

京沪高铁

601816

审慎增持 (维持)

对标日本铁路的启迪

2020年2月25日

市场数据

市场数据日期	2020-2-21
收盘价(元)	7.53
总股本(百万股)	49106.48
流通股本(百万股)	2604.21
总市值(百万元)	369771.79
流通市值(百万元)	19609.70
净资产(百万元)	159733.84
总资产(百万元)	187079.66
每股净资产	3.25

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31158	33050	34156	41702
同比增长(%)	5.4%	6.1%	3.3%	22.1%
净利润(百万元)	10248	12000	10137	12997
同比增长(%)	13.2%	17.1%	-15.5%	28.2%
毛利率(%)	47.7%	50.5%	44.5%	46.7%
净利率(%)	32.9%	36.3%	29.7%	31.2%
净资产收益率(%)	6.9%	7.9%	5.6%	6.9%
每股收益(元)	0.21	0.24	0.21	0.26
每股经营现金流(元)	0.28	0.32	0.33	0.42

相关报告

《京沪高铁——黄金走廊、巨龙起舞》2019-12-28
《京沪高铁——中国最优质高铁资产拟上市》2019-11-12
《日本铁路改革历程的启示》2019-04-15

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **日本铁路公司 10 年复盘:** JR 东海的核心资产东海道新干线是日本最繁忙、最重要的新干线,连接着东京、京都、大阪三大经济圈,是可与京沪高铁对标的海外资产。JR 东海 2008-2018 财年净利润复合增速 13.3%,利润增量主要来自运输主业,贡献营业利润增量的 92.8%,运输板块主要增长动力为新干线运量 10 年复合增速 2.0%,成本年化下降 1.0%,营业利润年化增长 6.4%,除此之外财务费用年化下降 4.4%也推动利润增长。JR 东海 10 年复权后股价年化收益 7.9%,股价上涨、分红所得和分红再投资获得的收益分别贡献 83.4%、8.8%、7.8%,不复权股价相对日经指数实现年化超额收益 1.4%。上市以来 PE 估值从 29.4X 下降至 9.2X,目前市值 2670.5 亿元。(按 2020 年 2 月 21 日不复权收盘价及汇率)
- **对标日本新干线,京沪高铁运能、运价,多元发展均有空间:** 1) 运能方面,通过更新为 17 节编组车型、全线提升车辆运营密度,我们测算京沪高铁最大理论运能可以提升 93%。2) 价格方面,中国单公里票价仅为日本新干线的 1/4,日本铁路航空票价比为 0.5、中国仅为 0.3,总体来看京沪高铁有约 20%-30%提价空间。假设提价 10%,同时可变成本提 10%,利润约提升 14%。3) 多元发展亦有空间,我们测算市场化价格下,京沪高铁核心车站租金收入可达 10 亿元。综上,京沪高铁在运量、运价以及多元发展方面均有望提升公司业绩。
- **盈利预测与估值:** 收购并表后(考虑 2020 年疫情影响),在不提价假设下,19-21 年京沪高铁归母净利润分别为 120 亿元、101 亿元、130 亿元, EPS 分别为 0.28 元/股(不摊薄)、0.21 元/股(摊薄后)、0.26 元/股(摊薄后),相对 2020 年 2 月 21 日收盘价 7.53 元,对应 P/E 为 30.81X、35.86X、28.96X。采用 DCF 估值法:假设 WACC 为 6%、7%、8%,中性假设下,京沪高铁及京福 65%股权合并估值为 4239 亿元、3627 亿元、3034 亿元,对应股价 8.63 元、7.39 元、6.18 元。给予“审慎增持”评级。

风险提示: 客运量受宏观经济及路网分流影响,委托运营成本等清算成本变化,募投项目收益不及预期等因素。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、日本，一个铁轨之上的国家	- 5 -
2、日本国铁私有化历史	- 7 -
2.1、日本铁路发展历程及改革原因	- 7 -
2.2、日本铁路私有化改革的内容	- 8 -
2.3、日本铁路改革的成效	- 10 -
3、日本铁路公司：运输与多元业务带动业绩快速增长	- 12 -
3.1、日本铁路客运：三国鼎立	- 12 -
3.2、三大铁路公司利润快速增长，中日本领跑	- 14 -
3.3 新干线复合增速约 2%-3%，普通线增长渐缓	- 14 -
3.4 多元业务占比增加，营业利润不断提升	- 16 -
3.5 营业利润增长动力分析	- 17 -
4、京沪高铁 VS 中日本铁路——全方位视角对比	- 18 -
4.1 京沪高铁和东海道新干线——两国最核心高铁资产	- 18 -
4.2 东海道新干线运营效率更高，京沪高铁运量空间可期	- 19 -
4.3 日本铁路定价体系成熟，京沪有望价改	- 22 -
4.4 成本对比：京沪高铁单位成本较低	- 25 -
4.5 京沪高铁高利润率，低负债率，成就长期优质资产	- 27 -
5、多元业务或可成为京沪高铁的业绩助力	- 29 -
5.1 东日本公司不断扩大商业版图，获得业绩增长新动力	- 29 -
5.2 京沪高铁多元业务发展前景分析	- 32 -
6、估值分析	- 33 -
6.1 日本铁路市场表现	- 33 -
6.2 京沪高铁 DCF 估值	- 37 -
6.3、京福安徽公司利润及估值预测	- 40 -
7、投资策略	- 43 -
图 1、主要国家铁路路网密度	- 5 -
图 2、主要国家铁路人均乘坐次数	- 5 -
图 3、主要国家铁路旅客周转量	- 6 -
图 4、主要国家铁路客运收入	- 6 -
图 5、主要国家铁路客运周转量份额	- 6 -
图 6、主要国家人口密度（人/平方公里）	- 6 -
图 7、日本铁路发展历程	- 7 -
图 8、日本国铁损益及累计赤字（亿日元）	- 8 -
图 9、日本国铁长期负债额（亿日元）	- 8 -
图 10、日本国铁私有化的资产划分	- 9 -
图 11、日本国铁私有化的债务划分	- 10 -
图 12、JR 客运周转量（百万人公里）	- 11 -
图 13、JR 货运周转量（百万吨公里）	- 11 -
图 14、日本铁路公司营业收入、营业利润	- 12 -
图 15、日本铁路公司改革后资产负债率	- 12 -
图 16、日本铁路路网图	- 13 -
图 17、三家日本铁路公司近十年营业利润（亿元）	- 14 -
图 18、三家日本铁路公司近十年净利润（亿元）	- 14 -
图 19、三家公司新干线周转量（亿人公里）	- 15 -
图 20、三家公司普通线周转量（亿人公里）	- 16 -
图 21、东日本、中日本、西日本多元业务营业利润（亿元）	- 17 -
图 22、京沪高铁线路示意图	- 19 -

图 23、东海道新干线线路示意图	- 19 -
图 24、中国高铁路网图	- 21 -
图 25、京沪高铁各区段日均通行列次	- 21 -
图 26、东海道新干线定价方式	- 24 -
图 27、东海道新干线票价与日工资比	- 25 -
图 28、东海道新干线扣除通胀前后票价	- 25 -
图 29、京沪高铁营业成本（亿元）	- 26 -
图 30、中日本客运成本（十亿日元）	- 26 -
图 31、京沪高铁财务费用（亿元）及资产负债率	- 27 -
图 32、中日本财务费用（亿元）及资产负债率	- 27 -
图 33、东日本公司销售收入分布（亿元）	- 30 -
图 34、东日本公司资产分布（亿元）	- 30 -
图 35、东日本公司投资额（亿元）	- 31 -
图 36、东日本公司购物中心销售额及个数	- 31 -
图 37、东日本公司办公楼可出租面积	- 31 -
图 38、东日本公司客房数量和酒店数量	- 31 -
图 39、日本铁路公司股价累计收益	- 33 -
图 40、1998.3-2018.3 年化收益及超额收益	- 33 -
图 41、1998.3-2008.3 年化收益及超额收益	- 33 -
图 42、2008.3-2018.3 年化收益及超额收益	- 33 -
图 43、每股股利（日元）	- 34 -
图 44、中日本公司累计每股回报拆分（日元）	- 34 -
图 45、东日本公司累计每股回报拆分（日元）	- 34 -
图 46、西日本公司累计每股回报拆分（日元）	- 34 -
图 47、日本铁路公司 EPS（日元）	- 35 -
图 48、日本铁路公司市盈率（倍）	- 36 -
表 1、改革后 JR 集团新事业开拓	- 10 -
表 2、三家日本铁路公司资产情况	- 13 -
表 3、三家日本铁路公司收入利润情况	- 14 -
表 4、三家日本铁路公司营业利润增长拆分（亿元）	- 18 -
表 5、京沪高铁与东海道新干线运量对比	- 20 -
表 6、日均开行列车对比	- 20 -
表 7、京沪本线（全线开行）列车型号统计	- 22 -
表 8、京沪全线运能测算	- 22 -
表 9、客运收入及票价对比	- 23 -
表 10、提价敏感性分析（按照 2019 年中性假设为基数计算）	- 25 -
表 11、单位成本对比	- 26 -
表 12、中日本历史业绩增长	- 28 -
表 13、财务指标对比	- 29 -
表 14、杜邦分析法	- 29 -
表 15、公司零售业务介绍	- 32 -
表 16、京沪高铁四大车站租金收入测算	- 32 -
表 17、股息率	- 35 -
表 18、近二十年分阶段股价收益表现	- 36 -
表 19、PE 估值	- 36 -
表 20、归母净利润复合增速	- 36 -
表 21、京沪高铁 DCF 估值模型主要假设	- 37 -
表 22、京沪高铁利润表及自由现金流预测-乐观预测	- 38 -
表 23、WACC 敏感性分析-乐观预测	- 38 -

表 24、京沪高铁利润表及自由现金流预测-中性预测	- 39 -
表 25、WACC 敏感性分析-中性预测.....	- 39 -
表 26、京沪高铁利润表及自由现金流预测-悲观预测	- 40 -
表 27、WACC 敏感性分析-悲观预测.....	- 40 -
表 28、京福安徽公司 DCF 估值模型主要假设.....	- 41 -
表 29、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-乐观预测	- 41 -
表 30、WACC 敏感性分析-乐观预测.....	- 41 -
表 31、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-中性预测	- 42 -
表 32、WACC 敏感性分析-中性预测.....	- 42 -
表 33、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-悲观预测	- 43 -
表 34、WACC 敏感性分析-悲观预测.....	- 43 -
表 35、盈利预测表（亿元）	- 45 -
附表.....	- 46 -

报告正文

1. 日本，一个铁轨之上的国家

日本铁路路网密集，人均乘坐次数领先世界。2018 年日本铁路运营里程达到 2.8 万公里，铁路路网密度达 0.08 公里/平方公里，仅次于德国的 0.1 公里/平方公里。日本铁路客运量达 249.7 亿人次，具有通勤属性，因此人均乘坐次数达到 197.4 次/年。

图 1、主要国家铁路路网密度

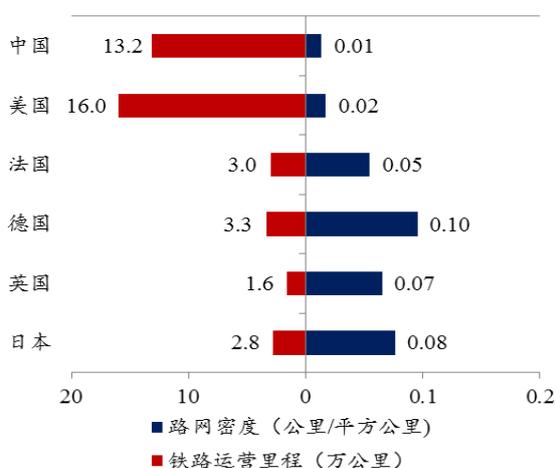
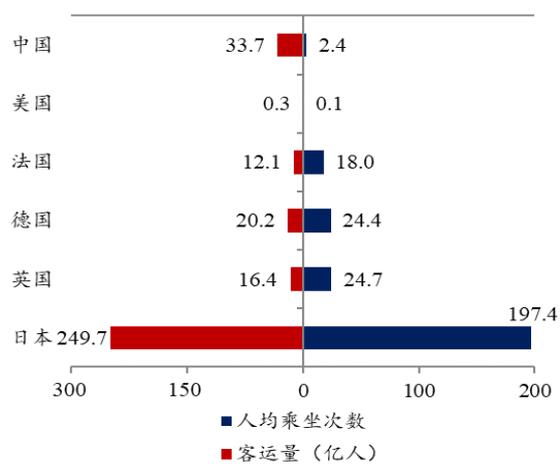


图 2、主要国家铁路人均乘坐次数



资料来源：各国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

日本铁路运营效率领跑世界。2018 年日本实现旅客周转量 4318 亿人公里，单公里旅客周转量达 15.54 万人公里，线路运营效率高于中国，远超世界其他国家。2018 年日本实现客运收入 602 亿美元，高于中国的 530 亿美元。票价来看，日本铁路单位周转量客运收入 0.14 美元/人公里，高于中国，但低于西方发达国家，处于合理价格水平。

从各项指标来看，日本铁路都是世界领先水平，不愧为铁轨之上的国家。

图 3、主要国家铁路旅客周转量

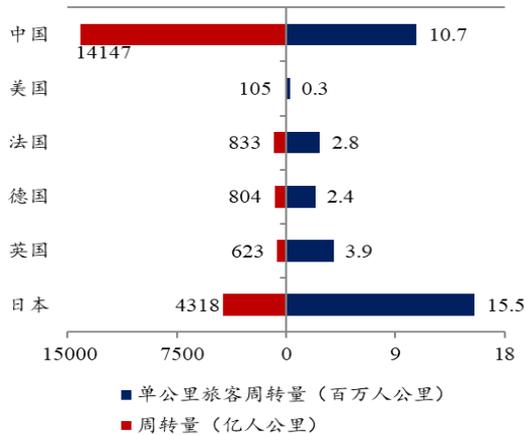
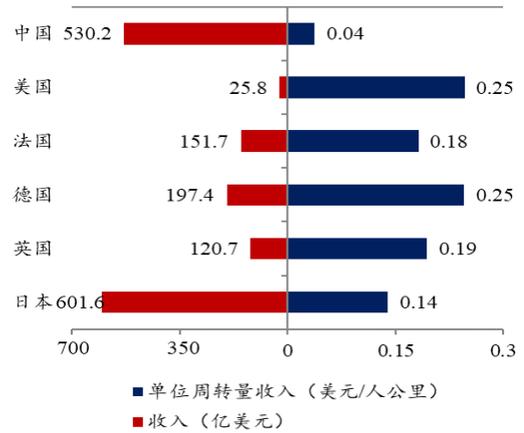


图 4、主要国家铁路客运收入



资料来源：各国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

国土面积小、人口密度大是日本铁路成为主要客运方式的前提，大多数国家以公路客运为主。2018 年日本铁路客运周转量份额达到 72%，航空、公路分别仅占 15%、12%。中国铁路客运周转量份额为 41%，仅次于日本，而英国、德国、法国、美国则均低于 10%。

相比国土辽阔的中、美，日本国土面积仅 36.5 万平方公里，航空客运在日本本土不具备竞争力。此外，日本人口密度达到 347 人/平方公里，位列六国之首。密集的人口条件催生庞大的客运需求，公路运输拥堵严重、难以满足。而铁路运输具备重载属性，单列列车运载人数大，可以良好地解决日本各大经济圈内旅客的通勤难题，故而替代公路成为了主要客运方式。

图 5、主要国家铁路客运周转量份额

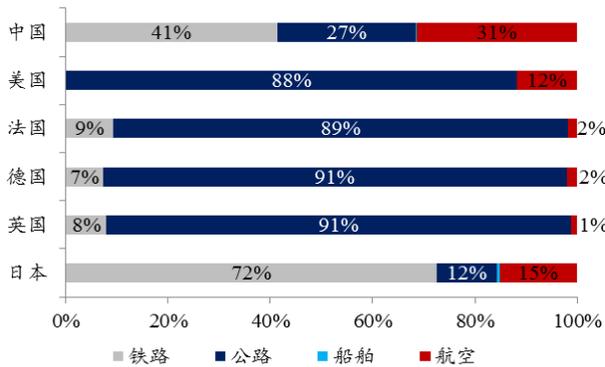
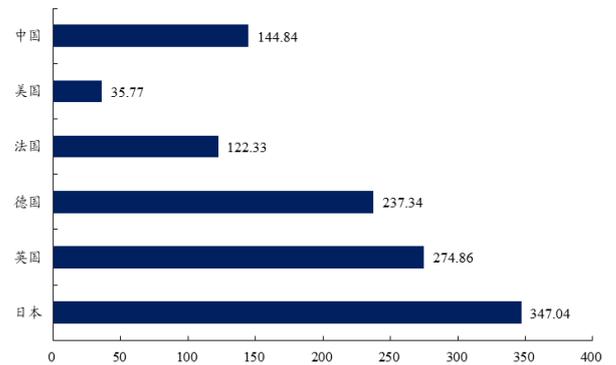


图 6、主要国家人口密度 (人/平方公里)



资料来源：各国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、日本国铁私有化历史

2.1、日本铁路发展历程及改革原因

1872 年日本第一条铁路建成通车，但由于财政困难，仅仅修建了 162 公里。

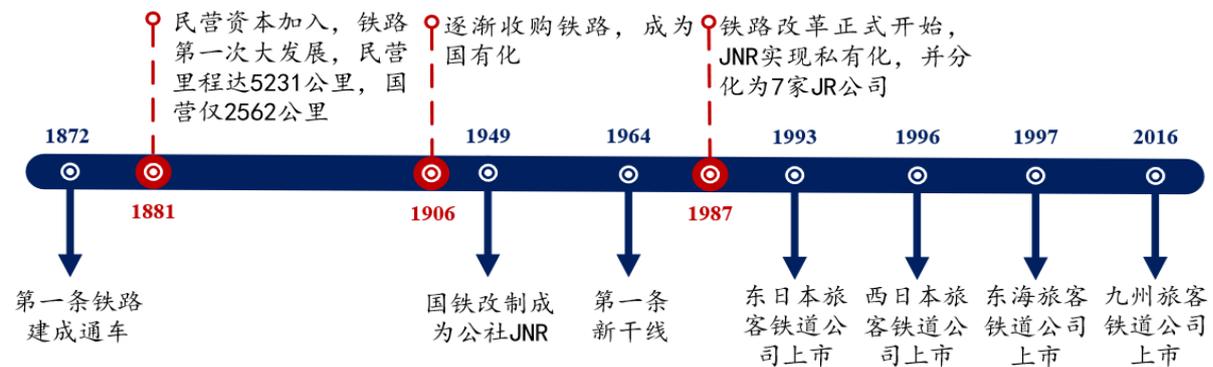
1881 年，为缓解铁路投资的财政困难，政府允许民营资本参与，第一家铁路公司日本铁路应运而生，同时带来了日本铁路的第一次大发展。至 1905 年，民营铁路里程达到 5231 公里，国营铁路 2562 公里。

1906 年，日俄战争后，日本政府意识到了铁路的战略意义，颁布了《铁路国有化法》，将所有干线收归国有，形成了国有干线与民营支线并存的格局。二战期间，日本政府加强了对铁路的控制，强行收购铁路企业，形成了国家运营的模式。1949 年国铁改制成为公社，成为战后日本最大的公有企业（JNR）。1964，日本开始运营世界上第一条现代化高速铁路——新干线。

随着火车速度的提升和铁路里程的增长，日本国铁背负了沉重的债务。1987 年，铁路改革正式开始，JNR 实现私有化，并分化为 7 家 JR 公司，分别是东日本旅客铁道株式会社（West Japan Railway Company，下文简称 JR 东日本或东日本），东海旅客铁道株式会社（Central Japan Railway Company，下文简称 JR 东海或中日本），西日本旅客铁道株式会社（West Japan Railway Company，下文简称 JR 西日本或西日本），九州旅客铁道株式会社（Kyushu Railway Company，下文简称 JR 九州）、四国旅客铁道株式会社（Shikoku Railway Company，下文简称 JR 四国）、北海道旅客铁道株式会社（Hokkaido Railway Company，下文简称 JR 北海道）、日本货物铁道株式会社（Japan Freight Railway Company，下文简称 JR 货物）。

自 1993 年开始，其中四家日本铁路公司陆续上市。

图 7、日本铁路发展历程



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

改革前，日本铁路运营效率低下。1) 由于日本国铁在长期的严格规制下形成了一元化的经营模式，不可参与经营领域以外的相关事业，且国铁经营者几乎没有经营自主权。2) 国铁的垄断地位和不能破产的原则使国铁经营者和职工缺乏竞争意识，政府对国铁财务管理方面的规制也使得经营者成本意识和利润意识薄弱。3) 在运费、人事、工资等微观经营内容上受到国会及政府的控制。例如，政府的安排导致国铁冗员过多，1947年职工人数一度达到61.1万人。

日本国铁亏损不断，负债累累。在政府对国铁运价进行抑制、铁路运输市场份额缩小的双重影响下，国铁亏损额与日俱增、负债逐步增加：从1964-1979年期间的16年间，国铁连年赤字，从300亿日元增加至8218亿日元，复合增速达24.69%。同期，国铁长期负债额也逐年增加，从1964年的8313亿元增加至1979年的1.16万亿日元，复合增速达18.91%，到国铁改革前的1987年，国铁长期负债额达到25.6万亿日元。

图 8、日本国铁损益及累计赤字 (亿日元)

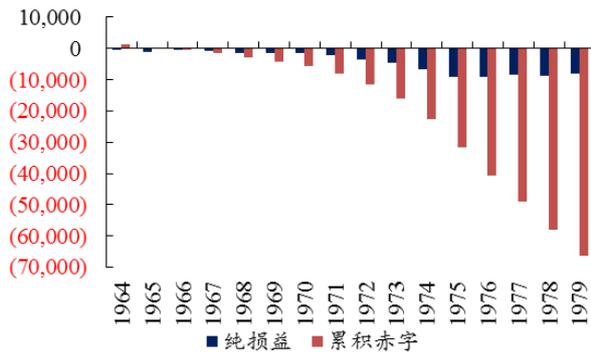
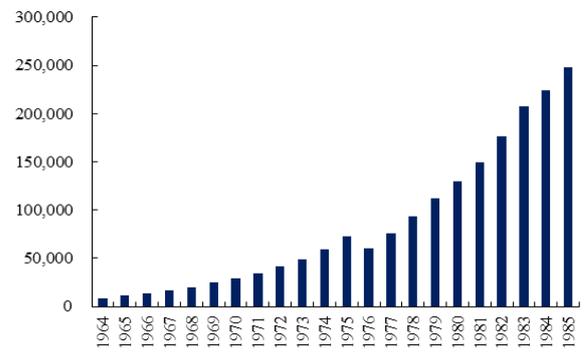


图 9、日本国铁长期负债额 (亿日元)



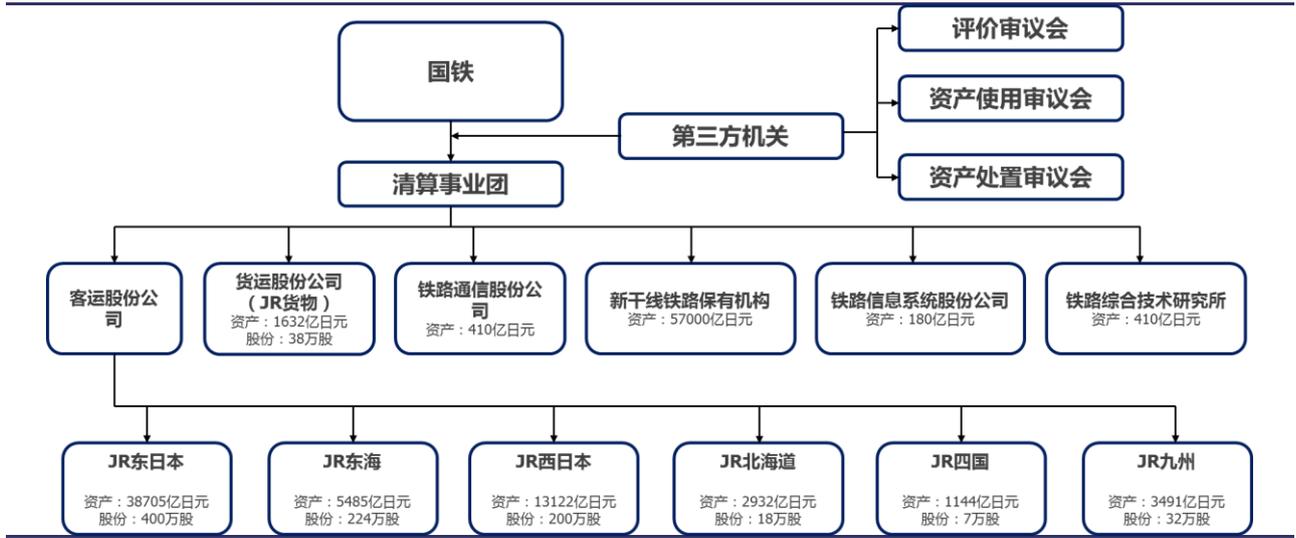
资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、日本铁路私有化改革的内容

日本国铁私有化改革，成立 6 家客运和 1 家货运股份公司。国铁资产主要包括土地、房屋等不动产以及铁路运输设施两部分。国铁解体后，成立新的法人企业、事业团体作为国铁国有资产的继承者，分别为 6 家客运股份公司，1 家货运股份公司，新干线铁路保有机构，铁路通信股份公司，铁路信息系统股份公司以及铁路综合技术研究所。

图 10、日本国铁私有化的资产划分

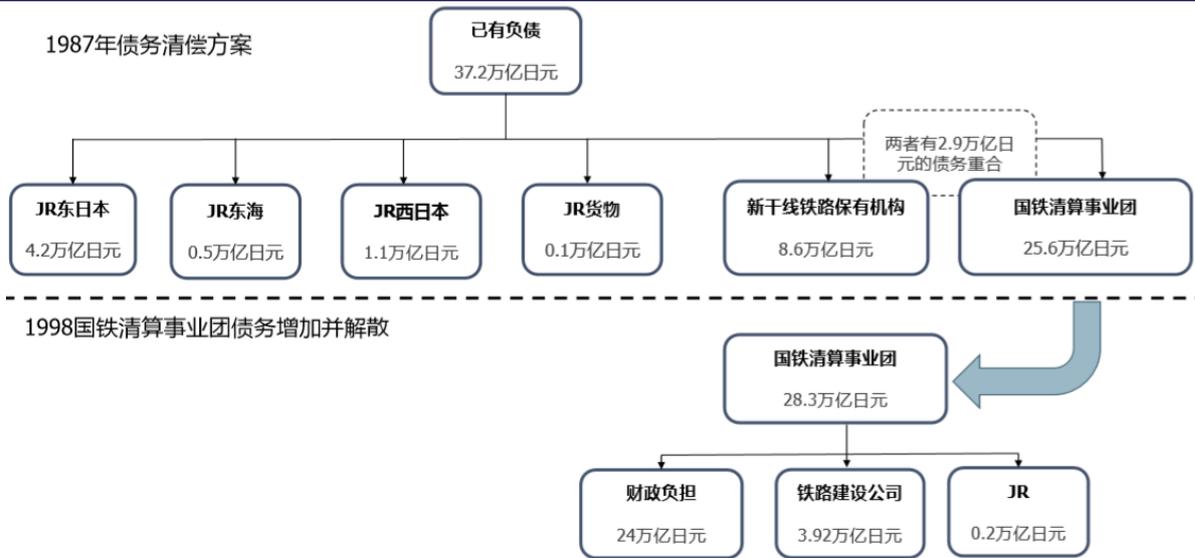


资料来源：日本国土交通省、兴业证券经济与金融研究院整理

日本铁路私有化的过程中，经历两次债务划分。1987年，国铁债务总额合计37.2万亿日元。鉴于本州岛外的客运公司的经营环境和经营基础较差，国铁免去其应承担的债务。东日本、东海（中日本）、西日本3家客运公司，需分别承担4.2万亿元、0.5万亿元、1.1万亿日元债务，这一额度是在保持其盈利基础上能承担的最大限度债务；新干线保有机构拥有新干线设备的所有权，并将新干线有偿租赁给本州3家客运公司使用，承担8.6万亿日元债务；剩下的债务由国铁清算事业团负担。1991年，因JR本州客运公司经营成绩良好，新干线租赁制度不再具有必要性，新干线保有机构解散，并将新干线铁路设施有偿转让给本州各旅客公司。

1998年，国铁清算事业团解散。由于在土地处理上的失误和经济泡沫崩溃导致的JR股票出售上的延迟，国铁清算事业团长期债务高达28.3万亿日元，其中24.2万亿日元由政府继承，3.92万亿日元由铁路建设公司继承、2000亿日元由JR继承。

图 11、日本国铁私有化的债务划分



资料来源：日本国土交通省、兴业证券经济与金融研究院整理

实现民营化改革后，JR 铁路公司与日本一般企业一样，确立了以利润最大化为原则的经营目标，自负盈亏，独立经营。改革后，国家不再限定业务经营范围，各铁路公司纷纷进行多元化投资，从事关联事业的经营，包括：沿线房地产的买卖、旅游、商店、保险、餐饮、建筑等。由此，经过民营改革的 JR 集团各公司成为了市场竞争中合格的微观主体，摆脱了国铁体制的限制，以增收、增益为目标，努力开拓了新的经营领域。

表 1、改革后 JR 集团新事业开拓

铁路事业 (与私企 展开竞 争)	JR 东日本	在特快线上投入新车运行，在上下班线和新干线上使用双层软席车厢
	JR 东海、JR 西日本	制造高级车厢，调整运营线路和增加快车
	JR 九州、JR 四国	增发夜行车，增设观光线路
	JR 北海道	增设新线路，改进机车性能来加快城市间的运行速度
	JR 货物	设置最佳列车始发、终到站，调整列车运行时刻表，开设新线路，开发新运输系统
其他事业 (合理配 置资源、 分散风 险)	JR 东日本	利用站内设施经营自动售货、邮件投递、投币寄存，设置饮食、购物店，租赁铁路用地，建设由其经营的车站综合性商厦，经营旅行社业务等其他 51 种业务
	JR 北海道	销售家用发电设备、余热利用装置，建立 JR 系统的计算机软件开发企业，合资建厂，开发站内、站区的商业、服务业设施
	JR 货物	经营与沿海地区产业相关的石油、水泥、纸浆等物资的运输业务。

资料来源：《日本国有铁路改革研究》、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、日本铁路改革的成效

日本铁路改革之后，路网建设取得了进一步的发展，运能得到极大提高。东

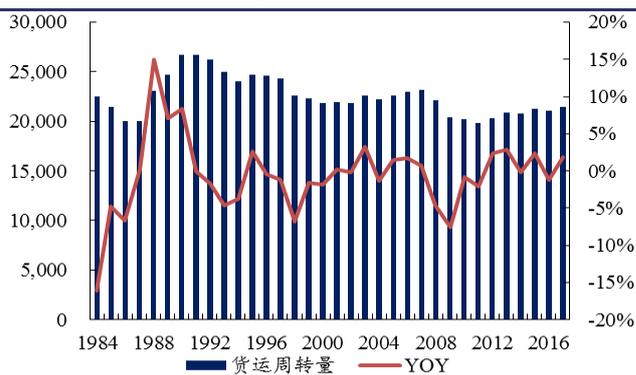
日本铁路公司依靠增加投资提高运输能力，包括引进双层列车、增加空调列车数量等；北海道铁路公司修建了一条新的通往机场的铁路，与过度拥挤的公共汽车竞争；四国铁路公司通过电气化列车提速和采用摆式列车来适应该地区凹凸不平的地形。改革后的五年（1987-1992），JR 集团客运周转量从 2047 亿人公里提升至 2496 亿人公里，复合增速达 4.05%，货运量从 200 亿吨公里提升至 262 亿吨公里，复合增速达 5.55%。

图 12、JR 客运周转量（百万人公里）



资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、JR 货运周转量（百万吨公里）

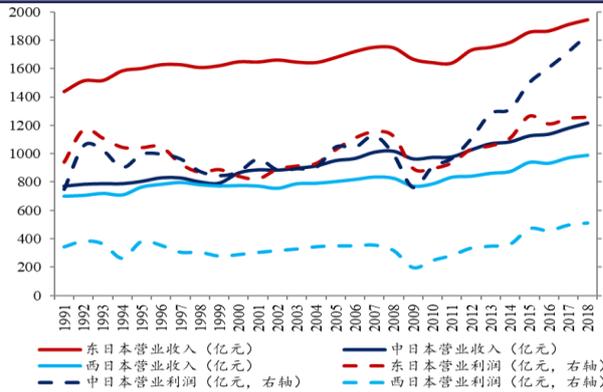


资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利水平稳定上升，资产负债率逐渐下降。1991-2019 年，除 2008 年金融危机的对三家公司盈利水平产生较大的负面影响，本州客运公司的营业收入水平和盈利水平基本保持较为稳定的上升。东日本、中日本、西日本的营业收入复合增速分别为 1.1%、1.1%、1.7%，东日本、中日本、西日本的营业利润复合增速分别为 3.4%、1.3%、1.5%。随着盈利水平的提升，资产负债率也逐渐下降。1996-2018 年，东日本、中日本、西日本的资产负债率分别从 90%、93%、88% 下降至 63%、62%、64%。

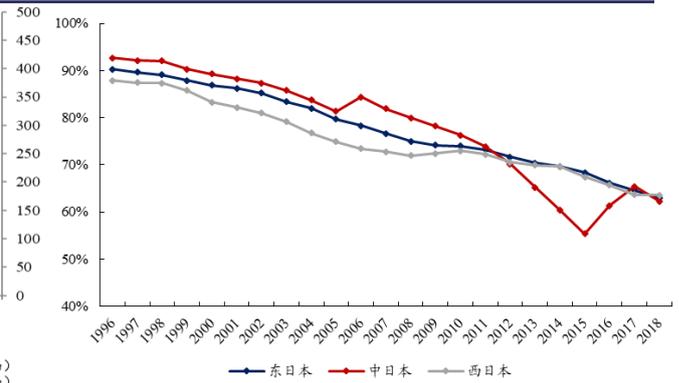
注释：（1）本文所有涉及公司财务数据均为日本财年，从自然年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，例如 2018 年财年为 2018 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日。（2）日本财报中营业利润不包含利息费用。（3）本文除日元及特别标注外，货币单位均为人民币，采用 2019 年 12 月底汇率转换。

图 14、日本铁路公司营业收入、营业利润



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、日本铁路公司改革后资产负债率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3、日本铁路公司：运输与多元业务带动业绩快速增长

3.1、日本铁路客运：三国鼎立

日本国铁解体后，六家客运铁路公司割地而据。其中，东日本、东海（中日本）、西日本旅客铁道公司位于面积最大、人口最多、GDP 贡献最高的本州岛，是日本前三大铁路公司。东日本铁路位于本州岛东部，负责运营 5 条新干线、东京经济圈内普通线以及日本东部城际普通线。西日本铁路位于本州岛西部，负责运营 2 条新干线、大阪圈内普通线及日本西部的城际普通线。中日本铁路拥有着日本最早建成、最繁忙、最核心的东海道新干线，连接着东京、京都、大阪三大经济圈。

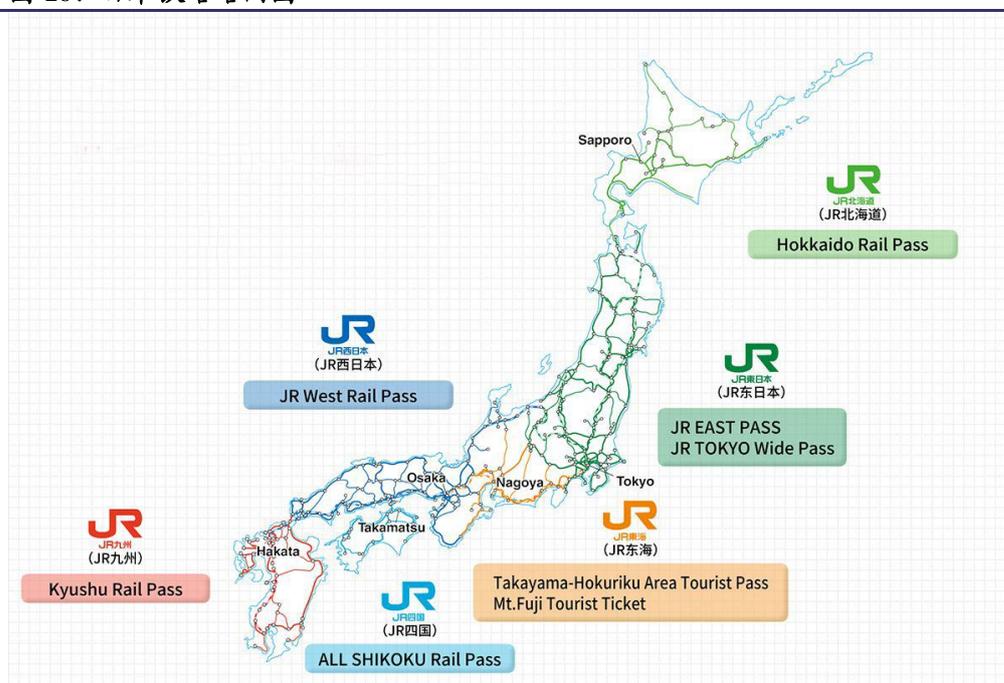
结合主业资源，布局多元业务发展。随着客运业务的逐渐成熟，三大铁路公司纷纷依托车站的庞大客流量，开展丰富的多元业务。非主营业务主要包括商业零售、房地产、酒店等。目前东日本公司的业务规模最庞大，拥有 169 家商场，49 家酒店，可供出售办公面积达 38 万平方米。

表 2、三家日本铁路公司资产情况

	东日本	中日本	西日本	
铁路运输	新干线 (km)	1194	553	813
	普通线 (经济圈)	2535	1418	4090.5
	普通线 (城际线)	3672.5	-	
	车站 (个)	1655	405	1174
	车辆	-	4848	6551
多元业务	商场	169 家, 238 万平方米	2 家, 10 万平方米	24 家, 22.91 万平方米
	办公楼	6 个办公楼, 38 万平方米	10.4 万平方米	6 个办公楼, 11.52 万平方米
	酒店	49 家, 7420 个客房	2 家, 1124 间客房	22 家, 4866 间客房

数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理
 采用各集团 2018 年年报披露数据

图 16、日本铁路路网图



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

中日本铁路营业利润最高, 运输占比达 94%。东日本、中日本、西日本公司 2018 年分别实现营业收入 1945 亿元、991 亿元、1217 亿元, 实现营业利润 315 亿元、461 亿元、129 亿元。东日本公司凭借庞大的业务规模实现最高的营业收入, 中日本公司凭借优质的新干线资产获得最高的营业利润。从占比看, 东日本、中日本、西日本公司的运输业务收入占比分别为 68%、77%、62%, 营业利润占比分别为 70%、94%、68%, 铁路运输主业仍为三大铁路公司的主要收入和利润来源, 其中中日本公司的主业占比最高。此外, 3 家公司在铁路沿线大力开发地产、商场、酒店等多元业务, 依托自身的客流量优势, 为公司增添新的收入来源。

表 3、三家日本铁路公司收入利润情况

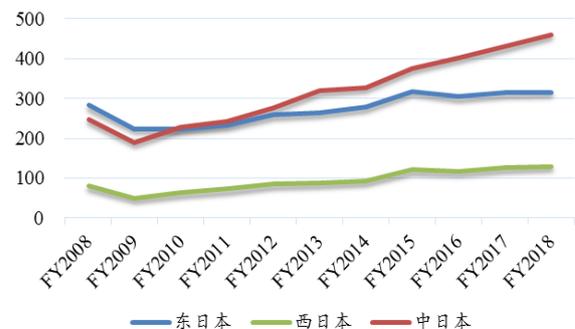
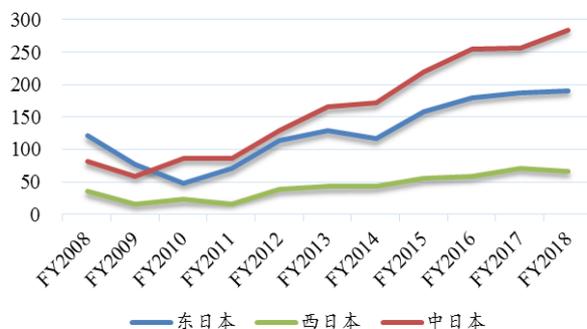
业务	营业收入 (亿元)			营收占比			营业利润 (亿元)			营业利润占比		
	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本
运输	1321	618	939	68%	77%	62%	222	431	88	70%	94%	68%
地产	226	96	32	12%	3%	10%	53	13	23	17%	3%	18%
零售	338	159	164	17%	13%	16%	25	6	4	8%	1%	3%
其他	60	118	82	3%	7%	12%	15	10	14	5%	2%	11%
合计	1945	991	1217	100%	100%	100%	315	461	129	100%	100%	100%

数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理
采用各集团 2018 年年报披露财务数据计算

3.2、三大铁路公司利润快速增长，中日本领跑

过去 10 年，三大铁路公司业绩稳健增长。东日本、中日本、西日本营业利润分别从 2008 年的 282 亿元、247 亿元、80 亿元，增长至 2018 年的 315 亿元、461 亿元、129 亿元，10 年复合增速分别为 1.1%、6.4%、4.9%。归母净利润分别从 2008 年的 121 亿元、82 亿元、35 亿元，增长至 2018 年的 191 亿元、284 亿元、67 亿元，10 年复合增速分别为 4.7%、13.3%、6.5%。三家公司中，中日本公司的业绩增速最快。整体来看，净利润增速比营业利润增速更快，主要是因为利息支出和营业外支出的逐渐减少。

图 17、三家日本铁路公司近十年营业利润 (亿元) 图 18、三家日本铁路公司近十年净利润 (亿元)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

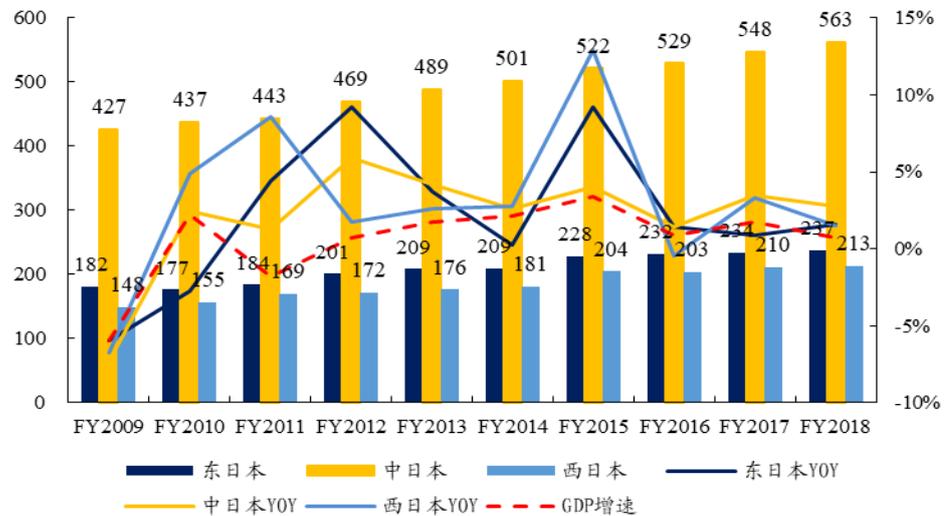
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 新干线复合增速约 2%-3%，普通线增长渐缓

不同地区的新干线繁忙程度差异较大。2018 年，东日本公司运营 1194 公里新干线，周转量为 237 亿人公里，中日本公司运营的东海道新干线长 552.6 公里，周转量达 563 亿人公里，西日本新干线运营里程 813 公里，周转量 213 公里。运营里程最短的中日本公司却拥有最大的客运周转量，由此可见不同线路的繁忙程度差异很大。

新线路通车、客运需求增长带动新干线运量提升。2008-2018年，东日本和西日本公司新干线的周转量复合增速分别为2.1%、3.0%。2010年底东北新干线八户-新青森段开通，使得2011-2013年东日本公司的周转量大幅提升。2015年北陆新干线长野-金泽段开通，西日本公司当年周转量增速达12.9%。除了新建线路的开通所带来的客运量的增长，客运需求带来的内生增长也是三大公司客运量增长的主要原因。2008-2018年，中日本公司客运周转量从460亿人公里提升至563亿人公里，复合增速为2.0%，均来自于东海道新干线本身的运量增长。

图 19、三家公司新干线周转量（亿人公里）

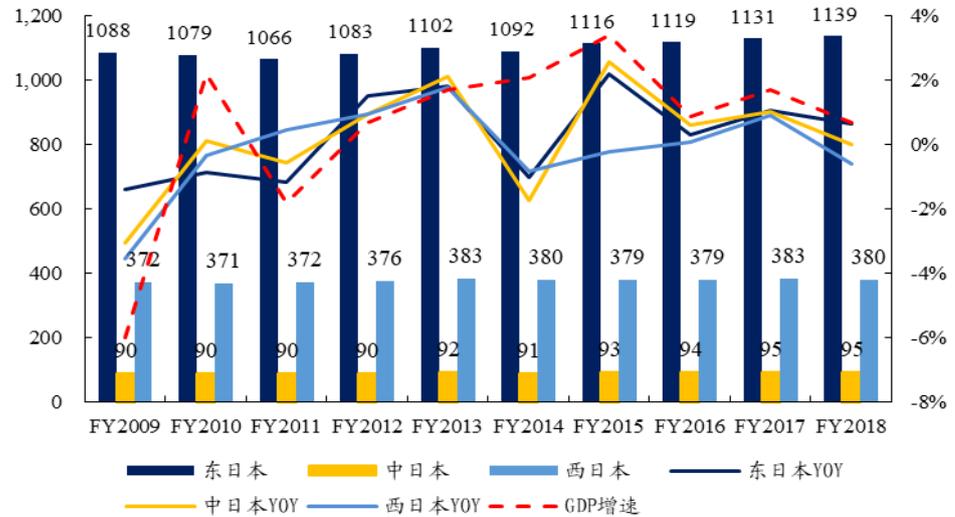


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

普通线周转量增长缓慢，东日本公司普通线周转量十分庞大。2018年，东日本公司运营的普通线达6207.5公里，周转量达1139亿人公里，中日本公司运营的普通线长1418公里，周转量95亿人公里，西日本普通线运营里程4091公里，周转量380亿人公里。东日本普通线的运营区域是最为繁忙的东京经济圈，客运周转量也最大。

由于普通线开通年限较长，车速较慢，周转量的增长十分缓慢。2008-2018年，东日本、中日本、西日本公司普通线的周转量复合增速分别为0.3%、0.2%、-0.1%。由此可见，运输主业的增长主要来自于新干线的增长。

图 20、三家公司普通线周转量（亿人公里）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 多元业务占比增加，营业利润不断提升

地产、零售等辅业占比不断提升，营业利润稳健增长。2008-2018 年，东日本、中日本、西日本公司多元业务（地产、零售、其他）营业利润分别从 81 亿元提升至 94 亿元、14 亿元提升至 30 亿元、22 亿元提升至 41 亿元，复合增速分别为 1.4%、7.5%、6.3%，营业利润占比分别从 28.9% 提升至 29.7%、5.8% 提升至 6.5%、27.7% 提升至 31.7%。

东日本掌握着东京经济圈的众多车站、土地资源，拥有庞大的客流量，也是三家企业中多元业务发展最早、最成熟的，因而东日本公司的多元业务规模最大。三家公司多元业务的营业利润增量差距不大，中日本和西日本发展速度较快。具体业务中，购物中心、办公楼出租和酒店为主要利润来源。

图 21、东日本、中日本、西日本多元业务营业利润（亿元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5 营业利润增长动力分析

三大铁路公司利润增长差异显现，中日本主业强势增长，东、西日本多元业务逐渐成熟。2008-2018 年东日本公司营业利润累计增长 34 亿元，其中主要来源于客运业务和地产业务的增长（2016 年东日本公司对多元业务进行了重新分类，但整体来看多元业务增量可观），客运主业贡献营业利润增量 21 亿元，占 63%，多元业务贡献营业利润占比 22%。同期中日本公司营业利润增长 213 亿元，其中客运主业贡献 198 亿元，占比 92.8%；西日本公司营业利润增长 49 亿元，其中主

业和地产分别贡献营业利润增量 31 亿元、9 亿元，分别占比 61.9%、19.1%。整体来看，中日本的业绩增长主要来源于运输主业的增长，特别是东海道新干线的快速增长。而东日本和西日本公司在主业稳健发展的同时，投资辅业的成效逐渐显现。

表 4、三家日本铁路公司营业利润增长拆分（亿元）

公司	业务	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	10 年 累计增 量占比
东日本	运输	-50.5	-53.2	-47.0	-27.7	-27.1	-9.5	25.5	16.2	20.2	21.2	63%
	房地产	-0.5	-3.8	-2.3	-1.2	1.3	1.5	1.0	6.7	7.1	7.4	22%
	零售	-3.1	-4.4	-2.7	-0.4	-1.4	-2.3	-2.0	-0.9	0.5	0.7	2%
	其他	-2.4	3.8	3.1	6.2	10.0	6.6	11.5	-0.4	3.5	4.2	13%
中日本	运输	-56.8	-23.7	-10.9	23.6	65.1	72.8	127.8	151.3	170.7	197.8	93%
	房地产	-4.7	-1.3	-0.5	-0.8	-0.1	1.7	1.1	2.7	3.0	4.1	2%
	零售	-1.1	-0.2	0.2	1.2	1.8	2.3	2.1	1.3	1.8	2.7	1%
	其他	4.8	5.2	5.6	4.3	5.0	3.5	-3.0	-0.8	6.7	8.6	4%
西日本	运输	-28.5	-18.1	-8.0	0.6	1.2	7.5	23.4	21.2	26.7	30.6	62%
	房地产	0.0	1.9	2.4	3.6	3.3	5.8	10.2	8.9	8.6	9.4	19%
	零售	-1.0	-0.8	-5.0	-3.4	-0.2	-2.1	0.4	0.3	1.6	0.9	2%
	其他	-0.1	-0.2	2.2	3.5	3.4	1.7	6.5	6.2	8.5	8.5	17%

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、京沪高铁 VS 中日本铁路——全方位视角对比

4.1 京沪高铁和东海道新干线——两国最核心高铁资产

京沪高铁全线长 1318 公里，途径中国最繁忙交通走廊，连接北京、上海两大中国最核心城市，是中国最核心的高铁资产。公司专注高铁运输服务，主要收入来源为本线旅客运输服务及向跨线列车提供路网服务。2018 年，京沪高铁发送旅客 1.9 亿人次，周转量 886 亿人公里，实现营业收入 312 亿元，归母净利润 102 亿元，净利润率达 33%，ROE 达 7.01%。

东海道新干线长 552.6 公里，是日本最早建成、最繁忙、最核心的新干线，是连接着东京、京都、大阪三大经济圈，由中日本公司运营。2018 年，东海道新干线发送旅客 1.74 亿人次，周转量 563 亿人公里，实现客运收入 837 亿元。此外，中日本公司还经营着普通线客运服务、地产租赁、车站零售等其他业务。

因此，东海道新干线是京沪高铁最佳外海对标标的。

图 22、京沪高铁线路示意图



图 23、东海道新干线线路示意图



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 东海道新干线运营效率更高，京沪高铁运量空间可期

京沪高铁运量快速增长，东海道新干线的运营效率更高。2018 年，东海道新干线和京沪高铁分别日均发送列车 374 次、473 次，分别发送旅客 1.74 亿人次、1.92 亿人次，周转量分别达 563 亿人公里、886 亿人公里，分别实现客运收入 837 亿元、312 亿元。过去 10 年，东海道新干线运量呈现小幅增长态势，近 3 年，京沪高铁受跨线列车大幅加开影响，运量呈现快速增长的趋势。

从整体客运量来看，京沪高铁与东海道新干线水平接近，周转量甚至高于东海道新干线，但京沪高铁的运营里程是东海道新干线的 2.4 倍。若从单位运量来看，东海道新干线单公里客运量 31 万人次，单公里周转量 1.02 亿人公里，而京沪高铁单公里客运量仅 15 万人次，单公里周转量仅 0.67 亿人公里，全线运营效率相比东海道新干线有一定的差距。

表 5、京沪高铁与东海道新干线运量对比

	东海道新干线	京沪高铁	京沪本线	京沪跨线
日均列次	374	473	108	365
16-18 年复合增速	1.23%	9.40%	-0.96%	13.15%
08-18 年复合增速	1.14%	-	-	-
客运量 (亿人次)	1.74	1.92	0.54	1.38
16-18 年复合增速	2.52%	13.14%	2.90%	18.07%
08-18 年复合增速	1.30%	-	-	-
周转量 (亿人公里)	563	886	345	541
16-18 年复合增速	2.73%	10.64%	4.05%	15.56
08-18 年复合增速	1.75%	-	-	-
客运收入 (亿元)	837	312	158	154
16-18 年复合增速	3.24%	8.90%	5.50%	12.75%
08-18 年复合增速	1.96%	-	-	-
单公里周转量 (万人公里)	10184	6715	-	-
单公里客运量 (万人次)	31	14.6	-	-
客座率	66.40%	78.34%	81.64%	77.12%

资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

京沪高铁单位运量不及东海道新干线，但线路却更为繁忙。东海道新干线日均发送 373 次列车，京沪高铁全线日均发送 473 次列车，其中本线仅发送 108 次。由于跨线列车仅经过京沪高铁部分路段，致使京沪高铁全线平均运距 466 公里，仅占全线里程的 35%，而东海道新干线平均运距 323 公里，占全线里程的 58%。

由此可见，京沪高铁线路繁忙而单位周转量却不及东海道新干线的主要原因是跨线列车占用了大量线路的使用时间，而运距却比较短。虽然繁忙路段已经接近运能极限，但是空闲路段还有较大闲置运能。

表 6、日均开行列车对比

	东海道新干线	京沪高铁	京沪本线	京沪跨线
日均车次	373	473	108	365
全线开行列车占比	67%	-	72%	28%
平均运距 (公里)	323	466	640	415
占总里程比例	58%	35%	49%	32%

资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

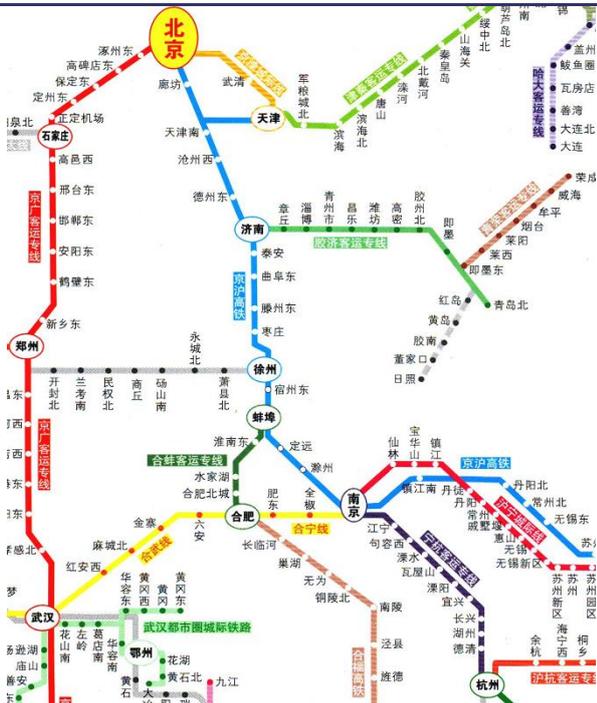
虽然线路繁忙，京沪高铁的运量增长空间仍然十分可观：

徐州-蚌埠是京沪高铁最繁忙的路段，其余路段相对空闲。徐州东站西连徐兰高铁，连接着大量来自西北的列车，蚌埠南站连接合蚌客专，从而连接合福高铁、合武线、合宁线等线路，周边没有可以替代的高铁线路，使得徐州东站-蚌埠南站成为京沪高铁、乃至全国最繁忙的路段。徐州东站至蚌埠南站平均每日通行约 150-180 对列车，首班车发车时间 5:52，末班车发车时间 21:00，平均间隔时间 5

分钟左右，个别班次最小间隔时间 4 分钟，目前 CTCS-三级列控系统可以满足最小追踪时间 3 分钟，距离极限尚有空间。此外，除了南京南站-徐州东站以外的路段目前较为空闲，可以至少再容纳约 50 对列车。

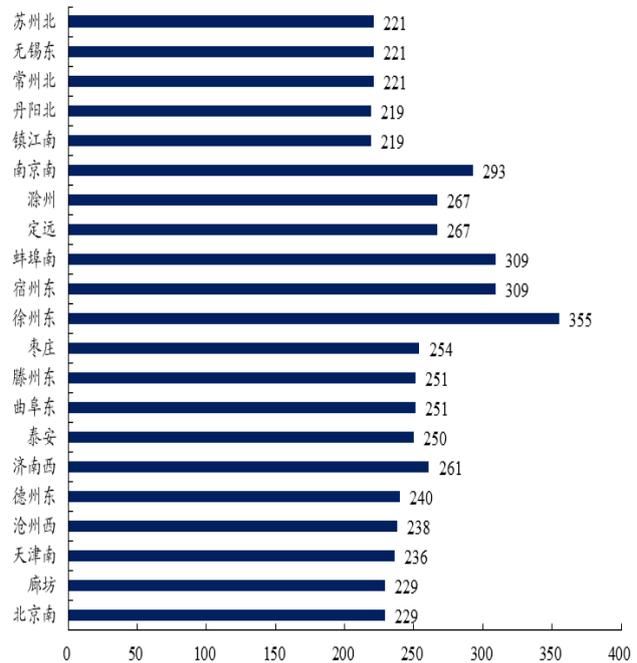
商合杭高铁预计 2020 年将通车，是沟通中原地区、安徽省与长三角地区的快速客运通道，对构建华东地区南北向第二客运通道和完善区域路网具有重要意义，随着商合杭高铁的通车，将极大地缓解京沪高铁，特别是最繁忙路段的客运压力，为全线列车的车次腾出空间，提升线路使用率。

图 24、中国高铁路网图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、京沪高铁各区段日均通行列车



资料来源：12306，兴业证券经济与金融研究院整理
注：上海虹桥、昆山南站受沪宁线影响较大，难以统计。

根据京沪高铁本线列车（全线运营部分）的车型情况统计，目前仅有 26% 的列车是复兴号 17 节编组列车，这意味着京沪高铁的单列列车载客人数还有很大的提升空间。此外，复兴号列车开行全程的时间比和谐号列车短 30 分钟，列车周转效率更高。而目前京沪本线 35% 的列车是运营速度较慢的和谐号动车组列车。因此无论从速度上，还是单列载客人数上，京沪高铁的运能都有提升空间。

表 7、京沪本线（全线开行）列车型号统计

型号	每列车辆数	日均列数	占比
复兴号 350km/h	17 节（1283 人）	20	26%
	16 节（1193 人）	16	21%
	8 节（576 人）	4	5%
和谐号 310km/h	16 节	25	32%
	8 节	2	3%
未披露	-	10	13%
合计	-	77	100%

资料来源：携程，兴业证券经济与金融研究院整理

根据我们测算，假设京沪高铁各车型比例不变，全线运行密度提升至徐州段水平，运能可从 1136 亿人公里提升至 1692 亿人公里，提升约 49% 的运能。假设京沪高铁全线运行列次不变，全部更换 17 节编组列车，运能可从 1136 亿人公里提升至 1565 亿人公里，提升约 38% 的运能。假设全部更换 17 节编组列车且全线运行密度提升至徐州段水平，运能可达 2191 亿人公里，提升幅度达 93%。

表 8、京沪全线运能测算

	运能（亿人公里）	提升幅度	车次级别假设	运行列次假设
目前运能	1136		8 节编组 35%，16 节编组	实际情况
极限运行密度	1692	49%	50%、17 节编组 15%	全线日均 355 列
全部 17 节编组	1565	38%		实际情况
极限运能	2191	93%	100%17 节	全线日均 355 列

资料来源：12306，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设目前徐州段全线日均 355 列已经达到极限运行密度。

4.3 日本铁路定价体系成熟，京沪有望价改

收入受客运价格和客运周转量两个因素影响，东海道新干线票价远高于京沪高铁。2018 年，东海道新干线和京沪高铁分别实现客运收入 837 亿元、312 亿元，分别实现单公里收入 1.5 亿元、0.24 亿元，单位周转量收入分别为 1.49 元、0.35 元，东海道新干线的单位收入约为京沪高铁的 4.25 倍。

京沪高铁票价约为航空票价的 1/3，考虑机票打折仍存一定提价空间。从东京到新大阪，日本航空经济舱全价约为 1699 元，东海道新干线自由席 899 元（低端仓位），高铁价格约为机票价格一半。而从上海到北京，经济舱全价约为 1610 元，京沪高铁二等座 553 元，仅为机票的 1/3，京沪的票价依旧极具竞争力，有提价空间。此外，高铁出行方式更为便捷，且班次运行时间间隔等于航班，而航空出行的值机、安检、登机流程相对繁琐，因此人们逐渐青睐高铁出行。

表 9、客运收入及票价对比

东海道新干线		京沪高铁	
收入对比			
客运收入 (亿元)	837	客运收入 (亿元)	312
单公里收入 (万元)	15148	单公里收入 (万元)	2367
单位周转量收入 (元)	1.49	单位周转量收入 (元)	0.35
人均 GDP (万美元)	3.93	人均 GDP (万美元)	0.98
航空、高铁票价对比 (元)			
自由席票价	899	二等座票价	553
单公里自由席票价 (元/公里)	1.63	单公里二等座票价 (元/公里)	0.42
指定席票价	954	一等座票价	933
绿色车厢票价	1269	商务座票价	1748
大阪-东京机票经济舱(最低折扣)	555	上海-北京机票经济舱(最低折扣)	730
大阪-东京机票经济舱(二档折扣)	934	上海-北京机票经济舱(二档折扣)	1040
大阪-东京机票经济舱	1699	上海-北京机票经济舱	1610
大阪-东京机票头等舱	2413	上海-北京机票公务舱	6190
运行情况对比			
新干线平均开行时间	2h 30min	高铁平均开行时间	5h 34min
新干线平均间隔	5min	高铁平均间隔	19min
平均飞行时长	1h 10min	平均飞行时长	2h 26min
平均班次间隔	15min	平均班次间隔	19min

资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

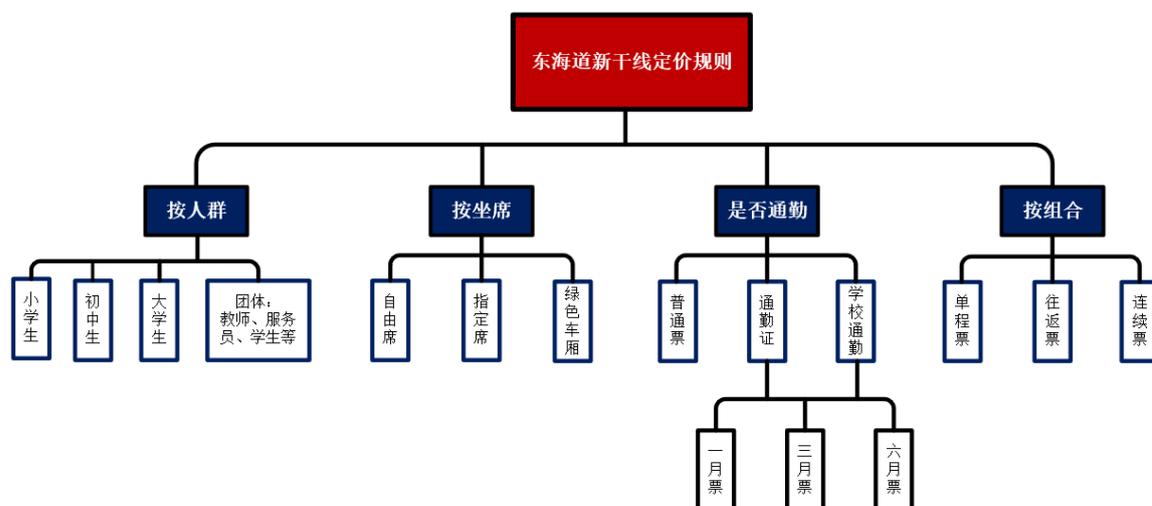
注：(1) 机票价格和铁路票价均选用 2020 年 5 月 2 日价格，运行情况按同日运行情况统计；

(2) 大阪-东京选用日本航空报价，上海-北京选用东方航空报价。

我国铁路定价方式单一，而日本铁路票价体系成熟。我国高速铁路定价沿用普通铁路的定价方法——成本定价法，票价只与车次级别相关。高铁二等座票价约为 0.42 元/公里，一等座约为 0.71 元/公里，商务座约为 1.33 元/公里。

日本新干线的票价系统则十分成熟且灵活，票价由基本票价和附加票价两部分组成。附加票价是比一般铁路高出的行驶速度、节省的旅行时间、优质服务所收取的费用。此外，针对不同的人群、不同的坐席、不同的乘车区间等进行差异化定价，还推出了通勤票、团体票、旅行套票等丰富的票种。多样化的定价方式可以满足不同消费群体的需求，更为合理，值得借鉴。

图 26、东海道新干线定价方式



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

日本铁路公司拥有车票的制定权和调整权，根据乘客平均日工资的变化进行调整。1964 年以来，受通胀影响，东海道新干线早期进行了 17 次票价调整，历次票价调整均呈逐渐增长的趋势。调整的依据主要是市场的不断变化和乘客的收入状况，1975 年以后客运票价基本与单日工资维持在 1:1 的比例。

从企业享有定价权到逐渐使用定价权需要经历磨合期。虽然铁路运营公司早已拥有定价权，但过去 20 年鲜有铁路企业调整价格，近年来调价申请逐渐增多。2019 年 10 月日本即将上调消费税，各大铁路纷纷向国土交通省提交上涨客运费的申请。2019 年中日本公司计划将东海道新干线指定席票价从约 936 元提高至约 954 元，同时由于日本铁路票价的多样性，价格调整的针对性和灵活性更强，此次提价并不会影响自由席的票价。

2016 年初，我国高铁改由铁路总公司自行定价，就目前来看，定价权的转移并没有让高铁运营企业和消费者感受到差别。

图 27、东海道新干线票价与日工资比

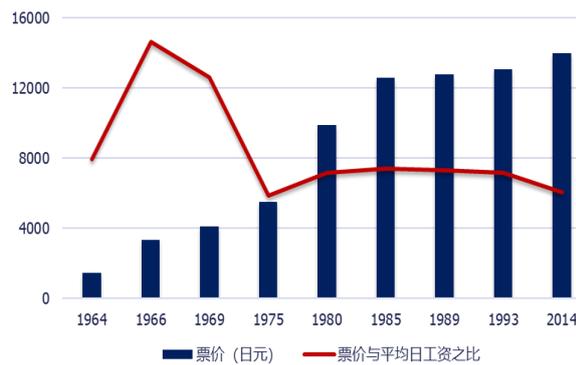
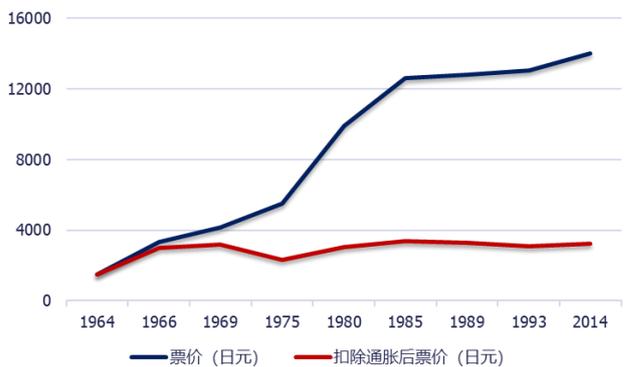


图 28、东海道新干线扣除通胀前后票价



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

随着定价机制的成熟，未来京沪高铁存在实现分时段定价或分段定价等多样化定价政策的可能性。通过对提价进行敏感性分析，我们发现假设京沪高铁本线票价提升 10%，跨线收入和相应费用也同步提升 10%，则营业收入将从 331 亿元提升至 363 亿元，净利润将从 119 亿元提升至 136 亿元，业绩增厚 14%。

综合各种假设情况，若京沪高铁提价 10%，营业收入约可提升 5%-10%，净利润可提升 4%-20%。无论在哪一种假设条件下，提价对京沪高铁业绩的提升效果都是比较可观的。

表 10、提价敏感性分析（按照 2019 年中性假设为基数计算）

假设 (亿元)	营业收入	营业成本	营业利润	净利润	业绩提升
不提价	331	171	159	119	-
本线提价 10%，跨线不提价，可变成本增长 10%	347	181	166	125	4.39%
本线提价 10%，跨线不提价，成本不增长	347	172	175	131	9.71%
本线提价 10%，跨线提价 10%，可变成本增长 10%	363	181	182	136	14.38%
本线提价 10%，跨线提价 10%，成本不增长	363	173	190	143	19.70%

资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：折旧、维修等固定成本及能源费用不变，其他为可变成本。

4.4 成本对比：京沪高铁单位成本较低

中日本公司的客运成本主要为折旧、人力、养护费用、能源等，分别占比 24%、23%、18%、5%。京沪高铁的业务模式是向铁路局租借列车、司机、乘务员等，通过调整拆分后，京沪高铁的成本主要为折旧（含动车组使用费）、能源、人力、养护费用等，占比分别为 48%、17%、15%、10%。

单位周转量成本来看，中日本的人力费用高达 0.19 元/人公里，而京沪高铁人力成本仅 0.04 元/人公里，在人力费用上京沪高铁有着绝对的成本优势。京沪高铁单位折旧费用仅 0.14 元/人公里，中日本 0.2 元/人公里。养护费用上，中日本也远

高于京沪高铁。整体来看，京沪高铁单周转量成本为 0.29 元/人公里，中日本单周转量成本为 0.83 元/人公里，受益于国内相对低廉的人工成本和铁路建设成本，京沪高铁单位成本更低。

表 11、单位成本对比

京沪高铁	占比	单公里成本(万元)	单周转量成本(元)	中日本	占比	单公里成本(万元)	单周转量成本(元)
折旧+动车使用费	48%	599	0.14	折旧摊销	24%	636	0.20
人力	15%	183	0.04	人力	23%	591	0.19
能源	17%	207	0.05	能源	5%	142	0.04
基础设施+维管+保障	10%	122	0.03	养护	18%	462	0.15
税金及附加	0%	2	0.00	税金	5%	139	0.04
其他	15%	130	0.03	其他	25%	651	0.21
合计		1243	0.29	合计		2620	0.83

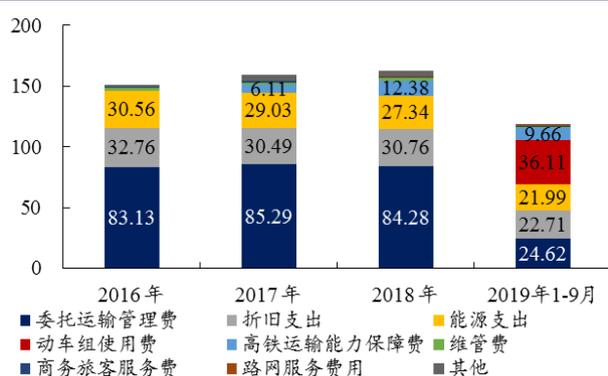
资料来源：招股说明书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：（1）采用京沪高铁和中日本 2018 年运营数据计算；

（2）人力成本包含管理费用和直接生产人员工资及附加费用。

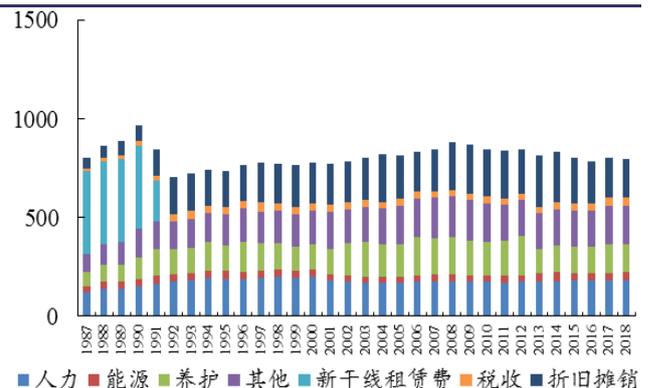
两家公司的成本较为稳定，增速低于收入增速。2016-2018 年，京沪高铁营业成本分别为 151 亿元、159 亿元、163 亿元，同比增速分别为 5.23%、2.28%，低于营业收入增速，呈小幅度增长趋势。2018 年，中日本客运成本为 0.77 万亿日元，近 10 年复合增速为-1%。随着线路开通年限的增加，规模效应的显现，人力资源的合理分配，中日本公司的客运成本小幅下降。同时，两家公司成本的增速低于收入的增速，意味着利润率的提高。

图 29、京沪高铁营业成本（亿元）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、中日本客运成本（十亿日元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债率不断下降，财务费用逐年减少。京沪高铁现金流充沛，随着过去几年逐步偿还借款，资产负债率从 2016 年的 22.53% 下降至 2019 年 Q3 的 14.62%。财务费用逐年减少，2016-2018 年，公司财务费用分别为 18.7 亿元、12.2 亿元、11.7 亿元，其中利息费用分别为 19.2 亿元、14.2 亿元、12.6 亿元。2016 年以前，

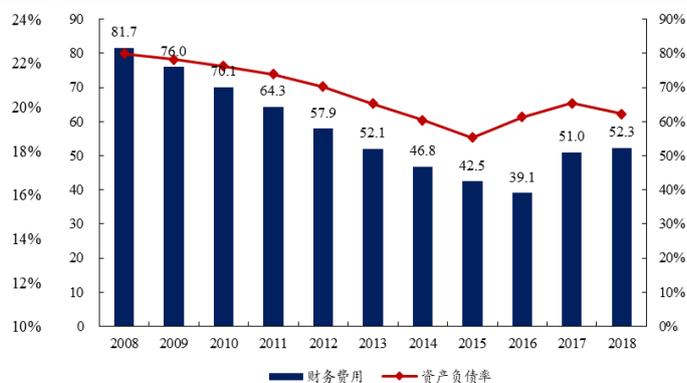
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中日本公司资产负债率及财务费用逐年降低，近年为了新建中央新干线借入长期负债，财务费用稍有回升，总体处于历史低位。

图 31、京沪高铁财务费用（亿元）及资产负债率



图 32、中日本财务费用（亿元）及资产负债率



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5 京沪高铁高利润率，低负债率，成就长期优质资产

过去 10 年，中日本公司业绩大幅增长，复合增速达 13%。1) 营业利润增长 212 亿元，复合增速达 6%，占归母净利润增量的 105%，其中东海道新干线周转量的稳定增长带动营业收入提升 200 亿元，贡献 98% 的营业利润增长，东海道新干线的折旧、养护费用均有所下降，导致公司营业成本小幅下降，贡献 6% 的业绩增长。2) 从费用及营业外收支来看，一方面，资产负债率逐渐降低，利息费用大幅减少。另一方面，2008 年、2009 年公司铁路设施应付账款（新干线联合研发费用）大幅增加，带来大量营业外开支，近年营业外开支逐渐稳定。

表 12、中日本历史业绩增长

亿元	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR	累计增长	增长影响占比
营业收入	1018	963	974	977	1027	1071	1084	1126	1139	1181	1217	2%	200	74%
新干线收入	690	631	648	655	693	722	741	772	785	812	837	2%	148	55%
其他收入	328	332	326	322	334	349	343	354	353	369	380	1%	52	19%
营业成本	770	773	748	736	751	750	755	752	737	752	757	0%	-13	5%
折旧成本	156	160	156	156	145	169	166	147	137	129	125	-2%	-31	11%
养护费用	121	115	112	116	127	81	89	85	87	94	91	-3%	-30	11%
客运-人力成本	113	112	112	110	112	113	115	116	116	116	116	0%	4	-1%
其他成本	380	386	367	353	367	388	386	403	397	412	424	1%	44	-16%
营业利润	248	190	226	241	276	321	328	375	401	429	460	6%	212	79%
利息费用	82	76	70	64	58	52	47	42	39	51	52	-4%	-29	11%
其他营业外支出	30	11	13	11	10	12	11	6	2	6	5	-17%	-25	9%
营业外收入	-5	-4	-5	-5	-5	-5	-7	-5	-5	-6	-7	3%	-2	1%
经常利润	141	107	148	171	213	262	277	331	365	378	410	11%	269	100%
非经常项目	3	3	3	0	1	1	15	2	3	14	2	-7%	-2	1%
EBT	138	104	146	171	211	261	262	329	363	364	408	11%	270	100%
税收	60	48	62	70	85	93	88	107	104	119	124	7%	64	-
递延所得税	-4	-5	-4	13	-6	-1	8	8	5	-8	-4	-2%	1	-
净利润	82	61	88	88	132	169	166	214	254	253	288	13%	206	-
归母净利润	82	59	87	86	130	166	171	219	255	256	284	13%	203	-

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

京沪高铁客运成本较低，息税前利润率达 48%。京沪高铁仅运营高铁业务，净利润率达 33%，息税前利润率达 48%，而中日本公司除了新干线客运，还运营着普通线、地产、零售等利润率较低的业务，因而整体净利润率为 23%，息税前利润率仅 38%。若只考虑旅客运输业务，则息税前利润率高达 46%，与京沪高铁相差不大。

中日本公司资产营运效率更高。中日本公司和京沪高铁的固定资产周转率分别为 0.41 倍、0.23 倍，总资产周转率分别为 0.21 倍、0.18 倍。主要是由于中日本公司的收入规模较大，2018 年中日本营业收入达 1217 亿元，约为京沪高铁的 4 倍。

近年京沪高铁成长速度更快。近 3 年，京沪高铁营业收入、营业利润（加回利息支出）、归母净利润复合增速分别为 9%、14%、13%，中日本公司营业收入、营业利润、归母净利润复合增速分别为 3%、7%、9%。京沪高铁开通时间较短，成长速度十分快。

表 13、财务指标对比

指标	中日本	京沪高铁
偿债能力	流动比率	5.58
	资产负债率	62%
	净资产收益率	13%
盈利能力	总资产报酬率	8%
	销售净利率	23%
	EBIT Margin	38%
营运能力	固定资产周转率	0.41
	总资产周转率	0.21
成长能力 (3年复合增速)	营业收入	3%
	营业利润	7%
	归母净利润	9%

资料来源：招股说明书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：采用京沪高铁和中日本 2018 年数据；为使两家公司可比，京沪高铁营业利润加回利息费用。

京沪高铁总资产收益率为 8.39%，中日本公司 7.79%，而中日本公司 ROE 高达 13.4%，京沪高铁仅 7%。从杜邦分析法看，京沪高铁财务杠杆仅 1.21 倍，资产负债率仅 15.62%，而中日本公司财务杠杆 2.29 倍，资产负债率 62.26%，是导致京沪高铁 ROE 偏低的主要原因。财务杠杆过高会带来财务风险，但是合理的财务杠杆可以为企业的发展提供动力。长远来看，京沪高铁未来新建项目、收购资产、发展业务的空间十分广阔。

表 14、杜邦分析法

	中日本	京沪高铁
Return on Equity	13.4%	7.0%
Net Margin	23.0%	32.9%
Tax Burden	68.6%	75.0%
Interest Burden	88.8%	92.1%
EBIT Margin	37.8%	47.6%
Asset Turnover	0.21	0.18
Financial Leverage	2.79	1.21

资料来源：招股说明书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

采用京沪高铁和中日本 2018 年财务数据

5、多元业务或可成为京沪高铁的业绩助力

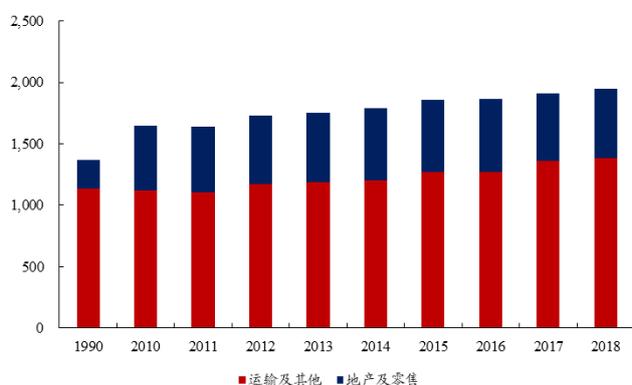
5.1 东日本公司不断扩大商业版图，获得业绩增长新动力

东日本公司的多元业务主要包括地产和零售业务，其中地产板块的主要收入来源是购物中心、办公楼的租赁和酒店运营，零售板块主要收入来源是车站的餐饮及零售业务。东日本公司的多元业务规模和业务收入均领先其他铁路公司，2018 年，东日本公司地产和零售收入达 564 亿元，营业利润达 78 亿元，占公司营业利

润的 27%。

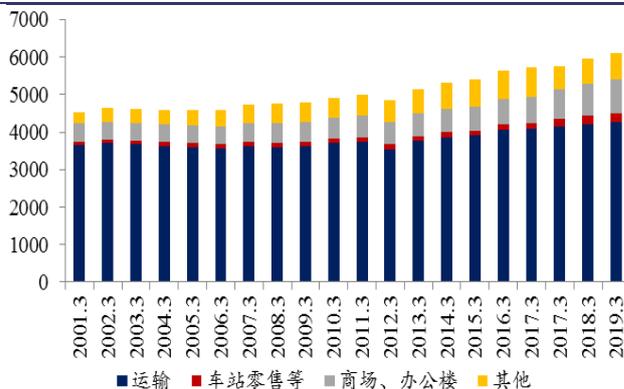
持续扩张商业版图，地产和零售业务资产规模不断扩大，销售收入逐年增长。1990 年，东日本公司的地产及零售业务销售收入仅 230 亿元，占总销售收入的 17%，2018 年地产及零售业务收入增长至 564 亿元，占比扩大至 29%。虽然业务逐渐成熟，东日本公司并没有停下扩张的脚步。2001 年 3 月-2017 年 3 月，公司零售资产从 85 亿元扩大至 146 亿元，商场、办公楼从 479 亿扩大至 713 亿元，以酒店为主的其他类资产从 299 亿元扩大至 790 亿元，多元业务的资产占比从 19% 提升至 29%。

图 33、东日本公司销售收入分布（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、东日本公司资产分布（亿元）

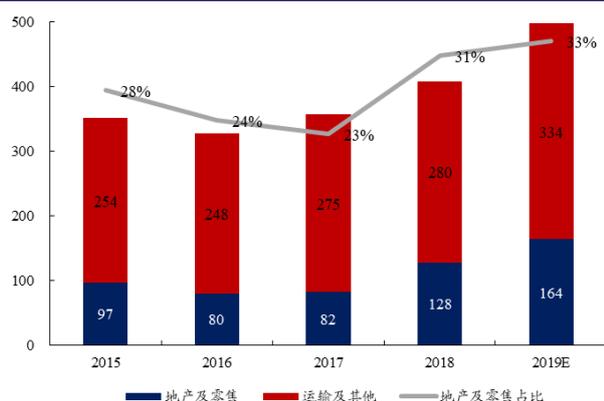


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2016 财年业务重新分类

多元业务投资额不断提升，地产业务加速扩张。公司在保证主业得以充分发展的基础上，逐渐增加多元业务投入。多元业务投入从 2017 年的 82 亿元增加到 2019 年的预计 164 亿元，占总投资额比重提升 8 pct 至 31%。

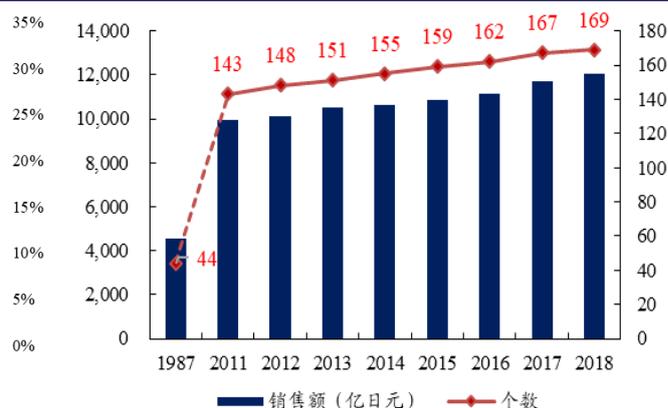
地产业务板块，公司的主要从事房产租赁和少量经营开发活动，地产资产主要包括购物中心、办公楼、酒店等。公司经营的购物中心和办公楼出租业务规模不断扩展，购物中心自 1987 年以来，由最初的 44 个增长为 169 个，销售额累计增长 165.4%；办公楼可供出租面积从 1987 年 0.6 万平方米增长至 19 年的 38 万平方米。自营酒店的品牌知名度不断提升，酒店数量达 59 家，客房数量达 7420 间。

图 35、东日本公司投资额（亿元）



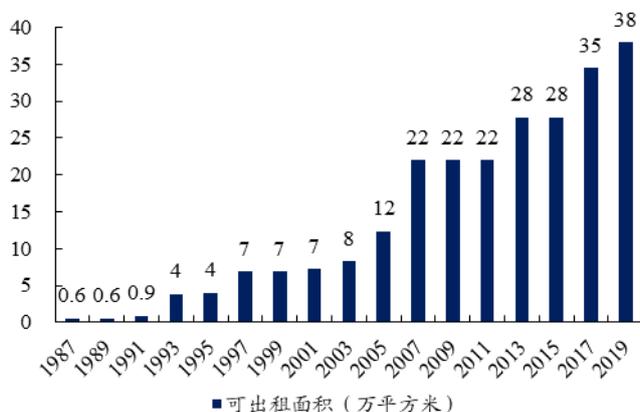
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、东日本公司购物中心销售额及个数



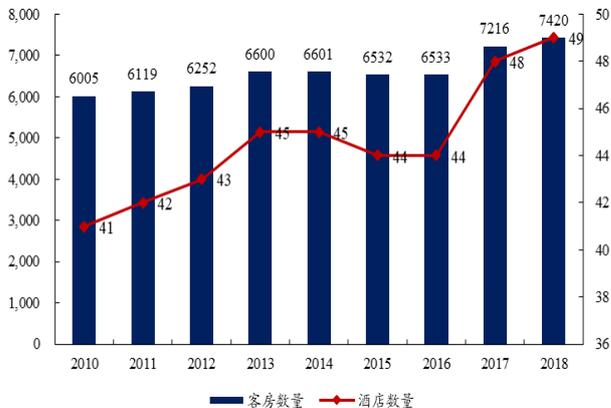
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、东日本公司办公楼可出租面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、东日本公司客房数量和酒店数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的零售业务主要覆盖车站商铺出租和自营零售两大类。公司建立了 Dila 和 Ecute 两大品牌，邀请各类知名商铺入驻，目前东京、新宿、上野、大宫、仙台车站分别有店铺 71 家、47 家、60 家、62 家、95 家；自营零售以 NewDays 便利店和自动贩卖机为主，2018 年便利店数量达到 492 家，年销售额约 66 亿元，自动贩卖机达到 10320 台，创新型自动售货机达到 400 台。此外，公司在新干线车厢内设置广告屏幕 2.8 万面，在车站设立 506 面，实现广告业务收入约 7711 万元。

表 15、公司零售业务介绍

业务类型		业务介绍	
	品牌	主要车站	店铺数量
车站商铺	Dila	东京	71
		新宿	47
		上野	60
		大宫	62
		仙台	95
零售（自营）	NewDays 便利店	商店数量 492; 年销售额约 66 亿元	
	自动贩卖机	自动售货机 10320 台; 创新型自动售货机 400 台	
广告	收入 7711 万元	新干线屏幕数	28000 面
		车站屏幕数	506 面
	健身房	23 家	

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理
采用东日本公司 2018 年年报披露数据

5.2 京沪高铁多元业务发展前景分析

车站资产和客流量是东日本公司多元业务成功的前提条件。公司拥有 1655 个车站，其中客流量排名前五的车站分别为新宿站、池袋站、东京站、横滨站、品川站，日均客流量分别为 158 万人、113 万人、93 万人、85 万人、77 万人。

京沪高铁拥有 24 个车站，其中客流较大的车站有北京南站、上海虹桥站、南京南站和济南西站，可供出租的商业面积分别为 1.58 万平方米、1.69 万平方米、2.68 万平方米、0.7 万平方米。预计可获得租金收入约 10.22 亿元。京沪高铁的招股说明书中尚未明确车站的商铺是否划入公司，但从利润表来看没有相应的收入。

此外，基于京沪高铁既有的客流优势，车站和列车上的广告投放、车站附近的办公楼租赁、购物中心租赁等业务，也可成为京沪高铁未来持续发展的方向。

表 16、京沪高铁四大车站租金收入测算

	商用面积（平方米）	单位租金（元/天/平方米）	预计租金收入（亿元）
北京南站	15786	65	3.75
上海虹桥	16910	65	4.01
南京南站	26750	20	1.95
济南西站	7000	20	0.51
合计	66446	-	10.22

数据来源：高德地图，兴业证券经济与金融研究院整理

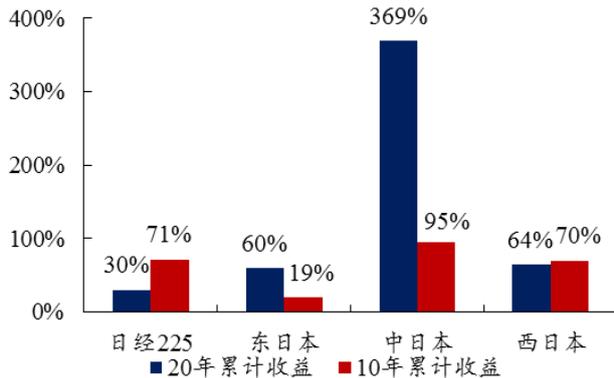
6、估值分析

6.1 日本铁路市场表现

过去 20 年，日经 225 指数累计涨幅 30%，三家公司均跑赢大盘。中日本累计涨幅 369%，年化收益率达 8%，年化超额收益率达 6.7%，西日本累计涨幅 64%，年化收益率 2.5%，年化超额收益率 1.2%，东日本累计涨幅 60%，年化收益率 2.4%，年化超额收益率 1.1%。分阶段看，前十年（1998.3-2008.3）三家公司均跑赢大盘，东日本、中日本、西日本超额收益率分别达 5.7%、11.9%、2.4%，后十年（2008.3-2018.3）仅中日本跑赢大盘 1.4%。过去 10 年，日经 225 指数累计涨幅 71%，中日本累计涨幅 95%，为三家日本铁路客运公司中涨幅最大的公司。

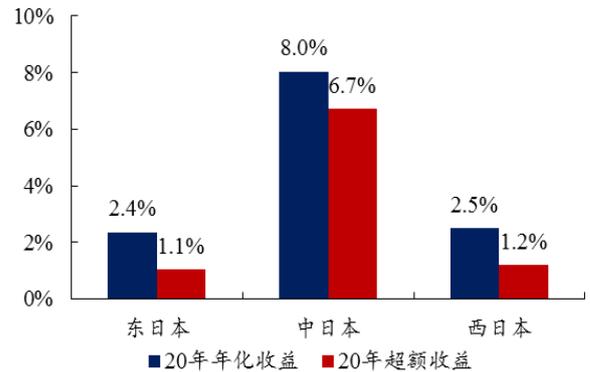
整体来看，三家公司股价表现稳健，中日本领跑，高股价的背后是业绩的稳健增长和稳定的分红派息政策。

图 39、日本铁路公司股价累计收益



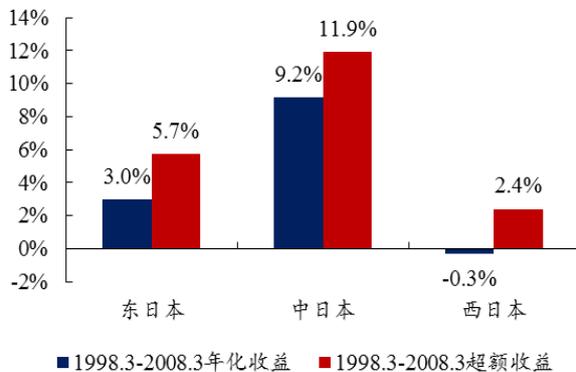
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：基于各公司 1998.3-2018.3 不复权股价计算

图 40、1998.3-2018.3 年化收益及超额收益



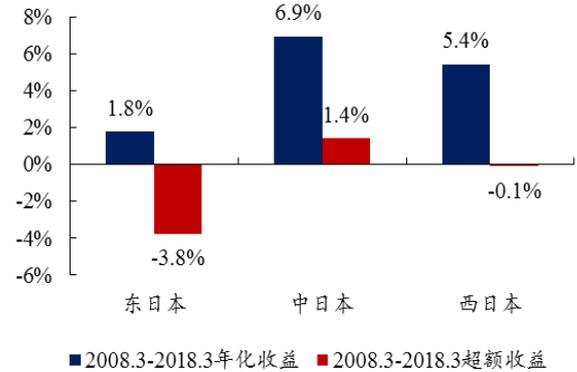
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、1998.3-2008.3 年化收益及超额收益



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：基于各公司 1998.3-2018.3 不复权股价计算

图 42、2008.3-2018.3 年化收益及超额收益

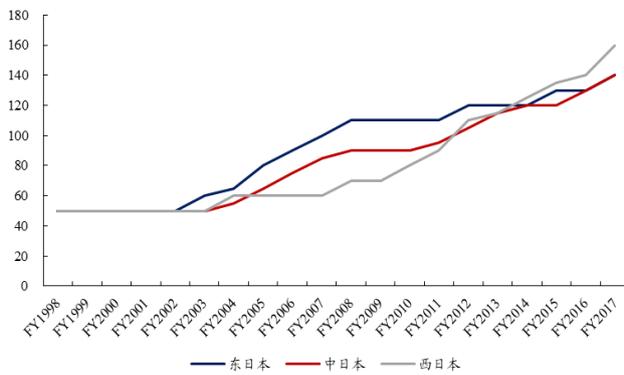


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三家公司均保持着分红额的稳定增长。西日本公司每股股利从 1997 年的 50 日元/股增长至 2017 年的 160 日元/股，中日本公司和东日本公司从 1997 年的 50 日元/股增长至 140 日元/股。

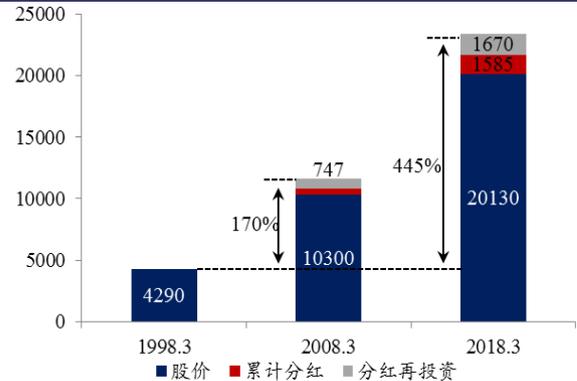
1998 年 3 月-2018 年 3 月，中日本公司不复权股价从 4290 日元上涨至 20130 日元，绝对股价上涨 15840 日元，期间累计分红额达 1585 日元，考虑到分红再投资收益，则整体每股收益为 19095 日元，累计收益率达 445%，其中分红贡献占比 8.3%，股价增长贡献占比 83%，分红再投资收益贡献占比 8.7%。而东日本和西日本情况较为相似，东日本同期累计收益率达 100%，其中分红、股价增长、分红再投资收益分别贡献占比 28.3%、59.4%、12.3%；西日本同期累计收益率达 118%，其中分红、股价增长、分红再投资分别为投资者提供 28.6%、54.4%、17%的收益。

图 43、每股股利（日元）



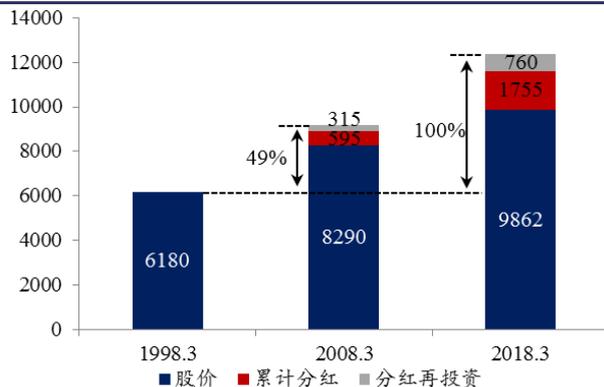
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、中日本公司累计每股回报拆分（日元）



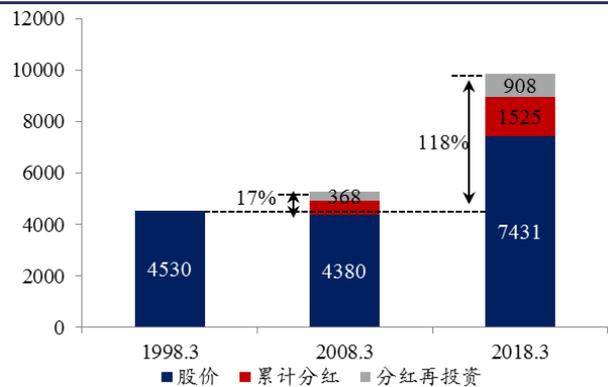
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、东日本公司累计每股回报拆分（日元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、西日本公司累计每股回报拆分（日元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

股息率是稳健型投资者最为关注的指标，同时也是铁路行业投资人最常用的估值方式。2008-2018 年，日本十年期国债平均收益率仅为 0.66%，东日本、中日本、西日本公司 10 年平均股息率分别为 1.6%、1.0%、2.3%，可覆盖十年期国债。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

且近 20 年，三家公司的股息率呈现稳定增长的趋势，而日本十年期国债收益率却呈现下降趋势，因而相对超额收益率在不断扩大。

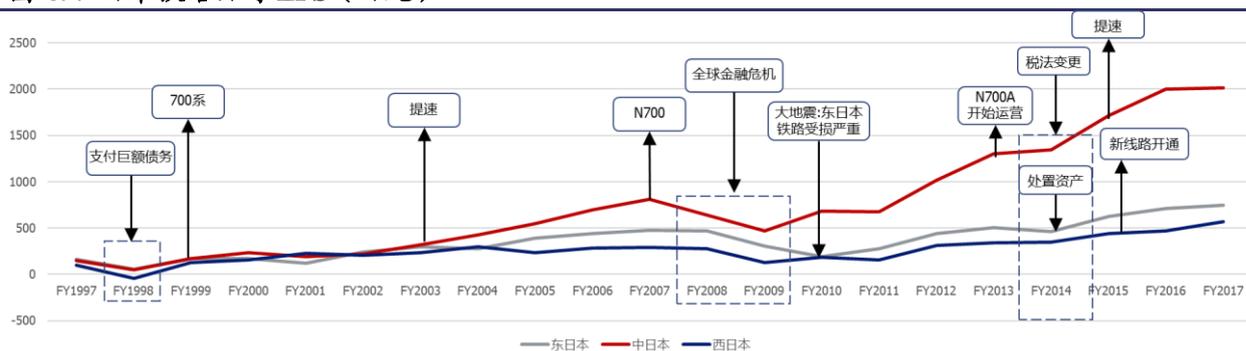
表 17、股息率

	东日本		中日本		西日本		日本十年国债利率
	股息率	分红率	股息率	分红率	股息率	分红率	
FY2009	1.7%	36%	1.3%	19%	2.2%	55%	1.40%
FY2010	2.4%	57%	1.4%	13%	2.5%	44%	1.26%
FY2011	2.1%	40%	1.4%	14%	2.7%	59%	0.99%
FY2012	1.6%	27%	1.1%	10%	2.4%	35%	0.56%
FY2013	1.6%	24%	1.0%	9%	2.7%	34%	0.64%
FY2014	1.2%	26%	0.6%	9%	2.0%	36%	0.40%
FY2015	1.3%	21%	0.6%	7%	1.9%	30%	-0.05%
FY2016	1.3%	18%	0.7%	7%	1.9%	30%	0.07%
FY2017	1.4%	19%	0.7%	7%	2.2%	28%	0.04%
FY2018	1.4%	19%	0.6%	6%	2.1%	33%	-0.08%
10 年平均股息率	1.6%	-	1.0%	-	2.3%	-	0.66%
假设从 2008.3 持有 10 年	1.4%	-	1.0%	-	2.3%	-	-

资料来源：Bloomberg，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1997-2017 年，东日本公司的 EPS 从 166 日元增长至 749 日元，中日本 EPS 从 146 日元增长至 2015 日元，西日本 EPS 从 100 日元增长至 571 日元。过去 20 年来看，三家公司的业绩主要受宏观经济、相关政策、车辆升级、运行速度提升等因素的影响。二十一世纪以来，除了 08 年全球金融危机和 10 年日本大地震的影响，整体来看三家公司的业绩进入了增长的快车道。

图 47、日本铁路公司 EPS (日元)

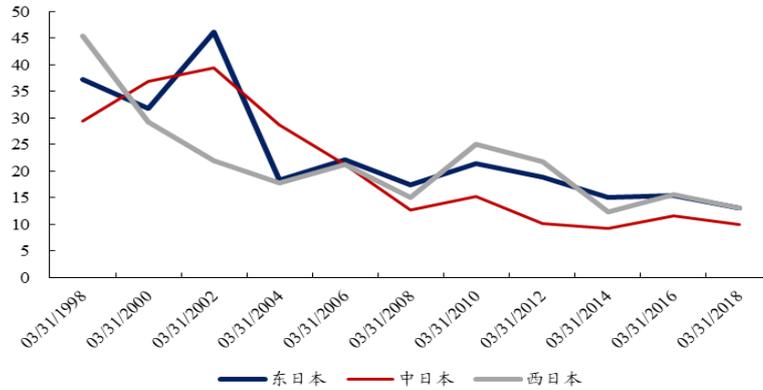


资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

过去 20 年，三家公司的静态市盈率呈下降趋势。东日本公司从 1998 年 3 月 31 日的 37 倍降至 2018 年 3 月 31 日的 13 倍，中日本公司从 1998 年的 29 倍降至 2018 年的 10 倍，西日本公司从 1998 年的 45 倍降至 2018 年的 13 倍。一方面，三家公司分别于 1993、1997、1996 年上市，临近上市日期，估值处于较高位置。

另一方面，随着线路开通时间的增加，线路老化，运量接近极限，铁路公司的可持续发展受到投资者的质疑，因此压制了股价的增长。

图 48、日本铁路公司市盈率（倍）



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、近二十年分阶段股价收益表现

	年复合回报率			不复权股价 年复合回报率			分红贡献占比			分红再投资贡献占比		
	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本	东日本	中日本	西日本
1998.3-2008.3	4%	10.5%	1.5%	3%	9.2%	-0.3%	19.9%	7.5%	74.1%	9.5%	10.2%	46.9%
2008.3-2018.3	3.3%	7.9%	7.4%	1.8%	6.9%	5.4%	36.5%	8.8%	21.7%	14%	7.8%	11.8%
1998.3-2018.3	3.5%	8.8%	4%	2.4%	8%	2.5%	28.5%	8.3%	28.8%	11.8%	8.7%	16.5%

数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 19、近二十年 PE 估值

	东日本		中日本		西日本	
	静态 PE	静态 PB	静态 PE	静态 PB	静态 PE	静态 PB
1998.3.31	37.3	3.2	29.4	2.0	45.5	2.7
2008.3.31	17.5	2.0	12.7	2.5	15.1	1.3
2018.3.31	13.2	1.3	10.0	1.3	13.0	1.3
2020.2.21	11.8	1.1	9.2	1.2	16.2	1.4

资料来源：Bloomberg，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、近二十年归母净利润复合增速

	东日本	中日本	西日本
1998-2008 财年	23.9%	27.8%	9.6%
2008-2018 财年	4.7%	13.3%	6.5%
1998-2018 财年	13.9%	20.3%	8.1%

资料来源：Bloomberg，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1998 财年西日本亏损，因此相关复合增速采用 1997 财年归母净利润计算。

6.2 京沪高铁 DCF 估值

根据市场环境和历史数据，基于 DCF 估值模型，我们分别对京沪高铁（不含京福公司）在乐观、中性、悲观的假设条件下进行了利润和股权价值预测。考虑到 2020 年初事件冲击影响，模型假设在 2、3 月份京沪高铁本线和跨线运量下滑 60%，4 月开始恢复正常。

表 21、京沪高铁 DCF 估值模型主要假设

假设	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续增长
乐观	本线运量增速	4%	-6%	14%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	
	跨线运量增速	10%	-1%	22%	8%	8%	8%	5%	5%	5%	0%
	提价幅度				15%			10%			
中性	本线运量增速	1%	-9%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
	跨线运量增速	10%	-1%	22%	6%	6%	6%	3%	3%	3%	0%
	提价幅度				15%						
悲观	本线运量增速	1%	-9%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
	跨线运量增速	6%	-5%	18%	4%	4%	4%	1%	1%	1%	0%
	提价幅度							无			
主要 可变 成本	委托运输管理费	-	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	-
	高铁运输能力保障费										本线+跨线收入的 4%
	动车组使用费										按照本线运量的增速
	能源										本线跨线运量增速的加权平均（本线权重 0.67，跨线权重 0.33）
固定 成本	折旧	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	-
	摊销	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

乐观情况下，2019-2023 年预计公司归母净利润分别为 122 亿元、110 亿元、142 亿元、197 亿元、211 亿元。在资金成本为 5%、6%、7%、8%、9% 时，公司估值分别为 5885 亿元、4747 亿元、3944 亿元、3349 亿元、2892 亿元。

表 22、京沪高铁利润表及自由现金流预测-乐观预测

亿元/万次	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全线发送旅客人次	19197	20793	20282	24380	26030	27741	29581	30867	32213	33622	35098
YOY	8.4%	8.3%	-2.5%	20.2%	6.8%	6.6%	6.6%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
本线发送旅客人次	5398	5614	5255	6014	6194	6318	6444	6573	6705	6839	6975
YOY	1.9%	4.0%	-6.4%	14.4%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
跨线发送旅客人次	13799	15179	15027	18367	19836	21423	23137	24293	25508	26784	28123
YOY	11.1%	10.0%	-1.0%	22.2%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业总收入	312	335	326	385	467	492	518	591	614	637	662
旅客运输收入	158	166	158	180	213	217	221	248	252	257	262
YOY	1%	5%	-5%	14%	18%	2%	2%	12%	2%	2%	2%
提供路网服务收入	151	166	164	201	250	270	291	336	353	371	389
YOY	9%	10%	-1%	22%	24%	8%	8%	15%	5%	5%	5%
营业总成本	175	172	179	195	204	210	217	225	231	237	244
折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
YOY	1%	7%	17%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
可变成本	132	132	129	145	154	160	166	174	180	187	194
YOY	3%	-1%	-2%	12%	6%	4%	4%	5%	4%	4%	4%
归母净利润	102	122	110	142	197	211	226	275	287	300	313
EBIT	148	165	151	191	256	268	281	334	342	349	357
息前税后利润	114	125	116	146	194	203	213	253	258	264	270
加: 折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
经营现金净流量	145	158	155	185	233	243	253	293	298	304	311
减: 资本支出	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
FCFF	138	152	148	178	227	236	246	286	292	298	304

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 23、WACC 敏感性分析-乐观预测

WACC(%)	估值(单位: 亿元)
5.00%	5885.08
6.00%	4747.42
7.00%	3944.13
8.00%	3348.96
9.00%	2891.83

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

中性情况下, 2019-2023 年预计公司归母净利润分别为 119 亿元、106 亿元、136 亿元、185 亿元、195 亿元。在资金成本为 5%、6%、7%、8%、9% 时, 公司估值分别为 5144 亿元、4163 亿元、3470 亿元、2955 亿元、2559 亿元。

表 24、京沪高铁利润表及自由现金流预测-中性预测

亿元/万次	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全线发送旅客人次	19197	20631	19983	23926	25084	26308	27603	28316	29050	29805	30581
YOY	8.4%	7.5%	-3.1%	19.7%	4.8%	4.9%	4.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
本线发送旅客人次	5398	5452	4956	5561	5616	5672	5729	5786	5844	5903	5962
YOY	1.9%	1.0%	-9.1%	12.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
跨线发送旅客人次	13799	15179	15027	18366	19468	20636	21874	22530	23206	23902	24619
YOY	11.1%	10.0%	-1.0%	22.2%	6.0%	6.0%	6.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业总收入	312	331	318	372	444	461	480	539	552	565	578
旅客运输收入	158	161	150	167	194	196	198	220	222	225	227
YOY	1%	2%	-7%	12%	16%	1%	1%	11%	1%	1%	1%
提供路网服务收入	151	166	164	201	245	260	275	312	321	331	341
YOY	9%	10%	-1%	22%	22%	6%	6%	13%	3%	3%	3%
营业总成本	175	171	177	191	197	202	207	213	218	222	227
折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
YOY	1%	7%	17%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
可变成本	132	131	126	140	147	151	156	163	167	172	177
YOY	3%	-1%	-4%	11%	5%	3%	3%	4%	3%	3%	3%
归母净利润	102	119	106	136	185	195	205	245	251	257	263
EBIT	148	165	151	191	256	268	281	334	342	349	357
息前税后利润	114	125	116	146	194	203	213	253	258	264	270
加: 折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
经营现金净流量	145	158	155	185	233	243	253	293	298	304	311
减: 资本支出	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
FCFF	138	152	148	178	227	236	246	286	292	298	304

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 25、WACC 敏感性分析-中性预测

WACC(%)	估值(单位: 亿元)
5.00%	5144.25
6.00%	4163.44
7.00%	3469.86
8.00%	2955.12
9.00%	2559.07

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

悲观情况下, 2019-2023 年预计公司归母净利润分别为 115 亿元、98 亿元、122 亿元、165 亿元、170 亿元。在资金成本为 5%、6%、7%、8%、9% 时, 公司估值分别为 3892 亿元、3173 亿元、2663 亿元、2282 亿元、1989 亿元。

表 26、京沪高铁利润表及自由现金流预测-悲观预测

亿元/万次	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全线发送旅客人次	19197	20079	18910	21994	22707	23447	24215	24457	24702	24949	25198
YOY	8%	5%	-6%	16%	3%	3%	3%	1%	1%	1%	1%
本线发送旅客人次	5398	5452	4956	5561	5616	5672	5729	5786	5844	5903	5962
YOY	2%	1%	-9%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
跨线发送旅客人次	13799	14627	13954	16434	17091	17775	18486	18671	18858	19046	19237
YOY	11%	6%	-5%	18%	4%	4%	4%	1%	1%	1%	1%
营业总收入	312	324	306	351	414	425	437	442	448	453	459
旅客运输收入	158	161	150	167	194	196	198	200	202	204	206
YOY	1%	2%	-7%	12%	16%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
提供路网服务收入	151	160	153	180	215	224	233	235	237	240	242
YOY	9%	6%	-5%	18%	20%	4%	4%	1%	1%	1%	1%
营业总成本	175	171	175	189	195	199	203	207	211	215	219
折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
YOY	1%	7%	17%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
可变成本	132	130	125	138	144	148	153	157	161	165	170
YOY	3%	-2%	-4%	11%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
归母净利润	102	115	98	122	165	170	176	177	178	179	180
EBIT	148	160	141	173	229	236	243	244	244	245	246
息前税后利润	114	121	108	132	174	179	184	185	185	186	186
加: 折旧与摊销	31	33	38	39	39	39	40	40	40	41	41
经营现金净流量	145	154	147	171	213	218	224	225	226	226	227
减: 资本支出	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
FCFF	138	148	140	164	206	212	217	218	219	220	221

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 27、WACC 敏感性分析-悲观预测

WACC(%)	估值(单位: 亿元)
5.00%	3892.41
6.00%	3173.26
7.00%	2663.01
8.00%	2282.94
9.00%	1989.38

资料来源: 招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

6.3、京福安徽公司利润及估值预测

根据《京沪高速铁路首次公开发行招股意向书》披露, 预测京福安徽公司 2020-2024 年净利润分别为-11.9 亿元、-1.8 亿元、7.3 亿元、17.5 亿元、24.3 亿元。根据我们的测算, 若收购后京福安徽公司对有息债务进行还款以降低两条在建铁路转固后的财务费用, 方能实现上述预测利润。

假设京福安徽公司负债率维持现有水平, 在 DCF 估值中, 我们对公司未来营业情况分别进行了乐观、中性、悲观三种情况的假设。同时, 考虑到 2020 年初事件冲击影响, 模型假设在 2、3 月份京沪高铁本线和跨线运量下滑 60%, 4 月开始恢复正常。

表 28、京福安徽公司 DCF 估值模型主要假设

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	永续增长	
乐观	已建成项目运量增长	6%	8%	44%	20%	15%	15%	10%	10%	6%	6%	3%	3%	3%	3%		
	在建项目运量增长				20%	20%	20%	20%	15%	11%	11%	9%	9%	7%	7%	5%	1%
	提价幅度				15%												
中性	已建成项目运量增长	6%	3%	32%	15%	10%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	3%	3%	3%	3%	
	在建项目运量增长				20%	20%	20%	15%	15%	11%	11%	9%	7%	7%	5%	5%	0.5%
	提价幅度				10%												
悲观	已建成项目运量增长	6%	3%	32%	15%	10%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	3%	3%	3%	3%	
	在建项目运量增长				20%	20%	20%	15%	11%	11%	9%	9%	7%	7%	5%	5%	0%
	提价幅度								无								

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

注：郑阜铁路安徽段已于 2019 年 12 月开通，在建的商合杭铁路安徽段将于 2020 年 10 月开通。

在乐观的情况下，假设资金成本为 5%、6%、7%、8%，估值分别为 1537 亿元、943 亿元、592 亿元、363 亿元。对应京沪高铁购买的京福安徽公司 65% 的股权估值为分别为 999 亿元、613 亿元、385 亿元、236 亿元。

表 29、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-乐观预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业总收入	18	19	25	48	63	74	87	98	110	119	129	136	143	150	158	164
已建成项目收入	18	19	20	29	40	46	53	58	64	68	72	74	77	79	81	84
YOY		6%	8%	44%	38%	15%	15%	10%	10%	6%	6%	3%	3%	3%	3%	3%
在建项目收入	0	0	5	19	23	28	34	40	46	51	56	61	67	71	76	80
YOY				22.2%	20.0%	20.0%	19.3%	14.5%	11.0%	10.7%	9.0%	8.7%	7.0%	6.7%	5.0%	
营业总成本	30	30	36	70	70	70	71	71	72	73	74	75	75	76	76	77
折旧支出-建成	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
折旧支出-在建	0	0	5	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
可变成本-建成	4	4	4	6	7	8	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10
YOY		3%	5%	41%	12%	12%	12%	7%	7%	3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
可变成本-在建	0	0	3	7	7	7	8	8	9	9	10	10	11	11	12	12
YOY				0.0%	0.0%	9.1%	9.5%	7.4%	5.6%	5.7%	4.8%	4.8%	3.8%	3.8%	2.8%	
税金及附加	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
管理费用	0.2	0.2	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
财务费用	11	11	11	24	24	23	22	20	20	20	20	20	20	20	20	20
归母净利润	-12	-11	-11	-21	-7	3	12	21	28	34	41	46	51	56	61	65
经营性现金流	3	4	8	13	27	37	46	54	62	68	75	80	85	90	95	99

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 30、WACC 敏感性分析-乐观预测

WACC(%)	估值(亿元)	65%股权(亿元)
5.00%	1536.89	998.98
6.00%	942.54	612.65
7.00%	592.00	384.80
8.00%	362.72	235.77

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

在中性预测的情况下，假设资金成本为 5%、6%、7%、8%，估值分别为 1131 亿元、653 亿元、371 亿元、187 亿元。对应京沪高铁购买的京福安徽公司 65% 的股权估值为分别为 735 亿元、425 亿元、241 亿元、121 亿元。

表 31、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-中性预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业总收入	18	19	24	45	55	63	72	81	90	98	106	114	120	126	131	136
已建成项目收入	18	19	19	26	32	36	39	43	47	50	53	57	58	60	62	64
YOY		6%	3%	32%	27%	10%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	3%	3%	3%	3%
在建项目收入	0	0	5	19	23	27	33	38	43	48	53	58	62	66	69	73
YOY					20%	20%	19%	15%	15%	11%	11%	9%	7%	7%	5%	5%
营业总成本	30	30	36	68	69	69	70	70	71	72	73	73	74	74	75	75
折旧支出-建成	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
折旧支出-在建	0	0	5	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
可变成本-建成	4	4	4	5	6	6	7	7	8	8	8	9	9	9	9	9
YOY		3%	0%	29%	12%	7%	7%	7%	5%	5%	3%	3%	0%	0%	0%	0%
可变成本-在建	0	0	3	6	6	7	8	8	9	9	10	10	11	11	11	12
YOY					8%	9%	9%	7%	7%	6%	6%	5%	4%	4%	3%	3%
税金及附加	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
财务费用	11	11	11	24	24	23	22	21	21	21	21	21	21	21	21	21
归母净利润	-12	-11	-12	-23	-13	-6	2	8	14	20	25	31	35	39	42	46
经营性现金流	3	4	8	11	20	28	36	42	48	54	59	64	68	73	76	80

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 32、WACC 敏感性分析-中性预测

WACC(%)	估值(亿元)	65%股权(亿元)
5.00%	1131.27	735.32
6.00%	653.08	424.51
7.00%	371.19	241.27
8.00%	186.90	121.48

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

在悲观预测的情况下，假设资金成本为 5%、6%、7%、8%，估值分别为 817 亿元、464 亿元、244 元、95 亿元。对应京沪高铁购买的京福安徽公司 65% 的股权估值为分别为 531 亿元、302 亿元、159 亿元、61 亿元。

表 33、京福安徽公司利润表及自由现金流预测-悲观预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业总收入	18	19	24	45	52	60	68	77	84	92	99	106	112	117	122	127
已建成项目收入	18	19	19	26	29	32	36	39	42	46	48	51	53	55	56	58
YOY	0%	6%	3%	32%	15%	10%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	3%	3%	3%	3%
在建项目收入	0	0	5	19	23	27	33	38	42	46	50	55	59	63	66	69
YOY					20%	20%	19%	15%	11%	11%	9%	9%	7%	7%	5%	5%
营业总成本	30	30	36	68	69	69	70	70	71	72	73	73	74	74	75	75
折旧支出-建成	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
折旧支出-在建	0	0	5	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
可变成本-建成	4	4	4	5	6	6	7	7	8	8	8	9	9	9	9	9
YOY	0%	3%	0%	29%	12%	7%	7%	7%	5%	5%	3%	3%	0%	0%	0%	0%
可变成本-在建	0	0	3	6	6	7	8	8	9	9	9	10	10	11	11	11
YOY					8%	9%	9%	7%	5%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
税金及附加	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
财务费用	11	11	11	24	24	23	22	21	21	21	21	21	21	21	21	21
归母净利润	-12	-11	-12	-23	-16	-9	-1	5	10	15	20	25	28	32	35	39
经营性现金流	3	4	8	11	17	24	32	39	44	49	53	58	62	66	69	73

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 34、WACC 敏感性分析-悲观预测

WACC(%)	估值(亿元)	65%股权(亿元)
5.00%	817.42	531.33
6.00%	464.21	301.73
7.00%	243.86	158.51
8.00%	94.59	61.48

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

7、投资策略

京沪高铁是中国铁路的最核心资产，连接北京、上海两大最核心城市，纵贯河北、山东、安徽、江苏四个经济、人口大省，全线长 1318 千米。此外拥有 24 个车站，其中有北京南站、天津西站、济南西站、南京南站及上海虹桥站是全国重要交通枢纽站。京沪高铁的沿线地区是运输最繁忙、运量增长最迅猛的交通走廊，是当之无愧的“黄金铁路”。

近年来，京沪高铁运量、收入稳步增长，带动利润快速提升。2018 年京沪高铁发送量达到 1.9 亿人次，周转量 886 亿人公里，2016-2018 年复合增速分别为 12.9%、10.7%。客运增量主要来自新开跨线列车，同时客座率从 2016 年的 72.5% 上涨至 2018 年 78.34%。2018 年营业收入为 312 亿元，2016-2018 年复合增速 8.9%。主要包括本线旅客运输服务收入 158 亿元、提供路网服务收入 151 亿元，2016-2018 年复合增速分别为 5.5%、12.6%。2018 年净利润为 102 亿元，2016-2018 年复合增速 13.9%。净利润率达到了 38%，ROE 达到了 7.01%。

对标日本铁路，我们发现：1) 日本铁路的定价系统较为成熟、灵活，铁路客运公司拥有运价调整权且逐渐合理运用。京沪存在一定提价空间，假设未来京沪

高铁本线跨线票价及相应费用提升 10%，将增厚约 14% 的利润。2) 在全部更换复兴号 17 节编组、全线运行密度提升至徐州段水平、全线改 17 节且密度提升至徐州段水平 3 种假设下，运能将分别提升 38%、49%、93%。3) 京沪高铁客运成本、利息费用较低，且专注优质高铁资产的运营，利润率较高。4) 未来可依托车站及客流量资源，发展关联业务。根据测算，目前四大车站商铺租金收入可达 10 亿元。

盈利预测：考虑到 2020 年初事件冲击影响，假设 2、3 月份运量下滑 60%，4 月份恢复，在不提价假设下，我们预计 2019-2022 年，京沪高铁净利润 120 亿元、106 亿元、136 亿元、185 亿元，京福安徽公司净利润-11 亿元、-12 亿元、-23 亿元、-13 亿元，收购并表后，考虑到京沪高铁和京福安徽公司合并后相应的规模效应及协同效应，京沪高铁公司归母净利润分别为 120 亿元、101 亿元、130 亿元、143 亿元（有别于两公司单独测算），EPS 分别为 0.28 元（不摊薄）、0.21 元（摊薄后）、0.26 元（摊薄后）、0.29 元（摊薄后）。未来 3 年影响公司业绩的主要变量假设为：1) 京沪高铁本线运量增长 1%、跨线客流量增长 6%-10%，自然客流量增长带来业绩贡献。2) 2019Q4 起京沪高铁新增土地摊销成本，致使成本 2020Q1-3 总成本增加。3) 2020 募投项目京福公司亏损，且预计 2020-2021 尚有 200 亿资本开支，在建项目约有 800 亿将在 2022 年初转固拖累业绩，我们预计募投项目未来 3 年均将拖累整体业绩。

估值建议：收购并表后，在不提价假设下，19-21 年京沪高铁归母净利润分别为 120 亿元、101 亿元、130 亿元，EPS 分别为 0.28 元/股（不摊薄）、0.21 元/股（摊薄后）、0.26 元/股（摊薄后），相对 2020 年 2 月 21 日收盘价 7.53 元，对应 P/E 为 30.81X、35.86X、28.96X。采用 DCF 估值法：假设 WACC 为 6%、7%、8%，中性假设下，京沪高铁及京福 65% 股权合并估值为 4239 亿元、3627 亿元、3034 亿元，对应股价 8.63 元、7.39 元、6.18 元。

表 35、盈利预测表（亿元）

不提价		2018	2019E	2020E	2021E	2022E
京沪高铁	营业收入	312	331	318	372	387
	YOY		6%	-4%	17%	4%
	营业成本	163	164	165	179	184
	YOY		0%	1%	9%	3%
	净利润	102	120	106	136	185
京福安徽	营业收入	18	19	24	45	52
	YOY		6%	29%	85%	17%
	营业成本	19	19	25	43	44
	YOY		1%	33%	72%	3%
	净利润	-12	-11	-12	-23	-16
归母净利润			120	101	130	143

资料来源：招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：（1）2020 年起并表京福安徽公司，股权比例为 65%；

（2）测算京沪高铁、京福公司并表后的业绩与报告中单独两测两家公司 DCF 时业绩略有不同，主要为并表后财务费用减少、税盾作用以及协同效应等轻微影响。

风险提示：客运量受宏观经济及路网分流影响，委托运营成本等清算成本变化，募投项目收益不及预期等因素。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11536	15329	7795	10624
货币资金	9842	13276	5751	8149
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1195	1342	1366	1665
其他应收款	451	649	622	753
存货	0	0	0	0
非流动资产	164174	161967	283955	278152
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	132753	129680	174318	247267
在建工程	96	96	78140	96
油气资产	0	0	0	0
无形资产	30032	30958	30253	29548
资产总计	175710	177296	291750	288776
流动负债	5103	5320	10709	5437
短期借款	0	0	5500	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	741	880	967	1153
其他	4362	4440	4242	4283
非流动负债	22434	20982	72386	67393
长期借款	21722	20299	71699	66699
其他	711	683	688	694
负债合计	27537	26302	83095	72830
股本	40000	42821	49106	49106
资本公积	90645	90645	116984	116984
未分配利润	14519	14519	12656	20585
少数股东权益	0	0	26898	26261
股东权益合计	148173	150994	208655	215946
负债及权益合计	175710	177296	291750	288776

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10248	12000	10137	12997
折旧和摊销	3077	3249	4337	5799
资产减值准备	-68	0	0	0
无形资产摊销	0	176	705	705
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1263	612	1902	2752
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	-332	-637
营运资金的变动	-754	-124	177	-267
经营活动产生现金流	13765	15768	16208	20648
投资活动产生现金流	-527	-1102	-54940.6	-5000
融资活动产生现金流	-12619	-11232	57604	-14187
现金净变动	619	3435	18871	1461
现金的期初余额	9223	9842	13276	5751
现金的期末余额	9842	13276	32148	7211

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31158	33050	34156	41702
营业成本	16299	16362	18954	22211
营业税金及附加	20	97	111	122
销售费用	0	0	0	0
管理费用	68	71	104	126
财务费用	1168	612	1902	2752
资产减值损失	68	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	13663	16000	13074	16481
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	13664	16000	13074	16481
所得税	3416	4000	3269	4120
净利润	10248	12000	9805	12360
少数股东损益	0	0	-332	-637
归属母公司净利润	10248	12000	10137	12997
BPS(元)	0.21	0.24	0.21	0.26

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	5.4%	6.1%	3.3%	22.1%
营业利润增长率	13.2%	17.1%	-18.3%	26.1%
净利润增长率	13.2%	17.1%	-15.5%	28.2%
盈利能力				
毛利率	47.7%	50.5%	44.5%	46.7%
净利率	32.9%	36.3%	29.7%	31.2%
ROE	6.9%	7.9%	5.6%	6.9%
偿债能力				
资产负债率	15.7%	14.8%	28.5%	25.2%
流动比率	2.26	2.88	0.73	1.95
速动比率	2.26	2.88	0.73	1.95
营运能力				
资产周转率	17.6%	18.7%	14.6%	14.4%
应收帐款周转率				
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.24	0.21	0.26
每股经营现金	0.28	0.32	0.33	0.42
每股净资产	3.02	3.07	3.70	3.86
估值比率(倍)				
PE	0.0	30.81	35.86	28.96
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn