

## 交通运输

### 京沪高铁：连接南北的交通大动脉，铁路改革提升效益

建国以来“一次投资规模”最大的建设项目，总投资额达 **2209.4** 亿元。京沪高铁于 2008 年 4 月 18 日正式开工，2011 年 6 月 30 日全线正式通车。全长 1318 公里，总投资额达 2209.4 亿元，设计时速 350km，运输能力年单向输送旅客 8000 余万人。

**京沪高铁预期 2019 上市，收入来源为客运+委托运输。**京沪高铁 2007 年在北京成立，注册资本 1150 亿元，2019 年减资为 400 亿元，预期 2019 年完成辅导上市。截至 2018 年末，中国铁路建设投资公司为第一大股东，持股 51.73%。2017 年京沪高铁运输收入为 295.95 亿元，2015-2017 年复合增长率 12.46%，主要收入来源为客运业务及跨线使用费收入，利润为 127.16 亿元，年均复合增长率达 38.18%。京沪高铁的成本变动相对广深铁路更加平缓，主营业务成本中固定成本占比较高，测算固定资产折旧及维修费用占比 30%以上。

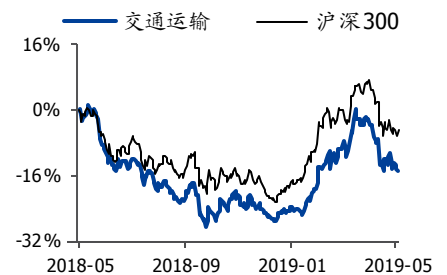
**需求及运力上升空间大，预期盈利持续提升。**京沪高铁途径东部沿海人口密集省区，通过省市总人口占全国的 22.78%，GDP 总和占全国的 31.87%，连接京沪两大超级枢纽，区位优势显著。我们认为京沪高铁具有低票价高时效的特点，对航空及公路运输有较强替代能力。提速扩容，运力上升，客座率提升，票价提升等都成为公司未来业绩持续增长的动力来源。京沪高铁二等座单位里程票价为 0.42 元，对比广深铁路的 0.648 元存在明显提价空间。根据敏感性测算，如果客座率增加到 83.95%，营业利润相对增长 22.48%。若将 16 节编组复兴号全部替换为 17 节编组复兴号，可用座公里增加约 7.5%，营业利润相对增长 16%。若平均单位里程票价上调 5%，营业利润相对增长 10.81%。

**对标 JR，铁路民营化提高盈利能力。**1984 年，日本政府对国铁公司进行改制，成立区域性铁路公司，自负盈亏。国铁改革将债务通过 JR 公司负债、国铁资产出售及国家财政负债三种途径进行分摊。改革后日本国铁定价模式更加灵活，更符合运价市场化趋势。国铁改革后，东海道新干线运载量由 1987 年的 321 亿人公里上升到 1988 年的 363 亿人公里，1987-1991 年收入客公里数年平均增长率为 5.4%。目前 JR 东海营运状况良好，2018 年 3 月 JR 东海运输业务营业收入为 14240 亿日元，同比增长 3.16%。其中新干线客运收入为 12532 亿元，同比增长 3.41%。中国铁路总公司在 2016 年获得铁路定价权，高铁票价市场化趋势增强。与日本国铁有所区别，中国的高铁及铁路运营完全由中国铁路总公司垄断，不存在竞争行为，因此中国高铁的客流量对价格弹性较小。

**风险提示：**宏观经济风险、模型测算与实际不符风险、铁路资产证券化进度低于预期风险。

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱：zhengshuming@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《交通运输：中航协支持会员开展 737MAX 索赔工作，高速公路 ETC 加速推进》2019-05-26
- 2、《交通运输：4 月快递量增速明显提升，头部企业持续领跑》2019-05-19
- 3、《交通运输：机场非航免税消费属性凸显，看好航空旺季行情》2019-05-14



## 内容目录

一、京沪高铁：预期 2019 上市，收入来源客运+委托运输.....	4
1.1 建国以来一次投资规模最大项目，预期 2019 年上市 .....	4
1.2 营运模式：资产运营与铁路调度分离 .....	5
1.3 客票收入为主，线路使用费为重要收入来源 .....	5
1.4 重资产运营，固定成本占大比例 .....	6
二、需求及运力上升空间大，预期盈利持续提升 .....	8
2.1 途径沿海发达地区，区位优势保障客运需求 .....	8
2.2 商务出行黄金线路，低票价+高时效提高对航空及公路运输替代能力 .....	11
2.3 单位里程票价仍有提价空间 .....	13
2.4“复兴号”投入运营，提速提升运力 .....	14
2.5 敏感性测算：客座率及动车组运力成为利润上升主要推力 .....	16
三、对标 JR，铁路民营化提高盈利能力 .....	17
3.1 日本国有铁路：国铁改革提高盈利能力，目前营收持续稳定 .....	17
3.2 业务板块多元化，兼营房地产、酒店、商业地产业务 .....	21
3.3 定价制度更灵活，有利铁路公司弹性经营 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 京沪高铁股东名单及持股比例 .....	4
图表 2: 京沪高铁 2015-2017 年收入平均增长率为 12.40% (亿元, %)	5
图表 3: 2015-2017 年京沪高铁运输利润快速增长 (亿元, %)	5
图表 4: 委托运营模式收入费用简介 .....	5
图表 5: 京沪高铁 2015 年主要收入来源客运业务及路网清算服务 .....	6
图表 6: 广深铁路 2018 年各业务收入及占比 (亿元) .....	6
图表 7: 2018 年广深铁路主营业务中工资及福利占 39.23%，设备租赁及服务费用占 31.36% .....	7
图表 8: 广深铁路具体成本构成 .....	7
图表 9: 2018 年成本估算 .....	8
图表 10: 京沪高铁成本变动较小，YOY 均小于 1% (亿元, %)	8
图表 11: 广深铁路成本逐年上升 (亿元, %)	8
图表 12: 京沪高铁客运量快速增长 (亿人 %)	9
图表 13: 2011-2017 年京沪高铁日均客流量快速增长 (万人 %)	9
图表 14: 2017 年京沪高铁客运量占全国高铁客运量 10.27% .....	9
图表 15: 京沪高铁沿线途径城市人口及 GDP (2018 年) .....	10
图表 16: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25% .....	11
图表 17: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30% .....	11
图表 18: 京沪高铁途径七省市总 GDP 增长速度较快 .....	11
图表 19: 京沪高铁途径省市大多人均 GDP 高于全国，且增长速度更快 .....	11
图表 20: 京沪高铁客座率保持增长趋势 .....	12
图表 21: 自 2018 年 6 月以来，京沪航线已经经历两次价格调整 .....	12
图表 22: 京沪高铁票价优势带来替代效应 .....	13
图表 23: 上海-苏州铁路运输及公路运输时间及票价对比 .....	13

图表 24: 京沪高铁各站点间二等座票价 (元) .....	13
图表 25: 京沪高铁各站点间二等座单位里程票价 (元/公里) .....	13
图表 26: 我国部分设计时速 350km 铁路线路定价 (2018 年) .....	14
图表 27: 京沪高铁运力估测 .....	14
图表 28: 复兴号列车提速及扩容情况 .....	15
图表 29: 京沪高铁主要运营动车型号 .....	15
图表 30: 敏感性测算假设 .....	16
图表 31: 京沪高铁 2018 年经营数据估算 .....	16
图表 32: 营业利润对客座率敏感性测算 .....	16
图表 33: 营业利润对可用座公里敏感性测算 .....	17
图表 34: 营业利润对客票价格敏感度测算 .....	17
图表 35: 日本铁路运营情况及市场占有率 .....	18
图表 36: 日本铁路在货运市场中份额大幅下降 .....	18
图表 37: 1987-1990 年收入客公里数平均增长率为 5.4% .....	19
图表 38: JR 东日本与 JR 东海的净利润率均有大幅提升 .....	19
图表 39: 新干线客运收入持续稳定增长 .....	19
图表 40: 新干线客流量持续稳定增长 .....	19
图表 41: JR 东海近五年营业收入增长稳定 .....	19
图表 42: 1964-1986 年日本国铁债务及亏损大幅上升 (万亿日元) .....	20
图表 43: 1975 年后财政补贴占日本国铁投资的比例显著提高 (亿日元) .....	20
图表 44: 1986 年, 日本国铁债务总余额中财政性融资与铁道债券占比合计超过 95% .....	20
图表 45: 1987 年日本国铁民营化时债务分担计划 .....	21
图表 46: 2018 年 3 月 JR 东海分板块营业收入 .....	21
图表 47: JR 东海商品贸易营业收入 .....	21
图表 48: JR 东海房地产业务营业收入 .....	22
图表 49: JR 东海其他业务营业收入 .....	22
图表 50: 部分高铁价格调整 .....	23

## 一、京沪高铁：预期 2019 上市，收入来源客运+委托运输

### 1.1 建国以来一次投资规模最大项目，预期 2019 年上市

京沪高铁总投资额达 **2209.4 亿元**。京沪高铁于 2008 年 4 月 18 日正式开工，2011 年 6 月 30 日全线正式通车。全长 1318 公里，设计时速 350km，运行时速 350km，运输能力年单向输送旅客 8000 余万人。2016 年 7 月，中国《中长期铁路网规划（2016-2030 年）》中又提出京沪高速铁路东线工程计划，规划建设“北京—天津—东营—潍坊—临沂—淮安—扬州—上海”的第二条京沪高铁。

京沪高铁预计 **2019 年完成辅导上市**。中国证监会北京监管局网站于 2 月 27 日发布京沪高速铁路股份有限公司上市辅导备案表。中国铁路总公司控股企业京沪高速铁路股份有限公司正式启动 A 股上市工作，已于 2018 年 10 月签署辅导上市协议，有望于 2019 年内完成辅导验收。

资产超 **1800 亿**，目前**第一大股东为中国铁路建设投资公司**。京沪高速铁路股份有限公司于 2007 年在北京市成立，注册资本 1150 亿元，2016 年注册资本变更为 1306 亿元。由于上市对注册资本质量及和净资产比例有要求，2019 年注册资本变更为 400 亿元，减资超 906 亿元。

截至 2015 年 12 月，京沪高铁公司资产总额 1815.39 亿元，负债总额 503.67 亿元，所有者权益 1311.72 亿元，资产负债率 27.74%。公司 2018 年末第一大股东为中国铁路建设投资公司，持股 51.73%。其余股东包括平安资产管理有限责任公司、全国社会保障基金理事会、上海中铁投资有限公司、中银集团投资有限公司等。京沪高铁的实际控制人为中国铁路总公司。

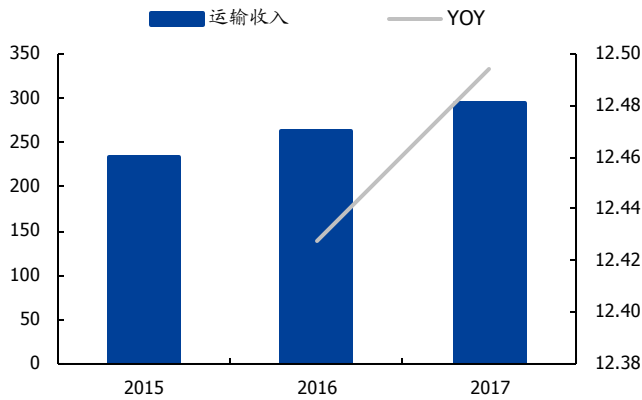
图表 1: 京沪高铁股东名单及持股比例

序号	股东	实缴出资额(万元)	持股比例 (%)
1	中国铁路建设投资公司	5948961	51.73
2	平安资产管理有限责任公司	1600000	13.91
3	全国社会保障基金理事会	1000000	8.70
4	上海中铁投资有限公司	754900	6.56
5	中银集团投资有限公司	521739	4.54
6	江苏交通控股有限公司	437400	3.80
7	北京市基础设施投资有限公司	383400	3.33
8	天津市铁路建设投资控股(集团)有限公司	316300	2.75
9	南京铁路建设投资有限责任公司	218900	1.90
10	山东铁路建设投资有限公司	185700	1.61

资料来源：天眼查，企查查，国盛证券研究所

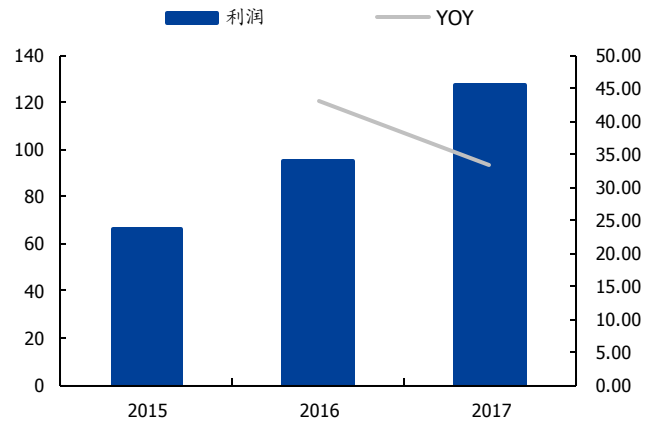
收入及利润快速增长，年均增长率达 **12.46%**和 **38.18%**。据京沪高铁股东披露，2015-2017 年京沪高铁运输收入分别为 234 亿元，263.08 亿元及 295.95 亿元，复合增长率达 12.46%。2015 年京沪高铁开始扭亏为盈，当年总利润为 66.6 亿元。2017 年京沪高铁利润为 127.16 亿元，复合增长率达 38.18%。

图表 2: 京沪高铁 2015-2017 年收入平均增长率为 12.40% (亿元, %)



资料来源:《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》, 国盛证券研究所

图表 3: 2015-2017 年京沪高铁运输利润快速增长 (亿元, %)

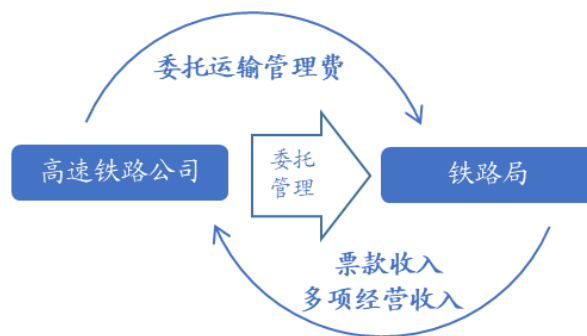


资料来源:《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》, 国盛证券研究所

## 1.2 营运模式: 资产运营与铁路调度分离

京沪高铁通过委托运营模式进行资产运作, 即将高速铁路的运输资产经营与运输生产经营相分离。高速铁路公司拥有铁路运输资产, 负责运输资产的专业化经营, 包括资产经营、资产监管等。将运输资产经营委托给国家铁路运营单位, 通过签订委托运营协议的方式, 由铁路局负责运行调度、行车组织及客运组织等。该模式下, 客票收入归高速铁路公司所有, 高速铁路公司按照协议向铁路局缴纳委托运营管理费用。京沪高铁的委托管理局为上海局、北京局、济南局。京沪高铁向铁路局缴纳委托运营管理费用, 并获取客票收入。

图表 4: 委托运营模式收入费用简介



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》, 国盛证券研究所

## 1.3 客票收入为主, 线路使用费为重要收入来源

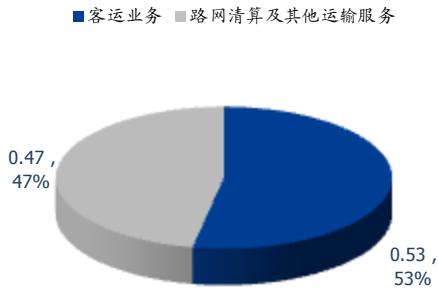
京沪高铁主要收入来源为客运业务及线路使用费收入。2015 年京沪高铁客运业务收入



124 亿元，线路使用费收入 110 亿元，总收入 234 亿元。广深铁路与京沪高铁都是以客运业务为主的铁路运输公司，均使用委托管理模式，在收入及成本构成上有较大的可比性。

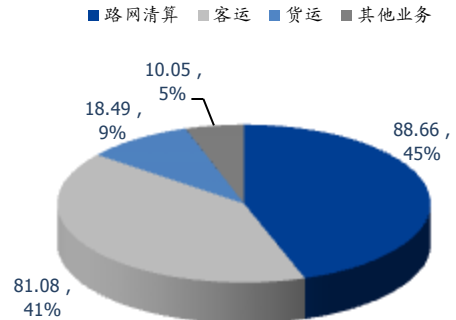
广深铁路主营业务分为客运业务、货运业务、路网清算及其它业务三大板块。2018 年营业收入中，客运业务占比 40.89%，路网清算服务其他运输 44.71%，为最大收入来源。

图表 5: 京沪高铁 2015 年主要收入来源客运业务及路网清算服务



资料来源: 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, 国盛证券研究所

图表 6: 广深铁路 2018 年各业务收入及占比 (亿元)



资料来源: 广深铁路年报, 国盛证券研究所

**客运收入即公司运营的客运列车的票价收入。**以广深铁路为例，其客运收入包括广深城际列车、长途车以及广州至香港的直通车客运收入。部分线路由公司与中铁总所属的其他铁路公司进行联合运输，通过中铁总的清算系统进行收入记录。客运收入与公司运营铁路路线数量与客流量有关。

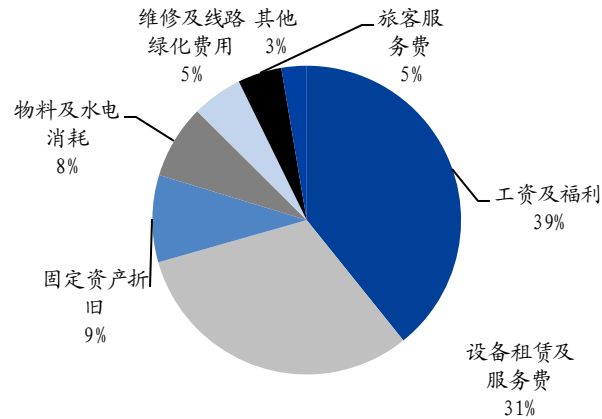
**路网清算服务收入为其他铁路单位使用高速铁线路及接触网支付的使用费。**广深铁路的路网清算收入包括由中铁总所属的其他铁路公司使用了本集团的列车牵引服务、铁路线路或电力供应等产生的收入，及提供铁路运营服务和其他服务的收入。

**京沪高铁主营业务收入包括动车组运营及收取跨线使用费。**京沪高铁客运收入来源于北京-上海高铁的动车组运营。线路使用费来源于其他铁路公司运营的跨线列车向京沪高铁公司缴纳的线路使用费用。

#### 1.4 重资产运营，固定成本占大比例

广深铁路主营业务成本包括工资及福利、设备租赁及服务费、固定资产折旧、物料及水电消耗、维修及线路绿化费用、旅客服务费及其他。**工资及福利成本和设备租赁及服务费占主营业务成本的比例最大。**两部分成本在主营业务中合计占比达 70% 以上。

图表 7: 2018 年广深铁路主营业务中工资及福利占 39.23%，设备租赁及服务费占 31.36%



资料来源: 广深铁路 2018 年年报, 国盛证券研究所

图表 8: 广深铁路具体成本构成

主营业务成本	工资及福利、设备租赁及服务费、固定资产折旧、物料及水电消耗、维修及线路绿化费用、旅客服务费、其他
其他业务成本	工资及福利、物料及水电消耗、固定资产折旧、其他
费用	税金及附加、管理费用、财务费用、营业外支出、所得税费用

资料来源: 广深铁路年报, 国盛证券研究所

**京沪高铁的成本变动相对广深铁路更加平缓。**2015 年京沪高铁成本为 167.4 亿元, 2017 年京沪高铁成本为 168.79 亿元, 年平均增长率仅为 0.41%。而京沪高铁自 2015 年至 2017 年的客运量及总收入年均增长率分别为 22.5%和 12.46%。说明京沪高铁主营业务成本中固定成本占比较高, 如固定资产折旧费用。而其它可变费用如工资及福利成本、设备租赁及服务费等在总费用中占比有限。

**列车运行产生固定资产折旧及维修费用占比 30%以上。**折旧费用包括线路、信号设备、房屋等基础设施等的折旧。根据京沪高铁初步设计概算, 京沪高铁征地拆迁、施工及其他投资 1638 亿元, 动车采购、建设期利息和铺底流动资金 538 亿元。统计至 2011 年京沪高铁建成, 实际投资于征地拆迁、施工及其他投资的金额为 1962.66 亿元。

参照广深铁路折旧标准, 动车组按 20 年计提折旧, 残值 4%, 年折旧率 4.8%; 其余路轨、桥梁、线路等资产按 60 年计提折旧, 残值 4%, 年折旧率 1.6%。采用直线折旧法粗略估算, 京沪高铁每年产生的折旧费用约为 51 亿元, 占 2017 年总支出的 30.21%。2018 年京沪高铁新增 8 对“复兴号”动车组担当的列车, 新增 3 列 16 辆长编组“复兴号”替换原有和谐号。按和谐号每组 (8 节) 造价 3.5 亿元, 复兴号每组造价 1.71 亿元估算, **2018 年由于购入动车车辆增加的折旧为 0.46 亿元。**2019 年 1 月, 1 列 17 辆长编组“复兴号”投入使用。随着更多 17 编组“复兴号”投入使用, 折旧及维修费用会有所上升。

**高铁车辆产生的电费占公司营业成本约一成。**高铁车辆接触接触网, 接触网通过牵引变电站与电厂的输电线路连接, 为高铁运行提供电力。由此产生铁路公司向电力部门支付的电费。以“复兴号”列车为例, 时速 350 公里运行时人均百公里耗电仅为 3.8 千瓦时。按我国工业用电平均收费约 1 元/千瓦时估算, 从北京到上海全程人均消耗电费约为 50 元。按照本线车与跨线车 1.2:1 的比例计算, 2017 年公司本线车运行产生电费约 15 亿元, 占公司总营业成本的 8.9%。我们估测 **2018 年由于运力增加, 电费上升为 17 亿元。**

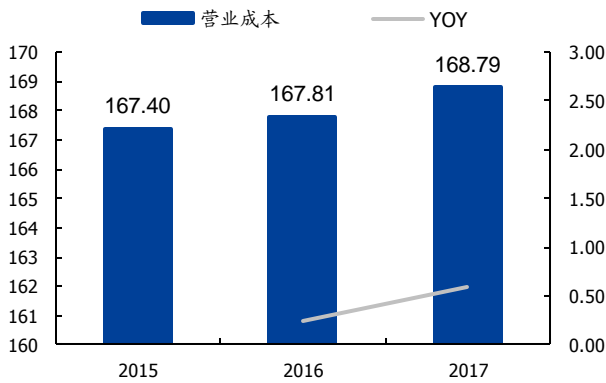
图表 9: 2018 年成本估算

	营业成本(亿元)	折旧(亿元)	折旧比例	电费(亿元)	电费比例
2018E	171.27	51.45	30.04%	17.09	10.0%
2017	168.79	50.99	30.21%	15.07	8.9%

资料来源: 国盛证券研究所整理

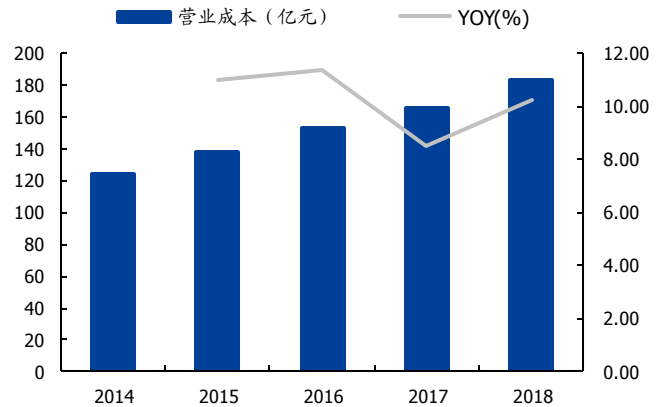
其他方面, 高铁运营时产生列车驾驶人员、乘务人员工资计入工资及福利中。近期铁路行业工资上调可能会增加工资支出。京沪高铁公司跨线动车组开行增加, 可能会增加设备租赁及服务费用。旅客服务费支出与客流量有关, 但总量较小, 对总成本的影响较小。

图表 10: 京沪高铁成本变动较小, YOY 均小于 1% (亿元, %)



资料来源: 国盛证券研究所, 河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

图表 11: 广深铁路成本逐年上升 (亿元, %)



资料来源: 国盛证券研究所, 广深铁路年报

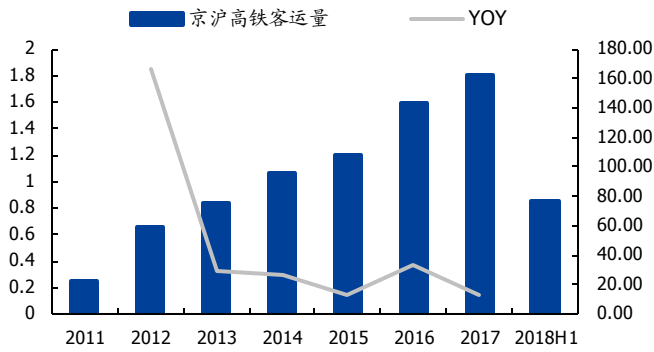
## 二、需求及运力上升空间大, 预期盈利持续提升

### 2.1 途径沿海发达地区, 区位优势保障客运需求

京沪线为全国重要铁路干线, 客流占全国比例较高。大客流及高增长保障运营收入。京沪高铁客运量在全国高铁总客运量占比一直稳定在 8% 以上, 2017 年达 10.27%。日均客流量由 2011 年的 13.4 万人增长到 2017 年的 49.3 万人, 年均复合增长率 24.2%。自 2011 年京沪高铁建成通车以来, 京沪高铁年客运量从 2400 万人次提升至 1.8 亿人次。截至 2018 年 6 月, 京沪高铁累计运送旅客超过 8.25 亿人次, 年均增长率 24.6%。

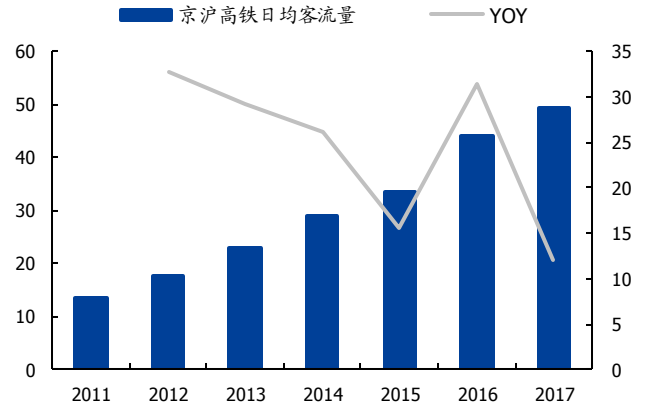


图表 12: 京沪高铁客运量快速增长 (亿人 %)



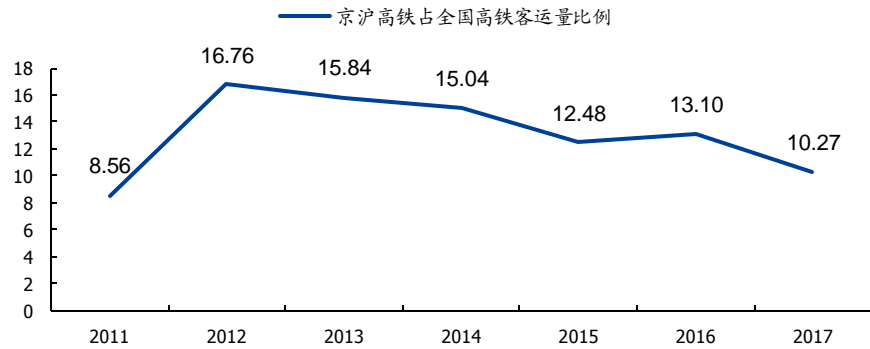
资料来源: 中国铁路总公司, 国盛证券研究所

图表 13: 2011-2017年京沪高铁日均客流量快速增长 (万人 %)



资料来源: 中国铁路总公司, 国盛证券研究所

图表 14: 2017年京沪高铁客运量占全国高铁客运量 10.27%



资料来源: 中国铁路总公司, 国盛证券研究所

途径东部沿海人口密集省区。连接京沪两大超级枢纽，区位优势显著。京沪高铁线路全长 1318 公里，通过北京、天津、河北、山东、安徽、江苏、上海七个省或直辖市，辐射中国东部沿海大部分地区，沿线国土面积占全国的 6.5%。该地区人口密集，经济发达。2018 年，上述七省市总人口占全国人口的 22.78%，GDP 总和占全国 GDP 的 31.87%。为客运需求提供很大增长空间。

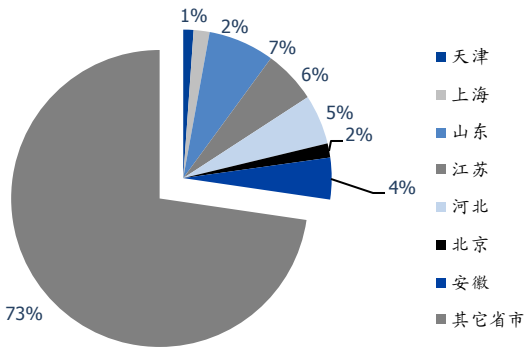
图表 15: 京沪高铁沿线途径城市人口及 GDP (2018年)

城市	里程 (千米)	常住人口 (万人)	人均 GDP (万元)	总 GDP (亿元)
北京	0.00	2154.20	14.07	30320.00
廊坊	59.00	479.50	6.48	3108.20
天津	131.00	1559.60	12.06	18809.64
沧州	219.00	758.60	4.85	3676.40
德州	327.00	581.00	5.82	3380.30
济南	419.00	870.00	9.03	7856.56
泰安	462.00	564.00	6.47	3651.50
曲阜	533.00	65.45	6.88	450.35
滕州	589.00	175.20	6.83	1196.32
枣庄	625.00	392.73	6.12	2402.38
徐州	688.00	880.20	7.67	6755.23
宿州	767.00	568.14	2.87	1630.22
蚌埠	844.00	381.25	4.07	1550.00
定远	897.00	97.49	2.07	201.80
滁州	959.00	411.40	4.38	1801.70
南京	1018.00	843.62	15.20	12820.40
镇江	1087.00	319.64	12.67	4050.00
丹阳	1112.00	97.70	13.00	1270.26
常州	1144.00	472.90	14.91	7050.30
无锡	1201.00	657.45	17.40	11438.62
苏州	1227.00	1072.17	17.32	18564.78
昆山	1259.00	165.70	21.24	3520.25
上海	1318.00	2423.78	13.48	32679.87

资料来源: 国家统计局, 各省统计局, 国盛证券研究所 注: 曲阜、丹阳、昆山为 2017 年数据

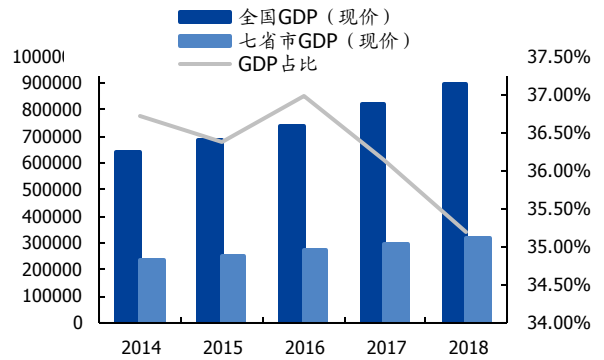
京沪高铁辐射地区经济增长良好稳定, 保障客运需求可持续增长。2014 年, 京沪高铁通过的七个省市 GDP 总额为 23.54 万亿元, 2018 年上升至 31.69 万亿元。年均复合增长率达 7.71%。京沪高铁通过的七个省市中, 有五个省市的人均 GDP 高于全国人均。其中上海、北京、江苏的人均 GDP 超过 11 万元。

图表 16: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25%



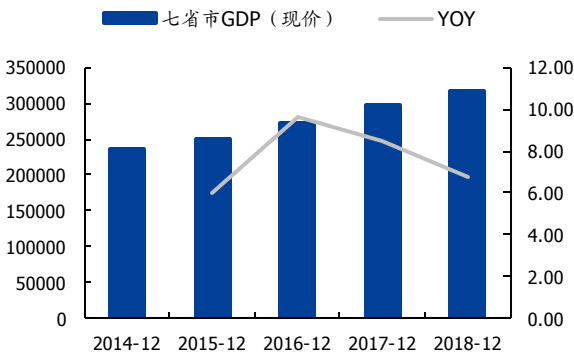
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 17: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30%



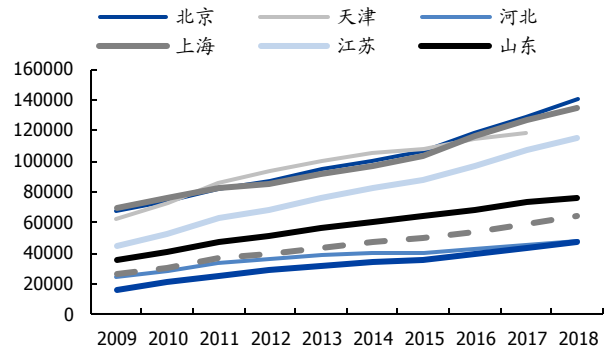
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 18: 京沪高铁途径七省市总 GDP 增长速度较快



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 19: 京沪高铁途径省市大多人均 GDP 高于全国, 且增长速度更快

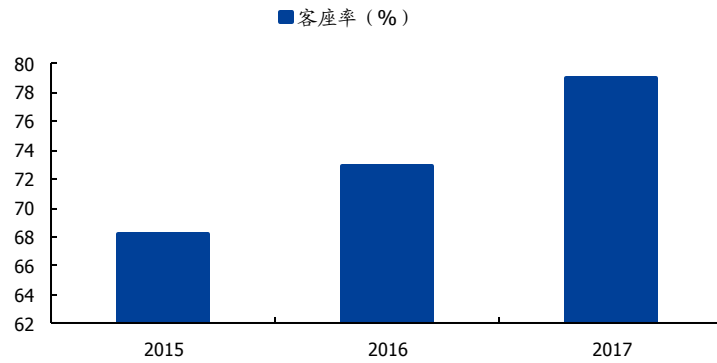


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

## 2.2 商务出行黄金线路, 低票价+高时效提高对航空及公路运输替代能力

京沪线航空、高铁客座率居高不下, 客运需求仍未充分释放。2017 年, 京沪航线客座率约为 87.5%。据民航数据分析机构 CADAS 统计, 2018 年 1-4 月京沪航线航班量近 1 万架次, 客运量 232.22 万人次, 平均客座率达到 89.95%。京沪高铁方面, 我们测算 2015-2017 年客座率分别为 68.17%、72.87%、79.07%。尽管运力持续上升, 客座率仍旧保持上升趋势, 说明京沪线仍存在较高客运需求。

图表 20: 京沪高铁客座率保持增长趋势



资料来源: 国盛证券研究所测算

京沪高铁票价二等座票价低于京沪航空, 对航空运输替代优势显著。京沪高铁二等座全程票价为 553 元, 上海-北京航空经济舱票价全价为 1490 元。京沪高铁单位里程票价对比航空有显著优势。自 2018 年 6 月以来, 京沪航线已经经历两次价格调整, 提价幅度均在 10% 左右。航空价格提升进一步增强了京沪高铁的旅客需求, 对京沪高铁旅客分流有重要作用。2011 年至 2018 年, 京沪高铁在京沪旅客通道中的市场占有率从 20% 提升至 73%。

图表 21: 自 2018 年 6 月以来, 京沪航线已经经历两次价格调整

提价日期	具体价格变动
2018 年 6 月 25 日	国航、深航、南航、东航等多家航空公司京沪线经济舱全价由 1240 元上调至 1360 元
2018 年 12 月 12 日	国航、东航上调京沪航线的经济舱全价票价格, 由原先的 1360 元上调至 1490 元

资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

时间及准点率方面, 京沪航空的门到门旅行时间对比京沪高铁优势不大。京沪高铁运行时间为 4-6 小时左右, 比京沪航空运行时间长 2-4 小时。考虑到机场与城市中心距离较远, 且安检、值机流程相对复杂, 旅客通过航空出行比铁路出行需要多预留 2 小时左右。预留时间削弱了京沪航线在节约交通时间方面的优势, 有利于京沪高铁对旅客的进一步分流。

航空准点率远低于铁路。京沪高铁除恶劣天气情况下几乎均为准点运营, 准点率达 90% 以上。2018 年, 复兴号列车始发、终到正点率分别为 99.2% 和 97.9%, 远高于京沪航线。以上海虹桥机场与北京首都机场间航线为例, 2018 年上海出发及北京出发航线准点率分别为 77.59% 和 64.16%, 平均延误时间分别为 30.08 和 37.31 分钟。京沪线主要旅客出行目的为公务及商务出行, 对时间及准点率较为敏感。京沪高铁的高准点率会增强高铁在京沪通道中的客运分流能力。

图表 22: 京沪高铁票价优势带来替代效应

	一等座/头等舱票价	二等座/经济舱票价	运行时间	准点率	平均延误时间(分钟)
京沪高铁	933	553	4小时28分-6小时2分	始发: 99.2% 终到: 97.9%	-
上海-北京航空(全价)	5360	1490	2小时10分	上海-北京: 77.59% 北京-上海: 64.16%	30.08 37.31

资料来源: 12306, 中国铁路局, 飞常准, 国盛证券研究所

高铁在时间及票价上对比公路有显著优势。长途方面高铁的时间及票价优势非常显著。如北京-上海间高铁出行只要 4-6 小时, 而通过公路出行需要超过 10 个小时, 相差悬殊。短途方面, 高铁提速大大增强了邻近城市间铁路对公路的替代效应。以上海虹桥-苏州北站为例, 乘坐高铁最短只需 23 分钟, 二等座票价 39.5 元。而长途大巴则需要超过一个小时的时间。

图表 23: 上海-苏州铁路运输及公路运输时间及票价对比

	用时	票价
高铁	23-48 分钟	39.5 元
长途大巴	约 80 分钟	53 元
自驾	约 80 分钟	

资料来源: 12306, 国盛证券研究所

### 2.3 单位里程票价仍有提价空间

京沪高铁二等座单位里程折后票价为 **0.42 元**, 存在明显提价空间。我国高铁定价实施按距离定价及递远递减原则。目前我国大部分设计时速为 300-350 公里的高铁二等座平均单位里程价格在 0.41-0.47 元之间, 一等座平均单位里程定价在 0.6-0.9 元之间。单程 500 公里以下无折扣, 500-1000 公里部分打九折, 1000-1500 公里打八折。

图表 24: 京沪高铁各站点间二等座票价(元)

	北京南站	济南西站	南京南站	上海虹桥站
北京南站	-	184.50	443.50	553.00
济南西站	184.50	-	279.00	398.50
南京南站	443.50	279.00	-	134.50
上海虹桥站	553.00	398.50	134.50	-

资料来源: 12306, 国盛证券研究所

图表 25: 京沪高铁各站点间二等座单位里程票价(元/公里)

	北京南站	济南西站	南京南站	上海虹桥站
北京南站	-	0.44	0.44	0.42
济南西站	0.44	-	0.47	0.44
南京南站	0.44	0.47	-	0.45
上海虹桥站	0.42	0.44	0.45	-

资料来源: 12306, 国盛证券研究所



北京南-上海虹桥全程共 1318 公里，二等座票价为 553 元，单位里程价格为 0.42 元，在国内高铁中处于较低水平。与运行里程相似的沪昆高铁（长昆段）相比，还有提价空间。且京沪高铁的运营动车组中，有将近一半为 CR400 “复兴号” 动车组，所占比例远高于其它客运线路，为提价提供了合理基础。

图表 26: 我国部分设计时速 350km 铁路线路定价 (2018 年)

	武广 高铁	京沪 高铁	沪昆高铁 (长昆段)	哈大 高铁	沪昆高铁 (杭长段)	郑西 高铁	沪杭 高铁	广深 高铁
一等座票价 (元)	780	933	839	676	681.5	382	117	99.5
二等座票价 (元)	490	553	498.5	426	405	239	99	74.5
总里程数 (千米)	1171	1318	1167	921	883	458	160	115
一等座平均 单位里程定 价(元)	0.666	0.708	0.719	0.734	0.772	0.834	0.731	0.865
二等座平均 单位里程定 价(元)	0.418	0.420	0.427	0.463	0.459	0.522	0.619	0.648

资料来源: 高铁网, 12306, 国盛证券研究所

## 2.4 “复兴号”投入运营，提速提升运力

以 2019 年 4 月 10 日调图后数据测算，京沪高铁每日运力约为 24212.84 万人公里。京沪高铁共经过 23 个车站，设计全程有 5 个始发终到站，分别为北京南站、天津西站、济南西站、南京南站及上海虹桥站。目前，济南西站及南京东站为京沪高铁各车次必须停靠站，上海站通过联络线与京沪高铁联通。我们统计经停以上各车站的车次的日平均数据，乘以各车型的载容量以及各区间的运行距离，估算得出京沪高铁运力。

图表 27: 京沪高铁运力估测

	16 编组高铁 (辆)	8 编组高铁 (辆)	里程数
北京南-济南西	84	6	419
济南西-北京南	85	6	419
济南西-南京南	65	4	599
南京南-济南西	67	4	599
南京南-上海虹桥	90	9	300
上海虹桥-南京南	91	9	300
南京南-上海	5	4	300
上海-南京南	5	4	300

资料来源: 高铁管家, 国盛证券研究所

高铁提速扩容，增加京沪线运力。2017 年 9 月，“复兴号”中国标准动车组首次在京沪高铁实现 350 公里时速运营。京沪间全程最短运行时间由 6 小时缩短至 4 小时 30 分钟左

右。2017年9月，京沪高铁增加7对复兴号担当列车。2018年4月，京沪线增加8对“复兴号”动车组列车，总数达到15对。2018年7月1日，16辆长编组复兴号动车组在京沪高铁投入运营。目前京沪高铁间最短运营时间为4小时18分钟。共有北京南-上海虹桥间G17次、上海虹桥-北京南的G22次和北京南-杭州东G39次三个车次。

根据我们的测算，目前京沪高铁的年运力约为873.18亿人公里。运力上升主要来源于单列车载客量上升与列车班次增加。如2017年9月复兴号投入使用后，年运力为808.88亿人公里，相比投入前增长11.03%。2018年4月调图后增加车次并更新车型，估测调图后年运力为854.80亿人公里，相比调图前增长5.68%。

图表 28: 复兴号列车提速及扩容情况

日期	扩容及提速概况	提速或扩容后年运力(年, 亿人公里)	提速或扩容前运力(年, 亿人公里)	相对之前增长
2017年9月	“复兴号”中国标准动车组首次投入使用，在京沪高铁实现350公里时速运营，全程运行时间缩短至4个半小时左右。北京南站至上海虹桥站新开行7对“复兴号”动车组，分别为G1/G2、G3/G4、G5/G6、G7/G8、G9/G10、G13/G14、G17/G18次	808.88	728.53	11.03%
2018年4月	使用“复兴号”动车组担当的列车由现行的7对增至15对，按时速350公里运行。包括：北京南至杭州东、合肥南各新增1对。北京南至上海虹桥、合肥南各1对；北京南至上海站、杭州东各2对时速300公里动车组列车升级为时速350km“复兴号”	854.80	808.88	5.68%
2018年7月	16辆长编组CR400BF-A型“复兴号”动车组在京沪高铁首次投入运行。计划每日投入运行3列，开行6趟，车次分别为上海虹桥-北京南G2/G3、G10/G11、G118/G149次	873.18	854.80	2.15%
2019年1月	17辆长编组超长版“复兴号”动车组首次投入运营，担当北京南至上海虹桥G9/G16次列车运行任务	873.18	873.18	

资料来源：新华网，国盛证券研究所

目前，京沪高铁本线主要运营复兴号电力动车组(CR400系列)与和谐号CRH380B型电力动车组。其中一列为17辆编组“复兴号”。17辆编组“复兴号”载客定员1283人，运力较16辆编组提升了7.5%。随着更多长编组列车投入运营，京沪高铁本线运力仍有较大的上升空间。CR400AF，CF400BF及其细分型号的设计时速均为400km，目前最高运营时速为350km，部分动车组运营时速仍为300km，具有提速空间。

图表 29: 京沪高铁主要运营动车型号

编组数	标准型(8编)	加长型1(16编)	加长型2(17编)
载客人数	556人	1193人	1283人
型号	CR400AF	CR400AF-A	CR400AF-B
	CR400BF	CR400BF-A	CR400BF-B

资料来源：中国铁路总公司，国盛证券研究所

## 2.5 敏感性测算：客座率及动车组运力成为利润上升主要推力

我们根据京沪高铁年客运量及年营业收入数据对京沪高铁的进行敏感性分析。由于京沪高铁经停站较多，我们使用“人均乘坐里程”代表每人乘坐京沪高铁平均距离。单位里程票价我们使用一二等座平均非折扣票价，约为0.5元/人公里。我们根据如下假设进行分析。

图表 30: 敏感性测算假设

京沪高铁年营业收入=人均运营收入\*年营业收入

人均运营收入=单位里程票价\*人均乘坐里程

收入客公里=人均乘坐里程\*年客运量\*单位里程票价

客座率=收入客公里/可用座公里

资料来源：国盛证券研究所

根据测算数据，京沪高铁在 2017 及 2016 年人均乘坐里程稳定为 328.8 公里左右。我们推测 2018 年人均乘坐里程基本维持不变。京沪高铁 2018 年上半年客运量为 0.9074 亿人次，同比增长 8.9%，线性推算 2018 年全年客运量 1.96 亿人次。估算得出 2018 年营业收入 322.3 亿元，营业利润为 151 亿元，客座率为 75.95%。客座率下降是由于 2018 年投入大量运力导致。

图表 31: 京沪高铁 2018 年经营数据估算

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润 (亿元)	年客运量 (亿人)	人均运营收入 (元)	单位里程票价 (元)	人均乘坐里程 (公里)	收入客公里 (亿人公里)	可用座公里 (亿人公里)	客座率
2018E	322.30	171.27	151.03	1.96	164.42	0.50	328.84	644.60	848.68	75.95%
2017	295.95	168.79	127.16	1.80	164.42	0.50	328.83	591.90	748.62	79.07%
2016	263.08	167.81	95.27	1.60	164.43	0.50	328.85	526.16	722.05	72.87%
2015	234.00	167.4	66.6	1.20	195.20	0.50	390.40	468.00	686.55	68.17%

资料来源：《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》，国盛证券研究所

我们使用 2018 年的数据进行敏感性测算。假设运力与单位里程票价保持不变，客座率增加到 79.95%，即基本恢复 2017 年水平，公司营业收入增加为 339 亿元，营业利润增加为 166 亿元。如果客座率增加到 83.95%，营业利润增加为 180.98 亿元，相对增长 19.83%。

图表 32: 营业利润对客座率敏感性测算

客座率	可用座公里 (亿人公里)	收入客公里 (亿人公里)	单位里程票价 (元)	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润 (亿元)
75.95%	848.68	644.60	0.50	322.30	171.27	151.03
77.95%	848.68	661.57	0.50	330.78	172.27	158.52
79.95%	848.68	678.54	0.50	339.27	173.27	166.00
81.95%	848.68	695.52	0.50	347.76	174.27	173.49
83.95%	848.68	712.49	0.50	356.25	175.27	180.98

资料来源：《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》，国盛证券研究所

公司 2018 年可用座公里为 848.68 亿人公里，线路运行车辆绝大多数为 16 节编组复兴号。若将 16 节编组复兴号全部替换为 17 节编组复兴号，可用座公里会增加约 7.5%，公司营业收入增加为 352 亿元，营业利润增加为 178 亿元。若可用座公里数增加 15%，公司营业收入会增加为 363 亿元，营业利润增加为 187.5 亿元。

图表 33: 营业利润对可用座公里敏感性测算

可用座公里增加	可用座公里 (亿人公里)	客座率	收入客公里 (亿人公里)	单位里程票价 (元)	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润 (亿元)
	848.68	75.95%	644.60	0.50	322.30	171.27	151.03
3.00%	874.14	75.95%	663.93	0.50	331.97	172.27	159.70
5.00%	891.12	75.95%	676.83	0.50	338.41	173.27	165.15
7.50%	912.34	75.95%	692.94	0.50	346.47	174.27	172.20
15.00%	975.99	75.95%	741.28	0.50	370.64	175.27	195.38

资料来源:《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》，国盛证券研究所

目前，京沪高铁二等座平均单位里程票价为 0.42-0.47 元，一等座平均单位里程票价为 0.71-0.78 元，一等座的座位数约为二等座的五分之一，但二等座的上座率要远高于一等座。假设平均单位里程票价上调 5%，公司营业收入增加为 339 亿元，营业利润增加为 165 亿元。2017 年沿海时速 250 公里动车组有一次涨价调整，二等座涨幅在 25%到 30%之间。参照此标准，假设平均单位里程票价上调 20%。公司营业收入增加为 387 亿元，营业利润增加为 211 亿元。

图表 34: 营业利润对客票价格敏感度测算

单位里程票价增加	单位里程票价 (元)	客座率	可用座公里 (亿人公里)	收入客公里 (亿人公里)	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润 (亿元)
	0.50	75.95%	848.68	644.60	322.30	171.27	151.03
2.00%	0.51	76.00%	848.68	645.00	328.95	172.27	156.68
5.00%	0.53	76.00%	848.68	645.00	338.63	173.27	165.36
10.00%	0.55	76.00%	848.68	645.00	354.75	174.27	180.48
20.00%	0.60	76.00%	848.68	645.00	387.00	175.27	211.73

资料来源:《河北建投交通投资有限责任公司主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告》，国盛证券研究所

### 三、对标 JR，铁路民营化提高盈利能力

#### 3.1 日本国有铁路：国铁改革提高盈利能力，目前营收持续稳定

铁路改革前，日本国有铁路在日本铁路运营中占据垄断地位。日本铁路始建于 1872 年，到 1945 年里程数有超过 25600 公里铁路覆盖全国。其中超过 20056 公里的铁路由日本国铁运营。

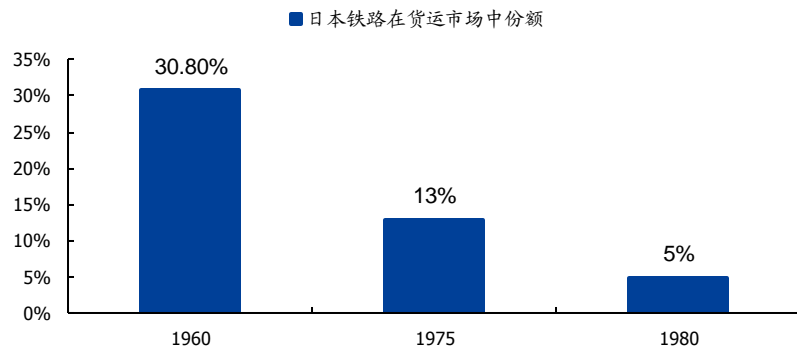
图表 35: 日本铁路运营情况及市场占有率

运营提供者	运营内容	市场份额		
		全国铁路营业里程	客运周转量	货运周转量
日本国有铁路	城际干线运输、城内运输及货物运输	73%	63%	99%
日本私人铁路	城市内部及城郊运输	27%	37%	1%
公交铁路	地铁			

资料来源:《日本国铁化解巨额债务镜鉴》, 国盛证券研究所

国有垄断模式下,日本铁路市场竞争能力较弱。1987年前,日本运营能力及生产率低下,在货运市场中的份额逐年下降,由1960年的30.8%下降到1980年的5.0%。资产周转率从1970年的32%下降到1986年的15%。

图表 36: 日本铁路在货运市场中份额大幅下降



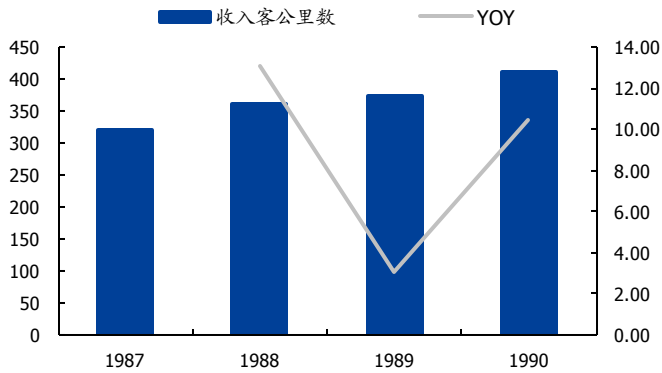
资料来源:《我国铁路发展与改革研究》,《日本铁路改革的模式及其启示》(发改委官网), 国盛证券研究所

1984年,日本政府对国铁公司进行改制,成立区域性铁路公司,目标为实现国铁民营化。原国铁的所有线路按所在区域位置划分为JR东日本、JR西日本、JR东海、JR九州、JR四国、JR北海道6个客运公司,和JR货运1个货运公司。各客运公司在各自线路上分别运营,货运公司通过向客运公司租借铁路在全国范围内统一运营。各公司均为股份制公司,独立经营,自负盈亏。

民营化改革大幅度提高了日本铁路的运营效率和客运竞争力,铁路改革引入竞争主体,政府不再负责JR各铁路公司的生产经营,对企业运营提升效率起激励作用。以东海道新干线为例,国铁改革后,东海道新干线运载量由1987年的321亿人公里上升到1988年的363亿人公里,1987-1991年收入客公里数年平均增长率为5.4%。1987-1989年,JR东日本的利润由1.9%提高到6.7%,JR东海的利润率由1.5%提高到3.1%

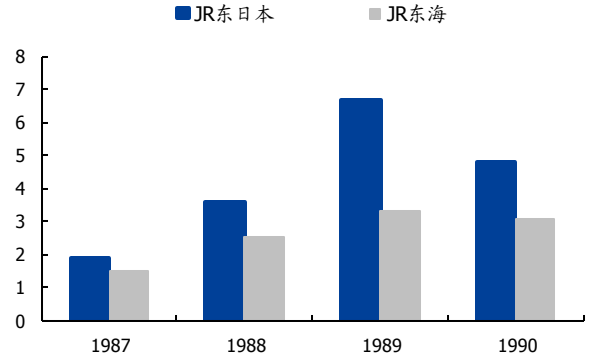


图表 37: 1987-1990 年收入客公里数平均增长率为 5.4%



资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

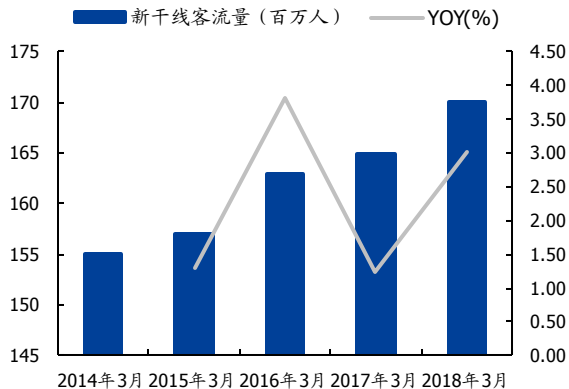
图表 38: JR 东日本与 JR 东海的净利润率均有大幅提升



资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

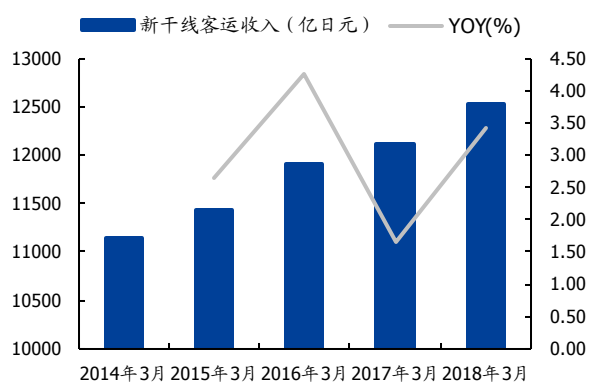
目前 JR 东海营运状况良好。2018 年 3 月 JR 东海运输业务营业收入为 14240 亿日元，同比增长 3.16%。其中新干线客运收入为 12532 亿元，同比增长 3.41%。2014 年-2018 年新干线客运收入情况稳定缓慢增长，平均年增长率在 2%-4%之间。2018 年新干线客流量为 1.7000 亿人次，同比上升 3.03%。说明经过多年的运营，日本东海道新干线的客流量及客流收入已经基本达到饱和稳定状态。

图表 39: 新干线客运收入持续稳定增长



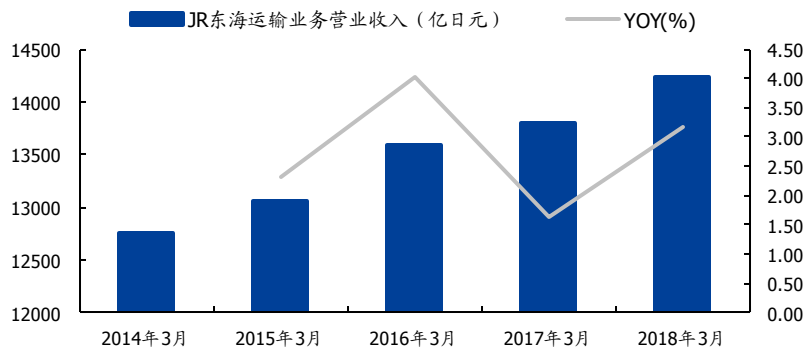
资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

图表 40: 新干线客流量持续稳定增长



资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

图表 41: JR 东海近五年营业收入增长稳定

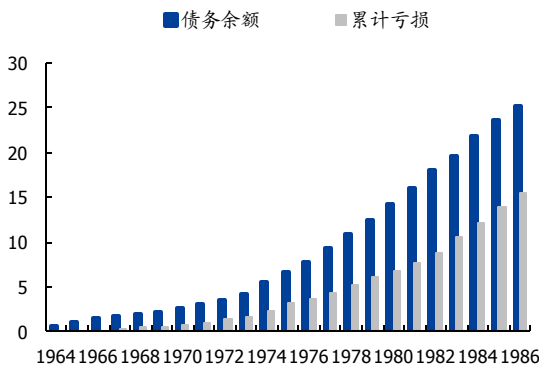


资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

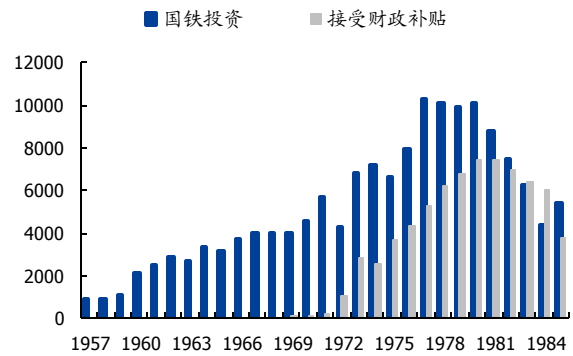
改革前，日本国铁面临巨大的债务压力。竞争能力低下导致日本国铁出现大幅亏损。1964年日本国铁亏损 300 亿日元，1964-1983 年，累计亏损超过十万亿日元。国铁亏损对债务偿还造成巨大压力。日本国铁的债务也加重了日本全国财政负担。

1975 年后财政补贴占日本国铁投资的比例显著提高。1969 年政府开始向国铁提供债务利息补贴，1973 年增加特别利息补贴。到 1977 年，日本政府向国铁提供的债务补贴已经超过了 5000 亿日元。

图表 42: 1964-1986 年日本国铁债务及亏损大幅上升 (万亿日元)



图表 43: 1975 年后财政补贴占日本国铁投资的比例显著提高 (亿日元)

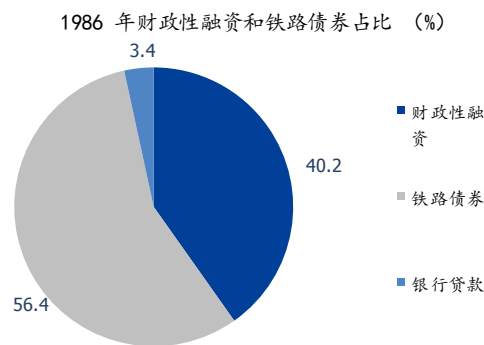


资料来源: 1985-1998 日本国土交通省《交通经济年鉴》，国盛证券研究所

资料来源: 1985-1998 日本国土交通省《交通经济年鉴》，国盛证券研究所

日本国铁债务构成主要是财政性融资以及政府发行或担保的铁路债。以 1964 年东海道新干线建设为例，其工程建设费用约为 3300 亿日元，其中政府担保发行债券所筹资金约占 30%；铁路自行发行的铁路债券约占 50%，受日本政府的担保从世界银行获得的低息贷款 288 亿日元约占 10%。1986 年，日本国铁债务总余额中财政性融资与铁道债券占比合计超过 95%。

图表 44: 1986 年，日本国铁债务总余额中财政性融资与铁道债券占比合计超过 95%



资料来源: 发改委官网，国盛证券研究所

国铁改革将债务通过 JR 公司负债、国铁资产出售及国家财政负债三种途径进行分摊。JR 东日本、JR 东海、JR 西日本、JR 货运公司分别承担与其资产比例相当的债务，合计 5.9 万亿。新干线账面价值及评估增值共 8.6 万亿，通过 JR 公司每年支付的租金分摊。国铁改革后建立的 7 家铁路公司均为股份制公司，全部股份为日本国铁清算公司持有。

清算公司通过出售股份回收资金。原国铁资产及JR公司股份出售所得资金预计偿还8.9万亿负债，其余13.8万亿转为政府负债。

图表 45: 1987年日本国铁民营化时债务分担计划

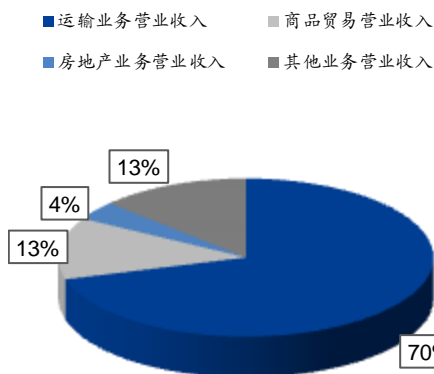
债务分担项目	分担数额(万亿)	清算主体	资金来源
JR公司资产价值	5.9 (JR东日本4.2万亿、JR东海0.5万亿、JR西日本1.1万亿、JR货运公司0.1万亿)	JR公司	JR公司负担
出售原国铁土地资产	7.7	清算事业团	出售国铁资产
出售上市后股份	1.2 (东京地铁股份0.7万亿、JR股份0.5万亿)	清算事业团	出售国铁资产
财政负担	13.8	日本政府	税收
新干线评估增值差价	2.9	-	JR公司负担
新干线账面价值	5.7	新干线保有机机构	JR公司负担

资料来源:《日本国铁化解巨额债务镜鉴》,国盛证券研究所

### 3.2 业务板块多元化, 兼营房地产、酒店、商业地产业务

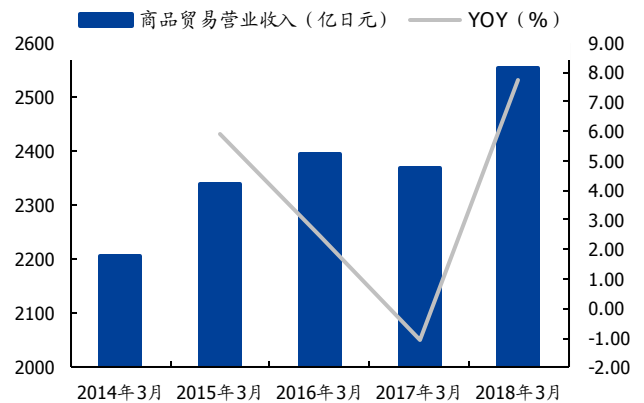
除铁路运输业务外, JR东海兼营商品贸易、房地产等其他业务。2018年3月, 公司除铁路运输外的其他业务收入合计占总收入的30%。商品贸易方面, 2017年4月, JR东海所有高岛屋门塔购物中心开始营业。门楼购物中心临近JR名古屋站, 有约150家化妆品、杂货及时装商铺。2018年3月, JR东海营业收入增长至2553亿日元, 同比增长9.6%。

图表 46: 2018年3月JR东海分板块营业收入



资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

图表 47: JR东海商品贸易营业收入



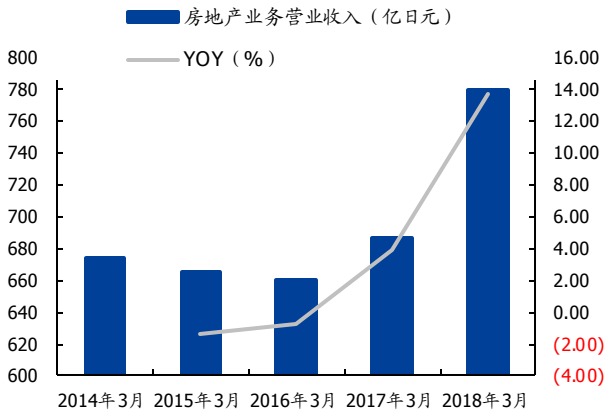
资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

房地产业务方面, JR东海所有商业地产JR门楼于2017年4月开始运营。JR门楼为位于名古屋站的商业建筑, JR东海收取店铺租金。同时通过在车站的商业设施盈利。民用住宅方面, JR东海不动产销售岐阜市的住宅公寓“中央花园住宅岐阜卡诺”。该住宅共有48个单元, 计划2019年2月交付。2018年3月, JR东海房地产营业收入为780亿日元, 同比增长13.7%。

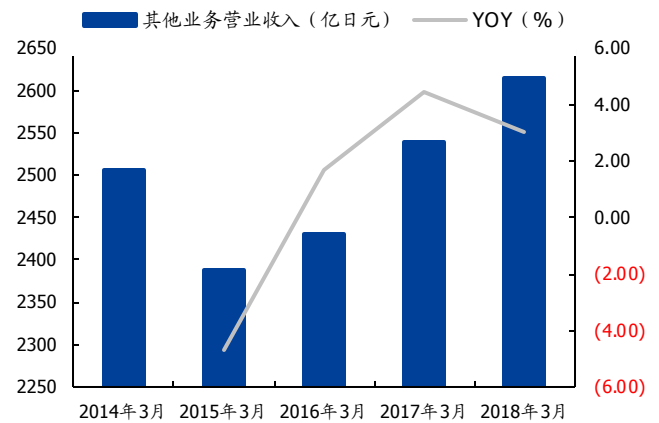
JR东海的其他业务主要包括酒店业务、旅游业及铁路车辆制造。JR东海运营名古屋JR门楼酒店。JR东海销售覆盖京都、奈良、东京等城市的旅游产品。同时JR东海制造并出售铁路车辆和建筑机械。2018年3月, JR东海其他营业收入为2616亿日元, 同比增

长 3.0%。

图表 48: JR 东海房地产业务营业收入



图表 49: JR 东海其他业务营业收入



资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

资料来源: JR-Central 官网, 国盛证券研究所

### 3.3 定价制度更灵活, 有利铁路公司弹性经营

改革前的日本铁路定价模式为国会决议制, 改革后定价模式更加灵活。国铁由政府管理, 经营计划及定价都需要征得政府与国会同意。改革后变为价格上限与运输大臣认可制, 后又实行运价上限认可制。运价只要在上限之内并满足合理成本及盈利, 只需在价格调整后提出申报即可。这种定价模式增强了铁路企业的定价灵活性, 对企业根据供需情况实行浮动票价有促进作用。但由于国营铁路与私有铁路之间的竞争仍然存在, JR 获得定价权之后没有采取提价措施, 各线路月票、普通票单公里票价都没有改变。

中国铁路总公司在 2016 年获得铁路定价权, 高铁票价市场化趋势增强。国家发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》, 从 2016 年 1 月 1 日起放开高铁动车票价, 改由铁路总公司自行定价。铁路公司需指定无折扣的公布票价, 同时可根据运输市场竞争状况、服务设施条件差异、客流分布变化规律、旅客承受能力和需求特点等进行折扣。制定公布票价应当在售票前对外公告, 调整公布票价应当提前 30 天对外公告。

与日本国铁有所区别, 中国的高铁及铁路运营完全由中国铁路总公司垄断, 不存在竞争行为。因此中国高铁的客流量对价格弹性较小。《通知》发布后, 中国铁总多次进行了提价。进一步推动价格浮动制, 实现高铁票价市场化。《铁路“十三五”发展规划》中也指出, 在“十二五时期”, 铁路运输价格市场化改革有序推进, 铁路发展的支持政策更加完善。

图表 50: 部分高铁价格调整

日期	调价内容
2017年4月21日	上调东南沿海高铁时速 200-250 公里动车组票价。二等座涨幅在 25%-30% 区间，一等座涨幅在 65%-70% 区间。
2017年5月27日	上调南京至武汉高铁列车一等票票价。
2017年7月5日	调整合肥至武汉、武汉至宜昌、贵阳至广州、柳州至南宁、上海至南京、南京至杭州 6 段线路上运行时速 200 ~ 250 公里的高铁动车组公布票价，调整后执行票价有升有降。
2018年4月28日	调整广州至珠海、海南环岛、南京至安庆、丹东至大连、青岛至荣成、郑州至开封、武汉至孝感等 28 条城际铁路部分动车组列车票，实行折扣优惠
2018年7月5日	调整贵广高铁动车组票价，总体有升有降

资料来源: 各新闻网站, 国盛证券研究所

## 风险提示

- 1、宏观经济风险。**铁路运输业是与宏观经济发展状况密切相关的行业，宏观经济景气度下降影响影响铁路运输收入。
- 2、模型测算与实际不符风险。**模型测算基于假设可能与实际不一致的风险。
- 3、铁路资产证券化进度低于预期风险。**京沪高铁预期 2019 年上市，存在进度低于预期的风险。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com