

# 票价市场化改革开启，打开未来成长空间

——京沪高铁（601816.SH）2020年业绩预告点评

## 要点

◆**事件：公司发布2020年业绩预减公告。**预计2020年归母净利润为30.7亿-33.9亿，同比下降69.27%-76.56%；预计2020年扣非归母净利润为31.7亿-35.0亿，同比下降68.34%-76.65%。

◆**新冠疫情对公司盈利带来负面冲击。**受新冠疫情影响，旅客出行需求和意愿大幅降低。2020年国家铁路完成客运量21.6亿人次，同比减少约40%；截至2020年前三季度，国铁集团累计净亏损787亿元。受益于京沪高铁的区位优势，公司生产经营情况所受冲击较小，预计公司2020年营业收入降幅在30%左右，全年仍能实现盈利。

◆**新冠疫苗接种稳步推进，旅客出行需求恢复确定。**国内部分地区出现疫情反复，对春运需求带来负面冲击。2021年春运前两天，全国铁路旅客发送量同比下降70%以上（农历同期），交通运输部（1月28日）预计全国春运期间累计发送旅客11.52亿人次左右，同比19年下降六成多、同比20年下降两成多。不过随着疫苗接种的稳步推进，‘旅客信心’将逐步恢复，进而推动国内旅客出行需求的恢复，在此过程中，公司盈利能力也将随之恢复。根据国铁集团工作目标，2021年国家铁路客运量将回升四成至31.12亿人次，与19年的35.79亿人次较为接近。

◆**票价市场化改革开启，进一步打开公司成长空间。**京沪高铁于2020年12月23日实施新定价方案。方案内容1）、时速300~350公里高铁动车组列车票价提升（北京南至虹桥站二等座从553元/人提升至662元/人）；2）、不再执行固定票价，区分季节、时段、席别、区段等，实行优质优价、有升有降（二等座票价最高9.04折、最低7.52折，即北京南至虹桥站实际执行价格为498元/人-598元/人）。按实际执行价格计算，北京南至虹桥站二等座的票价变动比例为-10%至8.13%。虽然高铁票价市场化早有政策支持，但考虑国计民生需要，铁路运营企业票价改革相对谨慎。此次票价改革是京沪高铁运营9年以来第一次进行价格调整，该市场化改革采取优质优价、有升有降的策略，既照顾到国计民生，也能在一定程度上增厚公司业绩，打开公司未来成长空间。

◆**盈利预测和投资建议：**新冠疫苗接种稳步推进，旅客出行需求恢复确定；票价市场化改革开启，进一步打开公司成长空间。考虑新冠疫情持续时间超出预期，我们下调公司20-22年eps分别为0.07、0.19、0.22元，考虑公司区位优势明显，维持公司‘增持’评级。

◆**风险提示：**宏观经济下行导致旅客出行需求下行；京沪本线运能提升较慢；网间结算标准变化对公司营收产生负面影响；京福安徽盈利低于预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	31,158	32,942	23,360	34,742	39,194
营业收入增长率	5.42%	5.72%	-29.09%	48.73%	12.81%
净利润（百万元）	10,248	11,937	3,200	9,454	10,924
净利润增长率	13.19%	16.48%	-73.19%	195%	15.55%
EPS（元）	0.26	0.28	0.07	0.19	0.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.92%	7.52%	1.68%	4.74%	5.24%
P/E	21	19	83	28	24
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-29

## 增持（维持）

当前价：5.39元

### 作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	491.06
总市值(亿元)	2646.84
一年最低/最高(元)	5.36/8.22
近3月换手率	5.92%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.93	-16.06	-59.59
绝对	-4.23	-2.69	-14.49

资料来源：Wind

### 相关研报

修订免税经营协议增加短期收入，核心资产仍具备配置价值——上海机场（600009.SH）2020年业绩预告及免税协议修订点评（2021-01-30）

东扬尘扬，春回大地——交通运输行业2021年投资策略（2021-01-14）

大巧若拙，重剑无锋——飞机租赁行业深度报告（2020-12-18）

京福安徽亏损超预期，需求恢复改善盈利能力——京沪高铁（601816.SH）2020年中报点评（2020-08-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,158	32,942	23,360	34,742	39,194
营业成本	16,299	16,103	16,566	18,504	20,121
折旧和摊销	3,077	3,185	7,638	7,637	7,671
税金及附加	20	101	72	108	122
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	68	269	818	1,216	1,372
研发费用	8	18	3	4	5
财务费用	1,168	639	2,378	2,712	3,059
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	13,663	15,917	3,523	12,198	14,516
利润总额	13,664	15,917	3,523	12,198	14,516
所得税	3,416	3,979	881	2,806	3,339
净利润	10,248	11,937	2,642	9,393	11,177
少数股东损益	0	0	-558	-61	254
归属母公司净利润	10,248	11,937	3,200	9,454	10,924
EPS(按最新股本计)	0.26	0.28	0.07	0.19	0.22

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,765	16,723	12,499	19,663	22,200
净利润	10,248	11,937	3,200	9,454	10,924
折旧摊销	3,077	3,185	7,638	7,637	7,671
净营运资金增加	1,249	43	-3,657	4,627	1,486
其他	-808	1,557	5,317	-2,055	2,119
投资活动产生现金流	-527	-150	-100,000	-5,000	-2,500
净资本支出	-521	-150	-100,000	-5,000	-2,500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-6	0	0	0	0
融资活动现金流	-12,619	-17,149	87,579	-10,110	-17,919
股本变化	-90,624	2,821	6,286	0	0
债务净变化	-5,018	-1,647	61,584	-6,869	-12,982
无息负债变化	-790	487	-774	332	456
净现金流	619	-576	78	4,553	1,781

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	47.7%	51.1%	29.1%	46.7%	48.7%
EBITDA 率	57.5%	59.6%	58.0%	64.9%	64.4%
EBIT 率	47.6%	49.9%	25.3%	42.9%	44.8%
税前净利润率	43.9%	48.3%	15.1%	35.1%	37.0%
归母净利润率	32.9%	36.2%	13.7%	27.2%	27.9%
ROA	5.8%	6.4%	1.0%	3.4%	4.0%
ROE (摊薄)	6.9%	7.5%	1.7%	4.7%	5.2%
经营性 ROIC	6.4%	6.7%	1.6%	4.2%	5.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	16%	14%	31%	29%	25%
流动比率	2.26	1.97	0.16	0.26	0.36
速动比率	2.26	1.97	0.16	0.26	0.36
归母权益/有息债务	6.22	7.16	2.27	2.59	3.26
有形资产/有息债务	6.11	6.41	2.81	3.11	3.71

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	175,710	185,151	276,976	279,303	276,077
货币资金	9,842	9,266	9,344	13,897	15,677
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,195	1,208	907	1,318	1,482
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	451	314	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	49	26	26	26	26
流动资产合计	11,536	10,814	10,277	15,241	17,185
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	132,753	130,487	224,303	221,974	218,436
在建工程	96	87	65	1,141	848
无形资产	30,032	42,986	41,553	40,168	38,829
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,266	779	779	779	779
非流动资产合计	164,174	174,338	266,699	264,062	258,891
总负债	27,537	26,377	87,187	80,650	68,124
短期借款	0	0	61,691	54,706	41,766
应付账款	741	642	860	846	922
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	175	324	324	253	307
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,103	5,494	66,288	59,756	47,232
长期借款	21,722	20,208	20,208	20,208	20,208
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	424	404	404	404	404
非流动负债合计	22,434	20,883	20,900	20,894	20,892
股东权益	148,173	158,774	189,789	198,654	207,952
股本	40,000	42,821	49,106	49,106	49,106
公积金	93,654	104,308	128,976	129,921	131,013
未分配利润	14,519	11,646	12,265	20,245	28,198
归属母公司权益	148,173	158,774	190,347	199,273	208,318
少数股东权益	0	0	-558	-619	-366

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	0.22%	0.82%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	3.75%	1.94%	10.18%	7.81%	7.80%
研发费用率	0.03%	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	25%	25%	25%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.05	0.01	0.04	0.05
每股经营现金流	0.34	0.39	0.25	0.40	0.45
每股净资产	3.70	3.71	3.88	4.06	4.24
每股销售收入	0.78	0.77	0.48	0.71	0.80

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	21	19	83	28	24
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	13.5	13.1	25.7	15.1	13.0
股息率	0.0%	1.0%	0.2%	0.7%	0.8%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，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所载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版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳