

公司研究

旅客发送量大幅下降，未来有望逐步恢复

——京沪高铁（601816.SH）2022年半年度业绩预亏公告点评

要点

◆**事件：公司发布2022年半年度业绩预告。**公司2022年上半年预计归母净利润为10.3亿元-15.5亿元，较上年同期（盈利27.4亿元）由盈转亏；预计扣非净亏损为10.3亿元-15.5亿元，较上年同期（盈利27.4亿元）由盈转亏。其中Q2预计归母净利润为12.5亿元-17.7亿元，较上年同期（盈利24.2亿元）由盈转亏，环比Q1（盈利2.2亿元）由盈转亏。

◆**国内疫情反复，铁路客运需求遭受负面冲击。**受疫情影响，2022年上半年全国铁路旅客发送量约7.9亿人次，同比下降42.3%，其中4月、5月、6月单月分别同比减少79.8%、68.6%、32.0%。2022年初，国家铁路旅客发送量目标为30.38亿人次、同比增长20%；2022年5月底，国铁集团预计2022年后7个月旅客发送量可恢复到去年同期水平（约15亿人次），按调整后的新目标计算2022年全国铁路旅客发送量仅能达到约22亿人次，同比2021年减少约17%，客流仅能恢复至疫情前的59%。

◆**公司京沪线担当列车发送旅客及非担当列车开行数量大幅下降。**2022年上半年，国内新冠肺炎疫情防控形势发生新的变化，变异病毒传播更加隐匿、速度更加迅速、持续时间更长，对国内交通运输行业带来巨大冲击，尤其是公司线路所处上海、北京等地防控形势特别严峻，防控措施不断收紧，人员流动管控更加严格，公司担当列车发送旅客及非担当列车开行数量大幅下降。面对冲击，虽然公司持续深入研究疫情防控常态化下客流规律，紧盯增运补欠的有利时机，持续坚持“过紧日子”，但上半年经营业绩仍产生亏损。

◆**票价市场化改革、运行图调整等将提高公司未来盈利能力。**公司于2021年上半年实施5档浮动票价后，持续优化升级票价浮动机制，于2021年暑期推出更灵活多样、力度更大的7档浮动票价，此外公司在2021年全面启用计次车票（旅客购买后可以在90天有效期内乘坐京沪高铁线路内指定发到站和席别的列车20次），有利于提升列车运输收益。另外公司2021年按照“调结构、提质量、增能力、扩效益”的原则对全线列车运行图进行了结构性调整，实现了复兴号智能动车组上线运营，有效提升了京沪高铁运营效率和运输能力。在铁路客运需求没有完全恢复的情况下，票价市场化改革、运行图调整对公司盈利的提升有限，但随着客运需求的不断恢复，上述调整对公司盈利能力的积极影响将逐步体现。

◆**投资建议：**国内疫情反复，京沪高铁主线、京福安徽运营短期承压；公司区位优势仍在，铁路客运需求恢复趋势确定；公司的票价市场化改革、运行图调整也将提高未来盈利能力。基于国内疫情短期仍有反复，盈利恢复节奏或将延后，我们下调公司22年-24年净利润预测64%/34%/12%分别至33.5亿元、82.8亿元、121.2亿元；基于京沪高铁区位优势仍在，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	25,238	29,305	26,380	36,764	46,563
营业收入增长率	-23.39%	16.11%	-9.98%	39.36%	26.65%
净利润（百万元）	3,229	4,816	3,345	8,283	12,115
净利润增长率	-72.95%	49.15%	-30.54%	147.62%	46.26%
EPS（元）	0.07	0.10	0.07	0.17	0.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.76%	2.58%	1.78%	4.24%	5.88%
P/E	75	50	72	29	20
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-14

增持（维持）

当前价：4.92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)	2416.04
一年最低/最高(元)	4.34/5.49
近3月换手率	6.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.88	-3.39	10.17
绝对	4.90	-0.20	-5.35

资料来源：Wind

相关研报

疫情冲击逐渐减弱，客货运需求开始恢复——交通运输行业周报 20220703（2022-07-04）

历尽千辛，岿然不动——交通运输行业 2022 年中期投资策略（2022-06-01）

疫情反复拖累航司机场业绩，头部快递公司盈利持续修复——交通运输行业 2021 年报及 2022 年一季报业绩综述（2022-05-05）

疫情拐点，消费修复——疫后消费回归系列一（2022-04-24）

需求持续恢复，盈利能力回升——京沪高铁（601816.SH）2021 年报点评（2022-04-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,238	29,305	26,380	36,764	46,563
营业成本	17,336	18,799	17,699	21,072	25,629
折旧和摊销	5,620	5,702	5,779	5,717	5,661
税金及附加	125	141	82	114	144
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	796	802	923	1,287	1,630
研发费用	12	12	3	4	6
财务费用	2,945	3,307	3,745	3,594	3,394
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,028	6,245	3,927	10,693	15,760
利润总额	4,028	6,248	3,927	10,693	15,760
所得税	1,527	2,033	982	2,459	3,625
净利润	2,501	4,215	2,945	8,233	12,135
少数股东损益	-728	-600	-400	-50	20
归属母公司净利润	3,229	4,816	3,345	8,283	12,115
EPS(按最新股本计)	0.07	0.10	0.07	0.17	0.25

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,602	15,468	12,036	17,818	21,494
净利润	3,229	4,816	3,345	8,283	12,115
折旧摊销	5,620	5,702	5,779	5,717	5,661
净营运资金增加	-4,168	1,691	-439	2,844	2,633
其他	7,922	3,259	3,351	974	1,085
投资活动产生现金流	-5,026	-3,607	-993	-1,000	-1,500
净资本支出	-5,027	-3,378	-1,000	-1,000	-1,500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	-229	7	0	0
融资活动现金流	-9,692	-10,892	-9,324	-4,083	-4,941
股本变化	6,286	0	0	0	0
债务净变化	63,399	-5,772	-3,172	100	100
无息负债变化	2,603	-2,460	-491	357	382
净现金流	-2,117	968	1,720	12,734	15,053

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	31.3%	35.8%	32.9%	42.7%	45.0%
EBITDA 率	49.9%	52.1%	51.0%	54.4%	53.3%
EBIT 率	27.6%	32.6%	29.1%	38.9%	41.1%
税前净利润率	16.0%	21.3%	14.9%	29.1%	33.8%
归母净利润率	12.8%	16.4%	12.7%	22.5%	26.0%
ROA	0.8%	1.4%	1.0%	2.7%	3.9%
ROE (摊薄)	1.8%	2.6%	1.8%	4.2%	5.9%
经营性 ROIC	1.5%	2.2%	2.0%	3.9%	5.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	31%	29%	28%	27%	26%
流动比率	0.72	1.03	2.06	4.12	6.23
速动比率	0.72	1.03	2.06	4.12	6.23
归母权益/有息债务	2.15	2.34	2.45	2.55	2.68
有形资产/有息债务	2.83	2.97	3.08	3.20	3.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	300,863	295,252	292,124	300,225	311,196
货币资金	7,950	8,918	10,637	23,372	38,425
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	957	231	211	294	373
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,295	42	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	49	66	66	66	66
流动资产合计	10,251	9,257	10,914	23,732	38,864
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+使用权资产	230,513	226,707	223,895	220,400	217,227
在建工程	110	79	59	720	1,552
无形资产	59,036	58,421	56,474	54,591	52,771
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	951	782	782	782	782
非流动资产合计	290,612	285,996	281,209	276,493	272,332
总负债	92,380	84,148	80,485	80,942	81,424
短期借款	6,006	2,002	0	0	0
应付账款	802	807	761	928	1,110
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	23	93	53	89
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	14,259	8,973	5,301	5,755	6,241
长期借款	77,453	74,534	74,534	74,534	74,534
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	292	282	282	282	282
非流动负债合计	78,121	75,175	75,184	75,186	75,183
股东权益	208,483	211,104	211,638	219,283	229,772
股本	49,106	49,106	49,106	49,106	49,106
公积金	127,258	127,852	128,186	129,014	130,226
未分配利润	7,264	9,871	10,470	17,336	26,594
归属母公司权益	183,629	186,850	187,784	195,478	205,947
少数股东权益	24,855	24,254	23,854	23,804	23,824

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	3.15%	2.74%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	11.67%	11.28%	14.20%	9.78%	7.29%
研发费用率	0.05%	0.04%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	38%	33%	25%	23%	23%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.03	0.05	0.01	0.03	0.05
每股经营现金流	0.26	0.31	0.25	0.36	0.44
每股净资产	3.74	3.80	3.82	3.98	4.19
每股销售收入	0.51	0.60	0.54	0.75	0.95

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	75	50	72	29	20
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	29.9	24.2	27.0	17.7	13.8
股息率	0.7%	1.0%	0.2%	0.7%	1.0%

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。

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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