穿越需求周期，高股息防守优质

大秦铁路（601006）投资价值分析报告 | 2019.6.17

中信证券研究部

刘正
首席交运分析师
S1010511080004

扈世民
交运分析师
S1010519040004

核心观点

煤炭运输和产能格局重构，核心资产大秦线或穿越需求周期，运量维持 4.5 亿吨左右。朔黄线受制港口产能瓶颈，蒙冀、瓦日和即将运营的蒙华线分流能力较弱。目前公司 PE 不足 9 倍，对标海外或存明显低估，外资流入有望提升估值。鉴于 2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右，我们假设 2019 年分红率维持 50%，股息率近 6%提升优质防守龙头的吸引力。

- **坐拥西煤东运两大战略通道，核心稀缺资产价值凸显。**公司坐拥西煤东运两大战略通道，预计占北方七港下水煤 90%以上，资产稀缺价值凸显。核心资产和主要利润来源大秦线为我国第一条双线电气化重载铁路，运营里程 653 公里，日开行重车近 90 列，其中 2 万吨重车占 70%左右。2018 年大秦线实现煤炭运量 4.51 亿吨，稳居远高于竞争对手的西煤东运第一通道。公司持股西煤东运第二通道朔黄铁路 41.2%股权，2018 年助力公司实现投资收益近 31 亿，贡献稳定收入来源。
- **格局重构大秦最赢，分流影响可忽略。**短运距、装载能力最强和配套最成熟的大秦线竞争力最优，中铁总目标未来维持 4.5 亿吨运量。朔黄线经历 2016/17 年高增长后接近满载，黄骅港产能瓶颈限制朔黄线分流。蒙冀线、瓦日线配套尚待完善、运距为大秦线 1.5 倍以上，未来分流能力较弱。预计大秦线海进江煤炭 75%以上消化于南京港以东港口，蒙华线投运后煤源和需求交叠有限，预计分流影响不大。2019 年山西煤炭放量对冲矿难影响，三西产能集中度升至 69.2%创新高，煤炭产能格局和运输格局重构，大秦线穿越需求周期满载确定性提升。
- **运价较蒙冀线低 17%，未来或维持坚挺。**除 2016 年国铁煤炭运价每吨公里降低 1 分外，2009 年以来国铁货运平均运价持续上行，平均 1~2 年调整一次。目前大秦本线特殊运价与国铁运价基本一致。大秦线较蒙冀线平均运价低 17%，剔除铁路建设基金则略低于朔黄线。受宏观经济降速扰动 1-4 月全国铁路货运增速低于 6.6%目标，4 月底以来中铁总陆续调整部分线路货运价格，瓦日线价格调整只针对大客户及货运增量部分，预计阶段性促销措施。考虑 2019 年 1-5 月大秦线累计运煤 1.82 亿吨，运量仍维持高位，预计未来公司运价或维持坚挺。
- **对标海外大秦或低估，近 6%的高股息提升优质防守龙头吸引力。**受益铁路货运周转量占比提升，2010 年以来美国铁路货运龙头市值提升 1.5~3.5 倍，目前 UNP、NSC、CSX、KCS 的 PE 为 17x~22x，公司目前 PE 不足 9x，稀缺核心资产或存明显低估。考虑 MSCI 纳入因子提升和“入富”生效时点渐近，外资有望恢复持续净流入 A 股，作为核心资产的大秦铁路估值有望进入上行通道。鉴于 2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右，我们假设 2019 年维持分红率 50%，目前市值对应股息率 5.8%，提升优质防守龙头的吸引力。
- **风险因素：动力煤需求不及预期，水电及进口煤超预期，铁路改革不及预期。**
- **投资建议：**煤炭产能格局和运输格局重构，短运距、装载能力最强和配套最成熟的大秦线竞争力最优，短期扰动不改全年运量 4.5 亿吨左右预期。根据公司 Q2 公告运营数据，我们上调 2019-2021 年净利润预测为 144 亿/145 亿/146 亿元(原值为 141 亿/143 亿/145 亿元)，对应 2019-2021 年 EPS 为 0.97/0.98/0.99 元（原值为 0.95/0.96/0.97 元）。对标海外龙头或存低估，外资流入有望提升估值。鉴于 2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右，我们假设 2019 年分红率维持 50%，目前市值对应股息率 5.8%，提升优质防守龙头的吸引力。对标海外龙头给予公司一定估值溢价，我们认为公司合理估值区间 10~12 倍，给予 10.50 元目标价，维持“买入”评级。

大秦铁路	601006
评级	买入（维持）
当前价	8.48 元
目标价	10.50 元
总股本	14,867 百万股
流通股本	14,867 百万股
52 周最高/最低价	9.25/7.59 元
近 1 月绝对涨幅	3.54%
近 6 月绝对涨幅	6.53%
近 12 月绝对涨幅	-2.02%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55,636	78,345	81,599	84,281	86,403
营业收入增长率 YoY	24.7%	40.8%	4.2%	3.3%	2.5%
净利润(百万元)	13,350	14,544	14,359	14,528	14,649
净利润增长率 YoY	86.2%	8.9%	-1.3%	1.2%	0.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.98	0.97	0.98	0.99
PE（x）	9.4	8.6	8.8	8.7	8.6
PB（x）	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价

目录

估值及投资评级 1

坐拥两大战略通道，核心稀缺资产价值凸显 1
坐拥两大战略通道，煤炭运量占全路 20%以上 1
短期扰动不改满载判断，或受益铁路改革加速 3

格局重构大秦最赢，分流影响可忽略 5
产能向三西集中强化，山西放量对冲矿难影响 5
中铁总三年增量方案，2020 年铁路运输煤炭或至 75% 6
格局重构大秦最赢，分流影响减弱 7

价格优势明显，未来运价或维持坚挺 10
近 10 年国铁运价持续上行，相对蒙冀线价格优势明显 10
山西煤源占比或升至 70%，大秦运价有望维持坚挺 12

对标海外大秦或低估，高股息防守优质 14
对标美国大秦或低估，外资流入有望提估值 14
优质防守龙头，高股息率吸引力增强 15

风险因素 16

盈利预测及关键假设 17
关键假设 17
盈利预测 17

插图目录

图 1：2018 年公司货运收入占比 77.9% 2
图 2：2018 年公司煤炭发送量占比 85.9% 2
图 3：2018 年公司煤炭发送量占全国铁路 23.1% 2
图 4：公司坐拥西煤东运的两大战略通道 3
图 5：2018 年唐港铁路或实现货运量 2.26 亿吨左右 3
图 6：2018 年唐港铁路净利率提升至 41.8% 3
图 7：截至 2019Q1 控股股东太原局集团持股 61.7% 4
图 8：2018 年大秦线、朔黄线运量 4.51 亿吨、3.16 亿吨 4
图 9：2019 年 1-5 月大秦线累计完成运量下降 2.2%至 1.82 亿吨 5
图 10：6 月 12 日 6 大发电集团、秦港库存分别 1728、595 万吨 5
图 11：2019 年 1-4 月三西地区合计增产 2752 万吨 5
图 12：2019 年 1-4 月三西地区原煤产量占比提升至 69.2% 5
图 13：2019 年 1-4 月全国铁路货运量同增 4.6%至 13.6 亿吨 7
图 14：2019 年 1-4 月全国铁路周转量同增 3.6%至 9344 亿吨公里 7
图 15：2018 年朔黄线完成煤炭运量同比增长 3.9%至 3.16 亿吨 8
图 16：2018 年黄骅港实现煤炭吞吐 2.03 亿吨，远超设计产能 8
图 17：2018 年蒙冀线、瓦日线实现运量 5405 万吨、3395 万吨 9
图 18：2020 年蒙冀线和瓦日线目标运量 1.5 亿吨、1.0 亿吨 9
图 19：2017 年以来三西地区较全国煤炭产量增量高 67%、40%和 113% 9
图 20：2019 年 1-4 月山西、陕西、内蒙原煤产量同增 10.7%、-12.9%和 7.5% 9
图 21：公司运价部分执行包含国铁运价和特殊运价两种模式 10
图 22：2015 年以来基价 1 维持 16.3 元/吨 11
图 23：2018 年新调整运价基价 2 与特殊运价基本一致 11
图 24：除 2016 年外，国铁货运运价持续上行，平均 1~2 年调整一次 11
图 25：2018 年大秦、朔黄和蒙冀线折合平均运价 0.15、0.12、0.18 元/吨公里 12
图 26：假设平均运价提高 1 分，公司、大秦线对应净利润增量为 28 亿、21 亿 12
图 27：原清算办法：分段计算、管内归己、直通清算 12
图 28：新清算办法：扣除铁路建设基金等全部计入承运企业，成本端相对固定 13
图 29：2019Q1 山西煤源或同增 600 万吨，净利率 22.3% 13
图 30：2019 年 5 月 6 大发电集团日均耗煤降 18.9%至 58.5 万吨 14
图 31：2018 年瓦日线实现运量同增 75.6%至 3395 万吨 14
图 32：对比美国龙头，大秦资产负债率低拖累 ROE 14
图 33：大秦铁路净利率略低于美国龙头 14
图 34：2010 年以来美国铁路货运龙头市值提升 1.5~3.5 倍 15
图 35：大秦铁路 PE 不足 9x，对标美国估值明显低估 15
图 36：2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右 16
图 37：2018 年公司货币资金增至 185 亿，现金流充裕 16
图 38：大秦铁路股息率近 6%，远高于美国龙头不足 2% 16

表格目录

表 1：可比公司估值 1
表 2：西煤东运主要线路 6
表 3：加强配套建设，目标完成 2020 年铁路煤炭运输 28.2 亿吨 7
表 4：煤炭运输格局重构，大秦线具有短运距、装载力最强和配套最成熟的优点 8
表 5：铁路货运最高上浮 15%，下浮不设限 10
表 6：公司盈利预测 17

估值及投资评级

公司核心资产和主要利润来源大秦线为我国第一条双线电气化重载铁路，运营里程653 里程，日开行重车近 90 列，其中 2 万吨重车占比 70%左右。2018 年实现煤炭运量4.51 亿吨，稳居远高于竞争对手的第一通道。煤炭产能格局和运输格局重构，大秦线穿越需求周期满载确定性提升，分流影响可忽略。

目前海外龙头 UNP、NSC、CSX、KCS 的 PE 为 17x~22x，公司 PE 不足 9x，稀缺核心资产或存明显低估。考虑 MSCI 纳入因子提升和“入富”生效时点渐近，外资有望恢复到持续净流入，作为核心资产的大秦铁路估值有望进入上行通道。

根据公司 Q2 公告运营数据，我们上调 2019-2021 年净利润预测为 144 亿/145 亿/146 亿元(原值为 141 亿/143 亿/145 亿)，2019-2021 年 EPS 为 0.97/0.98/0.99 元（原值为 0.95/0.96/0.97 元）。对标海外龙头存在明显低估，外资流入或提升估值。鉴于 2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右，我们假设 2019 年分红率维持 50%，目前市值对应股息率 5.8%，优质防守龙头吸引力提升。对标海外龙头给予一定估值溢价，我们认为公司合理估值区间 10~12 倍，给予 10.50 元目标价，**维持“买入”评级。**

表 1：可比公司估值

股票代码	公司简称	币种	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E
601006.SH	大秦铁路	CNY	8.40	0.98	0.97	0.98	0.99	8.6	8.8	8.7	8.6	1.1
601333.SH	广深铁路	CNY	3.27	0.11	0.14	0.17	0.19	30	23	19	17	0.8
600125.SH	铁龙物流	CNY	6.59	0.39	0.47	0.53	0.59	17	14	12	11	1.3
平均								19	15	13	12	1.1

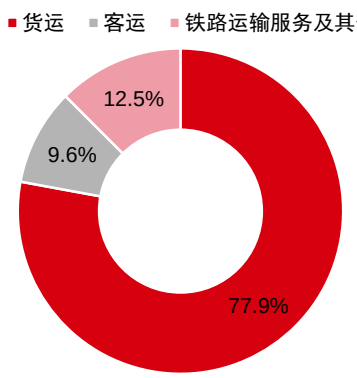
资料来源：Wind，中信证券研究部预测　注：股价为 2019 年 6 月 13 日收盘价；

坐拥两大战略通道，核心稀缺资产价值凸显

坐拥两大战略通道，煤炭运量占全路 20%以上

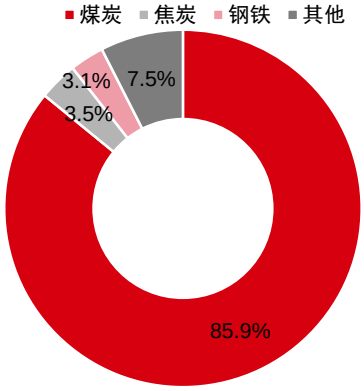
西煤东运第一通道，货运收入贡献近八成。公司核心资产大秦线衔接我国最重要的煤炭供应区域和港口中转枢纽，在全国铁路路网中处“承东启西”的战略地位。2018 年公司铁路货运收入占比 77.9%，构成主要收入来源。公司运输货物以动力煤为主，承担内蒙古西部、山西和陕西(简称“三西地区”)的西煤东运任务，2018 年公司煤炭运量占比 85.9%。2011 年以来公司占全国铁路煤炭发送量的 20%~26%左右，2018 年比例更新为 23.1%，短运距、装载能力最强和运输配套最成熟的大秦线稳居我国“西煤东运”第一通道。

图 1：2018 年公司货运收入占比 77.9%



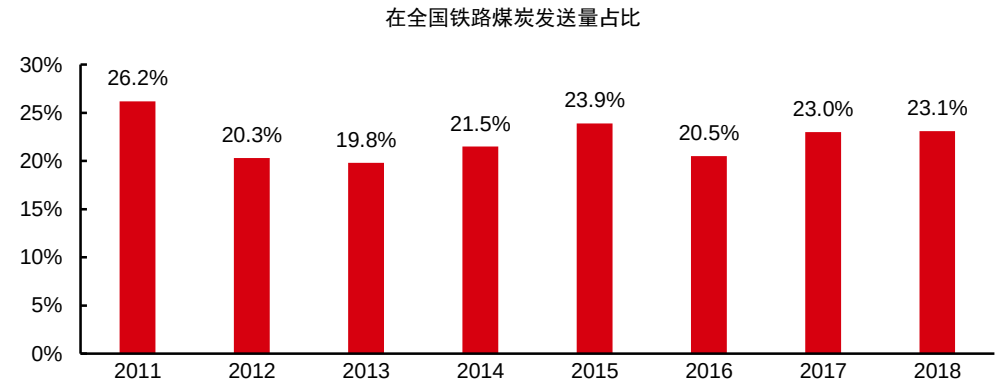
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2018 年公司煤炭发送量占比 85.9%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

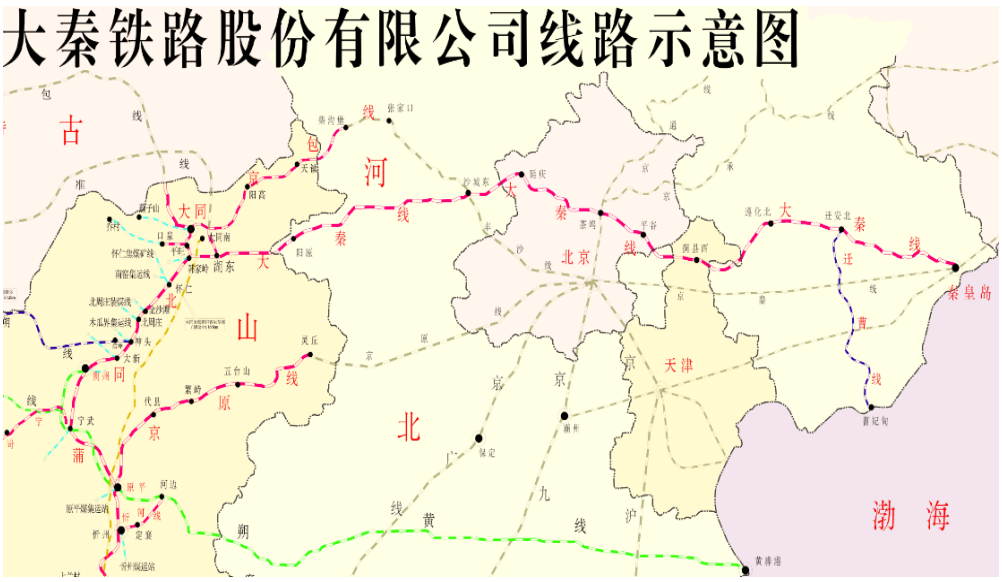
图 3：2018 年公司煤炭发送量占全国铁路 23.1%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

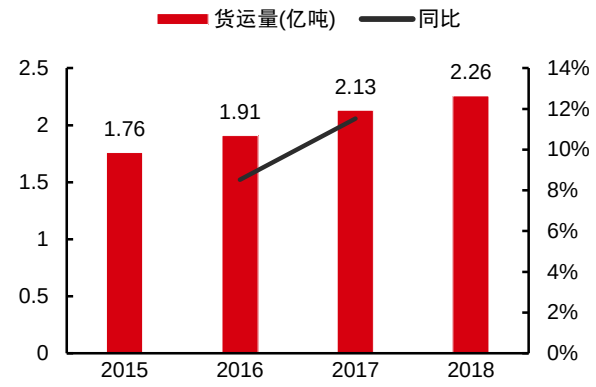
坐拥西煤东运两大战略通道，唐港并表增厚业绩。公司坐拥西煤东运的两大战略通道，核心资产及主要盈利来源为大秦线，并持有西煤东运第二通道朔黄铁路 41.2%的股权。公司拥有铁路线路总里程超过 2600 公里，其中铁路干线超过 2200 公里，包括大秦线、北同蒲、南同蒲和侯月线。2018 年 12 月公司以自有资金 17.47 亿收购太原局集团持有唐港铁路 19.73%股权。2019 年 2 月国投交通、曹妃甸港务和河北建投出具确认函，承诺行使股东表决权时会与公司保持一致，4 家合计持股权 61.6%，纳入公司财务报表合并范围。2018 年唐港铁路净利率提升至 41.8%，较大秦铁路高 21pcts，优质资产并表提升公司的盈利能力。

图 4：公司坐拥西煤东运的两大战略通道



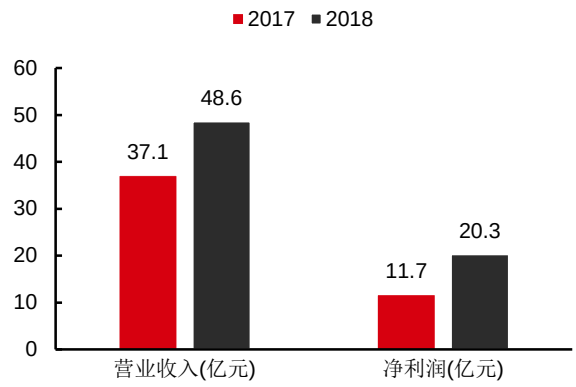
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2018 年唐港铁路或实现货运量 2.26 亿吨左右



资料来源：大秦铁路公告，中信证券研究部预测 注：2018 年运量为参照沙鲅线量价情况的预测值

图 6：2018 年唐港铁路净利率提升至 41.8%

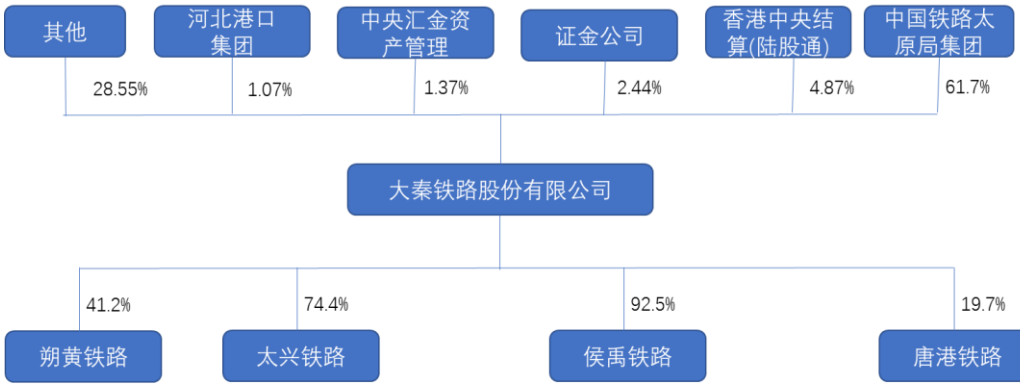


资料来源：大秦铁路公告，中信证券研究部

短期扰动不改满载判断，或受益铁路改革加速

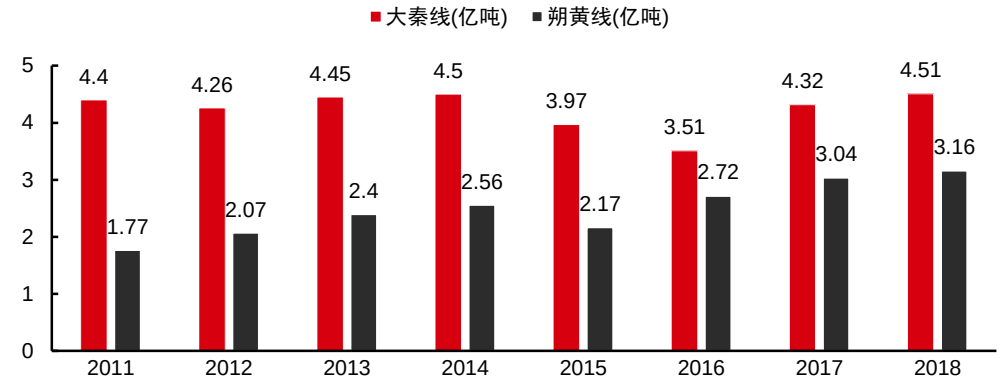
太原局持股 61.7%，大秦、朔黄运量近满载。截至 2019Q1 控股股东中国铁路太原局集团持股 61.7%，实际控制人为中铁总。2019 年政府工作报告指出深化铁路等垄断领域改革，将竞争性业务全面推向市场。铁路运输企业市场化加速，未来大秦铁路经营机制有望进一步灵活，对标海外龙头成本优化存在较大空间。2017 年以来受益公转铁政策推动，西煤东运战略通道大秦线、朔黄线运量近满载，2018 年大秦线、朔黄线运量升至 4.51 亿吨、3.16 亿吨，运量维持高景气。受益朔黄线运量创新高，2018 年公司实现投资收益 30.90 亿元，表现较强增长韧性。

图 7：截至 2019Q1 控股股东太原局集团持股 61.7%



资料来源：公司公告

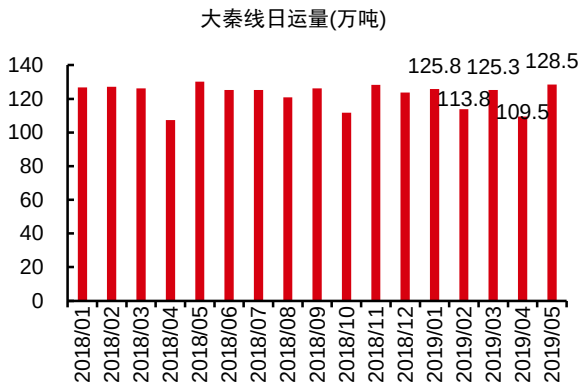
图 8：2018 年大秦线、朔黄线运量 4.51 亿吨、3.16 亿吨



资料来源：公司公告，中信证券研究部

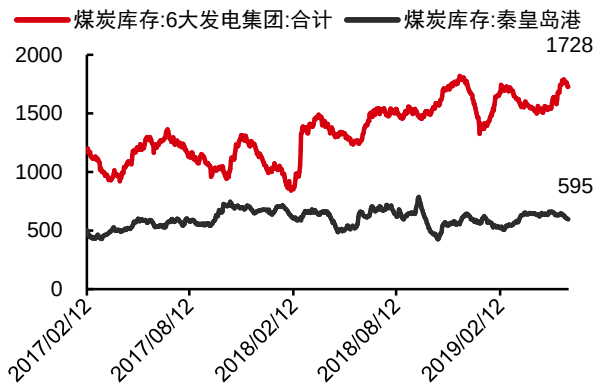
6 月运量短期略承压，维持全年 4.5 亿吨左右的判断。受去年高基数影响，2019 年 1-5 月大秦线累计完成运量 1.82 亿吨，同比下降 2.2%。截至 5 月 31 日，6 大发电集团日均耗煤量 58.5 万吨，同比减少 18.9%；截至 6 月 12 日，6 大发电集团和秦港煤炭库存调整至 1728 万吨、595 万吨，电厂耗煤量持续不振、高库存叠加水电增速累计同增 13.7%，或拖累上半月大秦线运量。考虑 5 月、6 月传统用煤淡季，盛夏临近及下半年冬季用电旺季需求恢复，我们仍维持大秦线全年运量 4.5 亿吨左右的判断。受益煤炭产能格局和运输格局重构，大秦线运量受经济周期波动影响减弱。

图 9：2019 年 1-5 月大秦线累计完成运量下降 2.2%至 1.82 亿吨



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：6 月 12 日 6 大发电集团、秦港库存分别 1728、595 万吨



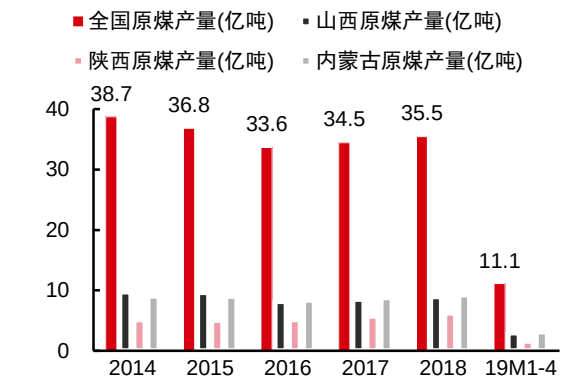
资料来源：Wind，中信证券研究部

格局重构大秦最赢，分流影响可忽略

产能向三西集中强化，山西放量对冲矿难影响

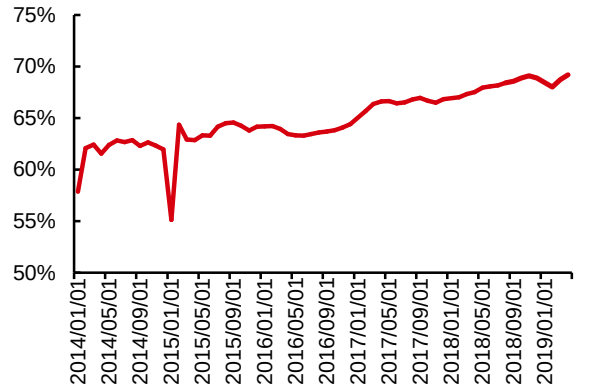
山西放量对冲矿难影响，三西煤炭集中度 69.2%创新高。我国煤炭资源供给和需求分布不均衡，供给区域主要集中在山西、内蒙古西部和陕西等“三西”地区，需求端主要集中在华东、华南沿海各大电厂，煤炭供需错位催生西煤东运需求。受 1 月陕西煤炭矿难监管趋严影响，2019 年 1-4 月陕西原煤产量同比减少 12.9%至 1.6 亿吨。同期内蒙古和山西原煤产量同增 7.5%、10.7%至 3.1 亿吨、3.0 亿吨，1-4 月三西地区合计增产 2752 万吨，山西煤炭产能放量对冲矿难的影响。煤炭产能向三西地区集中趋势持续，2019 年 1-4 月三西地区原煤产量占比提升至 69.2%，创历史新高。

图 11：2019 年 1-4 月三西地区合计增产 2752 万吨



资料来源：国家统计局，中国煤炭工业协会，中信证券研究部

图 12：2019 年 1-4 月三西地区原煤产量占比提升至 69.2%



资料来源：国家统计局，中国煤炭工业协会，中信证券研究部

大秦线竞争力领先，产能溢出蒙冀、瓦日线。截至目前煤炭公转铁基本完成，西煤东运煤炭主要由铁路运输完成。目前西煤东运主通道主要包括大秦线、朔黄线、蒙冀线和瓦日线，其中大秦线具有短运距、装载能力最强和配套最成熟的优势，竞争力最优。朔黄线主要面向神华集团自身需求，受制于黄骅港港口产能限制，短期朔黄线运能提升空进有限。

“三西”地区外运需求增长背景下，预计近 3 年大秦线或维持 4.5 亿吨左右，新增产能向蒙冀线、瓦日线等新增线路溢出。

表 2：西煤东运主要线路

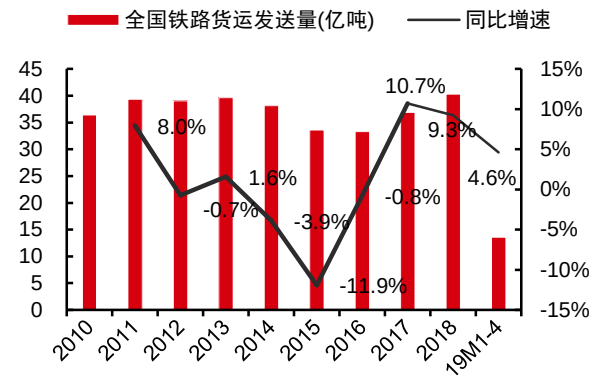
	出发地	线路	中转		目的地
北通道	蒙西	集通线(内蒙古集宁-辽宁通辽）			东北三省
		蒙冀线（鄂尔多斯-张家口-唐山）	张家口		曹妃甸港
		大准线（鄂尔多斯市准格尔旗-山西大同）	大同	大秦线	秦皇岛港
		京包线（包头-大同段）			
		准池线（大准铁路外西沟站-朔黄神池南站）	朔黄线（山西朔州-黄骅港）		黄骅港港
	山西北部	北同浦线（太原北-大同）	大同	大秦线	秦皇岛港
				丰沙大线	秦皇岛港、天津港
	陕北	包神铁路(陕西省神木县-内蒙古包头市）	京包线（包头-大同段）	大秦线	秦皇岛港
		神朔铁路（陕西神木县-山西朔州市）	北同浦线（大同-太原北）	大秦线	秦皇岛港
			朔黄线（山西朔州-黄骅港）		黄骅港、天津港
中通道	山西中部、东南部	京原线（太原-北京）	北京		秦皇岛港-天津港
		石太线（太原-石家庄）	德州-济南		青岛港
		太焦线（太原-焦作）	长治北-邯郸-济南		青岛港
南通道	山西中部、西南部	侯月线（山西侯马-河南省济源市）	侯马-月山-新乡-菏泽-兖州 兖州		日照港
		侯西线（山西侯马-陕西西安）	陇海线		连云港
			西康线（陕西西安-陕西安康）		安康
			宁西线（陕西西安-江苏南京）		南京

资料来源：95306 网，中信证券研究部整理

中铁总三年增量方案，2020 年铁路运输煤炭或至 75%

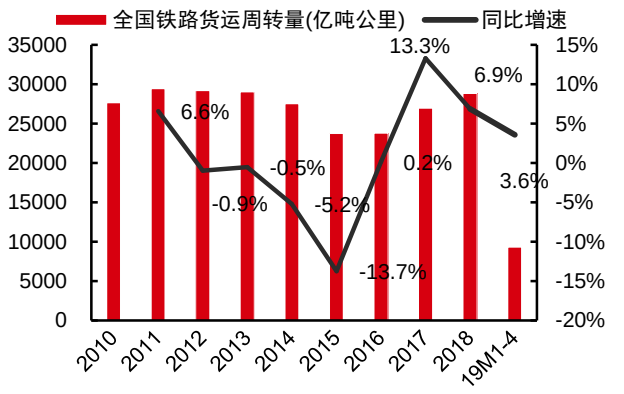
三年增量方案持续推进，2019 年货运增量目标 6.6%。2017 年以来国务院陆续出台“调整运输结构，增加铁路运输量”决策和《打赢蓝天保卫战三年作战计划》的目标任务；中国国家铁路集团(简称“中铁总”)制定《2018-2020 年铁路货运增量行动方案》(简称“三年货运增量方案”)计划 2020 年全国铁路货运量同增 30%至 47.9 亿吨，2020 年铁路货运比例或提升 3pcts 至 10.7%；2019 年铁路工作会议提出全年货运发送量增速目标 6.6%。2019 年 1-4 月全国铁路货运量、周转量同增 4.6%、3.6%，较 Q1 增速 3.0%、1.9%环比改善，但按照全年增量目标仍略显承压。

图 13：2019 年 1-4 月全国铁路货运量同增 4.6%至 13.6 亿吨



资料来源：国家铁路局，中信证券研究部

图 14：2019 年 1-4 月全国铁路周转量同增 3.6%至 9344 亿吨公里



资料来源：国家铁路局，中信证券研究部

“六区六线”或为增量重点，2020 年铁路运输煤炭占比或升至 75%。中铁总“三年货运增量方案”计划 2020 年全国铁路煤炭运量提升至 28.2 亿吨，占全国煤炭运量的 75%，较 2017 年同比提升 15pcts。预计未来铁路运输结构调整重点为大秦、蒙冀、瓦日、侯月、宁西、兰渝六线和山西、陕西、蒙西、新疆、沿海、沿江六区域，加快相关配套实现扩产能和集疏运体系建设，计划 2020 年大秦线、蒙冀线、瓦日线运量分别为 4.5 亿吨、1.5 亿吨和 1 亿吨。

表 3：加强配套建设，目标完成 2020 年铁路煤炭运输 28.2 亿吨

线路	预期优化措施
大秦线	(1)将迁曹线普客运输调整至唐曹线，确保迁曹线至曹妃甸港区的运量。 (2)提高曹妃甸、京唐港区接卸堆存效率。 (3)统筹大准线、准朔线能力，增加集入大秦线的运量，同时相应减少古店口接入大秦线车流。
蒙冀线	(1)增加重车开行数量和提升装车点能力。 (2)完善集疏运体系建设。
瓦日线	(1)完善集疏运体系建设，加快瓦日线接入陕北煤源； (2)优化行车组织方案。
蒙华铁路	计划首年(2020 年)运量 6000 万吨

资料来源：中铁总《2018-2020 年铁路货运增量行动方案》，中信证券研究部

格局重构大秦最赢，分流影响减弱

大秦竞争力最优，未来或维持运量 4.5 亿左右。目前西煤东运主要通道包括大秦线、蒙冀线、朔黄线和瓦日线，均配套相关下水港。截至目前，预计大秦线运输山西北部煤炭占比近 70%，陕西煤炭占比较少。配套港口秦皇岛港集疏运能力强，通过迁曹线部分煤炭分流至曹妃甸、京唐港区。朔黄线主要面向神华集团自身需求，受制于黄骅港产能极限，短期朔黄线运能提升空进有限。相对于蒙冀线、瓦日线，大秦线运距最短、装载能力最强、配套最成熟，竞争力最优。“三西”地区煤炭外运需求增长和运输结构调整背景下，预计近 3 年大秦线或维持 4.5 亿吨左右，其他通道分流效应减弱。

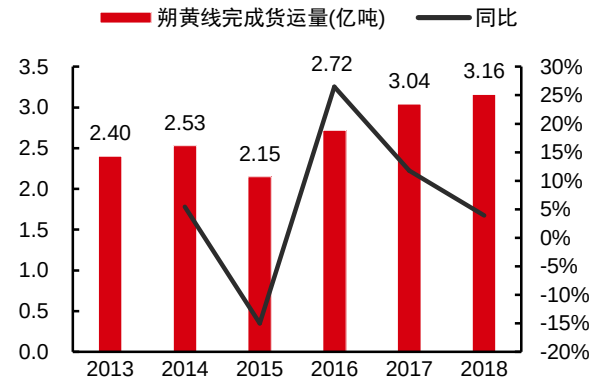
表 4：煤炭运输格局重构，大秦线具有短运距、装载力最强和配套最成熟的优点

线路名称	通车时间	主要货源地	集疏运体系	目的港口	平均运距(公里)	线路等级
蒙冀铁路	2015-12	内蒙西部	鄂尔多斯-张家口-唐山	曹妃甸港	1033	Ⅰ级
		山西北部	丰沙大线	曹妃甸港	706	Ⅰ级
大秦铁路	1992-12	山西北部	大同-秦皇岛	秦皇岛港	653	Ⅰ级
		内蒙西部	准格尔-大同-秦皇岛	秦皇岛港	1062	Ⅰ级
		内蒙西部	准朔线-北同蒲线	秦皇岛港	976	Ⅰ级
		陕西北部	神朔线-北同蒲线	秦皇岛港	995	Ⅰ级
朔黄铁路	2002-11	陕西北部	神朔线	黄骅港	772	Ⅰ级
		内蒙西部	大准线-准池线	黄骅港	956	Ⅰ级
		山西北部	准池线	黄骅港	598	Ⅰ级
瓦日线	2014-12	山西南部	吕梁-日照	日照港	1260	Ⅰ级

资料来源：中铁总，中信证券研究部

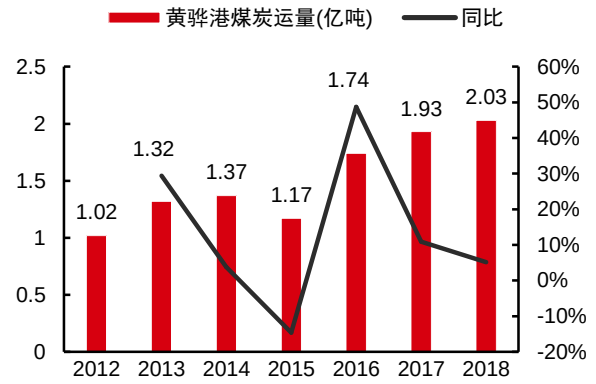
朔黄线分流影响减弱，港口瓶颈限制明显。朔黄铁路为连接陕西、内蒙古至黄骅港的西煤东运的第二大通道，途径神木、神池、朔州等产煤基地，主要承担神府、东胜地区煤炭外运。控股股东神华集团持股 52.7%，第二大股东大秦铁路持股 41.2%。2015 年准池线开通后大准线和朔黄线联通，不含铁路建设基金及运距带来价格优势，分流部分准格尔煤源。经历 2016、2017 年运量高增长，2018 年朔黄线完成煤炭运量同比增长 3.9%至 3.16 亿吨，预计产能上限或 3.5 亿吨。2018 年黄骅港实现煤炭吞吐 2.03 亿吨，远超设计产能 1.8 亿吨，港口产能瓶颈限制对大秦线分流能力。

图 15：2018 年朔黄线完成煤炭运量同比增长 3.9%至 3.16 亿吨



资料来源：朔黄铁路公司，中信证券研究部

图 16：2018 年黄骅港实现煤炭吞吐 2.03 亿吨，远超设计产能



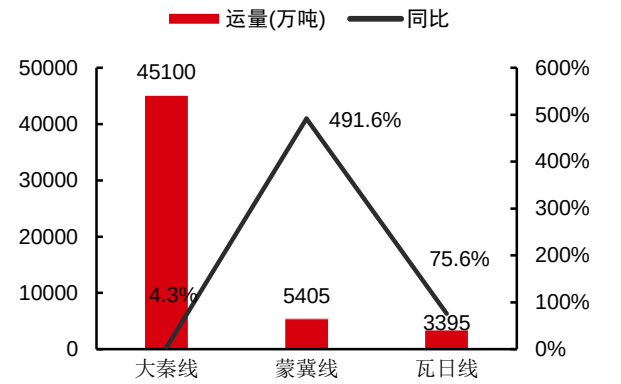
资料来源：Wind，中信证券研究部

配套待完善、运距 1.5 倍以上，蒙冀、瓦日分流能力较弱。蒙冀线、瓦日线为中铁总“三年货运增量方案”重点提升运量的线路，蒙冀线途径鄂尔多斯、呼和浩特、张家口、唐山，实现蒙煤外运至唐山曹妃甸港区和京唐港区。蒙冀线平均运距 1033 公里，设计运能 2 亿吨/年。瓦日线连接吕梁瓦塘站和日照港，和太兴、南同蒲、太焦和兖日线接轨，平均运距 1260 公里，实现山西中南部煤炭外运日照港，设计运能 2 亿吨/年。2018 年蒙冀线、瓦日线运量分别同增 491.6%、75.6%至 5405 万吨、3395 万吨，根据中铁总“三年

货运增量方案”2020 年蒙冀线和瓦日线目标运量 1.5 亿吨、1.0 亿吨。考虑“三西”煤炭外运需求增长、运距和配套等原因，蒙冀线和瓦日线对大秦线分流影响有限。

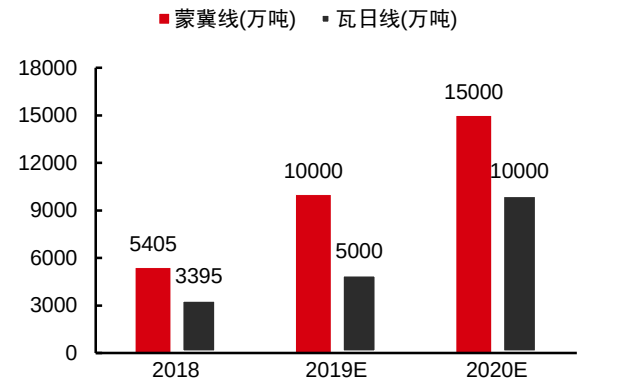
煤源和需求交叠较小，预计蒙华投运分流影响不大。蒙华线投运后 2020 年或实现 6000 万吨运量，煤源主要来自内蒙和陕西，满足江西、湖南、湖北煤炭需求。考虑大秦线海进江煤炭 75%以上消化于南京港以东港口，煤源和需求交叠较小，预计分流影响不大。

图 17：2018 年蒙冀线、瓦日线实现运量 5405 万吨、3395 万吨



资料来源：中铁总，中信证券研究部

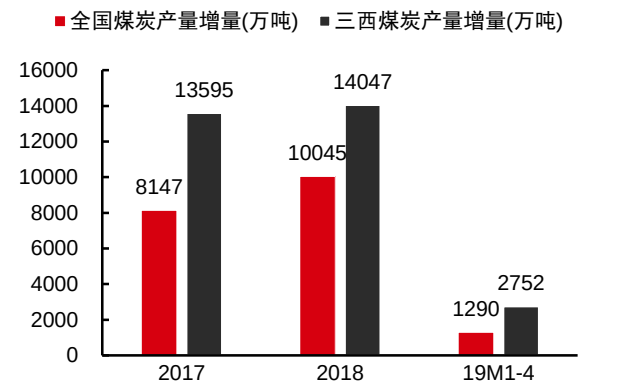
图 18：2020 年蒙冀线和瓦日线目标运量 1.5 亿吨、1.0 亿吨



资料来源：中铁总《2018-2020 年铁路货运增量行动方案》，中信证券研究部

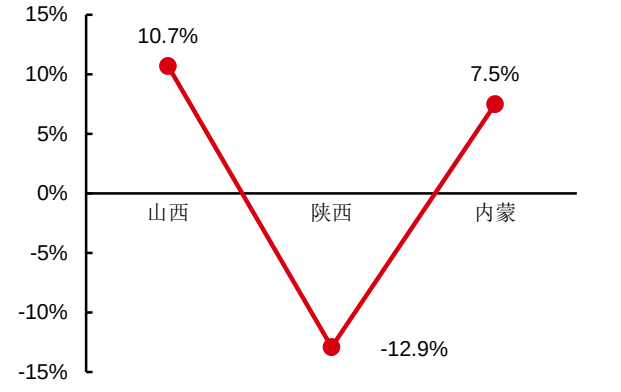
三西煤炭外运需求或年增 1 亿吨，格局重构大秦线穿越需求周期。根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，煤炭布局优化成为主要导向，目标到 2020 年，化解淘汰落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右。2017 年、2018 年和 2019 年前 4 月三西地区煤炭产量同比增加 1.36 亿吨、1.40 亿吨和 2752 万吨，较全国煤炭增量高 67%、40%和 113%，预计未来 3 年三西地区煤炭产量仍可实现每年同比增加 1 亿吨左右，强化西煤东运煤炭运输需求。根据中铁总“三年货运增量方案”2018-2020 年国家铁路煤炭运量每年同比增长 1.5 亿吨，短运距、装载能力强和运输配套成熟的大秦线或率先获益，预计未来 3 年运量或维持 4.5 亿吨左右。

图 19：2017 年以来三西地区较全国煤炭产量增量高 67%、40%和 113%



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：2019 年 1-4 月山西、陕西、内蒙原煤产量同增 10.7%、-12.9%和 7.5%



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

价格优势明显，未来运价或维持坚挺

近 10 年国铁运价持续上行，相对蒙冀线价格优势明显

国铁运价和特殊运价两种模式。目前客户采用铁路货运支付的运费主要包括运价和其他费用两部分，在规定基准费率的基础上，铁路运输企业可根据市场供需自主调整运价，目前执行的最高上浮 15%，下浮不设限。关于运价部分由两种收费模式，其一：国铁运价：基价 1+基价 2*周转量，其中基价 1 位发到基价，煤炭执行国铁 4 号运价，2018 年 1 月调整为 16.3 元/吨；基价 2 为运行基价，2018 年 1 月调整为 0.105 元/吨公里。其二：特殊运价：不收取固定费用，计费方式类似基价 2，最新标准 0.1001 元/吨公里。

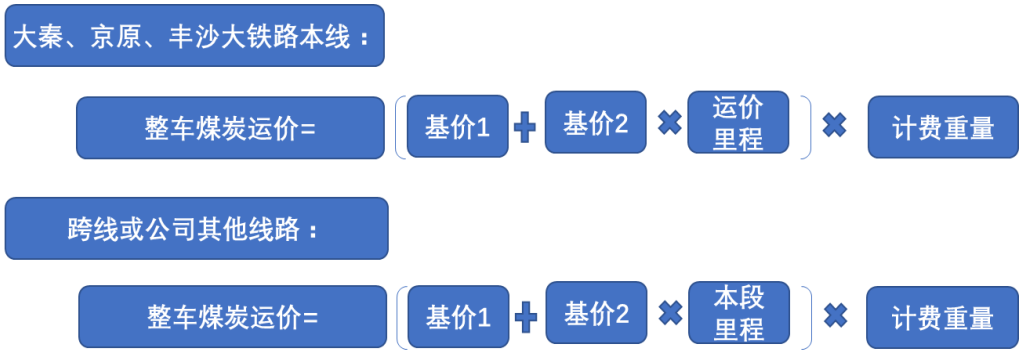
表 5：铁路货运最高上浮 15%，下浮不设限

日期	通知名称	通知内容
2014	《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》	放开铁路散货快运、铁路包裹运输和社会资本投资控股新建铁路货运价格，实现市场化定价。国家铁路货物统一运价率提高 1.5 分/吨公里。
2015	《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》	国家铁路货物统一运价率平均提高 1 分/吨公里，并作为基准价，建立浮动机制，上浮不超过 10%，下浮不限。大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭运价率提高 1 分/吨公里。
2017	《深化铁路货运运价市场化改革等有关问题的通知》	铁路集装箱、零担货物和整车运输 12 个货物品类运输价格实行市场调节；实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业上浮不超过 15%、下浮不限。

资料来源：国家发改委，中铁总，中信证券研究部

铁路建设基金属代收，公司运价执行分两部分。2017 年 6 月发改委发布《关于取消电气化铁路配套供电工程还贷电价通知》，大秦铁路电气化附加费由 1.2 分/吨公里调整为 0.7 分/吨公里，实现降低物流成本。2017 年 12 月《深化铁路货运运价市场化改革等有关问题的通知》，将电气化附加费并入国铁统一运价，基价 2 由 0.098 元/吨公里调整为 0.105 元/吨公里。目前目前费用主要为铁路建设基金，按 3.3 分/吨公里计价，属代中铁总收取。公司运价部分执行包含两部分：(1)大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平（指发、到站均在本线的煤炭）执行特殊运价，基准运价率 0.1001 元/吨公里。(2)存在跨线运输部分或公司其他线路执行国铁统一运价。

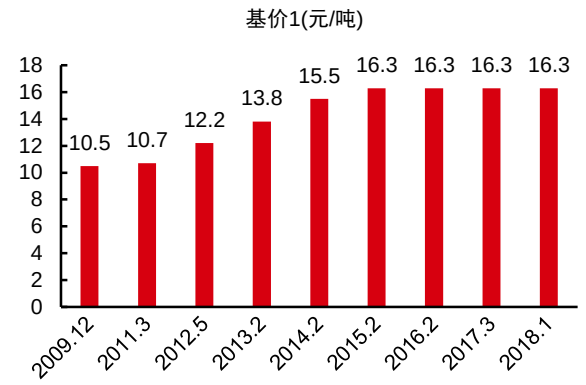
图 21：公司运价部分执行包含国铁运价和特殊运价两种模式



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

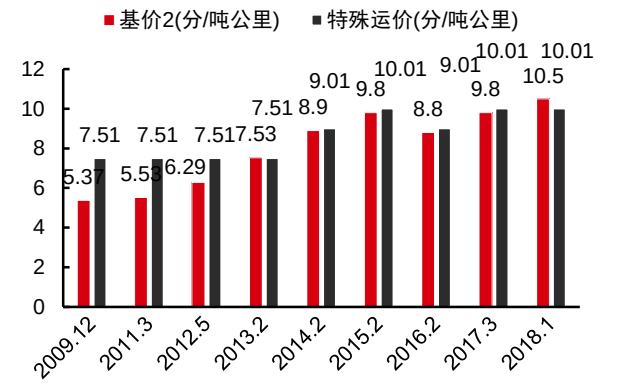
除 2016 年外，国铁运价持续上行，目前特殊运价和基价 2 基本一致。2009 年以来铁路货运市场化加速，中铁总可根据供需结构对国铁统一运价和特殊运价进行调整，并经国家发改委批准。国铁货运平均运价市场化不断深入，除 2016 年国铁煤炭运价平均每吨公里降低 1 分外，2009 年以来国铁货运平均运价保持上行，平均 1~2 年调整一次。在较长历史时期，基价 2 低于大秦本线执行的特殊运价。2009 年以来差距逐渐缩小，2018 年新调整运价基价 2 较特殊运价高 4.9%，基本一致。

图 22：2015 年以来基价 1 维持 16.3 元/吨



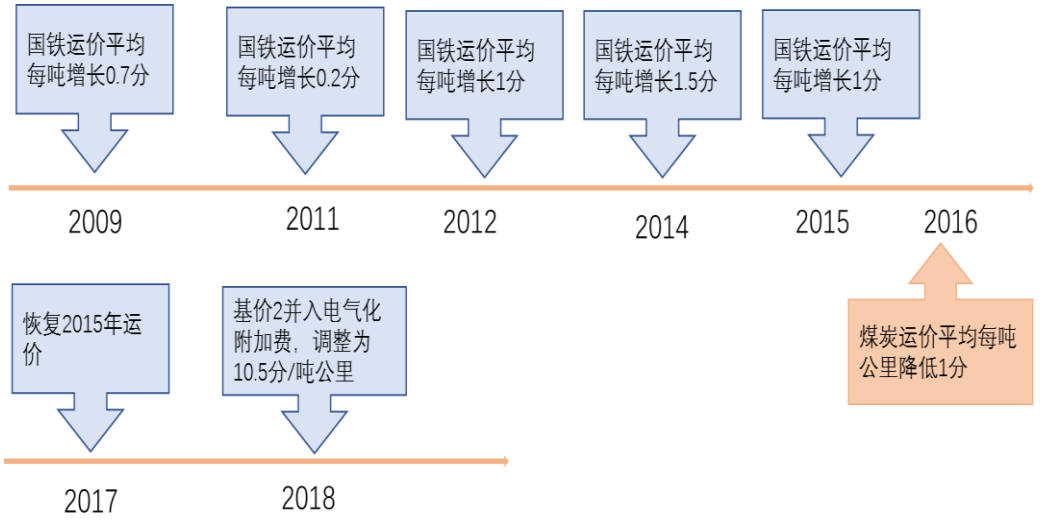
资料来源：中铁总，《铁路货运定价规则》，中信证券研究部

图 23：2018 年新调整运价基价 2 与特殊运价基本一致



资料来源：中铁总，《铁路货运定价规则》，中信证券研究部

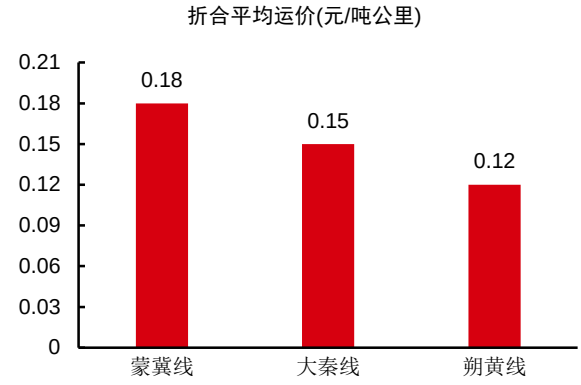
图 24：除 2016 年外，国铁货运运价持续上行，平均 1~2 年调整一次



资料来源：中铁总财报，中信证券研究部整理

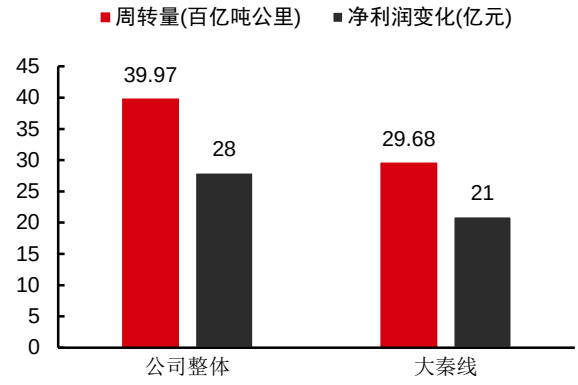
相对蒙冀线价格优势明显，运价提高 1 分增厚公司净利润 28 亿。决定运输经济性的主要包括运距和运价，对比大秦线、朔黄线和蒙冀线折合平均运价分别为 0.15、0.12、0.18 元/吨公里。大秦线较蒙冀线平均运价低 17%，朔黄线作为合资铁路不含铁路建设基金，剔除铁路建设基金的话大秦线平均运价 0.117 元/吨公里，略低于朔黄线的 0.12 元/吨公里。2018 年公司、大秦线分别实现货运周转量 3997、2968 亿吨公里，假设平均运价提高 1 分对应净利润增量为 28 亿、21 亿。

图 25：2018 年大秦、朔黄和蒙冀线折合平均运价 0.15、0.12、0.18 元/吨公里



资料来源：中铁总，公司公告，中国神华年报，中信证券研究部

图 26：假设平均运价提高 1 分，公司、大秦线对应净利润增量为 28 亿、21 亿

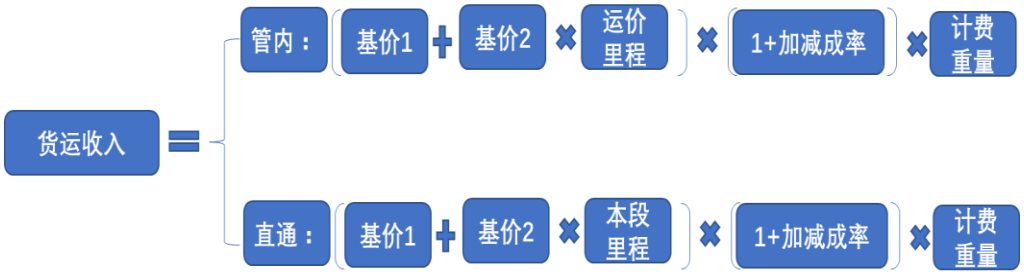


资料来源：公司公告，中信证券研究部

山西煤源占比或升至 70%，大秦运价有望维持坚挺

既有清算侧重量增，价格下浮成本共担。2018 年 1 月 1 日起我国铁路货运开始执行《铁路货物运输进款清算办法(试行)》（简称“新清算办法”），2018 年之前铁路货运清算按照分段计算、管内归己、直通清算的原则，不同铁路运输企业主体按照货物周转量和统一运价清算获得相应收入。始发局和过路局按照相同的计费方式进项清算，货运周转量成为主要的考核方式，在大宗商品需求景气下行时，始发局采用降价揽货的原始价格竞争方式，价格下浮成本由始发局和过路局共同承担，表现为货运收入增速滞后于货运量增速，甚至出现量增价减的局面。

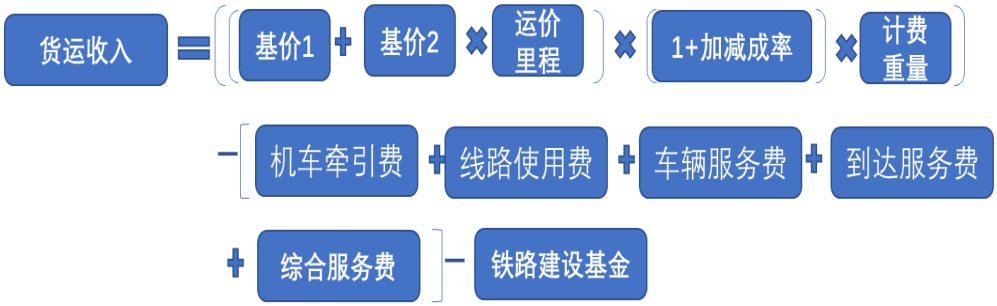
图 27：原清算办法：分段计算、管内归己、直通清算



资料来源：《铁路货运运价规则》，中信证券研究部

新清算办法实施，利好提质增效。2018 年 1 月 1 日起我国铁路货运开始执行《铁路货物运输进款清算办法(试行)》（简称“新清算办法”），以承运企业为核算主体，鼓励装车、对以货运装车为主的铁路运输企业产生积极影响，铁路货运市场化改革迈出重要一步。收入端扣除铁路建设基金等费用外全部计入承运企业收入，按照规定计费方式向过路局支付机车牵引费、线路使用费、车辆服务费、到达服务费和综合服务费用，成本端相对固定。收入端运价折扣直接影响承运企业收入，由单一重视提高运量向量价均衡转变，实现提质增效。

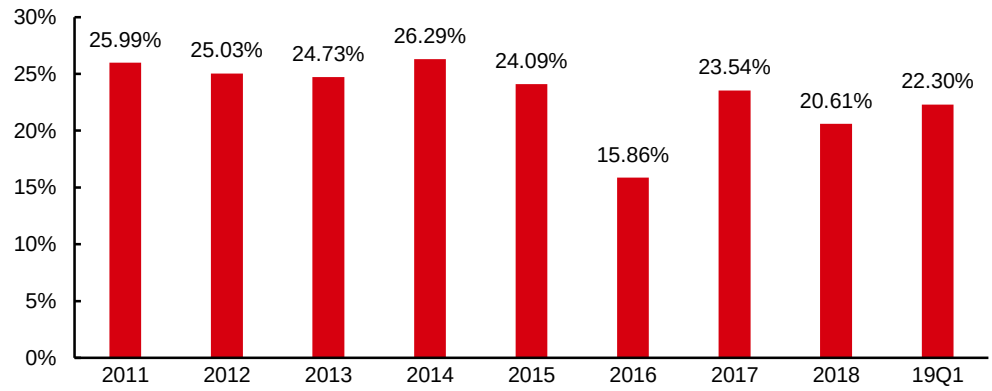
图 28：新清算办法：扣除铁路建设基金等全部计入承运企业，成本端相对固定



资料来源：《铁路货物运输进款清算办法(试行)》，中信证券研究部

新清算对公司影响中性，山西放量提升本线运输比例。新清算办法 2018 年 1 月 1 日开始实施，提高铁路承运企业揽货积极性和运价敏感性。成本端相对固定，避免铁路货运需求下滑时，非理性降价对毛利率的冲击；矿难影响拖累陕西煤炭增产，2019 年 1-4 月山西原煤产量同比提升 10.7%，成为三西地区主要同比增量来源。公司铁路货运以动力煤为主，2019 年山西煤炭在公司运输占比有望升至 70%左右，其中 Q1 公司作为承运人的山西煤炭运量增长约 600 万吨。管内煤炭运输占比提升，新清算对公司影响偏中性。

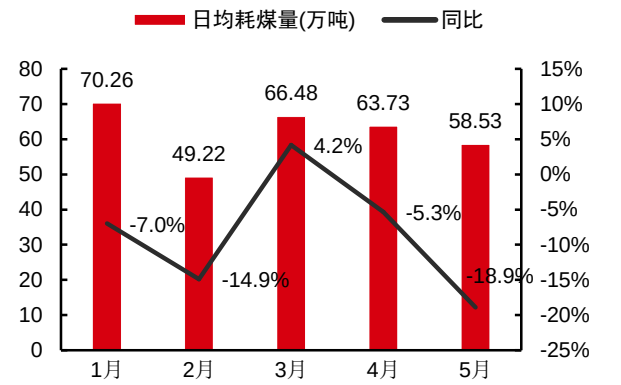
图 29：2019Q1 山西煤源或同增 600 万吨，净利率 22.3%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

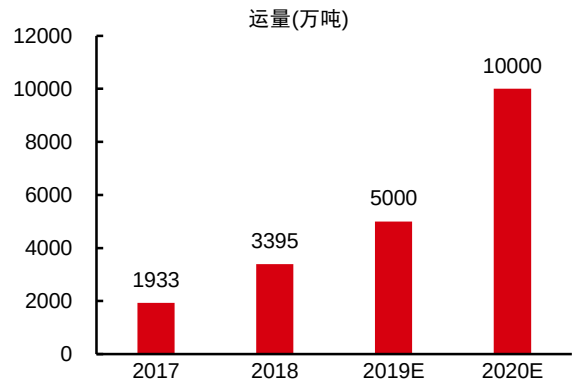
瓦日线等降价针对性强，预计大秦运价维持坚挺。4 月《中国铁路总公司关于优化部分地区货运价格策略的通知》调整瓦日线、沈阳铁路局-哈尔滨铁路局运价，煤炭和金属矿石的运价下浮幅度不超过 30%，具体运价由上述线路的发货路局自主确定。除 3 月外，2019 年 1-5 月 6 大发电集团日均耗煤量均低于去年同期，其中 5 月同比下降 18.9%至 58.5 万吨。需求景气弱化首先影响新线产能，叠加瓦日线主要集装站的配套设施不健全，预计 Q1 货运量距目标较大差距。瓦日线降价主要目的为了增加货量，是阶段性的促销措施。而且瓦日线降价只面向大客户，且只对超出货量指标的增量部分降价 20%~25%。考虑大秦线日运量维持高景气，预计未来运价维持坚挺。

图 30：2019 年 5 月 6 大发电集团日均耗煤降 18.9%至 58.5 万吨



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：2018 年瓦日线实现运量同增 75.6%至 3395 万吨



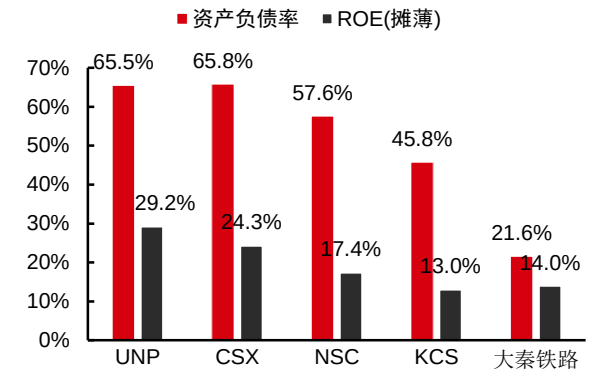
资料来源：国家铁路局，中信证券研究部。 注：2019~20 年为中铁总“三年货运增量方案”给出目标

对标海外大秦或低估，高股息防守优质

对标美国大秦或低估，外资流入有望提估值

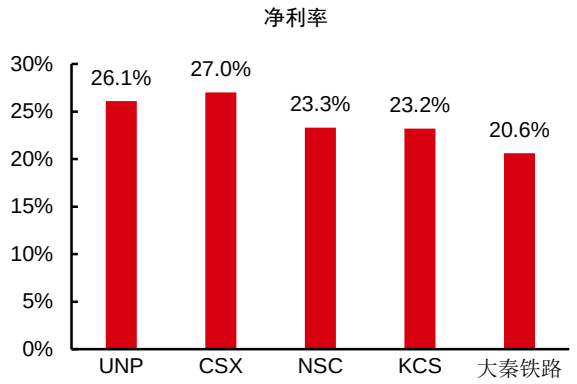
净利率略低于美国，资产负债率低拖累 ROE。相对于 UNP、CSX、NSC 和 KCS 的资产负债率 45%~65%，2018 年公司资产负债率 21.6%，远低于美国铁路龙头。受资产负债率较低的影响，2018 年大秦铁路 ROE 为 14.0%，远低于 UNP 的 29.2%的水平。2017、2018 年大秦铁路净利率 23.5%、20.6%，低于 UNP、CSX 的 26.1%、27.0%，与 NSC、KCS 基本相当。

图 32：对比美国龙头，大秦资产负债率低拖累 ROE



资料来源：UNP, NSC, CSX, KCS 年报，大秦铁路年报，中信证券研究部

图 33：大秦铁路净利率略低于美国龙头

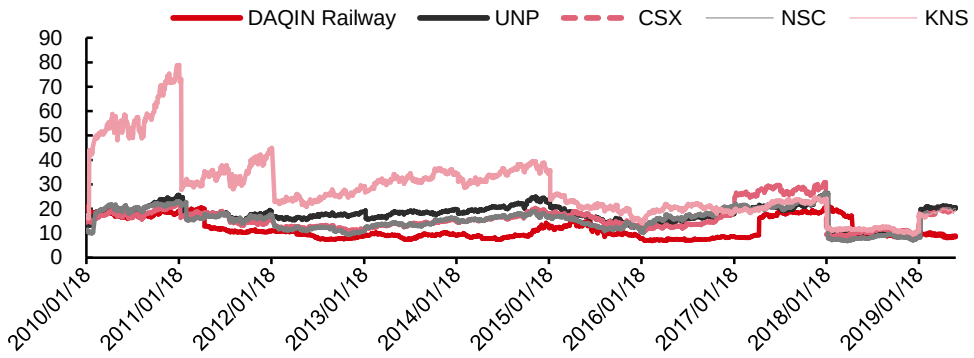


资料来源：UNP, NSC, CSX, KCS 年报，大秦铁路年报，中信证券研究部

UNP 美股排名前 50，2010 年以来龙头市值提升 1.5~3.5 倍。2019 年 6 月 12 日 UNP、CSX、NSC、KCS 的市值 1210 亿、636 亿、529 亿和 120 亿美元，同期大秦铁路市值 182 亿美元。按照市值排名，UNP 在美股排名第 42 位，交通运输行业第 1 名，为大秦铁

路市值 6.6 倍。受益铁路货运周转量占比提升，2010 年以来美国铁路货运龙头市值提升 1.5~3.5 倍，预计投资回报率提升至 8.7%左右。

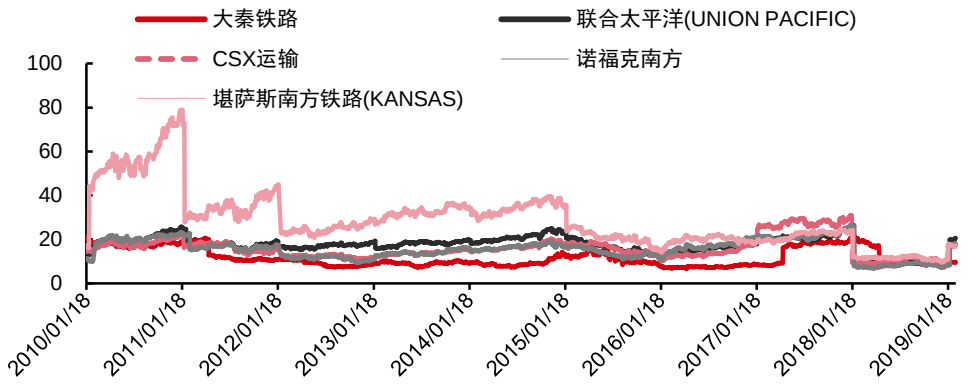
图 34：2010 年以来美国铁路货运龙头市值提升 1.5~3.5 倍



资料来源：Wind，中信证券研究部

对标美国估值明显低估，外资恢复流入有望提估值。近 5 年来，大秦铁路平均估值 PE 为 11.2X，UNP、NSC、 CSX、 KCS 平均 PE 为 17X~22X。未来我国煤炭格局重构，大秦铁路全年运量 4.5 亿吨的确定性提升。假设 2019 年公司业绩 144 亿，对应 PE 不足 **9x** 左右，UNP、NSC、 CSX、 KCS 的 PE 为 17X~22X，大秦铁路目前估值明显低估。2017 年 6 月大秦铁路被纳入 MSCI，未来有望对标海外龙头。考虑全球资金风险偏好修复有持续性，叠加 MSCI 纳入因子提升和“入富”生效时点渐近，外资有望恢复到持续净流入 A 股的状态。陆股通北上资金 6 月第 1 周已恢复净流入约 96 亿元，作为核心资产的大秦铁路估值有望进入上行通道。

图 35：大秦铁路 PE 不足 9x，对标美国估值明显低估



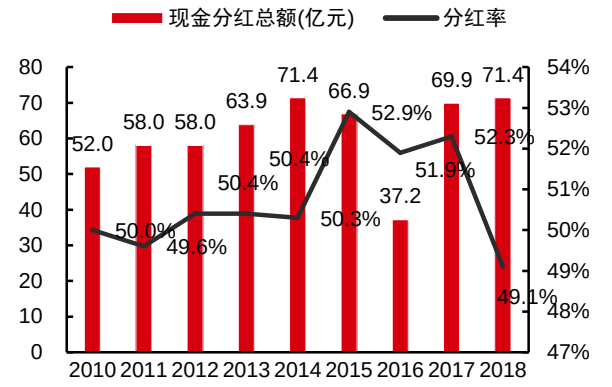
资料来源：Wind，中信证券研究部

优质防守龙头，高股息率吸引力增强

优质防守龙头，低估值、高股息投资吸引力增强。公司坚持采用现金分红的方式回馈投资者，2010 年以来分红率稳定在 50%左右，累计分红现金 549 亿。煤炭产能和运输格

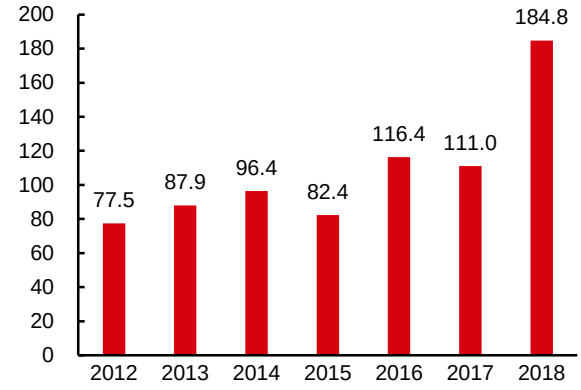
局的重构，公司受宏观经济影响减弱，未来或维持 4.5 亿吨左右的运量。公司现金流充裕，2019 年计划资本开支 40 亿元处于合理水平，我们预计未来公司净利润或维持 140 亿左右规模。

图 36：2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右



资料来源：大秦铁路年报，中信证券研究部

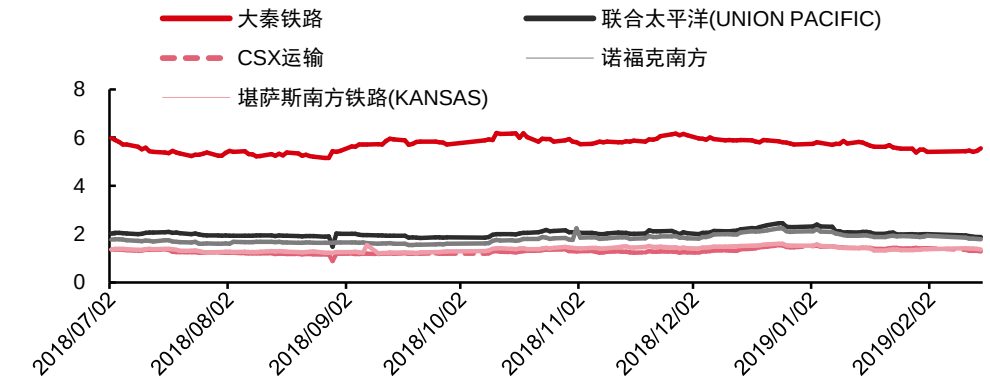
图 37：2018 年公司货币资金增至 185 亿，现金流充裕



资料来源：大秦铁路年报，中信证券研究部

大秦铁路股息率近 6%，远高于美国 1%~2%。2017 年以来大秦铁路净利率维持在 20%以上，在业绩维持高位的背景下，高股息成为大秦铁路重要投资热点。2010 年以来大秦铁路分红率稳定在 50%左右，UNP、CSX、NSC 和 KCS 分红率从 20%提升至 40%，但大秦铁路仍然领先。考虑目前大秦铁路 PE 为 9X 左右，假设 2019 年公司净利润 144 亿，股息率近 6%，运高于 UNP、CSX、NSC 和 KCS 股息率 1.3%~2.0%。

图 38：大秦铁路股息率近 6%，远高于美国龙头不足 2%



单位：%

资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

动力煤需求不及预期；

水电及进口煤超预期；

铁路改革不及预期。

盈利预测及关键假设

关键假设

1．2019-2021 年大秦线货运量分别 4.48 亿吨、4.50 亿吨和 4.51 亿吨，。

2．2019-2021 年侯月线货运量增速 3.0%、3.5%和 4.0%。

3．2019-2021 年人工成本增速 8.3%、7.0%和 6.5%

盈利预测

基于业务分析和业务假设，预计 2018-2020 年公司收入分别为 816 亿、842 亿、864 亿元。煤炭产能格局和运输格局重构，短运距、装载能力最强和配套最成熟的大秦线竞争力最优，短期扰动不改全年运量 4.5 亿吨左右预期。根据公司 Q2 公告运营数据，我们上调 2019-2021 年净利润预测为 144 亿/145 亿/146 亿元(原值为 141 亿/143 亿/145 亿)，对应 2019-2021 年 EPS 预测 0.97/0.98/0.99 元（原值为 0.95/0.96/0.97 元）。对标海外龙头存在明显低估，外资流入或提升公司的估值。鉴于 2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右，我们假设 2019 年分红率维持 50%，目前市值对应股息率 5.8%，提升优质防守龙头的吸引力。对标海外龙头给予公司一定估值溢价，我们认为公司合理估值区间 10~12 倍，给予 10.50 元目标价，**维持“买入”评级。**

表 6：公司盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55,636	78,345	81,599	84,281	86,403
营业收入增长率 YoY	24.7%	40.8%	4.2%	3.3%	2.5%
净利润(百万元)	13,350	14,544	14,359	14,528	14,649
净利润增长率 YoY	86.2%	8.9%	-1.3%	1.2%	0.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.98	0.97	0.98	0.99
PE（x）	9.4	8.6	8.8	8.7	8.6
PB（x）	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	55,636	78,345	81,599	84,281	86,403
营业成本	40,145	58,902	62,043	64,580	66,547
毛利率	27.84%	24.82%	23.97%	23.37%	22.98%
营业税金及附加	224	283	286	295	346
销售费用	193	200	204	211	216
营业费用率	0.35%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用	558	659	816	927	1,037
管理费用率	1.00%	0.84%	1.00%	1.10%	1.20%
财务费用	738	276	255	276	289
财务费用率	1.33%	0.35%	0.31%	0.33%	0.33%
投资收益	3,130	3,089	3,244	3,406	3,576
营业利润	16,987	21,311	21,290	21,487	21,642
营业利润率	30.53%	27.20%	26.09%	25.49%	25.05%
营业外收入	15	66	15	18	20
营业外支出	204	670	150	100	80
利润总额	16,798	20,706	21,155	21,405	21,582
所得税	3,699	4,560	5,289	5,351	5,395
所得税率	22.02%	22.02%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(251)	1,602	1,507	1,525	1,538
归属于母公司股东的净利润	13,350	14,544	14,359	14,528	14,649
净利率	23.99%	18.56%	17.60%	17.24%	16.95%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	11,100	18,476	19,200	25,697	31,666
存货	1,528	1,547	2,232	2,159	2,123
应收票据及应收账款	5,761	6,352	8,641	8,163	8,175
其他流动资产	4,055	4,213	5,931	5,847	5,550
流动资产	22,445	30,588	36,004	41,866	47,514
固定资产	73,992	81,910	85,070	88,056	90,847
长期股权投资	20,060	20,332	20,322	20,319	20,315
无形资产	5,838	8,915	8,915	8,915	8,915
其他长期资产	5,352	4,205	4,910	5,634	6,350
非流动资产	105,242	115,362	119,217	122,924	126,427
资产总计	127,687	145,950	155,221	164,790	173,941
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及账款	3,778	5,648	5,753	6,086	6,274
其他流动负债	12,680	12,660	13,096	13,458	13,498
流动负债	16,457	18,308	18,849	19,544	19,773
长期借款	7,112	10,095	10,095	10,095	10,095
其他长期负债	3,206	3,083	3,083	3,083	3,083
非流动性负债	10,318	13,177	13,177	13,177	13,177
负债合计	26,776	31,485	32,027	32,721	32,950
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	24,737	23,898	23,898	23,898	23,898
归属于母公司所有者权益合计	99,402	106,495	113,718	121,067	128,452
少数股东权益	1,509	7,969	9,476	11,001	12,539
股东权益合计	100,911	114,464	123,195	132,068	140,991
负债权益总计	127,687	145,950	155,221	164,790	173,941

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	16,798	20,706	21,155	21,405	21,582
所得税支出	-3,699	-4,560	-5,289	-5,351	-5,395
折旧和摊销	5,607	7,155	2,813	3,005	3,197
营运资金的变化	1,039	-3,675	-4,171	1,323	557
其他经营现金流	-2,250	-1,739	-3,020	-3,215	-3,392
经营现金流合计	17,494	17,888	11,488	17,166	16,549
资本支出	-4,368	-6,717	-6,614	-6,620	-6,601
投资收益	3,130	3,089	3,244	3,406	3,576
其他投资现金流	-1,614	351	-1	0	0
投资现金流合计	-2,852	-3,277	-3,372	-3,214	-3,026
权益变化	11	0	0	0	0
负债变化	11,469	1,988	0	0	0
股利支出	-6,987	-7,136	-7,136	-7,180	-7,264
其他融资现金流	-19,672	-2,771	-255	-276	-289
融资现金流合计	-15,180	-7,919	-7,392	-7,456	-7,553
现金及现金等价物净增加额	-538	6,692	725	6,496	5,970

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	24.68%	40.82%	4.15%	3.29%	2.52%
营业利润	90.60%	25.46%	-0.10%	0.92%	0.72%
净利润	86.23%	8.95%	-1.27%	1.18%	0.83%
利润率（%）					
毛利率	27.84%	24.82%	23.97%	23.37%	22.98%
EBITDA Margin	41.40%	35.92%	27.84%	27.48%	27.23%
净利率	23.99%	18.56%	17.60%	17.24%	16.95%
回报率（%）					
净资产收益率	13.43%	13.66%	12.63%	12.00%	11.40%
总资产收益率	10.45%	9.97%	9.25%	8.82%	8.42%
其他（%）					
资产负债率	20.97%	21.57%	20.63%	19.86%	18.94%
所得税率	22.02%	22.02%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	52.34%	49.06%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。