

京沪高铁 (601816.SH)

优质高铁龙头，重视核心资产成长性

疫情冲击已过，高铁客流量持续复苏，运能增长叠加票价市场化改革下助力京沪高铁本线潜力释放，京福安徽构建跨线业务第二增长曲线，路网规模效应逐步形成。DCF 估值法下对应目标价为 7.05 元，较当前股价具备 35%以上空间，维持“强烈推荐”评级。

- 走出疫情深水区，高铁客流迎来修复。疫情政策优化叠加节后复工复产加速，京沪高铁客流量明显回暖，观察春运期间铁路旅客发送量高频数据，整体恢复情况好于其他运输方式，春运共发送旅客 3.5 亿人，同比增长 37.4%，基本恢复至 2019 年水平的 85.5%。伴随 2025 年“八横八纵”主干网络基本形成，京沪高铁黄金线路地位进一步凸显，网络效应释放带来长期客流增长。竞争方面，高铁运输性价比突出，在运距 1000km 内与民航相比具有绝对优势，未来提速提效多措并举下有望进一步提高竞争力。
- 本线运能具备提升空间，票价市场化改革下价格弹性仍存。中期来看，京沪本线运能仍有提升空间，公司可以通过增加 16/17 节车厢列车投放、跨线列车分流、缩小发车间隔同时延长运营时间等方式进一步释放需求、提升本线运能。根据我们测算，17 节长编组列车占比每增加 10%，收入可增加 1.13-1.14 亿元，全部替换后运输产能有望提升 17%以上。价格方面，票价市场化改革持续，京沪高铁具备长期提价权，考虑到疫情前京沪线客座率维持在接近 80%水平，疫情后随着客流恢复客座率将有明显提升，需求增长下票价具备上浮空间。
- 重视京福安徽成长潜力，跨线规模效应有待释放。京福安徽的商合杭高铁将为京沪高铁承担大量分流任务，未来定位于华东第二通道，成长空间可类比宁杭高铁；合福作为京台通道组成，有望由区域需求升级为全国需求；郑阜、合蚌构建支线路网存较大改善预期。目前京福安徽列车车次占总跨线车次比已由 2021H1 的 20%提升至 2022H1 的 30%，随着安徽周边省份路网逐步完善，路网规模效应有望得到释放，打造第二增长曲线。
- 投资建议。短期逻辑得到验证，疫情影响逐步消退后高铁客流量持续回暖，中长期来看，本线运能仍有提升潜力，同时价格市场化改革下票价存在浮动空间，量价齐升下公司业绩得到保障，重视京福安徽成长潜力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-5.5/93.8/116.5 亿元，鉴于公司长期业绩增长较为稳健，我们采用 DCF 估值法进行预测，给予目标价 7.05 元/股，较当前股价具备 35%以上空间，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：其他交通工具带来的竞争风险、国铁清算不及时和清算政策变动风险、京福安徽运能增长不及预期风险、高铁出现重大安全事故的风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	25238	29305	23398	39589	45711
同比增长	-23%	16%	-20%	69%	15%
营业利润(百万元)	4028	6245	(587)	11903	15221
同比增长	-75%	55%	-109%	-2127%	28%
归母净利润(百万元)	3229	4816	(547)	9377	11646
同比增长	-73%	49%	-111%	1814%	24%
每股收益(元)	0.07	0.10	-0.01	0.19	0.24
PE	78.3	52.5	-462.2	27.0	21.7
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/交通运输

目标估值：7.05 元

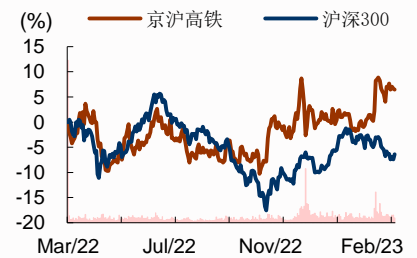
当前股价：5.15 元

基础数据

总股本 (万股)	4910648
已上市流通股 (万股)	4910648
总市值 (亿元)	2529
流通市值 (亿元)	2529
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	0.3
资产负债率	28.1%
主要股东	中国铁路投资有限公司
主要股东持股比例	43.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	13	9
相对表现	12	13	16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《京沪高铁 (601816) —疫情反复致业绩短期承压，等待长期投资机会出现》2021-10-31
- 《京沪高铁 (601816) —京沪线运营较为亮眼，盈利改善凸显逐步显现》2021-08-31
- 《京沪高铁 (601816) —2021Q1 受疫情影响明显，仍看好未来成长》2021-05-06

苏宝亮 S1090519010004

subaoliang@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、走出疫情深水区，高铁客流迎来修复	5
1、疫后客流增长带来业绩修复	5
2、坐拥京沪黄金客运走廊，与民航分庭抗礼	6
3、京沪高铁二线尚未完工，时效与京沪高铁相比竞争力较弱	8
二、本线运能具备提升空间，票价市场化改革下价格弹性仍存	9
1、本线运能提速扩容在路上	9
(1) 途径一：逐步增加 17 节长编组列车开行比例	9
(2) 途径二：路网建设趋于完善，跨线帮助分流	11
(3) 途径三：缩小发车间隔，延长运营时间	14
2、票价市场化改革下票价仍有上浮空间	15
三、京福安徽潜力可期，跨线规模效应有待释放	16
四、盈利预测与投资建议	18
1、盈利预测	18
2、投资建议	20
五、风险提示	21
附录：京沪高铁基本情况	23

图表目录

图 1：铁路月度旅客发送量变化情况	5
图 2：铁路月度旅客周转量变化情况	5
图 3：春运期间铁路旅客发送量变化情况（单位：万人次）	5
图 4：春运期间民航旅客发送量变化情况（单位：万人次）	5
图 5：京沪高铁沿线省市居民人均可消费支出（单位：万元）	6
图 6：京沪高铁沿线省市 GDP 情况（单位：亿元）	6
图 7：各线路出行意愿统计情况	6
图 8：不同速度和运距下各类运输方式优势运距变化	7
图 9：北京-上海民航旅客运输量变化及正班客座率情况	7
图 10：北京-上海民航飞行班次（万次）	7
图 11：“八纵八横”铁路线路规划示意图	8

图 12: 京沪高铁全线客运量及占全国比重 (截至 2019 年)	8
图 13: 京沪高铁本线客运量及增长情况	8
图 14: 京沪高铁二线示意图	9
图 15: 京沪本线各编组列车占比 (2023 年 3 月 28 日)	10
图 16: 不同车型平均收入 (千元/车次) (2019 年)	11
图 17: 2016 年至今京沪高铁跨线运营里程变化情况	12
图 18: 2016-2019 年京沪高铁跨线列车旅客发送量及占比	12
图 19: 京沪高铁共线线路	12
图 20: 京港高铁商合段线路图	13
图 21: 郑阜高铁线路图	13
图 22: 徐宿、淮盐及沿海通道高铁示意	14
图 23: 商合杭高铁线路图	14
图 24: 世界各国及地区高铁单位票价对比 (单位: 元/公里)	16
图 25: 京沪高铁跨线列车周转量情况	18
图 26: 京沪高铁跨线列车量组成情况	18
图 27: 可比公司 PE (TTM)	21
图 28: 可比公司 PB	21
图 29: 京沪高铁历史 PE Band	22
图 30: 京沪高铁历史 PB Band	22
图 31: 京沪高铁发展历史	23
图 32: 公司股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	23
图 33: 京沪线示意图	25
图 34: 公司其他运营线路示意图	25
图 35: 京沪高特委托铁路局运输模式	26
图 36: 京沪高铁收入组成 (单位: 亿元)	26
图 37: 京沪高铁归母净利润情况	26
图 38: 截至 2022Q3 可比公司固定资产与总资产情况 (单位: 亿元)	27
图 39: 截至 2022H1 可比公司固定资产构成 (单位: 亿元)	27
图 40: 可比公司毛利率情况对比	27
图 41: 可比公司归母净利率情况对比	27
图 42: 京沪高铁主要费用率情况	27

表 1: 京沪高铁二线具体线路组成情况	9
表 2: 复兴号、和谐号列车车型汇总	10
表 3: 北京南-上海虹桥站各编组列车占比.....	11
表 4: 17 节编组列车占比提升对公司运力及收入影响的敏感性分析	11
表 5: 不同追踪间隔时间下平行运行图能力的变化情况.....	15
表 6: 票价市场化改革重要事件	15
表 7: 本线收入潜在增长空间的情景假设（基于 2021 年）	16
表 8: 京福安徽公司车站明细	17
表 9: 京福安徽运营高铁线路情况.....	17
表 10: 经营数据关键假设	18
表 11: 营业收入预测.....	19
表 12: 营业成本关键假设	19
表 13: 盈利预测简表.....	20
表 14: DCF 估值表	20
表 15: DCF 核心假设条件	21
表 16: 2017-2021 京沪高铁历史分红统计.....	21
表 17: 京沪高铁车站明细	24
表 18: 京沪高铁运营高铁线路情况.....	24
表 19: 公司运营模式划分	25
附: 财务预测表	28

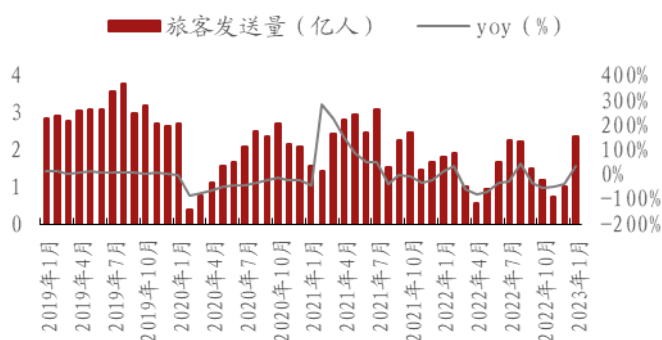
一、走出疫情深水区，高铁客流迎来修复

1、疫后客流增长带来业绩修复

疫后铁路旅客发送量明显回暖。2020 年以来，在国内外新冠疫情大流行背景下，国内防疫措施持续升级导致铁路客流量受到较大冲击，2020 年全年全国铁路旅客发送量为 22.03 亿人，同比下滑 39.8%，全年旅客周转量为 8266.19 亿人公里，同比下滑 43.8%。2021 年 4 月以来逐步复工复产带动旅客发送量有所回暖，但变异毒株传播性仍持续升级，下半年铁路客运量维持相对低迷，2021 年全年全国铁路旅客发送量共 26.12 亿人，同比增长 18.5%，但仍明显低于 2019 年 36.6 亿人的水平。2022 年疫情影响持续存在，4 月受到上海疫情影响，高铁客运量下滑较多，当月铁路旅客运输量仅达 0.57 亿人，对公司业绩形成明显冲击。4 月-11 月期间，全国疫情多点式散发持续影响客运量修复，11 月后，伴随“二十条”、“新十条”等防疫优化政策陆续出台，前期疫情影响逐步消退，叠加节后复工复产加速，客流量回暖明显。

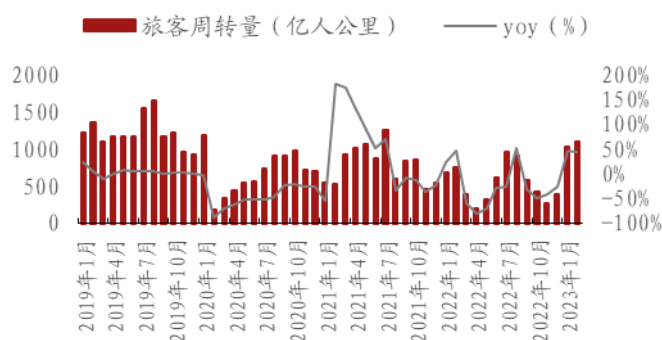
观察春运高频数据，铁路旅客发送量恢复情况好于其他运输方式。2023 年春运期间（腊月十六-正月二十四）铁路旅客发送数量共达到 3.5 亿人，同比增加 9473 万人次，增长 37.4%，日均发送 870 万人次，基本恢复至 2019 年水平的 85.5%，其中有 11 天单日旅客发送量超千万，铁路客流大幅回升。分运输方式来看，春运期间公路、水路、民航分别发送旅客 11.69 亿、2245.2 万和 5521.4 万人次，同比增长 55.8%、37.1%和 38.7%，分别恢复至 2019 年同期的 47.5%、55.1%和 75.8%，铁路旅客发送量恢复情况明显好于其他运输方式。

图 1：铁路月度旅客发送量变化情况



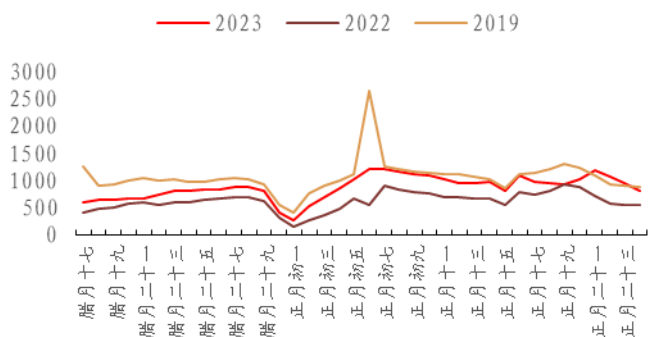
资料来源：国家铁路局、招商证券

图 2：铁路月度旅客周转量变化情况



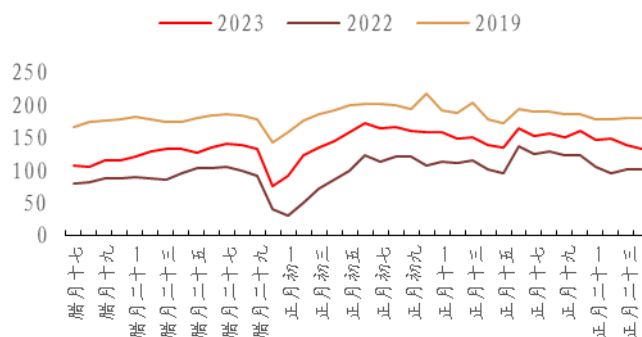
资料来源：国家铁路局、招商证券

图 3：春运期间铁路旅客发送量变化情况（单位：万人次）



资料来源：交通运输部、招商证券

图 4：春运期间民航旅客发送量变化情况（单位：万人次）



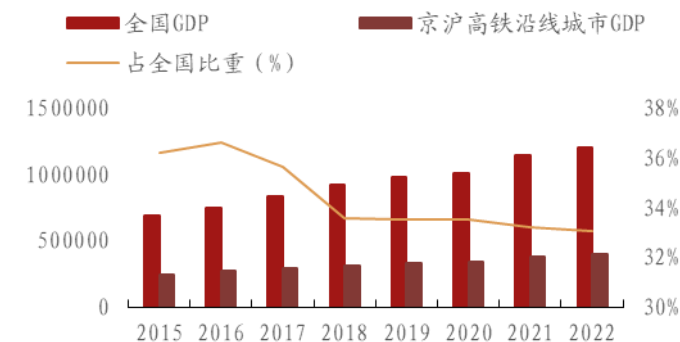
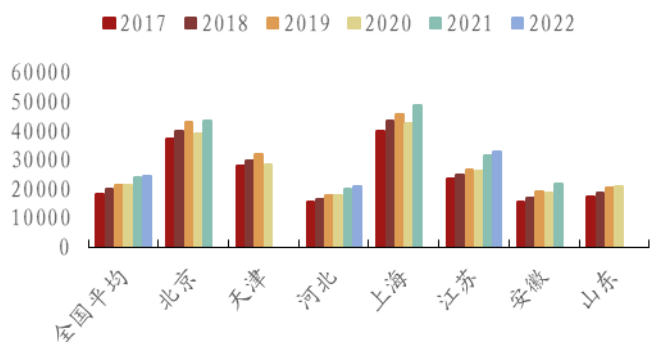
资料来源：交通运输部、招商证券

2、坐拥京沪黄金客运走廊，与民航分庭抗礼

高铁运输以客运为主，京沪线沿线省市人口众多、经济发达，商旅客流需求充分。客流需求与人口、经济发展等因素高度相关，人口越多，城镇化进程越高意味着人口聚居现象更集中，流动则更加频繁，从而带动出行需求。经济发展水平、居民消费水平则影响到客流的出行意愿和能力，与客运需求存在正向相关性。京沪高铁沿线省市人口数量处于全国领先水平，沿线城镇化进程总体在全国水平之上，且呈不断攀升态势，其中最主要的北京、上海、天津等大都市均达到 80%以上，客观上存在较大的出行需求。京沪高铁沿经济发展及居民收入均处全国较高水平，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，途经北京、天津、上海三个直辖市以及南京、济南两个重要省会城市，同时居民消费支出总体处于全国领先水平，形成的生产、消费性出行需求均对客流形成有力支撑，对比全国各线路出行意愿情况，京沪线中 62%的出行需求来自于商务出行，而商务出行旅客对价格敏感度较低，客观上有利于长期客运收入增长。

图 5：京沪高铁沿线省市居民人均可消费支出（单位：万元）

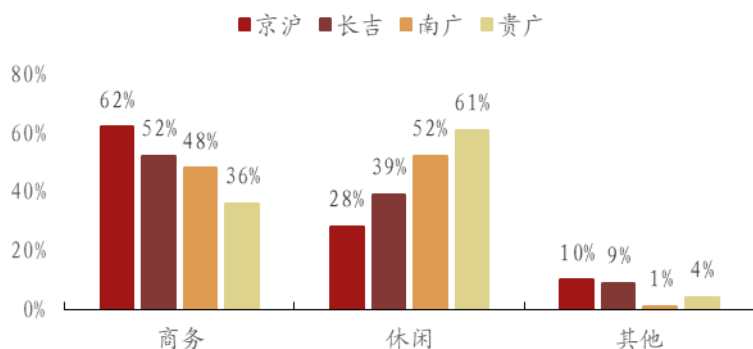
图 6：京沪高铁沿线省市 GDP 情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

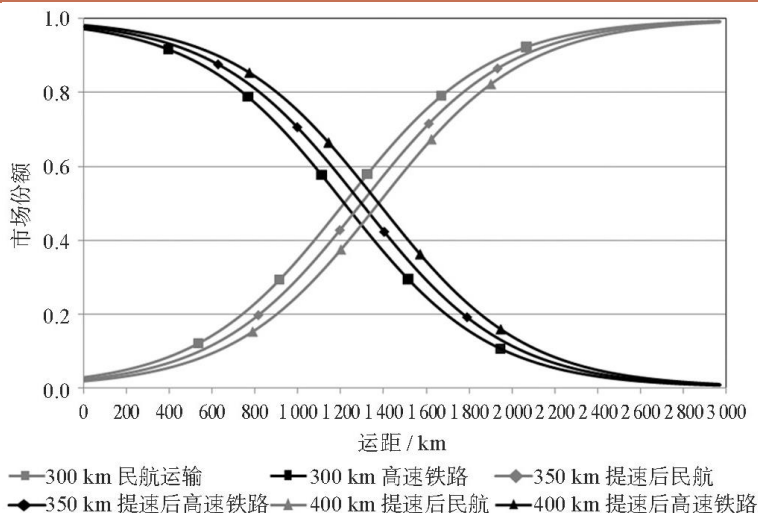
图 7：各线路出行意愿统计情况



资料来源：世界银行、招商证券

运输性价比突出，与航空分庭抗礼。公司主要竞争对手为航空和公路运输，当运营速度为 300km/h，运距在 1000km 内时，高速铁路在客运市场占据绝对优势，随着运距增大，高铁市场份额随之降低，而民航市场份额随之增加，运距 1200km 是高铁与民航客运市场分担率的交界点，如果高铁运行速度提升至 400km/h，其优势运距将进一步扩大。京沪高铁全长 1318km，在 2011 年投运后尤其初期，在一定程度上分流了北京-上海的民航出行客流。2011 年至 2013 年，北京-上海的民航旅客运输量连续 3 年下滑，至 2016 年方才超过京沪高铁通车前 2010 年的水平。从时间性价比来看，随着高铁运行提速，出行时间将大大减少，对航空运输将造成一定冲击。从价格上来看，京沪高铁在 2020 年 12 月 23 日开始执行浮动票价制度，二等座票价以 553 元为基准，上下浮动比例为 8.1%/-9.9%，为航空全价票价的 31%-37%，即便考虑一定的折扣，高铁票价仍然具有显著的价格优势。

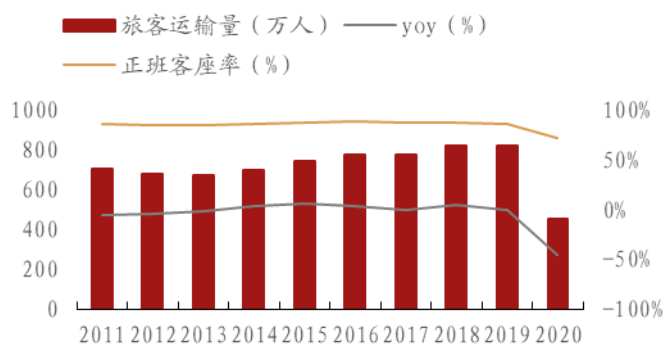
图 8: 不同速度和运距下各类运输方式优势运距变化



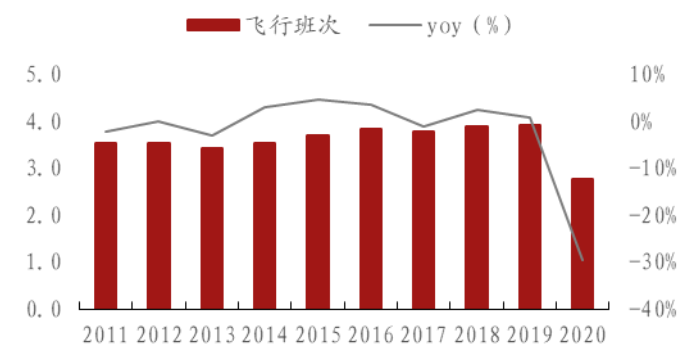
资料来源:《京沪 400km/h 高速铁路列车竞争力影响探析》、招商证券

图 9: 北京-上海民航旅客运输量变化及正班客座率情况

图 10: 北京-上海民航飞行班次 (万次)



资料来源: Wind、招商证券



资料来源: Wind、招商证券

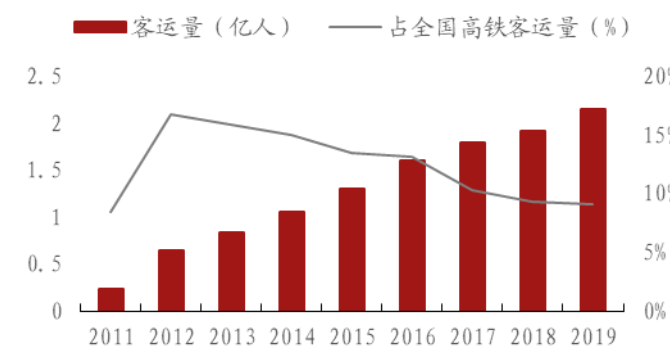
坐拥高铁主通道，路网客运作用凸显。京沪高速铁路是《中长期铁路网规划》“八纵八横”主通道的组成部分，构成贯穿我国东部路网的大动脉，尤其在路网尚未全面完成规划的情形下，京沪高铁的主干路网及辐射作用更加突出。具体线路上，京沪高铁与京哈（京哈-京港澳通道）、太青（青银通道）、徐兰（陆桥通道）、沪汉蓉（沿江通道）、沪昆（沪昆通道）等相连接，因此在承担东部沿线运输的基础上，更增添连接西北与华东，中南、东南与华北、华中的客运任务，也因此构成本线和跨线列车共同使用该条黄金线路的格局。极具优势的线路资源使得京沪高铁成为运输最繁忙、运量增长最快的铁路交通走廊。自 2011 年开通以来，京沪高铁客运量逐年提升，截至 2019 年京沪高速铁路营业里程约占全国铁路总营业里程的 0.9%，全线发送旅客 2.15 亿人次，占铁路行业总发送旅客人次的 6.0%。近年来受到疫情影响，京沪高铁本线客运量有所下滑，截至 2022 年上半年本线旅客发送量为 625.3 万人，同比下滑 66.7%，短期疫情扰动不改京沪高铁黄金线路优势。

图 11: “八纵八横”铁路线路规划示意图



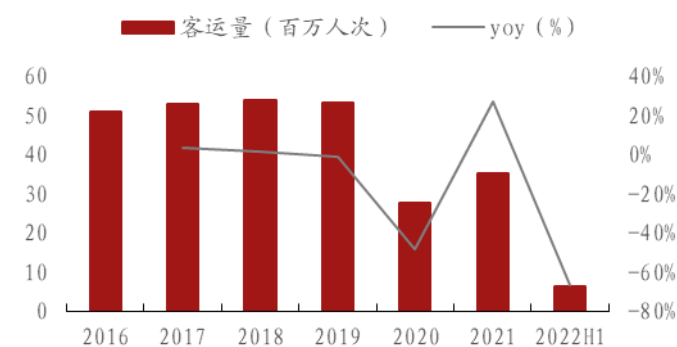
资料来源: 交通运输部、招商证券

图 12: 京沪高铁全线客运量及占全国比重 (截至 2019 年)



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 京沪高铁本线客运量及增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

3、京沪高铁二线尚未完工，时效与京沪高铁相比竞争力较弱

京沪高铁二线分流影响有限。京沪高铁二线隶属于“八纵八横”高速铁路网中第二纵，铁路线路由京津城际铁路、津潍高速铁路、潍宿高速铁路、徐盐高速铁路、临淮高速铁路、连镇高速铁路、北沿江高速铁路和青岛至京沪高铁辅助通道铁路组成。从设计速度来看，京沪高铁二线设计速度为 250-350km/h，定位更接近“特快列车”，与京沪高铁的 350km/h 的国家干线定位不同。从建设进度看，京沪高铁二线完工时间再次推迟，2023 年 1 月 21 日，日照市政府印发《关于印发城市规划建设管理计划的通知》，明确高铁辅助通道潍坊至宿迁铁路工程日照段建设增加 2.8 公里，项目完成日期由 2025 年 11 月调整为 2028 年 6 月，此前京沪高铁二线其他路段发布的最晚计划竣工时间为 2027 年 10 月，本次调整意味着京沪高铁二线全线完成时间推迟至 2028 年 6 月。因此从设计速度和竣工时间两方面来看，京沪高铁二线对京沪高铁的分流影响有限。

图 14: 京沪高铁二线示意图



资料来源: 360 百科、招商证券

表 1: 京沪高铁二线具体线路组成情况

区段	线路组成	当前状态	通车日期	设计速度
北京-天津	京津城际铁路	已通车	2008 年 8 月	350km/h
天津-潍坊	津潍高速铁路	2023 年 1 月 15 日大港段开工	2027 年 10 月	350km/h
潍坊-宿迁	潍宿高速铁路	尚未开工	2028 年 6 月日照段通车	350km/h
宿迁-淮安	徐盐高速铁路	已通车	2019 年 12 月	250km/h
临沂-淮安	临淮高速铁路	尚未开工	-	250km/h
淮安-扬州	连镇高速铁路	已通车	2020 年 12 月 11 日	250km/h
扬州-上海	北沿江高速铁路	2022 年 9 月 28 日江苏段开工	2027 年 10 月	350km/h

资料来源: 国家发改委、百度百科、招商证券

二、本线运能具备提升空间，票价市场化改革下价格弹性仍存

1、本线运能提速扩容在路上

中期来看，京沪本线运能仍有提升空间，公司可以通过增加 16/17 节车厢列车投放、跨线列车分流、缩小发车间隔同时延长运营时间等方式进一步释放需求、提升本线运能。

(1) 途径一：逐步增加 17 节长编组列车开行比例

积极扩大“复兴号”17 节长编组列车的开行数量，挖掘京沪线客流增长潜力。

2011 年运行初期的主力车型为和谐号 CRH380AL/BL/CL 或重联编组（8-9 节车厢不通车），为 16 节大编组；部分车型为和谐号 CRH380A/B，为 8 节编组。

2017年起复兴号车型陆续上线，包括运行车型为 CR400AF/CR400AF-A，分别采用 8 节、16 节编组，但定员人数较和谐号同类编组提高约 3.5%-17.5%。

2019 年复兴号车型 CR400AF-B/CR400BF-B 投入运营，为首次采用 17 节大编组，定员人数相比 16 节编组提升约 7.5%。

2021 年复兴号智能动车组车型 CR400AF-BZ/CR400BF-BZ 投入运营，均采用 17 节大编组，定员人数增加 2 人。

表 2: 复兴号、和谐号列车车型汇总

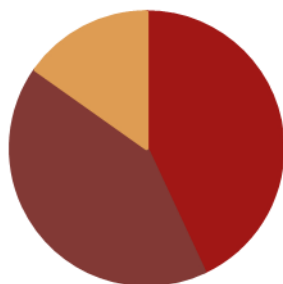
	车型	车长度	参数	定员
复兴号	CR400AF CR400BF	209.0 米	8 节编组，设计最高速度 400km/h，持续运营速度 350km/h。	定员 576 人，商务座 10 人；一等座 28 人；二等座 538 人
	CR400AF-A CR400BF-A	414.3 米	16 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 400km/h。	定员 1193 人，商务座 22 人；一等座 148 人；二等座 1023 人
	CR400AF-B CR400BF-B	439.9 米	17 节编组，设计最高速度 400km/h，持续运营速度 350km/h。	定员 1283 人，商务座 22 人；一等座 148 人；二等座 1113 人
	CR400AF-BZ	439.9 米	17 节编组，设计最高速度 350km/h，持续运营速度 350km/h。	定员 1285 人，商务座 24 人；一等座 148 人；二等座 1113 人
	CR400BF-BZ	442.2 米	17 节编组，设计最高速度 350km/h，持续运营速度 350km/h。	定员 1285 人，商务座 24 人；一等座 148 人；二等座 1113 人
和谐号	CRH380AL	403.0 米	16 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 380km/h。	定员 1061 人，商务座 26 人；一等座 112 人；二等座 923 人
	CRH380BL	399.3 米	16 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 380km/h。	定员 1015 人，商务座 26 人；一等座 118 人；二等座 871 人
	CRH380CL	400.0 米	16 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 380km/h。	定员 1053 人，商务座 26 人；一等座 118 人；二等座 909 人
	CRH380A	203.0 米	8 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 380km/h。	定员 480 人，商务座 18 人；一等座 89 人；二等座 373 人
	CRH380B	203.0 米	8 节编组，设计最高速度 420km/h，持续运营速度 380km/h。	定员 556 人，商务座 10 人；一等座 28 人；二等座 518 人

资料来源：中国动车网、招商证券

长远看 17 节编组全部替换后运输产能有望提升 17% 以上。我们以 2023 年 3 月 28 日 12306 公示的京沪本线各编组列车占比情况为基准，统计京沪本线列车北京-上海的车型结构，17 节、16 节、8 节编组车型占比分别为 43.0%、41.8%、15.2%。公司持续通过增加车厢定员、增加长编组 17 车厢列车投放、将每节车厢从 17 排增加至 18 排等方式提升运能及效率。从长远看，若用 17 节编组全部替换，按现有列次计算，则单日座位数将达到 101357 个，运输产能有望较现在提升 17% 以上。

图 15: 京沪本线各编组列车占比 (2023 年 3 月 28 日)

■ 17 节编组列车 ■ 16 节编组列车 ■ 8 节编组列车



资料来源：12306、招商证券

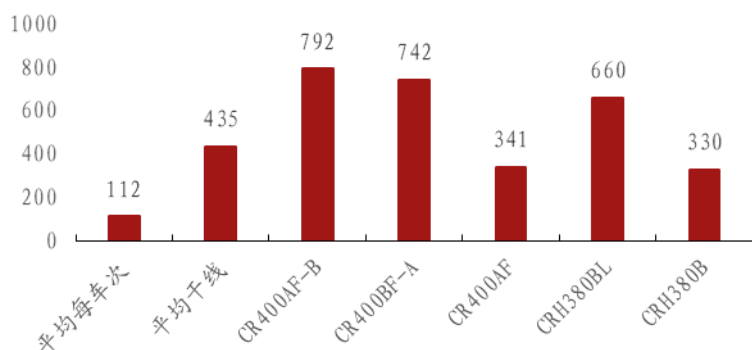
表 3: 北京南-上海虹桥站各编组列车占比

编组	17 节编组列车		16 节编组列车			8 节编组列车		合计	全部替换
单日常车	28	6	13	8	12	3	9	79	79
车型	CR400A F/BF-B	CR400AF/ BF-BZ	CR400BF- A	CRH380BL	CRH380C L	CR400B F	CRH380 B		
定员	1283	1285	1193	1015	1053	576	510		1283
载客座位	35924	7710	15509	8120	12636	1728	4590	86217	101357

资料来源: 12306、招商证券 注: 各编组列车数量统计以 12306 公布的 2023 年 3 月 28 日车次为基准

另外我们对 17 节编组车辆替换情况对公司运力和收入的影响进行敏感性测算。根据 2019 年开行列数、座位数推算, 16 节编组列车与 17 节编组列车占比均为 50%, 2019 年本线列车旅客周转量约为 34025 百万人公里, 按全年的 80% 的客座率可以得到对应运力约为 42531 百万人公里。在平均运距及客座率不变的情况下, 17 节列车占比每增加 10%, 本线列车总运力增加 0.73%, 保持平均运距和客座率不变的情况下, 旅客周转量可增加 2.47 亿人公里, 对应收入增加 1.13-1.14 亿元。

图 16: 不同车型平均收入 (千元/车次) (2019 年)



资料来源: CRRC、Morgan Stanley Research、招商证券

表 4: 17 节编组列车占比提升对公司运力及收入影响的敏感性分析

17 节编组列车占比 (%)	总运力 (亿人公里)	客座率 (%)	旅客周转量 (亿人公里)	周转量增幅 (%)	收入 (亿元)
50%	425.31	80%	340.25	0.00%	156.52
60%	428.40	80%	342.72	0.73%	157.65
70%	431.50	80%	345.20	0.72%	158.79
80%	434.59	80%	347.67	0.72%	159.93
90%	437.68	80%	350.14	0.71%	161.07
100%	440.77	80%	352.62	0.71%	162.20

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 途径二: 路网建设趋于完善, 跨线帮助分流

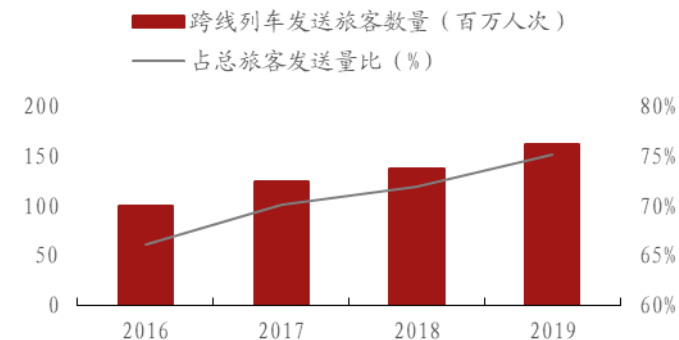
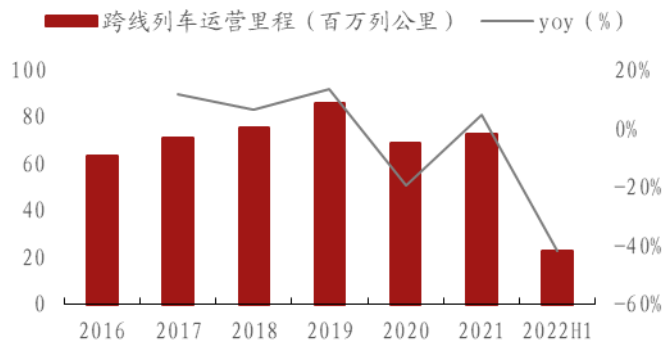
京沪本线列车作为“八纵八横”中的重要干线, 承担了大量的跨线运营需求。除面对通道型客流需求外, 京沪高铁在天津、济南、徐州、蚌埠、南京和上海等枢纽地区与其他铁路线路衔接, 承担了大量的跨线客流需求, 部分区段开行列车的需求旺盛。疫情前, 2016-2019 年京沪高铁跨线列车运营里程复合增长率达到 10% 以上, 2019 年跨线列车发送旅客数量占总旅客发送量比重达到 75.2%, 2021 年途径京沪高铁的列车共计 316.5 对, 其中跨线列车占比约为 79%。目前与京沪高铁接轨的包括胶济客运专线、徐兰线、合蚌线、宁杭线等, 连接的站点分别在济南、徐州、

蚌埠和南京。

- **上行至北京方向：**现有宁杭、京福、胶济客运专线，以及合肥经合蚌线至郑州或北京的线路，规划在建有深圳至合肥进而经合蚌接入，因此合肥、福州、杭州三大省会城市的进京需求均需通过京沪线的蚌埠—北京段，青岛进京旅客通过胶济客运专线在济南与京沪线相连。
- **下行至上海方向：**除了与京沪高铁相连，现有徐兰线在徐州东站接入，因此兰州、西安、郑州等地进入江浙沪及福建的进京需求需借用京沪线的徐州-南京段。

图 17: 2016 年至今京沪高铁跨线运营里程变化情况

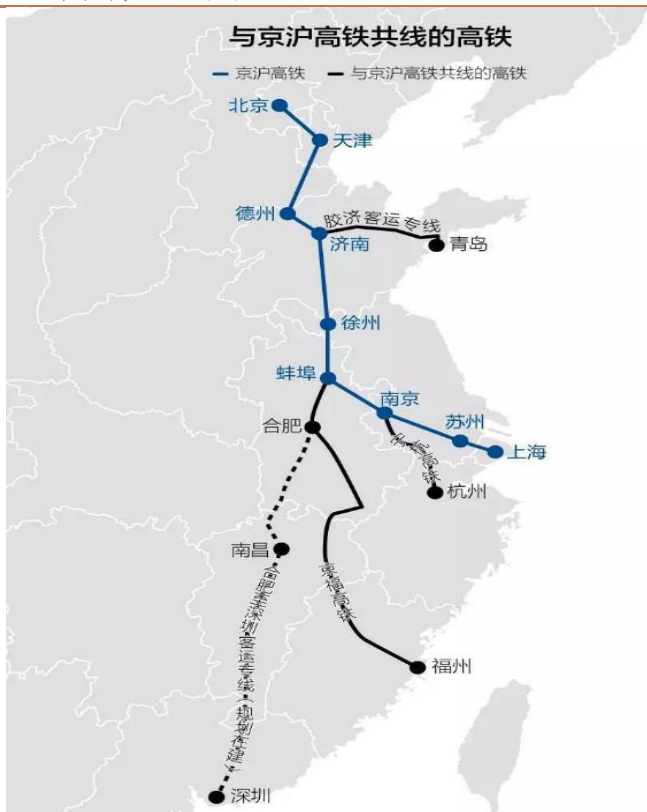
图 18: 2016-2019 年京沪高铁跨线列车旅客发送量及占比



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 19: 京沪高铁共线线路



资料来源：DT 财经、招商证券

地处我国旅客运输需求十分旺盛的长三角地区，京沪高铁最繁忙的路段集中在徐蚌段。目前北京南到济南西、济南西到曲阜东、徐州东到蚌埠南三个区段的全天列车开行密度已超过 160 对，高峰单小时单方向最大列车开行密度已达到 13 列，是京沪高铁通过能力最紧张的 3 个区段。跨线列车重叠率高的问题对全线列车的通行能力形成限制瓶颈，

急需线路分流减少跨线车为本线车释放更多运力。

➤ 京港线商合段、郑阜高铁分流福州、合肥至郑州、北京的上行压力。

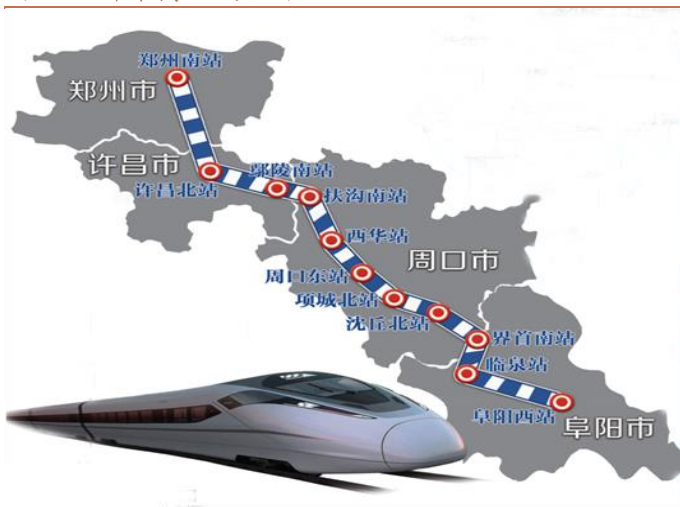
京港商合段、郑阜高铁均属于京福安徽公司（65%控股子公司），于 2019 年底开通运营。郑阜高铁向东与同日开通运营的京港高铁商丘至合肥段相连，形成河南安徽两省间的快速客运通道；京港高铁商合段北端在商丘与徐兰高铁衔接，中端在阜阳与同步开通的郑阜高铁交会，南端在合肥与合宁高铁、合福高铁、合蚌高铁、合武高铁连通。在郑阜高铁和京港高铁商合段开通前，郑州至合肥需经过商丘到徐州，之后走京沪高铁到蚌埠，再转向合肥。两条铁路开通后，可绕开京沪高铁徐州—蚌埠段，通过郑阜高铁和京港高铁商合段直接连接，耗时更短，并进一步缓解东南沿海与中部地区的交通对京沪线的压力。郑阜高铁如今日运行列车 30 列，阜阳至合肥因为商合段（合肥以北）的开通增长到每日 100 列以上，审慎估计上述支线的开通能为徐蚌段释放单日 30 列的运能；铁路部门预计，2025 年京港高铁商合段客流量达 8885 万人/年，2040 年可达 11694 万人/年。

图 20: 京港高铁商合段线路图



资料来源：中原铁路、招商证券

图 21: 郑阜高铁线路图

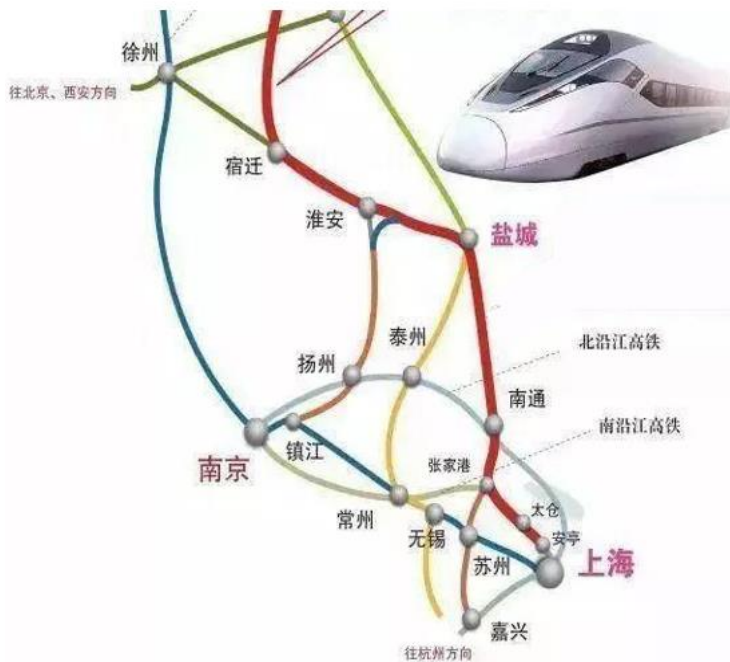


资料来源：人民铁道、招商证券

➤ 徐盐高铁及沿海通道分流兰州、西安至华东省市的下行压力

徐州以西接徐兰线，大量来自兰州、西安列车经由徐州站通过京沪线南下，需借助京沪徐蚌段下行至江浙沪。徐州经宿迁、淮安至盐城的徐盐高铁已于 2019 年开通运营；沿海通道中盐城至南通的盐通高铁、南通至上海的沪通高铁已于 2020 年底开通运营，与徐盐高铁形成徐宿淮盐通沪通道，具有京沪高速铁路第二通道功能，可作为徐州至上海的可替代路段，全部通车后西北至华东将不再借道京沪线，有望释放更多运力。已建成通车的徐宿、淮盐、沿海高速铁路日均发车分别为 38、8、12 车次，审慎预计可分流跨线列车单日 10 列。

图 22: 徐宿、淮盐及沿海通道高铁示意



资料来源: 青岛新闻网、招商证券

➤ 商合杭高铁分流安徽、河南赴沪的下行压力

商合杭高铁属于京福安徽公司旗下，商合杭高速铁路合湖段于 2020 年 6 月开通运营，湖杭段于 2022 年 9 月开通运营。商合杭高铁合湖段与京港高铁商合段相连，北起安徽省合肥市，经马鞍山市含山县、芜湖市、宣城市，到达浙江省湖州市，在湖州市接入宁杭高铁，终至杭州市。商合杭高铁南段开通后，可以分流一部分之前从安徽、河南出发，通过徐蚌段路过南京开往杭州的列车，直接经由郑阜高铁和商合杭高铁全线抵达杭州，有效缓解京沪高铁徐蚌段压力。

图 23: 商合杭高铁线路图



资料来源: 360 百科, 招商证券

(3) 途径三: 缩小发车间隔, 延长运营时间

随着旅客选择高铁出行的需求持续增加，运能和运量的矛盾日益突出，在通过线路和运行速度不变的前提下，压缩高铁列车追踪间隔时间成为提升繁忙区段通过能力，破解运能瓶颈的重要突破口。从运营时间来看，京沪线运营时间为 6:00-24:00，主要为留出每日 4-6 小时的天窗维护时间。目前以通勤、商务为主的部分旅客对早间、夜间的出行需求较为旺盛，未来有望通过提升夜间发车频次，更好的覆盖夜间旅客出行需求。京沪高铁的设计区间最小列车

追踪间隔为 3 分钟，根据票价平台数据推算当前京沪高铁列车追踪间隔在 5-6 分钟，假设列车追踪间距缩短至最小，根据平行运行图能力计算公式，预计平图能力可由 133 对增加至 200 对，运能明显增加。

表 5: 不同追踪间隔时间下平行运行图能力的变化情况

追踪间隔假设	天窗维护时间	运营时间	平均速度 (km/h)	平行运行图能力 (对)
3 分钟	240 分钟	1080 分钟	350	200
4 分钟	240 分钟	1080 分钟	350	171
5 分钟	240 分钟	1080 分钟	350	150
6 分钟	240 分钟	1080 分钟	350	133

资料来源:《关于京沪线通过能力计算问题的探讨》、招商证券

2、票价市场化改革下票价仍有上浮空间

铁路市场化改革持续深化。推行浮动票价的背后其实是铁路市场化改革的推进，从 2013 年成立中国铁路总公司，再到 2018 年中国国家铁路集团有限公司成立，到 2019 年京沪高铁上市，铁路市场化改革进程加速。

表 6: 票价市场化改革重要事件

时间	事件	内容
2007 年	原铁道部发布《铁运电【2007】75 号》文件	规定旅行速度达到每小时 110 公里以上的动车组列车软座票价基准价，如二等座票为每公里 0.2805 元，可上下浮动 10%
2016 年	国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业自行定价，商务座、特等座等票价，以及客运专线旅客票价继续市场调节，由铁路运输企业自行定价
2018 年	铁路部门对早期开通的合肥-武汉、武汉-宜昌、贵阳-广州、柳州-南宁、上海-南京、南京-杭州 6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组公布票价进行优化	明确以公布票价为最高限价，铁路相关企业可根据客流、季节、时段、席别、区段在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折，总体有升有降
2020 年	京沪高铁对相关车次票价进行优化调整，开始实行浮动票价	1、将京沪高铁时速 300-350 公里动车组列车二等座公布票价进行优化调整，同时将商务座、特等座和一等座与二等座的比价关系分别按照 3.5 倍、1.8 倍和 1.6 倍执行。2、实行浮动票价，二等座执行票价在 498-598 元之间浮动，商务座执行票价在 1748-1998 元之间浮动。

资料来源: 中央政府网、发改委、公司公告、招商证券

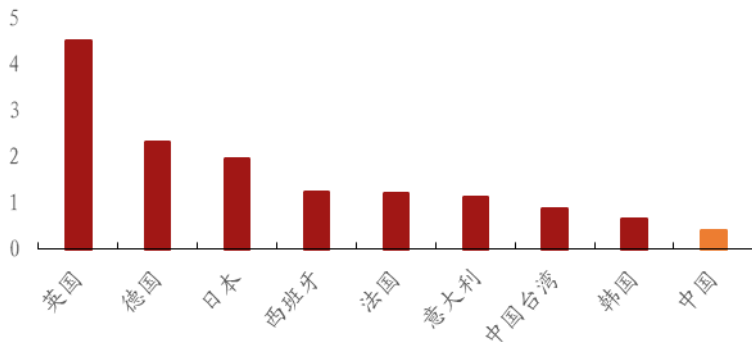
京沪高铁具备长期提价权，疫后客座率上升带来提价机会。基于铁路在路网建设和指挥调度方面所体现出的规模经济、范围经济和沉淀成本等技术经济特征，在经营管理上，往往也按照自然垄断行业的模式，实施国家统一管理和严格的价格管制。京沪高铁自开通运营以来 9 年票价未发生变动，而同期的民航票价则有 30% 的涨幅。同时由于客流集中于运行时间较短的车次，车次间客流不均衡问题逐渐凸显，基于此公司于 2020 年 12 月 23 日首次采用浮动票价制度，二等座票价以 553 元为基准，上下浮动比例为 8.1%/-9.9%，以 2019 年财务数据为基础，通过估算，假设其他变量不变，京沪客运专线本线列车价格上涨 10% 可以提升公司约 9% 的净利润。公司于 2021 年 6 月起开始执行第七档票价制度，二等座增加 626 元和 662 元两档。考虑到疫情前京沪线客座率维持在接近 80% 水平，疫情后随着客流恢复客座率将有明显提升，票价市场化改革对长期提价将起到促进作用。

关于未来京沪高铁票价上涨的幅度，我们可参考民航票价作出大致的判断。参照日本东京-大阪 (550km) 的票价定制，新干线希望号 (2 小时 30 分钟) 自由席为 13870 日元，日本航空 (1 小时 20 二分钟) 全价票价为 24411 日元，

新干线票价略高于民航全价票 1/2。目前京沪高铁二等座票价约为民航全价票 30%左右，若参考日本仍有潜在提价空间。

与世界其他国家相比，我国高铁单均公里票价仅为 0.42 元。当前我国高铁的单位客公里价格远低于发达国家水平，参考日本高铁价格的变化趋势可以发现，随着经济的快速发展，其单位高铁价格持续上升，单位高铁价格/人均 GDP 的比例稳定在 0.6%左右，而我国单位高铁价格/人均 GDP 比例仅不足 0.1%，预计随着高铁全网定价市场化的推进，线路定价机制将越来越灵活，票价仍有上行空间。

图 24：世界各国及地区高铁单位票价对比（单位：元/公里）



资料来源：《中外高铁票价与客流量对比分析及相关启示》、招商证券

最后，我们对运能和票价可出现的情况做出悲观、中性、乐观的假设，以实际量化对公司未来本线收入空间的具体影响。在三种假设下，本线收入的远期潜在增长幅度分别为 29.4%、49.5%、71.6%。

表 7：本线收入潜在增长空间的情景假设（基于 2021 年）

	悲观	中性	乐观
列车车型改变提升运能	10%	15%	20%
跨线车分流提升运能	20%	25%	30%
票价提高	-2%	4%	10%
本线收入增长幅度	29.4%	49.5%	71.6%

资料来源：招商证券

三、京福安徽潜力可期，跨线规模效应有待释放

京福安徽公司完善安徽高铁路网。京福安徽公司是安徽省最主要的高铁合资公司，坐拥四条重要高铁支线，为区域内交通承载主体，更与京沪、沿江、沪昆、路桥、京港澳通道连接，有助于京沪高铁与其余主干道形成更强的路网协同效应。

- **合蚌客专为安徽中部重要连接支线。**合蚌客专营业里程约 132 公里，设计时速为 350 公里/小时，连接蚌埠、合肥，沿线设有 6 个车站，其中 3 个为非自有车站；与合宁、合武高铁连接，是京沪通道与沿江通道间的快速连接线，已于 2012 年 10 月 16 日正式开通运营。
- **合福高铁安徽段为京港台通道重要的组成部分。**合福铁路安徽段营业里程约 388.6 公里，设计时速为 350 公里/小时，自合肥向南到黄山，随后进入江西，沿途设 12 个车站，其中 3 个为非自有车站；向北通过合蚌客专与京沪通道连接，是京港台通道的重要组成部分，已于 2015 年 6 月 28 日正式开通运营。
- **郑阜高铁安徽段完善西北与华东的连接通道。**郑阜高铁安徽段营业里程约 69 公里，设计时速为 350 公里/小时，位于安徽阜阳市，设 3 个车站，与路桥、京港澳通道连接，旨在强化西北与华东地区的客运连接，已于 2019 年 12 月开通运营。
- **商合杭高铁安徽段为华东地区南北向第二大客运通道。**商合杭高铁安徽段营业里程约 592 公里，设计时速为 350 公里/小时，道路经安徽亳州、阜阳、淮南、合肥等南下进入浙江湖州，终至杭州，沿途设有 24 个车站，

其中 7 个为非自有车站；与沪昆通道连接，是华东地区南北向第二大客运通道，为中原至江浙沪地区的重要交通干线，已于 2020 年 6 月开通运营。

表 8: 京福安徽公司车站明细

序号	车站	里程	序号	车站	里程
合蚌客专					
1	蚌埠站	0	4	水家湖站	63
2	蚌埠南站	-	5	合肥北城站	110
3	淮南东站	43	6	合肥站	132
合福高铁安徽段					
1	黄山北站	0	7	铜陵北站	167
2	歙县北站	18	8	无为站	201
3	绩溪北站	41	9	巢湖东站	236
4	旌德站	69	10	长临河站	272
5	泾县站	112	11	合肥南站	306
6	南陵站	133	12	合肥西站	-
郑阜高铁安徽段					
1	界首南站	0	3	阜阳西站	65
2	临泉站	24			
商合杭高铁安徽段					
1	芦庙站	0	13	合肥站	351
2	亳州南站	27	14	肥东站	370
3	古城东站	57	15	柘皋站	398
4	太和东站	100	16	巢湖东站	422
5	阜阳西站	131	17	含山南站	445
6	颍上北站	186	18	芜湖北站	466
7	凤台南站	225	19	芜湖站	-
8	寿县站	244	20	弋江站/芜湖南站	-
8	淮南南站	267	21	湾沚南站	-
10	水家湖站	282	22	宣城站	-
11	合肥北城站	329	23	郎溪站	-
12	合肥西站	-	24	广德南站	-

资料来源：招股说明书、招商证券注：红色表示非自有站

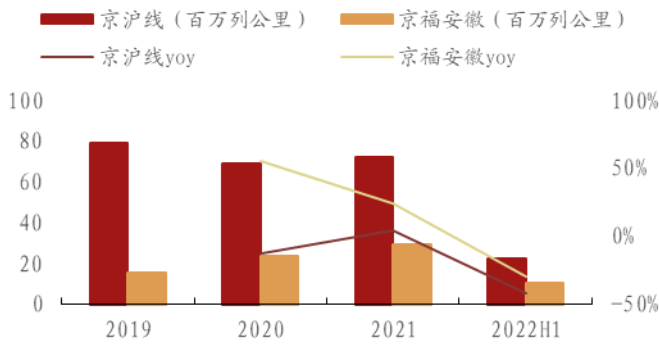
表 9: 京福安徽运营高铁线路情况

路段	连接城市	权益占比	长度 (km)	投入运营时间	运营时速 (km/h)
合蚌客专	合肥-蚌埠	65.1%	132	2012.10.16	350
合福高铁安徽段	合肥-黄山	65.1%	388.6	2015.6.28	350
郑阜高铁安徽段	界首-阜阳	65.1%	69	2019.12.1	350
商合杭高铁安徽段	亳州-广德	65.1%	592	2020.6	350

资料来源：公司公告、招商证券

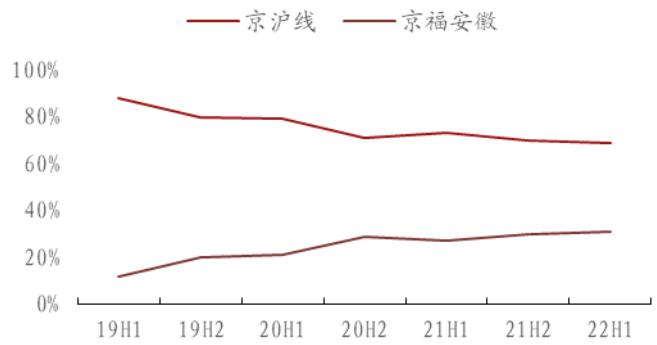
跨线收入未来看点在京福安徽公司。京福安徽公司本身不担当列车，路网服务是核心收入来源，其定价方式与京沪高铁一致。为实现京沪高铁利益最大化，京福安徽公司旗下的郑阜、商合杭高铁将承担大量的分流客运任务，因此京沪高铁损失的跨线收入预计将较大部分体现在京福安徽公司的路网服务收入上。从路网协同来看，京沪本线徐蚌段的上行压力可以通过商合杭、郑阜高铁进行缓解，预计郑阜高铁不仅能分流京沪徐蚌段的部分跨线列车，还能吸引更多客流。商合杭高铁于 20 年中通车，22 年底湖州-杭州并线修成后全线贯通，成为安徽、河南、湖北等省份进入浙江省的唯一通道，合福高铁、合蚌客专开通时间较短，是打造合肥高铁区域枢纽的先行线路。伴随京台线路的逐渐完善，局部区域的客运需求将成长为跨华北、华中、东南的大范围通行需求，使合福高铁安徽段直接受益。2020H1，京福安徽跨线车次仅占总跨线车次的 20%，截至 2022H1 占比已经增长至 30%，随着安徽周边省份路网逐步完善，路网规模效应有望得到释放，京福安徽助力构建跨线业务第二增长曲线。

图 25: 京沪高铁跨线列车周转量情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 京沪高铁跨线列车量组成情况



资料来源: 公司公告、招商证券

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

核心假设:

➤ 京沪高铁

1) 收入:

本线: 伴随疫情影响消退, 2023 年客运量恢复至 2019 年的 80% 以上水平, 运距变化相对稳定, 预计 2022-2024 年本线客运量同比变化 -30%/110%/10%。综合客运量和运距假设, 预计本线客运周转量 2022-2024 年同比变化 -30.2%/110%/11.1%。客公里票价方面, 预计 2023 年客座率回到较高水平后, 票价有明显增长, 假设 2022-2024 年同比变化 4%/8%/4%。综上所述, 预计 2022-2024 年本线收入同比变化 -27.4%/129.1%/15.5%。

跨线: 预计 2022-2024 年京沪线运营里程同比变化 -20%/45%/10%, 伴随路网规模效应渐成, 安徽省枢纽作用释放, 京福安徽占京沪线跨线运营里程比重将持续增长, 假设 2022-2024 年分别占比 45%/48%/51%, 综上所述, 预计 2022-2024 年跨线收入同比变化 -17.1%/43.3%/15.4%。

其他收入: 预计 2022-2024 年其他收入同比变化 10%/15%/15%。

综上所述, 预计 2022-2024 年营业收入为 234.0/395.9/457.1 亿元, 同比变化 -20.2%/69.2%/15.5%。

表 10: 经营数据关键假设

			2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
本线	京沪高铁	客运周转量 (百万人公里)	34025	17717	22303	15569	32696	36325
		YoY	-1.3%	-47.9%	25.9%	-30.2%	110.0%	11.1%
		客公里票价 (元)	0.46	0.43	0.45	0.46	0.50	0.52
		YoY	0.3%	-6.6%	4.1%	4.0%	8.0%	4.0%
		客座率	80%	50%	52%	54%	72%	82%
跨线	京沪高铁	运营里程 (百万列公里)	79	69	73	58	84	93
		YoY		-12.5%	4.8%	-20.0%	45.0%	10.0%
	京福安徽	运营里程 (百万列公里)	15	24	29	26	40	47
		YoY		55.4%	24.4%	-11.3%	54.7%	16.9%
		占京沪线比重	19.3%	34.2%	40.6%	45.0%	48.0%	51.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 11: 营业收入预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
本线收入	15645	7609	9970	7238	16581	19158
YoY	-0.9%	-51.4%	31.0%	-27.4%	129.1%	15.5%
跨线收入	17018	17230	18879	15658	22432	25890
YoY	12.7%	1.2%	9.6%	-17.1%	43.3%	15.4%
其他收入	279	400	456	502	577	663
YoY	4.8%	43.6%	14.0%	10.0%	15.0%	15.0%
营业收入合计	32942	25238	29305	23398	39589	45711
YoY	5.7%	-23.4%	16.1%	-20.2%	69.2%	15.5%

资料来源: 公司数据、招商证券

2) 成本:

委托运输管理费: 委托运输管理费属于公司与地方铁路局的协商定价, 增长相对稳定, 预计 2022-2024 年同比变化 6.3%/6.3%/6.3%。

动车组使用费: 与旅客运输量相关, 预计 2022-2024 年同比变化-2.8%/52.6%/29.6%。

商务旅客服务费: 与旅客运输量相关, 预计 2022-2024 年同比变化-40%/40%/15%。

高铁运输能力保障费: 占京沪线运输收入的 4%, 预计 2022-2024 年同比变化-3.9%/69.2%/15.5%。

折旧支出: 基本保持稳定, 预计 2022-2024 年分别为 49.45/48.62/47.81 亿元。

能源支出: 与旅客运输量相关, 预计 2022-2024 年同比变化-10%/18%/15%。

维管费: 预计 2022-2024 年同比变化 5%/4%/3%。

路网服务费: 假设维持不变。

其他费用: 预计 2022-2024 年同比变化 5%/2%/2%。

综上所述, 预计 2022-2024 年营业成本为 186.5/220.2/247.2 亿元, 同比变化-0.8%/18.1%/12.3%。

表 12: 营业成本关键假设

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
委托运输管理费	3532	4734	5032	5348	5683	6040
YoY	13.1%	34.0%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
动车组使用费	4880	3544	3815	3709	5661	7336
YoY	-8.0%	-27.4%	7.7%	-2.8%	52.6%	29.6%
商务旅客服务费	128	60	76	45	64	73
YoY	-7.8%	-53.1%	25.7%	-40.0%	40.0%	15.0%
高铁运输能力保障费	1308	853	974	936	1584	1828
YoY	5.7%	-34.8%	14.1%	-3.9%	69.2%	15.5%
折旧支出	2992	4903	4986	4945	4862	4781
YoY	-2.7%	63.9%	1.7%	-0.8%	-1.7%	-1.7%
能源支出	2892	2737	2955	2660	3139	3609
YoY	5.8%	-5.4%	8.0%	-10.0%	18.0%	15.0%
维管费	197	210	220	231	240	247
YoY	3.0%	6.8%	4.7%	5.0%	4.0%	3.0%
路网服务费	25	13	24	24	24	24
YoY	-14.3%	-45.9%	78.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	148	277	717	753	768	783
YoY	-68.1%	87.3%	158.7%	5.0%	2.0%	2.0%
营业成本	16103	17332	18799	18651	22023	24722
YoY	-1.2%	7.6%	8.5%	-0.8%	18.1%	12.3%

资料来源: 公司数据、招商证券

3) 利润:

依上述假设, 预计 2022-2024 年归母净利润为-5.5/93.8/116.5 亿元, 对应 EPS 为-0.01/0.19/0.24 元/股。

表 13: 盈利预测简表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25238	29305	23398	39589	45711
营业成本	17336	18799	18651	22023	24722
营业税金及附加	125	141	112	190	219
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	796	802	640	1083	1251
研发费用	12	12	10	17	19
财务费用	2945	3307	4573	4374	4280
资产减值损失	3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	4028	6245	(587)	11903	15221
营业外收入	0	5	5	5	5
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	4028	6248	(584)	11907	15224
所得税	1527	2033	(146)	2977	3806
少数股东损益	(728)	(600)	109	(447)	(228)
归属于母公司净利润	3229	4816	(547)	9377	11646
EPS (元)	0.07	0.10	-0.01	0.19	0.24

资料来源: 公司数据、招商证券

2、投资建议

短期逻辑得到验证, 疫情影响逐步消退后高铁客流量持续回暖, 中长期来看, 本线运能仍有提升潜力, 跨线规模效应有待释放, 同时价格市场化改革下票价存在浮动空间, 量价齐升下公司长期业绩得到保障。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-5.5/93.8/116.5 亿元, 鉴于公司长期业绩增长较为稳健, 我们采用 DCF 估值法进行预测, 根据历史值假设 Beta 为 0.8, 根据十年期国债收益率假设无风险收益率为 3%, 根据十年期沪深指数平均收益率假设市场风险溢价为 5.2%, 得到 WACC 为 7.29%, 同时假设永续增长率为 2%, 得到公司股权价值约为 3462.6 亿元, 给予目标价 7.05 元/股, 维持“强烈推荐”评级。

表 14: DCF 估值表

单位: 百万元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	3986	16277	19501	21459	23631	25513	27162	28511	29499
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
折旧与摊销	6113	6007	5903	5801	5701	5604	5509	5415	5324
营运资本增加	-371	-315	-39	1	-11	-3	-3	-2	-2
资本开支	-1144	-1144	-1144	-1144	-1144	-1144	-1144	-1144	-1144
FCF	7584	16773	19352	20756	22274	23595	24737	25655	26304
FCF 现值	7698	15916	17166	17212	17266	17098	16757	16246	15571
终值	284092								
NPV	439769								
净负债	74534								
少数股东权益	24364								
股权价值	346263								
总股数 (百万股)	49106								
每股价值 (元)	7.05								

资料来源: 公司公告、招商证券

表 15: DCF 核心假设条件

参数	假设
Beta	0.8
无风险利率	3%
市场风险溢价	5.2%
股权成本	8.1%
债券成本	4.5%
所得税率	25%
WACC	7.29%
永续增长率	2%

资料来源: Wind、招商证券

公司近两年分红派息率维持在 50%。回顾公司历史分红统计, 近两年派息比例稳定在 50%, 根据上市前分红派息情况, 未来公司盈利稳定基础下派息比例有望提升至 70%以上。

表 16: 2017-2021 京沪高铁历史分红统计

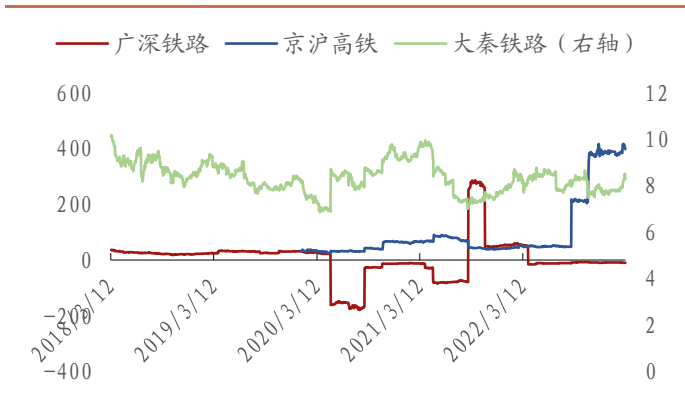
分红年度	每 10 股派息	现金分红 (亿元)	归母净利润 (亿元)	派息比例%
2021 年	0.491	24.1	48.2	50.07%
2020 年	0.329	16.2	32.3	50.04%
2019 年	0.528	25.9	119.4	21.72%
2019 年 7 月 1 日-2019 年 9 月 25 日	0.844	33.8	119.4	28.29%
2018 年	2.560	102.4	102.5	99.92%
2017 年	0.494	64.6	90.5	71.32%

资料来源: Wind、招商证券

优质铁路资产受市场认可, 估值体系有望重塑。以大秦铁路为代表的传统铁路资产因其货运需求严重受制于宏观经济的周期波动, 难以表现出持续的成长性, 在估值上较难获得市场的青睐, 市净率基本在 1.5PB 以下。即便近年来运能的饱和致使大秦铁路表现出类公用事业标的的属性, 可采用股息率进行定价, 但估值水平仍然较低。

公司自上市以来, 在其较为稳定的盈利下 (疫情前), 仍能获得 30xPE、1.5PB 以上的估值, 表明优质铁路资产是可以得到市场高度认可的。究其原因, 一是高铁资产主要面向 C 端 (消费者), 列车车次 (本线及跨线)、运能、票价的提升也从客观条件上给予其业绩成长的空间; 二是京沪高铁相对“轻资产”的运营模式 (依托线路资源委托运输服务、提供跨线路网服务) 在运营效率及业绩上体现充分, 而其坐拥的黄金线路资源价值已被充分认知。

图 27: 可比公司 PE (TTM)



资料来源: Wind、招商证券

图 28: 可比公司 PB



资料来源: Wind、招商证券

五、风险提示

其他交通工具带来的竞争风险。若民航或磁悬浮等其他交通工具能给予运输时效的进一步提升, 可能导致高铁客运

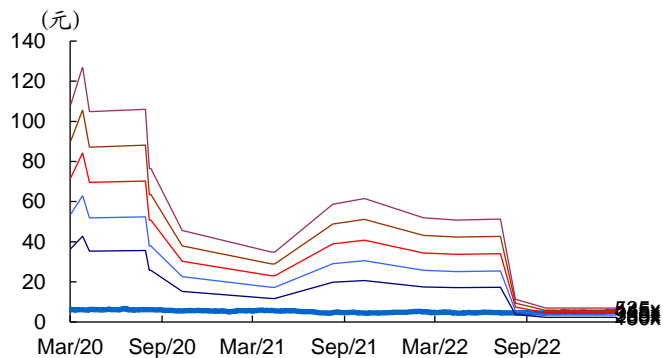
业务被分流，影响旅客出行选择，从而影响公司经营业绩。

国铁清算不及时和清算政策变动风险。公司的收入及成本中存在大量需要国铁清算的项目，若清算不及时或清算政策出现较大变化，可能对公司现金流、业绩带来较大影响。

京福安徽运能增长不及预期风险。长期来看，公司跨线收入增长点在于京福安徽，如果京福安徽及周边路网运能增长不及预期，可能影响公司长期业绩。

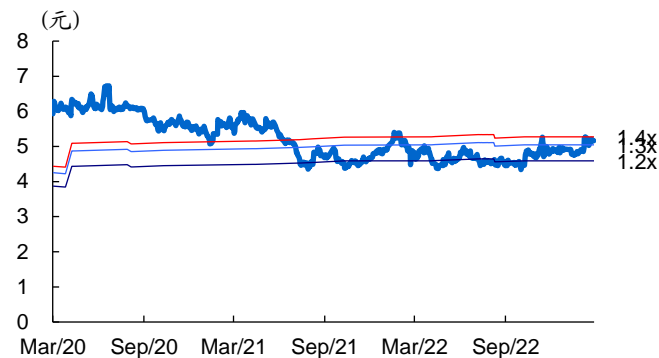
高铁出现重大安全事故的风险。若发生重大安全事故，或导致高铁降速运行，拖累经营效率。

图 29: 京沪高铁历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 30: 京沪高铁历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

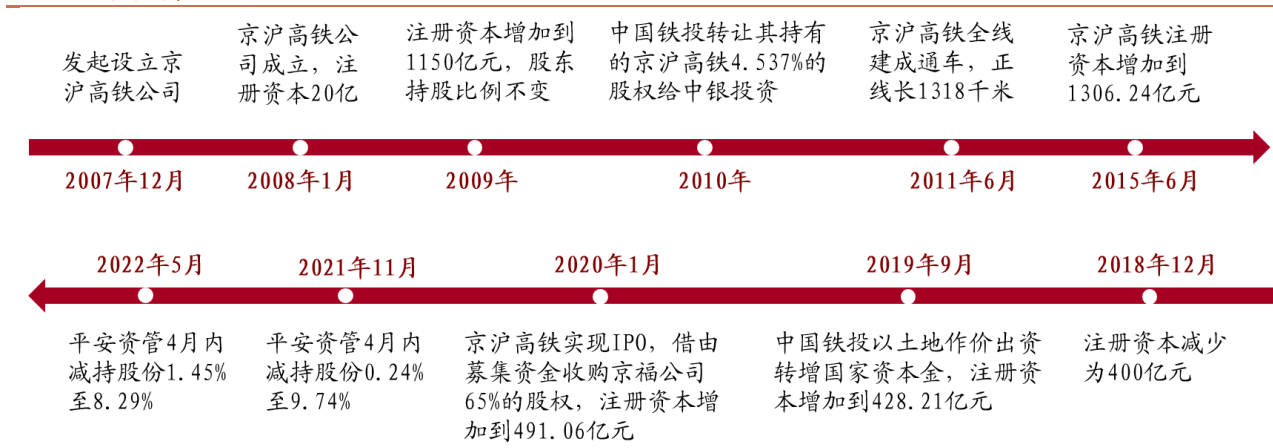
参考报告:

- 1、《京沪高铁（601816）—疫情反复致业绩短期承压，等待长期投资机会出现》2021-10-31
- 2、《京沪高铁（601816）—京沪线运营较为亮眼，盈利改善凸显逐步显现》2021-08-31
- 3、《京沪高铁（601816）—2021Q1 受疫情影响明显，仍看好未来成长》2021-05-06

附录：京沪高铁基本情况

历史沿革：京沪高铁是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，由原铁道部联合北京市、天津市、上海市、河北省、山东省、安徽省、江苏省、南京市（四省四市）政府，协同平安资管、社保基金等社会资本于 2007 年年底共同发起设立。2020 年 1 月京沪高铁实现 IPO，成为国铁集团首家上市的优质高铁资产。

图 31：京沪高铁发展历史

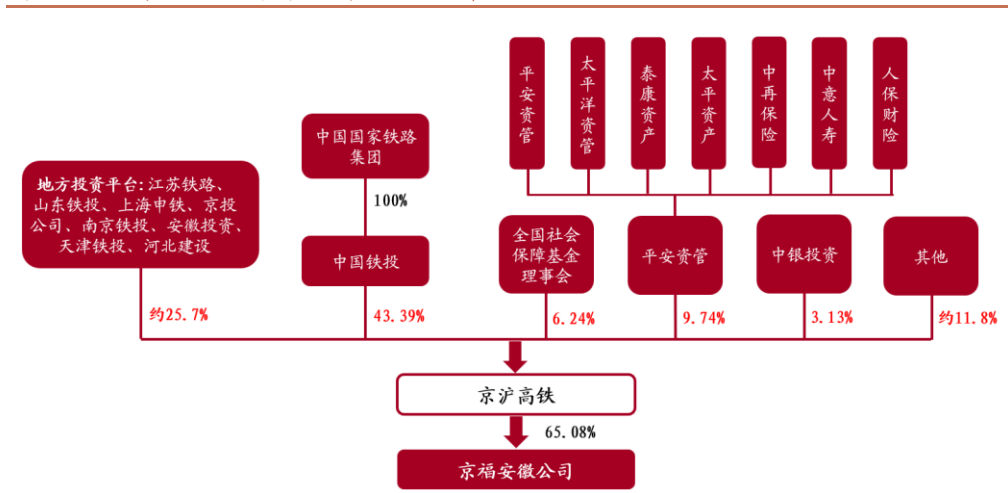


资料来源：公司公告、招商证券

股权结构：公司控股股东中国铁投为国铁集团子公司，故公司实际控制人仍为国铁集团。作为国铁集团投融资模式改革的代表，京沪高铁合资公司实现了国有资本、社会资本、外资的共进退。其中国有资本方持股占比 43.4%，社会资本占比 25.7%，社保基金占比 6.2%，平安资管计划代表的险资占比 9.7%，中银投资占 3.1%。并借由募集资金与银行借款完成同是国铁旗下京福安徽 65% 股权的收购，有望成为国铁集团资产证券化的样例。

平安资管减持：2021 年 10 月 14 日，出于自身资金使用需求，平安资管首次宣布减持计划，3 次合计减持 1.69%，2023 年 3 月 1 日本轮减持计划结束。

图 32：公司股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind、招商证券

京沪高速铁路是我国高铁技术的集大成者。中国高速铁路（高铁）是设计速度 250km/h（含预留）以上、列车初期运营速度 200km/h 以上的客运专线铁路。经过十余年的飞速发展，中国高铁已掌握世界领先的核心技术和知识产权，成为我国对外交流合作的新名片，而京沪高铁正是其中的突出代表。京沪高速铁路设计区间最小列车追踪间隔为 3 分钟，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路，在工程建设、高速列车、运行控制等方面均达到世界领先水平。珠玉在前，公司拥有的安徽境内四条高铁线路在技术标准上也已实现与京沪高铁相当的水平。

京沪高铁构成东部铁路大动脉。作为全国高铁规划“八纵八横”中的重要一纵，京沪高铁构成东部重要交通干线，并与京哈、青银、陆桥、沿江、沪昆通道交汇，承担辐射全国的运输任务。京沪高速铁路连接全国前两大城市北京、上海，并途径天津、河北、山东、安徽、江苏，全线共设 24 个车站，其中，北京南、天津西、济南西、南京南及上海虹桥站等均为重要的交通枢纽站。

目前公司运营高铁线路共 5 条，包括京沪高铁、合蚌客专、合福高铁安徽段、商合杭高铁安徽段、郑阜高铁安徽段。除核心资产京沪高铁外，剩余四条线路均属于控股子公司京福安徽，公司权益占比为 65.1%。

表 17: 京沪高铁车站明细

序号	车站	里程	序号	车站	里程
1	北京南站	0	13	宿州东站	767
2	廊坊站	59	14	蚌埠南站	844
3	天津西站	122	15	定远站	897
4	天津南站	131	16	滁州站	959
5	沧州西站	219	17	南京南站	1018
6	德州东站	327	18	镇江南站	1087
7	济南西站	419	19	丹阳北站	1112
8	泰安站	462	20	常州北站	1144
9	曲阜东站	533	21	无锡东站	1201
10	滕州东站	589	22	苏州北站	1227
11	枣庄站	625	23	昆山南站	1259
12	徐州东站	688	24	上海虹桥站	1302

资料来源：百度百科、招商证券

表 18: 京沪高铁运营高铁线路情况

路段	连接城市	权益占比	长度 (km)	投入运营时间	运营时速 (km/h)
京沪高铁	北京-上海	100%	1318	2011.6.30	350
合蚌客专	合肥-蚌埠	65.1%	132	2012.10.16	350
合福高铁安徽段	合肥-黄山	65.1%	388.6	2015.6.28	350
郑阜高铁安徽段	界首-阜阳	65.1%	69	2019.12.1	350
商合杭高铁安徽段	亳州-广德	65.1%	592	2020.6	350

资料来源：公司公告、招商证券

图 33: 京沪线示意图



图 34: 公司其他运营线路示意图



资料来源: 招股书、招商证券

资料来源: 招股书、招商证券

商业模式及业务情况: 公司主营业务为高铁旅客运输, 主要包括

- (1) 为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款, 即**客运服务收入**;
- (2) 为非担当列车提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用, 即**路网服务收入**。

公司所有线路均提供路网服务, 但仅有京沪高铁担当列车提供客运服务。客运和路网服务实质均是依托高铁线路资源产生的运输服务, 区别在于客运服务对应的是本线列车, 即在京沪高铁上运行且始发终到的列车 (如北京南-上海虹桥, 济南西-南京南), 形成担当模式; 路网服务对应的是跨线列车, 即除本线列车外, 经由所属线路行驶的列车 (如北京南-宁波, 青岛-上海虹桥), 形成非担当模式。

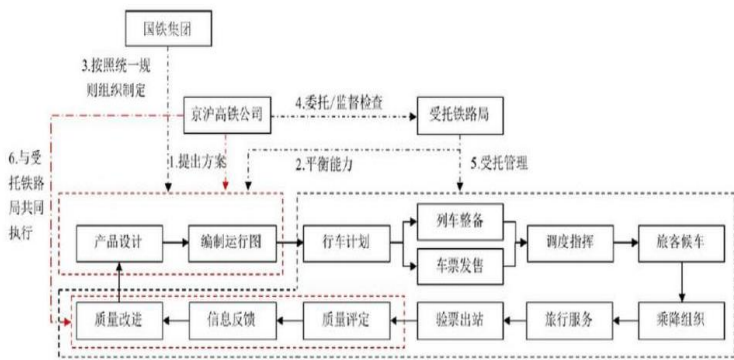
表 19: 公司运营模式划分

模式	收入来源	列车划分
担当模式	本公司取得旅客列车开行的客票收入并承担列车开行的成本	本线列车
非担当模式	本公司取得提供路网服务收入, 不取得旅客列车开行的客票收入	跨线列车

资料来源: 公司公告、招商证券

由于铁路行业“线路联网、设备联动、作业联劳”的特点, 我国已开通的客运专线均采用委托运输模式。公司需向沿线的北京、济南、上海、南昌铁路局支付基础设施设备维护和车站旅客服务费用, 并租用担当列车的动车组及人员, 支付相应的动车组使用费、服务费等。此举是我国铁路客运的独创, 有利于提升高铁运输质量和效率、保障列车运行安全。与委托运输模式对应, 公司并无传统铁路运输企业持有的车辆资产, 其拥有的优质铁路线路——包含线路、房屋建筑、设备及相应的土地使用权等——构成最核心的竞争优势。从本质上讲, 公司属于铁路基础设施供应商, 就本线及跨线旅客提供不同的收费模式。

图 35: 京沪高特委托铁路局运输模式

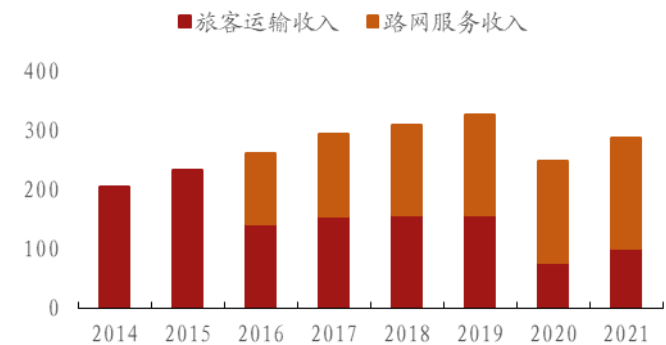


资料来源: 招股说明书、招商证券

财务情况:

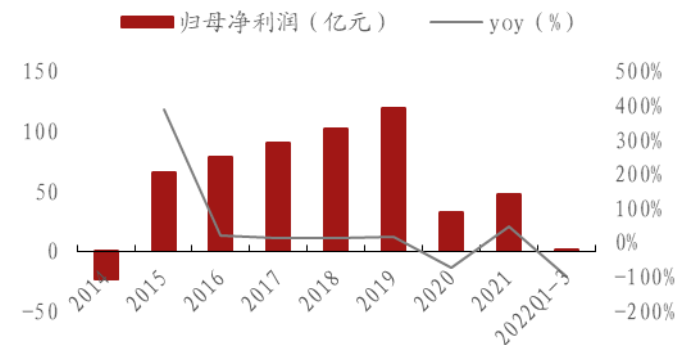
盈利能力较优, 短期受疫情扰动。 受益于优质的线路资源和委托运输带来的高效运营效率, 京沪高铁在开通后仅 4 年就实现盈利。收入方面, 2014-2019 五年复合增速为 10.0%, 其中路网服务收入占比逐年提升, 至 2019 年首次超过旅客运输, 占总收入 51.7%。净利润方面, 得益于出色的成本控制, 2014-2019 五年复合增速为 44.3%, 而近年来净利率已攀升至 30%以上, 展现出出色的盈利能力。自 2020 年起, 受到疫情影响, 隔离措施对开行车次、客座率均造成负面影响, 而成本端相对刚性, 导致盈利水平明显下降, 2021 年在防疫政策相对放宽的情况下, 公司盈利能力有所恢复, 实现归母净利润 48.2 亿元, 同比增长 49.1%, 但进入 2022 年后, 上海等地疫情影响持续, 导致国内出行仍然受阻, 2022 年前三季度实现归母净利润 1.5 亿元, 同比下滑 96.5%。

图 36: 京沪高铁收入组成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

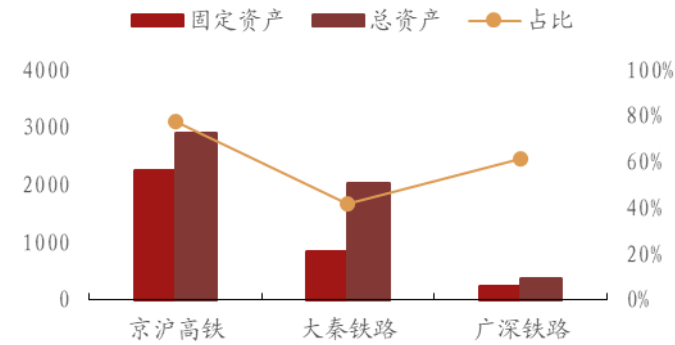
图 37: 京沪高铁归母净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

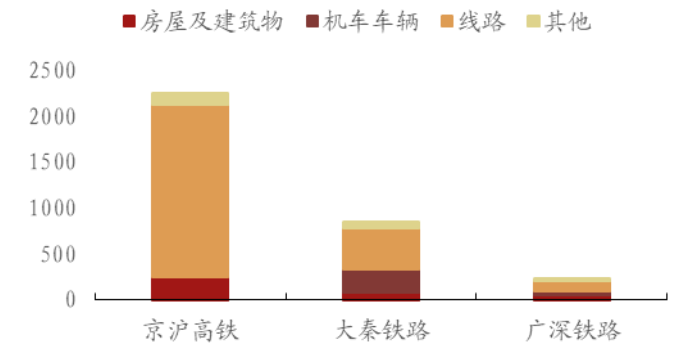
重资产+高毛利属性。 公司属于典型的重资产公司, 截至 2022Q3, 公司固定资产达到 2247.6 亿元, 占总资产比重达 77.5%, 高于可比公司, 截至 2022H1, 核心资产高铁线路占期末固定资产账面价值的 83.5%。费用方面, 公司 2020 年并购京福安徽, 新增 220 亿长短期借款, 子公司京福安徽借款利息并入公司, 财务费用率提升至 11.7%, 同时土地使用权摊销费用增加, 管理费用率上升。毛利率方面, 疫情前公司毛利率显著高于可比公司, 近年来受疫情影响和折旧增加, 2020 年起公司毛利率有所下滑, 2022Q1-3 公司毛利率为 18%。

图 38: 截至 2022Q3 可比公司固定资产与总资产情况 (单位: 亿元)



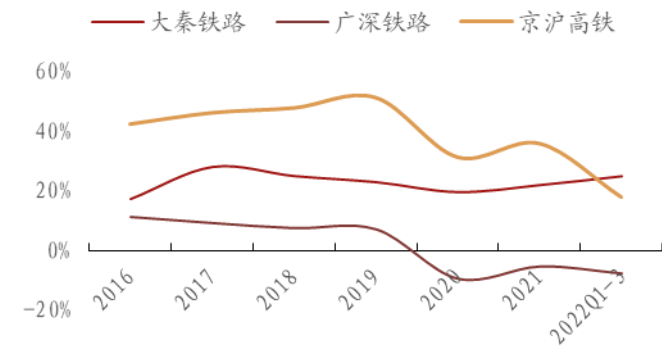
资料来源: 公司公告、招商证券

图 39: 截至 2022H1 可比公司固定资产构成 (单位: 亿元)



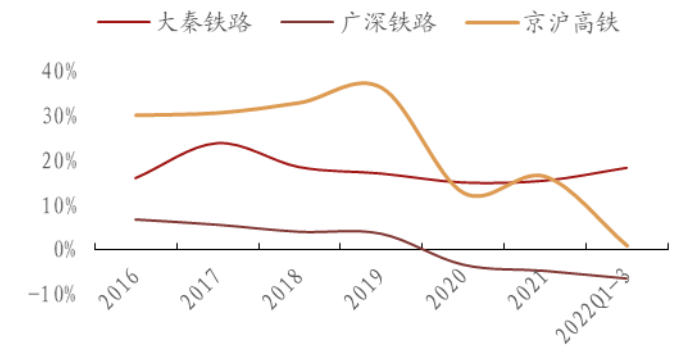
资料来源: 公司公告、招商证券

图 40: 可比公司毛利率情况对比



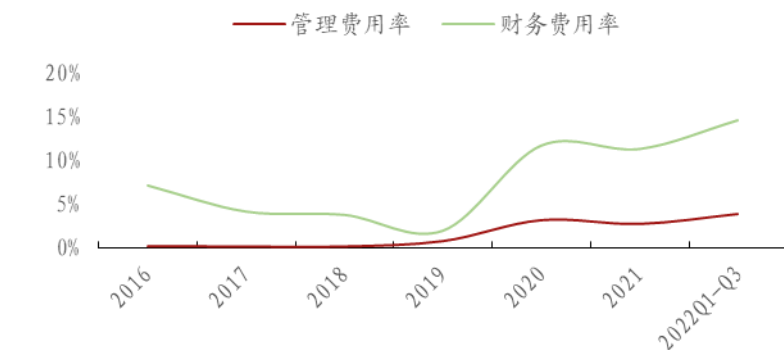
资料来源: Wind、招商证券

图 41: 可比公司归母净利率情况对比



资料来源: Wind、招商证券

图 42: 京沪高铁主要费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10251	9257	6096	20352	30117
现金	7950	8918	5391	19160	28740
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	957	231	618	1046	1208
其它应收款	1295	42	34	57	66
存货	0	0	0	0	0
其他	49	66	53	89	103
非流动资产	290612	285996	281027	276165	271407
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	230513	226671	222871	219153	215517
无形资产商誉	59036	58421	57253	56108	54985
其他	1064	904	904	904	904
资产总计	300863	295252	287123	296517	301524
流动负债	14259	8973	3693	3883	4035
短期借款	6006	2002	0	0	0
应付账款	802	807	800	945	1061
预收账款	150	252	250	295	332
其他	7301	5912	2642	2642	2642
长期负债	78121	75175	75175	75175	75175
长期借款	77453	74534	74534	74534	74534
其他	668	642	642	642	642
负债合计	92380	84148	78868	79058	79210
股本	49106	49106	49106	49106	49106
资本公积金	122596	122596	122596	122596	122596
留存收益	11926	15147	12189	21839	26922
少数股东权益	24855	24254	24364	23917	23689
归属于母公司所有者	183629	186850	183892	193542	198625
负债及权益合计	300863	295252	287123	296517	301524

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12602	15468	9873	19012	21568
净利润	2501	4215	(438)	8930	11418
折旧摊销	5620	5702	6113	6007	5903
财务费用	3318	3500	4573	4374	4280
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1184	2066	(371)	(315)	(39)
其它	(21)	(16)	(3)	17	6
投资活动现金流	(5026)	(3607)	(1143)	(1143)	(1143)
资本支出	(5027)	(3453)	(1144)	(1144)	(1144)
其他投资	1	(154)	1	1	1
筹资活动现金流	(9692)	(10892)	(12256)	(4100)	(10844)
借款变动	(33237)	(5961)	(5272)	0	0
普通股增加	6286	0	0	0	0
资本公积增加	22492	0	0	0	0
股利分配	(2261)	(1616)	(2411)	274	(6564)
其他	(2972)	(3315)	(4573)	(4374)	(4280)
现金净增加额	(2117)	968	(3526)	13769	9580

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25238	29305	23398	39589	45711
营业成本	17336	18799	18651	22023	24722
营业税金及附加	125	141	112	190	219
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	796	802	640	1083	1251
研发费用	12	12	10	17	19
财务费用	2945	3307	4573	4374	4280
资产减值损失	3	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	4028	6245	(587)	11903	15221
营业外收入	0	5	5	5	5
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	4028	6248	(584)	11907	15224
所得税	1527	2033	(146)	2977	3806
少数股东损益	(728)	(600)	109	(447)	(228)
归属于母公司净利	3229	4816	(547)	9377	11646

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-23%	16%	-20%	69%	15%
营业利润	-75%	55%	-109%	-2127%	28%
归母净利润	-73%	49%	-111%	1814%	24%
获利能力					
毛利率	31.3%	35.8%	20.3%	44.4%	45.9%
净利率	12.8%	16.4%	-2.3%	23.7%	25.5%
ROE	1.9%	2.6%	-0.3%	5.0%	5.9%
ROIC	1.8%	2.2%	1.0%	4.2%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	30.7%	28.5%	27.5%	26.7%	26.3%
净负债比率	28.4%	27.0%	26.0%	25.1%	24.7%
流动比率	0.7	1.0	1.7	5.2	7.5
速动比率	0.7	1.0	1.7	5.2	7.5
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
存货周转率					
应收账款周转率	23.3	49.4	55.1	47.6	40.6
应付账款周转率	24.0	23.4	23.2	25.2	24.6
每股资料(元)					
EPS	0.07	0.10	-0.01	0.19	0.24
每股经营净现	0.26	0.31	0.20	0.39	0.44
每股净资产	3.74	3.80	3.74	3.94	4.04
每股股利	0.03	0.05	-0.01	0.13	0.17
估值比率					
PE	78.3	52.5	-462.2	27.0	21.7
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	29.6	24.2	34.8	15.8	13.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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

肖宸晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

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

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