

# 一季度业绩大超预期，高铁网络价值凸显

## 核心观点

- 1) 2023年一季度公司归母净利润22.26亿元，接近2019年同期23.67亿元。简单推算2023年年化业绩将达89.04亿元，超出此前所预计的80.4亿元。其中少数股东权益为-0.85亿元，据此推算京福安徽一季度亏损2.43亿元，为历史单季度亏损最低值。
- 2) 2023年一季度公司利息费用环比下降3.2%至6.95亿元，资产负债率降至28.02%，资产负债表表现强劲。
- 3) 铁路五一小长假运输预计发送旅客1.2亿人次，较2019年同期增长20%，超历史同期最高水平。长三角铁路五一假期预计发送旅客2600万人次，预计同比2019年增长20%左右。
- 4) 高铁网络加速建设，高铁网络价值凸现。2023年昌景黄高铁即将开通，预计将为京福安徽带来显著业绩增量。
- 5) 上调盈利预测与目标价。预计2023-2025年归母净利润112.1亿元、140.8亿元和167.9亿元。DCF估值法下，WACC=5.27%，永续增长率=1.70%，内在价值为8.45元/股。

## 事件

2023年4月28日晚间，公司发布2022年年报及2023年一季报。公司2022年实现营业收入193.36亿元，同比下降34.02%；归母净利润亏损5.76亿元；拟每10股派发红利0.114元（含税）。公司2023年一季度实现营业收入89.39亿元，同比增长57.39%；归母净利润22.26亿元，同比增长912.6%。

## 简评

一季度业绩大超预期，京福安徽大幅减亏  
公司2023年一季度营业收入89.39亿元，为公司上市以来一季度最好水平；归母净利润22.26亿元，基本接近2019年一季度归母净利润23.67亿元。简单推算2023年年化业绩将达89.04亿元，超出我们此前所预计的80.4亿元。其中，少数股东权益为-0.85亿元，主要为京福安徽35%的少数股东，据此推算京福安徽一季度亏损约2.43亿元，为历史单季度亏损最低值。

利息费用持续下降，资产负债表强劲  
公司2023年一季度利息费用为6.95亿元，环比2022年四季度下降3.2%，较2020年三季度历史最高利息费用9.36亿元下降了25.75%。截至2023年一季度末，公司资产负债率降至28.02%，货币资金73.56亿元，资产负债表表现强劲。

## 京沪高铁 (601816.SH)

维持

买入

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

发布日期: 2023年05月03日

当前股价: 5.43元

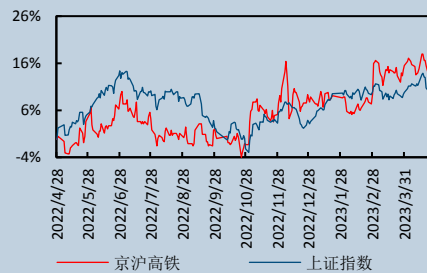
目标价格6个月: 8.45元

### 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
7.31/5.10	10.14/8.35	16.03/3.69
12月最高/最低价(元)		5.43/4.34
总股本(万股)		4,910,648.46
流通A股(万股)		4,910,648.46
总市值(亿元)		2,666.48
流通市值(亿元)		2,666.48
近3月日均成交量(万)		8588.85
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

### 五一假期运输铁路客流预计同比 2019 年增长 20%

铁路五一小长假运输（自 4 月 27 日至 5 月 4 日为期 8 天）预计发送旅客 1.2 亿人次，较 2019 年同期增长 20%，超历史同期最高水平，日均发送旅客 1500 万人次。长三角铁路五一假期预计发送旅客 2600 万人次，预计同比 2019 年增长 20% 左右；同时计划增开 168 对旅客列车，其中安排开行夜间动车组列车 114 对。

### 高铁网络加速建设，高铁网络价值凸显

高铁网络加速建设，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，持续带来业绩增量。2023 年昌景黄高铁即将开通，预计将为京福安徽带来显著业绩增量，建议重视高铁网络价值。参考赣深高铁 2021 年 12 月 10 日正式开通运营后，2022 年广深铁路长途车收入逆势大幅增加至 48 亿，同比增长 24%，显著受益于赣深高铁方向的长线动车组列车增开。

### 投资建议

根据公司 2023 年一季度数据，我们上调盈利预测如下：预计 2023-2025 年公司归母净利润 112.1 亿元、140.8 亿元和 167.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.23 元、0.29 和 0.34 元，对应 PE 为 23.8、18.9 和 15.9 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 5.27%，永续增长率为 1.70%，内在价值为 8.45 元/股，继续维持“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	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,238	29,305	19,336	42,590	49,103	54,237
增长率(%)	-23.4	16.1	-34.0	120.3	15.3	10.5
净利润(百万元)	3,229	4,816	-576	11,206	14,083	16,790
增长率(%)	-73.0	49.1	-112.0	2045.0	25.7	19.2
ROE(%)	1.2	2.0	-0.7	5.0	6.2	7.0
EPS(摊薄/元)	0.07	0.10	-0.01	0.23	0.29	0.34
P/E(倍)	82.6	55.4	-462.8	23.8	18.9	15.9
P/B(倍)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，中信建投

根据公司 2023 年一季度数据，我们上调部分参数假设：假设 2023 年京沪高铁本线开行列车数达 100 列，客座率恢复至 77%，2024 年或将全面超越 2019 年同期，2025 年各项产能指标或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）；京沪高铁线路和京沪安徽的跨线列车则受益于中国高铁组网持续进行，跨线开行列车数持续增长。

**图表2：公司经营数据假设**

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
京沪高铁	本线列车	日均开行列车	98.5	72.3	83	55	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>115</b>
		客座率	79.9%	51.0%	56.7%	41.7%	<b>77.0%</b>	<b>80.0%</b>	<b>82.0%</b>
		客公里票价 (元/人公里)	0.423	0.427	0.429	0.450	<b>0.455</b>	<b>0.480</b>	<b>0.500</b>
	跨线列车	日均开行列车	414.5	359.4	380	257	<b>450</b>	<b>460</b>	<b>480</b>
京福安徽	跨线列车	日均开行列车	83.4	129.6	146.5	136	<b>180</b>	<b>220</b>	<b>260</b>

资料来源：公司公告，中信建投

注：2019-2022 年数据均为推算数据

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 2023 年第一季度公司股权和债务成本结构，无风险收益率采用 2023 年 4 月十年期国债收益率 2.83%，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 5.27%。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 4147.4 亿元，内在价值为 8.45 元/股。

**图表3：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	77.62%	无风险收益率	2.83% (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	4.80%
债务资本		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	0.95%	股权成本	<b>4.76%</b>	所得税率	25%
长期债务	21.43%	债务成本	<b>6.99%</b>		
加权平均资本成本（WACC）		<b>5.27%</b>			
永续增长率		<b>1.70%</b>			

资料来源：Wind，中信建投

注：采用 2023 年第一季度财务数据，其他数据截至 2023 年 4 月 28 日

**图表4： 公司现金流折现法（DCF）估值**

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	16,502	20,638	24,362	24,049	25,335	26,818	27,540	28,045
（所得税）	-3,638	-4,736	-5,747	-5,757	-6,171	-6,638	-6,917	-7,145
折旧&摊销	5,692	5,692	5,693	5,693	5,693	5,693	5,693	5,693
营运资本的减少	95	-306	551	562	318	167	87	122
资本开支的增加	-5,692	-5,692	-5,693	-5,693	-5,693	-5,693	-5,693	-5,693
自由现金流	12,959	15,596	19,166	18,853	19,482	20,348	20,711	21,021
现金流现值	12,311	14,074	16,430	15,352	15,070	14,952	14,456	13,939
<b>终值</b>	<b>598,844</b>							
<b>现值合计</b>	<b>513,661</b>							
净负债	68,370							
少数股东权益	23,200							
<b>归母股权价值</b>	<b>414,736</b>							
总股数（百万股）	49,106							
<b>每股价值（元）</b>	<b>8.45</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 5.48%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年第一季度数据

## 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数变化对盈利能力影响如下表所示。

### 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下表所示。

**图表5： 公司本线列车票价、日均开行列数盈利风险测算**

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6： 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**

京沪线路跨线日均开行列数	2025 年整体归母净利润 (亿元)	京福安徽日均开行列数	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。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9257	6049	18774	35171	56002
现金	8918	5339	16977	33291	53841
应收票据及应收账款合计	231	249	1171	1284	1428
其他应收款	42	359	525	494	631
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	66	102	102	102	102
<b>非流动资产</b>	285996	282496	276770	271078	265385
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	226671	223797	218845	213889	208929
无形资产	58421	57860	57137	56415	55693
其他非流动资产	904	839	788	774	764
<b>资产总计</b>	295252	288545	295544	306249	321387
<b>流动负债</b>	8973	9303	7280	7057	7888
短期借款	2002	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	807	799	911	859	1010
其他流动负债	6164	8504	6369	6198	6879
<b>非流动负债</b>	75175	71962	70471	68981	67490
长期借款	74534	71334	69843	68353	66862
其他非流动负债	642	628	628	628	628
<b>负债合计</b>	84148	81265	77752	76038	75378
少数股东权益	24254	23282	22990	23113	23564
股本	49106	49106	49106	49106	49106
资本公积	122596	122596	122596	122596	122596
留存收益	15126	12139	22455	36363	55307
归属母公司股东权益	186850	183997	194803	207098	222445
<b>负债和股东权益</b>	295252	288545	295544	306249	321387

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15468	6612	19908	22129	25770
净利润	4215	-1552	10914	14207	17241
折旧摊销	5702	5946	5692	5692	5693
财务费用	3307	2905	3015	2531	2134
投资损失	0	0	0	0	0
经营性应收项目的减少	1979	-335	-922	-113	-143
经营性应付项目的增加	76	-340	1183	-223	831
其他经营现金流	264	-352	1209	-187	846
<b>投资活动现金流</b>	-3607	-2456	1	1	0
资本支出	3453	-5844	-5692	-5692	-5693
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-154	-8300	-5691	-5691	-5692
<b>筹资活动现金流</b>	-10892	-9092	-8271	-5816	-5220
短期借款	-4004	-2002	0	0	0
长期借款	-2919	-3200	-1491	-1491	-1491
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	-3891	-6781	-4326	-3729
<b>现金净增加额</b>	968	-4937	11637	16314	20550

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	29305	19336	42590	49103	54237
营业成本	18799	16718	23949	26554	28029
营业税金及附加	141	2	137	160	155
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	802	791	894	859	895
研发费用	12	5	18	21	23
财务费用	3307	2905	3015	2531	2134
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	38	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	6245	-1047	14551	18942	22987
营业外收入	5	4	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	6248	-1045	14551	18942	22987
所得税	2033	507	3638	4736	5747
<b>净利润</b>	4215	-1552	10914	14207	17241
少数股东损益	-600	-976	-293	123	451
<b>归属母公司净利润</b>	4816	-576	11206	14083	16790
<b>EBITDA</b>	14157	6988	22194	26331	30055
<b>EPS (元)</b>	0.10	-0.01	0.23	0.29	0.34

### 主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.1	-34.0	120.3	15.3	10.5
营业利润(%)	55.0	-116.8	1489.8	30.2	21.4
归属于母公司净利润(%)	49.1	-112.0	2045.0	25.7	19.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	13.5	43.8	45.9	48.3
净利率(%)	16.4	-3.0	26.3	28.7	31.8
ROE(%)	2.0	-0.7	5.0	6.2	7.0
ROIC(%)	2.2	0.6	5.0	6.4	7.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.5	28.2	26.3	24.8	23.5
净负债比率(%)	33.7	34.2	25.1	16.0	6.0
流动比率	1.0	0.7	2.6	5.0	7.1
速动比率	1.0	0.7	2.6	5.0	7.1
<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	80.6	60.0	40.0	40.0
应付账款周转率	23.4	20.8	28.0	30.0	30.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.10	-0.01	0.23	0.29	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.13	0.41	0.45	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.80	3.75	3.96	4.21	4.52
<b>估值比率</b>					
P/E	55.4	-462.8	23.8	18.9	15.9
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	25.6	51.6	15.5	12.4	10.1

## 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

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 2103 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