于辅助线路，客源基础与京沪高铁线路具有显著差异，实际分流影响有限。根据 2016 年发布的《中长期铁路网规划》，“八横八纵”中的京沪通道由京沪高铁作为主通道，在建中的京沪东线作为辅助通道。2021 年 3 月，国务院办公厅转发《关于进一步做好铁路规划建设工作意见》，《意见》指出，国家级铁路要严格控制建设既有高铁的平行线路，既有高铁能力利用率不足 80% 的，原则上不得新建平行线路。新建铁路项目要严格按照国家批准的规划实施，未列入规划的项目原则上不得开工建设。

京沪辅助通道北京-上海预计全程 8 个小时左右，完全不具备时效优势。京沪辅助通道全长预计约 1455 km，较京沪高铁线路长 137km 左右；全线共约 42 个车站，较京沪高铁全线 24 个车站数量接近翻倍；同时宿迁-淮安段、淮安-扬州段设计时速均为 250km/h，预计北京-上海通过京沪辅助通道全程需 8 个小时左右，与京沪高铁 4-6 个小时运行时间相比，完全不具备时效优势。

京沪辅助通道预计 2028 年 6 月全线建设完成。2023 年 1 月 21 日，日照市政府印发《关于印发<日照市 2023 年城市规划建设管理计划><日照市 2023 年交通运输建设计划>的通知》，将潍宿高铁日照段建设增加 2.8 公里，投资额提高 9.42 亿，竣工日期由 2025 年 11 月调整为 2028 年 6 月，预计将成为京沪高铁辅助通道全线通车时间。

**图表44：“京沪二线”具体路段建设情况**

线路名称	区段	全长 (km)	设计时速 (km/h)	通车时间(包括预计时间)	当前状态	具体站点
京津城际铁路	北京-天津	166	350	2008 年 8 月	已通车	北京南、亦庄、武清、天津、军粮城北、塘沽、滨海
津潍高速铁路	天津-潍坊	349	350	2027 年 10 月	2022 年 11 月 6 日 天津段开工	滨海、滨海东、滨海南、黄骅北、海兴西、无棣、滨州、东营南、寿光东、潍坊北
潍宿高速铁路	潍坊-宿迁	399	350	<b>2028 年 6 月</b> (日照段)	未开工	潍坊北、安丘、诸城西、五莲北、莒县北、沂南东、临沂北、兰陵东、郯城西、新沂东、宿迁东、(洋河北)
徐盐高速铁路	宿迁-淮安	102 (估计)	<b>250</b>	2019 年 12 月	已通车	宿迁东、(洋河北)、泗阳站、淮安东站
连镇高速铁路	淮安-扬州	132 (估计)	<b>250</b>	2020 年 12 月	已通车	淮安东站、宝应站、高邮北站、高邮站、扬州东
北沿江高速铁路	扬州-上海	307 (估计)	350	2027 年 10 月	2022 年 9 月 28 日 江苏段开工	上海宝山、太仓、崇明、启东西、海门北、南通、如皋西、黄桥、泰州南、扬州东
<b>合计</b>		<b>1455</b>		<b>2028 年 6 月</b>		<b>42 个</b>

资料来源：公司公告，中信建投

注：高铁线路其中的区段线路长度均为估计值，故京沪二线总长 1455km 同样为估计值

图表45：京沪公司线路、“京沪二线”以及 2023-24 年即将开通主要相邻线路情况



资料来源：公司公告，中信建投

## 四、京沪本线最高票价上涨 20%，中长期具备进一步提价空间

### 4.1 疫情影响下实际票价仅上涨 5%，利润贡献并不显著

2015 年 12 月，发改委下发了《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，要求对设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车，一、二等座票价由铁路运输企业制定，商务座、特等座、动卧等票价继续执行市场调节价，可以上下浮动。中国高铁动车组列车二等座票价目前以 0.46 元/人公里为基价，采取递远递减的计价原则，分段实行折扣：即在 0-500 公里以内按基价执行；500-1000 公里按 9 折执行，也就是 0.414 元/人公里；1000 公里以上按 8 折执行，也就是 0.368 元/人公里。

2020 年 10 月 23 日京沪高铁发布实行浮动票价机制公告，2020 年 12 月 23 日正式实施，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；相比之前固定价格的 553 元，分别上调 8.14% 和下调 9.95%。全程列车商务座最高执行票价调整为 1,998 元，最低执行票价为 1,748 元。相比之前固定价格 1748 元，最大上调 14.30%。

2021 年 6 月 25 日，第三季度列车运行图京沪高铁部分列车的票价迎来“改动”，其中**标杆列车二等座票价按照 662 元“公布票价”执行**，相比之前固定价格的 553 元上涨约 19.7%。即京沪高铁运价在 2020 年 12 月“五档票价”的基础上增加了 662 元/626 元两档变为“七档票价”。

图表46：北京南-上海虹桥车次“七档票价”具体价格

	商务座		一等座		二等座	
原固定票价	1748		993		553	
	1748	0.0%	884	-11.0%	498	-9.9%
	1873	7.2%	930	-6.3%	526	-4.9%
	1998	14.3%	969	-2.4%	553	0.0%
“七档票价”	2158	23.5%	1006	1.3%	576	4.2%
	2318	32.6%	1035	4.2%	598	8.1%
			1060	6.7%	626	13.2%
					662	19.7%

资料来源：12306，中信建投

图表47：京沪高铁价格公布票价调整前后变化（元/人 km）

里程（km）	调整前	调整后	调价幅度	定价标准
0-500	0.46	0.55	19.6%	基准价
500-1000	0.414	0.495	19.6%	基准价 9 折
1000-1500	0.368	0.44	19.6%	基准价 8 折
1500-2000	0.322	0.385	19.6%	基准价 7 折
2000-2500	0.276	0.33	19.6%	基准价 6 折

资料来源：公司公告，中信建投

**图表48： 2023年1月中旬北京-上海虹桥各车次票价情况**

出发时间	总时长	二等座票价（元）	一等座票价（元）	商务座票价（元）	列车编组	车型
6:20	5时38分	553/576	930/969	1873	8	复兴号
7:17	5时46分	553	930	1873	16	复兴号
7:25	5时47分	553/576	930/969	2158	16	和谐号
7:45	6时03分	553/576	969	1998	16	和谐号
8:16	5时55分	553	930	1873	17	复兴号
8:39	6时20分	576	969	1873	17	复兴号
<b>9:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号智能动车</b>
9:10	5时38分	576/598	1006	1998	8	和谐号
9:20	5时35分	576	969	1873	16	复兴号
9:24	6时08分	576/598	969	1998	17	复兴号
<b>10:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号</b>
10:05	5时37分	576/598	969/1006	2158	16	和谐号
10:46	6时04分	553/576	930/969	1998	17	复兴号
11:00	<5时	626	1035	2318	17	复兴号
11:05	6时03分	553/576	930/969	1873	16	和谐号
<b>12:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626/662</b>	<b>1035/1060</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号智能动车</b>
12:12	6时09分	576	969	1998	16	和谐号
12:47	6时09分	576	1006	1998	8	和谐号
13:04	6时02分	576	969	1998	16	和谐号
13:34	5时50分	576	969	1998	17	复兴号
<b>14:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>662</b>	<b>1060</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号智能动车</b>
14:08	5时59分	553	930	1873	17	复兴号
14:27	6时16分	553	930	1873	16	复兴号
<b>15:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>16</b>	<b>复兴号</b>
15:08	6时02分	576	969	1998	8	复兴号
15:49	6时23分	576	969	1873	17	复兴号
<b>16:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号</b>
16:30	5时57分	553	930	1748	8	复兴号
16:53	6时20分	553	930	1873	8	复兴号
<b>17:00</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号/复兴号智能动车</b>
17:19	5时59分	526	884	1748	16	和谐号
17:33	5时59分	526	884	1748	17	复兴号
<b>18:04</b>	<b>&lt;5时</b>	<b>626</b>	<b>1035</b>	<b>2318</b>	<b>17</b>	<b>复兴号</b>
<b>平均值</b>		<b>580/587</b>	<b>973/980</b>	<b>2034</b>	<b>15</b>	

资料来源：12306，中信建投

注：数据时间范围为2023年1月9日-1月15日当周数据

我们以 2019 年京沪本线旅客周转量为基准推算票价弹性，净利润增量=平均客公里收入增量×旅客周转量×(1-所得税率)。截至 2023 年 1 月中旬，京沪高铁二等座平均票价为 580-587 元，上涨幅度仅约 5%，对应折算后的二等座基价为 0.483-0.488 元/人公里，净利润增厚为 5.5-6.6 亿元。若京沪高铁全程均按照公布价格 662 元执行，对应折算后的二等座基价为 0.55 元/人公里，净利润增厚约 21.1 亿元。

**图表49：以 2019 年为基准测算京沪高铁盈利弹性**

二等座基价 (元/人公里)	票价涨幅 (%)	平均客公里收入 (元/人公里)	旅客周转量 (亿人公里)	净利润增量 (亿元)
0.46	0.00%	0.42	337.7	0
0.465	1.00%	0.424	337.7	1.08
0.469	2.01%	0.428	337.7	2.16
0.474	3.03%	0.433	337.7	3.26
0.479	4.06%	0.437	337.7	4.37
<b>0.483</b>	<b>5.10%</b>	<b>0.441</b>	<b>337.7</b>	<b>5.48</b>
0.488	6.15%	0.446	337.7	6.61
0.493	7.21%	0.450	337.7	7.76
0.498	8.29%	0.455	337.7	8.91
0.503	9.37%	0.459	337.7	10.07
<b>0.508</b>	<b>10.46%</b>	<b>0.464</b>	<b>337.7</b>	<b>11.25</b>
0.513	11.57%	0.469	337.7	12.44
0.518	12.68%	0.473	337.7	13.63
0.524	13.81%	0.478	337.7	14.85
<b>0.529</b>	<b>14.95%</b>	<b>0.483</b>	<b>337.7</b>	<b>16.07</b>
0.534	16.10%	0.488	337.7	17.31
0.539	17.26%	0.492	337.7	18.55
0.545	18.43%	0.497	337.7	19.81
<b>0.550</b>	<b>19.61%</b>	<b>0.502</b>	<b>337.7</b>	<b>21.09</b>

资料来源：公司公告，中信建投

注：2019 年京沪本线旅客周转量根据担当列车开行列车数、发送旅客量等推算得到，所得税率按照 25% 计算

## 4.2 京沪航线全价票持续上涨，中长期高铁票价具备提升空间

高铁在 800-1400 范围内与航空产生显著竞争，高铁站靠近市区、高铁车次的可靠性和频次以及舒适性均使高铁出行具有较强竞争优势。在 800-1400 范围内，运行时速 350 公里每小时的线路上旅行时间一般在 2.6-4.6 小时，与航空相比时效性差异并不显著。同时，高铁站靠近市区位置、车次可靠性和频次以及舒适性等因素都显著增强了高铁出行的竞争力。

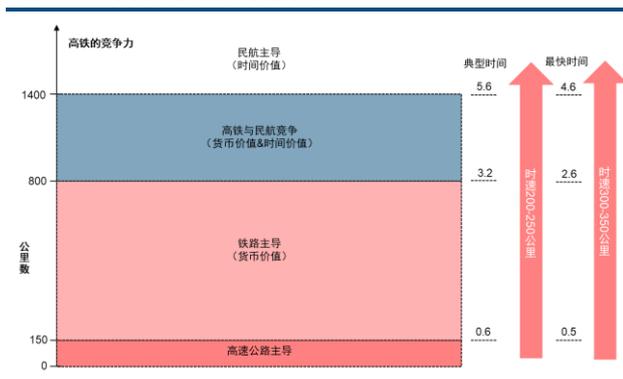
中长期来看，航空票价的持续提价打开了高铁票价提升空间。。自 2018 年 6 月以来，京沪航线经济舱全价票持续提升，2022 年冬春航季东方航空北京-上海经济舱全价票已经提升至 2150 元，相较于 2017 年的 1490 元上涨 73.4%；而同期高铁二等座最高票价仅上涨 19.7%，占航空经济舱全价票的比例由 2017 年的 44.6% 下降至 30.8%。

图表50：京沪航线经济舱全价票历史变化以及与高铁票价对比

调整时间	京沪航线经济舱全价票（元）	环比涨幅（%）	单客公里收入（元/人公里）	高铁调整前单客公里收入（元/人公里）	调整前高铁/航空单价比例	高铁调整后单客公里收入（元/人公里）	调整后高铁/航空单价比例
	1240	0.00%	1.05	0.46	43.7%	0.55	52.3%
2018年6月	1360	9.68%	1.15	0.46	39.8%	0.55	47.6%
2018年12月	1490	9.56%	1.26	0.46	36.4%	0.55	43.5%
2019年12月	1630	9.40%	1.38	0.46	33.2%	0.55	39.7%
2020年12月	1790	9.82%	1.52	0.46	30.3%	0.55	36.2%
2021年12月	1960	9.50%	1.66	0.46	27.6%	0.55	33.1%
2022年12月	2150	9.69%	1.83	0.46	25.2%	0.55	30.1%

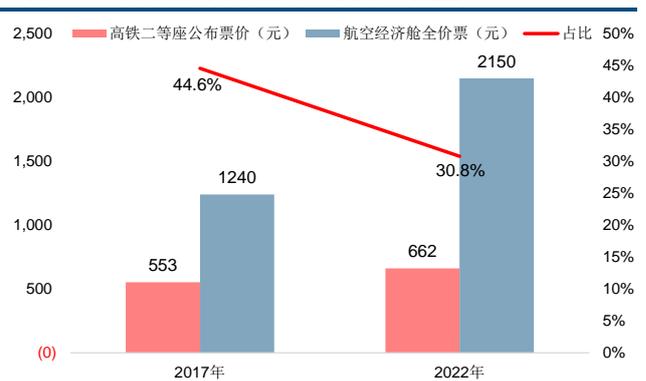
资料来源：携程，中信建投

图表51：高铁与民航的竞争性



资料来源：中信建投

图表52：高铁相对于民航票价更加“便宜”



资料来源：携程，中信建投

## 五、提速扩容不断推进，运能仍具备 20%提升空间

京沪高铁自 2011 年开通以来，经过数轮的“提速扩容”改造，无论是在列车开行数量、运行速度还是单车载客能力上，均有较大幅度的提升。2011 年建成之初，京沪高铁全线（含跨线）日均开行列车数仅有 143 列，截至目前已达到 500 列以上，并且 350 公里时速的复兴号列车占比也在逐步提高。我们认为京沪高铁未来运能仍然具备较大提升空间，主要可通过提高 17 节大编组列车占比、增加复兴号列车比例、京福安徽帮助缓解徐蚌段运输压力、增加夜间运营时间等方式。综合来看，京沪高铁最大运能仍具备 20%左右的提升空间。

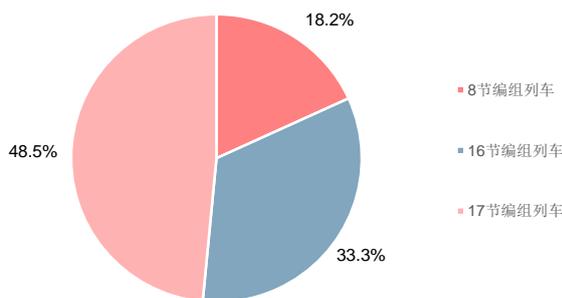
### 5.1 替换 17 节大编组列车，最大运能较当前可提升 14%

京沪高铁本线担当列车类型可以分为 17 节大编组、16 节大编组以及 8 节编组列车，相应的列车定员人数一般为 1283 人、1193 人和 576 人（17 节编组复兴号智能动车组 1285 人），17 节编组列车较 16 节定员人数增长 7.5%。若未来公司将部分全程列车由 8 节、16 节编组替换为 17 节大编组列车，京沪全线整体运力将进一步提升。

截至 2023 年 1 月中旬，京沪本线 17 节、16 节和 8 节编组列车单日车次占比分别为 48.5%、33.3%和 18.2%，若全部换成 17 节编组列车，根据定员人数推算，最大运力较当前可提升 14.1%。

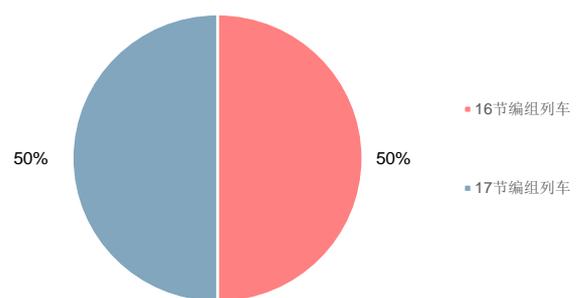
根据 2019 年本线开行列车数、座位数推算，2019 年公司本线担当列车旅客周转量约为 341 亿人公里，按全年 79.85%的客座率可以得到对应运力约为 427 亿人公里。因此，17 节大编组列车的占比每提高 10 个百分点，本线担当列车总运力将增加 0.73%，在平均运距以及客座率不变的情况下，京沪本线旅客周转量有望增加 2.51 亿人公里，对应的收入增量约为 1.1-1.2 亿元。

图表53： 2023 年 1 月中旬京沪本线各编组列车占比



资料来源：12306，中信建投

图表54： 2019 年京沪本线各编组列车占比估计情况



资料来源：12306，中信建投

注：根据 2019 年本线开行列车数、车座位数推算得到

**图表55： 17 节大编组列车占比对公司运力的敏感性分析**

17 节大编组占比	总运力（亿人公里）	平均客座率	旅客周转量（亿人公里）	周转量增幅
50%	427.4	79.85%	341.3	0.00%
60%	430.5	79.85%	343.8	0.74%
70%	433.7	79.85%	346.3	1.47%
80%	436.9	79.85%	348.8	2.21%
90%	440.0	79.85%	351.3	2.94%
100%	443.3	79.85%	353.9	3.68%

资料来源：公司公告，中信建投

注：2019 年京沪本线旅客周转量根据担当列车开行列数、发送旅客量等推算得到，所得税率按照 25% 计算

### 5.3 持续提升复兴号列车比例，增加列车开行密度

2021 年 6 月 25 日全国铁路将实行 2021 年第三季度列车运行图，最大变动在于将京沪高铁进行重排及优化。首先，新图中经由京沪高铁往返长三角地区和北京南站间的高铁列车由 86 对增至 93 对，其中时速 350 公里“复兴号”列车由 15 对增加至 21 对。京沪两地间时速 350 公里“复兴号”列车加密开行，开行对数由调图前 10 对增加至 13.5 对，旅客可选择车次更多。

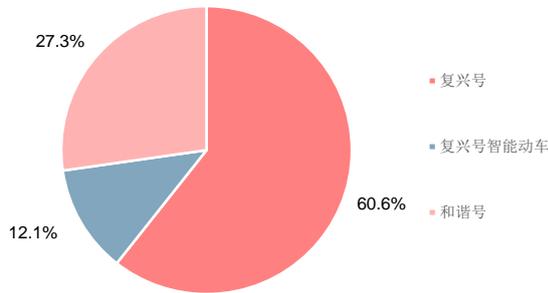
其次，京沪高铁线路上时速 350 公里的复兴号比例增加，由 36 列调增至最高 66 列。优化了京沪高速线的列车方向，将本线留给必要的列车运行，继续将非必要经由京沪高铁线的列车改制其他线路运行，如苏北新线、合杭—宁蓉—京港通道等线路分流。

截至 2023 年 1 月中旬京沪高铁上运行列车仍存在 12.1% 的和谐号列车组，16 节编组复兴号定员人数为 1193 人，而 16 节编组和谐号为 1005 人；17 节复兴号智能动车组也提升至 1285 人。随着未来 350km/h 的复兴号智能动车组比例持续提升，将有助于增加列车开行密度，为京沪高铁带来更多运能。

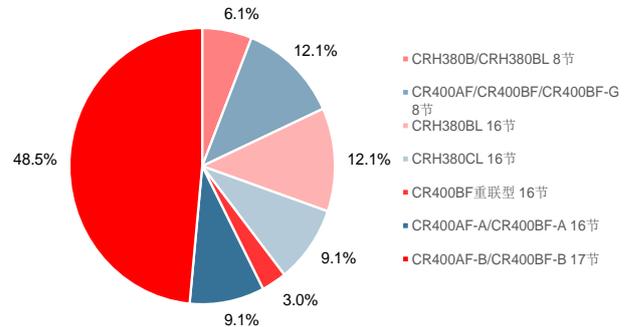
**图表56： 2021 年第三季度列车运行图调整情况**

	原列车运营图	第三季度列车运营图
时速达 350 的复兴号	15	21
上海区域进京高速动车	32	29
浙江区域进京高速动车	13	15
安徽区域进京高速动车	9	8
江苏区域进京高速动车	8	11
其他区域进京高速动车	9	9
<b>总计</b>	<b>86</b>	<b>93</b>

资料来源：公司公告，中信建投

**图表57： 2023年1月中旬京沪本线复兴号列车比例**


资料来源：12306，中信建投

**图表58： 2023年1月中旬京沪本线不同列车型号比例**


资料来源：12306，中信建投

### 5.3 压缩检修时间，增加夜间运营时间

当前京沪高铁运行时间段为 6:00-24:00，每天运行 18 小时，夜间 6 小时停运进行检修。未来可通过提高检修效率，压缩检修时间，将进一步提升公司整体运能。根据我们的测算，若平均每日增加 1 小时运营时间，京沪本线旅客周转量可增加 5.63%。

2023 年春运期间各热门线路均开通了“夜间高铁”以应对返乡高峰。截至 2023 年 2 月 5 日长三角地区春运期间增开列车 4116 余列，其中开行夜间高铁 1265 列，占增开列车的 30.7%。

**图表59： 增加运行时间对公司运力的敏感性分析**

平均每日运行时间(小时)	总运力(亿人公里)	平均客座率	旅客周转量(亿人公里)	周转量增幅
18.0	427.4	79.85%	341.3	0.00%
18.5	439.2	79.85%	350.9	2.81%
<b>19.0</b>	<b>450.9</b>	<b>79.85%</b>	<b>360.5</b>	<b>5.63%</b>
19.5	462.7	79.85%	370.1	8.44%
20.0	474.4	79.85%	379.7	11.25%
20.5	486.2	79.85%	389.3	14.06%
21.0	497.9	79.85%	398.9	16.88%

资料来源：公司公告，中信建投

## 六、京福安徽长期列车开行空间巨大，路网协同效应持续释放

### 6.1 京福安徽“十字路口”区位优势显著，疫情后产能爬坡有望加速

京福安徽“十字路口”区位优势显著，其“十字交叉”型线路正好处在郑济高铁、徐兰高铁、沪汉蓉高铁等各主要干线的交汇点上，链接长三角核心区域，承接安徽、河南及河北等人口大省的南北向客流。伴随着长期经济发展下的产业转移和人口流动，京福安徽线路未来开行列车数增长空间巨大。

京福安徽公司旗下拥有四条已通车线路，四条线路均为设计时速 350 公里/小时的高铁客运专线，与京沪高铁技术标准一致，便于统一进行标准化运营和管理。根据招股说明书，不考虑疫情影响下，京福安徽 2020 年 6 月商合杭高铁开通后，原本预计三年时间内（即到 2023 年）实现盈利。当前疫情影响逐步消退，预计京福安徽产能爬坡有望加速，盈利能力或将快速回升。

**1、合蚌客专：**合蚌客专位于安徽省中部，北起蚌埠市与京沪高铁在蚌埠南站接轨，南至合肥枢纽；沿途设蚌埠站（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，营业里程约 132 公里，设计时速 350 公里/小时，于 2012 年 10 月 16 日正式开通运营。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。

**2、合福铁路安徽段：**合福铁路安徽段线路自安徽省合肥北城引出至合肥南站，经巢湖、无为、铜陵、南陵、泾县、旌德、绩溪、歙县、黄山进入江西省境内；沿途设合肥西站（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，营业里程约 388.6 公里，设计时速 350 公里/小时，于 2015 年 6 月 28 日正式开通运营。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。

**3、商合杭铁路安徽段：**商合杭铁路安徽段线路经安徽亳州、阜阳、淮南、合肥、芜湖、宣城，下行接浙江湖州，南至杭州；沿途设芦庙站、亳州南站、古城东站、太和东站、阜阳西站、颍上北站、凤台南站、寿县站、淮南南站、水家湖站、合肥北城站、合肥西站（非自有车站）、合肥站（非自有车站）、肥东站（非自有车站）、巢湖北站、巢湖东站、含山西站、芜湖北站、芜湖站（非自有车站）、弋江站（非自有车站）、湾沚南站（非自有车站）、宣城站（非自有车站）、郎溪站、广德南站等 24 个车站，营业里程约 592 公里，设计时速 350 公里/小时，工程于 2015 年 11 月 30 日开工，已于 2020 年 6 月建成投产。商合杭高速铁路是我国客运专线网的重要干线和华东地区南北向的第二大客运通道，与沪昆通道相连接，沿线城市密集、人口众多，是有效联系中原、江淮与长三角重要的交通干线。

**4、郑阜铁路安徽段：**郑阜铁路安徽段位于安徽阜阳市，共设界首南站、临泉站、阜阳西站等 3 个车站，营业里程约 69 公里，设计时速 350 公里/小时，工程于 2016 年 8 月 18 日开工，已于 2019 年 12 月建成投产。郑阜铁路与陆桥通道、京港澳通道相连，有利于完善中部地区铁路网布局，强化西北与华东地区快速客运通道，促进区域经济协调发展。

图表60：京沪高铁、京福安徽以及主要相关高铁线路示意图



资料来源：公司公告，中信建投

注：

**图表61：京福安徽公司运营线路情况**

线路名称	开通时间	设计时速	营业里程 (KM)	沿线车站数量
合蚌客专	2012年10月	350KM/H	132	6
合福铁路安徽段	2015年6月	350KM/H	388.6	12
郑阜铁路安徽段	2019年12月	350KM/H	69.10	3
商合杭铁路安徽段	2020年6月	350KM/H	592.12	24

资料来源：公司公告，中信建投

**图表62：京福安徽公司产能爬坡原本预计情况**

项目 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-1259.6	-2566.9	-1980.2	-412.5	219.8

资料来源：招股说明书，中信建投

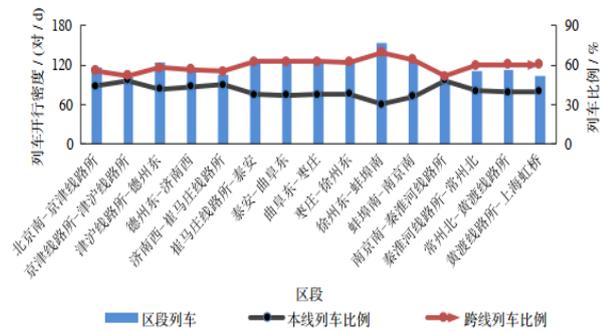
## 6.2 缓解徐蚌段通行瓶颈，增加京沪本线时刻资源

从高铁网络格局角度看：合蚌客专是京沪通道与沿江通道间快速连接线；合福铁路安徽段、商合杭铁路是京港（台）通道的重要组成部分，其中，合福铁路安徽段向北通过合蚌客专与京沪高速铁路连接，商合杭铁路是华东地区南北向的第二大客运通道，与沪昆通道相连接；郑阜铁路与陆桥通道、京港澳通道相连，是强化西北与华东地区快速客运通道。2020年6月28日商合杭高铁全线贯通，京福安徽高铁网络价值进一步完善，商合杭高铁的贯通有助于增加中西部区域进入长三角区域的客流，线路结构得以进一步优化。

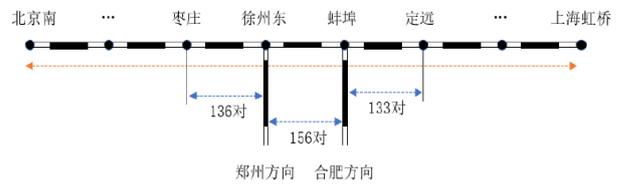
京沪本线徐蚌段是京沪高铁上最为繁忙的路段，2017年以来徐州东-蚌埠南区段本逐步饱和，基本无法在该区段直接增加运行线。由于徐州东除了与京沪高铁相连，还与徐兰高铁相连，同时蚌埠站也还和合蚌高铁相连，而长三角地区又是我国旅客运输需求十分旺盛的地区，徐蚌段作为前往该地区的必经通道，除京沪高铁本线担当列车以外，还承载着大量的跨线列车通行需求，从而导致其繁忙程度在整个京沪高铁中是最高的，对全线列车的通行能力形成限制瓶颈。

京福安徽旗下商合杭高铁已于2020年6月开通，开通之后可以分流一部分之前通过徐蚌段路过南京开往杭州的列车，从而在一定程度上解决徐蚌段的运输能力问题。而且在徐蚌段压力逐步减轻之后，公司可以进一步增开京沪全线的担当列车数，同时也可增加京福安徽段的跨线列车数量。根据《京沪高速铁路列车运行组织优化研究》测算结果，取消7列跨线列车相应可增加4对本线全程列车，以充分利用其它路段产能。

图表63： 2018年底京沪高速各区间列车开行对数



图表64： 2020年三季度徐蚌段列车开行情况示意图



资料来源：《京沪高速铁路列车运行模式研究》，中信建投

资料来源：《京沪高速铁路列车运行组织优化研究》，中信建投

## 七、内在价值 8.10 元，给予京沪高铁“买入”评级

预计 2022-2025 年公司归母净利润-5.4 亿元、80.4 亿元、132.2 亿元和 160.3 亿元，对应 EPS 分别为-0.01 元、0.16 元、0.27 和 0.33 元，对应 PE 为-476.7、32.0、19.5 和 16.1 倍。长期来看，公司盈利增长较为稳定，故采用 DCF 估值法，假设加权平均资本成本（WACC）为 5.29%，永续增长率为 1.70%，内在价值为 8.10 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 7.1 预计 24-25 年实现归母净利润 132 亿元、160 亿元

我们假设 2023 年京沪高铁本线能够恢复到 2019 年同期的 80-90%，2024 年或将全面超越 2019 年同期，2025 年开行列车数、客座率等产能指标将达到接近峰值状态（2019 年开行列车数、客座率等指标已经是接近峰值状态，故开始投放 17 节编组列车增加运能）。

票价方面，2021 年 6 月 25 日京沪高铁在 2020 年 12 月五档票价的基础上增加了 662 元/626 元两档，公布票价 662 元较原先固定票价 553 元上涨 20%，受先前疫情影响当前实际票价涨幅在 5% 左右，我们假设 2023 年客座率回到历史高位时，平均票价将实现 20% 的最大涨幅。

成本费用方面，委托运输管理费持续按照合同约定 6.275% 增速增长，能源支出方面 2022 年采购电价同比增长 15% 后假设维持不变（2022 年 1 月与中国电力签订战略合作协议，预计电价成本较为稳定），其他费用基本延续。

**图表65：公司经营数据假设**

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
京沪高铁	本线列车	日均开行列车	98.5	72.3	83	55	94	108	115
		客座率	79.9%	51.0%	56.7%	44.0%	70.0%	80.0%	82.0%
		客公里票价 (元/人公里)	0.423	0.427	0.429	0.440	0.444	0.480	0.500
	跨线列车	日均开行列车	414.5	359.4	380	290	390	440	470
京福安徽	跨线列车	日均开行列车	83.4	129.6	146.5	120	170	210	230

资料来源：公司公告，中信建投

注：2019-2021 年数据均为

在以上假设的基础上，我们以 2025 年情形推算京沪高铁的盈利弹性。当 2025 年京沪本线日均开行列车数为 115 列时，二等座均价在原固定票价 553 元的基础上每增长 5%，增厚归母净利润 7.22 亿元；二等座均价为 662 元时，本线日均开行列车数每增加 10 列，增厚归母净利润 9.61 亿元。

此外，维持京沪本线 2025 年假设条件不变，跨线日均开行列车数每增加 10 列，增厚归母净利润 2.19 亿元。维持京沪本线和跨线 2025 年假设条件不变，京福安徽日均开行列车数每增加 10 列，增厚归母净利润 0.90 亿元。

**图表66： 公司本线列车票价、日均开行列车数盈利弹性测算**

客公里票价 (元/人公里)	对应二等座均价 (元)	相对于原固定票价 涨幅 (%)	日均开行列车数		
			105	115	125
2025 年整体归母净利润 (亿元)					
<b>0.423</b>	<b>553</b>	<b>0%</b>	<b>124.38</b>	<b>131.48</b>	<b>138.57</b>
<b>0.444</b>	<b>580</b>	<b>5%</b>	<b>130.98</b>	<b>138.70</b>	<b>146.42</b>
0.465	608	10%	137.57	145.92	154.27
0.486	636	15%	144.17	153.15	162.13
<b>0.508</b>	<b>662</b>	<b>20%</b>	<b>150.76</b>	<b>160.37</b>	<b>169.98</b>
0.529	691	25%	157.36	167.59	177.83
0.550	719	30%	163.96	174.82	185.68
0.571	747	35%	170.55	182.04	193.53
0.592	774	40%	177.15	189.27	201.39
<b>0.613</b>	<b>802</b>	<b>45%</b>	<b>183.74</b>	<b>196.49</b>	<b>209.24</b>
0.635	830	50%	190.34	203.71	217.09

资料来源：公司公告，中信建投

**图表67： 公司及旗下京福安徽跨线列车日均开行列车数盈利弹性测算**

京沪线路跨线日均开行列车数	2025 年整体归母净利润 (亿元)	京福安徽日均开行列车数	2025 年整体归母净利润 (亿元)
430	151.53	170	154.90
450	155.91	200	157.60
470	160.30	230	160.30
490	164.68	260	163.00
510	169.07	290	165.70
530	173.45	320	168.40
550	177.84	350	171.10

资料来源：公司公告，中信建投

## 7.2 采用 DCF 估值法，内在价值 8.10 元

中长期来看京沪公司盈利增长较为稳定，故采用 DCF 估值法。根据公司 2022 年第三季度公司股权和债务成本结构，无风险收益率采用 2023 年 2 月十年期国债收益率 2.92%，市场收益率采用 10 年沪深指数平均收益率 5.24%，Beta 取近一年历史回测值约 0.80，得到加权平均资本成本 (WACC) 为 5.29%。假设 2027-2030 年公司产能利用率逐步打满，盈利能力增长逐步稳定，2030 年归母净利润同比增速约为 1.9%，故假设永续增长率为 1.70%。采用 DCF 估值法测算，对应公司股权价值约 3975.7 亿元，内在价值为 8.10 元/股。

**图表68： 公司现金流折现法（DCF）估值假设条件**

资本结构		成本结构			
股权资本		股权成本 Ke		债务成本 Kd	
普通股价值	75.83%	无风险收益率	2.92% (十年期国债收益率)	短期利率	1.50%
优先股价值	0.00%	Beta	0.80 (近一年历史回测)	长期利率	4.75%
<b>债务资本</b>		市场收益率	5.24% (10 年沪深指数平均收益率)	债务调整系数	2
短期债务	1.02%	<b>股权成本</b>	<b>4.77%</b>	所得税率	25%
长期债务	23.15%	<b>债务成本</b>		<b>6.92%</b>	
<b>加权平均资本成本 (WACC)</b>		<b>5.29%</b>			
<b>永续增长率</b>		<b>1.70%</b>			

资料来源: Wind, 中信建投

注: 采用 2022 年第三季度财务数据, 其他数据截至 2023 年 2 月 23 日

**图表69： 公司现金流折现法（DCF）估值**

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	699	12,213	19,361	23,315	23,195	24,442	25,944	26,630	27,106
(所得税)	0	-2,547	-4,398	-5,467	-5,520	-5,917	-6,383	-6,648	-6,864
折旧&摊销	5,490	5,491	5,491	5,491	5,491	5,491	5,491	5,491	5,491
营运资本的减少	165	526	185	88	422	-34	441	-227	403
资本开支的增加	-5,490	-5,491	-7,493	-5,491	-5,491	-5,491	-5,491	-5,491	-5,491
自由现金流	863	10,192	13,146	17,937	18,097	18,491	20,003	19,755	20,645
现金流现值	699	12,213	19,361	23,315	23,195	24,442	25,944	26,630	27,106
<b>终值</b>	<b>584,844</b>								
<b>现值合计</b>	<b>496,111</b>								
净负债	70,106								
少数股东权益	23,598								
<b>归母股权价值</b>	<b>397,568</b>								
总股数(百万股)	49,106								
<b>每股价值(元)</b>	<b>8.10</b>								

资料来源: 公司公告, 中信建投

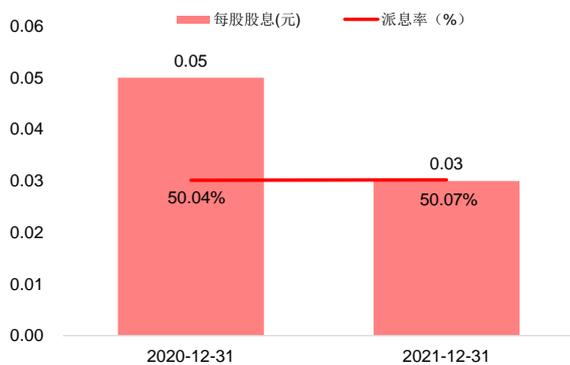
注: 终值为 2030 年以后按永续增长率 1.5% 和 WACC 5.08% 计算得到的 2030 年时点公司的现值, 净负债、少数股东权益数据截至 2023 年第三季度

### 7.3 派息率维持在 50%，长期有望提升至 80%

公司派息率目前维持在 50%，未来公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排时，派息率有望提升至 80%。同时，公司当前估值仍处于历史低位，PB 仅为 1.30，长期股息回报率可观。对比日本成熟高铁公司，PB 在 0.80-1.23 倍，PE 在 21.14-45.13 倍。

公司招股说明书中《上市后三年股东分红回报规划》原文表述：“在公司当年实现盈利、当年年末公司累计未分配利润为正数且无重大投资计划或重大现金支出发生时，公司应当主要采取现金方式分配利润。公司每年以现金形式分配的利润（包括年度分配和半年度分配）为该年度归属于公司股东净利润的 50%”。同时，“公司至少每三年重新审阅一次股东分红回报规划”，“公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%”。

图表70： 公司历史每股派息和派息率



资料来源: Wind, 中信建投

图表71： 公司历史 PE 变化



资料来源: Wind, 中信建投

注: 数据截至 2023 年 2 月 23 日

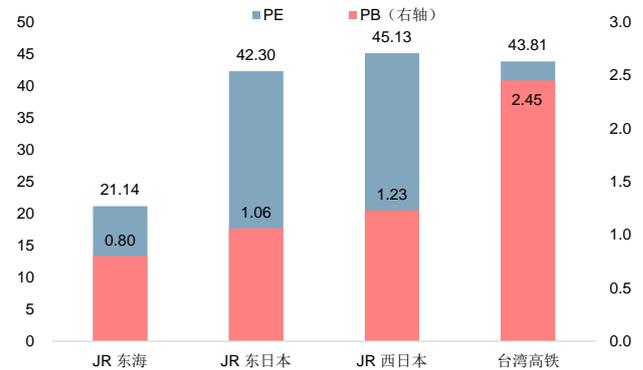
图表72： 公司历史 PB 变化



资料来源: Wind, 中信建投

注: 数据截至 2023 年 2 月 23 日

图表73： 日本、台湾高铁可比公司估值对比



资料来源: Wind, 中信建投

注: 数据截至 2023 年 3 月 1 日

## 八、风险分析

### 1) 运力投放不达预期的风险

运力投放主要受最小列车追踪间隔、列车开行速度等因素影响，如果未来最小列车追踪间隔、列车开行速度等发生调整，出现影响公司运力投放的不利变化，则可能对公司经营业绩产生一定影响。京沪本跨线、京福安徽日均开行列车数变化对盈利能力影响如图表 74 和 75 所示。

### 2) 票价波动的风险

铁路票价实行市场化浮动后，可能存在上浮或者下浮，若票价下浮造成公司客公里收入下降，或将导致公司主营业务收入低于预期。京沪本线票价变化对盈利能力影响如图表 74 所示。

**图表74： 公司本线列车票价、日均开行列车数盈利风险测算**

客公里票价 (元/人公里)	对应二等座均价 (元)	相对于原固定票价 涨幅 (%)	日均开行列车数		
			80	90	100
2025 年整体归母净利润 (亿元)					
0.423	553	0%	108.71	115.89	123.06
0.444	580	5%	113.77	121.58	129.39
0.465	608	10%	118.83	127.27	135.71
0.486	636	15%	123.89	132.96	142.03
0.508	662	20%	128.95	138.65	148.36
0.529	691	25%	134.00	144.34	154.68
0.550	719	30%	139.06	150.03	161.00
0.571	747	35%	144.12	155.72	167.32
0.592	774	40%	149.18	161.41	173.65
0.613	802	45%	154.24	167.10	179.97
0.635	830	50%	159.29	172.79	186.29

资料来源：公司公告，中信建投

**图表75： 公司及旗下京福安徽跨线列车日均开行列车数盈利风险测算**

京沪线路跨线日均开行列车数	2025 年整体归母净利润 (亿元)	京福安徽日均开行列车数	2025 年整体归母净利润 (亿元)
310	125.22	20	141.40
330	129.61	50	144.10
350	133.99	80	146.80
370	138.38	110	149.50
390	142.76	140	152.20
410	147.14	170	154.90
430	151.53		

资料来源：公司公告，中信建投

### 3) 新建铁路产能爬坡进度低于预期

京福安徽公司在建线路计划已于 2020 年 6 月全部建成投产，后续产能爬坡进度若低于预期，将影响京福安徽公司自身的经营业绩，同时也会造成京沪高铁本线释放运能不足。

### 4) 其他运输方式的竞争风险

高速铁路具有准点率高、载客量大、经济舒适、受自然气候影响小等优点。2016-2019 年京沪高铁持续优化列车开行方案，客座率稳步提高、列车开行质量不断提升，与公路客运、航空客运形成了差异化竞争的局面。但是，如果未来公路网持续扩张完善、航空客运准点率和服务水平不断提高，仍可能影响旅客出行选择，如果出现大幅影响旅客周转量的情况，将对公司的经营产生一定负面影响。

### 5) 清算政策调整的风险

由于铁路行业“全程全网”的业务特点，需要不同铁路运输企业之间相互提供路网服务。为建立铁路运输企业之间公平、公正、公开的清算秩序，原铁道部、原铁路总公司先后制定了《铁路运输进款清算办法》（铁财〔2005〕16 号）《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）等相关规定。2016-2018 年，清算政策保持了基本稳定，确保了铁路运输进款清算的顺利进行，京沪高铁也实现了良好的经济效益。未来随着生产要素价格水平提高、路网服务质量提升、行业特点及供求关系变化，国铁集团清算项目、清算范围、清算价格可能出现调整，如果出现不利变化，将对公司的经营业绩产生一定影响。

## 九、报表预测

**资产负债表（百万元）**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9257	9115	19655	33969	51497
现金	8918	8210	18750	32582	50344
应收票据及应收账款合计	231	0	0	0	0
其他应收款	42	838	839	1320	1086
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	66	66	66	66	66
<b>非流动资产</b>	285996	280462	274972	269481	263990
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	226671	221926	217179	212428	207676
无形资产	58421	57691	56960	56230	55500
其他非流动资产	904	845	833	822	814
<b>资产总计</b>	295252	289577	294627	303450	315487
<b>流动负债</b>	8973	7924	8451	7115	6970
短期借款	2002	2002	2002	0	0
应付票据及应付账款合计	807	0	0	0	0
其他流动负债	6164	5922	6449	7115	6970
<b>非流动负债</b>	75175	73685	72194	70703	68634
长期借款	74534	73043	71552	70062	67992
其他非流动负债	642	642	642	642	642
<b>负债合计</b>	84148	81608	80645	77819	75603
少数股东权益	24254	23305	22901	22875	23245
股本	49106	49106	49106	49106	49106
资本公积	122596	122596	122596	122596	122596
留存收益	15126	14080	18878	26561	36450
归属母公司股东权益	186850	184664	191082	202756	216639
<b>负债和股东权益</b>	295252	289577	294627	303450	315487

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15468	8125	16630	21966	23956
净利润	4215	-1489	7640	13194	16400
折旧摊销	5702	5490	5491	5491	5491
财务费用	3307	3152	2946	2574	2187
投资损失	0	0	0	0	0
经营性应收项目的减少	1979	231	-0	-0	-0
经营性应付项目的增加	76	730	527	667	-146
其他经营现金流	264	741	554	708	-122
<b>投资活动现金流</b>	-3607	1	1	1	1
资本支出	3453	-5490	-5491	-7493	-5491
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-154	-5489	-5490	-7492	-5490
<b>筹资活动现金流</b>	-10892	-8833	-6091	-8135	-6194
短期借款	-4004	0	0	-2002	0
长期借款	-2919	-1491	-1491	-1491	-2070
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3969	-7343	-4601	-4642	-4125
<b>现金净增加额</b>	968	-707	10539	13832	17762

**利润表（百万元）**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	29305	19288	36754	47320	52734
营业成本	18799	16769	22660	26063	27548
营业税金及附加	141	65	148	203	217
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	802	772	772	828	870
研发费用	12	8	16	20	22
财务费用	3307	3152	2946	2574	2187
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	0	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	6245	-1489	10186	17591	21866
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	6248	-1489	10186	17591	21866
所得税	2033	0	2547	4398	5467
<b>净利润</b>	4215	-1489	7640	13194	16400
少数股东损益	-600	-950	-404	-25	370
<b>归属母公司净利润</b>	4816	-540	8044	13219	16030
EBITDA	14157	6189	17703	24851	28806
EPS（元）	0.10	-0.01	0.16	0.27	0.33

**主要财务比率**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.1	-34.2	90.6	28.7	11.4
营业利润(%)	55.0	-123.9	783.9	72.7	24.3
归属于母公司净利润(%)	49.1	-111.2	-1590.2	64.3	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	13.1	38.3	44.9	47.8
净利率(%)	16.4	-2.8	21.9	27.9	31.1
ROE(%)	2.0	-0.7	3.6	5.9	6.9
ROIC(%)	2.2	0.3	3.7	6.1	7.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.5	28.2	27.4	25.6	24.0
净负债比率(%)	33.7	33.1	26.5	17.5	8.1
流动比率	1.0	1.2	2.3	4.8	7.4
速动比率	1.0	1.2	2.3	4.8	7.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	49.4	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	23.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.10	-0.01	0.16	0.27	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.17	0.34	0.45	0.49
每股净资产(最新摊薄)	3.80	3.74	3.88	4.10	4.39
<b>估值比率</b>					
P/E	53.4	-476.7	32.0	19.5	16.1
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	24.9	56.4	19.0	12.9	10.4

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

**韩军：**交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。7 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

## 研究助理

**李琛** 13122770135 lichenyf@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk