

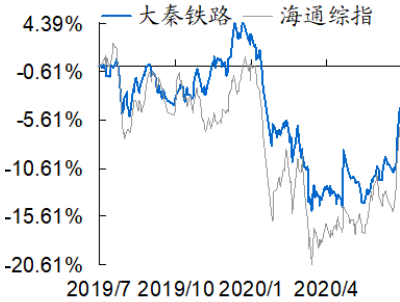
投资评级 优于大市 首次覆盖

西天取煤，大秦最优

股票数据

07月07日收盘价(元)	6.97
52周股价波动(元)	6.43-8.26
总股本/流通A股(百万股)	14867/14867
总市值/流通市值(百万元)	103622/103622

市场表现



沪 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.5	7.3	8.7
相对涨幅(%)	-9.9	-12.4	-15.0

资料来源:海通证券研究所

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

投资要点:

- **拥有多个优质铁路资产，构筑“西煤东运”战略大通道。**以大秦线为主的多条铁路干线编织成网，目前辖内共有9条干线、9条支线，线路营业里程3099公里。核心资产大秦线为我国第一条双线电气化开行重载列车的运煤专线，因运距短、运价低、装载能力强、配套设施完善，稳居煤运第一通道地位。
- **参股周边路产，减少分流损失。**公司积极参股周边可能造成替代效应的竞争路产，以获取投资收益，减少运量分流带来的损失，上市至今先后参股朔黄铁路、太兴铁路、蒙华铁路和唐港铁路。
- **煤炭区域供需失衡严重，铁路运输需求有望提升。**我国煤炭资源丰富，但地域特征明显，产需错配奠定煤运需求，煤炭供给侧改革进一步加剧煤产向“三西”地区集中，受益于“公转铁”政策推动，西煤东运、北煤南运格局稳固。
- **运量触顶，运价难调，未来盈利主要取决于成本控制能力。**影响公司业绩的因素主要包括业务量的波动、铁路运价及经营成本的控制等。核心资产大秦线已触产能天花板，运量提升空间有限；响应国家号召降低物流成本以及疫情期间减费让利，短期预计不会提升运价；所以未来的盈利状况主要取决于公司的成本控制能力，近年来人员费用占比上升，人均薪酬走高。
- **对比其他运煤通道，替代效应不强。**朔黄线近年来运量高增长，黄骅港产能瓶颈限制其分流；蒙冀线、瓦日线配套尚待完善，运距为大秦线1.5倍以上，价格不占优。蒙华线投运后煤源和消费地交叠有限，预计分流影响不大。由于运价、里程等多方面的限制，大秦铁路竞争力较强。
- **计划发行320亿可转债，收购土地使用权及西南环线51%股权。**1)由租赁模式转为收购授权经营土地后，可降低大秦铁路因未来土地持续升值而导致的租金上涨风险，但短期或带来折旧增长。2)西南环线可承接多条线路货流，运输市场需求充足，将持续增加货物列车开行对数。
- **低估值高股息凸显长期投资价值。**疫情短期冲击大秦线运量，预计2020年或实现运量3.9亿吨，蒙华线分流影响将逐步均衡，长期看公司产能仍有望达满。考虑公司给出的2020-2022年分红承诺，未来三年股利收益稳定，全球流动性宽松背景下，高股息资产估值中枢有望提高。2020-2022年公司归母净利润为97/138/139亿元，暂不考虑发行可转债转股的影响，对应EPS0.65/0.93/0.94元/股。给予2020年PE估值区间10-12x，对应合理价值区间6.5-7.8元。高股息率仍有吸引力，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险因素:**疫情影响经济恢复；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；铁路成本增长超预期；铁路运价调控。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78345	79917	71602	79813	81814
(+/-)YoY(%)	35.5%	2.0%	-10.4%	11.5%	2.5%
净利润(百万元)	14544	13669	9713	13835	13945
(+/-)YoY(%)	9.0%	-6.0%	-28.9%	42.4%	0.8%
全面摊薄EPS(元)	0.98	0.92	0.65	0.93	0.94
毛利率(%)	24.8%	22.8%	17.3%	22.9%	22.6%
净资产收益率(%)	13.7%	12.0%	8.9%	12.8%	13.0%

资料来源:公司年报(2018-2019)、海通证券研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 布线成网，肩负能源“西煤东运”衔接使命	7
1.1 从大秦本线构筑路网通道，积极收购周围铁路，完善“西煤东运”布局	7
1.1.1 股权结构：背靠国铁集团，首家上市的铁路货运公司	7
1.1.2 经营策略&历史沿革：陆续收购周边路产，筑建“西煤东运”大通道 ..	7
1.1.3 路网布局：构筑“西煤东运”大通道	8
1.2 业务拆分：货运为公司核心业务，煤炭占货物总量 82.9%	8
1.2.1 货运为核心业务	8
1.2.2 煤炭占铁路货运比重高	9
1.3 财务状况：公司经营稳健，高股息凸显投资价值	9
1.3.1 公司整体盈利能力良好，参股周边路产增厚盈利水平	9
1.3.2 2018 年收入/成本大幅增加，源于铁路清算规则	10
1.3.3 成本解构：刚性成本占比大，折旧稳定，人工成本或有增长	11
1.3.4 盈利能力稳健，维持较高股利支付比例	12
2. 行业分析：煤炭供需紧平衡，西煤东运格局稳固	13
2.1 煤炭运输产业链图景	13
2.1.1 煤炭产业链：开采、运输和消费三环节	13
2.1.2 煤运各环节产生费用在终端价格的体现	13
2.2 国内煤炭资源较为集中，生产集中在“三西”地区	14
2.2.1 优势产能释放，国内煤炭产量增加	14
2.2.2 供给侧改革致使产能进一步向“三西”地区集中	15
2.3 产需错配奠定煤运需求，西煤东运大通道占优	16
2.3.1 产需错配奠定煤运需求	16
2.3.2 铁路受益于《货运增量行动方案》	17
3. 西天取煤，大秦最优	18
3.1 路网通道，线路布局	18
3.2 大秦线运量需求稳定，长期来看维持满载判断	18
3.2.1 上游货源充裕，港口产能稳定	19
3.2.2 货运数据回顾：运量或有波动，煤炭大通道地位不会动摇	19
3.2.3 短期及中长期预判：以 4.2 亿吨为中枢，上限 4.5 亿吨的区间进行波动	
19	
3.3 纵贯对比：“三西地区”煤炭外运通道	20
3.3.1 三西地区“重要运煤通道梳理”	20
3.3.2 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	20

3.3.3	蒙冀线：运量大幅增长，但价高距远不占优势	21
3.3.4	瓦日线：晋煤外运重要补充，货源地与大秦线错开	21
3.3.5	蒙华线：短期内仍处运量爬坡期，货源与消费地不完全重合	22
4.	发行可转债，分红预案大礼包	23
4.1	320 亿可转债预计发行	23
4.2	分红预案：2020-2022	23
5.	投资建议	24
5.1	关键假设	24
5.2	盈利预测	24
5.3	估值	25
6.	风险提示	26
	附录：煤炭运输价格体系对比	27
	财务报表分析和预测	28

图目录

图 1	截止 2020 年 1 季报公司股权结构.....	7
图 2	公司历史发展沿革.....	8
图 3	公司构筑“西煤东运”大通道.....	8
图 1	2019 年公司主营业务收入结构.....	9
图 2	2019 年公司货物发送量结构.....	9
图 3	2019 年大秦铁路在全国铁路煤运市场占有率.....	9
图 4	2019 年大秦铁路在全国铁路货运市场占有率.....	9
图 5	2010-2019 公司营业收入及增速.....	10
图 6	2010-2019 公司归母净利润及增速.....	10
图 7	2010-2019 公司净利率与毛利率.....	10
图 8	2012-2019 公司投资收益.....	10
图 9	公司营业收入与营业成本及其增速情况.....	10
图 10	2019 年公司成本结构.....	11
图 11	2015-2019 年人均薪酬增加.....	11
图 12	2010 年以来可比公司净资产收益率(ROE).....	12
图 13	2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右.....	12
图 14	煤炭产业链一览图.....	13
图 15	对不同阶段煤炭价格的拆解.....	14
图 16	2016-2020Q1 煤炭终端价格各环节占比.....	14
图 17	2012-2019 年全国原煤产量.....	15
图 18	2012-2019 年“三西”地区原煤产量(亿吨).....	16
图 19	“三西”地区总量占比上升(亿吨).....	16
图 20	煤炭跨区调运.....	16
图 21	秦皇岛、曹妃甸港口吞吐量.....	19
图 22	大秦线上游煤企煤炭产量.....	19
图 23	2018 年至今大秦线月度货运量.....	19
图 24	2011-2019 年大秦线年度货运量.....	19
图 25	“三西地区”重要运煤通道示意图.....	21
图 26	重要西煤东运通道长度比较.....	21
图 27	蒙华铁路示意图.....	22

图 28 PE band.....25

表目录

表 1	铁路运输系统新货运清算办法	11
表 2	截至 2020/7/1, 可比公司股权募资与派息情况 (亿元)	12
表 3	不同区域煤炭产能开发原则	15
表 4	《2018-2020 年货运增量行动方案》摘要	17
表 5	公司管辖内主要线路情况	18
表 6	公司参股铁路情况	18
表 7	“三西地区”重要运煤通道梳理	20
表 8	公司营业收入分项预测表 (百万元)	24
表 9	公司盈利预测表 (百万元)	25
表 10	可比公司盈利预测与估值表	25
表 11	2020/5/22 鄂尔多斯煤炭公路运价行情	27

1. 布线成网，肩负能源“西煤东运”衔接使命

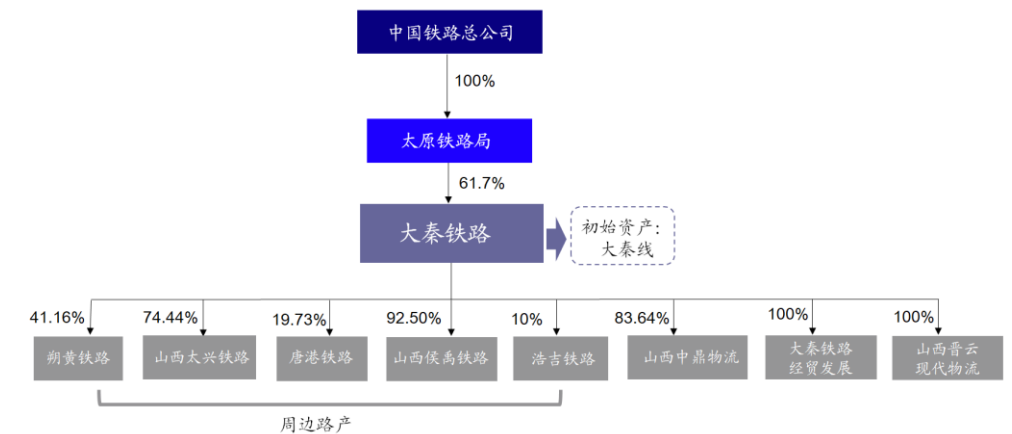
大秦铁路 (601006.SH) 以大秦本线为主体的多条铁路干线编织成网，衔接了我国最重要的煤炭供应区域和中转枢纽，在全国煤炭通道路网中承担起了“承东启西”的战略定位。

1.1 从大秦本线构筑路网通道，积极收购周围铁路，完善“西煤东运”布局

1.1.1 股权结构：背靠国铁集团，首家上市的铁路货运公司

公司于 2004 年 10 月由原北京铁路局联合其他六家发起人共同创立，初始资产为我国西煤东运通道——大秦线。2005 年 3 月，大秦铁路控股股东变更为太原铁路局。2006 年 8 月，公司在上交所上市，股票代码 601006.SH，成为中国铁路首家以路网核心干线为主体的上市公司。截至 2020 年 1 季报，公司第一大股东太原铁路局持股比例为 61.70%，实际控制人为中国铁路总公司。

图1 截止 2020 年 1 季报公司股权结构



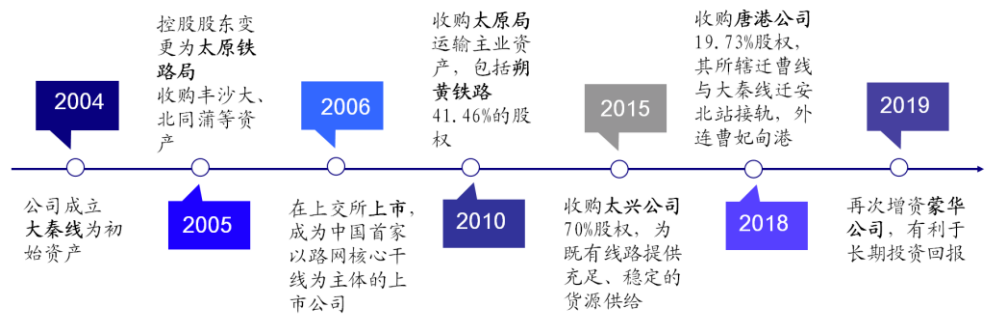
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.1.2 经营策略&历史沿革：陆续收购周边路产，筑建“西煤东运”大通道

自成立以来，公司积极构建西煤东运的煤炭运输大通道，历史上曾多次对周边铁路资产进行收购。2005 年，公司收购了丰沙大线、北同蒲线等资产和大秦铁路专用货车。2010 年，公司通过“公开增发+自筹资金”的方式以 328 亿元收购了原太原铁路局的主业相关资产和股权，其中包含太原局持有的朔黄铁路 41.16% 股权。2015 年以来，公司先后收购了太兴公司 74.4% 股权、唐港铁路公司 19.73% 股权以及蒙华公司 10% 的股权。我们认为，上述大秦铁路的一系列收购的经营策略可概括为收购铁路支线构筑大秦本线延伸的“毛细血管”，同时参股竞争对手降低干线的分流损失。

这一系列的战略投资是公司对于煤炭铁路运输布局的有力拓展。以近年来收购的太兴铁路和唐港铁路为例：太兴铁路所经区域是山西能源基地建设的重点地区，有效填补了山西中西部腹地纵深区域的路网空白，为既有线路的货源供给打下基础；而唐港铁路所辖迁曹线与大秦线的迁安北站接轨，外连渤海湾曹妃甸港和京唐港区，是秦皇岛港以外的重要出海通道。

大秦铁路最大的运营特点之一就是参股竞争对手，获取投资收益，降低分流运量带来的损失。例如，大秦铁路拥有“西煤东运第二大通道”朔黄线 41.16% 的股权，2019 年其为上市公司贡献了 31.3 亿元的投资净收益；2018 至 2019 年，上市公司先后出资共 60 亿元，获取新建成的“北煤南运通道”蒙华铁路 10% 的股权，获取其未来的投资收益，减轻其对大秦线的分流影响。

图2 公司历史发展沿革


资料来源：公司官网、《大秦铁路公开增发 A 股招股意向书》、《关于收购中国铁路太原局集团有限公司持有唐港铁路有限责任公司股权的关联交易公告》，海通证券研究所整理

1.1.3 路网布局：构筑“西煤东运”大通道

2010 年完成太原局资产的注入后，目前公司拥有的资产包括大秦、丰沙大、北同蒲、南同蒲、京原、太焦、侯月、侯西、石太等 9 条干线，以及口泉、云冈、宁岢、平朔、忻河、兰村、西山、介西、太岚等 9 条支线，并且拥有朔黄线 41.16% 的股权。我们认为，公司的铁路资产覆盖了我国三西地区主要煤炭外运通道，在线路长度和运输能力两方面均有可观占比；公司在稳定我国煤炭运输、保障能源安全、支持经济发展上扮演着不可或缺的角色。

图3 公司构筑“西煤东运”大通道


资料来源：《出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》，海通证券研究所

1.2 业务拆分：货运为公司核心业务，动力煤占货物总量 82.9%

1.2.1 货运为核心业务

公司主营业务包括三部分：

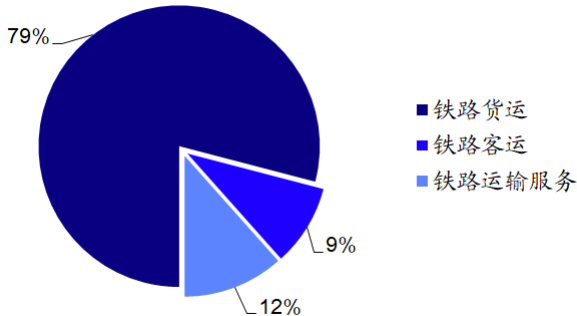
(1) **铁路货运**，公司核心业务，2019 年收入占比 78.38%，运输货品以动力煤为主（占比 82.9%），其他运输货品包括焦炭、钢铁等大宗货物；

(2) **铁路客运**，主要是以太原、大同等为始发终到的旅客运输，2019 年收入占比

9.76%;

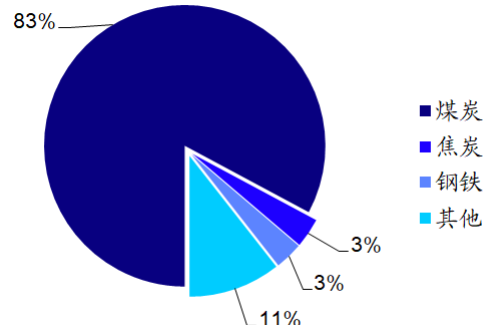
(3) 铁路运输服务，即向国内其他铁路运输企业提供机车牵引、货车使用、线路使用、货车修理等服务，2019 年收入占比 11.86%。

图1 2019 年公司主营业务收入结构



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图2 2019 年公司货物发送量结构



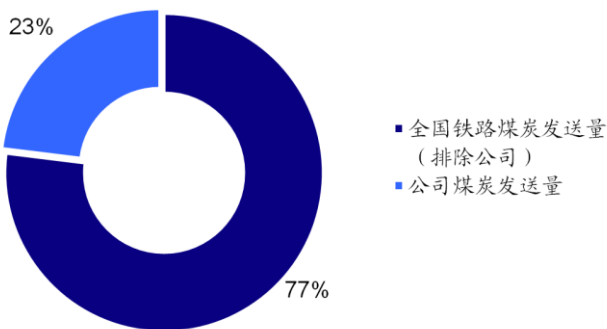
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.2.2 煤炭占铁路货运比重高

公司的铁路货运业务具有较强的竞争优势，主要承担晋、蒙、陕省区的煤炭外运任务，在全国铁路货运市场中占有重要地位。2019 年，全国铁路完成货物发送量 43.89 亿吨，同比增长 7.2%；其中，全国铁路完成煤炭发送量 24.60 亿吨，同比增长 3.2%。同期，上市公司完成货物发送量 6.84 亿吨，完成煤炭发送量 5.67 亿吨，分别占到了全国铁路货物发送总量和煤炭发送总量的 15.58%和 23.05%，占比较上年均略微下降。

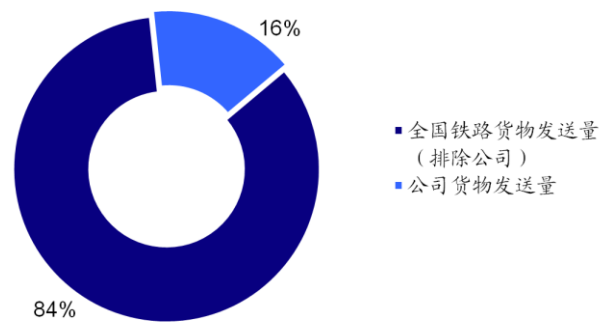
公司核心资产——运距短、装载能力最强和运输配套最成熟的大秦线稳居我国“西煤东运”第一通道。

图3 2019 年大秦铁路在全国铁路煤运市场占有率



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图4 2019 年大秦铁路在全国铁路货运市场占有率



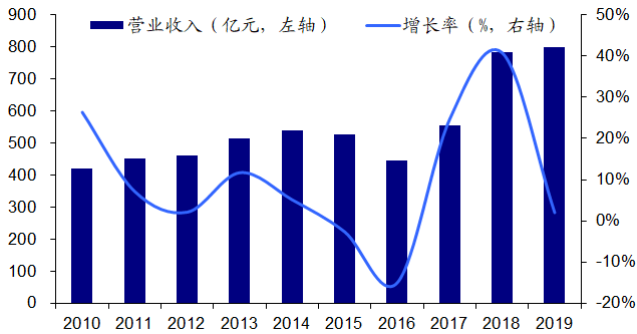
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.3 财务状况：公司经营稳健，高股息凸显投资价值

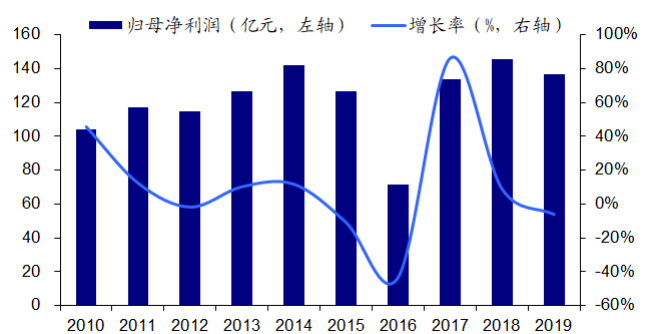
1.3.1 公司整体盈利能力良好，参股周边路产增厚盈利水平

公司经营稳健，过往的营收和盈利水平与铁路煤运市场状况息息相关。2017 年以来，在“公转铁”政策和煤炭供给侧改革等因素的刺激下，公司业绩逆转颓势，出现回升。2019 年，公司营收增长速度放缓，同比增加 2.01%，归母净利润同比减少 6.02%。我们认为，利润下滑主要是受到 2019 年煤炭货运需求波动的影响。

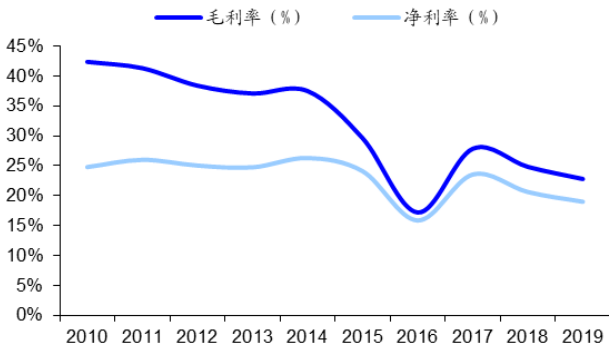
通过参股朔黄铁路、唐港铁路等周边路产，上市公司拥有稳定的投资收益，降低了分流运量带来的损失，2017-2019年的投资净收益稳定在30亿元左右，2019年的投资净收益为29.89亿元，占当年归母净利润的21.9%。

图5 2010-2019 公司营业收入及增速


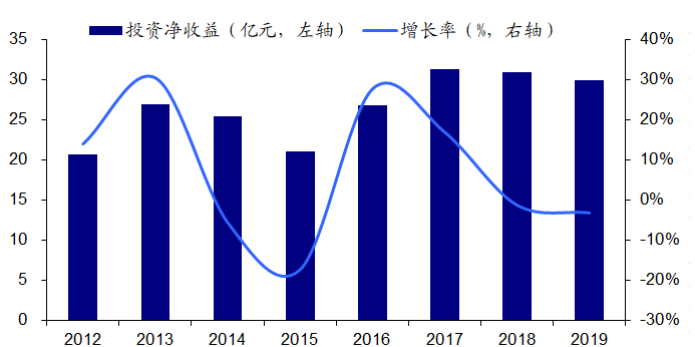
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2010-2019 公司归母净利润及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 2010-2019 公司净利率与毛利率


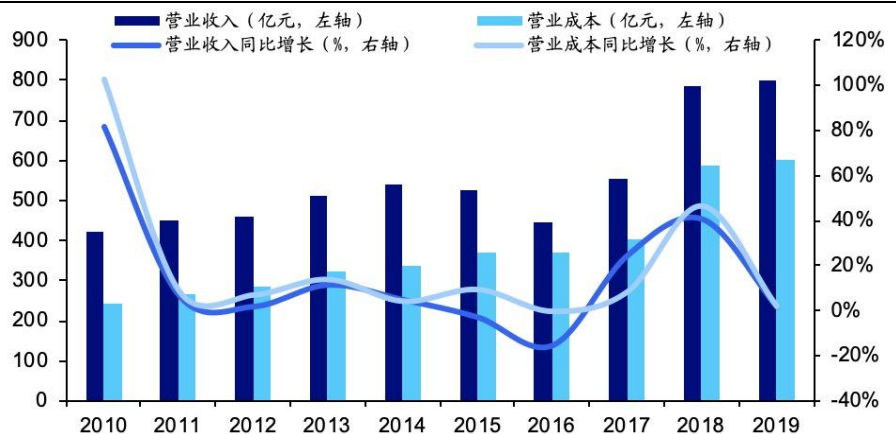
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 2012-2019 公司投资收益


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3.2 2018 年收入/成本大幅增加，源于铁路清算规则

2018年，公司的营业收入和营业成本分别较前一年增加35.45%和44.48%，均为2011年以来的最大增幅。根据公司2019年年报披露，两者的增幅均已趋稳，2019年营业收入和营业成本分别同比增加2.01%和4.76%。

图9 公司营业收入与营业成本及其增速情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2018 年两者骤增的主要原因是自 2018 年 1 月 1 日起, 公司开始执行铁路行业新的货运清算办法, 公司货运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。跟原本的清算方式相比, 新清算办法实施后, 承运企业将发货的运费全部计入自身收入, 并向经过的路局支付机车牵引、到站服务等五项费用。经过清算方式的调整, 有货源地优势的大秦铁路营业收入和营业成本激增且增幅接近, 我们判断, 对盈利能力基本没有影响, 但揽货积极性提升。

表 1 铁路运输系统新货运清算办法

项目	新清算办法
收入	将货物的运费进款全记为收入
	收入=货物全程运费
成本	自身的承运成本以及向参与联合运输的企业支付服务费
	成本=承运路段成本+机车牵引费+线路使用费+车辆服务费+到达服务费+综合服务费

资料来源: 公务员期刊网援引苗春艳《对铁路运输系统实施新货运清算办法的几点思考》, 海通证券研究所整理

1.3.3 成本解构: 刚性成本占比大, 折旧稳定, 人工成本或有增长

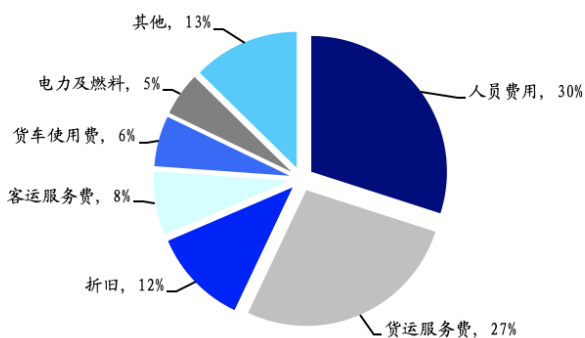
拆分大秦铁路成本端, 2019 年, 公司营业成本 617.04 亿元, 其中货运服务费占比 27.09%, 人员费用占比 29.96%, 折旧占比 11.50%, 为最主要的三项成本。人员费用、折旧、大修支出、土地房屋租赁费、供热供暖费房屋维修费以及和谐机车检修费均为固定支出, 合计占比 43.5%。

2015-2019 年, 人员费用的复合增速为 8.30%, 由 134.36 亿元上升至 184.84 亿元, 员工人数则由 2015 年的 100697 人略减至 2018 年的 96995 人, 人员费用逐年增加的原因平均为平均工资水平上调, 2019 年的人均薪酬为 19.06 万元, 较前一年提升 11%。

折旧成本主要由公司拥有的固定资产金额决定, 我们认为公司不处于发展期, 这部分成本的变动不会太大。

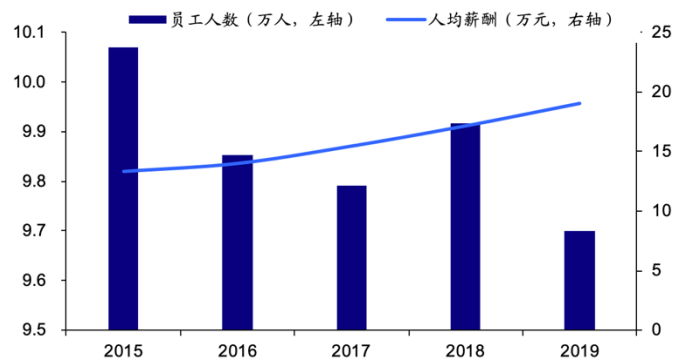
因此我们认为, 能否控制成本 (人员费用等) 将成为影响上市公司的利润的重要一环。

图10 2019 年公司成本结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 2015-2019 年人均薪酬增加



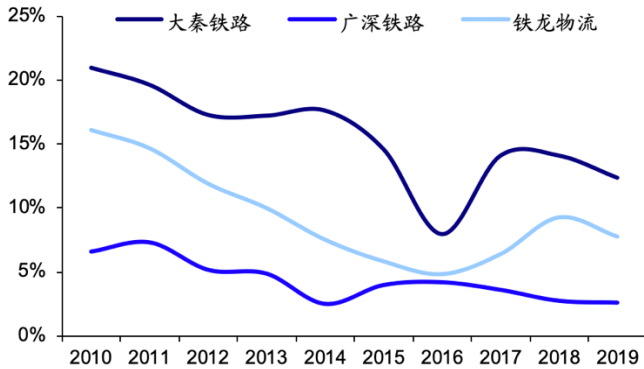
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3.4 盈利能力稳健，维持较高股利支付比例

大秦铁路稳定的盈利能力使其净资产收益率高于可比公司。公司坚持采用现金分红的方式回馈投资者，2010年以来的分红率稳定在50%左右。

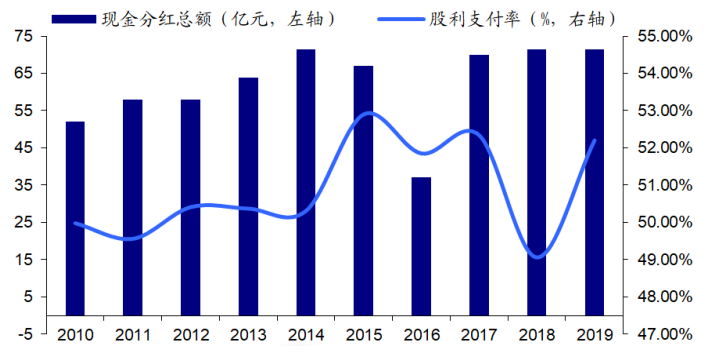
公司上市至今，在累计实现净利润1481.7亿元的背景下，现金分红累计高达704.3亿元。在宏观经济下行周期中，资金避险需求上升，公司对未来三年分红的承诺带来稳定的绝对回报，其作为高股息标的投资价值凸显。

图12 2010年以来可比公司净资产收益率(ROE)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 2010年以来公司分红率稳定在50%左右



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表2 截至2020/7/1, 可比公司股权募资与派息情况(亿元)

证券名称	累计股权募资金额	累计派息金额	分红/募资
大秦铁路	315.0	775.7	2.46
广深铁路	103.3	72.3	0.70
铁龙物流	10.7	11.4	1.07

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 行业分析：煤炭供需紧平衡，西煤东运格局稳固

2.1 煤炭运输产业链图景

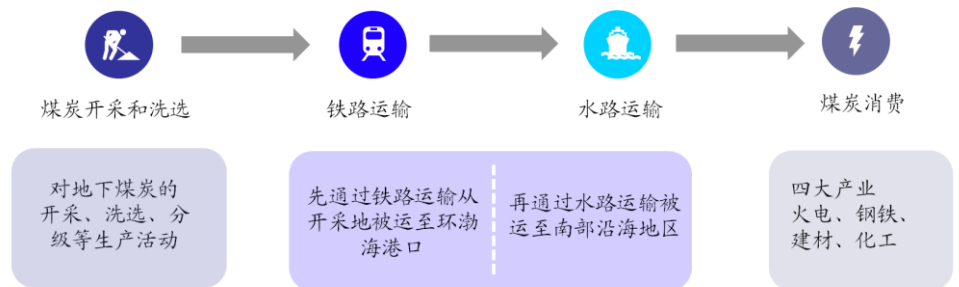
2.1.1 煤炭产业链：开采、运输和消费三环节

煤炭产业链主要由煤炭开采、煤炭运输和煤炭消费三个环节组成。

煤炭是植物遗体在覆盖地层下压实、转化而成的固体可燃性矿物，煤炭生产企业先对各种煤炭进行开采、洗选和分级。经处理后，合格煤炭被外运至其他消费地。我国的煤炭运输方式以铁路运输（铁路直达、铁水联运）为主、公路运输为辅。

煤炭的下游消费产业主要有四类，分别是火电、钢铁、建材和化工产业。

图14 煤炭产业链一览图



资料来源：广西壮族自治区统计网站、《出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》，海通证券研究所整理

2.1.2 煤运各环节产生费用在终端价格的体现

我们通过对不同环节煤炭价格的比较，得到各个环节产生费用体现在煤炭终端价格的占比。

煤炭买卖双方在坑口的交易价格为坑口价，也叫出厂价。

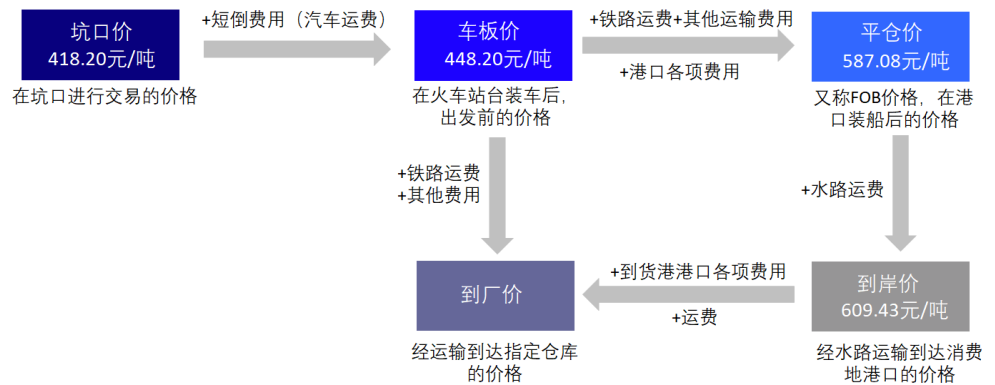
出厂后的煤炭经过短途运输到达火车站台、装上火车后发车的价格为车板价，包含了短途运费、铁路计划费等。

需要水路运输的煤炭经过铁路运输到达港口后被装到船仓上，此时的价格称为平仓价，包含了铁路运费及港口费用等。

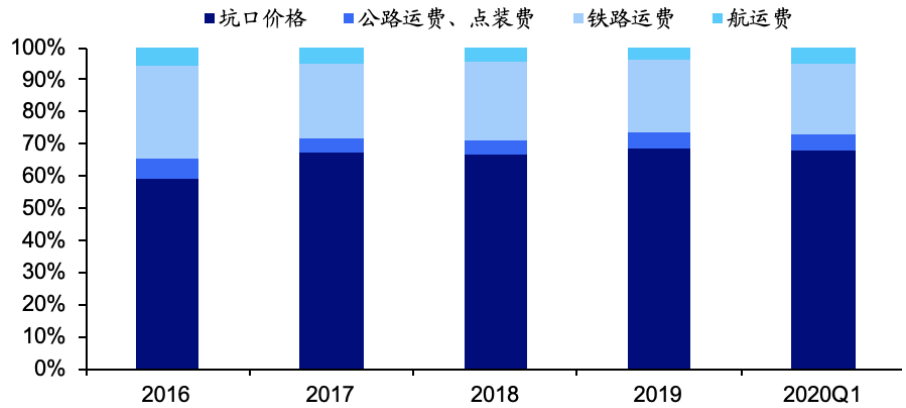
煤炭从港口运出后，经过水路航运到达消费地港口的价格为到岸价，该环节包含了水路运费等。

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，2019 年上海港的平均到岸价（近似于终端价格）为 609.43 元/吨；而同期的平均坑口价、车板价、平仓价分别为 418.20 元/吨、448.20 元/吨和 587.08 元/吨，分别占到了终端价格的 68.26%、73.54%和 96.33%。

2016-2019 年，运输环节(包括公路倒短、铁运、海运)在终端价格中的占比逐渐下降，主要来自于铁路运输费用的下降。铁路运输费用的绝对值由 2016 年的 147.53 元/吨降至 2020 年第 1 季度的 127.32 元/吨，在终端价格中的占比由 2016 年的 29.35%降至 2020 年第 1 季度的 21.64%，这与人民网援引的中铁总《2018-2020 年货运增量行动方案》中“降低物流成本”的目标相吻合。

图15 对不同阶段煤炭价格的拆解


资料来源：Wind，海通证券研究所整理，备注：坑口价选取大同弱粘煤（Q5500）坑口价，车板价选取大同动力煤（Q5500）车板价，平仓价选取秦皇岛港动力末煤（Q5500）平仓价，到岸价选取上海港动力末煤（Q5500）到岸价

图16 2016-2020Q1 煤炭终端价格各环节占比


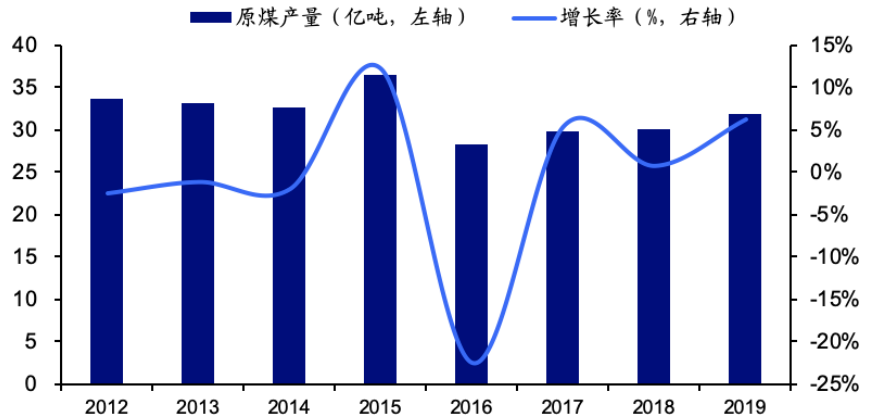
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 国内煤炭资源较为集中，生产集中在“三西”地区

中国的能源资源整体呈现“缺油少气多煤”的状况，煤炭资源较为丰富，但地域分布特征明显。据国家统计局数据，2016年全国煤炭基础储量为2492亿吨，其中山西、内蒙古、陕西、新疆四个地区的煤炭基础储量分别为916亿吨、510亿吨、163亿吨、162亿吨，四者合计占比超过70%。作为一级能源的重要组成部分，中国对煤炭的需求长期存在，但受到清洁能源的替代效应影响，其占比呈逐年微降的趋势，2018年其消费量占到我国能源消费总量的59%。

2.2.1 优势产能释放，国内煤炭产量增加

近年来国家积极推进煤炭供给侧结构性改革，淘汰落后产能，将优质资产集中于高效经营的企业。据国家能源局统计，截至2019年6月，已经完成煤炭去产能任务8.1亿吨。2019年全国生产原煤31.91亿吨，同比增加6.25%。其中，国有重点煤矿产量达到18.93亿吨，占到了全国总产量的六成。

图17 2012-2019 年全国原煤产量


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2.2 供给侧改革致使产能进一步向“三西”地区集中

根据《煤炭工业发展“十三五”规划》，2020 年我国煤炭产量规划将达到 39 亿吨。在全国煤炭开发总体布局上，东部地区煤炭资源枯竭，开采条件复杂，生产成本低，因此“十三五”期间将逐步压缩其煤炭生产规模；中部以及东北地区现有煤炭资源开发力度已经较大，当地煤矿建设将进行从严控制；西部地区资源丰富，开采条件好，生态环境脆弱，“十三五”期间，我国将加大当地的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。

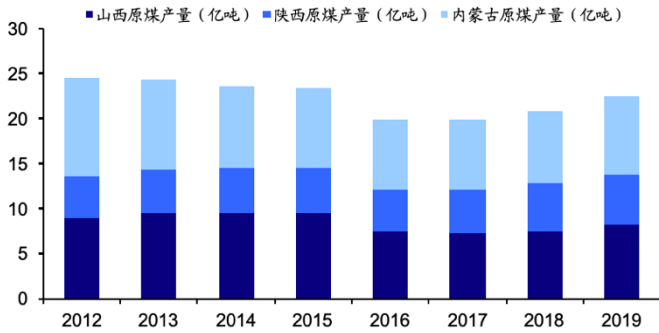
表 3 不同区域煤炭产能开发原则

地区	规划
东部地区	压缩煤炭生产规模
中部地区	煤矿产能建设将进行从严控制
东北地区	煤矿产能建设将进行从严控制
西部地区	加大煤炭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

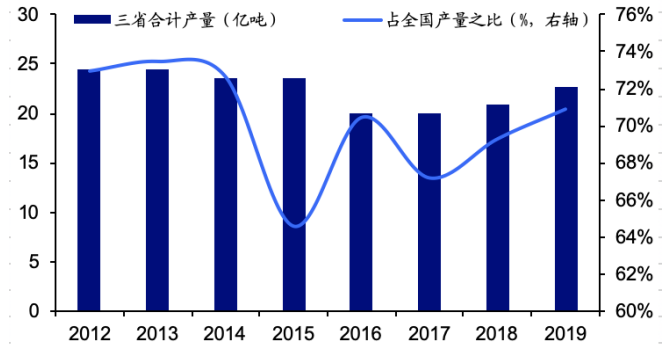
资料来源:《煤炭工业发展“十三五”规划》，海通证券研究所

2016 年我国实行煤炭行业供给侧改革以来，全国的煤炭生产重心逐步往“三西”地区集中。2019 年全年，我国山西地区实现原煤产量 8.27 亿吨，同比增长 10.16%；陕西地区实现原煤产量 5.62 亿吨，同比增长 5.02%；内蒙古地区实现原煤产量 8.73 亿吨，同比增长 9.78%。同时，三省的合计煤产量占到了全国总产量的 70.91%，占比较上年提高了 2.32%。

我们预计国内煤炭产能将进一步集中到“三西”地区，产销不均衡将进一步加剧，长期来看为煤炭运输需求提供了坚实基础。

图18 2012-2019年“三西”地区原煤产量(亿吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 “三西”地区总量占比上升(亿吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

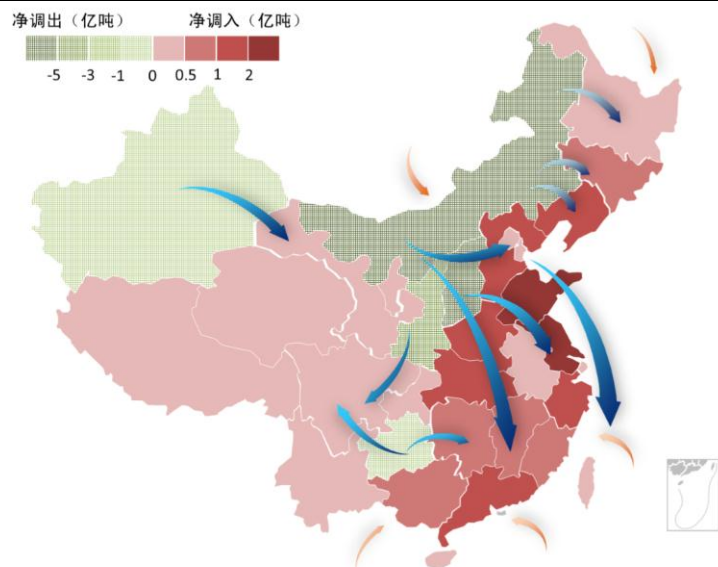
2.3 产需错配奠定煤运需求, 西煤东运大通道占优

2.3.1 产需错配奠定煤运需求

从煤炭供给来看, 当前我国煤炭产能大多集中在“三西”地区, 即山西、陕西和内蒙古西部。从煤炭需求来看, 我国的煤炭消费则大多集中在东南沿海地区, 特别是环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区。

煤炭需求与经济的发展有着密不可分的联系, 整体来看, 东部沿海地区、南方地区GDP处于较高水平, 对煤炭需求量较大。因此, 我国煤炭行业产销错配较为严重, 为煤炭运输需求奠定了坚实的基础。最终, 我国形成了“西煤东运、北煤南运”的运输格局。

《煤炭工业发展“十三五”规划》预计, 2020年煤炭调出省区净调出量16.6亿吨, 其中晋陕蒙地区15.85亿吨, 主要调往华东、京津冀、中南、东北地区及四川、重庆。

图20 煤炭跨区调运


资料来源: 《煤炭工业发展“十三五”规划》, 海通证券研究所

以晋陕蒙煤炭外运为主, 全国煤炭铁路运输形成“九纵六横”的物流通道网络, 包含铁路通道的“七纵五横”。

七纵主要包括：晋陕蒙外运通道：焦柳、京九、京广、蒙华、包西；云贵外运通道：南昆；新疆外运通道：兰新、兰渝纵向通路。

五横主要包括：晋陕蒙外运通道北通路（大秦、神朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）、中通路（石太、邯长、山西中南部、和邢）和南通路（侯月、陇海、宁西），以及蒙东外运通道的锡乌、巴新通路；云贵外运通道的沪昆通路。

从运输资源分布看，山西外运通道发达，是西煤东运中运输配套条件最好的地区；陕西外运通道匮乏，其中陕北横向运力不足，陕中南南下通道较少；内蒙横向运输便利，但南下通道不足。

2.3.2 铁路受益于《货运增量行动方案》

2018 年以来，受益于国家“公转铁”政策的推动，煤炭铁路运输需求提升。2018 年，中铁总提出实施《2018-2020 年货运增量行动方案》，以期提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给。

表 4 《2018-2020 年货运增量行动方案》摘要

目标	规划
提升运输能力	围绕大秦、唐呼、侯月、瓦日、宁西、兰渝六线和山西、陕西、内蒙古、新疆、沿海、沿江六区域 扩大万吨重载列车开行范围，强化机车车辆装备保障
降低物流成本	配合地方政府、港口及厂矿企业，推进铁路专用线建设，消除物流中间环节
优化产品供给	发展煤炭中长协运输和大宗货物协议制运输

资料来源：中央人民政府官网、新华社，海通证券研究所整理

3. 西天取煤，大秦最优

3.1 路网通道，线路布局

目前，公司管辖内有大秦线、北同蒲线等多条铁路干、支线，拥有的资产包括大秦、北同蒲、南同蒲、侯月、石太、京原等干线，以及宁岢、口泉、介西、太岚、忻河、兰村、西山等条支线，路网纵贯三晋南北，横跨晋冀京津两市。

表 5 公司管辖内主要线路情况

线路类型	线路名称	起终点	营业里程(km)	级别	正线数目	牵引种类
干线	大秦线	韩家岭-柳村南	652	I 级	双线	电气化
	北同蒲线	大同-太原北	335.5	I 级	双线	电气化
	南同蒲线	榆次-港口(不含)	478.7	I 级	双线	内燃/电气化
	侯月线	侯马北-嘉峰(不含)	151.3	I 级	双线	电气化
	石太线	赛鱼-太原北	123.7	I 级	双线	电气化
	京原线	薛孤-灵丘	174.7	II 级	单线	内燃
支线	宁岢线	宁武-岢岚	95.4	I 级	单线	电气化
	口泉线	平旺-口泉	9.7	I 级	双线	电气化
	介西线	介休-阳泉曲	46.9	II 级	双线	电气化
	太岚线	太原北-镇城底	55.4	II 级	单线	电气化
	忻河线	忻州-河边	40	III 级	单线	电气化(未开通)
	西山线	太原北-白家庄	23.6	III 级	单线	电气化/内燃
	兰村线	汾河-上兰村	12.7	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》，海通证券研究所

目前，公司参股的铁路包括朔黄铁路、蒙华铁路、太兴铁路以及唐港铁路。

表 6 公司参股铁路情况

公司	持股比例	参股时间	起终点	简介
朔黄铁路	41.2%	2009 年 11 月	神池南-黄骅港	“西煤东运”第二大通道,2017-2019 年连续三年运量突破 3 亿吨
太兴铁路	74.0%	2015 年 11 月	汾河-白文	位于山西省中西部地区,途经能源基地建设重点地区
浩吉铁路	10.0%	2018 年-2019 年	鄂尔多斯-吉安	2019 年 9 月通车的“北煤南运”战略大通道
唐港铁路	19.7%	2018 年 12 月	迁曹线 迁安北-曹妃甸西 深菱线 深县-菱角山 曹南线 曹妃甸北-曹妃甸南 东港线 聂庄-东港 京唐港线 深南-京唐港	其所辖迁曹线与大秦线迁安北站接轨,外连渤海湾曹妃甸港和京唐港区,是大秦线煤炭重载集疏运体系的重要组成部分

资料来源:《关于收购山西太兴铁路有限责任公司 70% 股权并增资的关联交易公告》、《关于收购中国铁路太原局集团有限公司持有唐港铁路有限责任公司股权的关联交易公告》、Wind、百度百科、国家能源集团、上证 e 互动,海通证券研究所整理,注:蒙华铁路更名后为浩吉铁路

3.2 大秦线运量需求稳定，长期来看维持满载判断

大秦线为公司核心资产，是“西煤东运”最大通道。它是中国第一条双线电气化开行重载单元列车的运煤专线，设计运能 4 亿吨，至今最高运能 4.5 亿吨，是国内运载能力最大的煤炭运输通道。

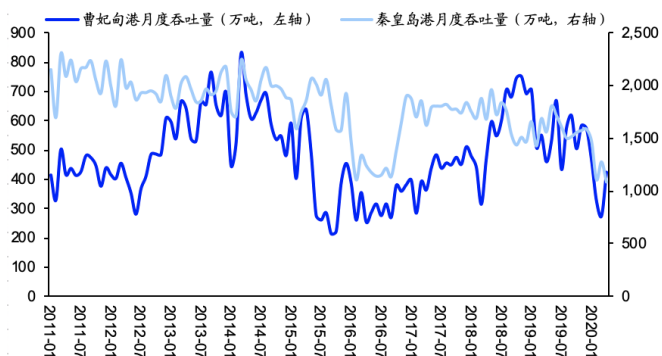
线路自山西省大同市至河北省秦皇岛市，纵贯山西、河北、北京、天津，全长 652 公里，主要承担晋北、内蒙西部和陕北的煤炭外运任务。

3.2.1 上游货源充裕，港口产能稳定

下游秦皇岛港和曹妃甸港的煤炭吞吐量保持稳定。大秦线配套下水港为秦皇岛港和曹妃甸港，秦皇岛港位于大秦线最东端，曹妃甸港通过迁曹线连接大秦线，两者均为“西煤东运”的重要中转港口。

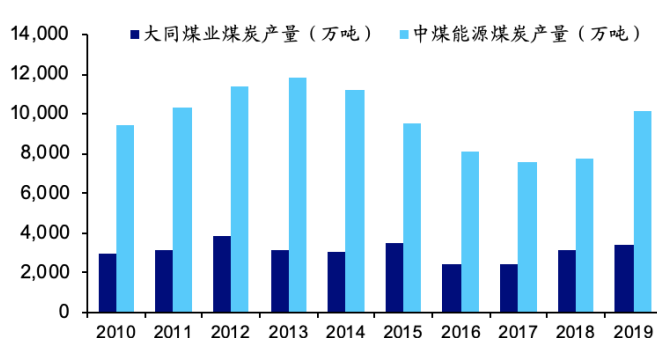
从公司客户来看，大同煤业、中煤集团的平朔矿区等多矿区分布于大秦和北同蒲沿线，上游货源充足。2019年，大同煤业和中煤能源的煤炭产量分别为3377.66万吨和10185万吨，近几年保持稳定增长，为公司核心资产大秦线提供了稳定的货物来源。

图21 秦皇岛、曹妃甸港口吞吐量



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 大秦线上游煤企煤炭产量

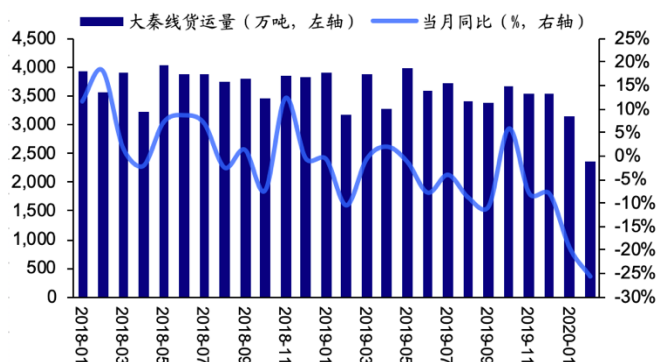


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2.2 货运数据回顾：运量或有波动，煤炭大通道地位不会动摇

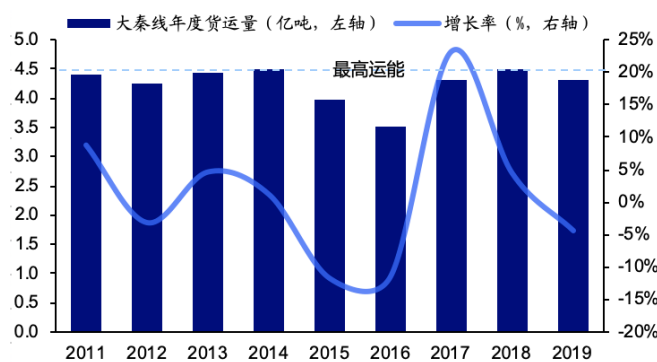
大秦线业务量整体或有波动，但其煤炭大通道的地位不会动摇。对业务数据进行回顾，大秦线的业务量受到宏观经济政策和突发事件的影响，过去几年间有上下波动。2017至2019年，大秦线分别完成货运量4.32亿吨（同比增加23%）、4.51亿吨（同比增加4.3%）和4.31亿吨（同比减少4.6%），已基本实现满载运营。2020年1-4月，受到新冠疫情和其他线路分流的影响，大秦线累计完成运量1.17亿吨，较去年同比下滑17.9%。

图23 2018年至今大秦线月度货运量



资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 2011-2019年大秦线年度货运量



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2.3 短期及中长期预判：以4.2亿吨为中枢，上限4.5亿吨的区间进行波动

尽管存在煤炭向“三西地区”集中，“公转铁”政策出台等利好因素，考虑到大秦线运载已接近满负荷，2020年初新型冠状病毒疫情拖累上游煤矿生产与下游电厂日耗，我们预计2020大秦线的业务量可能小幅下降，全年运量在3.9亿吨左右。整体来看，尽管去年和今年大秦线的运量略有下滑，但其煤炭大通道地位不会动摇。

中期来看, 2011 年以来大秦铁路的运输量保持稳定。核心资产大秦线的单日极限运量在 130 万吨左右, 如果全年保持满负荷运转, 理论上的极限运量在 4.75 亿吨左右, 扣除每年两次的检修, 全年极限运量在 4.5 亿吨左右。最近三年的运能利用率保持在 95% 以上, 中短期看运力增长的可能性不大。

长期来看, 我们预测大秦线新增产能的概率较小, 未来将满负荷运营, 即以 4.2 亿吨为中枢, 上限 4.5 亿吨的区间进行波动。

3.3 纵贯对比: “三西地区”煤炭外运通道

3.3.1 三西地区“重要运煤通道梳理”

与煤炭资源的地域分布相对应, 目前我国的主要运煤通道主要有“三西”外运通道、出关运煤通道和蒙东外运通道。其中, “三西地区”的煤炭外运通道由北通路(大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原)、中通路(石太、邯长、山西中南部、和邢)和南通路(侯月、陇海、新菏、宁西)三大横向通道和焦柳、京九、京广、蒙西至华中、包西五大纵向通路组成。

我们认为, 在这些通道中, 大秦线、朔黄线、蒙冀线和瓦日线因为具有运能大、配套港口完善等优势, 是我国四条最为重要的运煤通道。此外, 蒙华线于 2019 年 9 月通车, 设计运能 2 亿吨, 现处于发展期, 是我国“北煤南运”的战略大通道。

我们预计大秦线的煤炭货源中, 山西北部的煤炭占到了近 70%, 陕西煤炭占比较小。大秦线的配套港口秦皇岛港集疏运能力强, 并通过迁曹线分流部分煤炭至曹妃甸、京唐港区。相对于蒙冀线、瓦日线, 大秦线运距短、运价低, 装载能力强、配套成熟, 竞争力最优。

基于运价、里程等多方面的原因, 大秦铁路相对其它运煤通道的运量是有保证的。另外, 对于有实力的朔黄线, 大秦铁路还持有其 41.16% 的股权, 避免了激烈竞争。

表 7 “三西地区”重要运煤通道梳理

通道	线路	运能 (亿吨)	全长 (km)	起点	终点
北通路	大秦线	4	652	山西大同	河北秦皇岛
	朔黄线	3.5	598	山西神池	河北沧州黄骅港
	蒙冀线	2	1026	内蒙古鄂尔多斯	河北唐山曹妃甸港
中通路	瓦日线	2	1260	山西吕梁	山东省日照港
南北通路	蒙华线	2	1806.5	内蒙古鄂尔多斯	江西吉安

资料来源: 百度百科、环渤海新闻网、上证 e 互动、我的钢铁网、《国家发展改革委关于新建蒙西至华中地区铁路煤运通道可行性研究报告的批复》, 海通证券研究所整理

3.3.2 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

朔黄线于 1999 年建成, 是我国西煤东运的第二大通道和神华集团一体化工程的重要组成部分, 主要面向神华集团自身需求。截至 2020 年 6 月 1 日, 它由控股股东神华集团持股 52.72%, 由第二大股东大秦铁路持股 41.16%。我们认为上市公司对朔黄线的大量持股有效对冲了分流带来的负面影响。

线路西起山西省神池南站, 与神朔线相联, 东至河北省黄骅港, 主要承担神府、东胜地区煤炭外运。2017-2019 年, 朔黄铁路连续三年运量突破 3 亿吨。2019 年, 其配套下水港黄骅港实现煤炭吞吐量 2 亿吨, 超过了其设计产能 1.8 亿吨, 我们认为港口产能瓶颈限制了朔黄线运量的进一步提升, 限制了其对大秦线的分流能力。

图25 “三西地区”重要运煤通道示意图



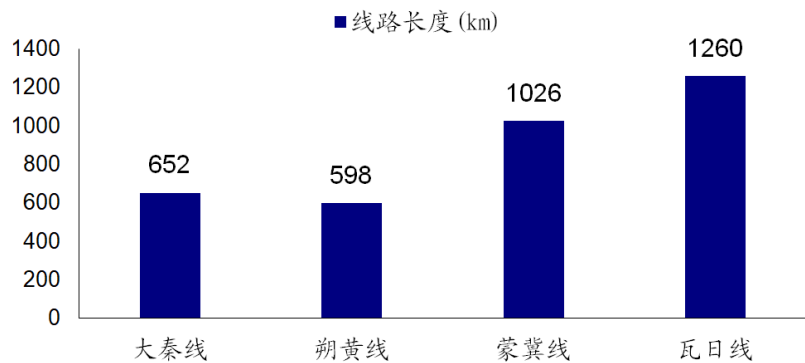
资料来源：百度地图，海通证券研究所整理

3.3.3 蒙冀线：运量大幅增长，但价高距远不占优势

蒙冀线于 2016 年年初全线贯通，是我国继大秦线、朔黄线之后的第三条煤炭运输通道。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，目前的设计运力为 2 亿吨/年。

蒙冀线开通时间较晚，目前运能仍未得到充分释放。根据鄂尔多斯煤炭网搜狐号，2017 年其全年运量仅为 745 万吨，次年在中铁总《2018-2020 年货运增量行动方案》的实施下，其运量实现大幅增长，完成货物运输 5405 万吨。尽管根据鄂尔多斯煤炭网搜狐号，蒙冀线今年两次下调运费，曹妃甸港也下调了包干费，但我们认为“蒙冀线—曹妃甸港”运输通道仍存在运距远、运费高等劣势。

图26 重要西煤东运通道长度比较



资料来源：公司官网、百度百科、中国建筑材料联合会，海通证券研究所整理

3.3.4 瓦日线：晋煤外运重要补充，货源地与大秦线错开

瓦日线于 2014 年底建成通车，西起山西省兴县瓦塘镇，东至山东日照港，形成中通路一条新的“西煤东运”能源运输动脉。瓦日铁路线路全长 1260 公里，配套下水港为日照港。

瓦日线是中铁总《2018-2020 年货运增量行动方案》的重点提升运力线路，根据鄂尔多斯煤炭网其 2018 年运量同比增长 70% 至 3395 万吨，但仍未完成当年的增运计划目标。我们认为基于其建成时间晚，运输距离长运输成本高等原因，目前它的货运量与

设计运能相比仍有很大的提升空间。此外，我们认为瓦日线的货源集中在山西中南部，而山西中南部不是大秦铁路的核心货源地，所以它对公司的分流风险可控。

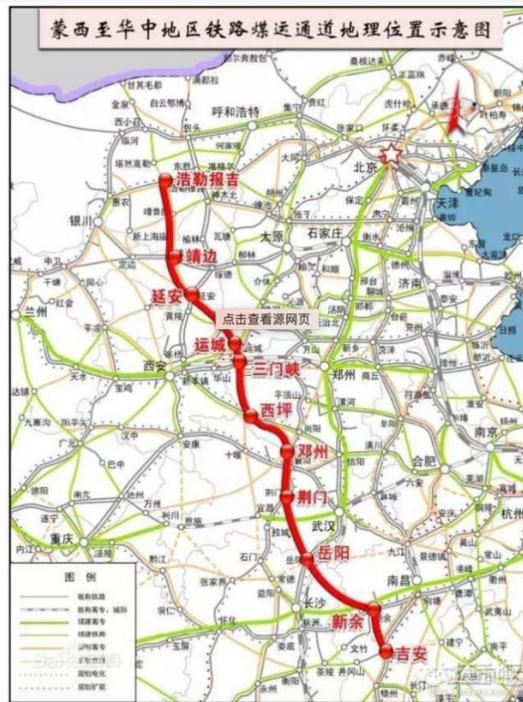
3.3.5 蒙华线：短期内仍处运量爬坡期，货源与消费地不完全重合

蒙华线也称为“浩吉铁路”，于2019年9月开通运营，北起内蒙古浩勒报吉，南至江西吉安，是我国北煤南运新通道的主要组成部分。此后，煤炭可以直接从三西地区运至华中区域。

从货源角度看，蒙华线与大秦线的货源稍有交叉，但并不完全重合：蒙华铁路的货物主要来自内蒙古鄂尔多斯地区和陕西榆林地区，而大秦铁路的货源则集中在山西北部和蒙西鄂尔多斯地区。从消费角度看，蒙华铁路的需求端主要为包括鄂湘赣三省在内的华中地区，而大秦线配套港口的大部分煤炭流向了我国东南沿海地区，因此蒙华铁路和大秦线需求端的重叠范围较小。

我们认为，短期内，蒙华铁路的运量仍处于爬坡阶段，对大秦铁路分流影响较小；中长期来看，我国煤炭产销错配形势严峻，随着华中地区经济发展加快和“公转铁”政策的实施，我国煤炭铁路运输需求旺盛，多条线路互补发展，分流效应不强。

图27 蒙华铁路示意图



资料来源：《出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》，海通证券研究所

4. 发行可转债，分红预案大礼包

4.1 320 亿可转债预计发行

2020 年 4 月 29 日公司发布公告，计划发行可转债 320 亿，债券期限为 6 年，募集资金用于收购中国铁路太原局集团有限公司国有授权经营土地使用权和中国铁路太原局集团有限公司持有的太原铁路枢纽西南环线有限责任公司 51% 股权。

a. 经营土地使用权。大秦铁路于 2010 年收购原太原铁路局运输主业相关资产和股权，但收购范围没包括运输主业所使用的土地。鉴于前次收购资产所涉及的房屋建筑物均已变更至公司名下，存在公司目前正在使用的土地与房屋建筑物权利人不一致的情况。

我们预计，通过收购正在使用的太原局集团公司授权经营土地使用权，将提升公司资产完整性，实现房地产权匹配，完善公司资产权属，保证生产经营稳定，提高资产使用效率。另一方面，由此前的租赁模式转为收购授权经营土地后，可降低大秦铁路因未来土地持续升值而导致的租金上涨风险，但短期或带来折旧增长。

b. 西南环线。大秦铁路股份有限公司所辖太原枢纽线路呈“一字型”单通道格局，通道能力紧张、作业繁忙，客货争能矛盾突出，一定程度制约了公司运输发展，且通道两侧用地基本开发完毕，已不具备扩建条件。

我们预计，西南环线可承接多条线路货流，运输市场需求充足，将持续增加货物列车开行对数。通过收购西南环铁路公司国铁股权，将增加枢纽运输组织的机动灵活性，打通南北车流交换通道，消除枢纽运输“瓶颈”制约。同时，由西南环线承担全部货物运输功能，实现枢纽内容货分线，推动运输衔接高效顺畅，可优化运输结构，助力“东融南承西联北拓”战略落实落地，助推公司运量持续提升，效益规模增长。

4.2 分红预案：2020-2022

长期以来，公司坚持采用现金分红的方式回馈股东，2010 年以来的分红率稳定在 50% 左右，截至 2020 年 7 月 1 日累计分红现金 775.7 亿元。我们认为，受煤炭产能和运输结构的调整，大秦线全年运量仍受到宏观经济影响或有所波动，净利润可能收到影响。按照过往公司的做法，即以净利润的 50% 左右进行分红，净利润的变动可能导致绝对分红收益的波动。

2020 年 4 月 29 日，公司发布《未来三年（2020 年-2022 年）股东分红回报具体规划》，承诺 2020-2022 年每股派发不低于 2018 年度的现金股利，即每年现金分红不低于 0.48 元/股，保证了可观的稳定股利收益。

5. 投资建议

5.1 关键假设

影响公司业绩的因素主要包括业务量的波动、铁路运价调整以及经营成本的控制等。我们预计公司核心资产大秦线的运量此前已触及产能天花板，未来有望呈现弱周期波动；铁路货运响应国家号召降低物流成本以及疫情期间减费让利，短期上调运价的可能性不大。

1) 运价方面：目前特殊运价与普货运价并轨，假设基价 1 和基价 2 保持不变，2020 - 2022 年运价上调幅度为 0%，即假设中暂不考虑运价上调的可能。

2) 运量方面：受疫情影响，大秦主线 2020 - 2022 年运量分别为 3.9 亿吨、4.3 亿吨和 4.35 亿吨。

3) 投资收益：考虑朔黄线、蒙华线以及唐港铁路运能以及市场环境，预计 2020 - 2022 年投资收益分别为 28/30/30 亿。

4) 客运收入：我们假设 2020 - 2022 年增长率为 -30%/50%/5%。

5) 成本方面：我们假设 2020 - 2022 年，人力成本增速为 0%/2%/2%，其他成本保持稳定，考虑到通货膨胀，假设年增速约为 -4.0%/3.9%/3.0%。

5.2 盈利预测

根据上述运价和运量方面的假设，我们经过测算预计公司 2020-2022 年货运收入增长率分别为 -7.5%/8.8%/1.0%。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 716/ 798/ 818 亿元，2020-2022 年公司归母净利润分别为 97/138/139 亿元，暂不考虑发行可转债转股的影响，对应 EPS 分别为 0.65/0.93/0.94 元/股。

表 8 公司营业收入分项预测表 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货运收入	59795	61172	55336	60191	60798
增速 (%)	41.4%	44.6%	-7.5%	8.8%	1.0%
客运收入	7358	7614	5151	7726	8112
增速 (%)	28.4%	3.5%	-30.0%	50.0%	5.0%
其他主营业务收入	9615	9258	9615	10096	10904
增速 (%)	56.7%	-3.7%	0.0%	5.0%	8.0%
其他业务收入	1577	1873	1500	1500	1500
增速 (%)	7.2%	18.8%	-19.9%	20.0%	11.1%
营业收入总计	78345	79917	71602	79813	81814
增速 (%)	35.5%	2.0%	-4.0%	11.5%	2.5%
营业成本总计	58902	61704	59221	61533	63359
增速 (%)	46.7%	4.8%	-4.0%	3.9%	3.0%
毛利率	24.8%	24.7%	17.3%	22.9%	22.6%

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

表 9 公司盈利预测表 (百万元)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	78345	79917	71602	79813	81814
二、营业成本	58902	61704	59221	61533	63359
三、营业利润	21311	19975	13934	19906	20052
四、税前利润	20706	19791	13984	19956	20102
减: 所得税	4560	4621	3203	4600	4624
五、净利润	16147	15171	10781	15356	15478
六、归属母公司所有者净利润	14544	13669	9713	13835	13945
总股本 (百万股)	14867	14867	14867	14867	14867
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.98	0.92	0.65	0.93	0.94

资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

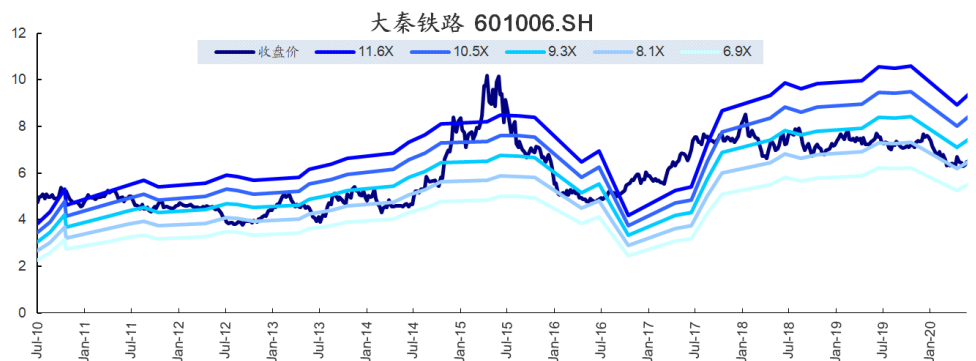
5.3 估值

高股息防御能力强, 凸显长期投资价值。疫情短期冲击大秦线运量, 预计 2020 年或实现运量 3.9 亿吨, 蒙华线分流影响将逐步均衡, 长期看公司产能仍有望达满。考虑公司给出的 2020-2022 年分红承诺, 未来三年股利收益稳定, 全球流动性宽松背景下, 高股息资产估值中枢有望提高, 给予 2020 年 PE 估值区间 10-12x, 对应合理价值区间 6.5-7.8 元。高股息率仍有吸引力, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 10 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601816	京沪高铁	0.24	0.17	0.26	27.6	39.5	26.2
601333	广深铁路	0.11	0.10	0.13	23.9	25.1	19.1
600125	铁龙物流	0.35	0.34	0.40	17.5	18.1	15.5
601006	大秦铁路	0.92	0.65	0.93	7.6	10.7	7.0
	均值	0.40	0.31	0.43	19.18	23.35	17.08

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除大秦铁路外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2020 年 7 月 8 日。

图 28 PE band


资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

- 1) 疫情影响经济恢复;
- 2) 动力煤需求不及预期;
- 3) 水电及进口煤超预期;
- 4) 铁路改革不及预期;
- 5) 铁路成本增长超预期;
- 6) 铁路运价调控。

附录：煤炭运输价格体系对比

我们认为，我国的煤炭运输方式主要以铁路运输（铁路直达、铁水联运）为主、公路运输为辅。

■ 铁路运输：“公转铁”稳固其主导地位，铁路运价不断市场化

我们认为铁路运输相较于公路运输具有运力大、能耗低、成本低、快捷稳定等优势，长期以来是煤炭的主要运输方式，尤其适合内陆地区的中长途运输。

近年来，国家发改委积极推进铁路货运价格的市场化改革，铁路运输企业可以根据市场供求情况自主确定具体运价水平，在规定的基准价基础上最高上浮 15%，下浮不限。

■ 水路运输：“两纵一横”

我们认为水路运输为煤炭外运的第二大运输通道：煤炭下水港拥有完善的铁路网络，常见的运输方式为“铁水联运”。我们认为水路运输具有运价低、运力大、可直达用煤企业专用码头等优势，以海路运输为主，内河运输为补充。

全国的煤炭物流通道网络中，水路通道包含“两纵一横”，即沿海纵向通路、京杭运河纵向通路以及长江、珠江-西江横向通路，以满足华东、华中、华南地区的煤炭需求。

目前，我国形成了以锦州、秦皇岛、天津、唐山、黄骅、青岛、日照、连云港等北方下水港，江苏、上海、浙江、福建、广东、广西、海南等南方接卸港，以及沿长江、京杭大运河的煤炭下水港为主体，组成的北煤南运水上运输系统。

■ 公路运输：分布最广泛

我们认为公路运输为铁、水路运输的补充：大型煤矿一般拥有自有铁路线连接国铁，汽运主要承担了铁路、港口的煤炭集疏运输，即解决了“货到门”的问题。

从运输成本来看，我们认为公路运输是所有煤炭运输方式中成本最高的。选取内蒙古煤炭交易中心 2020 年 5 月 22 日的鄂尔多斯煤炭公路运价行情，每吨公里的运价在 0.24 元-0.73 元之间。

我们认为，公路煤运多为中短途运输，尽管其运输成本最高，但对于铁路覆盖不到的区域或省内短途运输，公路通道仍能发挥其重要作用。

表 11 2020/5/22 鄂尔多斯煤炭公路运价行情

运输分类	详情	均价（元/吨公里）
长途	鄂尔多斯主要矿区出省至下游主要消费集散地的运价	0.24
中途	从鄂尔多斯市发往呼、包、等周边电厂和煤炭集散地的运价	0.50
短途	鄂尔多斯市境内的主要煤炭物流园区的短倒运价	0.73

资料来源：内蒙古煤炭交易中心，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	79917	71602	79813	81814
每股收益	0.92	0.65	0.93	0.94	营业成本	61704	59221	61533	63359
每股净资产	7.66	7.36	7.29	7.23	毛利率%	22.8%	17.3%	22.9%	22.6%
每股经营现金流	1.01	1.23	1.38	1.49	营业税金及附加	291	260	290	297
每股股利	0.00	1.00	1.00	1.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	198	179	199	204
P/E	7.57	10.65	7.48	7.42	营业费用率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
P/B	0.91	0.95	0.95	0.96	管理费用	717	629	706	722
P/S	1.29	1.45	1.30	1.26	管理费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
EV/EBITDA	4.79	5.27	3.90	3.72	EBIT	16997	11304	17076	17221
股息率%	0.0%	14.4%	14.4%	14.4%	财务费用	142	270	270	270
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	22.8%	17.3%	22.9%	22.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	17.1%	13.6%	17.3%	17.0%	投资收益	2989	2800	3000	3000
净资产收益率	12.0%	8.9%	12.8%	13.0%	营业利润	19975	13934	19906	20052
资产回报率	9.2%	6.7%	9.4%	9.4%	营业外收支	-183	50	50	50
投资回报率	11.2%	7.5%	11.4%	11.6%	利润总额	19791	13984	19956	20102
盈利增长 (%)					EBITDA	24329	19043	25512	26372
营业收入增长率	2.0%	-10.4%	11.5%	2.5%	所得税	4621	3203	4600	4624
EBIT 增长率	-7.1%	-33.5%	51.1%	0.9%	有效所得税率%	23.3%	22.9%	23.1%	23.0%
净利润增长率	-6.0%	-28.9%	42.4%	0.8%	少数股东损益	1501	1068	1521	1533
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	13669	9713	13835	13945
资产负债率	17.4%	18.5%	18.8%	19.0%					
流动比率	2.0	1.7	1.7	1.8	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.9	1.5	1.6	1.6	货币资金	15346	12854	13639	15029
现金比率	1.1	0.8	0.9	0.9	应收账款及应收票据	7628	6099	6860	7011
经营效率指标					存货	1501	1497	1543	1593
应收帐款周转天数	31.9	31.1	31.4	31.3	其它流动资产	4559	4881	5049	5149
存货周转天数	9.0	9.2	9.2	9.2	流动资产合计	29034	25331	27091	28782
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	长期股权投资	26533	26533	26533	26533
固定资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	固定资产	79944	80361	79090	78114
					在建工程	1821	2221	2421	2421
					无形资产	8972	9573	9931	10357
					非流动资产合计	119009	120443	119725	119177
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	148044	145774	146816	147959
净利润	13669	9713	13835	13945	短期借款	39	0	0	0
少数股东损益	1501	1068	1521	1533	应付票据及应付账款	3237	4515	4604	4771
非现金支出	7301	7739	8436	9150	预收账款	1174	1086	1198	1233
非经营收益	-2916	-2580	-2780	-2780	其它流动负债	9721	9730	10081	10413
营运资金变动	-4533	2410	-422	231	流动负债合计	14170	15331	15883	16416
经营活动现金流	15023	18350	20589	22079	长期借款	8983	8983	8983	8983
资产	-5178	-9123	-7668	-8553	其它长期负债	2667	2667	2667	2667
投资	-5990	0	0	0	非流动负债合计	11650	11650	11650	11650
其他	3209	2800	3000	3000	负债总计	25821	26981	27534	28066
投资活动现金流	-7958	-6323	-4668	-5553	实收资本	14867	14867	14867	14867
债权募资	-1446	-39	0	0	普通股股东权益	113881	109383	108351	107430
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	8342	9410	10931	12463
其他	-8747	-14481	-15136	-15136	负债和所有者权益合计	148044	145774	146816	147959
融资活动现金流	-10193	-14520	-15136	-15136					
现金净流量	-3129	-2492	785	1390					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李轩 交通运输行业
虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 白云机场、上海机场、申通快递、中国国航、春秋航空、深圳机场、吉祥航空

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒暄 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com