

# 京沪高铁发布 A 股招股说明书，铁路系统资产证券化提速

## ——交通运输行业周报 20191027

行业周报

### ◆核心观点

#### 京沪高铁发布 A 股招股说明书，铁路系统资产证券化提速

近日证监会网站披露了京沪高铁公司首次发行股票招股说明书(申报稿)。招股说明书披露,京沪高铁公司拥有京沪高速铁路线路、沿线 24 座高铁站以及相关运营设备等资产。公司的经营管理模式是将京沪高速铁路的运输组织管理、运输设施设备管理、运输移动设备管理、运输安全生产管理、铁路用地管理等委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团、上海局集团管理,对其管理工作进行监督并向其支付委托运输管理相关费用。由于京沪高铁公司将主要的生产经营职能委托给三大铁路局,公司本身承担的工作较少,公司的员工数量也较少。

京沪高铁公司此次拟融资 500 亿,收购京福铁路客运专线安徽有限责任公司 65.08% 的股权,京福安徽公司是合肥至蚌埠铁路客运专线(简称“合蚌客专”)、合肥至福州铁路客运专线安徽段(简称“合福铁路安徽段”)、商丘至合肥至杭州铁路安徽段(简称“商合杭铁路安徽段”)、郑州至阜阳铁路安徽段(简称“郑阜铁路安徽段”)的投资、建设、运营主体。

### ◆投资建议

京沪高铁发布 A 股招股说明书,铁路系统资产证券化提速;我国民航进入 19 年冬春航季,航班时刻增速放缓,预计未来供需结构继续延续弱平衡态势,我们维持行业“增持”评级,推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空,建议关注广深铁路。

### ◆数据回顾

2019 年第四十三周,交通运输行业指数下跌 0.97%。沪深 300 指数上涨 0.71%,跑赢交通运输行业指数低 1.68 个百分点。分子行业看,所有子行业中仅公交、公路、港口实现上涨,涨幅分别为 1.01%、0.41%、0.18%。

航运周度数据梳理:(1)波罗的海干散货指数报收于 1801,周跌幅 2.91%;(2)波罗的海原油油轮运价指数报收于 1185,周跌幅 17.25%;(3)中国沿海干散货运价指数报收于 1151.51,周涨幅 2.01%;(4)中国沿海集装箱运价指数报收于 777.36,周跌幅 0.06%。(数据截止 2019/10/25)

### ◆风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降;中美贸易摩擦持续发酵,人民币汇率出现巨幅波动;原油价格大幅上涨。

| 证券代码   | 公司名称 | 股价(元) | EPS (元) |      |      | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|--------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
|        |      |       | 18A     | 19E  | 20E  | 18A    | 19E | 20E |      |
| 601111 | 中国国航 | 8.04  | 0.51    | 0.58 | 0.70 | 15     | 14  | 11  | 增持   |
| 600029 | 南方航空 | 6.59  | 0.24    | 0.45 | 0.57 | 27     | 15  | 11  | 增持   |
| 600115 | 东方航空 | 5.16  | 0.19    | 0.32 | 0.42 | 25     | 16  | 12  | 增持   |

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2019 年 10 月 25 日

## 增持(维持)

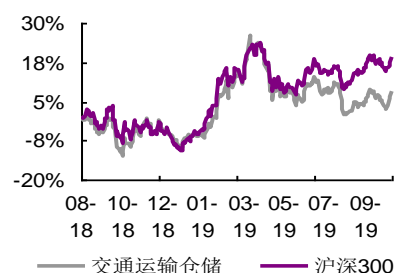
### 分析师

程新星 (执业证书编号:S0930518120002)

021-52523841

[chengxx@ebscn.com](mailto:chengxx@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源:Wind

### 相关研报

19 年冬春航季航班时刻增速放缓,上市航司发力国际航线——19 年冬春航季航班正班计划点评

..... 2019-10-24  
媒体报道“波音隐瞒 737MAX 关键漏洞”,复飞或继续推迟——交通运输行业周报 20191020

..... 2019-10-24  
香港事件负面影响有限,三大航运营数据保持平稳增长——航空运输业 2019 年 9 月经营数据点评

..... 2019-10-16  
中国民航迎史上最大范围空域调整,航班准点率有望提升——交通运输行业周报 20191013

..... 2019-10-13  
大器晚成,未尝不可——机场行业框架研究深度报告

..... 2019-09-22  
航空板块谨慎乐观,大宗供应链板块明显低估——交通运输行业 2019 年下半年策略报告

..... 2019-06-05

# 1、京沪高铁发布 A 股招股说明书，铁路系统资产证券化提速

## 1.1、公司简介——京沪高速铁路股份有限公司

京沪高速铁路股份有限公司（以下简称“京沪高铁公司”），成立于 2008 年 1 月 9 日，是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，通过委托运输管理模式，委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团和上海局集团对京沪高速铁路进行运输管理，并将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理。

京沪高速铁路于 2008 年 4 月 18 日全线正式开工建设，2011 年 6 月 30 日建成通车，正线长 1,318 千米，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。京沪高速铁路全线采用动车组列车运行，设计目标时速为 350 公里/小时，设计区间最小列车追踪间隔为 3 分钟。

图 1：京沪高铁线路示意图



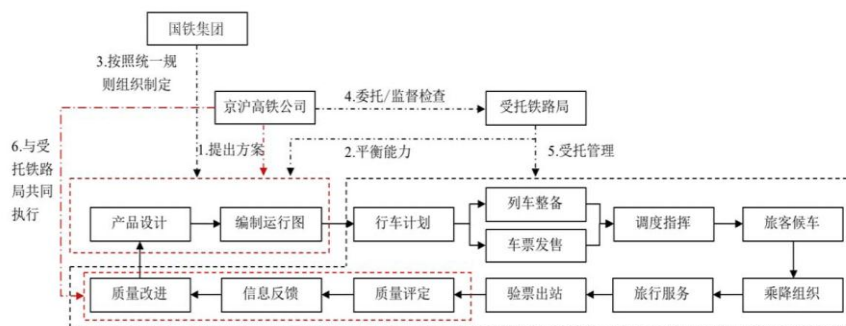
资料来源：招股说明书

京沪高速铁路纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，全线共设 24 个车站，由北向南分别为：北京南站、廊坊站、天

津西站、天津南站、沧州西站、德州东站、济南西站、泰安站、曲阜东站、滕州东站、枣庄站、徐州东站、宿州东站、蚌埠南站、定远站、滁州站、南京南站、镇江南站、丹阳北站、常州北站、无锡东站、苏州北站、昆山南站和上海虹桥站。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。

京沪高铁公司拥有京沪高铁铁路线路、沿线 24 座高铁站以及相关运营设备等资产。公司的经营管理模式是将京沪高速铁路的运输组织管理、运输设施设备管理、运输移动设备管理、运输安全生产管理、铁路用地管理等委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团、上海局集团管理，对其管理工作进行监督并向其支付委托运输管理相关费用。

图 2：京沪高铁运营管理模式



注：红框中内容为京沪高铁公司参与高铁运输业务的主要环节，其它环节主要对委托铁路局的运输管理工作进行监督检查。

资料来源：招股说明书

委托运输管理包含运输组织管理（客运组织、行车组织、调度指挥等）、运输（移动）设施设备管理、运输安全生产管理等，以及包括运输收入管理、统计管理、委托管理范围内的运输设施设备的更新改造、大修项目实施、资产经营开发等。所以京沪高铁公司将主要的生产经营职能委托给三大铁路局，公司本身承担的工作较少，公司的员工数量也较少。

表 1：京沪高铁公司员工人数

| 员工种类 | 人数 | 占比     |
|------|----|--------|
| 管理人员 | 23 | 34.33% |
| 财务人员 | 7  | 10.45% |
| 技术人员 | 37 | 55.22% |
| 合计   | 67 | 100%   |

资料来源：招股说明书，67 名员工中还包含 25 名借调人员。

## 1.2、主营业务分析

公司主营业务具体主要包括：（1）为乘坐京沪高铁本线上开行的担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；（2）其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。公司的主要收入也来自于这两块业务。

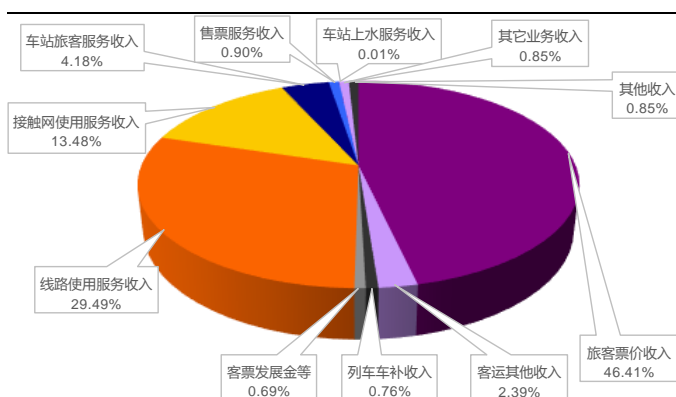
表 2：公司主营业务分类

| 业务类别   | 情形          | 服务对象          | 服务类别    | 服务内容                                     | 收费标准   |
|--------|-------------|---------------|---------|--|--|
| 旅客运输   | 京沪高铁公司担当列车  | 旅客            | 旅客运输服务  | 旅客提供京沪高速铁路沿线 24 个车站之间的运输服务               | 一等座、二等座等车票收入   |
| 提供路网服务 | 京沪高铁公司非担当列车 | 担当列车的其他铁路运输企业 | 线路使用服务  | 京沪高铁公司利用自有高铁线路为其他铁路运输企业担当列车提供线路使用服务      | 京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档，单组动车组为 101.7 元/列车公里，重联动车组为 152.7 元/列车公里；徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档，单组动车组为 105.5 元/列车公里，重联动车组为 158.4 元/列车公里；其余线路段为特一类繁忙线路，单组动车组为 94.2 元/列车公里，重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40% 计算。 |
|        |             |               | 接触网使用服务 | 京沪高铁公司利用自有线路接触网为其他铁路运输企业担当列车提供接触网使用服务    | 700 元/万总重吨公里（含电费），夜间车按现行标准（不含电费）40% 计算   |
|        |             |               | 车站旅客服务  | 京沪高铁公司 24 个自有车站向乘坐其他铁路运输企业担当列车的旅客提供发送服务等 | 北京南站和南京南站为繁忙车站第一档，高速动车组的清算标准为 8 元/人；上海虹桥站为繁忙车站第二档，高速动车组的清算标准为 9 元/人；其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）   |
|        |             |               | 售票服务    | 京沪高铁公司 24 个自有车站为其他铁路运输企业担当列车提供售票服务       | 旅客票价收入的 1%   |
|        |             |               | 车站上水服务  | 京沪高铁公司 24 个自有车站为其他铁路运输企业担当列车提供上水服务       | 始发及上水站停车的旅客列车 20.00 元/列次，单组动车组（仅指始发）为 24.00 元/列次，重联动车组（仅指始发）为 48.00 元/列次   |

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

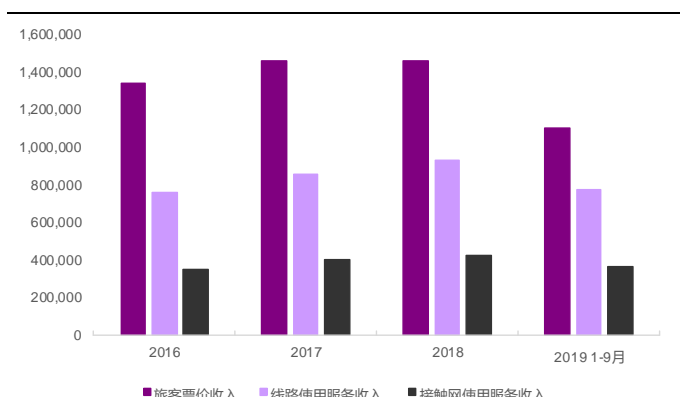
2018 年，公司营业总收入为 311 亿元，分结构看，旅客运输收入占比约为 50.7%，提供路网服务收入占比约为 48.5%，其中旅客票价收入、线路使用收入、接触网使用服务收入占比最高，分别为 46.41%、29.49%、13.48%。

图 3：公司收入分部构成（2018 年年报）



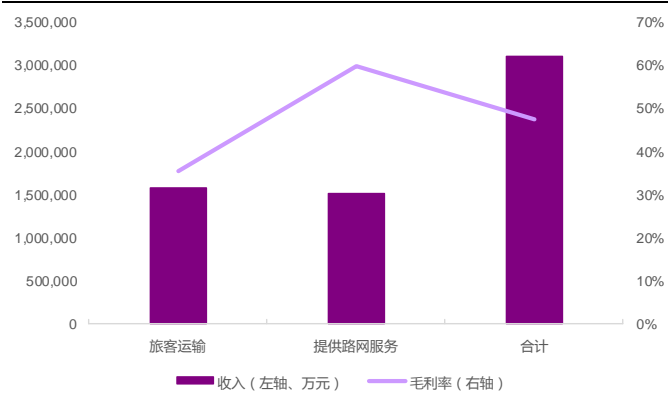
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 4：公司主要收入来源（2018 年年报）



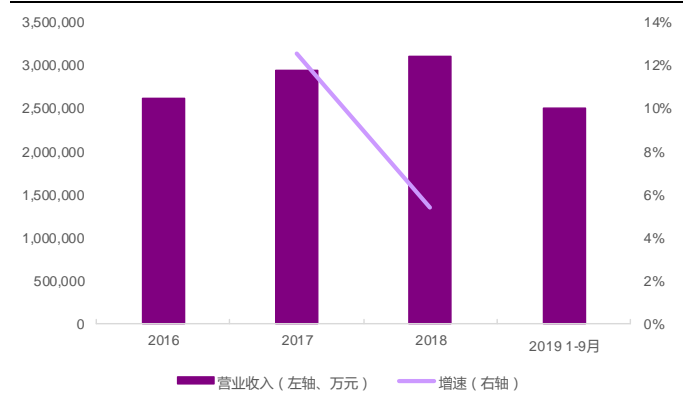
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 5：公司收入毛利率（2018 年年报）



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 6：公司营业收入及增速



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

### 1.3、主营成本分析

由于公司生产经营模式是委托运输管理，所以公司的主要成本支出在于委托运输管理费以及固定资产折旧。

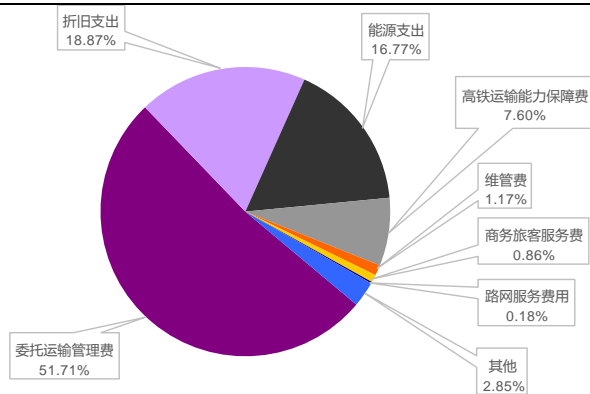
表 3：公司主营成本分类

| 成本类型      | 主要内容  |
|-----------|---|
| 委托运输管理费   | 主要包含人工费用、动车组使用费（2019 年起，动车组使用费单独核算，不再包含在委托运输管理费中）、基础设施维护费用、车站直接费用等。 |
| 动车组使用费    |   |
| 折旧支出      | 京沪高铁线路上房屋、建筑物、线路、电气化供电系统、信号设备、通信设备、运输起动设备、机械动力设备及仪器仪表的折旧。           |
| 能源支出      | 为保障列车运行、车站运营等使用电费支出，包括动车组运行引用电支出、车站生产用电支出、水费等，其中主要为动车组运行牵引用电支出。     |
| 高铁运输能力保障费 | 根据规定，按运输营业收入一定比例向受托运输管理铁路局支付高铁运输能力保障费                               |
| 维管费       | 委托中铁电气化局集团对京沪高速铁路沿线电气化设备进行维护管理发生的费用支出。                              |
| 商务旅客服务费   | 为商务旅客提供相应服务，向车站和列车所产生的商务旅客服务费用。                                     |
| 路网服务费用    | 其他铁路运输企业为公司提供路网服务所涉及的机车牵引费、售票服务费、接触网使用费、车站旅客服务等                     |
| 其他        | 接受服务支出、修理维护支出、专项清算支出、铁路公安经费、上交共同费用等                                 |

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

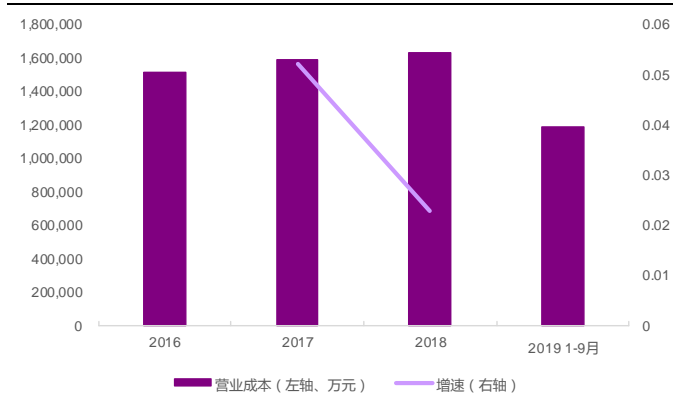
2018 年，公司委托运输管理费、折旧支出、能源支出在主营成本中的占比分别为 51.71%、18.87%、16.77%。

图 7：公司成本分部构成（2018 年年报）



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 8：公司营业成本及增速



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

由于公司委托运输管理的北京局集团、济南局集团、上海局集团都属于国铁集团下属公司，所以主要的成本支付属于关联交易，关联采购定价主要有协商定价、清算定价两种方式，其中清算定价是国铁集团在全国各铁路局范围内（原则上）采用的统一标准。

表 4：委托运输管理定价方式

| 关联交易项目                        | 费用内容  | 定价方式 | 备注  |
|-------------------------------|---|------|---|
| 委托运输管理费<br>(动车组列车服务费)         | 路局为动车组列车提供乘务等服务，京沪高铁公司支付相关费用                | 协商确定 | 动车组列车服务费的综合单价为 0.11 万元/千辆公里，每年增长 6.5%   |
| 委托运输管理费<br>(基础设施设备维护与车站旅客服务费) | 铁路局提供路网基础设施设备养护维修、车站旅客服务，京沪高铁公司支付相关费用       | 协商确定 | 基础设施设备维护与车站旅客服务费的综合单价：北京局集团为 186.03 万元/营业公里，济南局集团为 146.02 万元/营业公里，上海局集团为 178.55 万元/营业公里<br>上述综合单价（为 2018 年基准单价）在协议有效期内每年增长 6.5% |
| 动车组使用费                        | 铁路局提供动车组列车用于京沪高铁公司开行担当车的使用费                 | 清算定价 | 时速 300/350 公里动车组 8.69 元/辆公里，时速 200/250 公里动车组 7.53 元/辆公里   |
| 铁运输能力保障费                      | 合资铁路公司向受托铁路局支付的保障高铁运输能力的费用                  | 清算定价 | 特一类、特二类繁忙线路起始档的清算比例为营业收入的 2%，以后每增加一档，清算比例增加 0.5 个百分点；公司属于高铁繁忙线路特一类 5 档，适用的清算比例为 4%。   |
| 商务旅客服务费                       | 支付给铁路局商务旅客服务费                               | 协商确定 |   |
| 线路使用费                         | 京沪高铁公司担当列车在车辆段等连接线处行驶时向线路所有者支付的相关费用         | 清算定价 | 根据线路等级确定不同费率，夜间车按现行标准（不含电费）40% 计算   |
| 机车牵引费                         | 沪高铁公司担当列车无动力状态时需由电力机车牵引，向提供牵引服务的牵引企业支付的相关费用 | 清算定价 |   |
| 接触网使用费                        | 京沪高铁公司担当列车在车辆段等连接线处行驶时                      | 清算定价 | 700 元/万总重吨公里（含电费），夜间车按现行标准（不含电费）  |

|           |   |      |            |
|-----------|---|------|------------|
|           | 向接触网所有者支付的相关费用                                |      | 40%计算      |
| 售票服务费     | 沪高铁公司自有 24 个车站以外的其他车站出售京沪高铁公司担当列车向京沪高铁公司收取的费用 | 清算定价 | 旅客票价收入的 1% |
| 专项清算、更新改造 | 委托设备设施大修、灾害预防、灾害复旧等服务                         | 协商确定 |            |
| 上交共同费用    | 全网铁路运输企业上交的共同费用                               | 全网统一 |            |

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

## 1.4、经营业务分析

京沪高速铁路纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，沿线经济社会发展水平较高，是我国经济发展最活跃和最具潜力的地区，也是运输最繁忙、运量增长最迅猛的交通走廊。根据国家统计局 2018 年数据，京沪高速铁路所经省（直辖市）的行政区域面积约占全国陆地总面积的 6.5%，却拥有全国 27.32% 的常住人口，并创造了全国 35.20% 的 GDP，具有独特的区位优势。2018 年，京沪高速铁路营业里程约占全国铁路总营业里程的 1%，全线发送旅客 19,197.06 万人次，占铁路行业总发送旅客人次的 5.69%；客运周转量完成 885.86 亿人公里，占铁路行业客运周转量的 6.26%。最近三年，京沪高速铁路的客运周转量占铁路行业客运周转量的比例保持相对稳定。随着京沪高速铁路沿线经济的不断增长以及人们出行需求的增加，京沪高速铁路的旅客运输量将进一步提升。

从列车列次统计数据来看，京沪高铁主线列次 2016 年-2018 年呈下降趋势，但全线列次呈上涨趋势，说明在京沪高速铁路上开行的跨线列车数量增加。跨线列车数量的增加可以给公司带来路网服务收入、线路使用费收入、接触网服务收入、车站旅客服务收入的增加。虽然京沪高铁主线列次减少，但客座率、发送人次均保持上涨趋势。

表 5：公司历史经营数据

| 项目            | 2016    |        | 2017    |        | 2018    |        | 2019 1-9 月 |        |
|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|------------|--------|
|               | 全线      | 本线     | 全线      | 本线     | 全线      | 本线     | 全线         | 本线     |
| 列车列次(列)       | 144,154 | 40,031 | 165,366 | 39,634 | 172,518 | 39,270 | 139,031    | 26,904 |
| 发送人<br>(万人次)  | 15,051  | 5,098  | 17,715  | 5,300  | 19,197  | 5,398  | 16,039     | 4,042  |
| 周转量<br>(亿人公里) | 723.41  | 318.25 | 828.49  | 342.36 | 885.86  | 344.57 | 730.22     | 258.59 |
| 客座率           | 72.50%  | 73.38% | 75.80%  | 80.18% | 78.34%  | 81.64% | 77.52%     | 79.91% |

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

根据 2015 年发布的《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，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。（之前动车组二等座上限票价率定位为 0.4833 元，一等座上限票价率定位为 0.7733 元。）

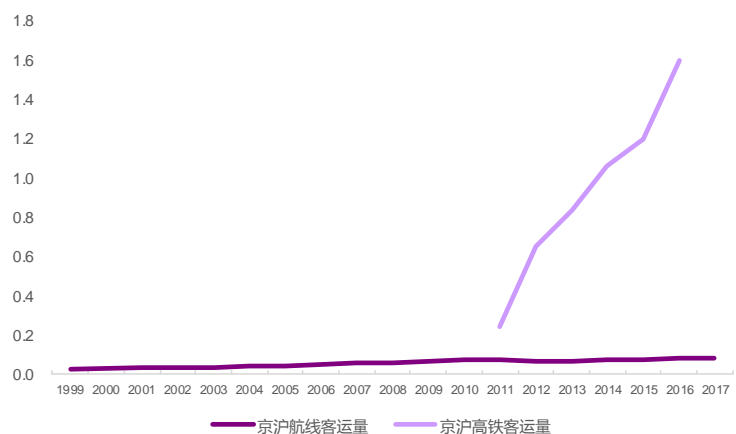
公司目前正在执行的票价根据京沪高铁公司、京福安徽公司《关于公布京沪高速铁路、合蚌高速铁路高速动车组列车试行运价的函》（京沪高速计函〔2012〕223号）确定。从实际执行情况来看，京沪高铁实际执行票价略低于之前规定的上限票价率，也低于广深港高铁的票价率。

表 6：京沪高铁与其他线路平均单位票价比较

| 线路    | 始发站   | 终点站 | 时间          | 票价（元）  |        |       | 里程 (KM) | 平均单位公里价格(元/公里) |        | 平均时速 KM/H |
|-------|-------|-----|-------------|--------|--------|-------|---------|----------------|--------|-----------|
|       |       |     |             | 商务/特等  | 一等     | 二等    |         | 一等             | 二等     |           |
| 广深城际  | 广州东   | 深圳  | 约 1 小时 20 分 | N/A    | 99.5   | 79.5  | 139     | 0.7158         | 0.5719 | 104       |
|       | 广州    | 深圳  | 约 1 小时 30 分 | N/A    | 99.5   | 79.5  | 147     | 0.6769         | 0.5408 | 98        |
| 高铁    | 上海虹桥  | 北京南 | 约 4 小时 30 分 | 1748   | 993    | 553   | 1302    | 0.7627         | 0.4247 | 292       |
| 高铁    | 上海站   | 北京南 | 约 6 小时      | 1762.5 | 939    | 558   | 1314    | 0.7146         | 0.4247 | 217       |
| 高铁    | 上海虹桥  | 南京南 | 约 1 小时 30 分 | 429.5  | 229.5  | 134.5 | 284     | 0.8081         | 0.4736 | 189       |
| 高铁    | 上海虹桥  | 杭州东 | 约 1 小时      | 219.5  | 117    | 73    | 159     | 0.7358         | 0.4591 | 159       |
| 高铁    | 广州南   | 深圳北 | 约 35 分钟     | 199.5  | 99.5   | 74.5  | 102     | 0.9755         | 0.7304 | 175       |
|       | 广州南   | 福田  | 约 40 分钟     | 215    | 108    | 82    | 111     | 0.9730         | 0.7387 | 167       |
| 高铁    | 香港西九龙 | 广州南 | 约 1 小时      | 645    | 344    | 215   | 141     | 2.4397         | 1.5248 | 141       |
|       | 香港西九龙 | 深圳北 | 约 20 分钟     | 226    | 120    | 75    | 39      | 3.0769         | 1.9231 | 59        |
| 广九直通车 | 香港红磡  | 广州东 | 约 2 小时      | 250 港元 | 210 港元 | N/A   | 183     | 0.9906         | N/A    | 92        |

资料来源：12306，光大证券研究所，港元兑人民币汇率 0.8632

图 9：京沪航线、高铁客运量比较（单位：亿人次）



资料来源：wind，光大证券研究所



## 1.5、京沪高铁公司股权结构

根据《国家发展改革委关于新建京沪高速铁路项目建议书的批复》（发改交运[2006]374号）和经国务院批准的《国家发展改革委关于审批新建京沪高速铁路可行性研究报告的请示》（发改交运[2007]1402号），2007年12月27日，原铁道部和北京市、天津市、上海市、河北省、山东省、安徽省、江苏省、南京市人民政府作为出资人，由中国铁投、京投公司、津投公司、上海中铁、河北建投、山东高速、安徽投资、江苏交通、南京铁投作为其出资人代表和平安资管、社保基金共同签署《发起人协议》，以发起设立方式设立京沪高铁公司。2008年1月9日，京沪高铁公司取得了原中华人民共和国国家工商行政管理总局核发的《企业法人营业执照》。后公司股权几经变更，加入了中银投资，最新的股权结构见下表。

表 7：京沪高铁股权结构表

| 股东名称                         | 股东简称 | 股东背景  | 股份占比   |
|------------------------------|------|-------|--------|
| 中国铁路投资有限公司                   | 中国铁投 | 国铁集团  | 49.76% |
| 平安资产管理有限责任公司<br>(京沪高铁股权投资计划) | 平安资产 |       | 11.44% |
| 全国社会保障基金理事会                  | 社保基金 | 国务院   | 7.15%  |
| 上海中铁投资有限公司                   | 上海中铁 | 上海市国资 | 5.24%  |
| 江苏省铁路集团有限公司                  | 江苏铁路 | 江苏省国资 | 4.90%  |
| 南京铁路建设投资有限责任公司               | 南京铁投 | 南京市国资 | 4.64%  |
| 山东铁路投资控股集团有限公司               | 山东铁投 | 山东省国资 | 4.33%  |
| 天津铁路建设投资控股(集团)有限公司           | 天津铁投 | 天津市国资 | 4.21%  |
| 中银集团投资有限公司                   | 中银投资 | 中国银行  | 3.73%  |
| 北京市基础设施投资有限公司                | 京投公司 | 北京市政府 | 2.02%  |
| 安徽省投资集团控股有限公司                | 安徽投资 | 安徽省国资 | 1.31%  |
| 河北建投交通投资有限责任公司               | 河北建投 | 河北省国资 | 1.26%  |

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

平安资产作为京沪高铁股权投资计划的受托人，以自身名义投资京沪高铁公司的股权，京沪高铁股权投资计划发起人、参与认购人及受益人持有的初始投资计划份额情况见下表。

表 8：京沪高铁股权投资计划初始份额持有人

| 份额持有人 | 金额(亿) | 份额占比    |
|-------|-------|---------|
| 平安资产  | 63    | 39.375% |
| 太平洋资产 | 40    | 25.000% |
| 泰康资产  | 30    | 18.750% |
| 太平资产  | 20    | 12.500% |
| 中再保险  | 3     | 1.875%  |
| 中意人寿  | 2     | 1.250%  |
| 人保财险  | 2     | 1.250%  |

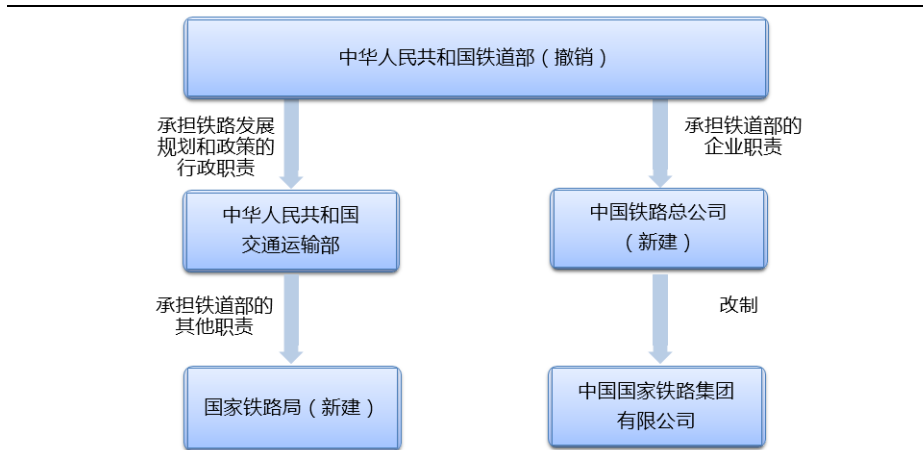
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

### 1.6、公司实控人-中国国家铁路集团有限公司

中国国家铁路集团有限公司（简称“国铁集团”）是中国铁路系统改革的产物。中国铁路系统改革始于 2013 年，按照方案，铁道部被撤销，将铁道部拟定铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部；组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担铁道部的其他行政职责；组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责。随后，分别对非运输类企业（包括中国铁路建设投资公司、中国铁道科学研究院等）、全国 18 家铁路局、中铁路本身进行公司制改革。

目前全国 18 家铁路局以及大部分非运输类企业已完成公司制改革，中国国家铁路集团有限公司已于 2019 年 6 月 18 日正式挂牌。

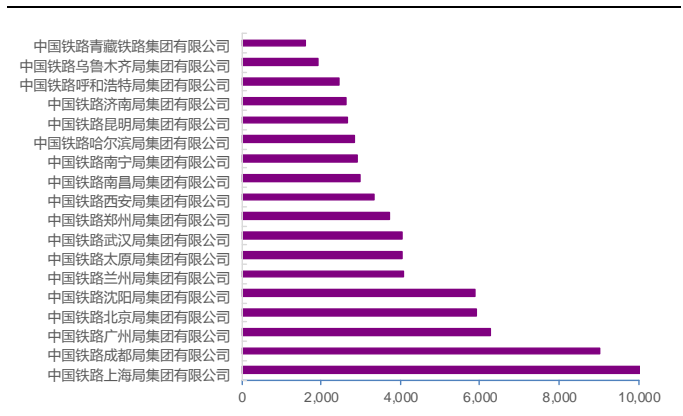
图 10：中国铁路系统改革方案示意图



资料来源：国家铁路局、中国铁路总公司，光大证券研究所

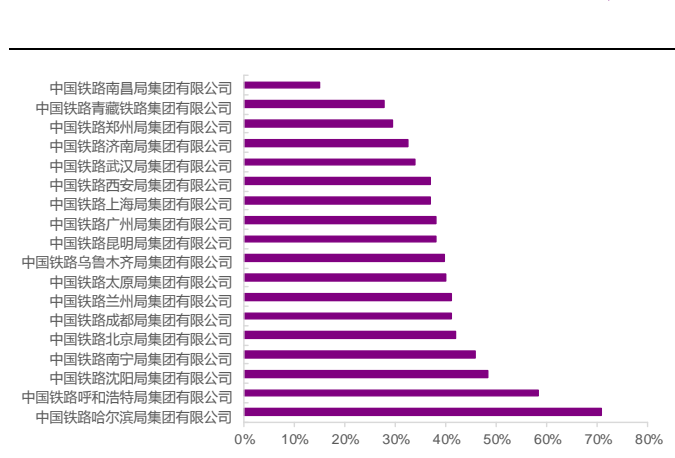
京沪高铁公司大股东中国铁路投资有限公司则由中国铁路建设投资公司改制而来，系国铁集团全资子公司。

图 11：国铁集团下属铁路局总资产（2018 年底，单位：亿元）



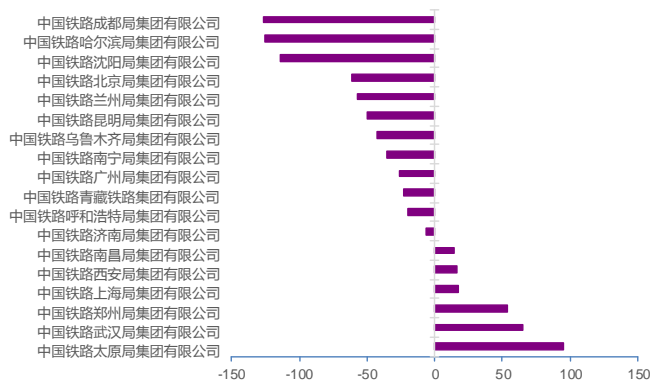
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 12：国铁集团下属铁路局资产负债率（2018 年底）



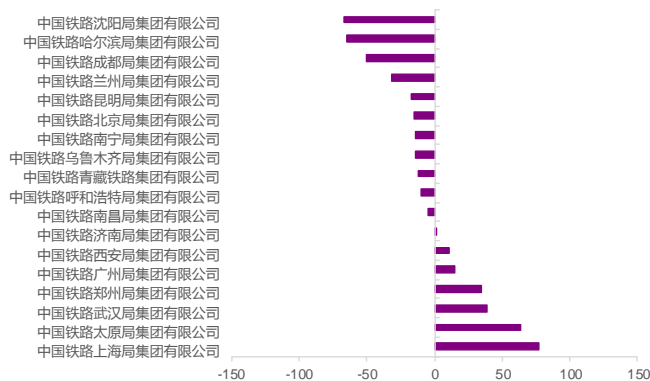
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 13: 国铁集团下属铁路局净利润 (2018 年度, 单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

图 14: 国铁集团下属铁路局净利润 (2019 年前六个月, 单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

### 1.7、拟收购公司——京福铁路客运专线安徽有限责任公司

京福铁路客运专线安徽有限责任公司 (简称“京福安徽公司”) 是合肥至蚌埠铁路客运专线 (简称“合蚌客专”)、合肥至福州铁路客运专线安徽段 (简称“合福铁路安徽段”)、商丘至合肥至杭州铁路安徽段 (简称“商合杭铁路安徽段”)、郑州至阜阳铁路安徽段 (简称“郑阜铁路安徽段”) 的投资、建设、运营主体。

京福安徽公司的运营模式与京沪高铁公司类似, 京福安徽公司本身不承担列车, 仅提供路网服务, 其他铁路运输企业担当的列车在京福安徽公司运营的高铁线路上运行时, 向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用。京福安徽公司通过委托运输管理模式, 委托铁路沿线的上海局集团、南昌局集团对其已开通运营的合蚌客专、合福铁路安徽段进行运输管理, 而商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段还在生产建设中, 预计今明两年可以建成投产。

图 15：京福安徽公司管辖线路图



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

### 1、合蚌客专

合蚌客专位于安徽省中部，北起蚌埠市与京沪高铁在蚌埠南站接轨，南至合肥枢纽；沿途设蚌埠站（非自有车站）、蚌埠南站（非自有车站）、淮南东站、水家湖站、合肥北城站、合肥站（非自有车站）共6个车站，营业里程约132公里，设计时速350公里/小时，于2012年10月16日正式开通运营。合蚌客专与合宁、合武铁路相连接，是京沪通道与沿江通道间快速连接线。

### 2、合福铁路安徽段

合福铁路安徽段线路自安徽省合肥北城引出至合肥南站，经巢湖、无为、铜陵、南陵、泾县、旌德、绩溪、歙县、黄山进入江西省境内；沿途设合肥西站（非自有车站）、合肥南站（非自有车站）、长临河站、巢湖东站、无为站、铜陵北站、南陵站、泾县站、旌德站、绩溪北站、歙县北站、黄山北站等12个车站，营业里程约388.6公里，设计时速350公里/小时，于2015年6月28日正式开通运营。合福铁路安徽段向北通过合蚌客专与京沪高铁连接，是京港（台）通道的重要组成部分。

### 3、商合杭铁路安徽段

商合杭铁路安徽段线路经安徽亳州、阜阳、淮南、合肥、芜湖、宣城，下行接浙江湖州，终至杭州；沿途设芦庙站、亳州南站、古城东站、太和东站、阜阳西站、颍上北站、凤台南站、寿县站、淮南南站、水家湖站、合肥北城站、合肥西站（非自有车站）、合肥站（非自有车站）、肥东站（非自有车站）、巢湖北站、巢湖东站、含山西站、芜湖北站、芜湖站（非自有车站）、弋江站（非自有车站）、湾沚南站（非自有车站）、宣城站（非自有

车站)、郎溪站、广德南站等 24 个车站,营业里程约 592 公里,设计时速 350 公里/小时,工程于 2015 年 11 月 30 日开工,计划 2020 年 10 月建成投产。商合杭高速铁路是我国客运专线网的重要干线和华东地区南北向的第二大客运通道,与沪昆通道相连接,沿线城市密集、人口众多,是有效联系中原、江淮与长三角重要的交通干线。

#### 4、郑阜铁路安徽段

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

**表 9: 京福安徽公司主要财务数据 1 (单位: 万元)**

|       | 2018          | 2019 1-9 月    |
|-------|---------------|---------------|
| 资产总计  | 11,683,874.98 | 12,837,340.52 |
| 负债总计  | 4,956,810.79  | 5,802,329.68  |
| 资产负债率 | 42.42%        | 45.20%        |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

**表 10: 京福安徽公司主要财务数据 2 (单位: 万元)**

|      | 2018         | 2019 1-9 月   |
|------|--------------|--------------|
| 固定资产 | 4,537,373.12 | 4,465,193.54 |
| 在建工程 | 5,150,823.86 | 6,193,562.31 |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

**表 11: 京福安徽公司主要财务数据 3 (单位: 万元)**

|      | 2018        | 2019 1-9 月 |
|------|-------------|------------|
| 营业收入 | 176,578.63  | 137,986.96 |
| 营业利润 | -120,128.10 | -88,529.34 |
| 净利润  | -120,006.16 | -88,437.87 |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

**表 12: 京福安徽公司主要财务数据 4**

|       | 2018   | 2019 1-9 月 |
|-------|--------|------------|
| 毛利率   | -5.61% | -4.02%     |
| 管理费用率 | 1.27%  | 1.55%      |
| 财务费用率 | 60.85% | 58.40%     |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

京福安徽公司估值约 772 亿,京沪高铁计划收购其 65.08%股权,其中包括上海局集团所有的股权(54.08%)以及部分铁路发展基金的股权(11.00%)。

**表 13: 京福安徽公司股权机构**

| 股东             | 股权占比     |
|----------------|----------|
| 中国铁路上海局集团有限公司  | 54.0769% |
| 中国铁路发展基金股份有限公司 | 23.6836% |
| 安徽省投资集团控股有限公司  | 22.2395% |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

**表 14: 京沪高铁公司收购完成后股权结构**

| 股东             | 股权占比     |
|----------------|----------|
| 京沪高速铁路股份有限公司   | 65.0759% |
| 中国铁路发展基金股份有限公司 | 12.6846% |
| 安徽省投资集团控股有限公司  | 22.2395% |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

**表 15: 铁路公司财务横向比较 (单位: 亿元)**

|       | 国铁集团 (铁总) | 京沪高铁   | 广深铁路   | 广深港高铁  | 京福安徽    |
|-------|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 总资产   | 80023     | 1757   | 354    | 274    | 1168    |
| 固定资产  | 64084     | 1328   | 242    |        | 454     |
| 在建工程  | 12210     | 1      | 18     |        | 515     |
| 总负债   | 52133     | 275    | 66     | 145    | 496     |
| 长期负债  | 45154     | 217    | 0      |        | 366     |
| 资产负债率 | 65.15%    | 15.67% | 18.60% | 47.08% | 57.58%  |
| 所有者权益 | 27889     | 1482   | 288    | 129    | 673     |
| 未分配利润 | -1048     | 145    | 70     |        | -57     |
| 总收入   | 10955     | 312    | 198    |        | 18      |
| 主营成本  | 8557      | 163    | 183    |        | 19      |
| 毛利率   | 21.89%    | 47.69% | 7.60%  |        | -5.61%  |
| 销售费用率 |           | 0.00%  | 0.00%  |        | 0.00%   |
| 管理费用率 |           | 0.22%  | 1.49%  |        | 1.27%   |
| 研发费用率 |           | 0.03%  | 0.00%  |        | 0.00%   |
| 财务费用率 |           | 3.75%  | -0.14% |        | 60.85%  |
| 净利润   | 20        | 102    | 8      | 6      | -12     |
| 净利润率  | 0.19%     | 32.89% | 3.93%  |        | -67.96% |

资料来源: 国铁集团, 京沪高铁招股说明书, 广深铁路上市公司公告

## 1.8、附录

**表 16: 京沪高铁公司主要财务数据 1 (单位: 万元)**

|       | 2016         | 2017         | 2018         | 2019 1-9 月   |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入  | 2,625,761.72 | 2,955,540.94 | 3,115,842.16 | 2,500,191.65 |
| 营业利润  | 902,438.87   | 1,207,132.85 | 1,366,316.38 | 1,269,354.33 |
| 净利润   | 790,318.80   | 905,344.22   | 1,024,797.46 | 951,996.50   |
| 归母净利润 | 790,318.80   | 905,344.22   | 1,024,797.46 | 951,996.50   |
| 净利润率  | 30.10%       | 30.63%       | 32.89%       | 38.08%       |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

表 17: 京沪高铁公司主要财务数据 2 (单位: 万元)

|        | 2016          | 2017          | 2018          | 2019 1-9 月    |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 资产总额   | 18,014,034.44 | 17,772,713.46 | 17,570,975.17 | 18,707,965.86 |
| 负债总额   | 4,057,775.32  | 3,334,462.39  | 2,753,653.12  | 2,734,581.99  |
| 股东权益总额 | 13,956,259.11 | 14,438,251.08 | 14,817,322.05 | 15,973,383.88 |
| 负债率    | 22.53%        | 18.76%        | 15.67%        | 14.62%        |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

表 18: 京沪高铁公司主要财务数据 3 (单位: 万元)

|               | 2016          | 2017         | 2018          | 2019 1-9 月    |
|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1,438,476.48  | 1,488,888.78 | 1,376,533.39  | 1,333,285.70  |
| 资活动产生的现金流量净额  | -23,437.86    | -57,733.75   | -52,716.74    | -1,101.59     |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1,626,153.98 | -934,958.33  | -1,261,943.40 | -1,290,642.77 |
| 金及现金等价物净增加额   | -211,115.35   | 496,196.70   | 61,873.24     | 41,541.33     |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

表 19: 京沪高铁公司主要财务数据 4 (单位: 万元)

|       | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 1-9 月 |
|-------|-------|-------|-------|------------|
| 管理费用率 | 0.26% | 0.21% | 0.22% | 0.22%      |
| 研发费用率 | 0.03% | 0.02% | 0.03% | 0.05%      |
| 财务费用率 | 7.11% | 4.13% | 3.75% | 1.73%      |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

表 20: 京沪高铁公司主要财务数据 5 (单位: 万元)

|      | 2016       | 2017       | 2018       | 2019 1-9 月 |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 利息费用 | 192,428.21 | 142,363.00 | 126,260.15 | 84,545.11  |
| 利息收入 | 7,238.69   | 21,645.58  | 9,476.96   | 41,259.53  |
| 汇兑损失 | 29.23      |            |            |            |
| 其他   | 1,438.89   | 1,364.40   | 2.98       | 2.92       |
| 财务费用 | 186,657.65 | 122,081.82 | 116,786.17 | 43,288.50  |

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

## 1.9、重点行业新闻回顾

### 狮航空难调查最终版报告发布: 制造商和航企都要为 189 人的生命负责

印尼狮航空难最终报告发布, 波音 MCAS 系统、狮航对飞机的检修维护工作和飞行员应对能力都是造成狮航空难的原因。报告要点如下:

- MCAS(机动特性增强)系统的设计和认证没有充分考虑飞机失控的可能性。
- 波音公司改变了最初的 MCAS 系统设计,
- 波音公司未能检测到导致 737MAX 不能正常工作的警告灯的软件错误, 以及未能向飞行员提供有关 MCAS 系统的任何信息。
- 失事飞机由佛罗里达州一家公司提供的二手传感器出现了故障
- 狮航空难航班上的两名飞行员应变能力不足,

报告对波音的建议如下:

- a.重新设计 MCAS 系统，并引入防错设计
- b.有关 MCAS 系统的信息，应包括在飞行员手册和培训中
- c.未来将对任何能够从飞行员手中接管主要飞行控制行动的系统进行更严密的审查
- d.设计上要考虑所有可能的驾驶舱警报和指示对飞行员识别和反应的影响
- e.波音在设计时应当考虑到不同飞行员的能力，可以让各种各样的飞行员进行操作。

几个月来，波音在稳步推进着 737MAX 的安全复飞，并已经取得了显著进展。其中，波音公司继续与美国联邦航空局及全球其他国家和地区的监管机构开展合作，安排 737MAX 软件升级及相关培训更新的认证工作，同时，还在治理和运营方面做出改变以进一步聚焦重点。

(新闻来源：民航资源网)

### 10 月 27 日起，我国民航执行新冬春航季

10 月 27 日起，民航执行新冬春航季(2019 年 10 月 27 日至 2020 年 3 月 28 日)，9 月 25 日投运的大兴机场将迎来航空公司的批量进驻，27 日将共有 9 家航空公司部分航班由首都机场转场至大兴机场运营。随后，其他航空公司也将陆续进驻大兴机场，新航季期间新机场运营的航空公司将达 15 家，其中国内航空公司 7 家、国外航空公司 8 家。预计日均航班量将达到 280 班左右。

其中，仅在大兴机场运营的航空公司有 10 家，包括中联航、首都航空、河北航空和吉祥航空 4 家国内航空公司；以及英航、马来西亚航空、文莱皇家航空、摩洛哥皇家航空、艾菲航空和喜马拉雅航空 6 家国外航空公司。此外，还需注意的是，有 5 家航空公司将同时在大兴机场和首都机场两场运营，分别为南航、东航、国航、波兰航空和芬兰航空。

(新闻来源：民航资源网)

### 财政部联合税务总局发布《关于民用航空发动机、新支线飞机和大型客机税收政策的公告》

财政部联合税务总局发布《关于民用航空发动机、新支线飞机和大型客机税收政策的公告》(以下简称《公告》)，《公告》称，自 2019 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日止，对纳税人从事大型客机研制项目而形成的增值税期末留抵税额予以退还；对上述纳税人及其全资子公司自用的科研、生产、办公房产及土地，免征房产税、城镇土地使用税。

(新闻来源：财政部)

### 巴西将对中国游客免签

正在中国访问的巴西总统博索纳罗周四宣布，将取消中国和印度两国游客和商务人员入境巴西的签证要求。他 25 日在同中国领导人会谈时也表示，欢迎更多中国游客赴巴西旅游并给予免签待遇

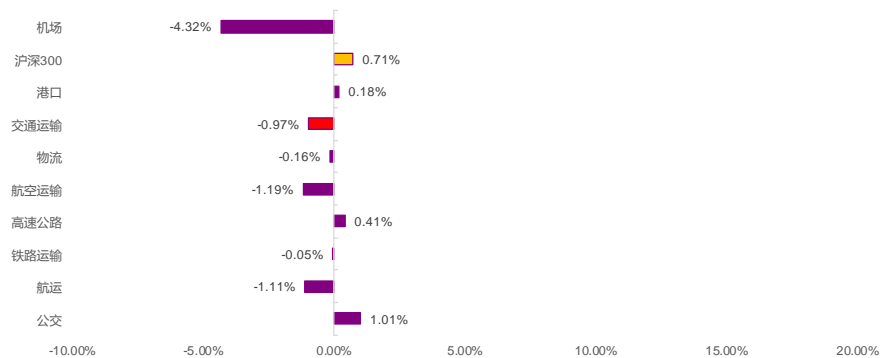
(新闻来源：腾讯新闻)



## 2、行情回顾

2019 年第四十三周，交通运输行业指数下跌 0.97%。沪深 300 指数上涨 0.71%，跑赢交通运输行业指数低 1.68 个百分点。分子行业看，所有子行业中仅公交、公路、港口实现上涨，涨幅分别为 1.01%、0.41%、0.18%。

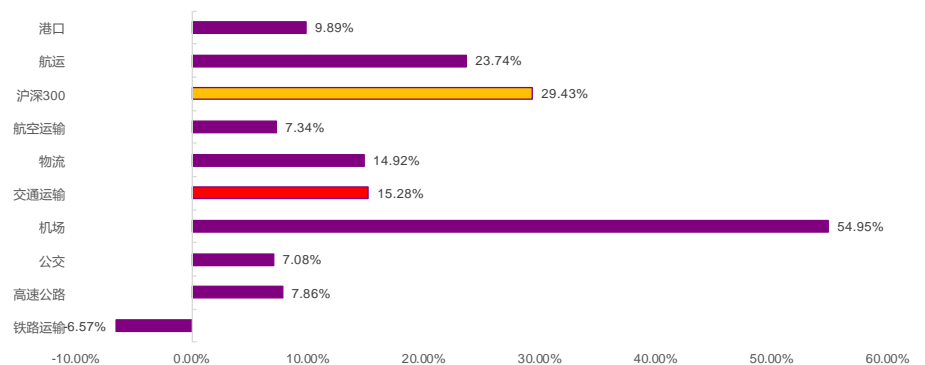
图 16：交运子行业周度涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019 年前四十三周，交运板块上涨 15.28%，涨幅低于沪深 300 指数 14.15 个百分点。除铁路运输外，其他子板块均继续保持正收益，其中机场、航运和物流三大板块表现最为优秀，年初至今分别上涨 54.95%、23.74%和 14.92%。

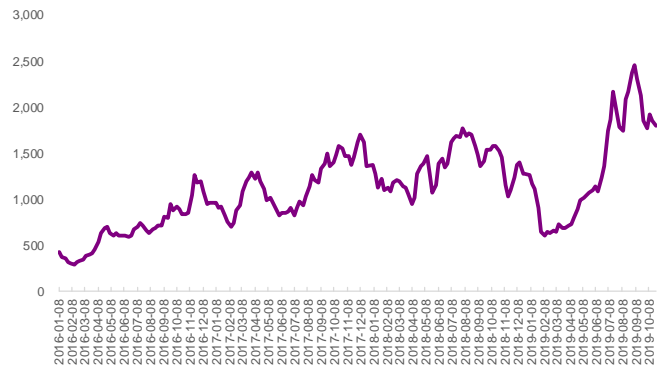
图 17：交运子行业 2019 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

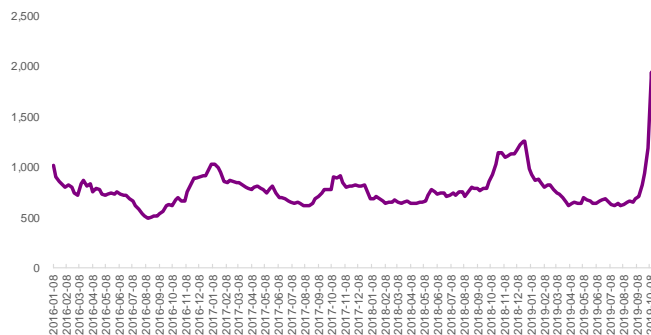
### 3、航运周度数据跟踪

图 18: 波罗的海干散货指数报收于 1801, 周跌幅 2.91% (数据截止 2019/10/25)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 波罗的海原油油轮运价指数报收于 1185, 周跌幅 17.25% (数据截止 2019/10/25)



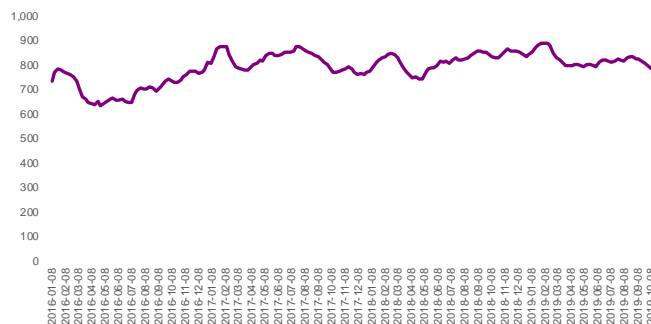
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 中国沿海干散货运价指数报收于 1151.51, 周涨幅 2.01% (数据截止 2019/10/25)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 中国沿海集装箱运价指数报收于 777.36, 周跌幅 0.06% (数据截止 2019/10/25)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 4、投资建议

京沪高铁发布 A 股招股说明书, 铁路系统资产证券化提速; 我国民航进入 19 年冬春航季, 航班时刻增速放缓, 预计未来供需结构继续延续弱平衡态势, 我们维持行业“增持”评级, 推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空, 建议关注广深铁路。

### 5、风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降; 中美贸易摩擦持续发酵, 人民币汇率出现巨幅波动; 原油价格大幅上涨。

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明  |
|-----|---|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;                          |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;                  |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;                          |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |