

铁路公路行业

报告日期：2020 年 05 月 06 日

铁路公路行业热点十问十答：利空出尽，攻守兼备

——铁路公路行业 2020 年一季度综述

✍️：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001
 ☎️：021-80108129
 ✉️：jiangnan@stocke.com.cn

行业评级

铁路运输 II	看好
高速公路 II	看好

报告导读

本报告总结了近期市场关注的铁路、公路板块热点问题，根据 2019 年报及 2020 一季报情况，从定性定量角度作了详细解答。

投资要点

□ 一季度高速板块业绩如何看？

特殊事件下带来业绩短期减少，一季度板块归母净利润同比下降 135.61%至亏损 25.92 亿元，但属于一次性损益，预计恢复收费后收入利润迅速回升。

□ 免费通行的影响是否符合预期？

从经营净现金流平均弹性及平均借贷成本角度看，高速板块 1Q20 表现符合甚至略超预期。

□ 免费通行对高速投资价值影响多大？

高速公路车流量复合增速高于折现率，因此如果收费期限补偿性延长，则高速企业投资价值不受影响，或有望增厚价值。

□ 高速行业长期是否还有增长？

高速车流量中客车占 80%左右，受益于车辆保有量增长及短途出行频次增加，高速公路车流增长驱动仍在，2019 年高速车流量同比增长 8.04%。

□ 高速行业未来资本开支方向？

新修路产、路产收购的资本开支之外，建议关注近 5-10 年内将迎来的高速公路改扩建潮。

□ 如何评判当前高速企业投资价值？

受免费通行情绪影响，已打造高速板块估值洼地，当前时点具有板块估值修复、股息防守双重价值。

□ 铁路板块一季度业绩如何？

全行业看客运下滑，货运逆势微增。从上市公司角度看，整个板块 Q1 归母净利润同比下降 42.41%至 26.19 亿元。仍看好铁路货运的刚需及铁路客运回暖。

□ 铁路改革有何预期和关注点？

1) 关注价格市场化进程，其中客运定价权转移，规制基本放开，货运费率浮动限制放宽，定价市场化程度逐步提高；2) 关注经营市场化改善。

□ 大秦铁路投资价值的体现？

利空出尽，每股分红 0.48 元带来股息托底，后面静待利润及估值的双回升。

□ 京沪高铁利润增长驱动？

业绩短期承压，长期仍有驱动：1) 京福安徽公司扭亏后利润增长、2) 商合杭通车释放运能、3) 京沪线提价。

风险提示：高速补偿措施不及预期；经济回暖低于预期。

相关报告

- 1《高速公路行业深度报告：投资价值或有增厚，超跌后长期仍是优质避险资产》2020.04.07
- 2《高铁行业深度报告：高铁发展仍在快车道，2019 年京沪高铁盈利 119 亿元》2020.04.17
- 3《19 年归母净利润 137 亿元，未来三年分红有保障——大秦铁路 2019 年报及 2020 一季报点评》2020.04.29
- 4《山东高速（600350）深度报告：开启改扩建新篇章，静待利润中枢大幅上移》2020.04.13

报告撰写人：姜楠

数据支持人：姜楠

正文目录

1. 一季度高速板块业绩如何看？特殊事件影响带来短期下滑	4
2. 免费通行的影响是否符合预期？流动性角度看略超预期	4
3. 免费通行对高速投资价值影响多大？补偿延长收费，投资价值不受影响	5
4. 高速行业长期是否还有增长？车流自然增长驱动仍在	6
5. 高速行业未来资本开支方向？近 5-10 年或迎改扩建潮	7
6. 如何评判当前高速企业投资价值？具有板块估值修复、股息防守双重价值	8
7. 铁路板块一季度业绩如何？客运下滑，货运逆势微增	9
8. 铁路改革有何预期和关注点？关注价格市场化进程及经营市场化改善	10
9. 大秦铁路投资价值的体现？利空出尽，股息托底待利润回升	12
10. 京沪高铁利润驱动？业绩短期承压，长期仍有驱动	13
附：铁路高速板块高股息标的对比	14

图表目录

图 1：高速板块 1Q20 总计营收同比下降 45.08%	4
图 2：高速板块 1Q20 总计归母净利润同比下降 135.61%	4
图 3：高速板块 1Q20 经营性净现金流同比下降 60.21%	5
图 4：高速板块一季度平均负债成本整体下降	5
图 5：2019 年各月全国高速车流量同比增速大部分在 7%以上	5
图 6：高速公路行业利润驱动框架	6
图 7：我国小客车保有量 5 年 CAGR 为 10.12%	6
图 8：我国货运结构以公路货运为主体	6
图 9：高速板块具有超额修复空间	8
图 10：当前高速板块 PB(LF)相对十年均值仍有 23%空间	8
图 11：铁路板块 1Q20 营收同比微增 3.75%	9
图 12：铁路板块 1Q20 归母净利润同比下降 42.41%	9
图 13：截止 2020 年 4 月末全国铁路客运量仍仅在去年同期的 40%-50%左右	10
图 14：我国铁路客运价格改革历程梳理	10
图 15：我国铁路货运费率政策不断放开	11
图 16：国铁集团长期债务占比提升	11
图 17：国铁集团长期债务增速高于短期债务	11
图 18：据京沪高铁招股说明书披露京福安徽有望在 2022 年扭亏	13
表 1：重点高速企业路产状况表（截止 2019 年 12 月 31 日）	7
表 2：新修路产与改扩建对比	7
表 3：A 股高速板块主要公司近 5 年现金股利支付率	9
表 4：美国铁路运输定价政策	12
表 5：受外部短期突发事件影响，19 年及 20 年一季度大秦线运量同比下滑	13

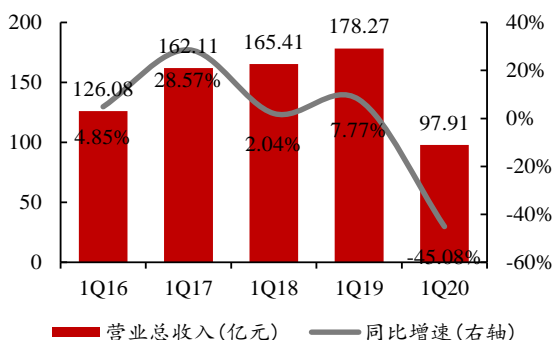
表 6: 铁路高速板块高股息标的对比	14
--------------------------	----

1. 一季度高速板块业绩如何看？特殊事件影响带来短期下滑

免费通行政策下，一季度高速板块业绩整体下滑。收入端，收费公路主业直接受到免费通行政策影响，带动板块营业收入同比下滑 45.03%至 97.91 亿元，相较去年同期减少 80.36 亿元。利润端，营业毛利润整体下滑，叠加各高速企业参股路产企业同样亏损，投资收益大幅减少，最终带来板块归母净利润同比下降 135.61%至亏损 25.92 亿元，净利润降幅大于营业收入降幅。

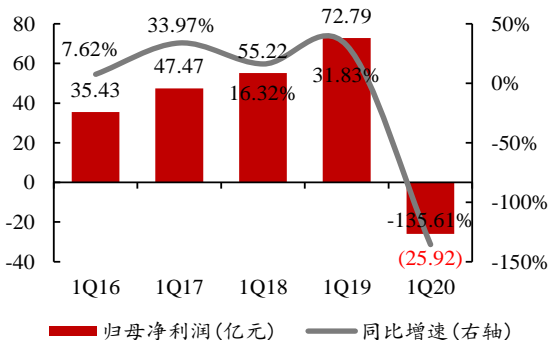
受短期特殊事件（免费通行）影响的暂时性下滑，具有非经常性、不可持续的特征。根据交通运输部政策，一方面两次延长春节小客车免费通行时间，最终春节期间 16 天对小客车实行免费通行政策，较去年增加 9 天，另一方面从 2 月 17 日开始至 5 月 6 日，对全国收费公路路网实行对全部车辆免费政策，两方面合计共免费 95 天。我们认为，免费政策系针对防疫物资运输保障的应急性措施，具有非经常性与不可持续的特征，5 月上旬此项政策取消后业绩有望基于低基数效应实现业绩环比的高增。

图 1：高速板块 1Q20 总计营收同比下降 45.08%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：高速板块 1Q20 总计归母净利润同比下降 135.61%

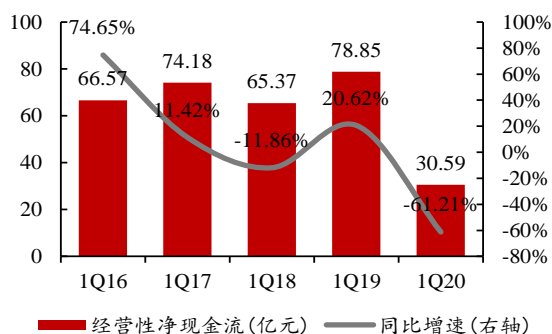


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 免费通行的影响是否符合预期？流动性角度看略超预期

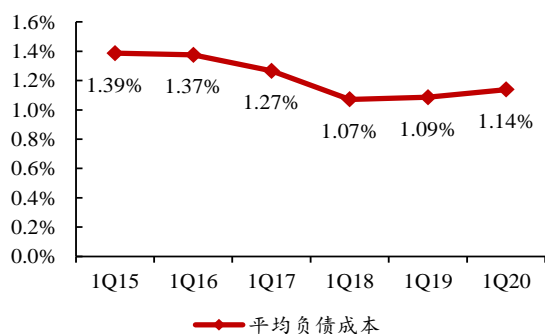
从经营净现金流平均弹性及平均借贷成本角度看，高速板块 1Q20 表现符合甚至略超预期。我们以 2019 年经营现金流量营收比率 0.48 进行测算，1Q20 经营净现金流对营业收入弹性在 1.54 左右，即营业收入下降 10%将带来经营净现金流下降 15.39%。但是，1Q20 经营净现金流实际同比下降 60.21%，相对于营业收入 45.08%的同比降幅，实际弹性为 1.36，低于 1.54 的测算值 11.69 个百分点，表现略超预期。另外，疫情发生的同时各高速公司也通过向银行及各相关部门争积极取优惠贷款利率以降低债务融资成本，1Q20 平均债务成本控制在基本与 1Q19 持平。

图 3：高速板块 1Q20 经营性净现金流同比下降 60.21%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：高速板块一季度平均负债成本整体下降



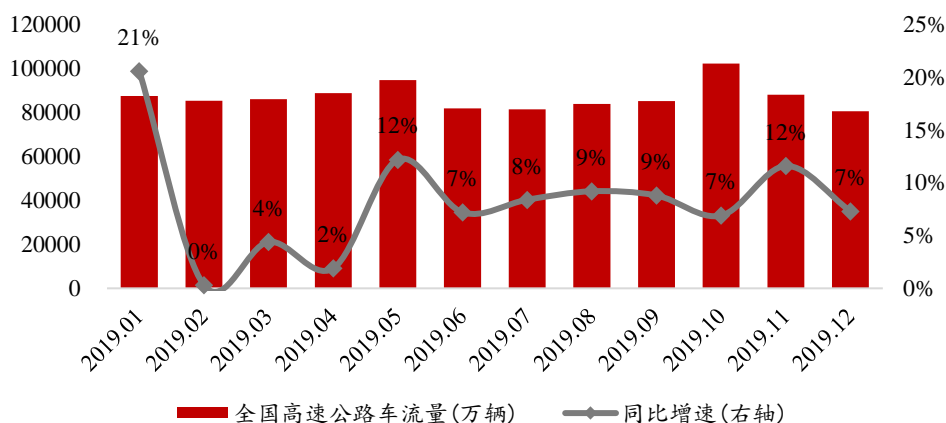
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 免费通行对高速投资价值影响多大？补偿延长收费，投资价值不受影响

免费通行政策于 2020 年 5 月 6 日结束，后续将出台补偿措施，高速公路经营期有望延长，那么投资价值不受影响。根据《收费公路管理条例（征求意见稿）》第二十八条：“基于公共利益需要，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报作出决策的政府，通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。”因此我们预期对于本次免费通行，有望通过延长经营期限给予补偿。

从现金流折现角度看，若对于此次高速公路免费通行的补偿实施延长收费期，则相当于将当期现金流变为有一定增长的远期现金流，2019 年全年，全国高速车流同比增速 8.04%，而高速公路资金成本折现率在 3%-4% 左右，现金流复合增速高于折现率，因此如果收费期限补偿性延长，则高速企业投资价值不受影响，或有望增厚价值。

图 5：2019 年各月全国高速车流量同比增速大部分在 7% 以上

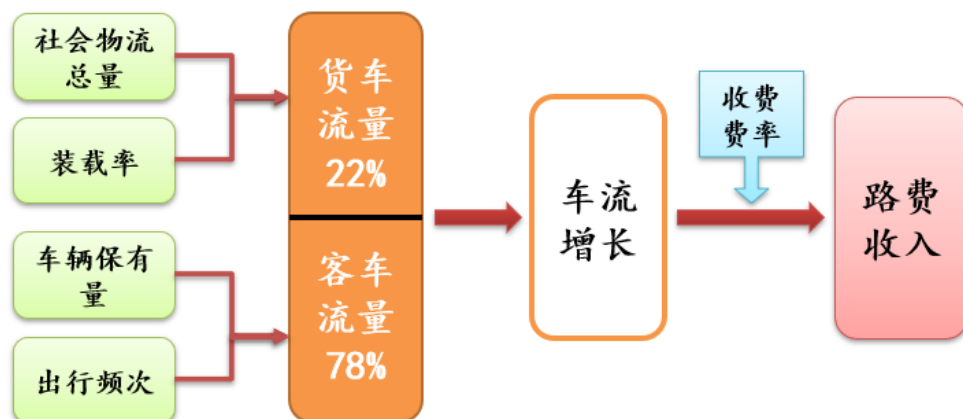


资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

4. 高速行业长期是否还有增长？车流自然增长驱动仍在

高速行业的业绩驱动仍在，本质看车流增长。高速公路收费费率整体波动较小，业绩增长的长期逻辑仍然主看车流量驱动。高速公路车流量由客车及货车构成，两者相对比例在 8:2 左右。其中，客车车流量增长主要受汽车保有量及短途出行偏好主导，货车车流量增长主要受公路物流运输需求及装载率主导。

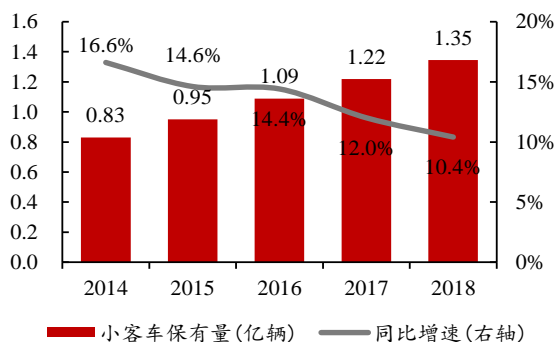
图 6：高速公路行业利润驱动框架



资料来源：浙商证券研究所

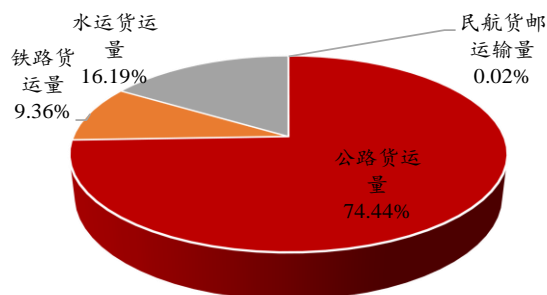
车流量自然提升驱动下，高速公路长期有增长。一方面，我国民用小客车保有量 5 年复合增速 10.12%，带来高速公路客车车流的自然驱动；另一方面，我国货运结构仍是以公路货运为绝对主体，2019 年公路货运量占货运总量比重达 74.44%，公路货运的绝对刚需将保障高速公路货车车流稳增。所以，我们预期高速公路长期增长点仍在。

图 7：我国小客车保有量 5 年 CAGR 为 10.12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：我国货运结构以公路货运为主体



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：图中占比数据为 2019 年数据

剔除免费通行政策的一次性影响，高速板块的长期增长点仍然在于需求侧车流量的自然增长与供给侧改扩建扩容的相互配合。需求侧，客车车流自然增长的驱动在于汽车保有量及短途出行偏好的提升，货车车流自然增长的驱动在于公路物流运输需求及装载率的提升；供给侧，随着路产逐渐集中到期，未来 5-10 年高速上市公司有望迎来改扩建潮。届时随着改扩建的完成，供给端路产扩容将适配需求端车流增长的趋势，带来高速板块业绩增长的长期驱动。

5. 高速行业未来资本开支方向？近 5-10 年或迎改扩建潮

我国高速公路车流量维增，未来或迎改扩建潮。需求端，2010 年至 2018 年，国家高速公路日均车流量增长 45%，部分修建较早的优质干线道路车流逐渐饱和。供给端，我国收费公路的固定收费年限在 25-30 年左右，未来 5-10 年，各上市高速企业将逐步迎来路产收费到期潮，可持续经营问题逐步凸显。改扩建可拓宽产能、延长收费期，缓解可持续经营问题，因此预期近 5-10 年内将迎来高速公路改扩建潮。

表 1：重点高速企业路产状况表（截止 2019 年 12 月 31 日）

证券代码	高速企业	总路产条数 (20191231)	2019 营收 (亿元)	路产收入 占比	2020-2024 到期数量	2025-2029 到期数量	2030-2034 到期数量	2035 之后 到期数量
600377.SH	宁沪高速	9	100.78	77.72%	0	4	4	1
001965.SZ	招商公路	14	81.85	66.85%	1	3	1	9
600548.SH	深高速	8	61.86	73.87%	1	4	2	1
000429.SZ	粤高速 A	4	30.58	95.99%	1	1	1	1
601107.SH	四川成渝	7	64.08	61.09%	1	3	0	3
600269.SH	赣粤高速	8	50.39	60.81%	0	1	3	4
600012.SH	皖通高速	10	29.46	93.41%	0	5	2	3
600020.SH	中原高速	9	63.86	84.78%	0	0	2	7
600033.SH	福建高速	3	29.04	94.56%	0	1	0	2

资料来源：Wind，各公司官网，各公司公告，浙商证券研究所

备注：以上路产数量仅为控股经营数量，其中不同到期日路段按分段拆分统计

相对新建路产，改扩建投资更优：

- 1) 从收费权获取角度看，改扩建延最高可延长 25 年，新建经营性高速收费期 25 年或 30 年不等，若改扩建能够得到 25 年收费期的延长，则这方面改扩建和新建路产无异；
- 2) 从投资及修建角度看，改扩建主要是在原有路产基础上扩建，周边征地等需求较低，因此投资相对较少，同时在一定安全措施基础的情况下，可边通车边施工，整体工期一般 4 年以下，相对较短；而新建高速需要前期征地等大量工作，投资相对较高，施工周期一般 5 年以上，相对较长；
- 3) 在车流培育方面，改扩建道路基本为原有优质路产，通行需求较高，改扩建结束基本没有车流培育期直接带来车流扩张；而新修路产由于主要起到路网加密及完善作用，需要较长车流培育期。因此整体来看，优质路产的改扩建相对新修路产投资更优。

表 2：新修路产与改扩建对比

角度	改扩建	建新路
工程量和成本	较小，无需进行土地开发	较大，需要进行土地开发
工期	较短，一般为 4 年以下	较长，一般为 5 年以上
车流量情况	可迅速恢复至扩建前水平，且长期来看由于产能扩张会有增长	需从零开始培养出出行习惯，增长较慢，增长期较长
收费期限	不确定，可能为 25/30 年	25/30 年

资料来源：交通运输部，发改委官网，浙商证券研究所

6. 如何评判当前高速企业投资价值？具有板块估值修复、股息

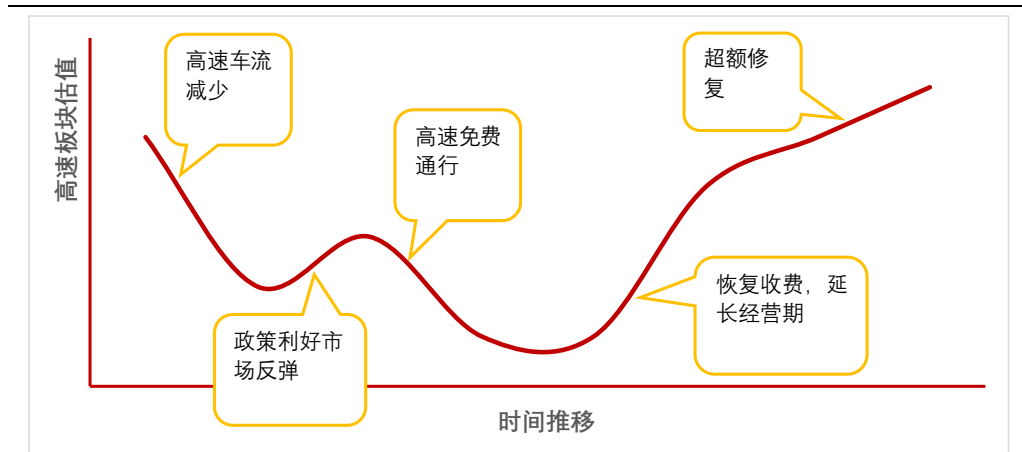
防守双重价值

板块估值修复方面，如果收费期限延长，则或增厚高速公路企业投资价值，且具有防守溢价：

- 1) **投资价值**：高速公路车流量增速>折现率，因此如果收费期限按当前免费通行时长延长，那么从未来车流增长以及现金流折现角度看，高速企业投资价值不受影响，或有望增厚价值。
- 2) **防守溢价**：国内高速与全球相关性较低，所以针对未来担忧的经济下滑情况，只要国内疫情好转，高速板块仍有防守性。

当前高速公路板块的投资逻辑如下：恢复收费后首先业绩回暖→如果延长收费期则增厚总价值→国内情况好转则仍有经济防守性→估值修复之路开启，长期价值增厚应有超额修复空间。

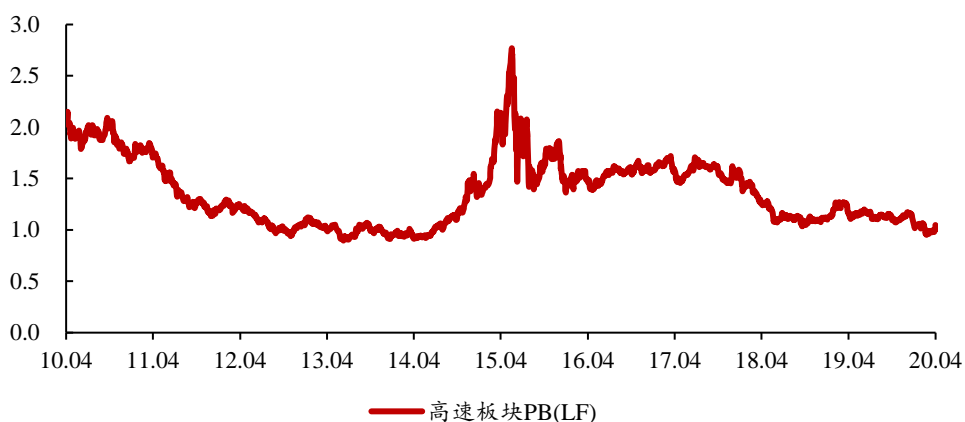
图 9：高速板块具有超额修复空间



资料来源：浙商证券研究所

备注：曲线仅代表走势推演，不作定量对比

图 10：当前高速板块 PB(LF)相对十年均值仍有 23%空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股息防守方面，高速板块近 5 年平均股利支付率在 43% 左右，高股息彰显防守配置价值。高速板块股利支付率维持在 40% 以上，且预期各主要高速公司未来近几年将维持较为稳定的股利支付率，考虑外部环境利率水平较为宽松，市场对高股息资产的偏好将会有所提升，高速板块高股息保障绝对分红，各主要标的防御性较强，具备长期配置价值。

表 3：A 股高速板块主要公司近 5 年现金股利支付率

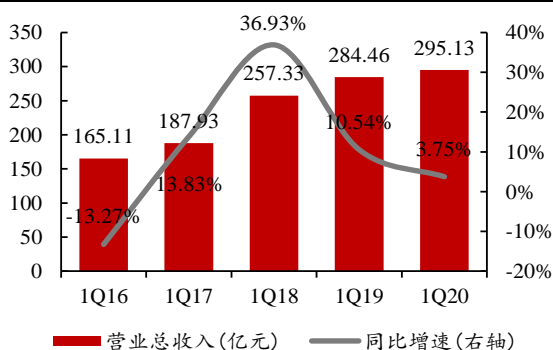
股票代码	公司简称	2015	2016	2017	2018	2019	5 年均值
000429.sz	粤高速 A	40%	70%	70%	70%	70%	64%
600350.sh	山东高速	31%	31%	32%	36%	60%	38%
600377.sh	宁沪高速	80%	63%	62%	53%	55%	63%
600548.sh	深高速	48%	41%	46%	45%	45%	45%
001965.sz	招商公路	-	-	40%	40%	40%	40%
600012.sh	皖通高速	41%	41%	35%	37%	35%	38%
600269.sh	赣粤高速	49%	34%	40%	20%	31%	35%
601107.sh	四川成渝	25%	32%	34%	36%	31%	32%
600033.sh	福建高速	50%	61%	50%	56%	17%	47%
600020.sh	中原高速	31%	26%	32%	31%	9%	26%
行业均值		44%	44%	44%	42%	39%	43%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

7. 铁路板块一季度业绩如何？客运下滑，货运逆势微增

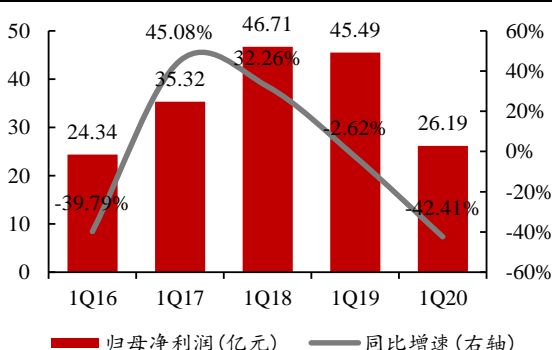
回首看，新冠疫情下一季度铁路货运逆势增长带动营收微增，板块业绩整体符合预期。2020 年一季度，受疫情冲击铁路客运萎缩，但货运方面全国实现铁路货运量 10.53 亿吨，同比微增 1.7%，带动铁路板块营业收入同比微增 3.75% 至 295.13 亿元。同时，疫情期间铁路运输企业各项防疫保障相关的成本费用有所增加，最终带动铁路板块 2020 年一季度归母净利润同比下降 42.41% 至 26.19 亿元，整体符合预期。

图 11：铁路板块 1Q20 营收同比微增 3.75%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：铁路板块 1Q20 归母净利润同比下降 42.41%

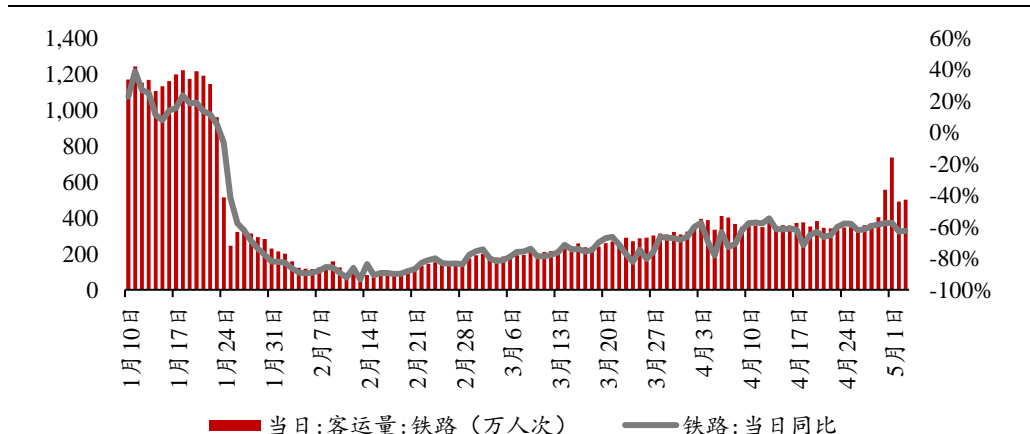


资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望看，铁路板块业绩的恢复短期仍在货运刚需，长期可看客运回暖，未来铁路客、货运量空间有望叠加释放。货运方面，目前全国规模以上工业企业基本实现完全复工复产，生产原材料铁路运输需求也逐步回升；客运方面，虽然铁路公商务客运需求已有所恢复，但各地疫情防控措施在一定程度上仍然限制铁路休闲出行的客运需求，截止 2020 年 4 月底，铁路客运量仍仅为去年同期的 40%-50% 左右。我们认为，制造业企业复工复产推

动下，目前铁路货运回暖进度快于铁路客运，但鉴于首都北京疫情防控等级下调传导积极信号，各地疫情防控等级的逐步下降也将带来铁路客运量的释放。

图 13：截止 2020 年 4 月末全国铁路客运量仍仅在去年同期的 40%-50%左右



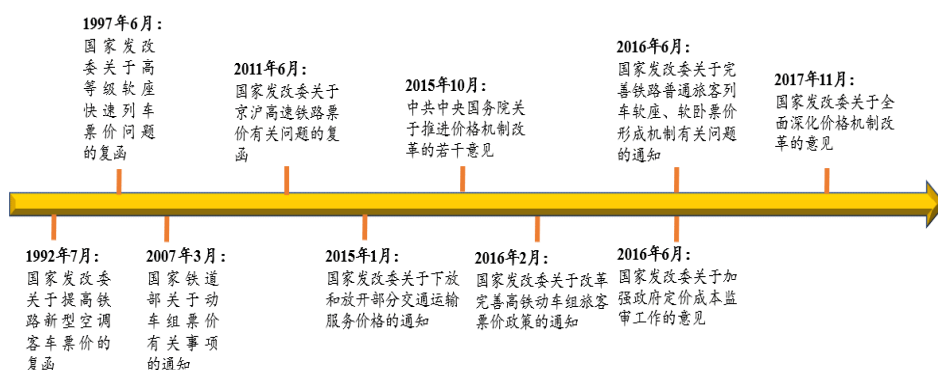
资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

8. 铁路改革有何预期和关注点？关注价格市场化进程及经营市场化改善

价格市场化方面，铁路客运及货运定价的政策约束不断放开：

1) 高铁动车客运票价：定价权转移，规制基本放开。2015 年末，国务院发改委将高铁动车组客运票价定价权交给原铁路总公司，其中一、二等座票价标准由原铁路总公司及各路局集团制定，商务座、特等座、动卧等执行市场调节价，可以上下浮动。当前高铁票价定价权把握在各运输单位手中，政策规制方面并不存在实质阻碍。同时，经过对历年高铁客运运价上涨的新闻报道进行梳理，我们认为近年来高铁调价已有频次上升、范围增广的趋势。

图 14：我国铁路客运价格改革历程梳理

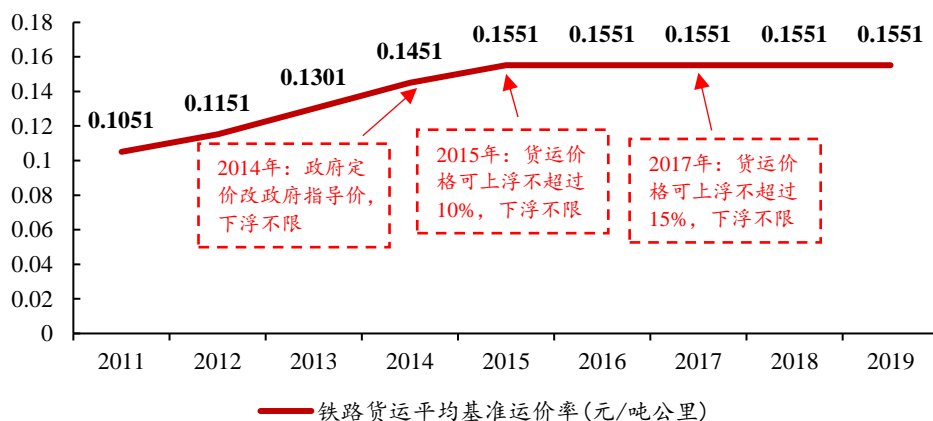


资料来源：国家发改委，国铁集团，浙商证券研究所

2) 铁路货运定价：费率浮动限制放宽，定价市场化程度逐步提高。2014 年起，铁路货运由政府定价转变为政府指导价；2015 年，运价市场化方面进一步放权，铁路运输企业有权在基准价基础上 10% 幅度内适当上浮运价，下浮不限；2017 年，

国铁口径电气化附加费并入统一运价，上浮限制上调至 15%。此外，2018 年 1 月 1 日起，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式，进一步提升运价调节的市场化水平。整体看我国铁路货运定价市场化程度在不断提高，价格形成机制趋于有效。

图 15：我国铁路货运费率政策不断放开

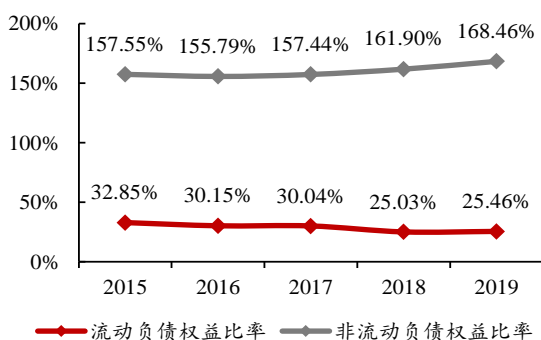


资料来源：国家发改委，国铁集团，浙商证券研究所

经营市场化方面，国铁企业股份制改革、优质资产证券化、投融资体制改革三管齐下：

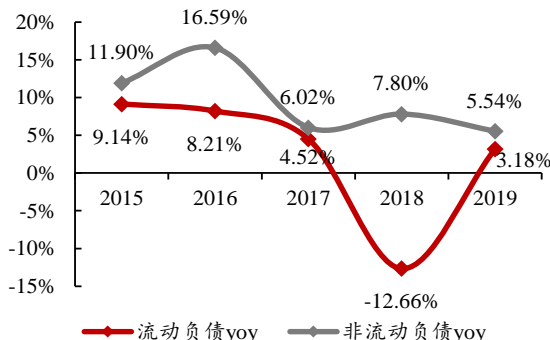
- 1) 国铁企业股份制改革方面：2017 年底原铁总 18 个铁路局改制为集团有限公司，2018 年底国铁集团挂牌成立，实现“全民所有制”向“有限责任制”的转变。
- 2) 优质资产证券化方面：2020 年初京沪高铁成功登陆 A 股市场，未来中铁特货等公司的上市进程也在筹划之中。
- 3) 投融资体制改革方面：政企分离的完成瓦解传统的部省合作投融资模式，社会资本的积极引入提高了铁路经营效率，长债换短债及债转股市场化推进有效防范了短期债务风险。

图 16：国铁集团长期债务占比提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：国铁集团长期债务增速高于短期债务



资料来源：Wind，浙商证券研究所

对标海外经验看，市场化改革激发铁路运输企业经营潜力是共同趋势。各国铁路行业的发展根基虽然有所差异，但总体殊途同归。以美国铁路为例，20 世纪 70 年代前，美国铁路由私人运营，但经营受到政府的严格管制，导致经营效率低下、亏损严重。从 1970 年开始，《区域重组法》、《铁路复兴和规制改革法》、《斯塔格斯铁路法》等法律的发布全面放松了铁路运输业管制，从而激发市场活力。纵观西方国家铁路改革历程，基本路径都

是在政企分离基础上逐步适度引入市场化竞争。目前我国也在这一方向上不断做出努力，通过价格市场化改革、企业股份制改革及投融资体制改革提高铁路运输企业经营效益。

表 4：美国铁路运输定价政策

铁路运输类型	运价政策	主要内容
铁路货运	激励运价	单车按载重分段计价，低吨位高价位，高吨位低价位，规定了最小装载重量
	整车运价	低于非整车运输运价，但规定了整车运输的最小装载重量
	多车运价	适用于 5 车以上、25 车以下的运量，多车运输的改编成本低。规定了最小装载重量
	混装运价	不同类别的货物混装比单独装载某类货物的运价低，专门为与卡车竞争而制定
	整列运价	铁路为货主提供优惠运价，但货主必须保证一定的运量，一旦开出即按整列计算
铁路客运	基础运价分类	短途列车票价分高峰和非高峰两类，每类又分为预定和非预定票价；长途列车分为卧铺、公务席、座席 3 种席别，分别对应全额票价和三档折扣票价
	收入管理法	类似于航空订票系统的计算机预定系统，对客票预定情况和需求进行预测，根据客流情况确定票价
	商业折扣	对特定时间、旅行次数和团体购票给予商业折扣
	福利折扣	对老年人、小孩、学生、军人、残疾人等给予福利折扣

资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

9. 大秦铁路投资价值的体现？利空出尽，股息托底待利润回升

短期看，2019 年及 2020 年一季度大秦线受外部突发事件影响，运量有所下滑，但利空出尽。虽然大秦线 2019 年受矿难、水害、台风等外部突发短期事件影响，运量同比回落 4.48% 至 4.31 亿吨，2020 年一季度受新冠疫情影响运量也同比收缩，但低谷将过，国内疫情控制、复工复产推进及高速公路恢复收费持续释放积极信号。同时，公司发布 2020-2022 年分红回报规划，未来三年除特殊情况外，每年每股派发现金分红不低于 0.48 元/股，股息托底绝对收益。

长期看，强调稳定支撑大秦线运量高位维增的“三层安全垫”逻辑：1) 煤源结构调整，煤产地持续向“三西”地区集中，区位优势巩固大秦铁路主业护城河；2) 运输结构调整，公转铁持续推进，国铁集团与各地方政企合作推动铁路货运增量行动，长期看有望改变我国大宗货物公路运输主导的格局；3) 竞争线路分流较弱，西煤东运四大干线比较下，大秦线运输成本优势仍存。煤源集中化趋势、铁路货运增量推进及低运价效益共振，大秦线在需求端保障充足。

我们认为，短期消极因素消失后利空出尽，“三层安全垫”支撑叠加低基数效应，大秦线运量未来有望高位维增，刚性需求逻辑有望持续兑现，从而带来利润回暖。同时未来三年每股分红 0.48 元绝对股息收益托底，估值中枢有望抬升。

表 5：受外部短期突发事件影响，19 年及 20 年一季度大秦线运量同比下滑

时间	事件
2019 年 1 月	陕北矿难，安全大检查影响作业
2019 年 2 月	内蒙古锡林郭勒矿难，新一轮安全大检查影响作业
2019 年 3 月	两会，煤矿作业推迟开工
2019 年 4 月	进入春季检修期
2019 年 5 月	水电骤增，动力煤需求骤减
2019 年 6 月	水电影响动力煤需求，大秦运量调整恢复
2019 年 7 月	水害影响
2019 年 8 月	上旬秦皇岛电缆事故，中旬台风
2019 年 9 月	大秦线秋季检修提前至 9 月中旬开始
2019 年 10 月	大修错期影响
2019 年 11 月	曹妃甸港卸车影响
2020 年 1 季度	突发新冠肺炎疫情影响

资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

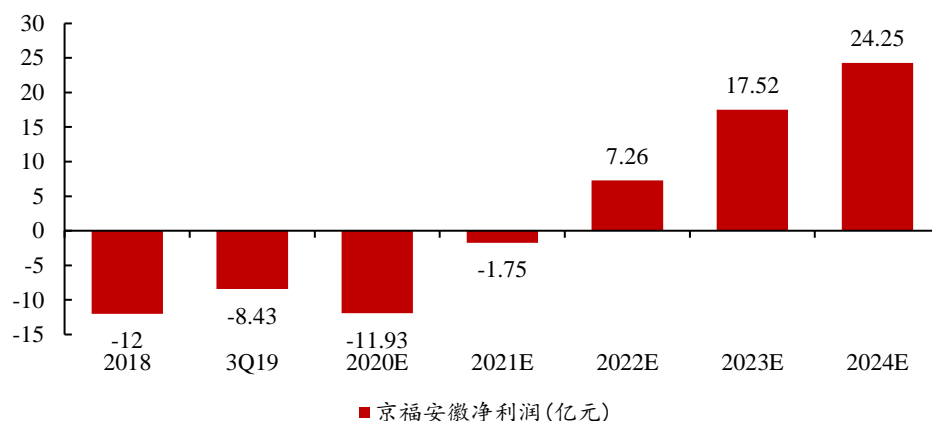
10. 京沪高铁利润驱动？业绩短期承压，长期仍有驱动

短期看，新冠疫情冲击客运叠加京福安徽公司并表，预期有负面影响。京沪高铁完成上市后，2020 年 1 月起京福安徽公司正式并表。据京沪高铁招股说明书披露，预计京福安徽公司 2020 年、2021 年分别亏损 11.93 亿元、1.75 亿元，对应京沪高铁持有的 65%权益亏损 7.76 亿元、1.14 亿元，此外叠加疫情影响，从京沪高铁合并报表归母净利润角度看，短期业绩承压。

长期看，对于未来京沪高铁利润增长，关注三方面驱动因素：

- 1) 根据招股说明书预计，京福安徽公司 2022 年扭亏后的利润高增；
 - 2) 京沪高铁全线票价多年未动，相对京沪航线票价优势较大，若有提价则有望进一步打开业绩空间；
 - 3) 商合杭高铁开通后释放京沪本线运能以及长编组复兴号继续投放带来的运能提升。
- 建议关注京沪高铁远期业绩增长对高估值的消化。

图 18：据京沪高铁招股说明书披露京福安徽有望在 2022 年扭亏



资料来源：京沪高铁招股说明书，浙商证券研究所

备注：图中预测数据来自公司招股说明书

附：铁路高速板块高股息标的对比

表 6：铁路高速板块高股息标的对比

	宁沪高速	山东高速	招商公路	粤高速 A	深高速	大秦铁路
20200430 收盘市值 (亿元)	505	281	445	145	200	1067
2019 年归母净利润(亿元)	42.00	30.44	43.27	12.59	24.99	136.69
2019 年分红(亿元)	23.17	18.28	17.30	8.81	11.25	71.52
2019 年分红比例	55%	60%	40%	70%	45%	52%
2019 年股息率	4.59%	6.49%	3.89%	6.08%	5.63%	6.70%
2020 年归母净利润(亿元)	26.56	19.05	27.48	10.38	16.34	120.56
2020 年分红(亿元)	23.17	11.43	10.99	7.26	7.35	71.52
2020 年分红比例	87%	60%	40%	70%	45%	59%
2020 年股息率	4.59%	4.06%	2.47%	5.01%	3.68%	6.70%
2021 年归母净利润(亿元)	45.75	32.35	48.55	15.65	25.25	136.97
2021 年分红(亿元)	24.18	19.41	19.42	10.96	11.36	71.52
2021 年分红比例	53%	60%	40%	70%	45%	52%
2021 年股息率	4.79%	6.90%	4.37%	7.56%	5.69%	6.70%
分红政策	每年每股分红不低 于前一年	预计分红 60%	分红 40%	承诺 2018-2020 年 分红比例 70%	承诺 2018-2020 年 承诺分红比例 45% 承诺 2020-2022 年	每股分红 0.48 元

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn