

公司研究

京福安徽亏损超预期，协同效应即将逐步体现

——京沪高铁（601816.SH）2020年报及2021年一季度点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报及2021年一季度报。**公司2020年实现营业收入252亿元，同比下降27.59%（调整后）；实现归母净利润32.3亿元，同比下降70.83%（调整后）；实现扣非归母净利润33.3亿元，同比下降72.05%（调整后）。公司拟派发现金股利（税前）0.0329元/股，分红率约50%，高于19年同期（22%）水平。公司21年一季度实现营业收入57.4亿元，同比上涨11.7%；归母净利润为3.22亿元，同比下降0.6%；扣非归母净利润为3.23亿元，同比下降24%。

◆**旅客发送量下降，营业收入同比大幅下降。**疫情影响下，公司客运业务受到负面冲击。2020年京沪高铁本线列车运送旅客2777.4万人次，同比下降47.8%；跨线列车运营里程完成6916.0万列公里，同比下降12.5%。2020年公司完成铁路运输业务收入248亿元，同比下降28.1%，其中实现客运业务收入约76.1亿元，同比下降51.5%；实现路费服务收入172.3亿元，同比下降8.7%。

◆**部分成本刚性叠加京福安徽并表，毛利率下降。**公司2020年主营成本为173亿元，同比下降4.6%，降幅小于收入降幅。主要原因是京福安徽并表以及部分刚性成本支出较大（折旧支出、委托运输管理费较上年同期分别上涨22.21%、12.44%）。受此影响，公司20年铁路运输业务毛利率下降36.28pct至30.22%。

◆**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%。高铁票价市场化在一定程度上能增厚公司业绩，打开公司未来成长空间。

◆**京福安徽亏损超预期，2022年有望扭亏为盈。**公司持股65%的京福安徽公司在2020年实现净亏损约20.9亿，主要原因是京福安徽运营的郑阜铁路、商合杭铁路开通时间较短，同时叠加去年新冠疫情的负面影响。考虑到国内疫情防控效果明显，客运需求快速复苏，京福安徽公司有望在明年扭亏为盈。

◆**投资建议：**国内旅客出行需求快速恢复，公司盈利能力即将重回增长轨道；京福安徽投产，与京沪主线协同效应将逐步体现；京沪线票价市场化改革开启，进一步打开公司成长空间。基于国内旅客出行需求快速释放，我们上调公司2021-2022年EPS 6%/14%至0.20元/0.25元，新增2023年EPS为0.27元；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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	32,942	25,238	37,345	42,100	46,151
营业收入增长率	5.72%	-23.39%	47.97%	12.73%	9.62%
净利润（百万元）	11,937	3,229	9,991	12,497	13,233
净利润增长率	16.48%	-72.95%	209.43%	25.09%	5.88%
EPS（元）	0.28	0.07	0.20	0.25	0.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.52%	1.76%	5.20%	6.17%	6.20%
P/E	21	89	29	23	22
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-30，公司2019年底股本约428亿股，2020年A股IPO导致股本增加至491亿股。

增持（维持）

当前价：5.88元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

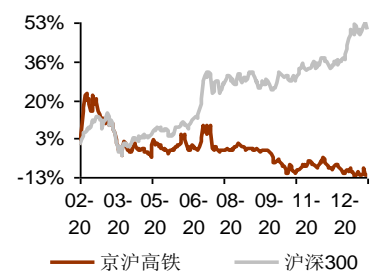
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	491.06
总市值(亿元)	2887.46
一年最低/最高(元)	5.16/7.04
近3月换手率	8.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.40	9.93	-8.25
绝对	0.51	10.84	-7.34

资料来源：Wind

相关研报

国内客运需求二次探底，五一暑运有望集中释放——交通运输行业周报 20210410 (2021-04-11)

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告 (2021-03-04)

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 (2021-01-31)

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,942	25,238	37,345	42,100	46,151
营业成本	16,103	17,336	18,873	21,277	23,361
折旧和摊销	3,185	5,620	6,664	6,602	6,547
税金及附加	101	125	116	131	143
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	269	796	1,307	1,474	1,615
研发费用	18	12	4	5	6
财务费用	639	2,945	4,057	2,977	3,512
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	15,917	4,028	12,988	16,237	17,515
利润总额	15,917	4,028	12,988	16,237	17,515
所得税	3,979	1,527	3,247	3,734	4,028
净利润	11,937	2,501	9,741	12,502	13,486
少数股东损益	0	-728	-250	5	254
归属母公司净利润	11,937	3,229	9,991	12,497	13,233
EPS(元)	0.28	0.07	0.20	0.25	0.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16,723	12,602	21,847	22,381	23,660
净利润	11,937	3,229	9,991	12,497	13,233
折旧摊销	3,185	5,620	6,664	6,602	6,547
净营运资金增加	222	-5,709	4,664	2,077	1,914
其他	1,379	9,462	528	1,205	1,966
投资活动产生现金流	-150	-5,026	-500	-1,000	-1,500
净资本支出	-150	-5,027	-500	-1,000	-1,500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	1	0	0	0
融资活动现金流	-17,149	-9,692	-10,624	-5,893	-5,912
股本变化	2,821	6,286	0	0	0
债务净变化	-1,647	63,399	-4,956	-968	100
无息负债变化	487	2,603	540	468	278
净现金流	-576	-2,117	10,723	15,488	16,248

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	51.1%	31.3%	49.5%	49.5%	49.4%
EBITDA 率	59.6%	49.9%	63.5%	61.3%	59.7%
EBIT 率	49.9%	27.6%	45.6%	45.6%	45.6%
税前净利润率	48.3%	16.0%	34.8%	38.6%	38.0%
归母净利润率	36.2%	12.8%	26.8%	29.7%	28.7%
ROA	6.4%	0.8%	3.2%	4.0%	4.1%
ROE (摊薄)	7.5%	1.8%	5.2%	6.2%	6.2%
经营性 ROIC	6.6%	1.4%	4.3%	5.0%	5.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	14%	31%	29%	28%	27%
流动比率	1.97	0.72	2.04	3.83	5.37
速动比率	1.97	0.72	2.04	3.83	5.37
归母权益/有息债务	7.16	2.15	2.38	2.54	2.67
有形资产/有息债务	6.41	2.83	3.07	3.26	3.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	185,151	300,863	304,573	314,627	325,991
货币资金	9,266	7,950	18,672	34,160	50,408
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,208	957	1,406	1,575	1,738
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	314	1,295	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	26	49	49	49	49
流动资产合计	10,814	10,251	20,127	35,784	52,195
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	130,487	230,513	226,344	221,990	217,953
在建工程	87	110	83	737	1,565
无形资产	42,986	59,036	57,068	55,165	53,327
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	779	951	951	951	951
非流动资产合计	174,338	290,612	284,445	278,844	273,796
总负债	26,377	92,380	87,964	87,464	87,842
短期借款	0	6,006	1,068	0	0
应付账款	642	802	828	922	1,039
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	324	0	192	210	156
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,494	14,259	9,846	9,347	9,722
长期借款	20,208	77,453	77,453	77,453	77,453
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	404	292	292	292	292
非流动负债合计	20,883	78,121	78,118	78,117	78,120
股东权益	158,774	208,483	216,609	227,163	238,149
股本	42,821	49,106	49,106	49,106	49,106
公积金	104,308	127,258	128,257	129,507	130,830
未分配利润	11,646	7,264	14,640	23,940	33,349
归属母公司权益	158,774	183,629	192,004	202,553	213,285
少数股东权益	0	24,855	24,605	24,610	24,863

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	0.82%	3.15%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	1.94%	11.67%	10.86%	7.07%	7.61%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	25%	38%	25%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.05	0.05
每股经营现金流	0.39	0.26	0.44	0.46	0.48
每股净资产	3.71	3.74	3.91	4.12	4.34
每股销售收入	0.77	0.51	0.76	0.86	0.94

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	89	29	23	22
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	14.3	34.1	17.7	15.7	14.2
股息率	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%

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、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE