

京沪高铁

京沪高铁: 百亿盈利成就王者归来 ——京沪高铁深度报告

✍️ : 杨云 执业证书编号: S0860510120006 韩军 (报告联系人)
☎️ : 021-80106047
✉️ : hanjun1@stocke.com.cn

报告导读

京沪高铁是世界上一次建成线路最长、标准最高的高速铁路,也是中国建国以来投资规模最大的建设项目。

投资要点

□ 十年间中国高铁化率从 0.84%大幅提升至 19.8%, 客运量比例从 0.5%提升至 56.8%

自 2008 年中国高铁开通以来, 高铁客运量占整体铁路客运量比重大幅提升, 客运量比例从 0.5%提升至 56.8%。高铁网络的逐步建成加速了人员流动, 有效带动了高铁周边经济的快速发展。从中长期来看, 中国高铁网络密度将进一步增强, 到 2030 年高铁密度将在 2017 年基础上增加 80%。

□ 京沪高铁已成为核心线路中的黄金资产

自 2011 年开通以来客运量从 2400 万人次提升至目前的 1.8 亿人次, 日均客流量从 13.4 万近 50 万, 增长近 4 倍。京沪高铁在京沪旅客通道中的市场占有率从运营后的 20%提升至 73%。客座率也从 67.7%提升至 2017 年的 80.1%。

□ 运能持续扩张, 票价更加灵活自主

京沪高铁在投入运营后, 在列车开行数量、速度等级、本线与跨线比例、单车载客能力等方面进行了数轮升级。开行数量增长 1 倍多, 时速 300km 及以上占比 98%、新型列车单车载客能力增加 7.5%。高铁票价实行市场调节, 更能匹配市场差异化需求。

□ 百亿盈利成就王者归来

根据京沪高铁股东披露的数据, 京沪高铁营业收入从 2013 年的 182 亿提升到 2017 年的 296 亿, 年均复合增长率近 13%, 净利润从亏损 12.9 亿扩大至 127 亿, 利润率由负转正至 42.9%。

□ 铁总加速改革, 京沪高铁 IPO 指日可待

新形势下铁总改革将会将进一步加速, 铁路资产证券化是铁总改革的重要手段, 京沪高铁、中铁特运 IPO 进度将会进一步加快。

评级

无

上次评级

首次评级

当前价格

-

公司简介

京沪高铁公司成立于 2007 年, 注册资本为 1,150 亿元人民币。京沪高铁是世界上一次建成线路最长、标准最高的高速铁路, 也是中国建国以来投资规模最大的建设项目。

相关报告

报告撰写人: 杨云

数据支持人: 韩军 张姣 葛炜

正文目录

1. 京沪高铁发展历程	4
1.1. 从构想到建成耗时近 20 年	4
1.2. 公司股权多元引入市场机构	4
2. 核心线路中的黄金资产	5
2.1. 十年间中国高铁化率从 0.84% 大幅提升至 19.8%，客运量比例从 0.5% 提升至 56.8%	5
2.2. 京沪高铁已成为核心线路中的黄金资产	6
2.3. 运能持续扩张，票价更加灵活自主	7
2.3.1. 列车等级升级，运能持续扩张	7
2.3.2. 高铁票价改革，企业自主制定	9
2.4. 公务与商务是京沪高铁主要客流	9
3. 百亿盈利成就王者归来	10
3.1. 净利润达 127 亿元，利润率达 42.9%	10
3.2. 京沪高铁的财务结构拆分	11
3.3. 铁总加速改革，京沪高铁 IPO 指日可待	12

图表目录

图 1: 京沪高铁通过中国经济最发达区域	5
图 2: 我国四横四纵高铁网络已基本成网	5
图 3: 2008-2017 年中国高铁营业里程数	5
图 4: 2008-2017 年中国高铁客运量快速增长	5
图 5: 2008-2017 年中国高铁客运量占比	6
图 6: 2008-2030 年中国高铁密度快速提升	6
图 7: 2030 年中国八横通道	6
图 8: 2030 年中国八纵通道	6
图 9: 2017 年京沪高铁年客运量达 1.8 亿人次	7
图 10: 2017 年京沪高铁日均客流量近 50 万	7
图 11: 京沪高铁提升京沪线铁路（包含普铁）发送量	7
图 12: 京沪高铁市场占有率提升至 73%	7
图 13: 京沪航线旅客发送量在 770 万左右	7
图 14: 京沪普铁旅客发送量	7
图 15: 2017 京沪高铁跨线比例已提高至 80%	8
图 16: 2007-2017 年京沪高铁与京沪航线客座率	8
图 17: 京沪高铁旅客出行目的划分	10
图 18: 7-10 月是京沪高铁客流旺季	10
图 19: 京沪高铁旅周客流形成 M 型结构	10
图 20: 9-16 点是京沪高铁客座率最高时段	10

图 21: 2013-2017 年京沪高铁营业收入.....	10
图 22: 2013-2017 年京沪高铁利润.....	10
表 1: 2012 年后公司主要股东.....	5
表 2: 2011-2019 年京沪高铁历年各等级列车开行情况.....	8
表 3: 京沪高铁 2017 年“7.1 运行图”各区段能力利用情况.....	9
表 4: 高铁与普铁车票二等座定价机制.....	9
表 5: 高铁与航空票价对比.....	9
表 6: 高铁财务结构拆分.....	11
表 7: 2011 年高铁公司的运输支出结构.....	11
表 8: 2014-2015 年京沪高铁资产负债表.....	11

1. 京沪高铁发展历程

京沪高速铁路由北京南站至上海虹桥站，全长 1318 千米，设 24 个车站，设计的最高速度为 380 千米/小时。总投资约 2209 亿元。京沪高速铁路是 2016 年修订的《中长期铁路网规划》中“八纵八横”高速铁路主通道之一。京沪高速铁路于 2008 年 4 月 18 日正式开工；2011 年 6 月 30 日，全线正式通车。截至 2019 年 1 月，京沪高铁是世界上一次建成线路最长、标准最高的高速铁路，也是中国建国以来投资规模最大的建设项目。

1.1. 从构想到建成耗时近 20 年

1990 年 12 月，原中华人民共和国铁道部完成《京沪高速铁路线路方案构想报告》。

1994 年 12 月，中国国务院批准开展京沪高速铁路预可行性研究。

1997 年 4 月，原中华人民共和国铁道部完成《京沪高速铁路预可行性研究报告补充研究报告》，并据此上报了项目建议书。

2000 年 1 月，原中华人民共和国铁道部配合原中咨公司完成并上报中国国家计委《关于高速轮轨与高速磁悬浮比较的论证报告》。

2001 年，原中国国家计委和原中华人民共和国国土资源部联合颁发《关于预留京沪高速铁路建设用地的通知》，要求沿线地方政府预留京沪高速铁路建设用地。

2003 年 9 月，原中咨公司召开了京沪高速铁路建设论证会，评估了京沪高速铁路建设的必要性、轮轨方案和磁浮方案的比选，认为高速轮轨技术是必然选择。

2006 年 2 月 22 日，中国国务院第 126 次常务会议批准京沪高速铁路立项。

2007 年 10 月 22 日，中国国务院决定成立京沪高速铁路建设领导小组；同年 12 月 10 日，京沪高速铁路建设领导小组第一次会议召开；同年 12 月 27 日，京沪高速铁路股份有限公司创立。

2008 年 4 月 18 日，京沪高速铁路开工典礼举行，时任中国国务院总理温家宝出席，京沪高速铁路全线开工。

2009 年 6 月 30 日，京沪高铁全线路基施工完成。

2010 年 1 月 14 日，京沪高铁进入轨道板铺设阶段；同年 11 月 15 日，京沪高铁全线铺轨完成。

2011 年 6 月 30 日，京沪高铁举行首发仪式，时任中国国务院总理温家宝出席并乘坐首发列车；同年 7 月 1 日，京沪高铁正式开通运营。

1.2. 公司股权多元引入市场机构

京沪高铁公司注册资本为 1,150 亿元人民币，其中中国铁投占股 56.267%。2010 年中银集团投资有限公司以等值 60 亿元人民币的外币购买中国铁投持有的京沪高铁公司 5,217,391,304 股股份，占京沪高铁公司总股本的 4.537%。中国铁投的持股比例降至 51.73%。

目前京沪高铁公司前十大股东为：中国铁投（占股 51.73%）、平安资产管理有限责任公司（占股 13.913%）、全国社会保障基金理事会（占股 8.696%）、中银集团投资有限公司（4.537%）、上海中铁投资有限公司（占股 6.564%）、江苏交通控股有限公司（占股 3.803%）、北京市基础设施投资有限公司（占股 3.334%）、天津铁路建设投资控股（集团）有限公司（占股 2.751%）、南京铁路建设投资有限责任公司（占股 1.903%）、山东铁路建设投资有限公司（1.615%）、河北建设交通投资有限责任公司（占股 0.591%）。

表 1：2012 年后公司主要股东

序号	股东名称	持股比例
1	中国铁路建设投资公司	51.73%
2	平安资产管理有限责任公司	13.91%
3	全国社会保障基金理事会	8.7%
4	其他	21.12%

资料来源：互联网，浙商证券研究所

2. 核心线路中的黄金资产

2.1. 十年间中国高铁化率从 0.84%大幅提升至 19.8%，客运量比例从 0.5%提升至 56.8%

京沪铁路连接着我国最繁华的两座城市，途经天津、河北、山东、安徽和江苏，沿线居住着全国四分之一以上的人口，经济总量占到全国经济的 40%，是世界上客货运输最繁忙的干线。随着近年来郑徐、沪昆、宝兰、石济等多条高铁的开通，我国高铁“四纵四横”主骨架已基本形成。

截至 2017 年，我国高铁营业里程数已达到 2.5 万公里，高铁营业里程占铁路营业里程的 19.8%。

按照《中长期铁路网规划》高铁正从“四纵四横”大步迈入“八纵八横”。

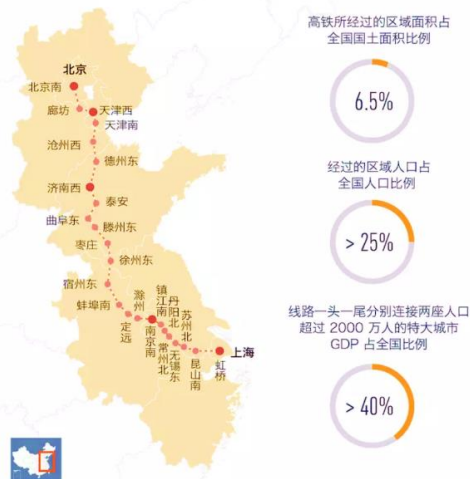
到 2020 年，基本建成布局合理、覆盖广泛、高效便捷、功能完善、世界上最现代化的铁路网和高铁网，并与其他交通方式实现有机衔接和深度融合。全国铁路营业里程达到 15 万公里左右，基本覆盖 20 万人口以上城市；其中高铁 3 万公里左右，覆盖 80%以上的大城市，高铁占比达 20%。

到 2025 年，中国铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高铁 3.8 万公里左右，高铁占比达 21.7%。

到 2030 年，中国铁路网规模达到 20 万公里左右，其中高铁 4.5 万公里左右，高铁占比达 22.5%。

自 2008 年中国高铁开通以来，高铁客运量占整体铁路客运量比重大幅提升，客运量比例从 0.5%提升至 56.8%。高铁网络的逐步建成加速了人员流动，有效带动了高铁周边经济的快速发展。从中长期来看，中国高铁网络密度将进一步增强，到 2030 年高铁密度将在 2017 年基础上增加 80%。

图 1：京沪高铁通过中国经济最发达区域



资料来源：互联网，浙商证券研究所

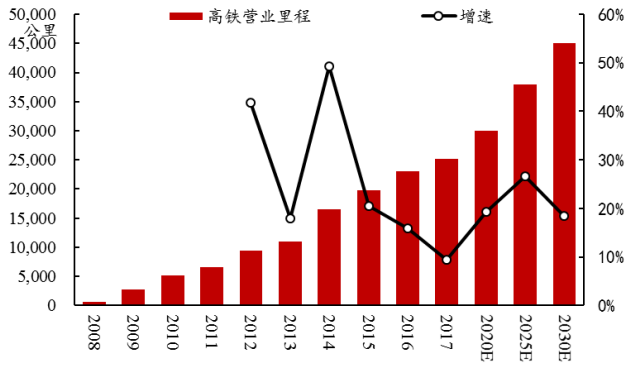
图 3：2008-2017 年中国高铁营业里程数

图 2：我国四横四纵高铁网络已基本成网



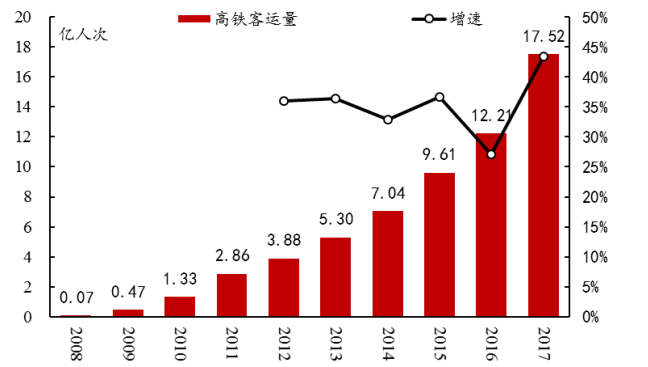
资料来源：互联网，浙商证券研究所

图 4：2008-2017 年中国高铁客运量快速增长



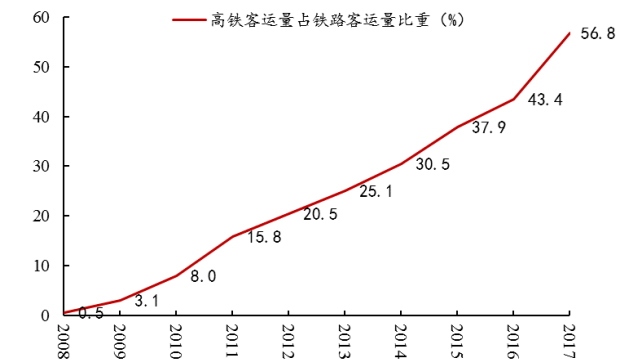
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 2008-2017 年中国高铁客运量占比



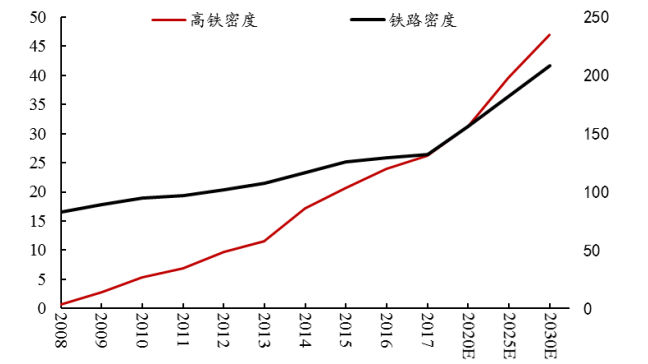
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2008-2030 年中国高铁密度快速提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 2030 年中国八横通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 2030 年中国八纵通道



资料来源: 互联网, 浙商证券研究所

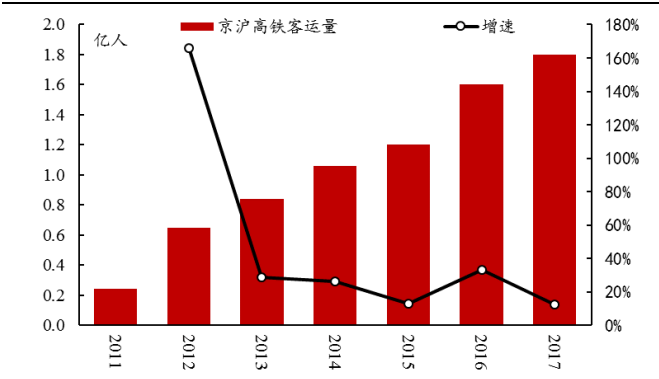


资料来源: 互联网, 浙商证券研究所

2.2. 京沪高铁已成为核心线路中的黄金资产

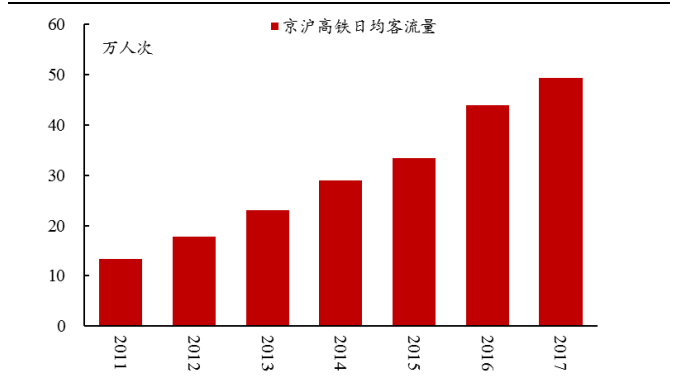
京沪高铁自 2011 年开通以来客运量从 2400 万人次提升至目前的 1.8 亿人次, 年均复合增长率 39.5%。2017 年同比增长 13%, 仍高于行业 10% 的增速。京沪高铁日均客流量从 13.4 万近 50 万, 增长近 4 倍。

图 9：2017 年京沪高铁年客运量达 1.8 亿人次



资料来源：浙商证券研究所

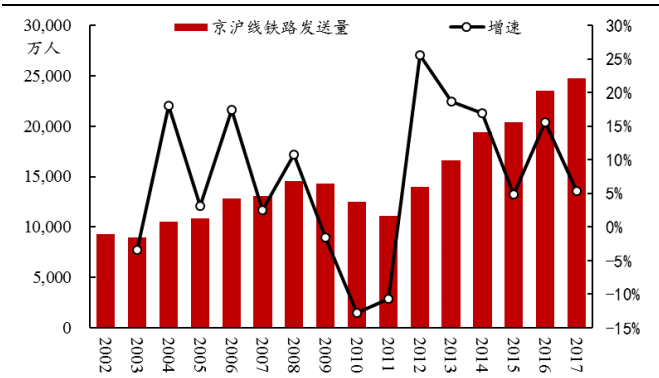
图 10：2017 年京沪高铁日均客流量近 50 万



资料来源：浙商证券研究所

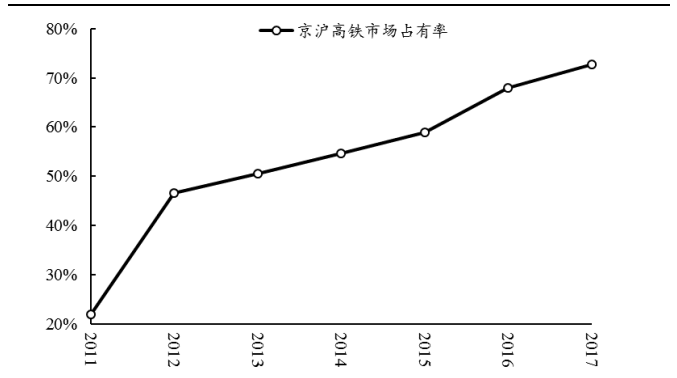
我们将京沪旅客通道分成京沪铁路普通线、京沪高铁线、京沪航空线三部分，由此构成整个京沪高铁线的市场发展空间。根据我们的估算（京沪铁路包含高铁旅客运量 2015-2017 年三年数据为浙商证券研究所估算）市场空间在 2.7 亿人左右，京沪高铁的市场份额在 60%左右。若只考虑高铁与普铁之间的竞争，京沪高铁的市场份额我们估算在 73%左右。我们认为高铁对普铁的替代仍将继续，普铁仍有 6500-8000 万人的市场空间将被高铁逐步替代。2019 年京沪高铁在使用新型列车后运能提升 9%，为争夺普铁和航空的市场份额提供了硬件基础。

图 11：京沪高铁提升京沪线铁路（包含普铁）发送量



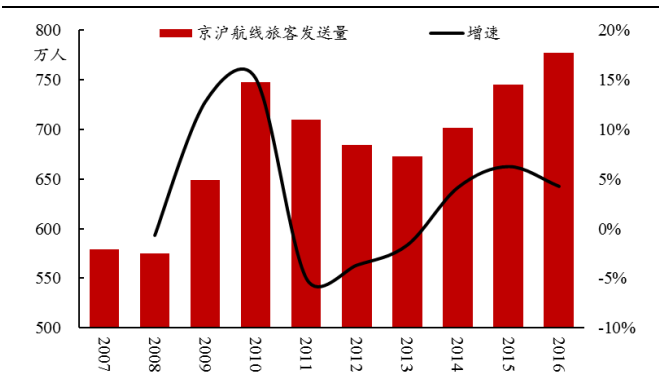
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：京沪高铁市场占有率提升至 73%



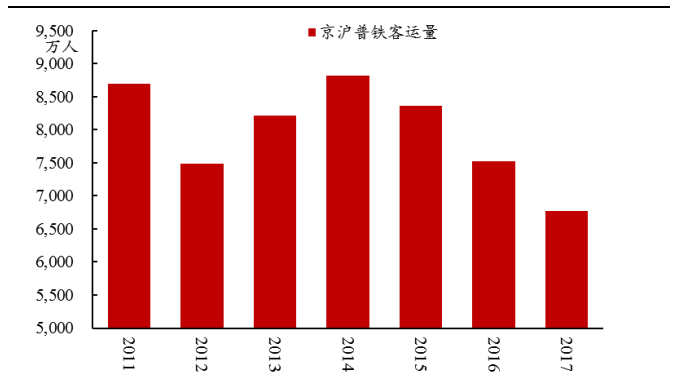
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：京沪航线旅客发送量在 770 万左右



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：京沪普铁旅客发送量



资料来源：Wind，2015-2017 年为浙商证券研究所估算

2.3. 运能持续扩张，票价更加灵活自主

2.3.1. 列车等级升级，运能持续扩张

京沪高铁在投入运营后，在列车开行数量、速度等级、本线与跨线比例、单车载客能力等方面进行了数轮升级。开行数量从 2011 年 210 列增加至 2017 年近 500 列，增长 1 倍多。2011 年时速 300 公里的列车占比 63.81%，2016 年年底时速 300 公里占比达到 98%。京沪高铁开行的本线列车已经实现了“全高速”，2017 年“7.1”图中仅开行的 10 列时

速 250km/h 的动车组均为跨线动车组。2017 年 9 月 21 号后，7 对“复兴号”动车组在京沪高铁按时速 350 公里运行，运行一年后，复兴号增加至 23 对，其中 15 对按照 350 公里每小时的速度运行。2019 年 1 月 5 日后，京沪高铁首次投入运营 17 辆超长版“复兴号”动车组，加长版“复兴号”全长 439.9 米，载客定员 1283 人，载客能力较 16 辆编组提升了 7.5%。

随着京沪高铁开行数量、密度增厚，以及根据季节、时间、上座率的高低推出不同的促销方案，建立了随季节、随市场变化灵活调整的弹性机制，实施日常（周一至周四）、周末（周五至周日）、高峰日（春运、暑运、黄金周和小长假）3 种列车运行图。其客座率已经从投入运营时的 67.7% 提升至 2017 年的 80.1%。

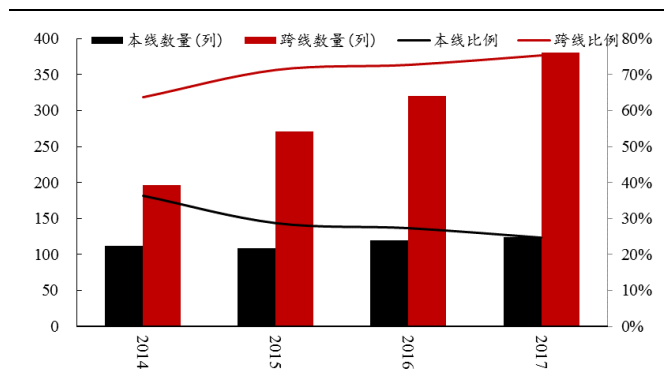
表 2：2011-2019 年京沪高铁历年各等级列车开行情况

时间	速度等级	日均开行数量（列/d）	占比
2011	300km/h	134	63.81%
	250km/h	76	36.19%
2012	300km/h	158	75.24%
	250km/h	52	24.76%
2013	300km/h	222	83.15%
	250km/h	45	16.85%
2014	300km/h	245	91.42%
	250km/h	23	8.58%
2015 年底	300km/h	322	93.06%
	250km/h	24	6.94%
2016 年底	300km/h	441	97.78%
	250km/h	10	2.22%
2017 年“7.1”图	300km/h	489	98.00%
	250km/h	10	2.00%
2017-09-21	350km/h	7 对“复兴号”动车组在京沪高铁按时速 350 公里运行	
2018-09-21	350km/h	复兴号列车 23 对（时速 350 公里复兴号 15 对，占比 65%）	
2019-01-05	350km/h	17 辆超长版时速 350 公里复兴号，单车运能增加 7.5%	

资料来源：2015 年《京沪高铁客流分级规律研究数据化分析报告》，浙商证券研究所

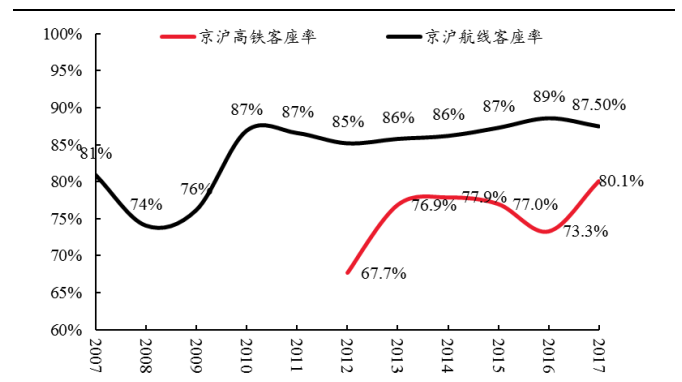
京沪高铁的综合施工垂直天窗上下行均设在每日 0:30—4:30，京沪高铁北京南的发车间隔为 5min，因此，2017 年全线平行运行图通过能力为 144 对。按照当年运行图，徐州-蚌埠南产生了能力负荷运输问题，基本无法在该区段直接增加运行线，这一局部瓶颈也使得增加长线列车运行线非常困难，即全线通过能力紧张。不过复兴号加长列车可以适度解决部分区段运营能力紧张问题。

图 15：2017 京沪高铁跨线比例已提高至 80%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2007-2017 年京沪高铁与京沪航线客座率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 3：京沪高铁 2017 年“7.1 运行图”各区段能力利用情况

区段	北京南--天津南	天津南--济南西	济南西--徐州东	徐州东--	蚌埠南--南京南	南京南--上海虹桥
平图能力 (对/d)	205	200	200	204	204	199
实际对数	112.5	125	125	144	124	108
占区段能力	54.78%	62.41%	62.49%	70.42%	60.83%	54.16%
占全程能力	78.13%	86.81%	86.81%	100.00%	86.11%	75.00%

资料来源：《京沪高速铁路客运产品设计研究》，浙商证券研究所

2.3.2. 高铁票价改革，企业自主制定

2011 年原铁道部对京沪高铁票价将根据市场需求、运营状况，实行票价季节浮动、时段浮动和周内浮动，浮动方案由京沪高铁公司在运价政策范围内确定，浮动幅度灵活，不受 5% 的限制。

根据国家发改委 2015 年 12 月发布的《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，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定。

2019 年 1 月，中国铁路总公司总经理陆东福表示要探索构建灵活可控的高铁票价调整机制，深化一日一价、一车一价可行性研究并择机试点。

表 4：高铁与普铁车票二等座定价机制

里程 (km)	高速车票价率 (元/人·km)	中速车票价率 (元/人·km)	定价标准
0-500	0.46	0.34	基准价
500-1000	0.414	0.306	基准价 9 折
1000-1500	0.368	0.272	基准价 8 折
1500-2000	0.322	0.238	基准价 7 折
2000-2500	0.276	0.204	基准价 6 折

资料来源：Wind，浙商证券研究所

京沪高铁二等座定价机制：

$$500 \times 0.46 + 500 \times 0.414 + 318 \times 0.368 = 230 + 207 + 117 = 554 \text{ 元}$$

从全票价角度来看，高铁与航空票价差异较大，但航空经济舱价格经常打折（平均 5-6 折）。从旅客同行时间角度来看，航空带来的时间价值在减弱，若考虑航空需提前 1 小时到达机场，飞机运行时间（2 小时 10 分），晚点时间长度以及至市区距离与时间来看，特别是预期天气因素等影响正点率事件发生后，高铁的时间价值大大增强。

表 5：高铁与航空票价对比

高铁座位等级	全票价 (元)	运行时间	航空座位等级	全票价 (元)	运行时间
二等座	553		经济舱	1490	
一等座	933	4 小时 28 分	公务舱	5360	2 小时 10 分
商务座	1748		头等舱	5660	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 公务与商务是京沪高铁主要客流

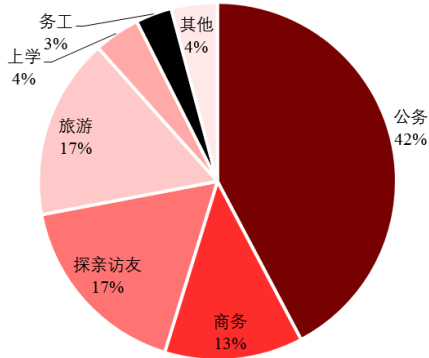
根据 2015 年《京沪高铁客流分级规律研究数据化分析报告》，京沪高铁的旅客出行目的主要是公务、商务、探亲访友，分别占比 42%、13%、17%，共计 72%。因此在公务与商务细分市场高铁与航空的竞争可能会愈发明显。

从京沪高铁的客流季节性分配时段来看，7-10 月是京沪高铁客流旺季。期间主要叠加了暑运旺季、开学季、国庆长假等。淡季为春节期间与春节前后。

京沪高铁周变化时段形成 M 型结构，周五和周日为客流高峰日，其余为客流平峰日，周五客流主要是周末回家的商务客流，以及探亲客流和旅游客流，周日为周五对应的返程客流。

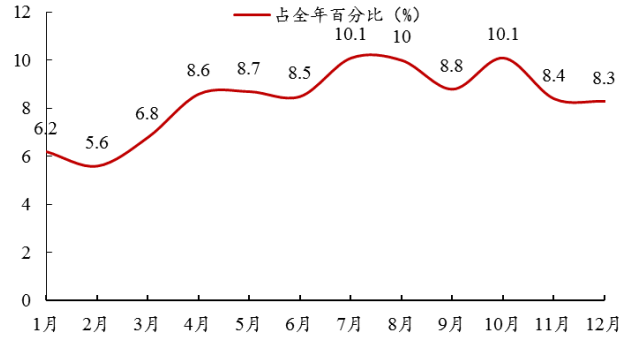
从列车开行时段来看，9:00-16:00 点的时刻客座率最高，9:00 前后与 16:00 前后客座率下降明显。

图 17：京沪高铁旅客出行目的划分



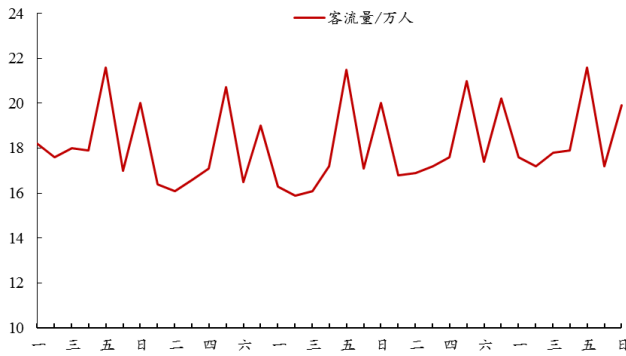
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：7-10 月是京沪高铁客流旺季



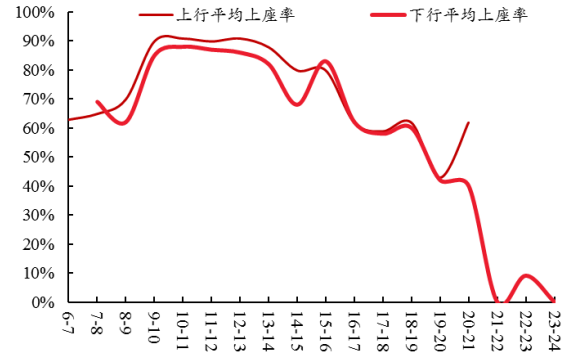
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：京沪高铁旅客周客流形成 M 型结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：9-16 点是京沪高铁客座率最高时段



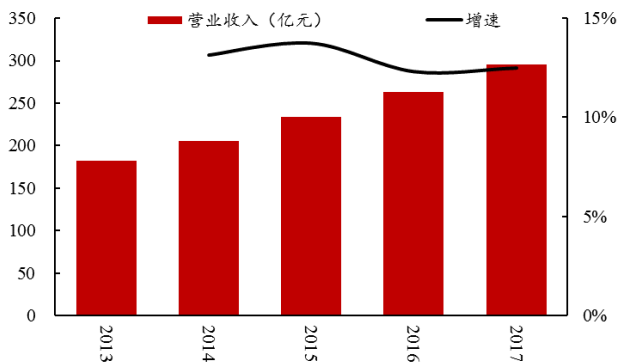
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 百亿盈利成就王者归来

3.1. 净利润达 127 亿元，利润率达 42.9%

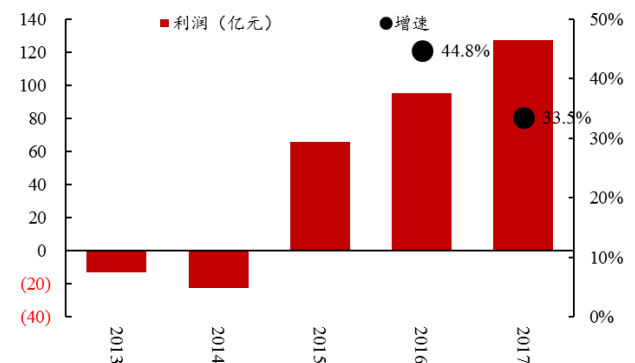
根据京沪高铁股东披露的数据，京沪高铁营业收入从 2013 年的 182 亿提升到 2017 年的 296 亿，年均复合增长率近 13%，净利润从亏损 12.9 亿扩大至 127 亿，利润率由负转正至 42.9%。

图 21：2013-2017 年京沪高铁营业收入



资料来源：互联网，浙商证券研究所

图 22：2013-2017 年京沪高铁利润



资料来源：互联网，浙商证券研究所

3.2. 京沪高铁的财务结构拆分

高铁公司的运营管理模式决定了收入成本结构。

京沪高铁公司的开行方案决定了收入结构。开行方案包括本线列车与跨线列车，相应的收入构成由本线担当旅客收入以及跨线列车的线路使用费构成。另外也包括多经资产的带来的收入。2016年京沪高铁本线车的客票收入124亿，跨线车给京沪公司缴纳的线路使用费110亿，总收入是234亿元。

由于京沪高铁采用委托运输管理模式，路网资产归属高铁公司，列车开行及线路养护维修等业务由公司委托铁路局或者其它单位负责，公司向受委托方支付委托管理费用，即将京沪高铁线路分段委托给沿线的北京局集团公司、济南局集团公司、上海局集团运营管理，并向这三个铁路局支付委托运营费。

京沪高铁项目投资规模极为庞大，项目总投资额约为2200亿人民币，其中，项目资本金约为1150亿元，另外50%的投资通过债务融资途径筹集，因此京沪高铁需要承担较高的固定资产折旧和财务费用。

表 6：高铁财务结构拆分

一、营业收入	
客票收入	高速铁路本线开行列车客流产生的客票收入以及跨线列车的线路使用费，=车票价格*席位定员数量*客座率+清算综合单价(分重联和单组)*单程运行完成的走行里程*年度开行的总天数*2*日均开行对数
多经收入	多种经营收入，包括物业租赁广告等，可按照客票收入的比例计算
二、营业成本	
基础设施折旧	主要包括线路信号设备房屋等基础设施的折旧费用，=基础设施总原值*折旧率
财务费用	实际运营初期财务费用暂时不考虑偿还本金，只考虑利息，=银行贷款总额*贷款利率
委托运输管理费用	支付给铁路局用于运输成本等的费用，动车组委托运输支出、日常生产人员工资及附加费、线路设备维护支出、通讯设备维护支出、信号设备维护支出、电力供水设备维护支出、房建设备维护支出、间接管理费用以及委托运输管理综合服务费
生产用电用水费用	向水电部门结算的水电费用，=旅客周转量*每人公里用水用电费率
营业税金及附加	营业税、城市维护建设税、资源税和教育费附加等
管理费用	日常生产经营组织管理所产生的各项费用
其它支出	包括沉降观测费 铁通网络租用费等，按除其他支出以外总支出的一定比例结算

资料来源：《基于财务清算模式的我国高速铁路公司财务收支分析》，浙商证券研究所

表 7：2011 年高铁公司的运输支出结构

项目	17 家公司总计	“担当客车”方式公司合计	“线路使用费”方式公司合计
折旧比重	30.05%	28.05%	35.92%
财务费用比重	26.16%	22.86%	35.82%
委托管理费比重	20.87%	23.72%	12.45%

资料来源：《高速铁路委托运输管理方式经营效益的比较研究》，浙商证券研究所

表 8：2014-2015 年京沪高铁资产负债表

项目	2014	2015
资产总计	1811.05	1815.4
负债合计	835.09	503.7
股东权益合计	975.96	1311.7
资产负债率	46.1%	27.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

根据《天津铁路建设投资控股（集团）有限公司 2016 年第一期短期融资券募集说明书》中披露，截至 2015 年年底，京沪高铁公司资产总额为 1815.39 亿元，负债总额为 503.67 亿元，所有者权益总额为 1311.72 亿元，资产负债率为 27.74%。2015 年，公司营收达到 234.24 亿元，营业总成本 167.36 亿元，利润总额为 66.6 亿元，净利润为 65.8 亿元，净利润率达到 28%左右。

委托管理费用率按照 25%来估算，预计为 42 亿。

考虑到银行贷款和发债的综合融资，以及京沪高铁 2015 年负债从 835 亿下降到 500 亿左右，假设综合利率水平在 5%左右，2015 年利息成本在 25 亿左右，占比为 15%。这也是为何 2015 年京沪高铁净利润大幅增长的重要原因。固定资产折旧按照 45 年直线折旧，年折旧约 50 亿，占比为 30%。

综上，京沪高铁的营业成本结构为固定资产折旧占比 30%、委托管理费占比 25%、财务费用占比 15%、生产用电用水费用、营业税金及附加、管理费用及其它费用占比为 30%。

3.3. 铁总加速改革，京沪高铁 IPO 指日可待

2018 年 11 月 8 日据财新报道，中国铁路总公司经营开发部主任毛秉仁在“2018 年中国国际铁路与城市轨道交通大会”间隙透露，目前京沪高速铁路股份有限公司上市已选定券商，由多家券商负责。下一步，中铁总将推动铁路优质资产股改上市，实现产品经营和资本运营联动发展，将资产资源最大限度的转化为经营创下的资本，通过资本运作，体现市场价值，实现社会资本的投资、退出机制；同时鼓励社会资本投资的铁路企业，通过 APO，增发股份、股改上市、借壳上市等方式筹集资金，用于铁路建设。

2018 年年底召开的中央经济工作会议明确指出要积极推进混合所有制改革，加快推动中国铁路总公司股份制改造。

我们认为在新形势下铁总改革将会将进一步加速，铁路资产证券化是铁总改革的重要手段，京沪高铁、中铁特运 IPO 进度将会进一步加快。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>