

京沪高铁 Beijing-Shanghai High Speed Railway (601816 CH)

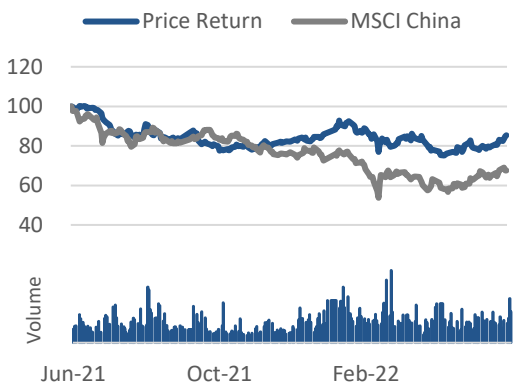
交接覆盖：南北大动脉，京沪新时代

North-south Rail Artery Strengthens Link Between Beijing and Shanghai: Transferring Coverage

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb5.02
目标价	Rmb5.89
MSCI ESG 评级	CCC
义利评级	CCC
来源: MSCI ESG Research LLC, 盈透. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb137.19bn / US\$20.49bn
日交易额 (3个月均值)	US\$37.73mn
发行股票数目	27,329mn
自由流通股 (%)	47%
1年股价最高最低值	Rmb5.46-Rmb4.40
注: 现价 Rmb5.02 为 2022 年 6 月 30 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	5.7%	6.1%	-4.5%
绝对值 (美元)	5.9%	1.0%	-7.9%
相对 MSCI China	-5.4%	5.3%	28.3%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	29,305	29,663	38,130	45,021
(+/-)	16%	1%	29%	18%
净利润	4,816	4,643	9,638	13,032
(+/-)	49%	-4%	108%	35%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.10	0.09	0.20	0.27
毛利率	35.8%	35.0%	43.7%	47.4%
净资产收益率	2.6%	2.4%	4.8%	6.1%
市盈率	51	53	26	19

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

列车架南北，京沪一日还。京沪高铁连接着京津冀、长三角两大世界级城市群，是贯穿南北的大动脉。在运营之后，京沪高铁逐步成为我国客流量最大、最繁忙的高铁线路。自 2017 年起，“复兴号”以时速 350 公里驰骋在京沪间，这也使得从北京到上海最快仅需 4 小时 18 分，实现“千里京沪一日还”。

疫情之下，稳健业绩受扰动，客运业绩经历冲击，路网收入仍具韧性。2016-2019 年，公司业绩稳健增长，盈利能力稳步提升，毛利率及净利率指标保持稳定的增长态势。2019 年，公司业绩处于疫情前的阶段性高点。从业务收入构成来看，京沪高铁主要收入来源于本线的客运业务及提供跨线列车的路网服务，两者占营业收入的 98% 以上。2020 年，受疫情影响，客运业务收入下滑幅度较大，同比下滑 51.48%。但是，路网服务体现出强劲的收入韧性，同比仅下滑 8.69%。此外，路网收入占营业收入的比例也在不断提升，从 2016 年的 45.38% 增至 2021 年的 64.42%。

疫情渐去，静待客座率回升，浮动票价机制优势逐渐显现，路网结构进一步优化完善。疫情对公司的业绩扰动是短暂的，难掩公司长期增长趋势。**本线：**随着疫情好转，开行列车数量及客座率的提升，浮动票价机制的优势将会逐渐体现，也有望为公司提供更高的业绩弹性。**跨线：**目前京福安徽段四条线路均已开通，随着高铁沿线城镇化进程加快，京福有望为公司跨线列车带来新的营收增长点。

现金流充沛，分红率较高。公司的经营性现金流稳定且充沛，2016-2019 年，是每年对应归母净利润的 1.3-1.9 倍，2020-2021 年为 3 倍以上。稳定且充沛的现金流，有利于公司进行可持续性的资本及研发投入，从而扩张运力及优化完善路网结构，增加业绩弹性。2016-2021 年，京沪高铁分红率达 50% 及以上，分红可观。公司承诺的高分红率，在彰显对业绩具备信心的同时，也强化了投资者的回报。

盈利预测及估值：作为连接南北的交通走廊和经济桥梁，京沪高铁坐拥黄金线路资产，为稳健增长的业绩构建良好基础。疫情过后，客流恢复叠加只增不减的路网服务需求，公司业绩有望持续修复。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.09/0.20/0.27 元，参考可比公司估值，给予公司 2023E 30x PE，对应合理目标价 5.89 元。维持“优于大市”评级。**风险提示：**新冠疫情再次爆发、经济下行、能源价格大幅上涨、客座率及跨线列车数量增长不及预期、其他路网分流等。(601816 CH 今后由骆雅丽覆盖)

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

目 录

1.	京沪高铁：南北经济的走廊	6
1.1	列车架南北，京沪一日还	6
1.2	路网的延伸：收购京福新线	7
1.3	京沪沿线人口多，经济增势强	8
2.	高铁崛起：增添铁运新优势	9
2.1	高铁延伸：带动铁路客运	9
2.2	高铁提速：便利强于航空	10
2.3	疫情之下：铁运景气降幅较低	12
2.4	助力碳达峰：高铁减排在行动	13
3.	京沪高铁：长期盈利仍受支撑	14
3.1	别样的运营，收入的划分	14
3.1.1	别样的运营：委托运输	14
3.1.2	收入的划分：“本线与跨线”	15
3.2	盈利：短期波动难掩长期增势	16
3.2.1	疫情冲击：稳定业绩受扰动	16
3.2.2	主营业务：收入及成本拆解	17
3.2.3	收购新线：京福安徽公司的财务状况	22
3.3	疫情渐去：稳增长趋势或重现	24
3.3.1	本线业绩：因何增长？	24
3.3.2	跨线业绩：如何扩张？	25
3.3.3	业绩弹性的测算	25
3.4	现金流充沛，分红率较高	27
3.4.1	现金流充沛：资金压力较小	27
3.4.2	分红率较高：强化投资者回报	27
4.	盈利预测及估值	28
4.1	核心假设	28
4.2	业绩预测	28
4.3	估值	29
5.	风险提示	29

图目录

图 1	京沪高铁的路线	6
图 2	京沪高铁客运量情况	7
图 3	京福安徽公司线路	8
图 4	京福安徽公司：运营线路情况（公里）	8
图 5	京津冀、长三角地区间旅客交流情况（万人）	9
图 6	京沪高铁沿线地级市：地区生产总值（万亿元）	9
图 7	主要国家高铁运营长度（千米）	9
图 8	高铁运营占铁路的比重（%）	9
图 9	高铁新增产能及占新建铁路的比重	10
图 10	高铁营业里程规划	10
图 11	不同运输模式：客运量占比（%）	10
图 12	不同运输模式：旅客周转量占比（%）	10
图 13	2020 年旅客运输平均运距：不同运输模式（千米）	11
图 14	不同距离：运输模式的竞争优势	11
图 15	我国内陆：1 个小时以内到达机场的情况	11
图 16	我国内陆：1 个小时以内到达高铁站的情况	11
图 17	我国内陆：2 小时以内到达高铁站与机场便利度的比较	12
图 18	铁路和民航客运量：当月同比（%）	12
图 19	运输业 PMI：道路、航空、铁路	13
图 20	旅客周转、能耗和 CO2 的排放（%）	14
图 21	每百万人公里能耗（千克标准煤）	14
图 22	清算模式下：路网服务现金流走向	15
图 23	高铁运输主要环节及委托管理模式示意图	15
图 24	京沪高铁：营业收入及增速	17
图 25	京沪高铁：归母净利润及增速	17
图 26	京沪高铁：2016-22Q1 毛利率及净利率	17
图 27	京沪高铁：2019Q1-2022Q1 毛利率及净利率	17
图 28	京沪高铁：主营业务收入及成本构成	17

图 29	京沪高铁: 主营业务收入及增速	18
图 30	京沪高铁: 主营业务收入比例	18
图 31	铁路客运量 (亿人)	19
图 32	京沪高铁: 本线列车发送旅客数量	19
图 33	京沪高铁: 跨线列车运营里程	19
图 34	京沪高铁: 各项业务占路网服务收入比例	19
图 35	京沪高铁: 主要成本拆分	20
图 36	京沪高铁: 2021 年营业成本拆分	20
图 37	京沪高铁: 2021 年各项固定资产占比	22
图 38	京福安徽公司: 营业收入及增速	23
图 39	京福安徽公司: 净利润 (亿元)	23
图 40	京福安徽公司: 列车运营里程及增速	23
图 41	京福安徽公司: 经营活动现金流量 (亿元)	23
图 42	京沪高铁: 2022 年本线运价及发送人次变动下的归母净利润 (单位: 亿元)	26
图 43	京沪高铁: 2022 年本线运价及发送人次变动下的归母净利润较假设值变动情况	26
图 44	京沪高铁: 2022 年本线列车发送人次及跨线列车交易数量变动下的归母净利润 (单位: 亿元)	26
图 45	京沪高铁: 2022 年本线列车发送人次及跨线列车交易数量变动下的归母净利润 较假设值变动情况	27
图 46	京沪高铁: 经营性现金流净流量及归母净利润 (亿元)	27
图 47	京沪高铁: 资产负债率 (%)	27
图 48	京沪高铁分红金额及分红比例	28

表目录

表 1	京沪高铁的规划和发展	7
表 2	京福安徽：管辖线路情况	8
表 3	京沪高铁主营业务	16
表 4	委托运输费用标准	21
表 5	各项营业成本定价标准	21
表 6	高铁定价（单位：元）	24
表 7	路网服务定价	25
表 8	差异化分红政策	28
表 9	京沪高铁：营收成本拆分（单位：百万元）	29
表 10	可比公司估值表	29

1. 京沪高铁：南北经济的走廊

1.1 列车架南北，京沪一日还

随着我国高铁对旅客运输的带动作用愈发明显，京沪高铁的发展值得关注。它于2008年4月全线开工，并在3年后2011年6月全线通车。

在建成之初，京沪高铁是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。从区位优势看，它正线长1318千米，途经京、津、冀、鲁、皖、苏、沪等四省三市，共设北京南、济南西、蚌埠南、南京南、上海虹桥等24个车站。由于连接着京津冀、长三角两大世界级城市群，京沪高铁可以说是贯穿南北的大动脉。从技术层面看，2017年6月，“复兴号”中国标准动车组在京沪高铁正式双向首发，自9月21日起，以时速350公里驰骋在京沪间。这也使得从北京到上海最快仅需4小时18分，实现“千里京沪一日还”。

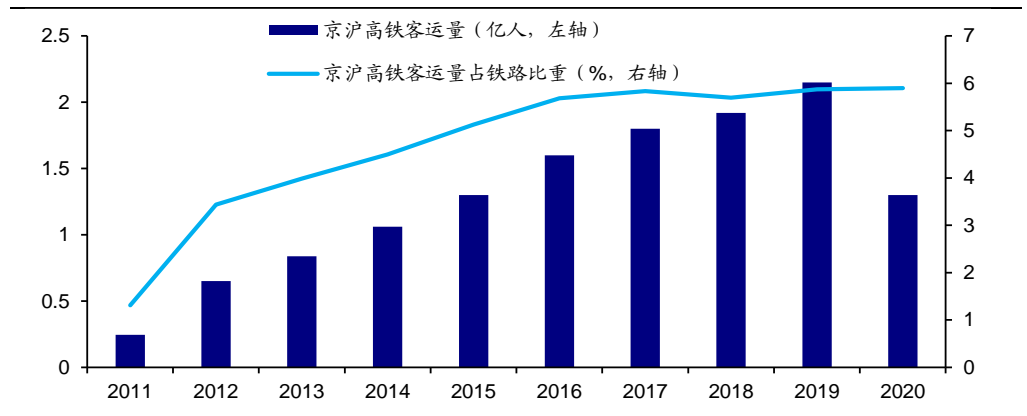
在运营之后，京沪高铁逐步成为我国客流量最大、最繁忙的高铁线路。从2011年至2019年，京沪高铁的旅客运送量由2415万人增至2.15亿人，占铁路总体的比重由1.3%升至5.9%。截至2021年6月，京沪高铁累计运送旅客达13.6亿人，单日最高开行列车668列，单日最高发送旅客近80万人。它以我国高铁3.7%的营业里程完成了我国高铁9.3%、全国铁路6%的旅客运量。此外，2019年运输密度为7279万人公里/公里，是我国高铁平均运输密度的3.4倍。

图1 京沪高铁的路线



资料来源：招股说明书，HTI

图2 京沪高铁客运量情况



资料来源: Wind, HTI

1.2 路网的延伸：收购京福新线

京沪高铁的建设离不开公司主体的运营。2007年12月，京沪高铁公司在北京由11家股东创立。在经过3年的通车营运期后，该公司于2014年首次实现全口径盈利。值得关注的是，2020年1月，京沪高铁公司在上交所主板挂牌上市，不仅成为当时A股市场历史上第九大IPO项目，也是当时A股市场近十年来最大的非金融企业IPO项目。

表1 京沪高铁的规划和发展

时间	主要内容
1991/6	国家“中长期科学技术发展纲要”提出京沪高速铁路建设设想。
1996/5/3	京沪高速铁路预可行性研究报告完成，铁道部向国务院正式提出了“关于京沪高速铁路预可行性研究报告的报告”。
2006/2/22	国务院第126次常务会议批准京沪高速铁路立项。
2007/12/27	京沪高速铁路股份有限公司在北京创立。由中国铁路建设投资公司、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、江苏交通控股有限公司、北京市基础设施投资有限公司、天津城市基础设施建设投资集团有限公司、南京铁路建设投资有限公司、山东省高速公路集团有限公司、河北建投交通投资有限责任公司、安徽省投资集团有限责任公司共同发起设立的。
2008/4/18	京沪高速铁路全线开工。
2011/6/30	京沪高速铁路正式通车运营。
2014/10/1	京沪高铁公司经营取得历史性突破，营业收入实现205.93亿元，公司首次实现全口径盈利，实现年度利润22.68亿元，取得具有里程碑意义的业绩。
2017/6/26	“复兴号”中国标准动车组在京沪高铁正式双向首发。9月21日起，以时速350公里驰骋在京沪间。
2020/1/16	京沪高铁公司在上海证券交易所主板挂牌上市，募集资金主要用于收购京福安徽公司。

资料来源: 国家铁路局, 京沪高铁公司, HTI 整理

京沪高铁公司IPO的募资主要为了收购京福铁路客运专线安徽有限公司65.08%的股权，用于线路的延伸。具体而言，京福安徽公司是合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段的投资建设和运营主体。公司拥有的四条高铁干线运营里程合计1181.6公里，处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，具有明显的网络优势和通道红利。尤其是郑阜高铁和商合杭高铁与中部地区相连，有助于缓解京沪高铁“蚌埠-徐州”路段的运输压力，增强自身骨干作用。

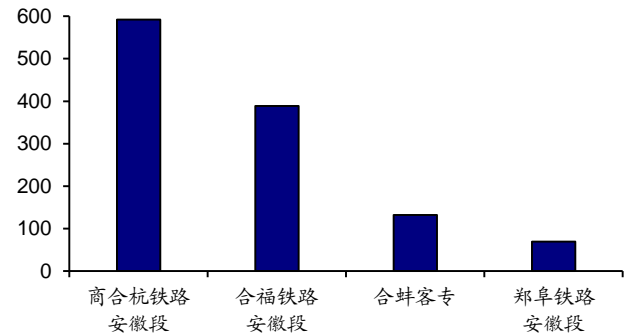
京福安徽公司管辖线路与京沪高铁技术标准统一，有明显网络优势和良好业绩增长潜力。“京沪”与“京福”将逐步形成以京沪通道为骨架、区域连接线衔接的高速铁路网。

图3 京福安徽公司线路



资料来源：招股说明书，HTI

图4 京福安徽公司：运营线路情况（公里）



资料来源：招股说明书，HTI

表2 京福安徽：管辖线路情况

名称	线路	开通时间	营业里程	车站数量	设计时速	线路连接
合蚌客专	合肥至蚌埠铁路客运专线	2012年10月	132公里	6	350公里/小时	与合宁、合武铁路相连接 京沪通道与沿江通道间快速连接线
合福铁路安徽段	合肥至福州铁路客运专线安徽段	2015年6月	388.6公里	12	350公里/小时	向北通过合蚌客专与京沪高铁连接 京港（台）通道的重要组成部分
商合杭铁路安徽段	商丘至合肥至杭州铁路安徽段	2020年6月	592公里	24	350公里/小时	与沪昆通道相连接 联系中原、江淮与长三角的交通干线
郑阜铁路安徽段	郑州至阜阳铁路安徽段	2019年12月	69公里	3	350公里/小时	与陆桥通道、京港澳通道相连

资料来源：京沪高铁招股说明书，HTI

1.3 京沪沿线人口多，经济增势强

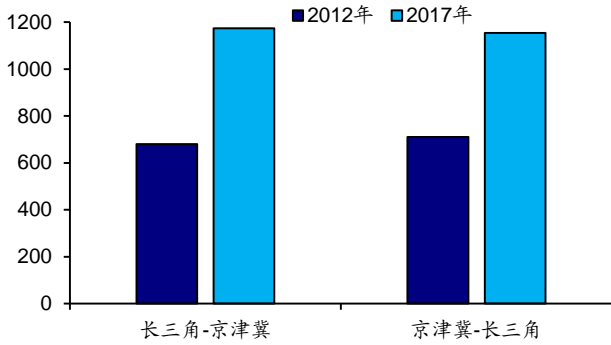
高铁的开通对区域经济的发展往往产生重要影响。根据重庆大学姚树洁等人发表在《China and World Economy》的研究¹，2010-2014年，在其他条件不变的情况下，高铁对我国每年经济增速的贡献超过0.6个百分点，对区域经济收敛速度提升的贡献约2个百分点。

考虑到京沪高铁沿线城市较多，它的运营对沿线经济的影响值得关注。2020年，京沪高铁沿线19个地级市的常住人口达到1.65亿人，占全国的比重为11.7%，其中上海、北京分别达到2488万人、2189万人，天津、苏州突破千万人。而沿线城市的生产总值从运营之初2011年的9.97万亿元升至2020年19.2万亿元，按照可比价格计算的增幅达58.5%。其中，第三产业的经济总量增幅为98.6%。

值得一提的是，京沪高铁对土地资源的占用相对较少。具体而言，京沪高铁大量采用以桥代路模式，全线桥梁占比达到80%以上，比采用路基铺设方式减少占地600余公顷，占地仅为京沪高速公路的53.5%。此外，单位用地运输效率是高速公路的8.88倍、民航的1.63倍。

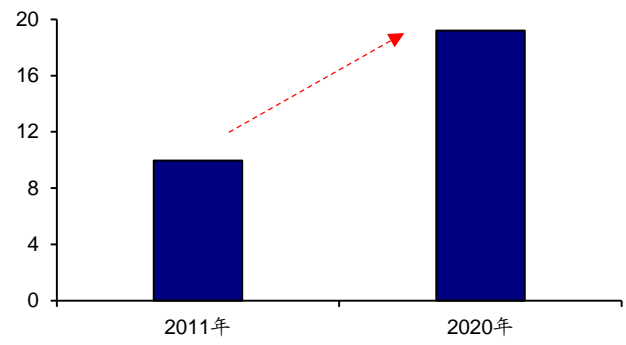
¹ Yao S, Zhang F, Wang F, et al. High-speed rail and urban economic growth in China after the global financial crisis[J]. China & World Economy, 2019, 27(2): 44-65.

图5 京津冀、长三角地区间旅客交流情况 (万人)



资料来源:《京沪高铁 2020 年企业社会责任 (ESG) 报告》, HTI

图6 京沪高铁沿线地级市: 地区生产总值 (万亿元)



资料来源: Wind, HTI

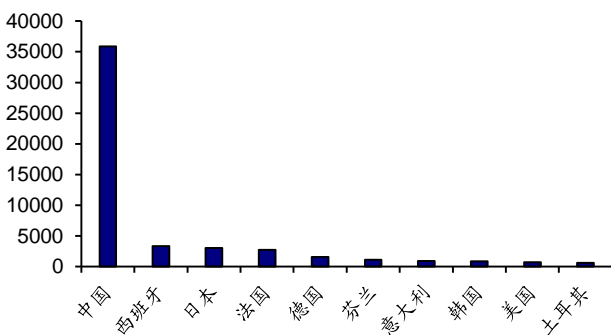
2. 高铁崛起: 增添铁运新优势

2.1 高铁延伸: 带动铁路客运

由于铁路行业具有“全程全网”特点, 同业竞争较少, 因此京沪高铁面临的竞争更多地体现在运输行业间。

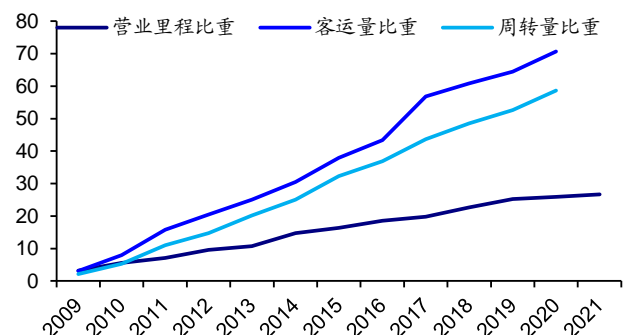
高铁快速发展, 对铁路运输形成有力支撑。2009 年, 我国铁路的营业里程为 8.6 万公里, 其中高铁仅为 0.27 万公里, 占比约 3.2%。经过 10 多年的建设, 2021 年我国高铁的营业里程达到 4 万公里, 在铁路网的占比升至 26.7%。目前我国高铁运营长度位居全球首位, 并且远高于紧随其后的西班牙、日本等国家。随着线路快速延伸, 高铁的运输服务也更加高效。2020 年我国高铁客运量、旅客周转量占铁路的比重分别由 2009 年的 3.1%、2.1% 升至 70.7%、58.6%。

图7 主要国家高铁运营长度 (千米)



资料来源: Wind, HTI

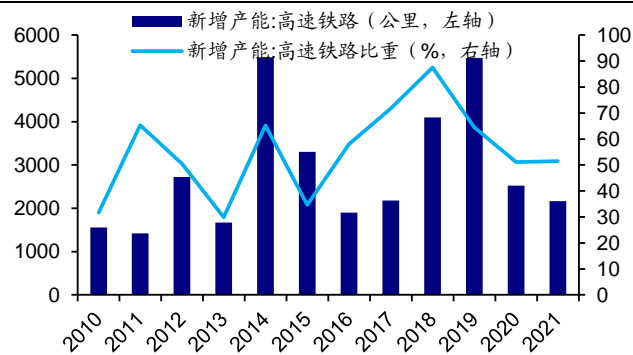
图8 高铁运营占铁路的比重 (%)



资料来源: Wind, HTI

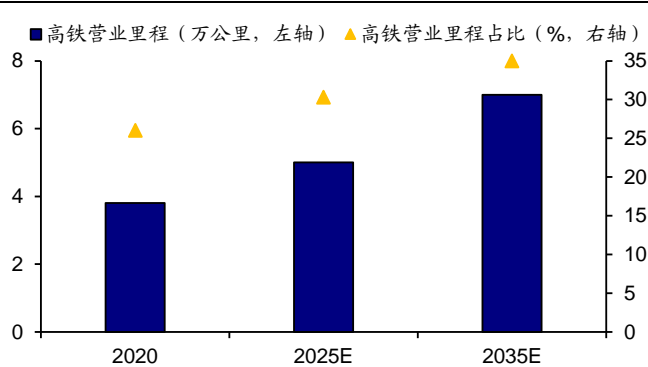
近两年，高铁保持较高新增产能，占铁路的比重约 51%，而高铁的规划还在不断加快。《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，2025 年我国高铁营业里程将达到 5 万公里。根据 2020 年国铁集团发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。这也意味着高铁的营业里程占比将由 2020 年的 26% 升至 2035 年的 35%。此外，到 2035 年，我国 20 万人口以上城市将实现铁路覆盖，其中 50 万人口以上城市高铁通达。全国 1、2、3 小时高铁出行圈和全国 1、2、3 天快货物流圈全面形成。

图9 高铁新增产能及占新建铁路的比重



资料来源: Wind, HTI

图10 高铁营业里程规划

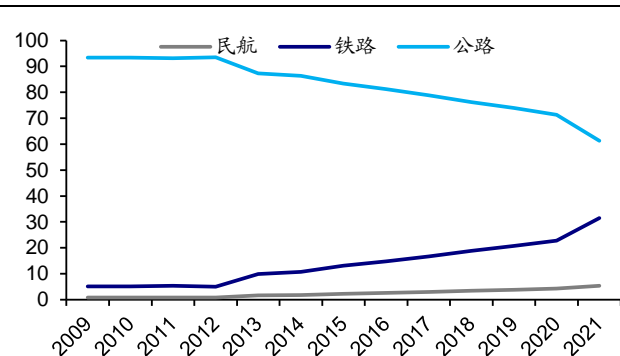


资料来源: 国家铁路集团, HTI

2.2 高铁提速: 便利强于航空

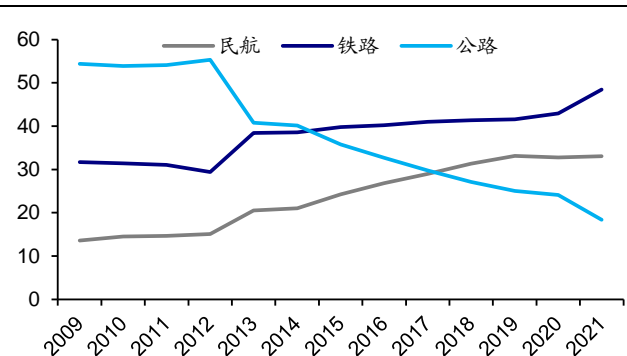
目前我客运仍以公路运输为主，但是铁路运输的比重在提升。2021 年我国客运量达到 83 亿人，其中公路、铁路占比分别为 61.3%、31.5%。全年完成旅客周转量达到 19758.15 亿人公里，其中铁路的占比达到 48.4%，相比民航的 33%、公路的 18.4% 优势较为明显。

图11 不同运输模式: 客运量占比 (%)



资料来源: Wind, HTI

图12 不同运输模式: 旅客周转量占比 (%)

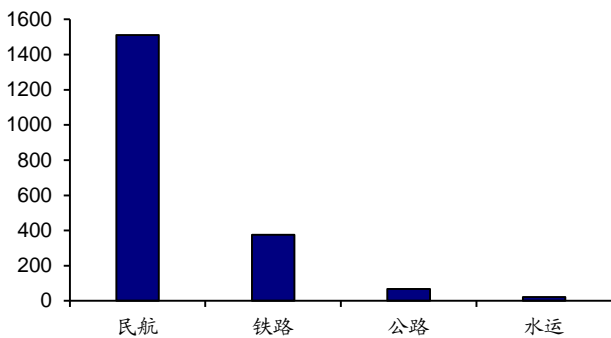


资料来源: Wind, HTI

高铁的提速为铁路客运增添新的优势。2020年,我国民航、铁路、公路的客运的平均运距分别为1511公里、375公里和67公里。这也意味着在100公里以内短途客运市场,公路运输具有较强优势,主因车次密度较大、等待时间较短。在100公里至1000公里的中长途客运市场,铁路运输因准点率高、经济舒适及受自然气候影响小等优点更受青睐。在1500公里以上的超长途客运市场,民航因速度快而优势明显。但是在1000公里至1500公里的长途客运市场,高铁与民航的竞争愈发激烈。一方面,相比飞机,高铁票价相对较低。另一方面,随着高铁运营里程的延伸和提速,城市间的交流更加便利、频繁。这使得高铁的优势逐步凸显。

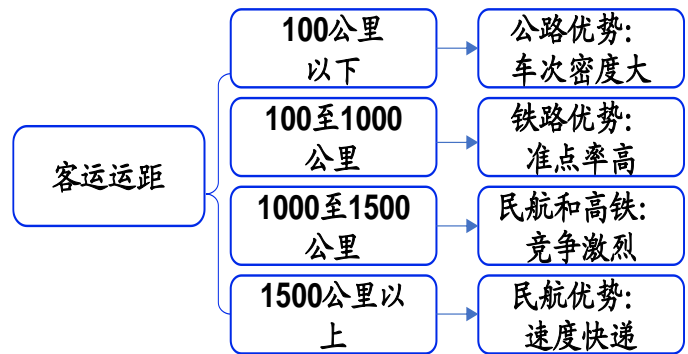
值得一提的是,今年6月20日,京广高铁北京至武汉段常态化按时速350公里高标运营。至此,我国已有京沪高铁、京津城际、京张高铁、成渝高铁、京广高铁京武段率先建成安全标准示范线,并成功实现常态化按时速350公里高标运营,总里程达到近3200公里。

图13 2020年旅客运输平均运距:不同运输模式(千米)



资料来源: Wind, HTI

图14 不同距离: 运输模式的竞争优势



资料来源: HTI 整理

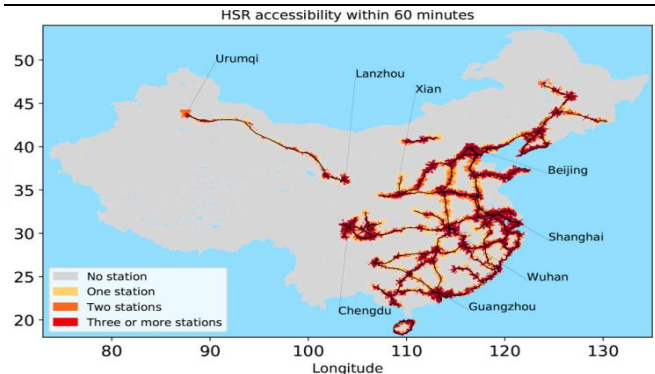
根据北京航空航天大学的 Xiaoqian Sun 等人发表在《Journal of air transport management》的研究²,在考察我国214个商业机场和742个高铁站的交通网络后,发现乘客出行乘坐高铁的便利度高于飞机,比如50%的人口可以在1小时内到达高铁站,而只有33%的人口可以在1小时内到达机场。此外,在人口密度更高的东部区域这一效应更加明显。

图15 我国内陆: 1个小时以内到达机场的情况



资料来源: Sun X, Wandelt S, Zhang A. 《Comparative accessibility of Chinese airports and high-speed railway stations: A high-resolution, yet scalable framework based on open data》, HTI

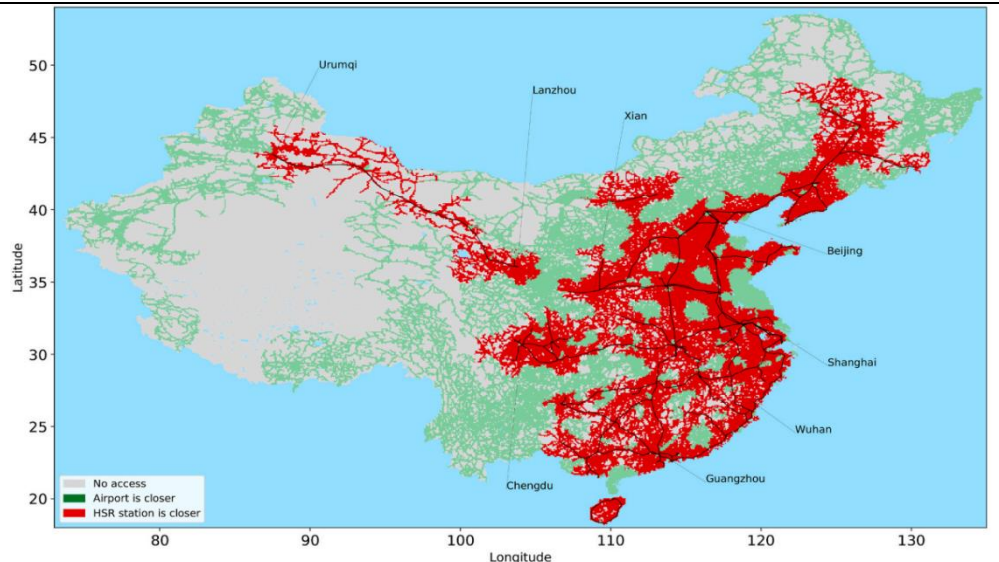
图16 我国内陆: 1个小时以内到达高铁站的情况



资料来源: Sun X, Wandelt S, Zhang A. 《Comparative accessibility of Chinese airports and high-speed railway stations: A high-resolution, yet scalable framework based on open data》, HTI

² Sun X, Wandelt S, Zhang A. Comparative accessibility of Chinese airports and high-speed railway stations: A high-resolution, yet scalable framework based on open data[J]. Journal of Air Transport Management, 2021, 92: 102014.

图17我国内陆：2小时以内到达高铁站与机场便利度的比较

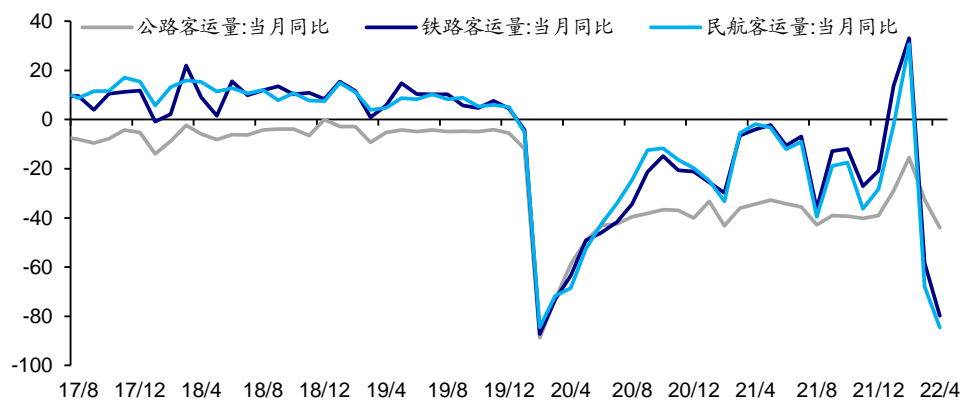


资料来源：Sun X, Wandelt S, Zhang A. 《Comparative accessibility of Chinese airports and high-speed railway stations: A high-resolution, yet scalable framework based on open data》，HTI。注：红色区域表示到达高铁站更快，绿色区域表示到达机场更快。路程超过2小时的区域不在考虑范围之内。

2.3 疫情之下：铁运景气降幅较低

从近期情况看，3月以来本土疫情一度呈现点多、面广、频发的特点。在人流受限的情况下，运输行业的业务量遭遇冲击。3月份，铁路、民航客运量同比增速分别为-58.4%、-67.9%，并在4月进一步下滑至-79.8%、-84.6%。

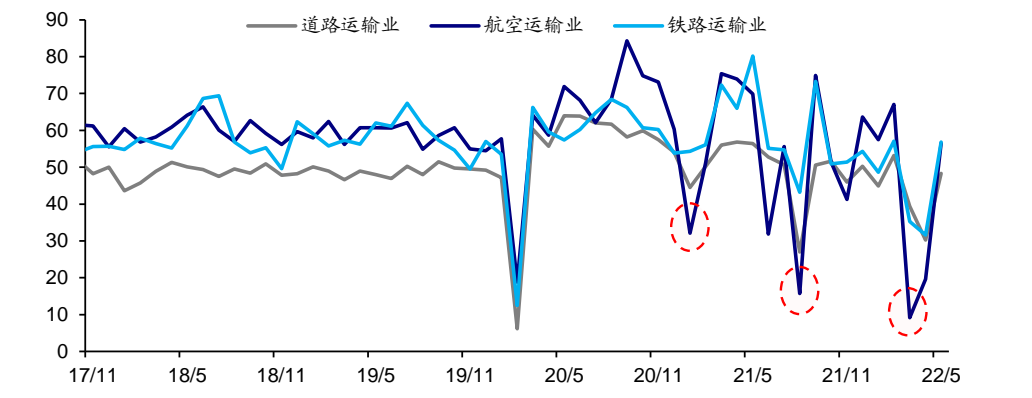
图18铁路和民航客运量：当月同比（%）



资料来源：Wind, HTI, 2021年数据为两年平均增速

值得关注的是，尽管客运量均出现了明显下滑，但是铁路、民航的景气回落程度有所差异。今年3月，航空、铁路的商务活动指数分别降至9.2%、35.3%，环比回落57.8个、21.8个百分点。5月以来，随着本土疫情的感染病例稳步下降，运输业的景气度开始边际好转。其中铁路的商务活动指数升至56.8%，略高于航空的56.5%。不难发现，每逢本土疫情散发，航空的景气度降幅高于铁路。换言之，在遭遇疫情之后，铁路运输的韧性相对较强。

图19 运输业 PMI: 道路、航空、铁路



资料来源: Wind, HTI

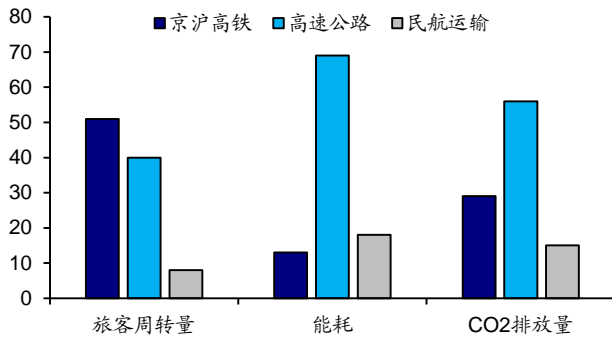
2.4 助力碳达峰: 高铁减排在行动

自双碳目标提出后，我国交运行业的低碳发展备受关注。我国碳达峰行动方案明确提出，到2030年国家铁路单位换算周转量综合能耗比2020年下降10%。我们认为，高铁在节能减排方面的贡献不容忽视。根据香港科技大学的Yatang Lin等人发表在《Nature Climate Change》的研究³，2008至2016年，高铁促使我国每年减少相当于1475.8万吨二氧化碳的温室气体排放量，约占我国交运行业温室气体总排放量的1.75%。其中，京沪线平均每年减排约317.6万吨温室气体。

2019年，京沪高铁承担了京沪通道内51%的旅客周转量，但是能耗占比仅为13%。如果完成相同的运输周转量，京沪高铁的能耗是高速公路、民航运输的14%、11.4%，碳排放强度是公路运输、航空运输的37.9%和30%。与公路和航空相比，以开通运营十年来累计完成的客运周转量计算，相当于减少二氧化碳排放量约252万吨、2927万吨。

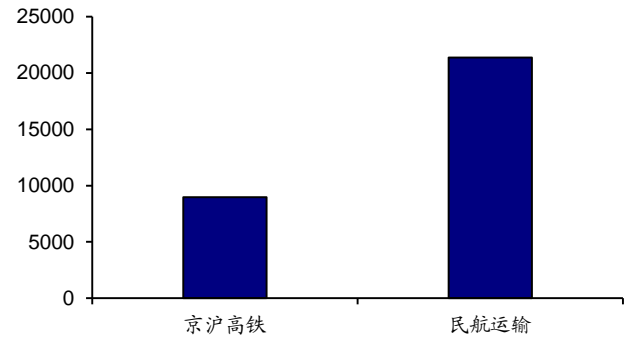
³ Lin Y, Qin Y, Wu J, et al. Impact of high-speed rail on road traffic and greenhouse gas emissions[J]. Nature Climate Change, 2021, 11(11): 952-957.

图20 旅客周转、能耗和 CO2 的排放 (%)



资料来源:《京沪高铁 2020 年企业社会责任 (ESG) 报告》, HTI

图21 每百万人公里能耗 (千克标准煤)



资料来源:《京沪高铁 2020 年企业社会责任 (ESG) 报告》, HTI

3. 京沪高铁: 长期盈利仍受支撑

3.1 别样的运营, 收入的划分

3.1.1 别样的运营: 委托运输

1) 管理模式: 集中统一指挥, 两级运输调度

铁路运输具有高度集中、大联动的特点, 运输生产实行集中统一指挥的运输调度组织模式。目前, 我国铁路实行国铁集团和铁路局两级运输调度指挥和专业管理模式。其中, 国铁集团是国家铁路运输组织的责任主体, 按照国家授权行使铁路运输经营、建设、安全等职责, 负责铁路运输统一调度指挥, 统筹安排路网性运力资源配置。铁路局是安全、生产、营销、服务的责任主体, 在服从全路运输集中统一指挥等任务的前提下, 充分行使生产经营自主权。

2) 清算模式: 由国铁集团负责

铁路行业具备“全程全网”的业务特点, 需要不同运输企业之间相互提供路网使用、接触网使用、车站旅客服务等各项服务。国铁集团则负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。国铁集团根据国家授权, 建立了清算体系, 制定了《清算办法》等清算政策, 对清算规则、清算范围 (清算项目)、清算价格进行了明确。《清算办法》等文件构成了我国铁路运输清算的政策体系, 具有行业管理属性。

图22 清算模式下：路网服务现金流走向



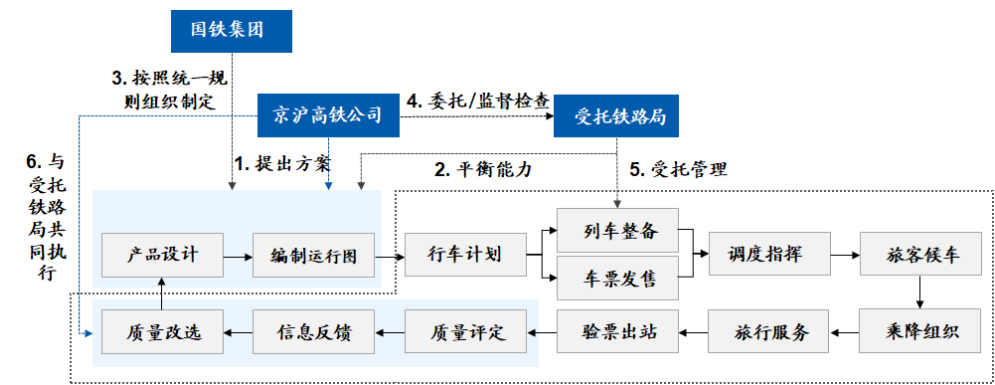
资料来源：HTI 根据京沪高铁招股说明书整理

3) 委托运输管理：受托铁路局

我们可以简单理解委托管理模式为外包模式。通过委托运输管理模式，合资铁路的资产所有权与经营权相分离，即公司拥有铁路运输线路资产，负责资产经营和资产监管，同时将运输资产委托给国家铁路运营相关单位，通过签订委托运营协议的方式，由地方铁路局负责运行调度、行车组织及客运组织等，也包括运输组织管理、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。

京沪高铁：京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，通过委托运输管理模式开展高铁旅客运输等业务。公司委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团和上海局集团对京沪高速铁路进行运输管理，并向其支付委托运输管理相关费用。公司还将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理，铁路局对中铁电气化局集团的工作实施监督管理，并由京沪高铁公司向中铁电气化局集团支付维管费。

图23 高铁运输主要环节及委托管理模式示意图



资料来源：京沪高铁招股说明书，HTI

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

3.1.2 收入的划分：“本线与跨线”

根据京沪高铁公司与北京局集团、济南局集团、上海局集团签署的相关协议，京沪高铁本线上开行的动车组列车由京沪高铁公司担当，并取得担当收入；京沪高铁跨线开行的动车组列车由其他铁路运输企业担当，铁路局取得担当收入，京沪高铁获得路网服务收入。

(1) 跨线与本线:

本线: 委托铁路局在本线运行且始发终到的列车;

跨线: 除本线列车外, 经由本线运行的列车。

(2) 担当和非担当:

担当: 由某一铁路运输企业取得旅客列车开行的客票收入并承担列车开行的成本;

非担当: 不是由本铁路运输企业担当, 可理解为与其他铁路运输企业的合作模式。在该模式下, 铁路运输企业取得提供路网服务收入, 不取得旅客列车开行的客票收入。

京沪高铁的主要业务为开展高铁旅客运输服务, 包括旅客运输业务和提供路网服务业务。

表 3 京沪高铁主营业务

主营业务	服务对象	服务内容	收入来源	类型
旅客运输	旅客	高铁运输服务	客运票价款	本线、担当
提供路网服务	其他铁路运输企业	线路使用 接触网使用 车站旅客服务 售票服务 车站上水服务	根据提供的服务 收取相关费用	跨线 非担当

资料来源: 京沪高铁招股说明书, HTI

3.2 盈利: 短期波动难掩长期增势

3.2.1 疫情冲击: 稳定业绩受扰动

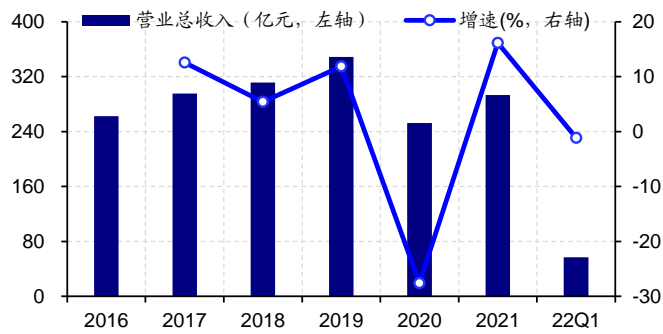
2016-2019 年, 公司业绩稳健增长, 盈利能力稳步提升, 毛利率及净利率指标保持稳定的向上增长态势。2019 年, 公司业绩处于疫情前的阶段性高点。

2020 年, 受到疫情的巨大冲击, 商务、旅游、探亲等高铁主要客流出行需求受到严重抑制, 客运量和客座率均出现不同程度的下降, 给公司经营业绩带来一定负面影响。2020 年, 公司营业收入为 252.38 亿元/-27.59%, 归母净利润为 32.29 亿元/-70.83%。

2021 年, 随着国内疫情形势得到有效控制, 京沪高铁客流需求稳步恢复, 公司营业收入及归母净利润双双恢复正向增长, 较 2020 年增加 16.11%/49.15%, 但较 2019 年仍下滑 15.93%/56.49%。

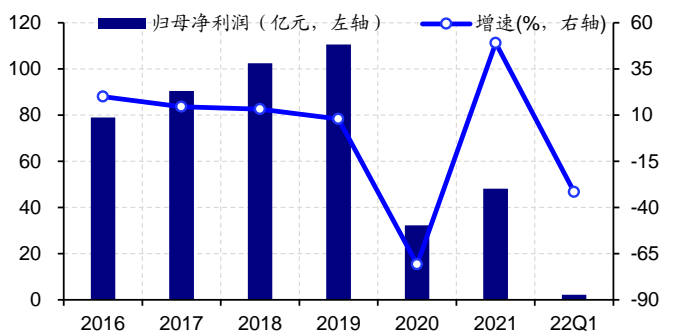
2022 年 3 月, 京沪高铁始发站/终点站所在地的上海发生疫情, 对公司的业务影响较大。22Q1, 公司营业收入小幅下滑, 归母净利润同比下滑 31.57%。值得关注的是, 由于京沪高铁线路连接首都, 所以公司的营运情况受疫情管控影响要比其他线路要大。因此, 我们认为, 2022 年 5-6 月, 北京疫情散发, 或对公司业绩造成一定冲击。但是, 6 月 29 日, 工信部为方便旅客出行, 取消通信行程卡“星号”标记, 这一政策有望激起旅客的出行意愿。我们预计, 2022 年下半年, 京沪高铁本线发送人次及跨线列车开行数量将恢复正增长, 盈利能力有望逐季修复。

图24京沪高铁：营业收入及增速



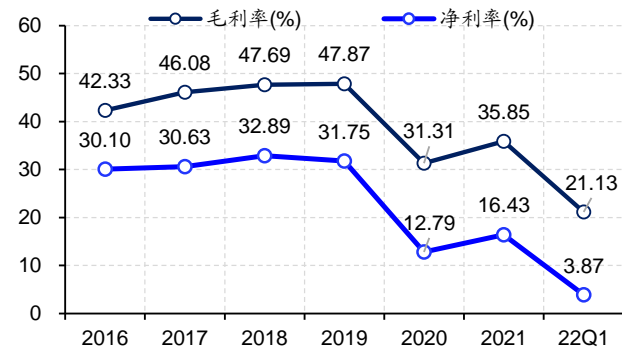
资料来源：Wind, HTI
注：2019年数据按照2020年财报调整后的数据进行列示

图25京沪高铁：归母净利润及增速



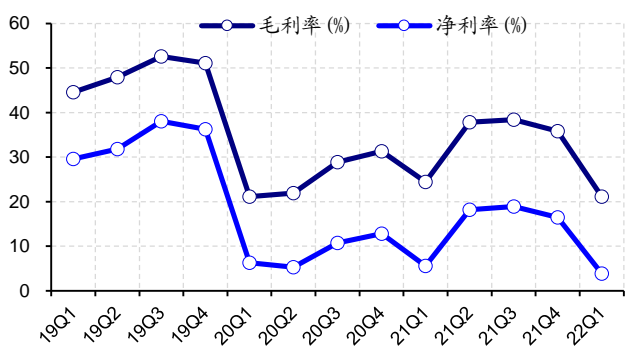
资料来源：Wind, HTI
注：2019年数据按照2020年财报调整后的数据进行列示

图26京沪高铁：2016-22Q1毛利率及净利率



资料来源：Wind, HTI
注：2019年数据按照2020年财报调整后的数据进行列示

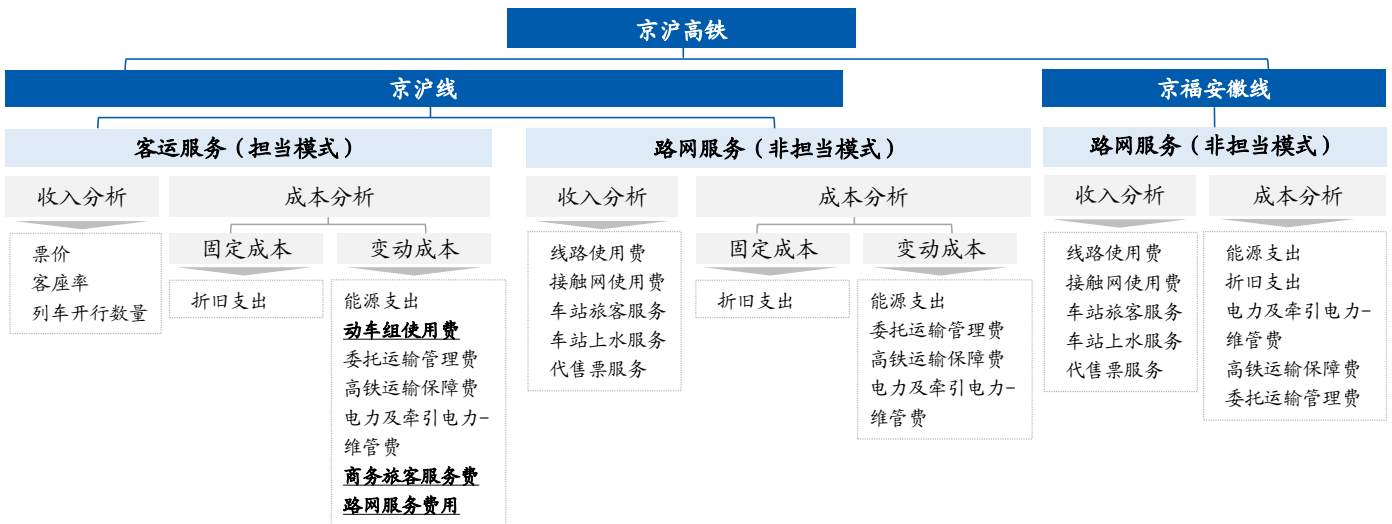
图27京沪高铁：2019Q1-22Q1毛利率及净利率



资料来源：Wind, HTI

3.2.2 主营业务：收入及成本拆解

图28京沪高铁：主营业务收入及成本构成

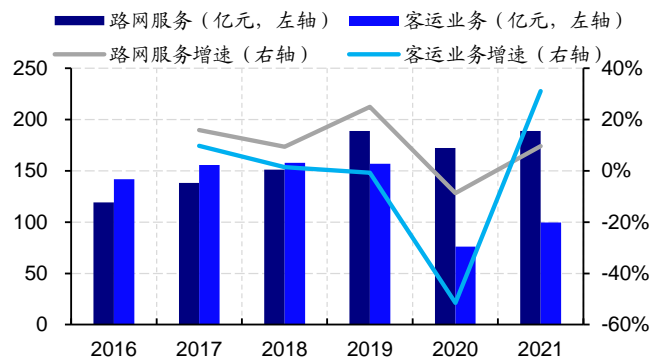


资料来源：京沪高铁招股说明书、定期公告, HTI

客运和路网盈利的分化：客运业绩遭受疫情冲击，路网收入仍具韧性。

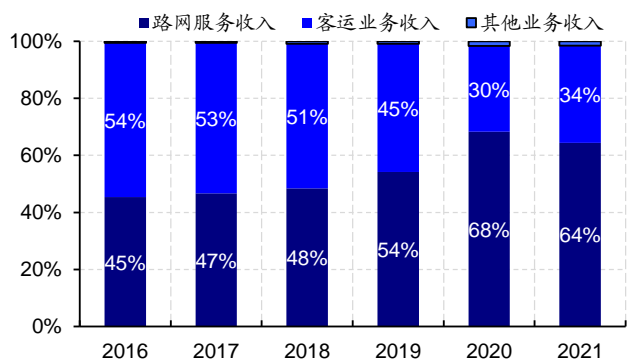
从业务收入构成来看，京沪高铁主要收入来源于本线的客运业务及提供跨线列车的路网服务，两者占营业收入的98%以上。2020年，受疫情影响，客运业务收入下滑幅度较大，同比下滑-51.48%。但是，路网服务体现出强劲的收入韧性，同比仅下滑8.69%。此外，路网收入占营业收入的比例也在不断提升，从2016年的45.38%增至2021年的64.42%。

图29京沪高铁：主营业务收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图30京沪高铁：主营业务收入比例



资料来源：Wind, HTI

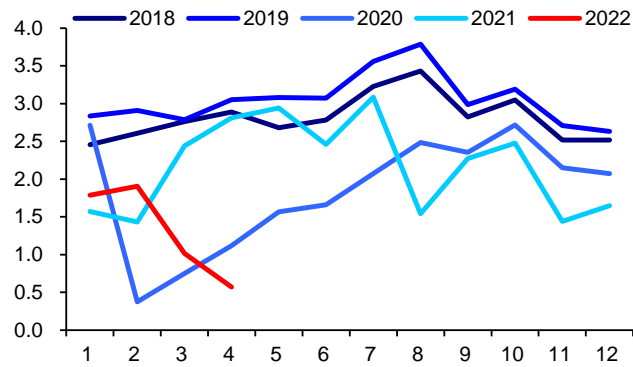
1. 客运业务：本线列车旅客发送量

担当列车：公司直接向旅客提供高铁运输服务并收取票价款，因此担当列车的开行数量、客座率（即本线列车发送旅客数量）直接影响旅客运输收入。

2020年，疫情来袭，铁路客流需求在经历了年初的短期抑制后，呈现稳步回升的复苏态势。2021年1-7月，铁路客运需求逐步提升，但暑运高峰的8月，却因南京、扬州等地疫情散发，铁路客运量大幅下滑。2021年8至12月，由于多地疫情散点爆发（图32），铁路客运量低位运行。2022年4月，由于上海等地疫情，铁路客运量再次降至低点。

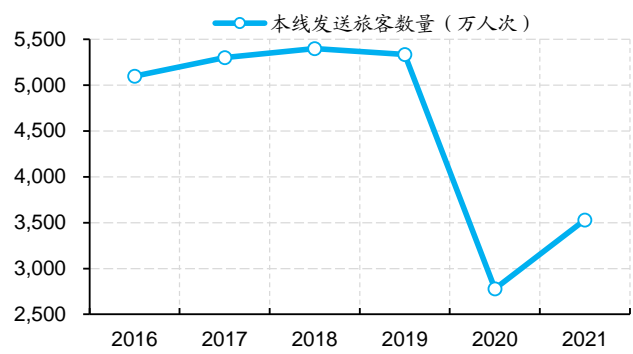
2016-2019年，京沪高铁本线列车发送旅客数量稳中有升。2020年，受疫情干扰，公司本线列车发送旅客数量降至冰点，同比下滑47.8%。2021年，公司本线旅客数量有所恢复同比增长27.1%，较2019年仍下滑约34%。其中，2021年8月，在京沪高铁本线上的南京市出现疫情，叠加台风、暴雨等影响，21Q3下旬客运量及客座率一直处于低潮。我们预计，2022年3-5月的上海及北京的疫情对京沪高铁客运业务也将带来较大冲击。

图31 铁路客运量 (亿人)



资料来源: Wind, HTI

图32 京沪高铁: 本线列车发送旅客数量



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 定期报告, HTI

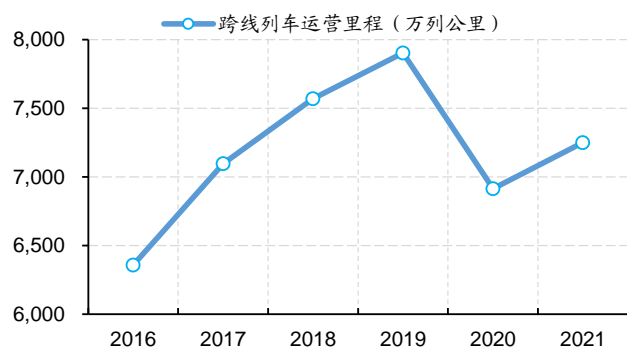
2. 路网服务: 跨线列车运营里程

非担当列车: 公司向其他铁路运输企业提供线路使用、接触网使用等服务并向其收取相应费用。线路使用服务、接触网使用服务收入主要是基于非担当列车在京沪高速铁路的开行公里数计算, 因此与列车开行数量及运行公里直接相关。

2016-2019年, 随着路网的完善, 京沪高速铁路上开行的跨线列车数量增加, 公司提供路网服务收入快速增长。京沪高铁作为全国铁路网中的重要主干道, 连接北京、天津、南京、上海等重要城市, 跨线列车需求具有较强的刚性属性, 这也是公司路网服务抗风险能力强的原因之一。因此, 尽管受到疫情冲击, 但2020年, 公司路网服务收入仍受支撑, 跨线列车运营里程同比下滑12.5%。2021年, 公司跨线列车运营里程同比增长4.8%, 较2019年下滑8.3%。

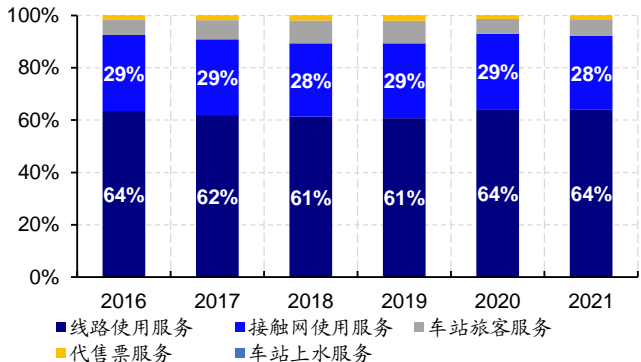
以2021年数据为例, 从收入结构上看, 线路使用服务收入占主要部分, 占路网收入比例为63.9%, 接触网使用服务收入占比28.3%, 车站旅客服务收入占比6.3%, 代售票服务占比1.4%, 车站上水服务占比0.03%。

图33 京沪高铁: 跨线列车运营里程



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 定期报告, HTI

图34 京沪高铁: 各项业务占路网服务收入比例



资料来源: 京沪高铁招股说明书, 公司公告, HTI

3. 营业成本

公司主营业务成本主要包括委托运输管理费、动车组使用费、电费能源支出、固定资产折旧、高铁运输能力保障费等。受益于委托运输管理模式，公司在疫情期间，通过全力优化列车运力结构，调整本线列车开行对数，及时减停客座率低廉列车，从而控制并降低运营成本。

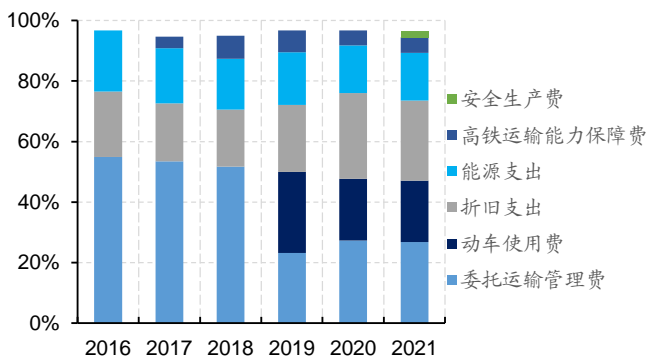
其中，高铁运输能力保障费自 2017 年 7 月开始收取，公司按照营业收入的 4% 向受托运输管理铁路局支付高铁运输能力保障费。

我们看到，2016-2018 年，委托运输管理费占营业成本的比例保持在 51%-55%，但 2019-2021 年该比例下调至 23%-28% 区间，主要系由于自 2019 年 1 月 1 日起公司将动车组使用费纳入清算范围，单独作为清算项目进行核算，不再计入委托运输管理费。

2021 年，公司调整成本费用明细分类，单独列示安全生产费及运输业务服务费。

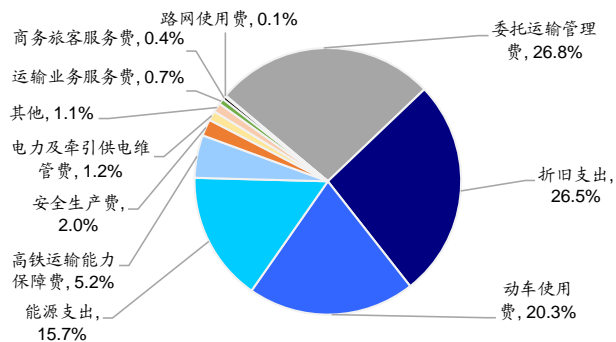
2021 年，委托运输管理费占营业总成本比例为 26.8%，折旧支出占比为 26.5%，动车使用费占比为 20.3%，能源支出占比为 15.7%，高铁运输能力保障费占比为 5.2%，安全生产费占比为 2.0%，电力及牵引电力维管费占比 1.2%，运输业服务费占比 0.7%，商务旅客服务费占比 0.4%，路网使用费占比 0.1%，其他成本占比 1.1%。

图35 京沪高铁：主要成本拆分



资料来源：Wind, HTI

图36 京沪高铁：2021年营业成本拆分



资料来源：Wind, HTI

1) 营业成本的分摊

公司将委托运输管理费（除动车组使用费）、电费能源支出、折旧支出、其他费用等，按京沪高铁线路上公司担当列车行驶总重吨公里与非担当列车行驶总重吨公里分配至旅客运输成本和提供路网服务成本。

动车组使用费、商务旅客服务等全部为旅客运输业务相关成本。高铁运输能力保障费分别以旅客运输收入、提供路网服务收入乘以 4% 分配至旅客运输成本、供路网服务成本中。

2) 变动成本

委托运输管理费用

委托运输管理费用是由京沪高铁和沿线铁路局双方按项目对应工作量和结算单价确定，主要包括：**动车组列车服务费**、**基础设施设备维护与车站旅客服务费**。原《京沪高速铁路委托运输管理合同》及《京沪高速铁路客站商业资产委托经营合同》已于2021年12月31日到期。

公司于2022年，拟与前线铁路局续签合同。其中，委托运输管理费用结算单价以2021年度单价为基数，自2022年度起每年在上一年度结算单价（不含税）的基础上按照6.275%增长执行（原为结算单价以2018年度单价为基数，每年增长6.5%）。协议有效期为2022年至2024年。

表4 委托运输费用标准

项目	单位	局别	2021年结算单价 (基数, 万元, 不含税)	2018年结算单价 (基数, 万元, 不含税)
动车组列车 服务费	千量公里	北京局		
		济南局	0.1329	0.11
		上海局		
基础设施设 备维护与车 站旅客服务 费	营业公里	北京局	221.31	186.03
		济南局	176.38	146.02
		上海局	215.68	178.55
每年增长率			6.275%	6.5%

资料来源：京沪高铁公告，招股说明书，HTI

动车组使用费及高铁运输能力保障费

动车组使用费用：由于公司本身不拥有动车组的权属而是购买动车组的工作量，并且按照动车组的工作量向沿线铁路局付费，所以动车组使用费用主要与列车开行数量相关，与客座率的相关性较小。2020年，本线列车开行数量减少，动车组使用费用也随之下降，同比下滑27.38%，该项成本相对可控。

高铁运输能力保障费用：与公司的营业收入呈正比关系，因此列车开行数量以及客座率对高铁运输能力保障费用都会产生直接影响。2020年，公司营业收入同比下降27.59%，营业成本同比下降4.6%，但高铁运输能力保障费同比下降34.77%。

表5 各项营业成本定价标准

项目	清算标准
动车组使用费 (含税)	时速300/350公里动车组8.69元/辆公里，时速200/250公里动车组7.53元/辆公里
高铁运输能力保障费	按公司当年运输营业收入的4%向受托运输管理铁路局支付

资料来源：京沪高铁招股说明书，HTI

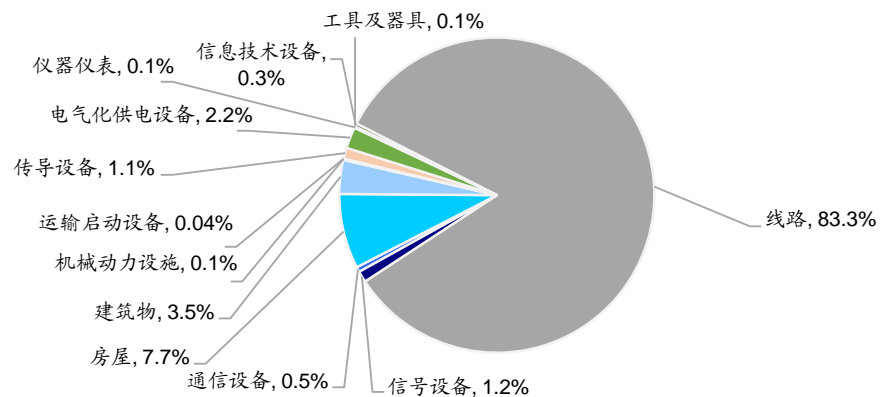
3) 固定成本：主要为折旧支出

折旧支出占营业总成本的比例较高，2021 年为 26.5%。2020 年，折旧支出占营业总成本占比达到 28.3% 的高点，主要由于：1) 公司 2020 年收购京福安徽线，相应的固定资产并表；2) 公司的折旧成本与列车开行数量和运营里程的关系不大，属于偏刚性支出，所以即使疫情期间，列车开行数量下降，营业总成本下降，但是该项成本并没有对应下降。

折旧成本与固定资产结构及各项资产折旧年限相关度较高。截至 2021 年年末，公司的固定资产占总资产比重达到 76.77%。其中，线路资产占比 83.3%，达到 1887.48 亿，其次为房屋（174.17 亿/7.7%）、建筑物（78.67 亿/3.5%）、电气化供电设备（49.5 亿/2.2%）。

公司线路资产的折旧年限较长，折旧率低。其中，路基、客专资产折旧年限均为 100 年，而隧道既有线折旧年限在 80 年，除普速道岔外，其他所有资产的折旧年限均在 20 年以上。如若没有新建设或购买的线路资产，折旧成本将保持较为稳定的趋势。

图37 京沪高铁：2021 年各项固定资产占比



资料来源：京沪高铁 2021 年年报，HTI

3.2.3 收购新线：京福安徽公司的财务状况

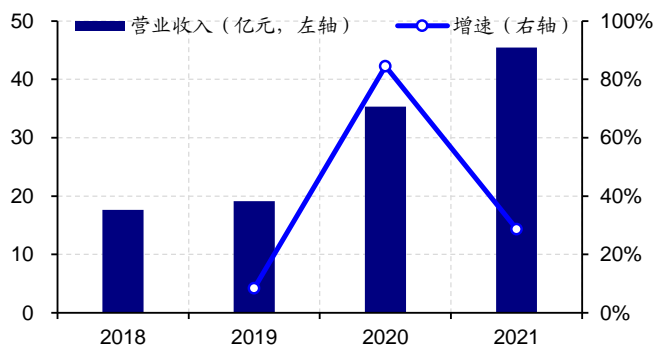
京沪高铁拥有京福安徽公司 65.0759% 的股权。**京福安徽公司本身不担当列车，仅提供路网服务**，收入绝大部分来自于向其他铁路运输企业担当的列车收取的线路使用费、接触网使用费等。

京福安徽公司营业收入稳健增长，2018-2021 年的复合增速达 37.03%。其中，2020 年，公司管辖线路列车运营里程完成 2364.5 万列公里，同比增长 55.4%，营业收入同比增长 84.52%，高增长主要由于郑阜铁路安徽段和商合杭铁路安徽段线路分别与 2019 年 12 月及 2020 年 6 月开通运营。

正在运营的合蚌客专、合福铁路安徽段、郑阜铁路和商合杭铁路开通时间尚短，京福安徽公司仍然处于市场培育期。由于铁路建设前期固定资产投资较大，市场培育期内线路运营收入难以完全弥补建设期借款资金利息支出、固定资产折旧以及委托运输管理等支出，因此京福安徽公司尚处于亏损状态。我们看到，2020年初新冠疫情影响对公司的盈利能力造成重大影响，净亏损增加至-21亿元。但是2021年，随着疫情的逐步好转，公司净亏损同比收窄。

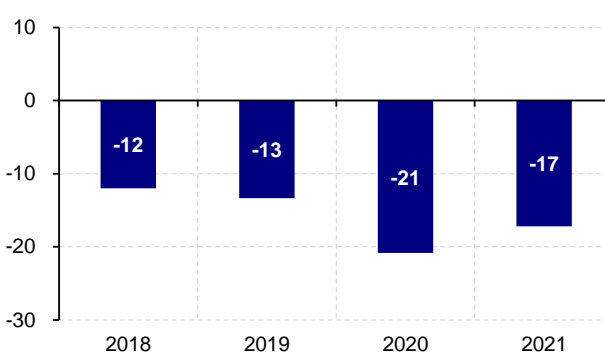
我们认为，随着高铁沿线城镇化进程加快，城市群区域联系更加紧密，人力资源流动将逐渐加快，沿线客流密度将逐步提高，京福安徽公司的经济效益预计能够得到有效改善。随着疫情好转，公司有望全线提升运力，和京沪高铁间路网协同效应也将进一步发挥，我们预计，公司有望在2023-2024年实现扭亏为盈。

图38 京福安徽公司：营业收入及增速



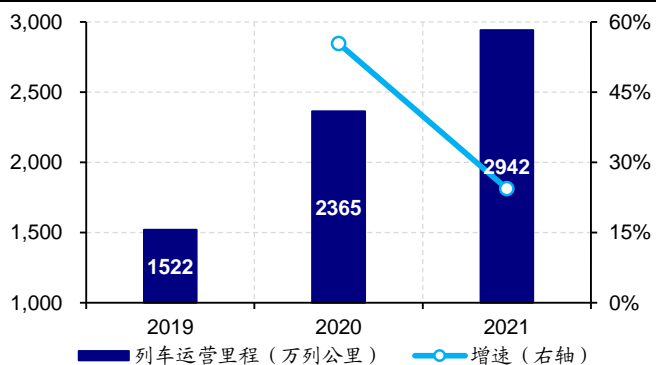
资料来源：京沪高铁招股说明书，2020-2021年财报，HTI

图39 京福安徽公司：净利润（亿元）



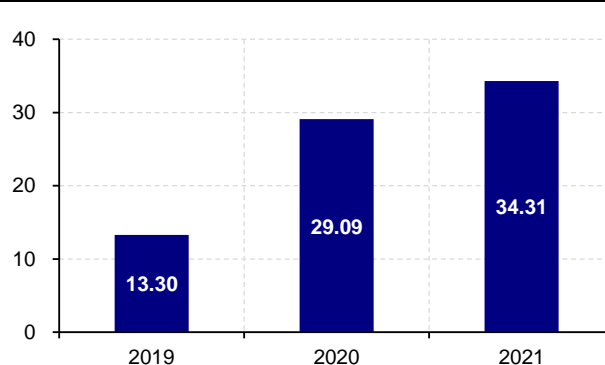
资料来源：京沪高铁招股说明书，2020-2021年财报，HTI

图40 京福安徽公司：列车运营里程及增速



资料来源：京沪高铁2020-2021年财报，HTI

图41 京福安徽公司：经营活动现金流量（亿元）



资料来源：京沪高铁2020-2021年财报，HTI

3.3 疫情渐去：稳增长趋势或重现

3.3.1 本线业绩：因何增长？

旅客运输收入主要受本线列发送人次和票价影响，其中前者又可以拆分为开行数量（运能）及客座率。

1. 多种方式扩充运能

1) 增加 17 节编组列车的比例：不考虑疫情的情况下，公司约 67% 的列车为 16 节编组，约 33% 为 17 节编组列车，在出行淡季时少量使用 8 节编组列车。17 节编组定员 1283 人，较 16 节编组及 8 节编组列车的载客能力分别提升 7.5% 和 122.7%。若随着客流的恢复，公司逐步匹配 17 节编组列车，则公司的运载能力有望进一步提升。

2) 缩短列车追踪时间：列车目前开行间隔为 4-5 分钟，但是京沪高铁在设计之初的追踪间隔为 3 分钟，若按照 3 分钟的追踪间隔计算，单方向列车将超过 200 列。但是由于铁路行业“全程全网”的业务特点，在短期内，公司还难以通过该方式提升运载能力。

2. 浮动票价机制：票价市场化的开始

自开通运营以来至 2020 年，京沪高铁一直采取固定票价模式。2020 年 12 月 23 日，公司开始实施浮动票价机制，将京沪高铁时速 300-350 公里动车组列车二等座票价进行优化调整，同时将商务座、特等座和一等座与二等座的比价关系分别按照 3.5 倍、1.8 倍和 1.6 倍执行。公司统筹考虑旅客图定旅行时间、客座率及席别服务的不同需求等因素，合理安排列车票价档次，票价有升有降。

2021 年 6 月，公司进一步优化票价机制，在 5 档票价基础上新增 2 档涨价区间，形成 7 档票价的结构。我们认为，京沪高铁处于东部地区客流充沛区域，旅客的支付能力、区域经济发展水平能够支撑京沪高铁涨价逻辑。此外，北京至上海额航空经济舱全价票 1960 元，为京沪高铁商务座、一等座及二等座浮动上限票价的 0.85/1.85/2.96 倍，因此京沪高铁票价仍具一定上浮空间。

受疫情影响，本线列车开行的数量及客座率大幅减少，浮动票价机制虽对业绩有一定的正向贡献，但是整体影响并不显著。我们认为，随着疫情好转，开行列车数量及客座率的提升，浮动票价机制的优势将会逐渐体现，也有望为公司提供更高的业绩弹性。

表 6 高铁定价（单位：元）

时间	北京南-上海虹桥	二等座	一等座	商务座
2011-2020.12.23	全票价格	553	933	1748
	单公里价格	0.42	0.71	1.33
	浮动上限	662	1060	2318
2021.6	单公里价格	0.50	0.80	1.76
	浮动下限	498	837	1748
	单公里价格	0.38	0.64	1.33
较固定票价机制的涨幅区间		-9.9~24.2%	-10.3~13.6%	0~32.6%

资料来源：京沪高铁招股说明书，12306 官网，HTI

3.3.2 跨线业绩：如何扩张？

路网收入与跨线列车开行数量直接相关。跨线列车的票价、客座率并不直接影响旅客运输收入。随着国家铁路网的不断扩展和完善，作为路网干线的京沪高铁，其跨线需求将只增不减。尤其，公司收购京福安徽公司以后，跨线列车开行数量有望进一步提升，也将为公司的营收提供强大支撑。

定价：清算模式下，跨线列车服务由行业定价，较为固定。

表 7 路网服务定价

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：京沪高铁招股说明书，HTI

3.3.3 业绩弹性的测算

2022 年京沪高铁模型假设：考虑到 2022 年 4-6 月北京及上海疫情的影响，我们预计，公司 2022 年本线列车发送人数为 3635 人次，本线平均客运单价为 267.30 元/人，对应的全年归母净利润为 46.43 亿元。

我们假设两种极端情况（其他条件均保持不变）：

- 1) 公司本线列车发送人次为 2020 年水平（2777 万人次），即公司上市后，由于受到疫情冲击，业绩处于低谷阶段。若平均客运单价下滑 10%，对应归母净利润较假设的 46.43 亿元下滑 47.1% 至 24.58 亿元；若平均客运单价上涨 25%，对应归母净利润下滑 6.8% 至 43.29 亿元。
- 2) 公司本线列车发送人次为 2019 年水平（5333 万人次），即疫情前，公司业绩的波峰时期。若平均客运单价下滑 10%，对应归母净利润较假设的 46.43 亿元上涨 48.2% 至 68.84 亿元；若平均客运单价上涨 25%，对应归母净利润上涨 125.6% 至 104.75 亿元。

我们因此也可以验证“随着疫情好转，开行列车数量及客座率的提升，浮动票价机制的优势将会逐渐体现，也有望为公司提供更高的业绩弹性。”的结论。

图42 京沪高铁：2022 年本线运价及发送人次变动下的归母净利润（单位：亿元）

		-10%	-5%	0%	10%	15%	25%	
		本线平均客运单价（元）						
		46.43	240.57	253.93	267.30	294.03	307.39	334.12
-24%	本线列车发送 人次（万人）	2777	24.58	27.26	29.93	35.27	37.94	43.29
-16%		3053	29.37	32.31	35.24	41.12	44.06	49.93
-8%		3344	34.40	37.62	40.84	47.27	50.49	56.93
0%		3635	39.44	42.94	46.43	53.43	56.93	63.92
15%		4180	48.88	52.91	56.93	64.97	68.99	77.04
30%		4725	58.33	62.87	67.42	76.51	81.06	90.15
47%		5333	68.84	73.97	79.10	89.36	94.49	104.75

资料来源：HTI 测算整理

图43 京沪高铁：2022 年本线运价及发送人次变动下的归母净利润较假设值变动情况

		-10%	-5%	0%	10%	15%	25%	
		本线平均客运单价（元）						
		240.57	253.93	267.30	294.03	307.39	334.12	
-24%	本线列车发送 人次（万人）	2777	-47.1%	-41.3%	-35.6%	-24.0%	-18.3%	-6.8%
-16%		3053	-36.8%	-30.4%	-24.1%	-11.4%	-5.1%	7.5%
-8%		3344	-25.9%	-19.0%	-12.1%	1.8%	8.7%	22.6%
0%		3635	-15.1%	-7.5%	0.0%	15.1%	22.6%	37.7%
15%		4180	5.3%	13.9%	22.6%	39.9%	48.6%	65.9%
30%		4725	25.6%	35.4%	45.2%	64.8%	74.6%	94.1%
47%		5333	48.2%	59.3%	70.3%	92.4%	103.5%	125.6%

资料来源：HTI 测算整理

我们以本线列车发送人数 3635 万人次及跨线列车交易数量 7105 万列车公里为基础，假设其他条件均不变的前提下，我们测算二者变动对公司归母净利润的影响。图 30 显示，当跨线列车交易数量保持不变时，本线列车发送人次增长 10%，则对应的归母净利润增加 15.1%；当本线列车发送人次保持不变时，跨线列车交易数量增长 10%，则对应的归母净利润增加 18.1%。因此，我们得出结论，跨线列车交易数量对业绩的波动更为明显，我们判断，这与路网服务的毛利率高于客运服务的毛利率有关。

图44 京沪高铁：2022 年本线列车发送人次及跨线列车交易数量变动下的归母净利润（单位：亿元）

		-10%	-5%	0%	10%	15%	25%	
		本线平均客运单价（元）						
		240.57	253.93	267.30	294.03	307.39	334.12	
-24%	本线列车发 送人次（万 人）	2777	-47.1%	-41.3%	-35.6%	-24.0%	-18.3%	-6.8%
-16%		3053	-36.8%	-30.4%	-24.1%	-11.4%	-5.1%	7.5%
-8%		3344	-25.9%	-19.0%	-12.1%	1.8%	8.7%	22.6%
0%		3635	-15.1%	-7.5%	0.0%	15.1%	22.6%	37.7%
15%		4180	5.3%	13.9%	22.6%	39.9%	48.6%	65.9%
30%		4725	25.6%	35.4%	45.2%	64.8%	74.6%	94.1%
47%		5333	48.2%	59.3%	70.3%	92.4%	103.5%	125.6%

资料来源：HTI 测算整理

图45 京沪高铁：2022 年本线列车发送人次及跨线列车交易数量变动下的归母净利润较假设值变动情况

		-25%	-15%	-10%	0%	10%	15%	25%	
		跨线列车交易数量 (万列车公里)							
		46.43	5329	6040	6395	7105	7816	8171	8882
-25%	本线列车发送人次 (万人)	2726	7.88	16.31	20.52	28.95	37.38	41.59	50.02
-15%		3090	14.87	23.30	27.51	35.94	44.37	48.58	57.01
-10%		3271	18.37	26.80	31.01	39.44	47.87	52.08	60.51
0%		3635	25.37	33.79	38.01	46.43	54.86	59.08	67.50
10%		3998	32.36	40.79	45.00	53.43	61.86	66.07	74.50
15%		4180	35.86	44.29	48.50	56.93	65.36	69.57	78.00
25%		4544	42.85	51.28	55.49	63.92	72.35	76.56	84.99

资料来源：HTI 测算整理

3.4 现金流充沛，分红率较高

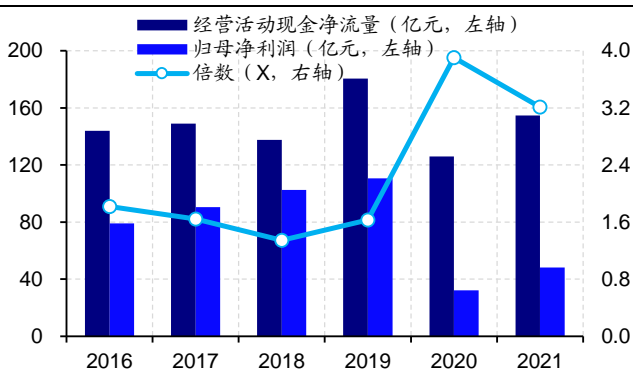
3.4.1 现金流充沛：资金压力较小

公司的经营性现金流稳定且充沛，2016-2019 年，是每年对应归母净利润的 1.3-1.9 倍，2020-2021 年均为 3 倍以上。我们认为，主要是由于 2020 年京福安徽公司并表以后，现金流增加，但京福安徽的净亏损拖累京沪高铁的净利润所致。

稳定且充沛的现金流，一方面有利于公司进行可持续性的资本及研发投入，从而扩张运力及优化完善路网结构，增加业绩弹性；另一方面也反映出公司资金压力较小，可保持合理的资产负债结构，公司资产负债率也一直保持在 31% 以下的水平。2020 年，资产负债率大幅提升，主要是由于并购京福安徽公司所致。若剔除该影响，2020-2021 年，公司资产负债率仍维持在 20% 以下。

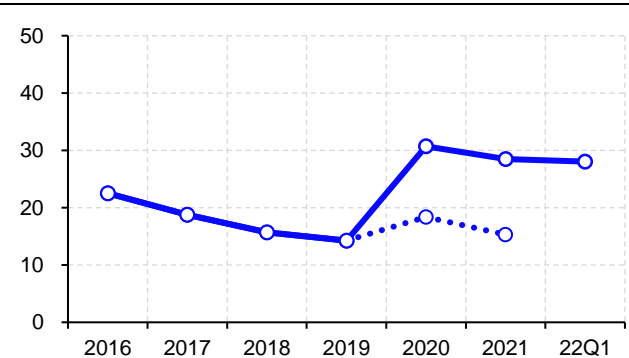
公司负债中，长期借款所占比例达 70% 以上。2020 年，公司资产负债率提升 16.5 个百分点，主要由于新增并购长短期借款 220 亿元。

图46 京沪高铁：经营性现金流净流量及归母净利润（亿元）



资料来源：京沪高铁招股说明书、定期报告，HTI

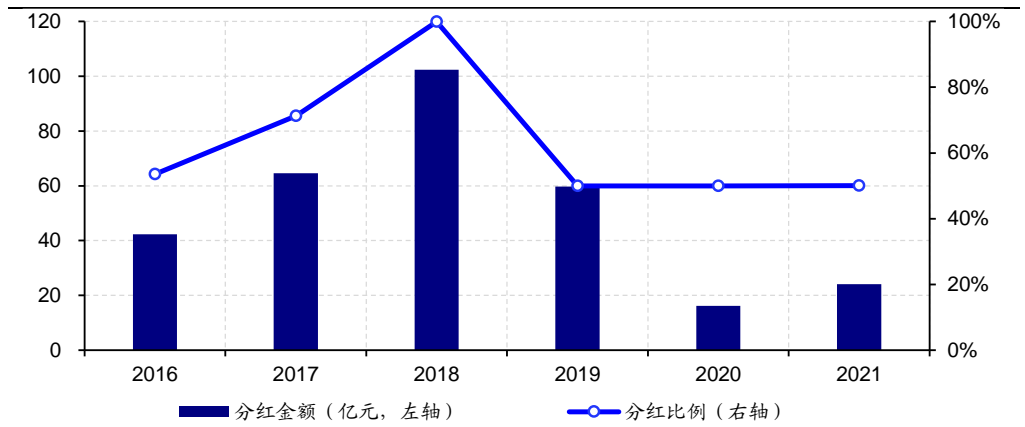
图47 京沪高铁：资产负债率 (%)

资料来源：京沪高铁招股说明书、定期报告，HTI
注：图中虚线为剔除并购京福安徽公司后的资产负债率情况

3.4.2 分红率较高：强化投资者回报

2016-2021 年，京沪高铁分红率达 50% 及以上，分红可观。公司在《上市后三年股东分红回报规划》中指出，在公司当年实现盈利、当年年末公司累计未分配利润为正数且无重大投资计划或重大现金支出发生时，公司应当主要采取现金方式分配利润。公司每年以现金形式分配的利润为该年度归属于公司股东净利润的 50%。2022 年是公司上市的第三年，我们预计，公司今年的分红率仍可达 50%。

图48 京沪高铁分红金额及分红比例



资料来源：京沪高铁定期报告，HTI

我们认为公司的未来股东分红可持续性较强，主要由于公司提出的差异化分红政策。

表 8 差异化分红政策

发展阶段	资金安排	分配比例
成熟期	无重大资金支出安排	现金分红占利润分配比例 最低应达 80%
成熟期	有重大资金支出安排	现金分红占利润分配比例 最低应达 40%
成长期	有重大资金支出安排	现金分红占利润分配比例 最低应达 20%

资料来源：招股说明书，HTI

4. 盈利预测及估值

4.1 核心假设

我们对于业绩预测做如下的假设：

- (1) 受新冠疫情影响，2022H1 本线旅客发送人次下滑，但随着疫情的恢复，2022H2 有望恢复至常态水平；
- (2) 仍采用 7 档浮动票价机制，或小幅涨价；
- (3) 跨线列车开行数量稳定增长，并且清算定价保持稳定水平；
- (4) 委托运输管理收费标准不发生变化。

4.2 业绩预测

我们预计，2022-2024 年公司营业收入分别为 296.63、381.30、450.21 亿元，同比+1.2%/28.5%/18.1%。其中旅客服务收入分别为 102.68、139.09、163.24 亿元；提供路网服务收入分别为 188.93、236.69、280.90 亿元。

我们预计，2022-2024 年公司分别实现归母净利润 46.43 亿元、96.38 亿元、130.32 亿元。

表 9 京沪高铁：营收成本拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25,238	29,305	29,663	38,130	45,021
增速	-27.59%	16.11%	1.22%	28.54%	18.07%
提供路网服务收入	17,229.63	18,878.53	18,893.48	23,668.53	28,089.64
增速	-8.69%	9.57%	0.08%	25.27%	18.68%
旅客运输收入	7,608.68	9,970.28	10,267.59	13,909.40	16,323.96
增速	-51.48%	31.04%	2.98%	35.47%	17.36%
其他业务收入	400.13	455.97	501.57	551.72	606.89
营业成本	17,336.20	18,799.27	19,274.21	21,470.77	23,678.36
增速	-4.60%	8.44%	2.53%	11.40%	10.28%
毛利润	7,902.23	10,505.51	10,388.42	16,658.88	21,342.14
毛利率	31.31%	35.85%	35.02%	43.69%	47.41%

资料来源：公司 2020 年及 2021 年财报，HTI

4.3 估值

作为连接南北的交通走廊和经济桥梁，京沪高铁坐拥黄金线路资产，为稳健增长的业绩构建良好基础。疫情过后，客流恢复叠加只增不减的路网服务需求，公司业绩有望持续修复。我们认为，浮动票价机制也有望为公司贡献新的业绩弹性。此外，公司承诺的高分红率，在彰显公司对业绩具备信心的同时，也强化了投资者的回报。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.09/0.20/0.27 元，参考可比公司估值，给予公司 2023E 30x PE，对应合理目标价为 5.89 元。维持“优于大市”评级。

表 10 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
601333	广深铁路	-0.14	-0.02	0.06	-	-	35.9
600125	铁龙物流	0.26	0.31	0.34	20.7	17.4	15.5
601006	大秦铁路	0.82	0.86	0.86	8.0	7.7	7.7
	均值	0.31	0.38	0.42	14.4	12.55	19.7
601816	京沪高铁	0.24	0.09	0.23	20.7	55.8	21.6

注：收盘价为 2022 年 6 月 30 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind, HTI

5. 风险提示

新冠疫情再次爆发、经济下行、能源价格大幅上涨、客座率及跨线列车数量增长不及预期、其他路网分流等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	29,305	29,663	38,130	45,021
每股收益	0.10	0.09	0.20	0.27	营业成本	18,799	19,274	21,471	23,678
每股净资产	3.80	3.90	4.10	4.36	毛利率%	35.8%	35.0%	43.7%	47.4%
每股经营现金流	0.31	0.31	0.51	0.43	营业税金及附加	141	142	172	203
					营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	0	0	0	0
P/E	51.19	53.09	25.58	18.92	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.32	1.29	1.23	1.15	管理费用	802	813	953	1,126
P/S	8.41	8.31	6.47	5.48	管理费用率%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	20.18	16.38	11.84	9.93	EBIT	9,552	9,421	15,518	19,995
					财务费用	3,307	3,214	2,714	2,348
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	11.3%	10.8%	7.1%	5.2%
毛利率	35.8%	35.0%	43.7%	47.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.4%	15.7%	25.3%	28.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	2.6%	2.4%	4.8%	6.1%	营业利润	6,245	6,208	12,806	17,649
资产回报率	1.6%	1.6%	3.2%	4.2%	营业外收支	4	0	0	0
投资回报率	2.2%	2.2%	3.7%	4.6%	利润总额	6,248	6,208	12,806	17,649
盈利增长 (%)					EBITDA	15,263	19,236	25,474	29,336
营业收入增长率	16.1%	1.2%	28.5%	18.1%	所得税	2,033	1,987	3,714	5,118
EBIT 增长率	37.0%	-1.4%	64.7%	28.9%	有效所得税率%	32.5%	32.0%	29.0%	29.0%
净利润增长率	49.1%	-3.6%	107.6%	35.2%	少数股东损益	-600	-422	-546	-501
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4,816	4,643	9,638	13,032
资产负债率	28.5%	27.8%	26.0%	24.0%					
流动比率	1.03	1.29	1.92	2.80	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.02	1.29	1.91	2.79	货币资金	8,918	8,869	17,990	23,650
现金比率	0.99	0.91	1.83	2.33	应收账款及应收票据	231	1,459	504	1,896
经营效率指标					存货	0	0	0	0
应收帐款周转天数	7.29	10.25	9.27	9.60	其它流动资产	108	2,311	361	2,928
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	9,257	12,639	18,856	28,474
总资产周转率	0.10	0.10	0.13	0.15	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.13	0.13	0.18	0.22	固定资产	226,671	219,038	211,809	205,189
					在建工程	79	129	179	207
					无形资产	58,421	65,623	71,693	77,027
					非流动资产合计	285,996	285,636	284,553	283,322
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	295,252	298,275	303,409	311,796
净利润	4,816	4,643	9,638	13,032	短期借款	2,002	1,702	1,402	1,102
少数股东损益	-600	-422	-546	-501	应付票据及应付账款	807	836	996	1,024
非现金支出	5,712	9,816	9,956	9,340	预收账款	23	15	23	26
非经营收益	3,485	3,391	2,890	2,706	其它流动负债	6,141	7,220	7,395	8,020
营运资金变动	2,056	-2,330	3,247	-3,303	流动负债合计	8,973	9,774	9,816	10,172
经营活动现金流	15,468	15,098	25,185	21,275	长期借款	74,534	72,534	68,534	64,034
资产	-3,378	-9,455	-8,872	-8,108	其它长期负债	642	642	642	642
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	75,175	73,175	69,175	64,675
其他	-229	0	0	0	负债总计	84,148	82,950	78,991	74,847
投资活动现金流	-3,607	-9,455	-8,872	-8,108	实收资本	49,106	49,106	49,106	49,106
债权募资	-5,717	-2,300	-4,300	-4,800	归属于母公司所有者权益	186,850	191,493	201,131	214,163
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	24,254	23,832	23,287	22,786
其他	-5,175	-3,392	-2,891	-2,708	负债和所有者权益合计	295,252	298,275	303,409	311,796
融资活动现金流	-10,892	-5,692	-7,191	-7,508					
现金净流量	968	-49	9,122	5,660					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), HTI

APPENDIX 1**Summary**

Earnings forecast and valuation: Beijing-Shanghai High Speed Railway owns golden routes with unique geographic advantage, building a solid foundation for stable growth momentum. We believe the company will realized outstanding performance post epidemic with recovery of passenger flow and increasing demand in cross-line services. We expect that the company's 22-24E EPS to be Rmb0.09/0.20/0.27per share, respectively. Given the valuation of comparable companies, we give 30x 2023E PE and derive a reasonable TP of Rmb5.89. We maintain "Outperform" rating.

Risks: reoccurrence of the epidemic; economic downturn; surge in energy prices; lower-than-expected passenger load factor and the number of cross-line trains; traffic diversion, etc.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Yali Luo，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）:

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

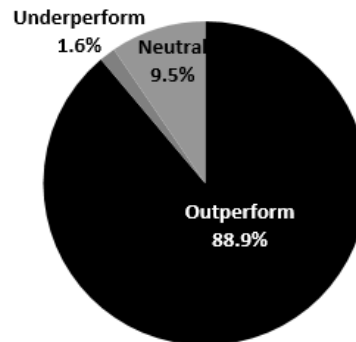
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

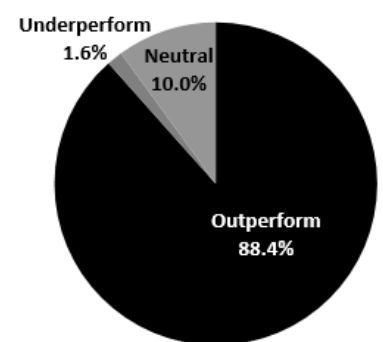
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

评级分布 Rating Distribution

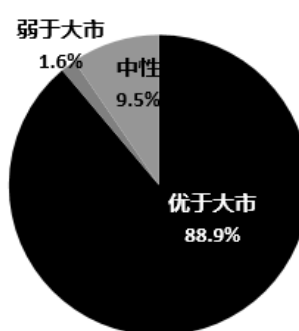
Most Recent Full Quarter



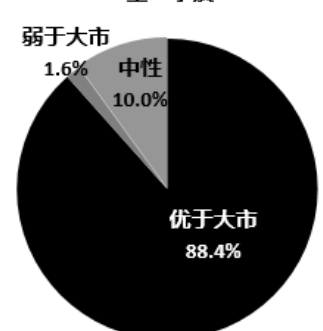
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2022 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	88.9%	9.5%	1.6%
投资银行客户*	6.8%	5.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	88.9%	9.5%	1.6%
IB clients*	6.8%	5.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性, 准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名称作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化

可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及其关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 ("HTISCL") 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称 "SFO") 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的 "专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年 "美国证券交易法" 第 15a-6 条规定的豁免注册的 "美国主要机构投资者" ("Major U.S. Institutional Investor") 和 "机构投资者" ("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何

证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话：(65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

Recommendation Chart

Beijing-Shanghai High Speed Railway - 601816 CH



1. 11 Nov 2020 OUTPERFORM at 5.72 target 6.9.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates