

交通运输

京沪高铁系列二：最赚钱的高铁来了

京沪高铁贯穿东部经济发达地区的黄金通道，区位优势保障客运需求。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。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27.32%，GDP总和占全国的35.2%，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，成长性强。2018年公司营业收入311.58亿元，同比增长5.42%，归母净利润102.48亿元，同比增长13.19%。2019年11月14日，京沪高速铁路股份有限公司上会并正式通过发审委审核，23天过会，创下IPO过会纪录。

营业成本多为“固定成本”，利润弹性较大。京沪高铁主要成本包括动车使用费、委托运输管理费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费，这五项占比97%。运营成本大多是与列车运行的次数有关系，与旅客运输量关系不大，反映出成本增长幅度慢于收入增长幅度，京沪高铁2018年营业成本为162.99亿元，同比增长2.28%，占收入比重持续下降，利润弹性较大。根据敏感性测算，如果本线客座率增加到83%，净利润相对增长31.67%；若将8.16节编组全部替换为17节编组复兴号，可用座公里增加约12.66%，净利润相对增长54.37%；若平均单位里程票价上调15%，净利润相对增长58.17%。

铁总获得提价权，未来存提价空间。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，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。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。

募投项目收购京福安徽公司。京沪高铁本次公开发行股票不超过755,662.14万股，占发行后总股本的比例不超过15%，所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司65.0759%股权，收购对价为500.00亿元，收购完成后京沪高铁将成为京福安徽公司控股股东。京福安徽公司目前处于亏损阶段，处于市场培育期，随着高铁沿线城镇化进程加快，城市群区域联系更加紧密，人力资源流动将逐渐加快，沿线客流密度将逐步提高，京福安徽公司的经济效益预计能够得到有效改善。

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

- 《交通运输：京沪高铁过会，“双11”快递量再创新高》2019-11-17
- 《交通运输：人民币升值提振航空板块，“双11”高峰期即将到来》2019-11-10
- 《交通运输：季报总结：航空业绩大幅改善，快递维持高景气》2019-11-03



内容目录

一、京沪高铁：连接南北的黄金通道，收入来源客运+路网服务.....	4
1.1 连接南北的黄金通道.....	4
1.2 营运模式：资产运营与铁路调度分离.....	5
1.3 旅客运输收入为主，路网服务收入为重要来源.....	6
1.4 委托运输管理费占比大，营业成本变动小.....	8
二、需求及运力上升空间大，预期盈利持续提升.....	9
2.1 途径沿海发达地区，区位优势保障客运需求.....	9
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.....	12
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、运力、票价成为利润上升主要推力.....	16
三、募投项目：收购京福安徽公司.....	18
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 京沪高铁铁路线路示意图.....	4
图表 2: 京沪高铁发行前和发行后股本结构.....	5
图表 3: 委托运营模式收入费用简介.....	6
图表 4: 京沪高铁 2016-2019Q3 营业收入及增速.....	6
图表 5: 京沪高铁 2016-2019Q3 归母净利润及增速.....	6
图表 6: 京沪高铁 2016-2019Q3 毛利率与净利润率.....	7
图表 7: 京沪高铁 2016-2019Q3 四费水平.....	7
图表 8: 京沪高铁分业务收入（亿元）.....	7
图表 9: 京沪高铁分业务收入占比.....	7
图表 10: 京沪高铁旅客运输收入拆分.....	8
图表 11: 京沪高铁提供路网服务收入拆分.....	8
图表 12: 京沪高铁提供的主要路网服务价格情况.....	8
图表 13: 京沪高铁营业成本及增速（亿元）.....	9
图表 14: 京沪高铁营业成本率.....	9
图表 15: 2018 年京沪高铁营业成本构成（亿元）.....	9
图表 16: 2019Q3 营业成本构成（亿元）.....	9
图表 17: 京沪高铁列车列次（列）.....	10
图表 18: 京沪高铁发送人（万人次）.....	10
图表 19: 京沪高铁周转量（亿人公里）.....	10
图表 20: 京沪高铁客座率.....	10
图表 21: 京沪高铁沿线途径城市人口及 GDP（2018 年）.....	11
图表 22: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25%.....	11
图表 23: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30%.....	11
图表 24: 京沪高铁途径七省市总 GDP 增长速度较快.....	12
图表 25: 京沪高铁途径省市大多人均 GDP 高于全国，且增长速度更快.....	12
图表 26: 自 2018 年 6 月以来，京沪航线已经经历两次价格调整.....	12

图表 27: 京沪高铁票价优势带来替代效应.....	13
图表 28: 上海-苏州铁路运输及公路运输时间及票价对比.....	13
图表 29: 京沪高铁各站点间二等座票价(元).....	13
图表 30: 京沪高铁各站点间二等座单位里程票价(元/公里).....	14
图表 31: 我国部分设计时速 350km 铁路线路定价(2018 年).....	14
图表 32: 京沪高铁运力估测.....	15
图表 33: 复兴号列车提速及扩容情况.....	15
图表 34: 京沪高铁主要运营动车型号.....	16
图表 35: 敏感性测算假设.....	16
图表 36: 京沪高铁盈利弹性测算模型.....	16
图表 37: 根据客座率测算的京沪高铁利润弹性.....	17
图表 38: 根据运力测算的京沪高铁利润弹性.....	17
图表 39: 根据运力测算的京沪高铁利润弹性.....	18
图表 40: 部分高铁价格调整.....	18
图表 41: 京福安徽公司收购前后股权变化.....	19
图表 42: 京福安徽公司管辖线路示意图.....	19
图表 43: 京福安徽公司管辖线路情况.....	20
图表 44: 京福安徽公司财务情况(万元).....	20

一、京沪高铁：连接南北的黄金通道，收入来源客运+路网服务

1.1 连接南北的黄金通道

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。京沪高速铁路采用世界一流的高铁技术建设,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,运输能力年单向输送旅客8000余万人。

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。

图表 1: 京沪高铁铁路线路示意图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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 428.21 亿元。

公司发行前**第一大股东为中国铁路建设投资公司**，持股 **49.76%**，实际控制人为中国铁路总公司，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、上海申铁投资有限公司等。

图表 2: 京沪高铁发行前和发行后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数 (股)	出资比例	股份数 (股)	出资比例
中国铁投	21,306,477,996	49.76%	21,306,477,996	42.29%
平安资管	4,899,560,495	11.44%	4,899,560,495	9.73%
社保基金	3,062,225,309	7.15%	3,062,225,309	6.08%
上海申铁	2,245,670,345	5.24%	2,245,670,345	4.46%
江苏铁路	2,096,247,193	4.90%	2,096,247,193	4.16%
南京铁投	1,986,783,356	4.64%	1,986,783,356	3.94%
山东铁投	1,853,048,658	4.33%	1,853,048,658	3.68%
天津铁投	1,803,024,054	4.21%	1,803,024,054	3.58%
中银投资	1,597,682,770	3.73%	1,597,682,770	3.17%
京投公司	866,760,547	2.02%	866,760,547	1.72%
安徽投资	562,353,333	1.31%	562,353,333	1.12%
河北建设	541,020,555	1.26%	541,020,555	1.07%
公共投资者	-	-	7,556,621,402	15.00%
合计	42,820,854,611	100%	50,377,476,013	100%

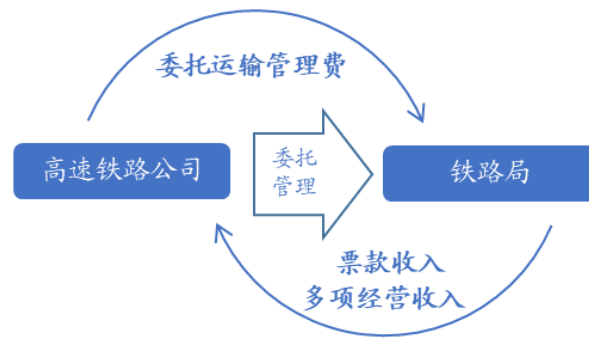
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

京沪高铁 IPO 顺利过会。2019 年 11 月 14 日，京沪高速铁路股份有限公司上会并正式通过发审委审核，23 天过会，创下 IPO 过会纪录。

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。公司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，将牵引供电和电力设施维护委托中铁电气化局集团进行管理。

图表 3: 委托运营模式收入费用简介



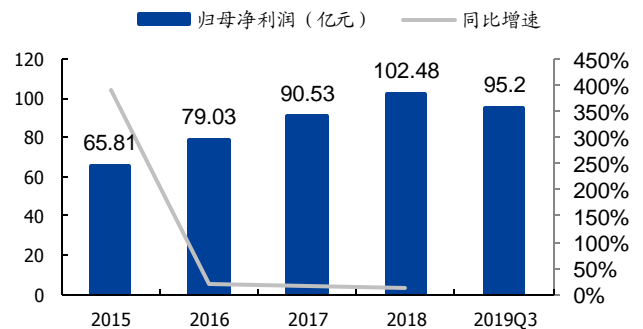
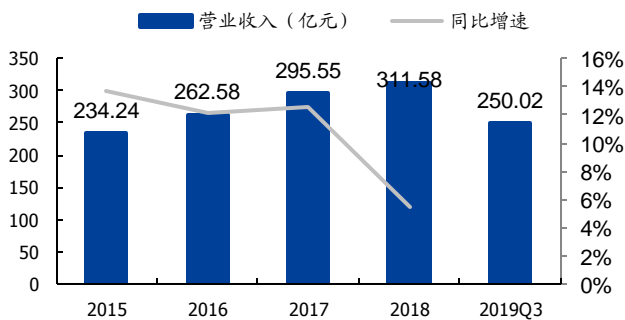
资料来源:《基于财务清算模式的我国高速铁路公司财务收支分析》, 国盛证券研究所

1.3 旅客运输收入为主, 路网服务收入为重要来源

2015年京沪高铁扭亏为盈, 营收及利润保持快速增长。2015-2019Q3京沪高铁营业收入分别为234.24亿元、262.58亿元、295.55亿元、311.58亿元、250.02亿元, 2015-2018年复合增长率达9.98%。2015年京沪高铁开始扭亏为盈, 当年净利润为65.81亿元, 2018年京沪高铁归母净利润为102.48亿元, 复合增长率达15.91%。

图表 4: 京沪高铁 2016-2019Q3 营业收入及增速

图表 5: 京沪高铁 2016-2019Q3 归母净利润及增速

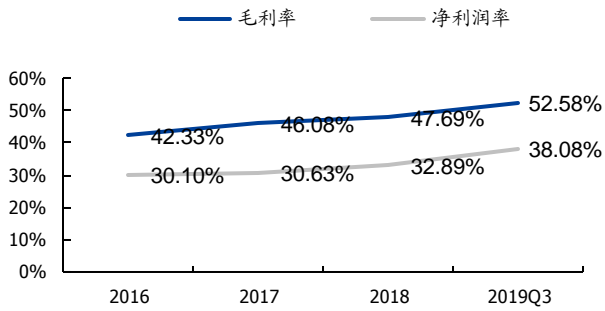


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

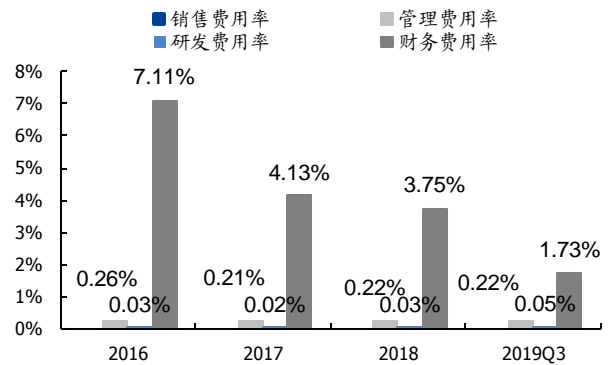
公司营业成本多为“固定成本”变动相对于收入缓慢, 由此带动毛利率持续提升, 由2014年42.33%提升至2019年三季度52.58%, 归母净利率亦逐年提升, 由2014年30.1%提升至2019年三季度38.08%。公司期间费用率逐年下降, 销售费用为0, 管理费用和研发费用相对稳定, 随着公司盈利能力提升, 负债降低, 财务费用逐年下降。

图表 6: 京沪高铁 2016-2019Q3 毛利率与净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 京沪高铁 2016-2019Q3 四费率



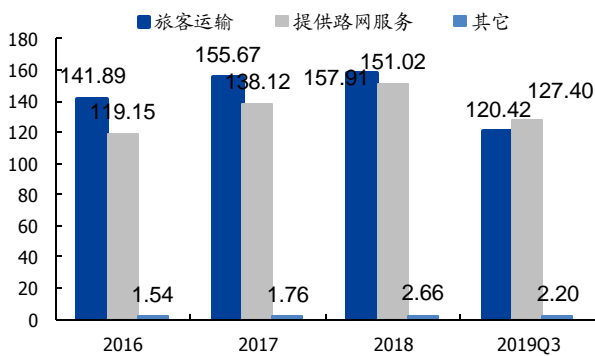
资料来源: wind, 国盛证券研究所

京沪高铁主要收入来源为客运业务及线路使用费收入。2018 年京沪高铁客运业务收入 157.91 亿元，提供路网服务收入 151.02 亿元，其他收入为 2.66 亿元。

旅客运输收入即公司运营的客运列车的票价收入。为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款，主要收入包括旅客票价收入、客运其他收入、列车车补收入、客票发展金等。

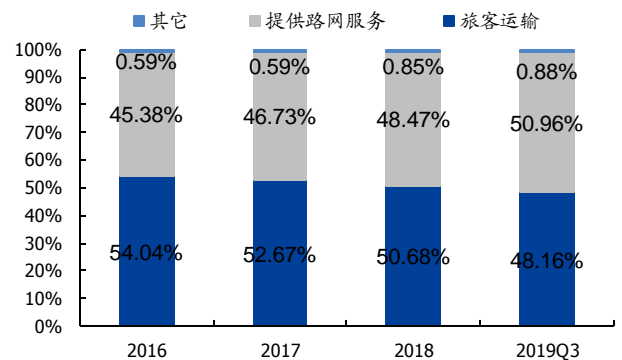
路网清算服务收入为其他铁路单位使用高速铁路线路及接触网支付的使用费。提供路网服务收入与在京沪高速铁路上运行的跨线列车数量直接相关，主要收入包括线路使用服务收入、接触网使用服务收入、车站旅客服务收入、售票服务收入、车站上水服务收入。

图表 8: 京沪高铁分业务收入 (亿元)



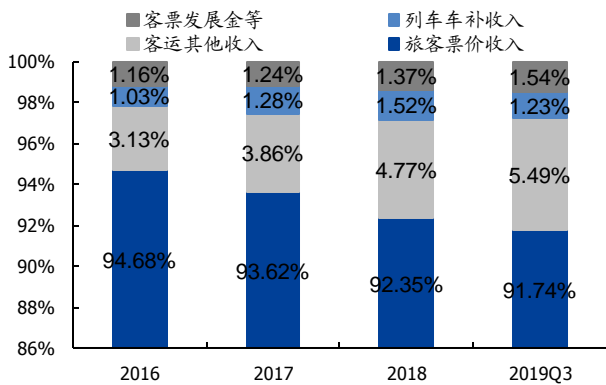
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: 京沪高铁分业务收入占比



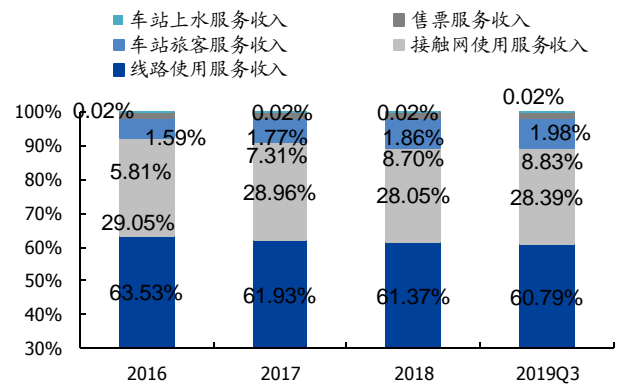
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 京沪高铁旅客运输收入拆分



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 11: 京沪高铁提供路网服务收入拆分



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 12: 京沪高铁提供的主要路网服务价格情况

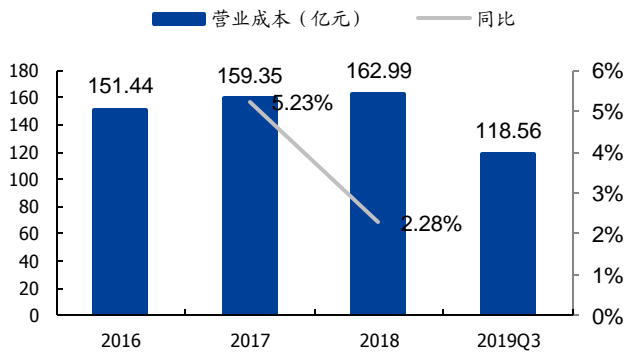
项目	清算单价
线路使用服务	北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档, 单组动车组为 101.7 元/列车公里, 重联动车组为 152.7 元/列车公里; 徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档, 单组动车组为 105.5 元/列车公里, 重联动车组为 158.4 元/列车公里; 其余线路段为特一类繁忙线路, 单组动车组为 94.2 元/列车公里, 重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40% 计算
接触网使用服务	700 元/万总重吨公里 (含电费), 夜间车按现行标准 (不含电费) 40% 计算
车站旅客服务	北京南站和南京南站为繁忙车站第一档, 高速动车组的清算标准为 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	旅客票价收入的 1%
车站上水服务	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, 国盛证券研究所

1.4 委托运输管理费占比大, 营业成本变动小

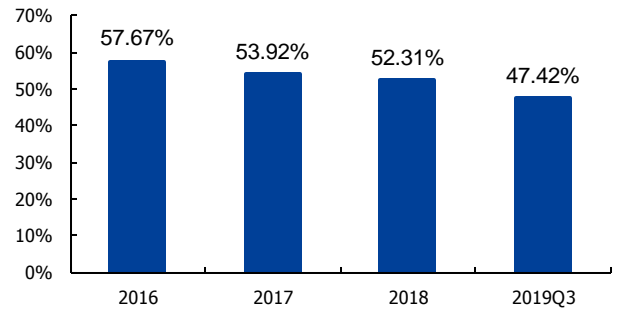
京沪高铁主营业务成本包括委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费、维管费、商务旅客服务费、路网服务费用、其他等, 其中动车使用费、委托运输管理费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费占比 97%, 成本大多是按照列车车次结算, 成本增长幅度慢于收入增长幅度。京沪高铁 2018 年营业成本为 162.99 亿元, 同比增长 2.28%, 小于营收增长幅度, 占收入比重持续下降。

图表 13: 京沪高铁营业成本及增速 (亿元)



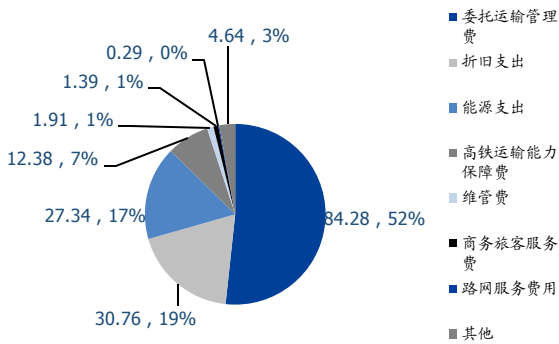
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 京沪高铁营业成本率



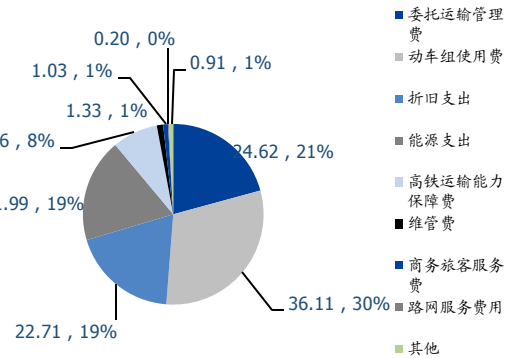
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2018 年京沪高铁营业成本构成 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 2019Q3 营业成本构成 (亿元)



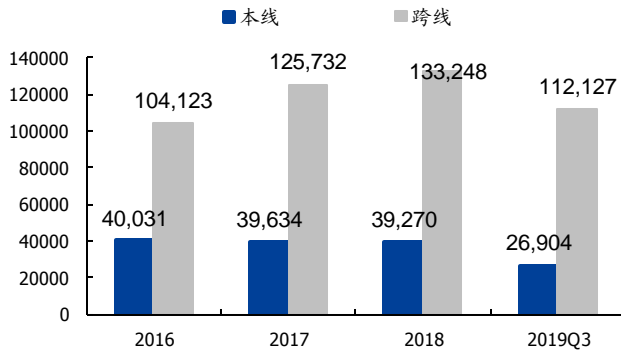
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 2016 年至 2018 年, 动车组使用费包含在委托运输管理费中; 自 2019 年起, 动车组使用费单独核算, 不再包含在委托运输管理费中。

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

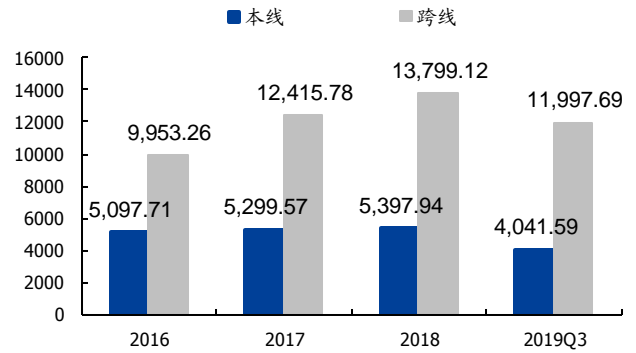
京沪线为全国重要铁路干线, 客流占全国比例较高。大客流及高增长保障运营收入, 京沪高铁全线客运量在全国高铁总客运量占比一直稳定在 8% 以上, 2018 年达 9.34%。自 2011 年京沪高铁建成通车以来, 京沪高铁年客运量从 2400 万人次提升至 1.9 亿人次。日均客流量由 2011 年的 13.4 万人增长到 2018 年的 52.59 万人, 年均复合增长率 21.57%。

图表 17: 京沪高铁列车车次 (列)



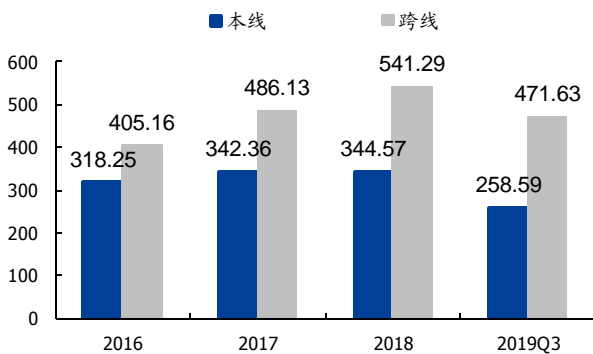
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 18: 京沪高铁发送人 (万人次)



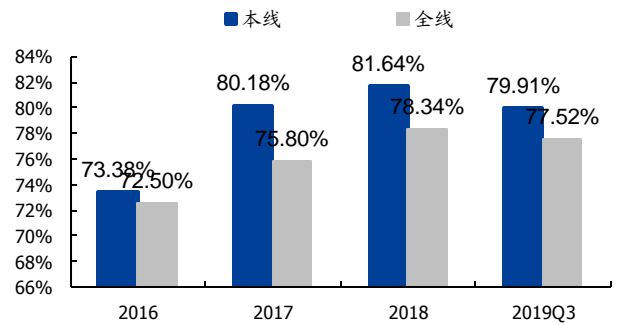
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 京沪高铁周转量 (亿人公里)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 20: 京沪高铁客座率



资料来源: 招股说明书, 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, 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, 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%, 拥有全国 27.32% 的常住人口, 并创造了全国 35.20% 的 GDP。京沪高铁区位优势显著, 为客运需求提供很大增长空间。

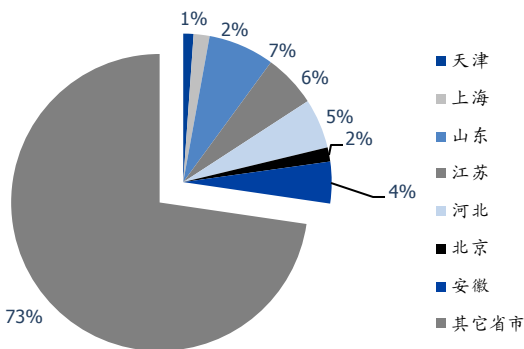
图表 21: 京沪高铁沿线途径城市人口及 GDP (2018年)

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

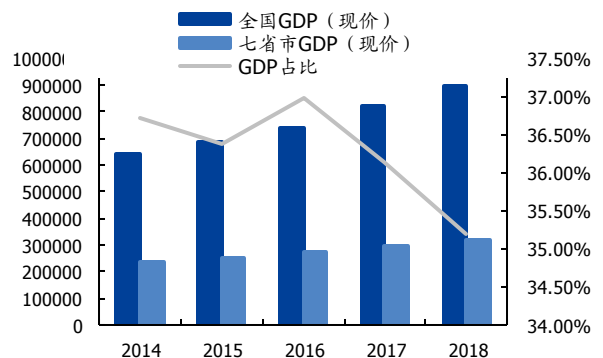
京沪高铁辐射地区经济增长良好稳定, 保障客运需求可持续增长。2014 年, 京沪高铁通过的七个省市 GDP 总额为 23.54 万亿元, 2018 年上升至 31.69 万亿元。年均复合增长率达 7.71%。京沪高铁通过的七个省市中, 有五个省市的人均 GDP 高于全国人均。其中上海、北京、江苏的人均 GDP 超过 11 万元。

图表 22: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25%



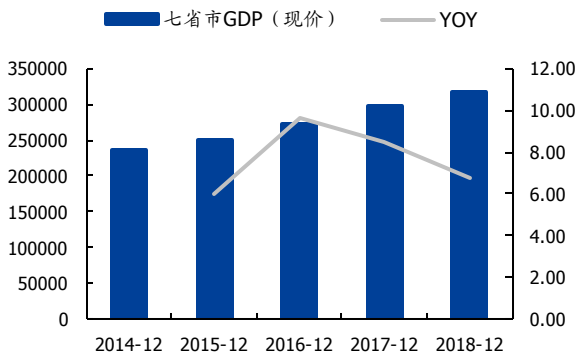
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 23: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30%



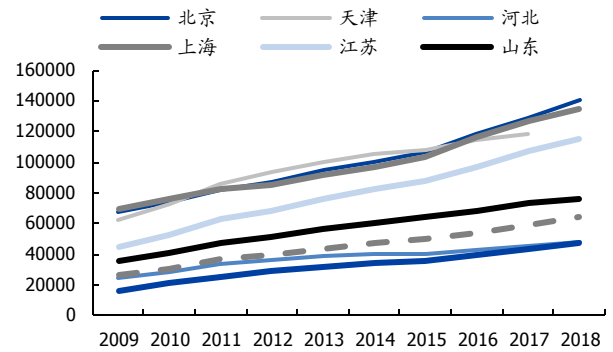
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 24: 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 25: 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, 2016-2019Q3 本线客座率分别为 73.38%、80.18%、81.64%、79.91%, 全线客座率分别为 72.50%、75.80%、78.34%、77.52%。尽管京沪高铁运力持续上升, 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。

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 26: 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 27: 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 28: 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 29: 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 30: 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 31: 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

全国铁路 10 月 11 日实施新的列车运行图, 京沪高铁本线车每日运力约 1.19 亿人公里, 京沪高铁共经过 23 个车站, 我们统计京沪高铁线路上各始发站日平均数据, 乘以各车型的载客量以及各区间的运行距离, 估算得出京沪高铁运力。

图表 32: 京沪高铁运力估测

始发站	里程数 (KM)	座位数 (个)	可用座公里
北京南站到上海虹桥站	1318	42384	20,389,670,880
上海虹桥站到北京南站	1318	42425	20,409,394,750
北京南站到天津西	112	2062	84,294,560
天津西到北京南	112	3501	143,120,880
北京南站到沧州西	210	1005	77,033,250
沧州西到北京南	210	1005	77,033,250
北京南到德州东	314	1015	116,329,150
德州东到北京南	314	1015	116,329,150
北京南到济南西	406	3810	564,603,900
济南西到北京南	406	1015	150,412,850
北京南到徐州东	692	1005	253,842,900
徐州东到北京南	692	1005	253,842,900
北京南到南京南	1023	1193	445,460,235
南京南到北京南	1023	1193	445,460,235

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,有G17、G22这两个班次。

图表 33: 复兴号列车提速及扩容情况

日期	扩容及提速概况
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
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”
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
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

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。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 420km，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 34: 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	576 人	1193 人	1283 人
型号	CR400AF	CR400AF-A	CR400AF-B
	CR400BF	CR400BF-A	CR400BF-B

资料来源: 高铁管家, 国盛证券研究所

2.5 敏感性测算: 客座率、运力、票价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 0.47 元/人公里。我们根据如下假设进行分析。

图表 35: 敏感性测算假设

营业收入 = 旅客运输收入 (本线车收入) + 提供路网服务收入 (跨线车收入)

旅客服务收入 = 人均乘坐里程 * 年客运量 * 加权单位里程票价

提供路网服务收入 = 人均乘坐里程 * 年客运量 * 加权单位里程收入

资料来源: 国盛证券研究所

根据测算数据，京沪高铁本线车在 2018 年及 2019 年前三季度人均乘坐里程分别为 638.34 公里、639.82 公里，本线车运力在 435.27 亿人公里，跨线车在 2018 年及 2019 年前三季度人均乘坐里程分别 392.26 公里、393.1 公里，跨线车运力根据招股书披露的数据倒算的 2019 年运力。仅考虑单一维度情况，我们分别从客座率、运力、票价角度进行利润的弹性测算。

图表 36: 京沪高铁盈利弹性测算模型

项目	参数
目前测算的本线车运力水平 (亿人公里)	435.27
假设客座率	79.91%
周转量 (亿人公里)	347.82
单位里程票价 (元/公里)	0.47
本线营业收入 (亿元)	163.48
倒算的跨线车运力水平 (亿人公里)	824.50
假设客座率	77.52%
周转量 (亿人公里)	639.15
单位里程收入 (元/公里)	0.27
跨线车营业收入 (亿元)	172.65

资料来源: 国盛证券研究所

客座率弹性测算: 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，本线车客座率提升到83%，跨线车客座率提升到81%，则2019年净利润为134.93亿元，同比增长31.67%。

图表 37: 根据客座率测算的京沪高铁利润弹性

		本线车客座率						
		77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%
跨 线 车 客 座 率	75%	13.78%	15.20%	16.62%	18.04%	19.46%	20.88%	22.30%
	76%	15.34%	16.76%	18.18%	19.60%	21.02%	22.44%	23.86%
	77%	16.90%	18.32%	19.74%	21.16%	22.58%	24.00%	25.42%
	78%	18.46%	19.88%	21.30%	22.72%	24.14%	25.56%	26.99%
	79%	20.02%	21.44%	22.86%	24.28%	25.70%	27.13%	28.55%
	80%	21.58%	23.00%	24.42%	25.85%	27.27%	28.69%	30.11%
	81%	23.14%	24.56%	25.99%	27.41%	28.83%	30.25%	31.67%

资料来源: 国盛证券研究所

运力弹性测算: 京沪高铁本线列车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，则本线列车运力将达到490.36亿人公里，可用座公里数增加12.66%，跨线车运力假设在19年基础上增长15%达到948.19亿人公里，则2019年净利润为158.2亿元，同比增长54.37%。

图表 38: 根据运力测算的京沪高铁利润弹性

		本线车运力 (亿人公里)						
		369.98	391.74	413.50	435.27	457.03	478.80	490.36
跨 线 车 运 力 (亿 人 公 里)	700.82	-13.34%	-7.66%	-1.98%	3.69%	9.37%	15.05%	18.06%
	742.05	-7.28%	-1.61%	4.07%	9.74%	15.42%	21.10%	24.11%
	783.27	-1.23%	4.44%	10.12%	15.80%	21.47%	27.15%	30.16%
	824.50	4.82%	10.49%	16.17%	21.85%	27.52%	33.20%	36.22%
	865.72	10.87%	16.54%	22.22%	27.90%	33.57%	39.25%	42.27%
	906.95	16.92%	22.59%	28.27%	33.95%	39.62%	45.30%	48.32%
	948.17	22.97%	28.65%	34.32%	40.00%	45.67%	51.35%	54.37%

资料来源: 国盛证券研究所

提高票价测算: 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。目前本线车单位里程平均票价为0.47元，跨线车单位里程收入为0.27元，假设票价都提高15%，则对应2019年利润162.09亿元，同比增长58.17%。

图表 39: 根据运力测算的京沪高铁利润弹性

		本线单位里程票价 (元)						
跨线车 单位里 程收入 (元)		0.3995	0.4230	0.4465	0.4700	0.4935	0.5170	0.5405
	0.2295	-12.49%	-6.76%	-1.03%	4.70%	10.43%	16.16%	21.89%
	0.2430	-6.44%	-0.71%	5.02%	10.75%	16.47%	22.20%	27.93%
	0.2565	-0.39%	5.34%	11.06%	16.79%	22.52%	28.25%	33.98%
	0.2700	5.65%	11.38%	17.11%	22.84%	28.57%	34.30%	40.03%
	0.2835	11.70%	17.43%	23.16%	28.89%	34.62%	40.35%	46.08%
	0.2970	17.75%	23.48%	29.21%	34.94%	40.67%	46.40%	52.12%
	0.3105	23.80%	29.53%	35.26%	40.98%	46.71%	52.44%	58.17%

资料来源: 国盛证券研究所

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。《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 40: 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

三、募投项目: 收购京福安徽公司

京沪高铁本次公开发行股票不超过 755,662.14 万股, 占发行后总股本的比例不超过 15%, 所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65.0759% 股权, 收购对价为 500.00 亿元, 收购完成后京沪高铁将成为京福安徽公司控股股东。

图表 41: 京福安徽公司收购前后股权变化

股东名称	收购前持股比例	股东名称	收购后持股比例
中国铁路上海局集团有限公司	54.08%	京沪高速铁路股份有限公司	65.08%
中国铁路发展基金股份有限公司	23.68%	中国铁路发展基金股份有限公司	12.68%
安徽省投资集团控股有限公司	22.24%	安徽省投资集团控股有限公司	22.24%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

京福安徽公司是合肥至蚌埠铁路客运专线、合肥至福州铁路客运专线安徽段、商丘至合肥至杭州铁路安徽段、郑州至阜阳铁路安徽段的投资、建设、运营主体。京福安徽公司主营业务为高铁旅客运输。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。

图表 42: 京福安徽公司管辖线路示意图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 43: 京福安徽公司管辖线路情况

线路	沿途站点	营业里程	开通运营时间
合蚌客专	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	132	2012 年 10 月 16 日
合福铁路安徽段	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	388.6	2015 年 6 月 28 日
商合杭铁路安徽段	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、含山南站、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	592	工程于 2015 年 11 月 30 日开工，计划 2020 年 10 月建成投产。
郑阜铁路安徽段	共设界首南站、临泉站、阜阳西站等 3 个车站	69	工程于 2016 年 8 月 18 日开工，计划 2019 年 12 月建成投产。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

京福公司尚处于亏损状态。京福安徽公司 2018 年 2019 年前三季度净利润分别为-12.00 亿元、-8.84 亿元，尚处于亏损状态，主要是由于正在运营的合蚌客专和合福铁路安徽段开通时间尚短，商合杭铁路和郑阜铁路仍在建设中，京福安徽公司仍然处于市场培育期，随着高铁沿线城镇化进程加快，城市群区域联系更加紧密，人力资源流动将逐渐加快，沿线客流密度将逐步提高，京福安徽公司的经济效益预计能够得到有效改善。

图表 44: 京福安徽公司财务情况（万元）

会计科目	2018	2019Q3
营业收入	176,578.63	137,986.96
净利润	-120,006.16	-88,437.87

资料来源：招股说明书，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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com