

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.38
目标价格(元): 7.20

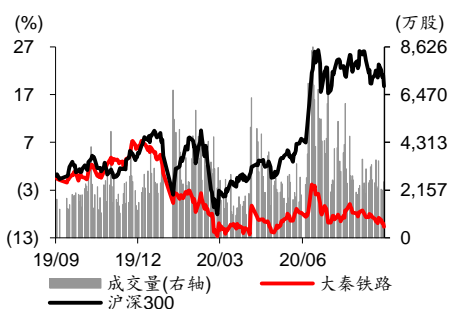
沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 SAC No. S0570518090003
研究员 SFC No. BIX840
0755-82492284
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《大秦铁路(601006 SH,增持): 运输事故短暂拖累8月运量》2020.09
- 2《大秦铁路(601006 SH,增持): 需求不佳+竞争加剧, 拖累中报盈利》2020.08
- 3《大秦铁路(601006 SH,增持): 受益进口煤管制, 大秦运量处高位》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

西煤东运大动脉, 高股息静待修复

大秦铁路(601006)

优质底仓品种, 高股息率有望筑底, 仍需等待煤炭上行周期

公司分红承诺对应 2020/21/22 年度股息率不低于 7.6%, 是优质的底仓品种。长期来看, 煤炭产地西移预计使运输需求小幅增加, 铁路新增运能与煤炭新增产能相匹配, 铁路/公路/水运总体格局预计保持稳定。我们预计大秦线货运量在“十四五”期间仍维持高位。我们认为大秦线运价未来仍存在提升的空间, 但时点或许要等到一个煤炭上行周期。我们预测 2020/21/22 年 EPS 为 0.72/0.86/0.85 元, 目标价 7.20 元, 维持“增持”评级。

铁总旗下运煤铁路上市平台, 盈利与煤炭周期正相关

大秦线为我国“西煤东运”主干线, 主营业务是运输山西中北部、内蒙古西部和陕西北部煤炭至秦皇岛港和曹妃甸港下水, 煤炭经水运销往东南沿海与长江沿岸。公司还持有朔黄线(“西煤东运”通道)41%股权和浩吉线10%股权(“北煤南运”通道)。历史上, 公司的盈利波动和股价表现与煤炭周期正相关, 原因在于: 在煤炭上行时期, 用煤需求旺盛驱动铁路货运量增加, 同时煤炭价格上行带动铁路运价提升; 煤炭下行时期则逻辑相反。

尽管清洁能源挤压煤电需求, 但产地西移预计仍使运输需求增加

考虑经济增长驱动能源总需求增加、清洁能源对传统煤电的挤压, 我们预计中国煤炭消费量在“十四五”期间维持在 41-42 亿吨(2019 年: 41 亿吨)。中国煤炭开发布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部, 煤炭产地西移仍然为大秦/朔黄/浩吉/蒙冀/瓦日线提供运输增量需求。我们预计三西地区“十四五”期间煤炭外运需求增量在 1 亿吨以上。

浩吉线短期影响有限, 铁路/公路/水运结构基本稳定

在竞争结构方面, 我们认为: 1) 黄大线的开通将帮助朔黄线提高运量, 预计对大秦线构成小幅分流; 2) 蒙冀线对大秦线蒙西煤源的分流影响已经结束; 3) 瓦日线因到港口运距过长, 与大秦线相比无优势; 4) 浩吉线的集疏运系统尚待完善, 开通初期影响有限; 5) 作为调控煤价的工具之一, 进口煤总量预计保持稳定; 6) “公转铁”接近尾声, 竞争结构趋于稳定。

市场已消化可转债摊薄预期, 最低分红承诺强化类债属性

公司拟发行 320 亿元可转债, 当前股价低于 1x 2019PB。假设初始转股价格为 7.66 元(2019 年 BPS), 可转债全部转股对股本的摊薄比例约 28%。我们认为当前市场已充分反映潜在摊薄预期。公司提出 2020/21/22 年分红规划, 即每股股息不低于 0.48 元, 对应股息率 7.6% (2020/9/25)。因分红承诺, 公司未来派息的可预见性提升, 稳定的高股息率有较强吸引力。

高股息静待修复, 维持“增持”评级

我们预计大秦线 2020/21/22 年运量为 4.00/4.35/4.35 亿吨(与前次相同), 并且维持 2020/21/22 年归母净利润预测值 107/128/126 亿元不变。我们仍基于 10x 2020PE 给予目标价 7.2 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 煤炭需求下滑、运输结构恶化、公路治超放松。

公司基本资料

总股本 (百万股)	14,867
流通 A 股 (百万股)	14,867
52 周内股价区间 (元)	6.38-8.22
总市值 (百万元)	94,850
总资产 (百万元)	147,600
每股净资产 (元)	7.58

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	78,345	79,917	72,485	80,699	84,093
+/-%	35.45	2.01	(9.30)	11.33	4.21
归属母公司净利润 (百万元)	14,544	13,669	10,742	12,809	12,566
+/-%	8.99	(6.02)	(21.42)	19.25	(1.90)
EPS (元, 最新摊薄)	0.98	0.92	0.72	0.86	0.85
PE (倍)	6.52	6.94	8.83	7.40	7.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

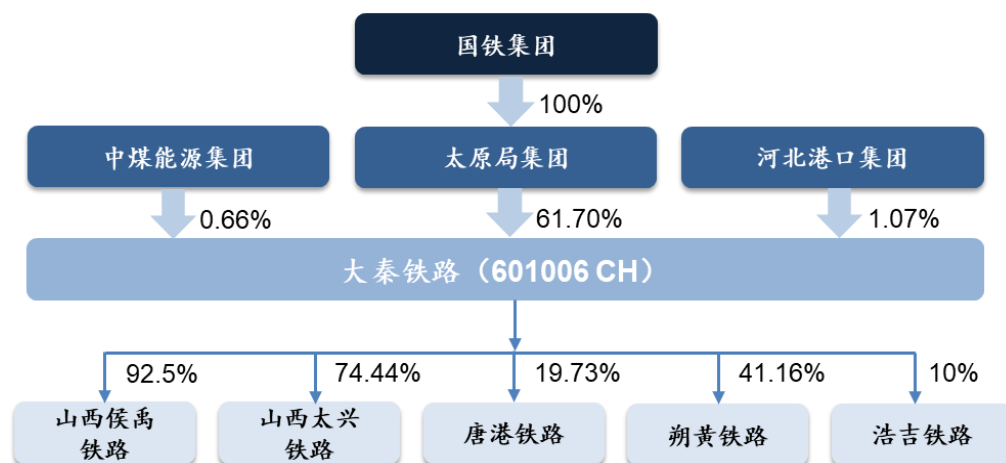
大秦铁路：铁总旗下运煤铁路上市平台	3
“西煤东运”主干线，太原局控股企业.....	3
煤炭货源地为：山西 76%、蒙西 19%、陕西 5%.....	4
盈利和股价表现与煤炭周期正相关.....	4
承担少量客运业务，并代管山西境内高铁	6
尽管清洁能源挤压煤电，但产地西移预计仍使运输需求增加.....	7
煤炭产销错配形成“西煤东运”需求	7
风/光/水电装机投产，抢占能源增量市场.....	7
煤炭产地西移预计促进运输需求小幅增加	8
浩吉线短期影响有限，铁路/公路/水运结构稳定	11
针对不同煤源，煤运铁路间存在差异化竞争	11
神朔-朔黄线：黄大线开通预计对大秦线有小幅分流.....	12
蒙冀线：对大秦线的蒙西煤源的分流影响已经结束.....	12
瓦日线：到港口的运距过长，与大秦线相比无优势.....	13
浩吉线：集疏运系统尚待完善，开通初期影响不大.....	13
进口煤：作为调控煤价的工具之一，预计进口量保持稳定.....	14
“公转铁”政策接近尾声，二者竞争结构趋于稳定	15
等待运价上涨时机，成本的增加才能顺势传导	16
铁总主导定价话语权，短期预计不会提价	16
成本端面临人工薪酬上涨的压力	17
拟发行可转债 320 亿元，收购土地与铁路资产	18
市场已消化可转债潜在摊薄预期	18
承诺三年最低每股派息，类债属性增强.....	19
盈利预测与估值.....	20
关键假设.....	20
盈利预测与估值分析.....	20
PE/PB - Bands	21
风险提示.....	22

大秦铁路：铁总旗下运煤铁路上市平台 “西煤东运”主干线，太原局控股企业

公司核心资产大秦线是我国“西煤东运”第一大通道。大秦线为运煤专用铁路，设计运能 4.5 亿吨，全长 652 公里，始于山西大同，横跨京津冀经济带，配套下水港为秦皇岛港和曹妃甸港。除大秦线以外，公司全资拥有北同蒲、南同蒲、侯月、石太、太焦、京原、丰沙大等铁路线路，管辖的线路营业里程共计 2,594 公里。此外，公司控股侯禹铁路（92.5% 股权）、太兴铁路（74.44% 股权）、唐港铁路（19.73% 股权），并且参股朔黄铁路（41.16% 股权）、浩吉铁路（10% 股权）。

公司控股股东为太原局集团，实际控制人为国铁集团。经过多次资产收购，除瓦日线与客运专线以外，太原局大部分运输主业资产已装入上市公司。公司最初管辖的线路营业里程为 658 公里（大秦线及其联络线），在 2005 年收购太原局线路资产 513 公里（丰沙大及北同蒲线等），在 2010 年收购太原局线路资产 1554 公里（南同蒲、京原、太焦及侯月线等）以及朔黄铁路股权，在 2015 年收购太原局持有的太兴铁路股权，在 2018 年收购太原局持有的唐港铁路股权。

图表1：大秦铁路的股权结构与控股参股公司（2020 年中报）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：公司管内的主要线路资产（全资控股）

线路名称	起终点	营业里程	级别	正线数目	牵引种类
铁路干线：					
大秦线	韩家岭—柳村南	652 公里	I 级	双线	电气化
北同蒲线	大同—太原北	335.5 公里	I 级	双线	电气化
南同蒲线	榆次—港口	478.7 公里	I 级	双线	电气化/内燃
侯月线	侯马北—嘉峰	151.3 公里	I 级	双线	电气化
石太线	赛鱼—太原北	123.7 公里	I 级	双线	电气化
京原线	原平—灵丘	174.7 公里	II 级	单线	内燃
太焦线	修文—夏店	190.8 公里	II 级	单线	内燃
丰沙大线	大同—郭磊庄	155.5 公里	I 级	双线	电气化
铁路支线：					
宁晋线	宁武—奇岚	95.4 公里	I 级	单线	电气化
口泉线	平旺—口泉	9.7 公里	I 级	双线	电气化
介西线	介休—阳泉曲	46.9 公里	II 级	双线	电气化
忻河线	忻州—河边	40.0 公里	III 级	单线	电气化
西山线	太原北—白家庄	23.6 公里	III 级	单线	电气化/内燃
兰村线	汾河—上兰村	12.7 公里	III 级	单线	内燃

资料来源：《大秦铁路股份有限公司 2016 年度第二期短期融资券募集说明书》、华泰证券研究所

图表3： 公司投资的主要线路资产（参股与非全资控股）

线路名称	起终点	营业里程	持股比例
朔黄铁路	朔州-黄骅港	598 公里	41.16%
唐港铁路	唐山港连接线	237.6 公里	19.73%
浩吉铁路	鄂尔多斯-江西吉安	1813.5 公里	10%
太兴铁路	太原北—兴县	163.4 公里	74.44%
侯禹铁路	黄陵—韩城	76.2 公里	92.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

煤炭货源地为：山西 76%、蒙西 19%、陕西 5%

大秦线运输的煤炭主要来自于山西中北部、内蒙古鄂尔多斯、陕西北部等地区，集运线路主要包括大准线、北同蒲线、韩原线、京包线。2020 年上半年，大秦线完成货运量 1.88 亿吨，其中大准线接入约 0.35 亿吨（蒙煤），北同蒲线接入约 0.85 亿吨（晋煤），大同枢纽接入约 0.60 亿吨（晋煤），神朔线接入约 0.09 亿吨（陕煤）（大秦铁路 2020 年中报业绩会）。总体上，大秦线的煤炭来源占比为：晋煤占 76%、蒙煤占 19%、陕煤占 5%。

图表4： 大秦铁路通道集疏运示意图

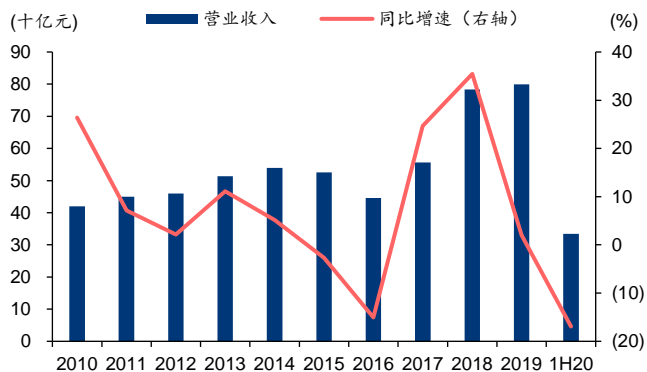


资料来源：《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》、华泰证券研究所

盈利和股价表现与煤炭周期正相关

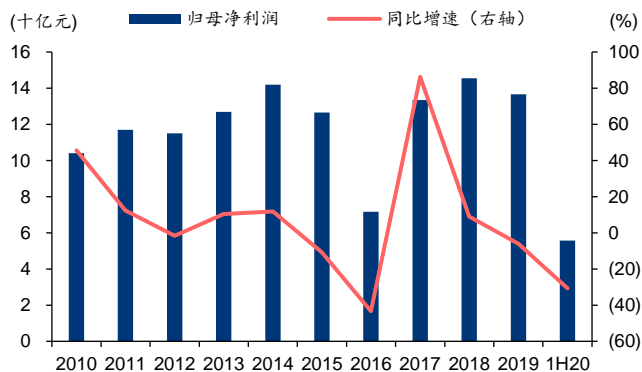
货运业务贡献主要收入和利润。2019 年，公司实现归母净利润 136.7 亿元，其中 31.3 亿元来自持有朔黄铁路 41% 股权的投资收益，105.4 亿元来自于大秦线与其他铁路线。在公司总收入中，货运收入占 77%（主要为管内发送晋煤的运输收入），货运清算收入占 9%（主要为蒙煤和陕煤途经管内路网的基础设施收入）。

图表5：大秦铁路的营业收入（2010年至2020年上半年）



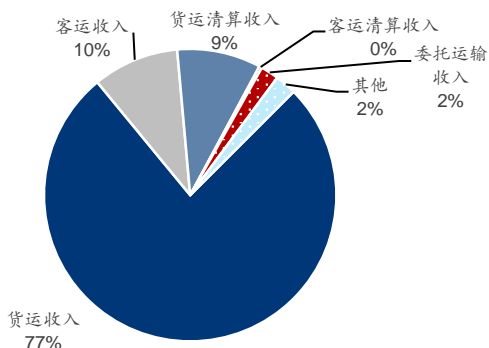
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：大秦铁路的归母净利润（2010年至2020年上半年）



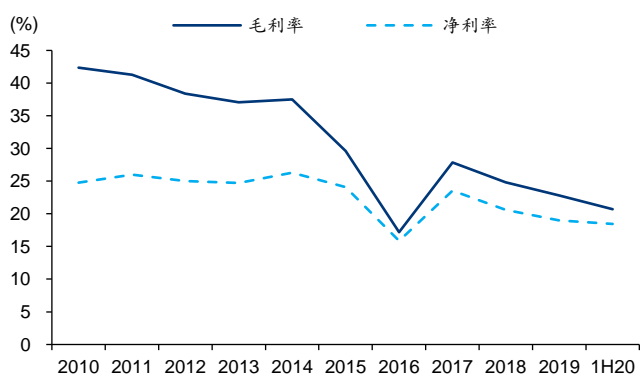
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：大秦铁路的营业收入结构（2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

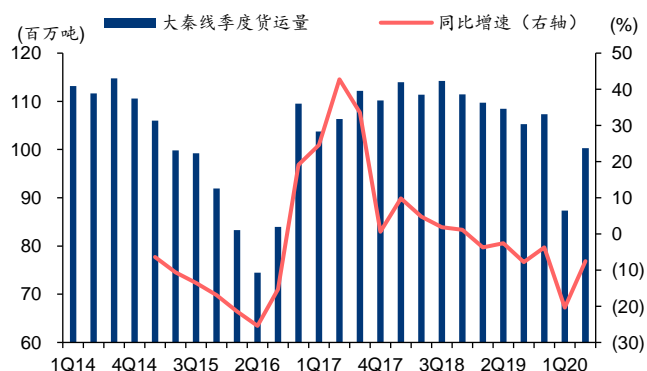
图表8：大秦铁路的毛利率与净利率（2010年至2020年上半年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

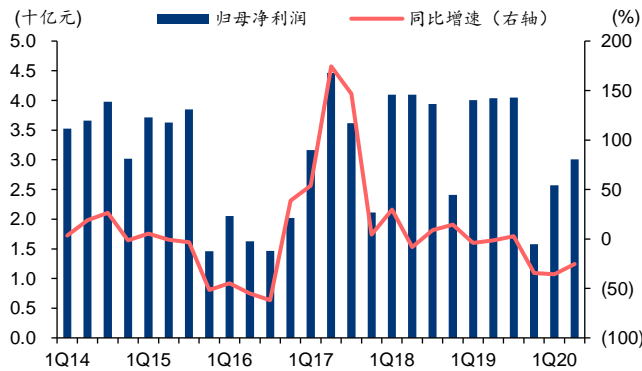
因公司主营业务为三西煤炭外运，其盈利波动与煤炭周期正相关。逻辑在于：在煤炭上行时期，煤炭需求旺盛，驱动铁路货运量增加，同时煤炭价格上行，带动铁路运价提升；在煤炭下行时期，则逻辑相反。图表9和图表10显示，大秦线货运量是公司盈利的主要驱动力，大秦线月度货运量（通常为次月9日披露）是其盈利的领先指标。

图表9：大秦线季度货运量（2014年一季度至2020年二季度）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：公司季度归母净利润（2014年一季度至2020年二季度）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司股价表现也与煤炭价格正相关。逻辑在于：煤炭价格是煤炭需求的领先指标，煤炭价格上行，代表用煤需求或补库存需求增加，从而带动运输需求提升。近三年（2017年10月至2020年9月），公司股价与动力煤价格的相关系数为0.60。

图表11: 大秦铁路股价表现 vs 动力煤价格 (2014年1月至2020年9月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

承担少量客运业务，并代管山西境内高铁

公司接受太原局、西安局、北京局的委托，代管山西省境内的部分高铁和货运铁路，并收取委托运输管理费。除公司以外，太原局集团公司其他下属运输企业均不从事旅客列车担当业务。在公司2019年总收入中，客运收入占10%（主要为普通旅客列车和动车组担当收入），委托运输收入占2%（主要为代运营高铁客专和货运铁路收入）。

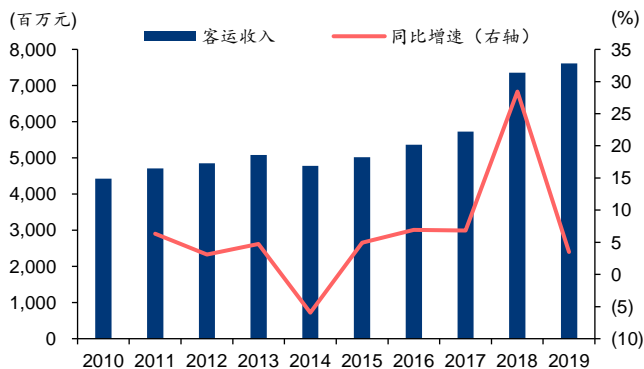
图表12: 公司代运营的线路情况 (委托运输)

公司名称	线路名称	起终点	委托单位
客运铁路			
大西客专公司	大西高铁	大同-西安	太原局集团
大西客专公司	张大高铁	张家口-大同	太原局集团
石太客专公司	石太客专	石家庄-太原	北京局集团
货运铁路			
晋豫鲁公司	瓦日铁路	吕梁-日照港	太原局集团
准朔公司	准朔铁路	准格尔-朔州	太原局集团
吕临公司	太中银铁路吕临支线	吕梁-临县孟门	太原局集团
西南环铁路公司	大同枢纽	大同枢纽	太原局集团
太中银公司	太中银铁路	太原-银川	西安局集团

资料来源:《大秦铁路与国泰君安证券股份有限公司关于公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》、华泰证券研究所

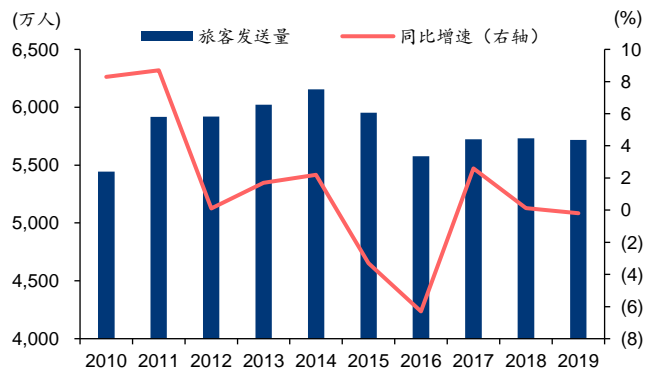
公司担当开行以太原、大同等为始发终到的旅客列车，客运量基本保持稳定。2011-2019年，公司担当列车的旅客发送量复合增速为0.5%。

图表13: 公司担当列车的客运收入 (2010-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 公司担当列车的旅客发送量 (2010-2019年)

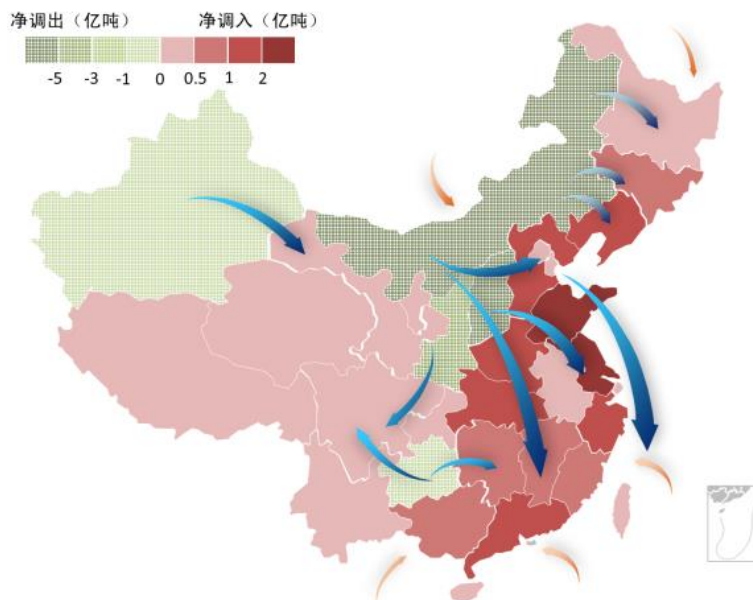


资料来源: Wind、华泰证券研究所

尽管清洁能源挤压煤电，但产地西移预计仍使运输需求增加 煤炭产销错配形成“西煤东运”需求

我国煤炭产销地存在显著的距离分布，因此产生长距离重载运输需求。据国家发改委与国家能源局发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》，2020 年煤炭调出省区（图表 15 绿色区域）净调出量预计为 16.6 亿吨，其中晋陕蒙地区调出量预计为 15.9 亿吨，经由北方港口下水量预计为 8 亿吨，主要调往华东、京津冀、中南、东北地区。

图表15：我国煤炭跨区调运示意图（2020 年预测）



资料来源：国家发改委与国家能源局《煤炭工业发展“十三五”规划》、华泰证券研究所

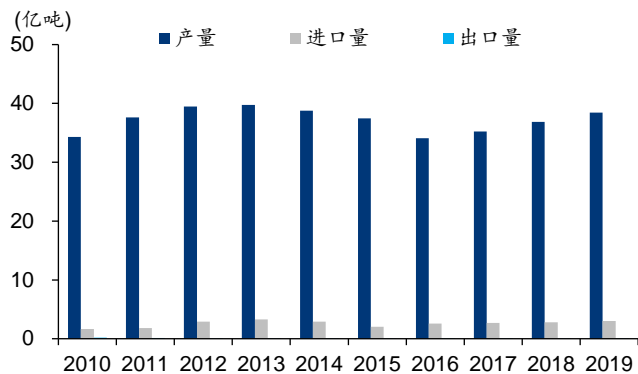
风/光/水电装机投产，抢占能源增量市场

在经济发展的过程中，高耗能产业逐步向国外转移，使重工业占比下降、服务业占比提升，使单位 GDP 能耗下降。同时，政策大力扶持清洁能源发展，对传统的煤炭市场构成竞争压力。2011-2019 年，我国煤炭表观消费量的复合增速仅为 1.6%；2019 年，我国煤炭表观消费量达到 41.4 亿吨。

政策文件控制能源消费结构与煤炭消费总量。2016 年 12 月，国家发改委与国家能源局发布《能源发展“十三五”规划》，要求 2020 年非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气比重力争达到 10%，煤炭比重降低到 58% 以下。2017 年 4 月，两部委印发《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》，要求 2030 年非化石能源消费比重达到 20% 左右，天然气比重达到 15% 左右，2021-2030 年新增能源需求主要依靠清洁能源满足。据中国煤炭工业协会《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到 2025 年末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右。

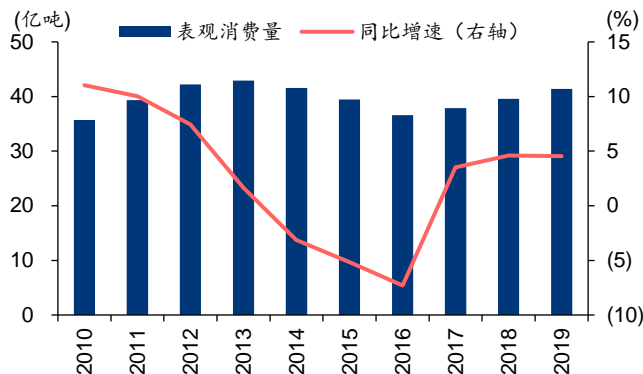
考虑经济增长驱动能源需求增加（↑）、产业转型对能源依赖度降低（↓）、清洁能源对煤电的挤压（↓），我们预计“十四五”期间我国煤炭总需求基本保持零增长（在 41-42 亿吨左右）。

图表16: 2010-2019年中国煤炭产量及进出口量



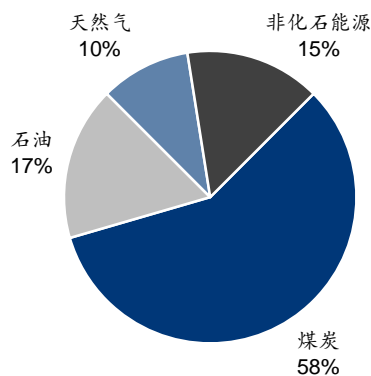
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 2010-2019年中国煤炭表观消费量



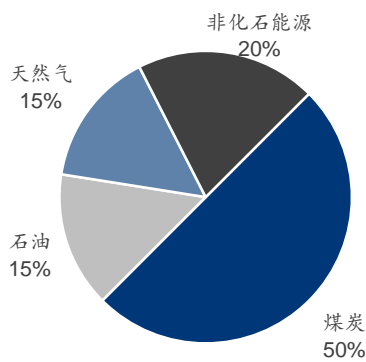
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 中国能源结构预测: 2020年E



资料来源: 国家发改委与国家能源局《能源生产和消费革命战略(2016-2030)》、华泰证券研究所

图表19: 中国能源结构预测: 2030年E



资料来源: 国家发改委与国家能源局《能源生产和消费革命战略(2016-2030)》、华泰证券研究所

煤炭产地西移预计促进运输需求小幅增加

在“十三五”期间,煤炭供给侧改革淘汰落后产能,陕西和蒙西煤炭产量增加,其他地区煤炭产量下降,煤炭产地的变化促使西煤东运需求增加。据《煤炭工业发展“十三五”规划》,全国煤炭开发布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部;东部地区煤炭资源枯竭,开采条件复杂,生产成本低,逐步压缩生产规模;中部和东北地区现有开发强度大,接续资源多在深部,投资效益降低,从严控制接续煤矿建设;西部地区资源丰富,开采条件好,生态环境脆弱,加大资源开发与生态环境保护统筹协调力度,结合煤电和煤炭深加工项目用煤需要,配套建设一体化煤矿。

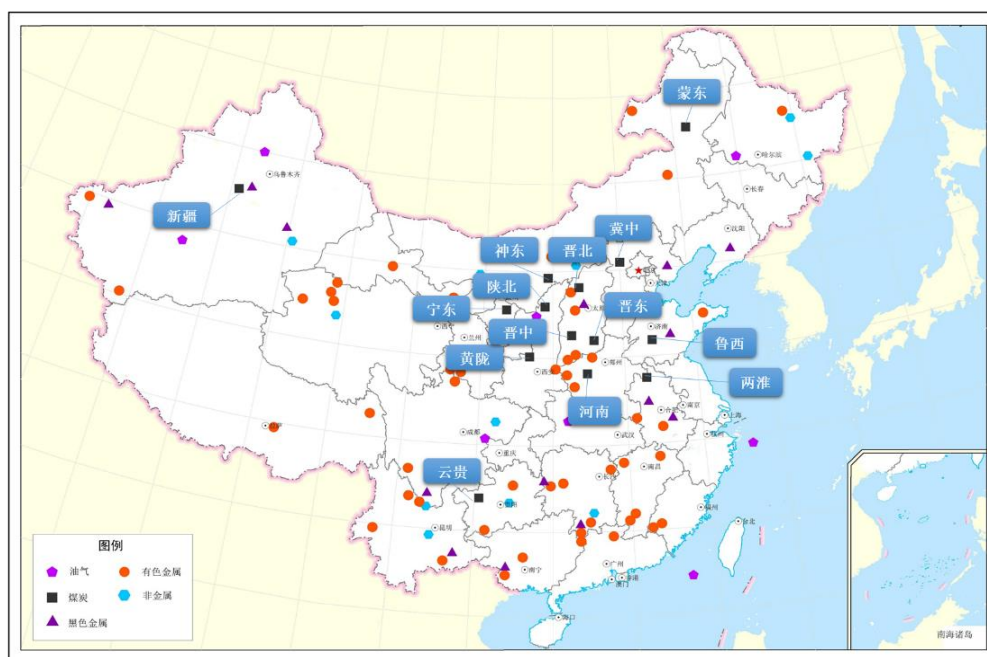
展望“十四五”,我们认为“十三五”规划提及的退出与降低煤矿规模区域的煤炭产量将继续下降,使煤炭产量继续向三西地区转移。其中,“十三五”规划中要求退出产能的区域(图表20的(1))在2019年实现煤炭产量1.09亿吨,规划中要求降低产能的区域(图表20的(2))在2019年实现煤炭产量3.88亿吨。“十三五”规划中要求增加产能的区域(图表20的(4))有望在“十四五”期间继续补充东部地区煤炭产能退出的缺口。据此,我们预计“十四五”期间三西地区的煤炭外运增量在1亿吨以上,新增产量主要在陕北和蒙西地区,该区域为大秦线、神朔黄线、浩吉线、蒙冀线的重要货源地。

图表20: 煤炭工业发展“十三五”规划产量目标

分类	各地区要求	2020年产量目标	2019年实际煤炭产量(亿吨)	
(1) 逐步关闭退出 现有煤矿	北京、吉林、江苏资源枯竭, 逐步关闭退出现有煤矿。福建、江西、湖北、湖南、广西、重庆、四川煤炭资源零星分布, 开采条件差, 加快煤矿关闭退出。青海从严控制煤矿建设生产。	大型煤炭基地外煤炭产量控制在2亿吨以内。	北京: 0.00 吉林: 0.12 江苏: 0.11 福建: 0.08 江西: 0.04	湖北: 0.00 湖南: 0.14 广西: 0.04 重庆: 0.12 四川: 0.33 青海: 0.10
(2) 降低煤矿生产规模	鲁西、冀中、河南、两淮基地资源储量有限, 地质条件复杂, 基地人口稠密, 地下煤炭资源开发与地面建设矛盾突出, 逐步关闭采深超过千米的矿井, 压缩煤炭生产规模。	鲁西基地产量控制在1亿吨以内、冀中基地0.6亿吨、河南基地1.35亿吨、两淮基地1.3亿吨。	山东: 1.19 河北: 0.51 河南: 1.09 安徽: 1.10	
(3) 控制煤矿生产规模	内蒙古东部限制远距离外运。东北地区适度建设接续矿井, 逐步降低生产规模。晋北、晋中、晋东基地做好资源枯竭煤矿关闭退出, 适度建设接续矿井。云贵基地加快关闭灾害严重煤矿, 适度建设大中型煤矿。宁东基地控制煤炭生产规模, 以就地转化为主。	蒙东(东北)基地产量4亿吨、晋北基地产量3.5亿吨、晋中基地3.1亿吨、晋东基地3.4亿吨、云贵基地产量2.6亿吨、宁东基地产量0.9亿吨。	内蒙古: 10.35 辽宁: 0.33 黑龙江: 0.52 山西: 9.71	宁夏: 0.72 云南: 0.48 贵州: 1.30
(4) 有序推进开采建设	陕北、神东基地重点配套建设大型、特大型一体化煤矿, 增加外调规模, 保障华中、华南地区淘汰小煤矿后的煤炭供应。黄陇基地适度建设大型煤矿, 补充川渝等地区供应缺口。新疆基地以区内转化为主, 少量外调。	陕北基地产量2.6亿吨、神东基地9亿吨、黄陇基地产量1.6亿吨、新疆基地产量2.5亿吨。	陕西: 6.34 内蒙古: 10.35 新疆: 2.38 甘肃: 0.37	

资料来源: 国家发改委与国家能源局《煤炭工业发展“十三五”规划》、华泰证券研究所

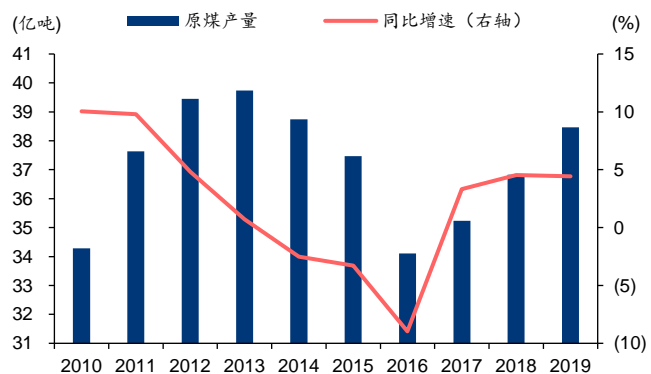
图表21: 我国煤炭能源基地示意图 (2016年)



资料来源: 国土资源部《全国矿产资源规划(2016-2020年)》、华泰证券研究所

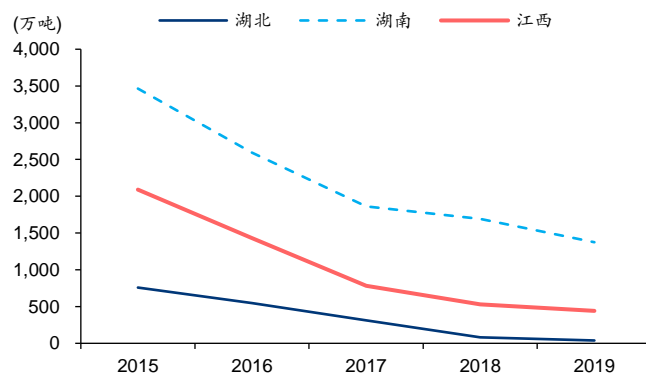
典型地区举例: 晋陕蒙(升)、鄂湘赣(降)、渝贵川(降)。因煤炭资源较为匮乏、煤质较差、开采条件恶劣, 鄂湘赣成为煤矿关闭整治重点区域。鄂湘赣的煤炭产量从2015年0.63亿吨降低至2019年0.19亿吨; 渝贵川从2.7亿吨降低至1.7亿吨; 与此对比, 晋陕蒙从23.6亿吨提升至26.4亿吨。

图表22: 我国原煤产量(2010-2019年)



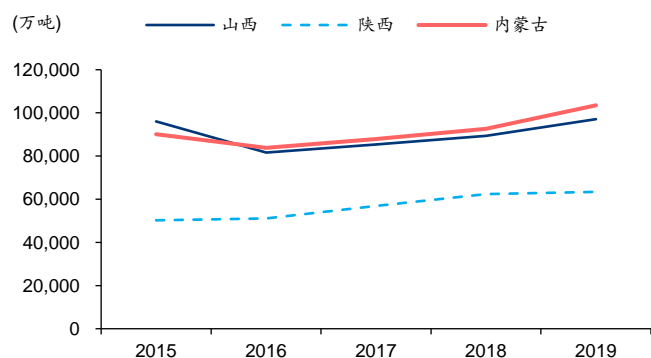
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表23: 鄂湘赣原煤产量(2015-2019年)



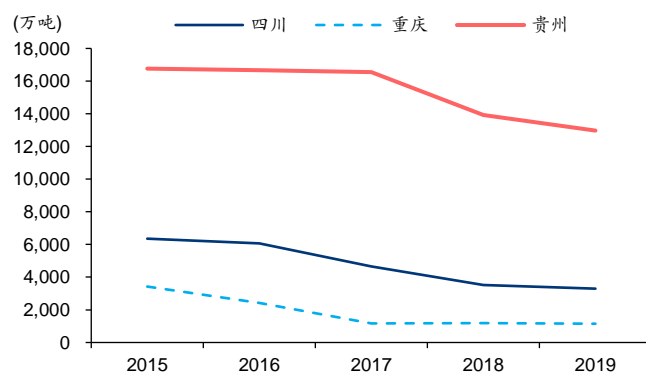
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 晋陕蒙原煤产量(2015-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表25: 渝贵川原煤产量(2015-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

浩吉线短期影响有限，铁路/公路/水运结构稳定

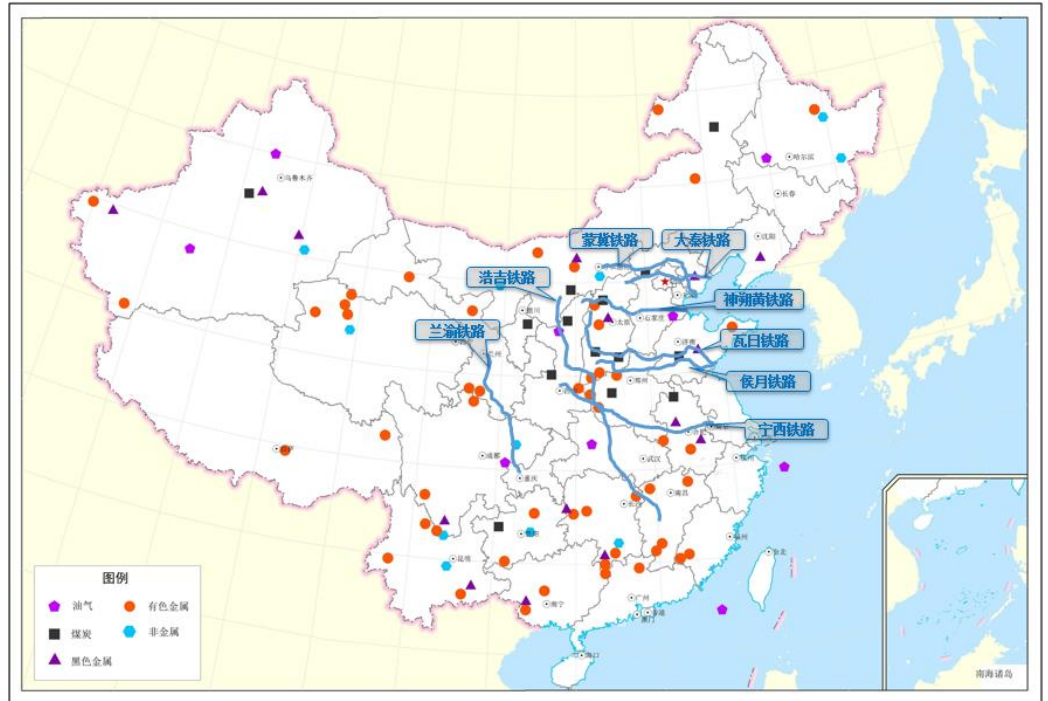
大秦线的竞争对手包括：同为“西煤东运”的朔黄/蒙冀/瓦日线、“北煤南运”的浩吉线、水路进口煤、公路运输。因为煤炭是标准化同质化产品，现货期货交易机制使其价格非常透明，各种运输方式竞争的核心要素是运价。

针对不同煤源，煤运铁路间存在差异化竞争

晋陕蒙煤炭外运通道包括：三大横向通路和五大纵向通路。其中，三大横向通路包括：北通路（大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）、中通路（石太、邯长、瓦日、和邢）、南通路（侯月、陇海、宁西）。五大纵向通路包括：焦柳、京九、京广、浩吉、包西。晋陕蒙煤炭外运主要满足京津冀、华东、华中和东北地区煤炭需求（国家发改委《煤炭物流发展规划（2013-2020 年）》）。

2019 年，北方七港（秦皇岛港、唐山港、天津港、黄骅港、日照港、青岛港、连云港）的煤炭下水量达到 7.58 亿吨（Wind），煤炭主要来自大秦线、朔黄线、蒙冀线（图表 28）。针对不同煤源，煤运铁路存在差异化竞争。如，晋北和晋中煤炭外运至港口主要走大秦线，陕北煤炭主要走朔黄线，蒙西煤炭走大秦线/朔黄线/蒙冀线均可。

图表26：重点煤炭运输铁路的分布



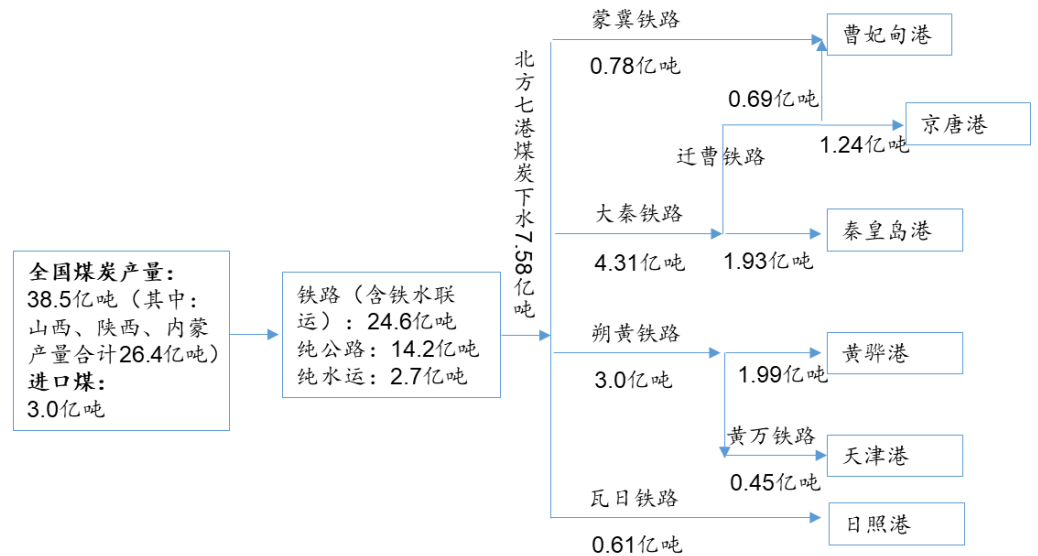
资料来源：国土资源部《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》、国家发改委和国家能源局《煤炭物流发展规划（2013-2020 年）》、华泰证券研究所

图表27：煤运铁路线的基本情况

线路	起点-终点	下水港	设计运能	全长（公里）	通车时间
蒙冀线	鄂尔多斯-张家口-曹妃甸	曹妃甸港	2 亿吨/年	1026	2016 年 1 月
大秦线	大同-秦皇岛	秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港	4.5 亿吨/年	652	1992 年 12 月
朔黄线	神池-黄骅	黄骅港、天津南疆	3.5 亿吨/年	598	2000 年 5 月
瓦日线	吕梁-日照	日照港	2 亿吨/年	1260	2014 年 12 月
蒙华线	鄂尔多斯-江西吉安	无	2 亿吨/年	1806	2019 年 12 月

资料来源：国家铁路局、华泰证券研究所

图表28：重点煤炭运输铁路与配套港口（2019年）



注：北方七港包括：秦皇岛港、唐山港、天津港、黄骅港、日照港、青岛港、连云港

资料来源：国家能源局、国家铁路局、海关总署、Wind、华泰证券研究所

神朔-朔黄线：黄大线开通预计对大秦线有小幅分流

神朔-朔黄线是我国“西煤东运”第二大通道（图表 26）。神朔线西起陕西榆林神木，在山西朔州接朔黄线，东至河北黄骅港，主要承担神华集团在陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯自有煤炭的外运任务。陕煤走朔黄线的运输成本（综合运价约 0.12 元/吨公里）低于大秦线和瓦日线（综合运价约 0.16 元/吨公里），在运价方面更具有竞争优势。朔黄铁路已于 2012 年完成 3.5 亿吨运能扩能改造（朔黄铁路官网），但受限于黄骅港产能瓶颈，其在 2018 年和 2019 年的运量约为 3 亿吨。

中国神华投资的黄大线北接黄骅港、南接山东潍坊港，里程约 217 公里，计划于 2020 年底通车（中国神华 2020 年中报）。黄大线有望解决黄骅港产能瓶颈问题。黄大线开通初期的设计运能约 3197 万吨/年（远期 4752 万吨/年）。按新开通铁路 0.16-0.20 元/吨公里的假设来测算黄大线运费约 35-43 元/吨。考虑朔黄线-黄大线运费（按综合运价 0.12 元/吨公里测算朔黄线运费为 72 元/吨，加上黄大线运费后测算总运费约 107-115 元/吨）仍低于北同蒲-大秦线运费（参考中国铁路 95306 网站：朔州站至柳村南站的铁路运费为 119 元/吨），陕北煤炭走神朔-朔黄-黄大线的运费仍较走神朔-北同蒲-大秦线划算。大秦线 2019 年陕煤货量约占总运量 5%，约为 2000 万吨/年。据此，我们认为，黄大线开通对大秦线煤源的潜在最大分流压力约为 2000 万吨。

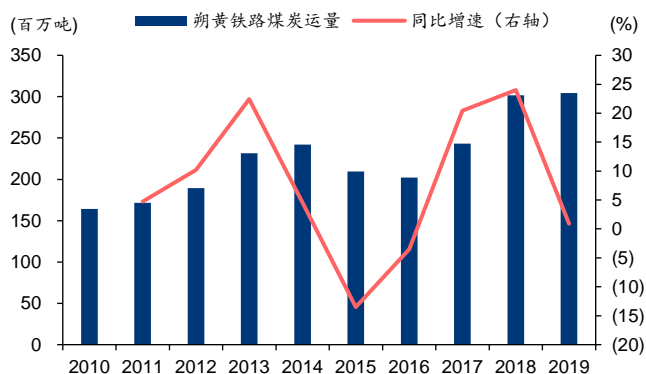
蒙冀线：对大秦线的蒙西煤源的分流影响已经结束

蒙冀线是我国“西煤东运”第三大通道（图表 26）。蒙冀线西起内蒙古鄂尔多斯，途径集包铁路（集宁-包头）、集张铁路（集宁-张家口）、张唐铁路（张家口-唐山），东至曹妃甸港，主要承担蒙煤的外运任务。蒙冀线设计运力为 2 亿吨/年，2019 年运量约为 0.78 亿吨，仍有 1.2 亿吨的运能空间。

据《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》，以基准运价 0.18 元/吨公里测算，内蒙鄂尔多斯东胜煤田新街矿区的煤炭走包西-蒙冀线到港成本为 209 元/吨，走包西-大秦线到港成本为 201 元/吨，但是曹妃甸港的港杂费比秦皇岛港少约 9 元/吨，两条路线到港下水的运输成本基本相同（图表 31）。

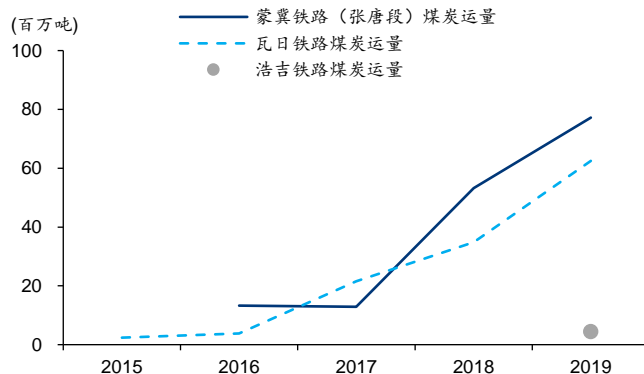
大秦线的蒙煤有两个接入口，分别是京包线和大准线。其中，大准线运量稳定增加，走大秦线是其最优惠的选择。但是受蒙冀线开通后的分流影响，京包线接入量从2017年的4700万吨降低至2019年的500万吨左右，2020年上半年不到100万吨（《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》；大秦铁路2020年中报业绩会）。我们认为，蒙冀线对大秦线蒙煤货源的分流已经结束。

图表29：朔黄铁路煤炭运量（2010-2019年）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表30：蒙冀/瓦日/浩吉铁路煤炭运量（2015-2019年）



注：瓦日铁路于2014年12月30日建成通车；蒙冀铁路（张唐段）于2015年12月30日建成通车；浩吉铁路于2019年9月28日建成通车

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

瓦日线：到港口的运距过长，与大秦线相比无优势

瓦日线是我国“西煤东运”的重要通道，西起山西省吕梁市兴县瓦塘镇，东至山东省日照港（图表26），主要承担山西南部焦煤的外运任务。瓦日线设计运力为2亿吨/年，2019年运量约为0.61亿吨，仍有1.4亿吨的运能空间。瓦日线的货源地（山西南部）与大秦线（山西中北部）不重叠，不存在货源竞争。瓦日线到港口的运距过长，在价格方面与大秦线相比无优势（瓦日线/大秦线里程为1260公里/652公里）。瓦日线上量本身存在种种困难，主要因素包括：1）沿线集疏运系统尚未建设完备，本线装车能力不足；2）日照港煤炭下水能力有限；3）汽运、铁运运价倒挂，铁路竞争力不足。

浩吉线：集疏运系统尚待完善，开通初期影响不大

浩吉线是我国“北煤南运”的重要通道，北起内蒙古自治区鄂尔多斯市，南至江西省吉安市，主要承担陕西和蒙西煤炭的外运任务。浩吉线设计运力为2亿吨/年，2019年9月开通，2020年上半年的运量为976万吨。

在货源集运端，浩吉线与大秦线的重叠度不高。大秦线的煤炭货源地为山西中北部以及蒙西鄂尔多斯准格尔矿区（包西线以东）；浩吉线吸引的煤源主要为蒙西鄂尔多斯地区煤炭（包西线以西）以及陕西北部地区煤炭。2020年上半年，陕西发运煤炭占浩吉线发运量的92.8%（西安新闻网）。在用煤需求端，浩吉线与“海进江”方式在两湖地区存在竞争。浩吉线的煤炭调入重点区域为鄂湘赣地区；大秦线与朔黄线的下水煤炭部分运至东南沿海，部分通过海进江到长江沿岸地区。2020年上半年，发往湖北、湖南、江西的煤炭在浩吉线发运量的占比分别为32%、42%和23%（西安新闻网）。

在运费方面，从蒙西和陕北矿区到湖北荆门，浩吉铁路直达比蒙冀/大秦/朔黄铁路转“海进江”划算；从蒙西和陕北矿区到湖南岳阳，浩吉铁路直达比蒙冀/大秦线转“海进江”划算，但是比朔黄线转“海进江”更贵（图表31：红字为浩吉线；相同始发地即为对比线路）。参考蒙冀线和瓦日线在开通两年内的运量情况（图表30），我们认为浩吉线在开通初期难以大幅上量，因其集疏运系统尚待完善，短期对大秦线的分流影响不大。

图表31: 浩吉铁路与海进江费用比较 (单位: 元/吨)

始发站	终点	下水港	铁路径路	铁路费用	起始港杂费	海运费用	水转水费用	长江运输费用	铁转水港杂费	费用合计
巴图塔	湖北荆州	黄骅港	神朔、朔黄	138.5	24.6	27.3	15.5	40.0		245.9
神木北	湖北荆州	黄骅港	神朔、朔黄	125.5	24.6	27.3	15.5	40.0		232.9
准格尔召	湖北荆州	曹妃甸	准东、大准、大秦	186.4	23.5	27.3	15.5	40.0		292.7
大同	湖北荆州	柳村南	大秦	107.0	23.5	27.3	15.5	40.0		213.3
大同	湖北荆州		国铁直达	240.6						240.6
新街	湖北荆州	曹妃甸	包西、蒙冀	209.0	14.5	27.3	15.5	40.0		306.3
新街	湖北荆州	柳村南	包西、大秦	201.0	23.5	27.3	15.5	40.0		307.3
新街	湖北荆州		浩吉线	245.1					28.5	273.6
乌审旗	湖北荆州		浩吉线	226.9					28.5	255.4
榆横矿区	湖北荆州	曹妃甸	包西、大秦	221.0	23.5	27.3	15.5	40.0		327.3
榆横矿区	湖北荆州		浩吉线	213.6					28.5	242.1
神木北	湖北荆州		浩吉线	245.1					28.5	273.6
巴图塔	湖南岳阳	黄骅港	神朔、朔黄	138.5	24.6	27.3	15.5	35.0		240.9
神木北	湖南岳阳	黄骅港	神朔、朔黄	125.5	24.6	27.3	15.5	35.0		227.9
准格尔召	湖南岳阳	曹妃甸	准东、大准、大秦	186.4	23.5	27.3	15.5	35.0		287.7
大同	湖南岳阳	柳村南	大秦	107.0	23.5	27.3	15.5	35.0		208.3
大同	湖南岳阳		国铁直达	272.8						272.8
新街	湖南岳阳	曹妃甸	包西、蒙冀	209.0	14.5	27.3	15.5	35.0		301.3
新街	湖南岳阳	柳村南	包西、大秦	201.0	23.5	27.3	15.5	35.0		302.3
新街	湖南岳阳		浩吉线	275.1					28.5	303.6
乌审旗	湖南岳阳		浩吉线	256.9					28.5	285.4
榆横矿区	湖北荆州	曹妃甸	包西、大秦	221.0	23.5	27.3	15.5	35.0		322.3
榆横矿区	湖南岳阳		浩吉线	243.6					28.5	272.1
神木北	湖南岳阳		浩吉线	275.1					28.5	303.6

注: 海运价格采用 OCFI 秦皇岛-上海(4-5 万 DWT)指数 2019 年平均值

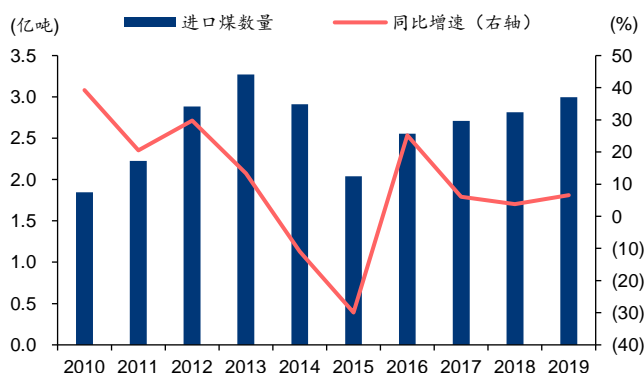
资料来源:《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》、华泰证券研究所

进口煤: 作为调控煤价的工具之一, 预计进口量保持稳定

我国进口煤约 3 亿吨 (2019 年), 数量相当于 1 条朔黄线或 0.75 条大秦线。同期, 北方七港的煤炭下水量为 7.6 亿吨 (Wind)。据此测算, 在我国沿海和沿江地区, 进口煤炭与铁水联运本国煤炭的市场占比为 28:72。我国进口煤炭的主要因素包括: 1) 煤炭是不可再生资源; 2) 调控煤价, 当国内煤价较高时放开进口煤额度, 当国内煤价低迷时收紧进口煤额度; 3) 进口煤可作为用煤高峰期的战略补充; 4) 进口煤的到岸价格比国产煤便宜 (2018 年 1 月至 2020 年 9 月)。

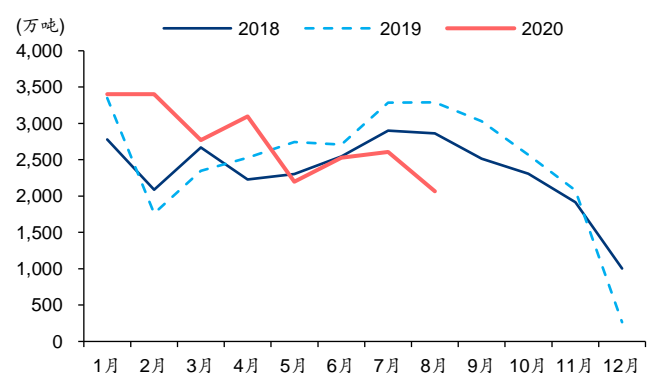
受供给侧改革的影响, 国内大部分区域的煤矿逐步关停, 三西地区大型煤矿增产、小型煤矿由于环保问题逐步关停, 使国产煤炭的价格高于进口煤。如果完全放开进口煤配额, 对国内生产是重大冲击。我们认为, 在经济下行背景, 经济增长和保就业是更重要任务, 大幅放开进口煤配额的概率不高。

图表32: 我国进口煤数量 (2010-2019 年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 我国进口煤数量 (2018 年 1 月至 2020 年 8 月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

“公转铁”政策接近尾声，二者竞争结构趋于稳定

运输结构调整政策即将在 2020 年收官。回顾国务院在 2018 年 10 月印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》，1) 在总量方面，到 2020 年，全国铁路货运量预计达 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%；2) 在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原，到 2020 年，三大区域的货运量较 2017 年分别增长 40%、10%、25%；3) 在货种方面，“公转铁”重点对象为煤炭与矿石，到 2020 年，全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨，较 2017 年增长 30%，全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨，较 2017 年增长 160%。

在经历三年的“公转铁”政策后，我们预计铁路和公路的竞争结构趋于稳定，铁路作为长距离重载干线，而公路作为干线两端门到门运输主力或者填补未开通铁路线路的空白。

图表34：我国货运结构调整政策汇总

颁布时间	政策名称	内容
2018年6月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	提出“到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上”“2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输”
2018年7月	中国铁路总公司发布《2018-2020年货运增量行动方案》	提出“到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上，其中，铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%；铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨，较2017年增运4亿吨，占陆路疏港矿石总量的85%；集装箱多式联运年均增长30%以上”
2018年10月	国务院发布《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》	在《打赢蓝天保卫战三年行动计划》基础上，添加目标“到2020年，全国水路货运量比2017年增加5亿吨、增长7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨，全国多式联运货运量年均增长20%”“到2020年底，全国高速公路全面实施收费站入口称重检测，各省（区、市）高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过0.5%，普通公路货运车辆超限超载得到有效遏制”

资料来源：中国政府网、华泰证券研究所

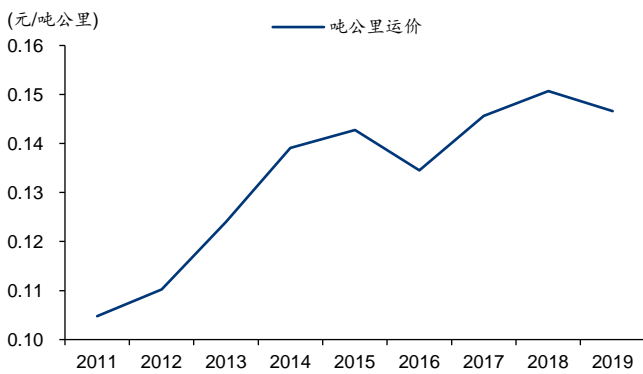
等待运价上涨时机，成本的增加才能顺势传导 铁总主导定价话语权，短期预计不会提价

国家发改委制定国铁大部分货物的基准运价，并且允许实际运价在基准价格上浮不超过15%并且下浮不限（《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》）。铁总下属各铁路局可随时、分区域提出调价申请，但铁总拥有实际定价话语权。在经济下行期，降低物流成本是政策大方向，我们预计大秦线短期不会提价。

我们认为大秦线未来仍存在提价空间，但需要等到煤炭价格上行周期。目前，公司执行国铁统一基准运价和煤炭特殊基准运价。公司2019年货运收入为612亿元（不含货运清算收入）。若货运涨价5%且货运量不变，公司税后净利润将增厚23亿元，使2019年归母净利润增加17%。

在2015年以前，国铁煤炭基准运价每隔1-2年上调一次；在2015年以后，国铁煤炭基准运价未作调整。铁路基准运价的调整遵循的逻辑是：铁路与公路的运价保持合理比价关系。近三年“公转铁”政策实施，导致公路运价持续低靡，因此铁路不存在涨价空间。我们认为，大秦线未来提价的时点可能是在大宗商品上行周期，运输需求增加使公路运力紧张，进而带动公路运价上涨，铁路货运才有提价基础。

图表35：国铁集团吨公里运价收入（含税）



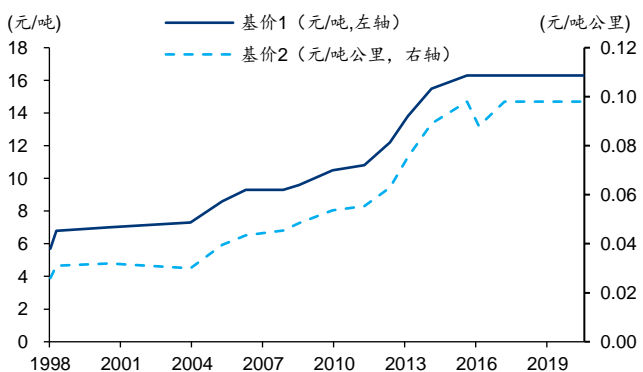
资料来源：国铁集团、华泰证券研究所

图表36：36城市服务价格：公路整车货运



资料来源：Wind、华泰证券研究所

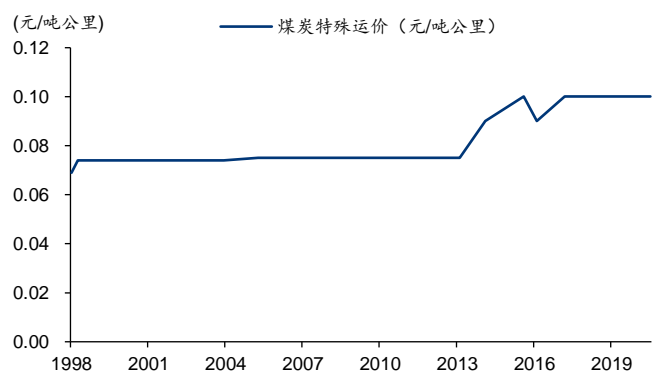
图表37：公司执行的国铁煤炭运价



注：运费 = (基价1 + 基价2 × 运距) × 重量

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38：公司执行的煤炭特殊运价



注：运费 = 煤炭特殊运价 × 运距 × 重量

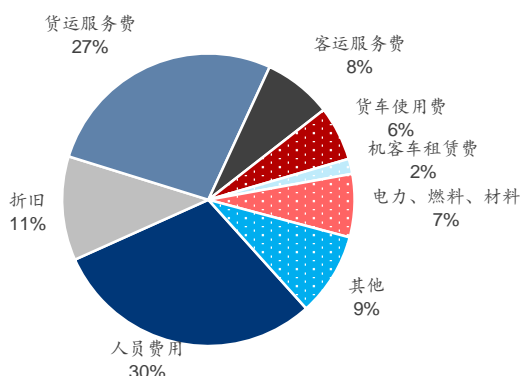
资料来源：Wind、华泰证券研究所

成本端面临人工薪酬上涨的压力

公司近半成本与运输周转量挂钩。公司的货运服务费、客运服务费、货车使用费、机客车租赁费、电力/燃料/材料费与运输周转量正相关，五项合计约占2019年营业成本的50%，其中前四项为铁路清算成本的组成部分。中国的铁路运输由各路局协作完成，清算单价是调整各路局运输收入分配比例的关键变量，目前由铁总统一制定并且统一实施。在2018年承运制清算机制改革实施前后，铁路货运清算单价都保持稳定。我们预计客货运输清算单价在2020-2022年仍保持稳定。

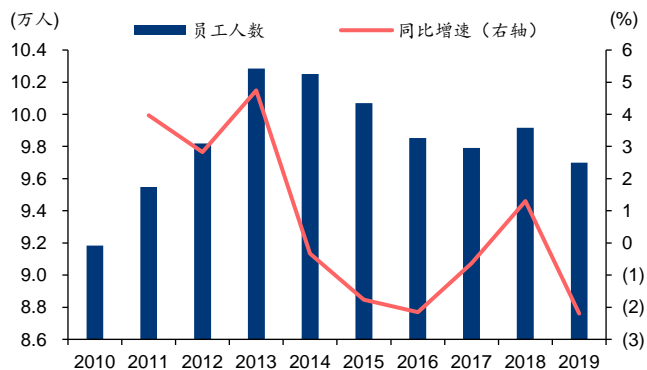
人工成本的持续上涨是潜在风险点。2019年，公司人工成本达到185亿元，约占营业成本的30%。2016-2019年，公司员工人数总体持平，人均工资复合增速为9.3%。公司人工成本的上涨与铁路职工薪酬上涨、资产收购、开展代运营业务有关。展望未来，我们认为人工成本的上涨将对成本端构成压力；成本上涨需要等待运价提升才能传导至下游。

图表39： 公司营业成本结构（2019年）



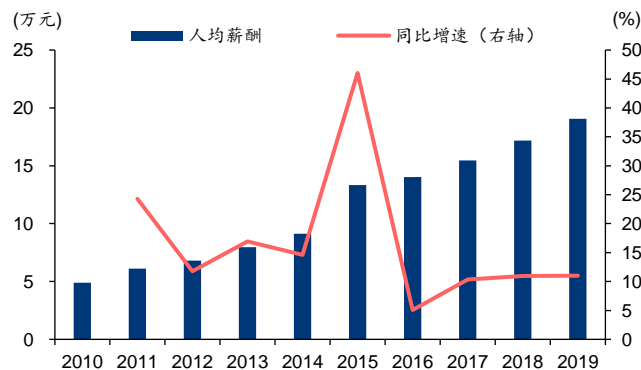
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表40： 公司在职工数量（2010-2019年）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表41： 公司人均薪酬（2010-2019年）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

拟发行可转债 320 亿元，收购土地与铁路资产 市场已消化可转债潜在摊薄预期

公司拟发行 320 亿元可转债，对股本的潜在摊薄比例为 28%。公司在 2020 年 4 月底提出发行 320 亿元 6 年期可转债的方案，随后在 5 月获得股东大会批准通过，并在 9 月获得中国证监会的核准批复。公司当前股价(2020/9/25 收盘价 6.34 元)低于 1 倍 PB(2019BPS 为 7.66 元)。假设初始转股价格为 7.66 元，可转债全部转股对股本的摊薄比例约 28%。我们认为当前市场已充分反映可转债潜在摊薄预期。

公司计划将募集资金用于收购太原局集团持有的土地使用权(对价 283 亿元)以及西南环铁路公司 51% 股权(对价 40 亿元)。

(1) 土地使用权

本次拟收购的国有授权经营土地使用权合计 807 宗，位于山西和河北，土地总面积为 9162 万平方米，主要为运输生产经营性用地，目前由公司租赁使用。

项目背景：公司在 2009 年收购原太原铁路局运输主业相关资产，但收购范围不包括运输主业所使用的土地，而是采用公司向太原局租赁土地的模式，租赁期为 10 年(2010-2019 年)，2019 年度租金为 3.81 亿元(原土地评估价值÷土地摊销年限)。2019 年租赁合同到期后，新的土地评估价格为 283 亿元(较 2009 年相同土地评估值上涨约 40%，年复合增长率为 3.42%)，按土地使用权剩余 40 年测算，调整后的土地年租金为 7.08 亿元。

收购影响：如果公司完成土地收购，利润表将增加土地摊销费用 7.08 亿元，同时减少土地租金 7.08 亿元。

(2) 西南环铁路公司 51% 股权

太原枢纽西南环线于 2019 年 12 月 11 日开通，目前正处于试运行阶段，2019 年亏损 1825 万元。

项目背景：太原枢纽线路呈“一字型”单通道格局，通道能力紧张、点上作业繁忙，客货争能矛盾突出，但通道两侧用地基本开发完毕，已不具备扩建条件。随着太焦高铁、雄忻高铁、集太原高铁陆续建成，以及南部地区货运持续增量，太原枢纽既有通道能力紧张矛盾将进一步凸显。新建西南环铁路能够增加南北车流交换通道，未来西南环线将承担太原枢纽全部货运职能。

收购影响：公司预计西南环铁路 2020-2022 年归母净利润为-14,859 万元、4,044 万元及 10,768 万元。公司收购西南环铁路公司 51% 股权后，将并表其 51% 股比的归母净利润。

在可转债发行后转股前，公司财务费用或大幅增加。如果按实际利率 4.0% 测算(参考 6 年期 AAA 级公司债到期利率)，可转债的现值约为 270 亿元；按摊余成本法测算，在转股前每期的财务费用约为 11 亿元。

图表 42：因发行可转债而导致的盈利变化情况预测

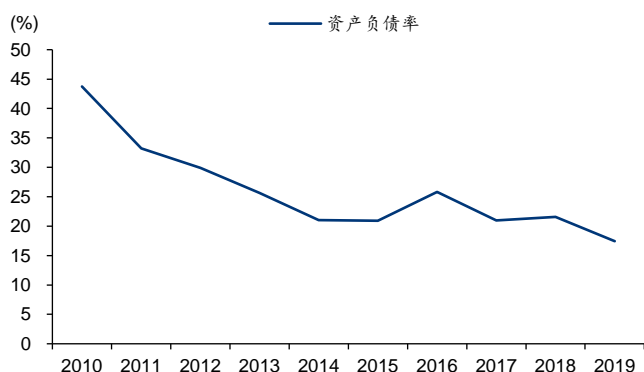
项目	单位：亿元	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
收购土地资产对归母净利润的影响							
1	土地租金减少	+7.08	+7.08	+7.08	+7.08	+7.08	+7.08
2	无形资产摊销费用增加	-7.08	-7.08	-7.08	-7.08	-7.08	-7.08
收购西南环铁路股权对归母净利润的影响							
3	西南环公司 51% 股权应占归母净利润	-0.76	+0.21	+0.55	+0.71	+1.09	+1.39
发行可转债对归母净利润的影响							
4	按摊余成本法测算的财务费用增加(假设不转股)	-10.78	-11.19	-11.58	-11.94	-12.27	-12.55
情景分析：发行可转债及收购资产							
1	第 1 年末转股对归母净利润影响	-8.84	+0.21	+0.55	+0.71	+1.09	+1.39
2	第 3 年末转股对归母净利润影响	-8.84	-8.18	-8.14	+0.71	+1.09	+1.39
3	第 6 年末转股对归母净利润影响	-8.84	-8.18	-8.14	-8.25	-8.11	-8.02

资料来源：华泰证券研究所

承诺三年最低每股派息，类债属性增强

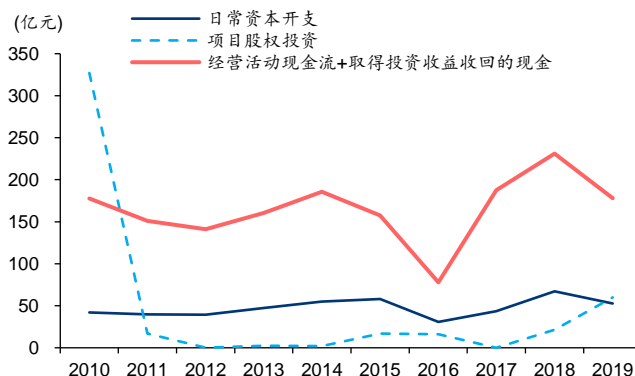
因现金流充沛、资本开支稳定、债务到期归还，公司资产负债率呈下降趋势。2010-2019年，公司日常资本开支维持在30-50亿元区间。因债务到期归还，公司资产负债率从2010年的44%，逐步降低至2019年的17%；截至2020年中报，母公司口径资产负债表已无长期借款。以2019年报为例，公司获得经营活动现金流约150亿元，加上取得投资收益的收回现金约28亿元（主要为朔黄铁路公司的分红），再减去日常资本开支约53亿元后（主要为铁路设备维护检修的资本化开支），公司的自由现金流约125亿元，其中用于现金分红约71亿元（2020年7月派发）。

图表43：公司资产负债率（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

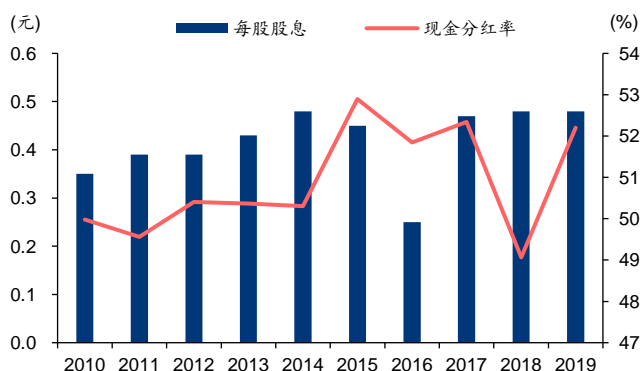
图表44：公司经营活动现金流（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

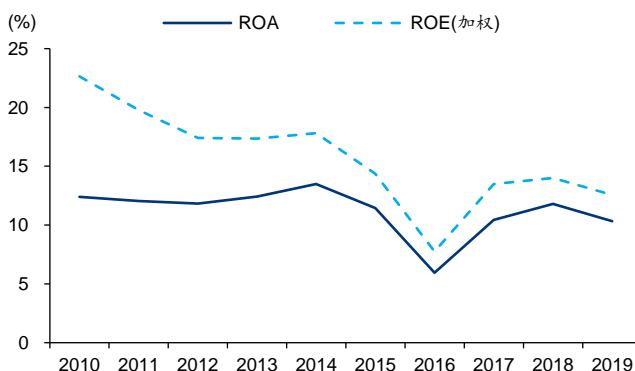
因给予分红承诺，公司未来派息的可预见性提升，稳定的高股息率有吸引力。因发行可转债，公司提出2020/21/22年股东回报计划，即每股股息均不低于0.48元/年，对应股息率不低于7.6%/年（收盘价2020/9/25），该计划已在5月获得股东大会批准通过。公司历史上维持高分红政策，2010-2019年分红率稳定在49%-55%区间。

图表45：公司分红率与每股股息（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表46：公司ROA与ROE（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

考虑公司的可转债项目尚未发行，募投项目涉及的资产收购也未实施，我们在模型中暂未考虑该事项，与前次报告的假设相同（《大秦铁路（601006 SH，增持）：运输事故短暂拖累 8 月运量》2020/9/10）。我们在图表 42 列出了发行可转债和资产收购对盈利影响的情景分析。

盈利预测与估值分析

我们对公司收入和成本各细分项目的预测见图表 47。

（1）货运收入

公司货运收入与其核心资产大秦线的量价正相关。我们预计 2020/21/22 年大秦线运量为 4.00/4.35/4.35 亿吨，并且预计货运价格维持 2019 年水平（2019 年综合运价为 0.16 元/吨公里，历史运价详见图表 37 与图表 38）。我们预计 2020 年货运收入因疫情影响同比降低 6.4%；2021 年货运收入因低基数预计同比增长 9.1%；2022 年货运收入预计同比增长 0.7%，在大秦线量价持平的假设下，增量主要来自唐港铁路公司。

（2）客运收入

铁路客运收入受疫情影响较大，我们认为客运量的完全恢复可能要等到疫苗普及之后。受疫情冲击，2020 年客运收入预计同比降低 32%；我们预计 2021 年客运业务恢复到 2019 年的 92%；我们预计 2022 年客运业务完全恢复并且报复性出游需求得到释放，客运收入预计在 2019 年基础上增长 25%，即 2019-2022 年复合增速为 7.7%。

（3）客货运清算与委托运输收入

我们预计 2020 年清算与代运营收入因疫情影响同比降低 9.3%；2021 年该项收入因低基数预计同比增长 11.3%；2022 年该项收入预计同比增长 4.2%。

（4）人员费用

受疫情影响运输工作量下降，我们预计 2020 年人员费用同比降低 1.0%。我们预计 2021/2022 年人员费用同比增长 8.0%/7.5%，薪酬增长恢复常态。

（5）其他成本

我们预计 2020-2022 年折旧费用保持平稳；同期，电力/燃料/材料费用、货车使用费、货运服务费、客运服务费与客货车运输周转量直接挂钩。

（6）期间费用

我们预计 2020-2022 年管理费用率和销售费用率保持稳定，二者合计约为 1.2%（2019 年：1.2%）。在不考虑可转债发行产生的财务费用的前提下，因贷款归还、资金充沛，我们预计 2020-2022 年财务费用逐年下降。

综上，我们预计公司 2020/21/22 年归母净利润为 107/128/126 亿元（与前次相同）。

图表47: 大秦铁路盈利预测表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	78,345	79,917	72,485	80,699	84,093
--货运收入	59,795	61,172	57,245	62,467	62,877
--客运收入	7,358	7,614	5,145	6,992	9,504
--清算与代运营收入	9,615	9,258	8,397	9,348	9,741
--其他业务收入	1,577	1,873	1,699	1,891	1,971
营业成本	58,902	61,704	58,186	63,441	67,207
--人员费用	17,029	18,484	18,299	19,763	21,246
--折旧	6,898	7,098	7,098	7,098	7,098
--电力/燃料/材料	4,849	4,310	4,033	4,401	4,430
--货车使用费	3,736	3,716	3,478	3,795	3,820
--货运服务费	15,250	16,715	15,642	17,069	17,181
--客运服务费	4,422	4,676	3,159	4,294	5,836
毛利润	19,442	18,213	14,299	17,257	16,886
销售费用	200	198	188	200	208
管理费用	659	717	650	724	755
投资收益	3,089	2,989	2,527	2,578	2,603
财务费用	276	142	140	-27	-183
归母净利润	14,544	13,669	10,742	12,809	12,566

资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们仍基于 10x 2020PE (公司在 2014-2019 年的历史 PE 中枢为 10 倍), 维持目标价 7.2 元, 维持“增持”评级。

图表48: 铁路行业可比公司表

代码	证券简称	目标价 (元)	评级	总市值 (亿元)	2019 年度			分红率 %
					市盈率 PE 2020E	市盈率 PE 2021E	市净率 PB MRQ	
601816 CH	京沪高铁	na	无评级	2,927	52.05	24.94	1.62	50.00
601333 CH	广深铁路	2.84	增持	166	31.37	18.81	0.59	56.79
600125 CH	铁龙物流	6.59	买入	68	14.77	13.14	1.11	31.58

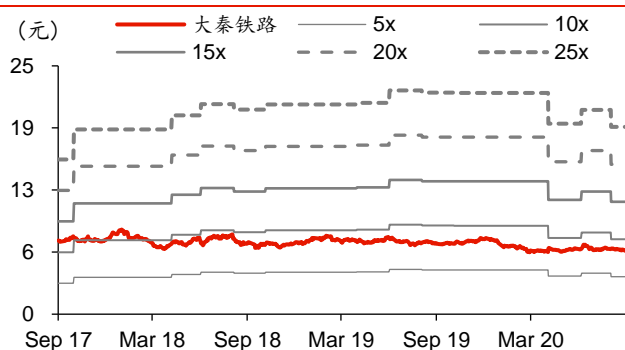
注: 2020E、2021E 取自 Wind 一致预期, 评级、目标价来自华泰证券研究所; 收盘价 2020/9/25

铁路行业上市公司的主营业务差异较大, 使个股间的估值差异较大。如, 京沪高铁和广深铁路主营铁路旅客运输, 铁龙物流主营铁路特种集装箱物流, 大秦铁路主营煤炭整车运输。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

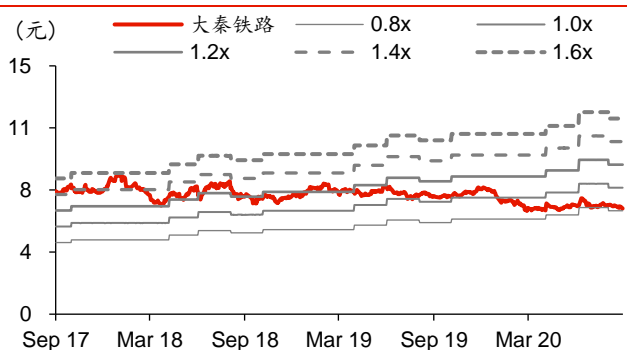
PE/PB - Bands

图表49: 大秦铁路历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 大秦铁路历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 煤炭需求下滑

疫情反复导致经济下行，工业与居民用电量减少，水灾过后水电量增加，以上因素均将减少煤炭消费及运输需求。

(2) 运输结构恶化

浩吉、蒙冀、瓦日铁路运能加速释放，朔黄铁路疏港线黄大铁路开通，以上因素均对大秦铁路形成分流影响。

(3) 公路治超放松

公路治超治限力度可能放松，对铁路煤运需求产生分流影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	30,588	29,034	39,020	48,476	58,141
现金	18,476	15,346	25,720	34,488	43,559
应收账款	6,253	5,975	5,844	6,336	6,609
其他应收账款	2,582	2,002	2,122	2,192	2,373
预付账款	157.77	100.24	172.17	153.57	156.91
存货	1,547	1,501	1,726	1,697	1,809
其他流动资产	1,572	4,110	3,436	3,609	3,635
非流动资产	115,362	119,009	116,974	113,802	110,534
长期投资	20,332	26,533	26,533	26,533	26,533
固定投资	81,910	79,944	78,071	75,099	71,951
无形资产	8,915	8,972	8,881	8,791	8,700
其他非流动资产	4,205	3,560	3,489	3,380	3,351
资产总计	145,950	148,044	155,994	162,277	168,676
流动负债	18,308	14,170	17,272	16,875	16,719
短期借款	0.00	38.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,145	3,121	4,169	4,073	4,177
其他流动负债	14,163	11,011	13,103	12,802	12,542
非流动负债	13,177	11,650	11,542	11,063	10,626
长期借款	10,095	8,983	8,583	8,183	7,783
其他非流动负债	3,083	2,667	2,959	2,880	2,843
负债合计	31,485	25,821	28,814	27,938	27,345
少数股东权益	7,969	8,342	9,693	11,180	12,740
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	23,898	23,898	23,898	23,898	23,898
留存公积	68,502	75,035	78,722	84,395	89,826
归属母公司股东权益	106,495	113,881	117,487	123,160	128,591
负债和股东权益	145,950	148,044	155,994	162,277	168,676

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	17,888	15,023	21,022	18,331	18,352
净利润	16,147	15,171	12,093	14,296	14,127
折旧摊销	7,155	7,332	7,502	7,660	7,794
财务费用	276.16	142.26	140.10	(26.66)	(182.55)
投资损失	(3,089)	(2,989)	(2,527)	(2,578)	(2,603)
营运资金变动	(3,675)	(4,951)	3,549	(1,004)	(710.84)
其他经营现金	1,074	317.58	264.71	(16.61)	(72.49)
投资活动现金	(3,277)	(7,958)	(3,009)	(2,021)	(1,951)
资本支出	6,717	5,256	5,442	4,500	4,459
长期投资	35.13	5,990	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,475	3,288	2,433	2,480	2,507
筹资活动现金	(7,919)	(10,193)	(7,640)	(7,542)	(7,329)
短期借款	0.00	38.50	(38.50)	0.00	0.00
长期借款	175.70	(1,111)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2,036)	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,058)	(9,120)	(7,201)	(7,142)	(6,929)
现金净增加额	6,692	(3,129)	10,373	8,768	9,071

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	78,345	79,917	72,485	80,699	84,093
营业成本	58,902	61,704	58,186	63,441	67,207
营业税金及附加	283.15	290.83	202.96	293.68	306.03
营业费用	200.29	197.98	188.46	199.92	208.32
管理费用	659.35	717.17	650.48	724.18	754.64
财务费用	276.16	142.26	140.10	(26.66)	(182.55)
资产减值损失	92.51	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,089	2,989	2,527	2,578	2,603
营业利润	21,311	19,975	15,766	18,765	18,524
营业外收入	65.81	62.72	129.66	129.66	129.66
营业外支出	670.18	246.20	264.68	264.68	264.68
利润总额	20,706	19,791	15,631	18,630	18,389
所得税	4,560	4,621	3,538	4,334	4,262
净利润	16,147	15,171	12,093	14,296	14,127
少数股东损益	1,602	1,501	1,351	1,486	1,561
归属母公司净利润	14,544	13,669	10,742	12,809	12,566
EBITDA	28,742	27,449	23,408	26,398	26,136
EPS (元, 基本)	0.98	0.92	0.72	0.86	0.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.45	2.01	(9.30)	11.33	4.21
营业利润	16.53	(6.27)	(21.07)	19.02	(1.28)
归属母公司净利润	8.99	(6.02)	(21.42)	19.25	(1.90)
获利能力 (%)					
毛利率	24.82	22.79	19.73	21.38	20.08
净利率	18.56	17.10	14.82	15.87	14.94
ROE	13.66	12.00	9.14	10.40	9.77
ROIC	18.20	16.05	13.61	16.45	16.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.57	17.44	18.47	17.22	16.21
净负债比率 (%)	35.41	37.60	32.59	32.04	31.32
流动比率	1.67	2.05	2.26	2.87	3.48
速动比率	1.59	1.94	2.16	2.77	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.54	0.48	0.51	0.51
应收账款周转率	12.84	12.90	12.10	13.07	12.82
应付账款周转率	14.77	16.98	15.96	15.39	16.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.92	0.72	0.86	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.01	1.41	1.23	1.23
每股净资产(最新摊薄)	7.16	7.66	7.90	8.28	8.65
估值比率					
PE (倍)	6.52	6.94	8.83	7.40	7.55
PB (倍)	0.89	0.83	0.81	0.77	0.74
EV_EBITDA (倍)	2.47	2.59	3.03	2.69	2.72

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com