

### 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



联系人：汤学章

### 核心观点

**COVID-19 疫情冲击 1-2 月大秦线运量降 22.3%，沿海用电企业复工加速，需求反弹或推动运量恢复。历史水电很少连续两年高增长，火电需求增速反弹或推动 2020 年大秦线运量 4.1 亿吨，对冲部分疫情影响。国债收益率降至历史低点，仍存下降空间，2020 年业绩预期对应股息率 6.1%，大秦铁路吸引力提升。**

■ **第一通道，运量反弹。**作为西煤东运第一通道，大秦线 2017 年以来煤炭发送量占全国铁路 23% 以上，短运距、装载能力最强和运输配套最成熟构筑护城河。COVID-19 病毒疫情冲击煤炭运输上、下游，2020 年 1-2 月，大秦线日运量累计下降 22.3%。随着沿海用电企业复工，电煤需求反弹或推动 3 月大秦线运量 105 万吨。2003 年 SARS 对铁路货运的冲击有限，经济刺激政策推动运量大幅反弹，2003 年 12 月~2004 年 2 月铁路货运同增 12%~15%。疫情短期冲击大秦线运量，预计 2020 年或实现运量 4.1 亿吨左右，2021 年或再次超 4.4 亿吨。

■ **分流可忽略，需求改善部分对冲。**晋北、大同枢纽煤炭集入占比超 73%，2019 年自京包线集入或降至 700 万吨左右，蒙冀线分流已达极限。2019 年黄骅港煤炭吞吐 1.99 亿吨，港口产能瓶颈仍限制朔黄线分流能力。预计 2020 年浩吉铁路替换两湖一江海进江 1200 万吨左右，对大秦线影响有限。水电受来水量季节性影响、存在不确定性，从历史上来看水电很少连续两年高增长，预计 2020 年火电需求增速反弹将提升大秦线运量。疫情短期冲击大秦线运量，若火电需求改善有望对冲部分影响，预计 2020 年或实现运量 4.1 亿吨左右。

■ **运价或维持坚挺，社保政策降本 2.8 亿。**大秦线煤炭运输执行国铁 4 号运价，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。作为西煤东运的煤炭运输专线，供需相对刚性，除全路统一调价时大秦线同步调整外，一般局部线路运价调整影响有限。自 2020 年 2 月起各省市可根据受疫情影响情况和基金承受能力减免三项社会保险单位缴费部分，若 3 个月减半征收大秦铁路有望降本 2.76 亿，对应 2019 年净利润弹性为 2% 左右。

■ **利率历史低点，高股息布局正当时。**截至 3 月 13 日，国债到期收益率(10 年)收于 2.68%，创 2012 年以来的历史低点。全球降息潮或开启，中信证券研究部宏观组认为 1 年期 LPR 利率或仍存 10-30BPs 下调空间。若降息预期兑现，国债到期收益率(10 年)有望进一步下探，高分红优质龙头投资吸引力提升。目前大秦铁路估值不足 8 倍，假设 2020 年分红率维持 50%，对应股息率近 6.1%，低估值、高股息投资吸引力增强。铁路改革持续推进，未来大秦铁路经营机制有望进一步灵活，内部管理可改善空间较大，利好长期估值的提升。

■ **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，疫情控制不及预期。

■ **投资建议：**疫情短期冲击大秦线运量，预计 2020 年或实现 4.1 亿吨，2021 年业绩增速 14%。蒙冀线分流已达极限，朔黄线仍受制港口产能，分流影响可忽略。水电很少连续两年高增长，若火电需求改善有望对冲部分疫情影响。国债收益率降至历史低点，仍存下降空间，2020 年业绩预期对应股息率 6.1%，大秦铁路吸引力提升。我们调整公司 2019/20/21 年 EPS 预测 0.93/0.86/0.98 元(原预测 0.91/0.96/0.98 元)，对应 PE 为 7.5/8.2/7.2 倍，维持“买入”评级。

大秦铁路	601006
评级	买入(维持)
当前价	7.02 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	8.81/7.05 元
近 1 月绝对涨幅	-3.69%
近 6 月绝对涨幅	-9.85%
近 12 月绝对涨幅	-11.84%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55,636	78,345	81,068	81,810	86,651
营业收入增长率 YoY	24.7%	40.8%	3.5%	0.9%	5.9%
净利润(百万元)	13,350	14,544	13,893	12,786	14,600
净利润增长率 YoY	86.2%	8.9%	-4.5%	-8.0%	14.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.98	0.93	0.86	0.98
PE	7.8	7.2	7.5	8.2	7.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 16 日收盘价

## 目录

疫情短期冲击需求，复工加速运量迎反弹.....	4
疫情冲击大秦线 2 月运量降 26%，需求反弹 3 月或 105 万吨.....	4
复盘 SARS 冲击铁路货运有限，2020 年大秦线或 4.1 亿吨左右.....	5
分流影响可忽略，需求改善或对冲部分影响.....	7
格局重构大秦最赢，京包线分流或至极限.....	7
水电难有连续两年高增长，若需求改善或对冲部分疫情影响.....	11
大秦线运价或维持坚挺，社保减免或降本 2.8 亿.....	12
近 10 年国铁运价持续上行，大秦线执行国铁 4 号运价.....	12
相对蒙冀线价格优势明显，阶段性减免社保或降本 2.8 亿.....	14
利率历史低点，高股息布局正当时.....	16
风险因素.....	18
盈利预测及关键假设.....	18
关键假设.....	18
盈利预测.....	18

## 插图目录

图 1：2019 年正月十九~廿五电厂耗煤已恢复至 65~70 万吨高位.....	4
图 2：2017 年以来煤炭发送量占全国铁路 23%以上 .....	4
图 3：2 月大秦线煤炭日运量 81.8 万吨，创 2017 年以来最低水平.....	4
图 4：春运后 2 月 19 日~3 月 10 日铁路旅客发送量降幅仍 70%以上 .....	5
图 5：2017 年~2019 年全国铁路货运发送量同增 10.7%、9.3%和 7.2%.....	5
图 6：2020 年 1 月~2 月全国铁路累计发送货物逆势增长 0.6%.....	5
图 7：2003 年 5 月全国铁路客运量月度同比降幅达最大值 61.2%.....	6
图 8：2003 年 5 月、6 月全国铁路货运量同比增长 8.0%、10.0%.....	6
图 9：2003 年、2004 年全国铁路客运量同比增长 9.4%、11.0% .....	6
图 10：2005 年北同蒲、口泉、宁岢等线沿线装车占比 79.9% .....	7
图 11：2003 年大秦铁路货运量同比增长 18.4%至 1.22 亿万吨 .....	7
图 12：截至 3 月 12 日六大电厂场日均耗煤恢复至 50.7 万吨 .....	7
图 13：2018 年北同蒲、大同枢纽集入大秦线煤炭合计占比升至 73%.....	8
图 14：2018 年蒙西鄂尔多斯、包兰和包西沿线集入大秦线煤炭占比 18.8%、6.4%.....	8
图 15：大秦线煤源地集中在晋北、鄂尔多斯准格尔（包西线以东）和包兰、包西沿线.....	8
图 16：2018 年朔黄线完成煤炭运量同比增长 3.9%至 3.16 亿吨 .....	10
图 17：2019 年黄骅港实现煤炭吞吐 1.99 亿吨，远超设计产能 .....	10
图 18：浩吉铁路投运后煤炭运输格局示意图 .....	10
图 19：2019H1 水电、火电累实同增 11.8%、0.2%，下半年增速差值收窄.....	11
图 20：2019 年仅 8 月 6 大电厂日均耗煤量接近 75 万吨，5-6 月降幅均 10%以上 .....	11
图 21：2019 年大秦线完成货运量同比下降 4.4%至 4.31 亿吨.....	11
图 22：2010 年以来水电、火电存在一定替代效应 .....	12
图 23：2019 年火力、水力发电占比 68.8%、15.4%.....	12
图 24：2010 年以来水电很少连续两年高增长 .....	12
图 25：供需不平衡导致目前我国西煤东运，海运或江运至沿海电厂 .....	13
图 26：大秦线采用国铁 4 号运价：基价 1+基价 2*周转量 .....	13
图 27：2015 年以来基价 1 维持 16.3 元/吨.....	14
图 28：2018 年新调整运价基价 2 较特殊运价基本一致 .....	14
图 29：除 2016 年外，国铁货运运价持续上行，平均 1~2 年调整一次 .....	14
图 30：2018 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 .....	15
图 31：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 .....	15
图 32：若 3 个月减半征收大秦铁路有望降本 2.76 亿 .....	15
图 33：截至 2020 年 3 月 13 日中证红利指数超额收益率 21% .....	16
图 34：中证红利指数和国债到期收益率(10 年)具有明显替代效应 .....	16
图 35：2010 年以来公司分红率稳定在 50%左右.....	17
图 36：2018 年公司货币资金升至 185 亿，现金流充裕 .....	17
图 37：大秦铁路 PE 不足 8 倍，较美国可比公司 14~23 倍 PE 明显低估 .....	17

## 表格目录

表 1：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.....	9
---	---

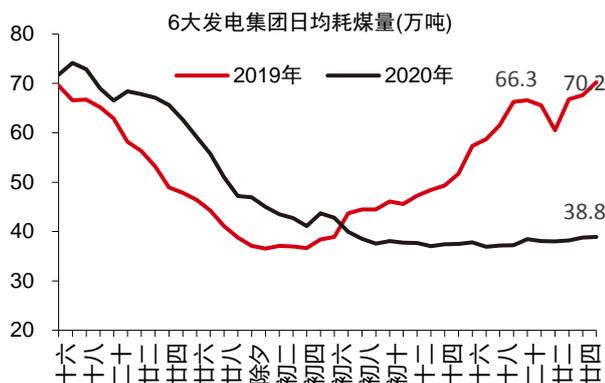
表 2：2017 年铁路货运最高上浮 15%，下浮不设限 .....	13
表 3：铁路货车延期占用费率表 .....	16
表 4：公司盈利预测 .....	18

## ■ 疫情短期冲击需求，复工加速运量迎反弹

### 疫情冲击大秦线 2 月运量降 26%，需求反弹 3 月或 105 万吨

疫情影响 2 月大秦线运量降 26%，目前蒙晋主要煤矿基本实现复产，电煤需求反弹加速运量恢复。作为西煤东运第一通道，大秦线 2017 年以来煤炭发送量占全国铁路 23% 以上，短运距、装载能力最强和运输配套最成熟构筑护城河。COVID-19 病毒疫情冲击铁路煤炭运输上下游，表现为上游煤矿企业复工复产滞后，下游电厂需求恢复弱于去年同期 (2019 年正月十九~廿五电厂耗煤已恢复至 65~70 万吨高位)，2020 年 2 月大秦线煤炭日运量降幅扩大至 25.6%，1-2 月累计降幅扩大至 22.3%。其中 2 月大秦线煤炭日运量 81.8 万吨，创 2017 年以来的最低水平。国家能源局披露，截至 2 月 22 日全国在产煤矿产能 31.7 亿吨，产能复产率达 76.5%。从草根调研来看，目前蒙晋主要煤矿基本实现复工复产。随着东南沿海用电企业复工，预计电煤需求反弹将推动大秦线运量恢复至正常水平。

图 1：2019 年正月十九~廿五电厂耗煤已恢复至 65~70 万吨高位



资料来源：秦皇岛煤炭网，中信证券研究部

图 2：2017 年以来煤炭发送量占全国铁路 23% 以上



资料来源：大秦铁路公告，中信证券研究部

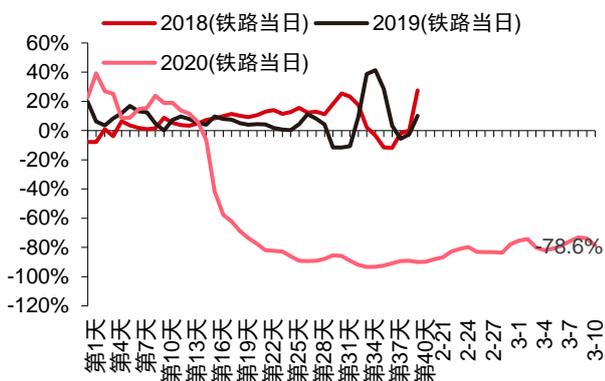
图 3：2 月大秦线煤炭日运量 81.8 万吨，创 2017 年以来最低水平



资料来源：大秦铁路公告，中信证券研究部

疫情对铁路货运冲击较弱，前 2 个月累计发送货物逆势增长 0.6%，需求反弹大秦线 3 月日运量或 105 万吨。COVID-19 病毒疫情严重冲击铁路客运量，2020 年春运铁路旅客发送量累计同比下降 47.3%，春运后 2 月 19 日~3 月 10 日铁路旅客发送量降幅仍 70% 以上，多条干线高铁运能保持低位。相对于客运流量大幅下滑，铁路货运影响相对较小，2020 年 1 月~2 月全国铁路累计发送货物逆势同比增长 0.6%。受益运输结构调整带来公转铁，2017 年~2019 年全国铁路货运发送量同增 10.7%、9.3% 和 7.2%。上游主要煤矿基本复工背景下，大秦线运量主要受制于动力煤需求提升缓慢，随着全国工业企业复工复产加速，3 月大秦线日运量或恢复至 105 万吨左右。

图 4：春运后 2 月 19 日~3 月 10 日铁路旅客发送量降幅仍 70% 以上



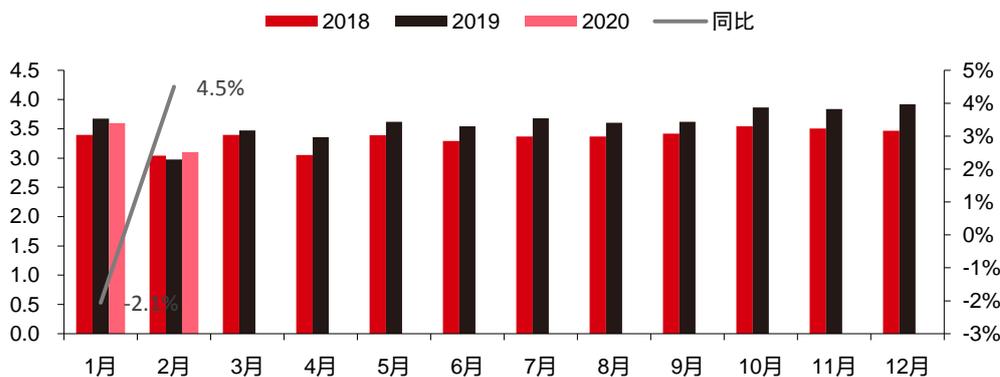
资料来源：交通运输部官网，中信证券研究部

图 5：2017 年~2019 年全国铁路货运发送量同增 10.7%、9.3% 和 7.2%



资料来源：国家铁路局公告，中信证券研究部

图 6：2020 年 1 月~2 月全国铁路累计发送货物逆势增长 0.6%



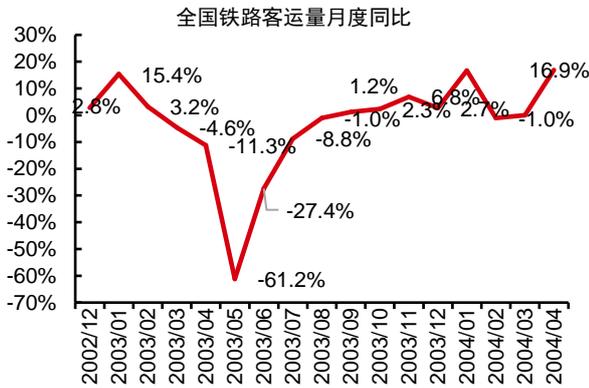
资料来源：国家铁路局公告，中信证券研究部。 单位：亿吨

### 复盘 SARS 冲击铁路货运有限，2020 年大秦线或 4.1 亿吨左右

2003 年 SARS 对铁路货运的冲击有限，经济刺激政策推动运量大幅反弹，2003 年 12 月~2004 年 2 月铁路货运同增 12%~15%。SARS 最早 2002 年 11 月广东发现首例，爆发期为 5 月~6 月，7 月基本结束。爆发期疫情严重冲击铁路客运量，疫情爆发对铁路货运量影响有限，但第二年铁路货运亦迎来大幅反弹。2003 年 5 月铁路客运量月度同比降

幅达最大值 61.2%，但 5 月、6 月铁路货运量同比增长 8.0%、10.0%。铁路货运以大宗商品为主，主要货种包括煤炭、钢铁及矿石等，其波动主要与上游原材料的需求周期相关。经济刺激政策推动运量出现明显大幅反弹，2003 年 12 月~2004 年 2 月铁路货运同比增长 12%~15%(较 2003 年增速高 3~5pcts)，2004 年铁路货运较量增速同比提升 1.6pcts。

图 7：2003 年 5 月全国铁路客运量月度同比降幅达最大值 61.2%



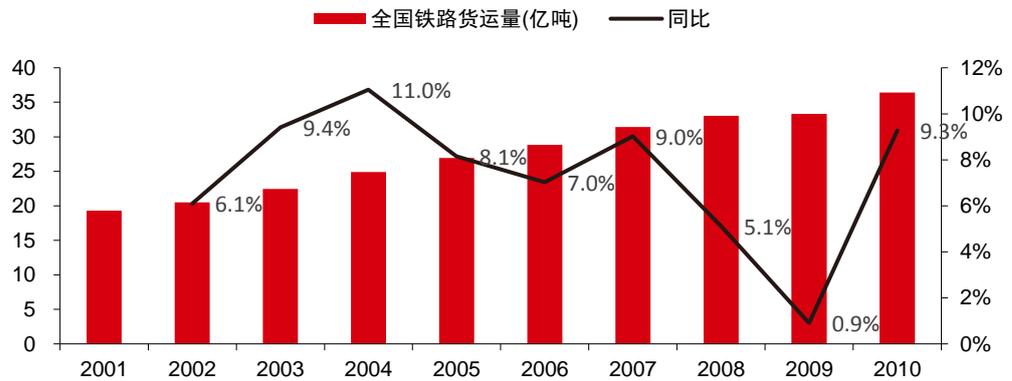
资料来源：国铁集团公告，中信证券研究部

图 8：2003 年 5 月、6 月全国铁路货运量同比增长 8.0%、10.0%



资料来源：国铁集团公告，中信证券研究部

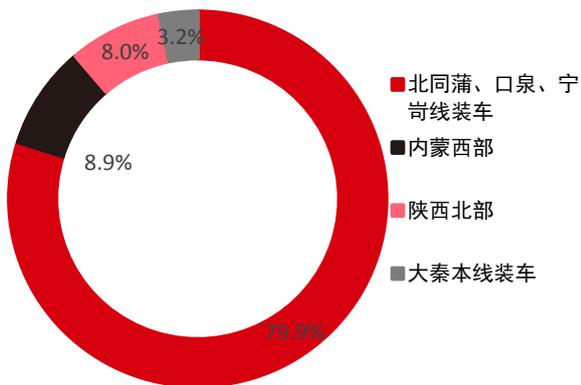
图 9：2003 年、2004 年全国铁路客运量同比增长 9.4%、11.0%



资料来源：国铁集团公告，中信证券研究部。

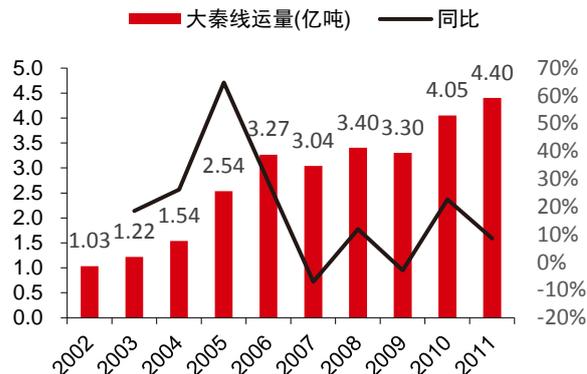
**SARS 爆发时大秦线处运量高增长、资产重组、产能提升阶段，2010 年运量首次突破 4 亿吨。**2006 年大秦铁路完成 A 股上市，2005 年公司大部分煤炭运量来自于晋北地区，北同蒲、口泉、宁岢等线沿线装车(占比 79.9%)；部分来自于蒙西和陕西北部，通过大秦线、神朔线等输送到大秦铁路(占比 8.9%、8.0%)。SARS 爆发的 2003 年大秦铁路处于资产重组、产能提升运量高增长阶段，2003 年大秦铁路货运量同比增长 18.4%至 1.22 亿吨。2005 年收购北同蒲、丰沙大铁路并完成大秦线 2 亿吨扩能改造，运量同比提升 64.8%至 2.54 亿吨，2010 年大秦线完成 4 亿吨扩能改造、且货运量首次突破 4 亿吨。

图 10: 2005 年北同蒲、口泉、宁肯等沿线装车占比 79.9%



资料来源: 大秦铁路招股说明书, 中信证券研究部

图 11: 2003 年大秦铁路货运量同比增长 18.4%至 1.22 亿万吨



资料来源: 大秦铁路招股说明书, 中信证券研究部 注: 2005 年收购北同蒲、丰沙大铁路

**复工加速推动需求反弹, 2020 年或实现运量 4.1 亿吨左右, 2021 年或再次超 4.4 亿吨。** 2020 年春节初一~初六日均耗煤量 41~45 万吨, 较去年农历同期高 10%~23%。受 COVID-19 病毒疫情影响东南沿海企业复工率滞后, 2020 年春节初七之后, 6 大发电集团耗煤量较去年同期表现分化。2020 年春节初七至春运结束, 6 大发电集团日均耗煤量 37~40 万吨低位震荡, 表明沿海工业企业用电需求低于预期、复工率处低位。相比去年同期持续上行(2019 年正月十九~廿五电厂耗煤恢复至 65~70 万吨高位)。随着复工加速, 截至 3 月 12 日六大电厂场日均耗煤恢复至 50.7 万吨, 需求反弹或推动 3 月大秦运量 105 万吨左右。近年来煤炭产能、运能格局重构背景下, 大秦线煤炭运量维持高位确定性提升。疫情短期冲击大秦线运量, 预计 2020 年或实现运量 4.1 亿吨左右, 2021 年或再次超 4.4 亿吨。

图 12: 截至 3 月 12 日六大电厂场日均耗煤恢复至 50.7 万吨



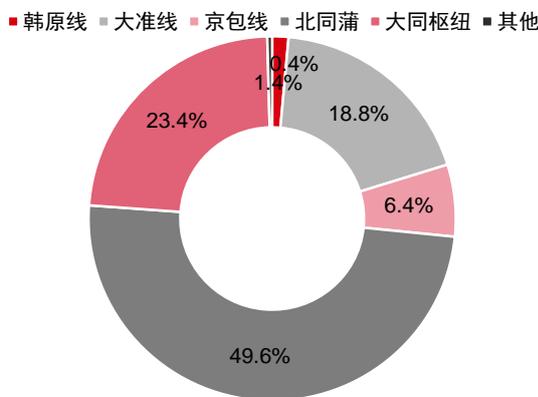
资料来源: 秦皇岛煤炭网, 中信证券研究部。

## ■ 分流影响可忽略, 需求改善或对冲部分影响

格局重构大秦最赢, 京包线分流或至极限

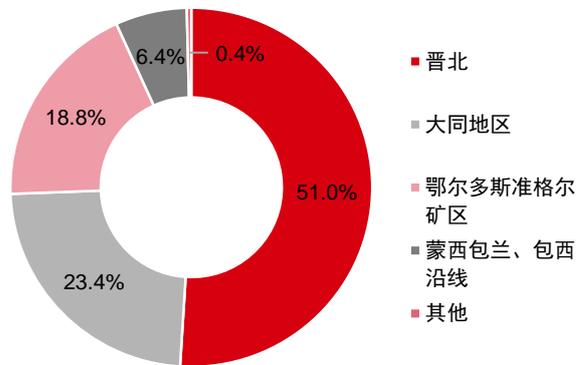
晋北、大同枢纽煤炭集入占比超 73%，2019 年古店口接入或降至 700 万吨，蒙冀线分流已达极限。2018 年大秦铁路进行煤源结构调整，增加北同蒲、大同枢纽等公司作为承运人的山西北部煤炭集入量，2018 年两地煤炭计入占比提升 10.2pcts 至 73%。2018 年鄂尔多斯准格尔矿区集入大秦线煤炭基本持平，自京包线(古店口)集入减少 38.8%至 2877 万吨，蒙西煤炭合计减少集入 1550 万吨，2019 年古店口接入煤炭或进一步减少 2100 万吨左右。截至目前古店口集入大秦线煤炭减少近 4000 万吨，料主要分流至蒙冀线，2018 年蒙冀线运量同增 491.6%至 5405 万吨，动力煤需求承压背景下 2019 年或仍维持正增长。2019 年自京包线集入煤炭或降至 700 万吨左右，鄂尔多斯准格尔矿区的煤炭大秦线存在明显性价比优势，未来京包线进入煤炭或维持稳定，蒙冀线分流已达极限。

图 13: 2018 年北同蒲、大同枢纽集入大秦线煤炭合计占比升至 73%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14: 2018 年蒙西鄂尔多斯、包兰和包西沿线集入大秦线煤炭占比 18.8%、6.4%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 15: 大秦线煤源地集中在晋北、鄂尔多斯准格尔 (包西线以东)和包兰、包西沿线



资料来源：公司公告

**运距最短、装载能力最强、配套最成熟，大秦线竞争优势凸显。**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。浩吉铁路为北煤南运铁路通道，主要满足湖南、湖北和江西煤炭需求。截至目前，预计大秦线运输山西北部煤炭占比 75%左右，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，国铁集团《2018-2020 年铁路货运增量行动方案》提出大秦线 4.5 亿吨运量目标，其他通道分流效应减弱。

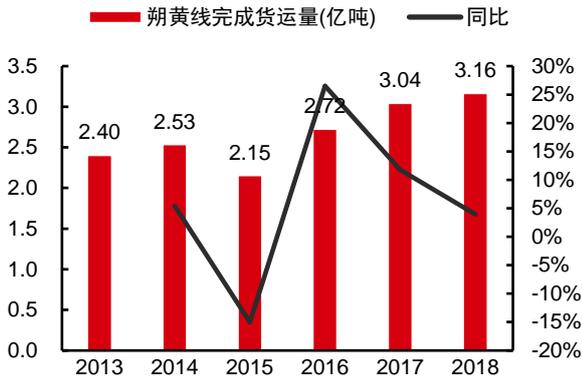
表 1：煤炭运输格局重构，大秦线具有短运距、装载力最强和配套最成熟的优点

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
浩吉铁路	2019-9	陕西北部、内蒙西部	北煤南运	湖北、湖南和江西	1814	I 级

资料来源：国铁集团，中信证券研究部

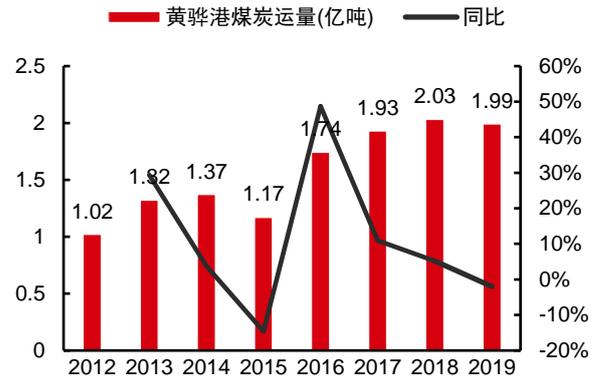
**朔黄线分流影响减弱，港口瓶颈限制明显。**从历史来看，西煤东运主通道中对大秦线影响最大为朔黄线，2016 年朔黄线运量同比增长 5700 万吨，而大秦线减少 4600 万吨，分流影响超预期。朔黄铁路为连接陕西、内蒙古至黄骅港的西煤东运的第二大通道，途径神木、神池、朔州等产煤基地，主要承担神府、东胜地区煤炭外运。控股股东神华集团持股 52.7%，第二大股东大秦铁路持股 41.2%。2015 年准池线开通后大准线和朔黄线联通，不含铁路建设基金及运距带来价格优势，分流部分晋北和准格尔煤源。经历 2016、2017 年运量高增长，2018 年朔黄线完成煤炭运量同比增长 3.9%至 3.16 亿吨，预计产能上限或 3.5 亿吨。2019 年黄骅港实现煤炭吞吐 1.99 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 16: 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

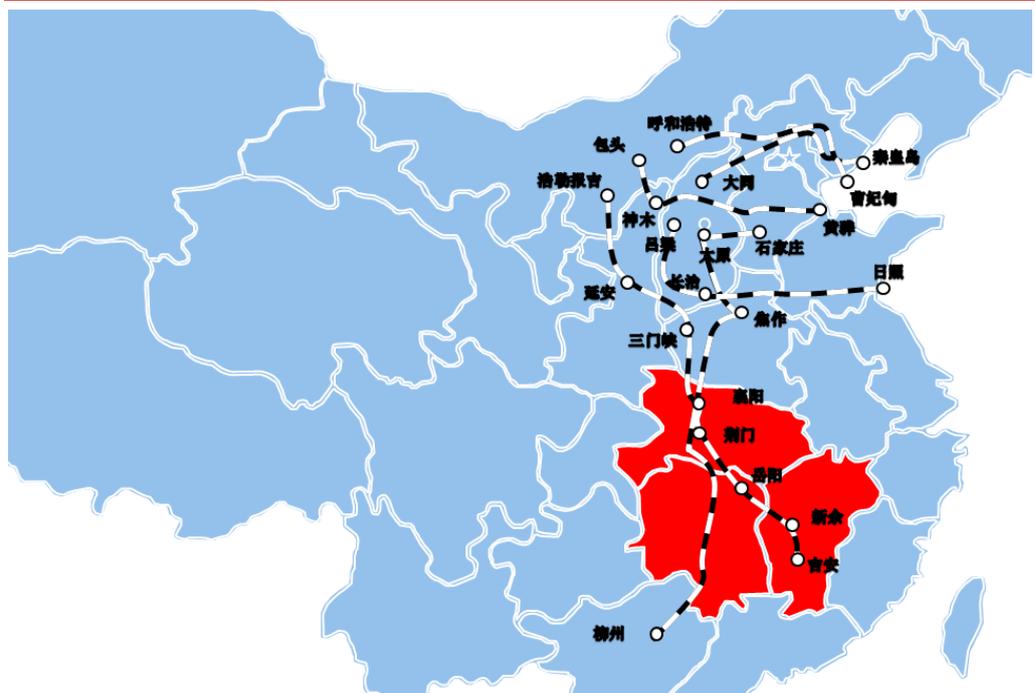
图 17: 2019 年黄骅港实现煤炭吞吐 1.99 亿吨, 远超设计产能



资料来源: wind, 中信证券研究部

**满足两湖一江煤炭需求缺口, 预计 2020 年替换海进江 1200 万吨, 集疏运体系完整性成为重要影响因素。**我们在浩吉铁路通车对大秦铁路分流影响专题《浩吉铁路分流可控, 高股息吸引力增强》报告(2019-10-14)中, 对浩吉铁路至两湖一江地区铁路直达、海进江煤炭运输经济性对比。综合对比来看, 经浩吉铁路直达调入煤炭价格优势主要集中在湖北省, 湖南部分地区有一定价格优势, 江西地区海进江调入煤炭更具价格优势。预计 2020 年两湖一江地区(湖北、湖南和江西)电煤缺口升至 1.2 亿吨, 随着本地产能退出和电厂需求增长电煤缺口进一步扩大, 预计鄂尔多斯和榆林煤炭通过浩吉铁路满足三省煤炭需求。2018 年湖北省海进江调入电煤 2081 万吨, 考虑集疏运体系完整性, 预计 2020 年浩吉铁路替换两湖一江海进江 1200 万吨左右, 对大秦线影响有限。

图 18: 浩吉铁路投运后煤炭运输格局示意图

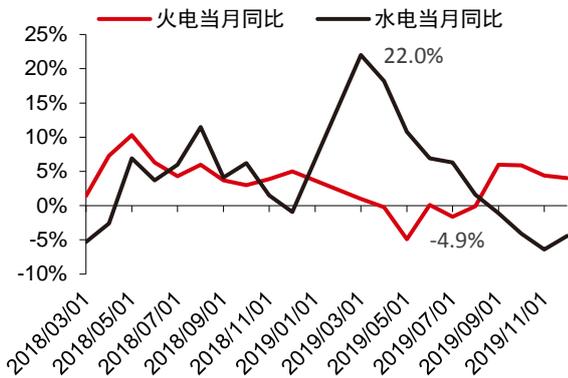


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部绘制 注: 标红部分为湖北、湖南和江西

## 水电难有连续两年高增长，若需求改善或对冲部分疫情影响

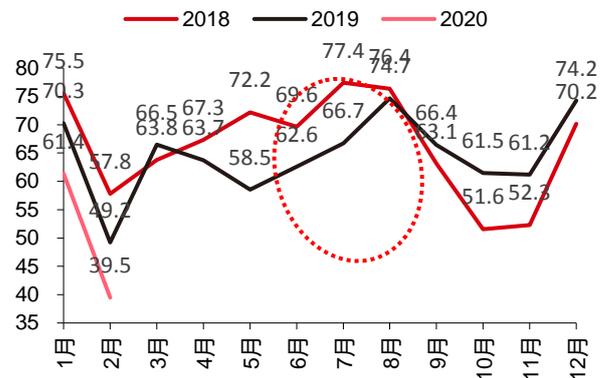
水电需求强劲压制煤炭运量增长，期待火电需求改善对冲部分疫情影响。2019 年上半年水电增长强劲压制火电需求，全社会发电量同比增长 3.3%，其中水电增速提升 8.9pcts 至 11.8%，而火电增速下降 7.8pcts 仅微增 0.2%，能源结构中火电发电量所占比重下降 2.1pcts。用电需求旺季，2019 年仅 8 月 6 大电厂日均耗煤量接近 75 万吨，5-6 月同比降幅均 10% 以上。受工业用电需求偏弱、电厂高库存和上半年水电强劲的影响，2019 年大秦线完成货运量同比下降 4.4% 至 4.31 亿吨。

图 19：2019H1 水电、火电累计同增 11.8%、0.2%，下半年增速差值收窄



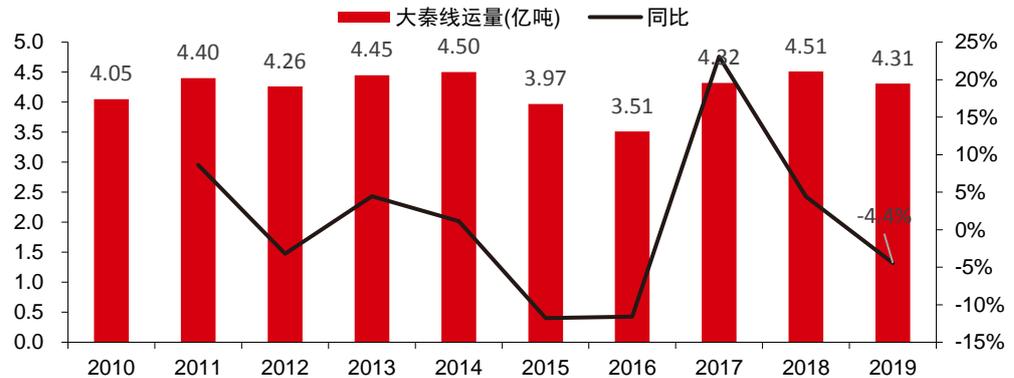
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：2019 年仅 8 月 6 大电厂日均耗煤量接近 75 万吨，5-6 月降幅均 10% 以上



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 单位：万吨

图 21：2019 年大秦线完成货运量同比下降 4.4% 至 4.31 亿吨

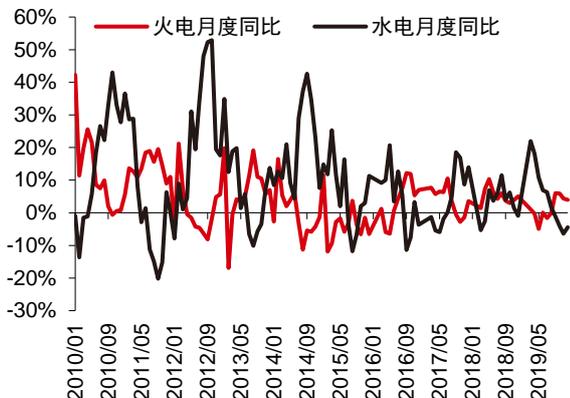


资料来源：公司公告，中信证券研究部

历史看水电很少连续两年高增长，火电需求改善有望对冲部分疫情影响，2020 年大秦线或实现运量 4.1 亿吨左右。2019 年火力、水力发电占比 68.8%、15.4%，水电和新能源产能提升冲击火电需求。复盘 2010 年以来水电、火电产能增速，二者之间存在一定替代效应，但火力发电占比 65% 以上、仍为主要电力来源。就水电影响看，来水波动性影响水电产出、挤压火电耗煤需求，从而影响大秦线煤炭运量。水电受来水量季节性影响、存在不确定性，从历史上来看水电很少连续两年高增长，预计 2020 年火电需求增速反弹提

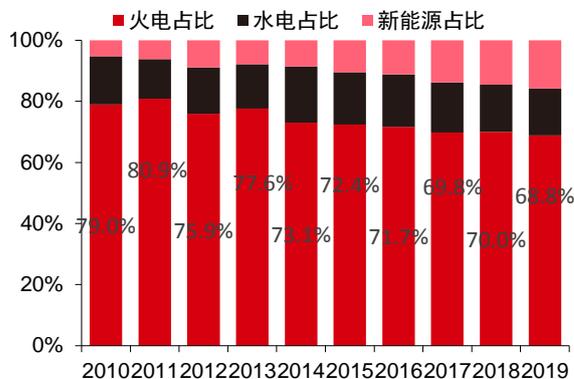
升大秦线运量。疫情短期冲击大秦线运量，若火电需求改善有望对冲部分影响，预计 2020 年或实现运量 4.1 亿吨左右。

图 22：2010 年以来水电、火电存在一定替代效应



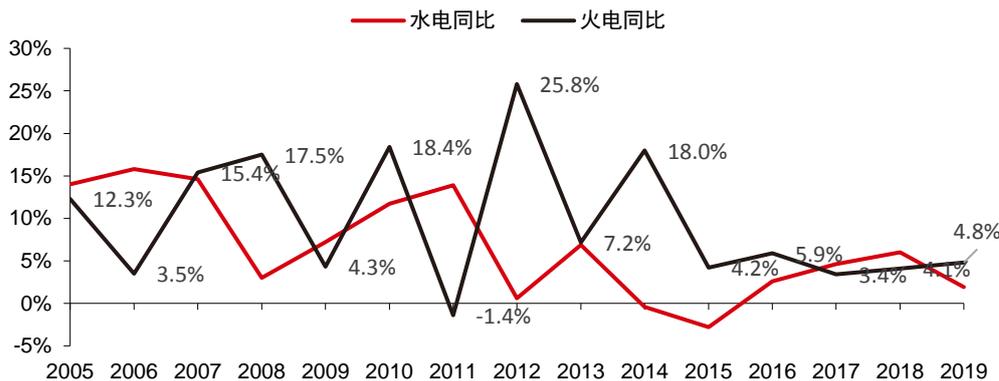
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 23：2019 年火力、水力发电占比 68.8%、15.4%



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 24：2010 年以来水电很少连续两年高增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

## ■ 大秦线运价或维持坚挺，社保减免或降本 2.8 亿

### 近 10 年国铁运价持续上行，大秦线执行国铁 4 号运价

大秦线煤炭运输执行国铁 4 号运价。截至 2019 年底我国三西地区煤炭产量占比升至 70.1%，同比提升 1.6pcts，煤炭产能延续向三西地区集中趋势。煤炭需求主要分布在东部沿海电厂，供需不平衡导致目前我国西煤东运，海运或江运至沿海电厂。与大秦铁路相关主要是铁路运费，包括运价和其他费用两部分，大秦线采用国铁 4 号运价。今年来国铁货运市场化加速，2017 年铁路运输企业上浮不超过 15%、下浮不限。

图 25：供需不平衡导致目前我国西煤东运，海运或江运至沿海电厂

	1	→	2	→	3	→	4	→	5
运输节点	煤矿		铁路站台		离岸港口		到岸港口		发电集团
运输方式			铁路/公路		铁路		海运/江运		铁路/公路
价格	坑口价		车板价		平仓价		到岸价		进厂价
主要费用			短倒费		站板费		铁路运费		装卸费
					装卸费		堆场费		江运费
					货车滞留费				

资料来源：大秦铁路招股说明书，中信证券研究部

表 2：2017 年铁路货运最高上浮 15%，下浮不设限

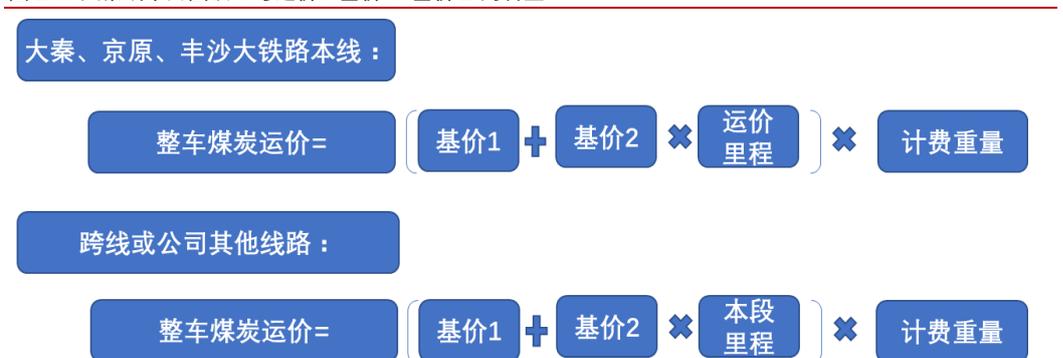
日期	通知名称	通知内容
2014	《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》	放开铁路散货快运、铁路包裹运输和社会资本投资控股新建铁路货运价格，实现市场化定价。国家铁路货物统一运价率提高 1.5 分/吨公里。
2015	《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》	国家铁路货物统一运价率平均提高 1 分/吨公里，并作为基准价，建立浮动机制，上浮不超过 10%，下浮不限。大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭运价率提高 1 分/吨公里。
2017	《深化铁路货运价市场化改革等有关问题的通知》	铁路集装箱、零担货物和整车运输 12 个货物品类运输价格实行市场调节；实行政府指导价的全车运输各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

**公司运价执行分两部分，若取消铁路建设基金运价与朔黄线持平。**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，属代国铁集团收取，若取消铁路建设基金运价与朔黄线持平。

大秦线采用国铁 4 号运价：基价 1+基价 2\*周转量，其中基价 1 位发到基价，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。公司运价执行包含两部分：(1)大秦、京原、丰沙大铁路本线（指发、到站均在本线的煤炭）；(2)存在跨线运输部分或公司其他线路。

图 26：大秦线采用国铁 4 号运价：基价 1+基价 2\*周转量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

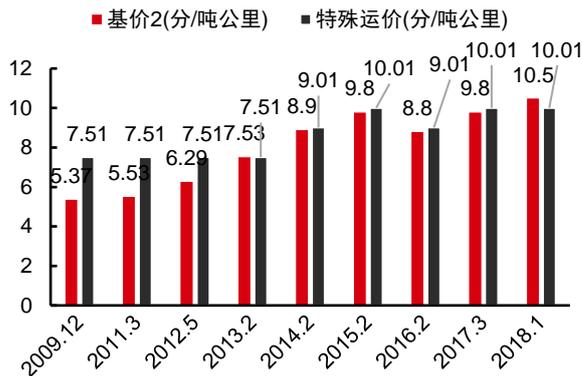
除 2016 年外，国铁运价持续上行，目前特殊运价和基价 2 基本一致。2009 年以来铁路货运市场化加速，国铁集团可根据供需结构对国铁统一运价和特殊运价进行调整，并经国家发改委批准。国铁货运平均运价市场化不断深入，除 2016 年国铁煤炭运价平均每吨公里降低 1 分外，2009 年以来国铁货运平均运价保持上行，平均 1~2 年调整一次。在较长历史时期，基价 2 低于大秦本线执行的特殊运价。2009 年以来差距逐渐缩小，2018 年新调整运价基价 2 较特殊运价高 4.9%，基本一致。

图 27：2015 年以来基价 1 维持 16.3 元/吨



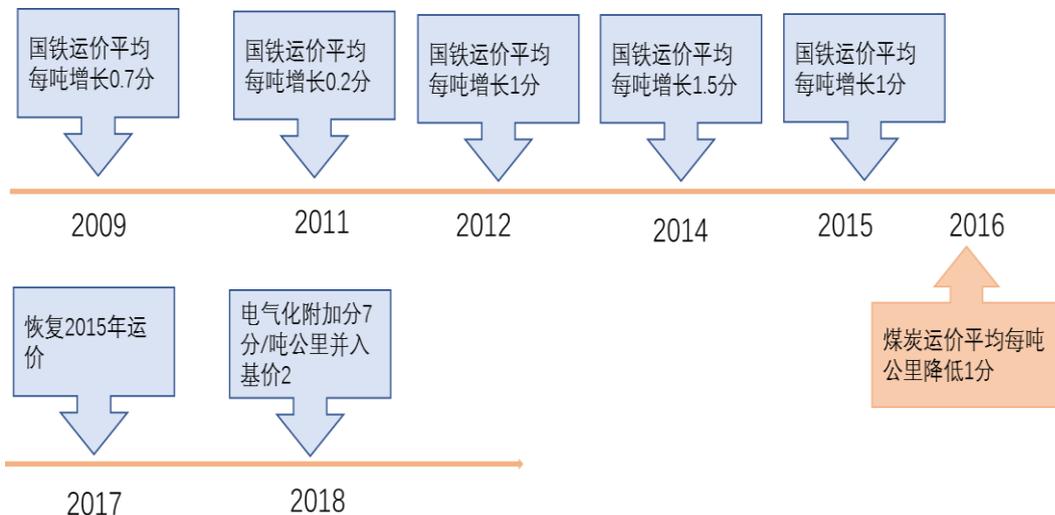
资料来源：国铁集团，《铁路货运运价规则》，中信证券研究部

图 28：2018 年新调整运价基价 2 较特殊运价基本一致



资料来源：国铁集团，《铁路货运运价规则》，中信证券研究部

图 29：除 2016 年外，国铁货运运价持续上行，平均 1~2 年调整一次



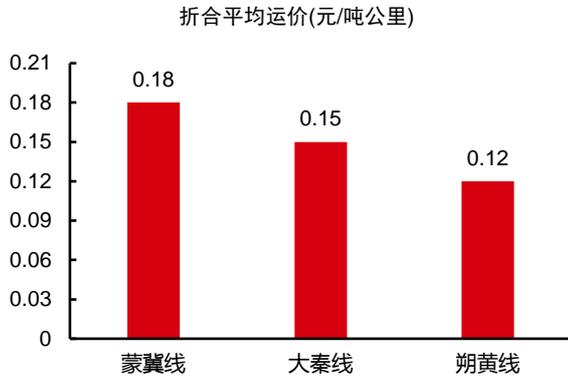
资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部

### 相对蒙冀线价格优势明显，阶段性减免社保或降本 2.8 亿

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，预计全年大秦线运价维持坚挺。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征收铁路建设基金，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、

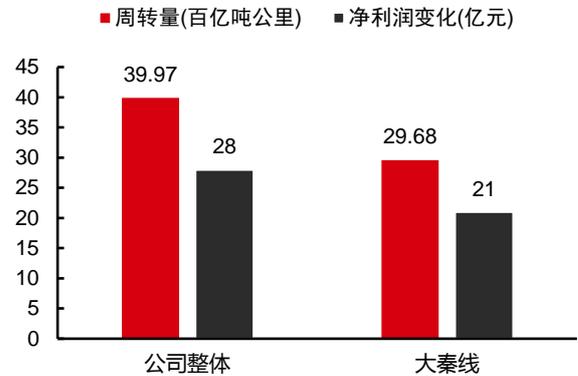
2968 亿吨公里，假设平均运价提高 1 分对应净利润增量为 28 亿、21 亿。大秦线作为西煤东运的煤炭运输专线，供需相对刚性，除全路统一调价时大秦线运价会同步调整外，一般局部线路运价调整影响有限。

图 30：2018 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：国铁集团，公司公告，中国神华年报，中信证券研究部

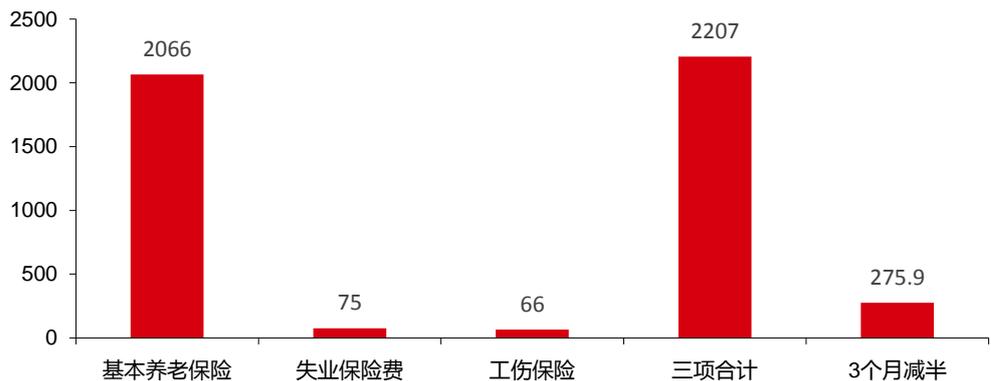
图 31：假设平均运价提高 1 分，公司、大秦线对应净利润增量为 28 亿、21 亿



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**阶段性减免社保费用降成本，若 3 个月减半征收或降本 2.76 亿。**2 月 21 日人社部、财政部、税务总局发布《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》，自 2020 年 2 月起各省市可根据受疫情影响情况和基金承受能力减免三项社会保险单位缴费部分。对大型企业等可不超过 3 个月减半征收，2018 年大秦铁路基本养老保险、失业保险和工伤保险分别 20.7 亿、0.75 亿和 0.66 亿，若 3 个月减半征收大秦铁路有望降本 2.76 亿，对应 2019 年净利润弹性 2%左右。

图 32：若 3 个月减半征收大秦铁路有望降本 2.76 亿



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。 单位：百万元

**铁路货运杂费减半影响百万级，整体影响较小。**国铁集团公告，2020年3月6日~6月30日对部分铁路货运杂费实施阶段性减半核收政策，预计向企业和货主让利约3.8亿元，助力降低企业物流成本，支持企业复工复产。减半收取铁路保价、集装箱延期使用、货车滞留等铁路运杂费。相关杂费主要包括铁路保价、集装箱延期使用、货车滞留等部分，煤炭保价率0.1%叠加铁路货车延期占用费预计百万级别，2019年公司净利润或139亿，整体影响较小。

表3：铁路货车延期占用费率表

计费时间	1~10小时	11~20小时	21~30小时	30小时以上
机冷车	8	16	24	32
罐车	5	10	15	20
其他火车	4.4	8.8	13.2	17.6

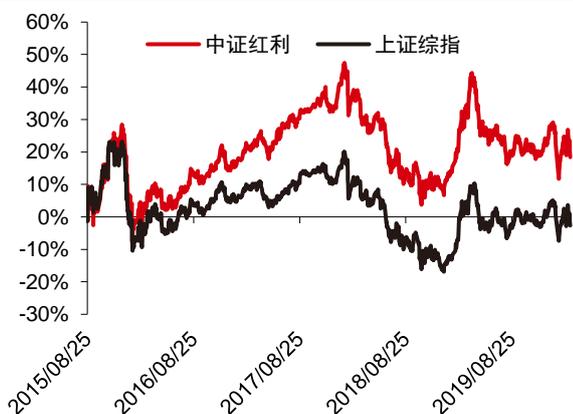
资料来源：国铁集团《铁路货车延期占用费核收暂行办法》，中信证券研究部

## 利率历史低点，高股息布局正当时

截至2020年3月13日中证红利指数超额收益率21%，中证红利指数和国债到期收益率(10年)具有明显替代效应。现金分红为投资者获取投资收益的重要形式之一，分红回报是公司成长中最稳定的部分。选取2015年8月25日为基数，中证红利指数大部分时间跑赢上证综指，截至2020年3月13日中证红利指数超额收益率21%。中证红利指数和国债到期收益率(10年)具有明显替代效应，利率快速下降高分红优质龙头投资吸引力提升，利率上行阶段低Beta品种跌幅较小，防御属性强。

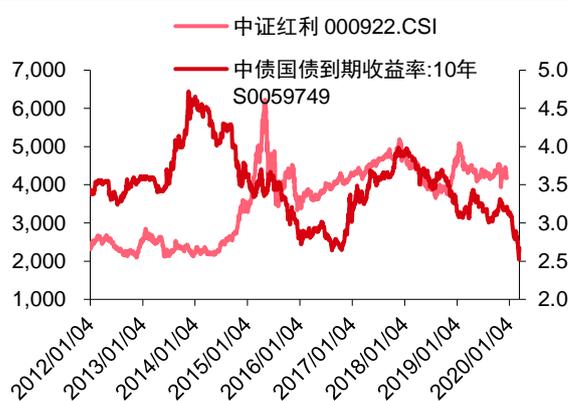
**国债到期收益率(10年)创2012年以来的历史低点，进一步下探提升高分红优质龙头吸引力。**3月3日美联储宣布紧急降息50个基点，澳大利亚、马来西亚等陆续下调利率，全球降息潮或开启。中信证券研究部宏观组认为Q2实体需求回暖、CPI通胀压力下行而PPI仍处低位，或是较好利率调降时机，1年期LPR利率或存10-30BPs下调空间。截至3月13日国债到期收益率(10年)收于2.68%，创2012年以来的历史低点。若降息预期兑现，国债到期收益率(10年)有望进一步下探，高分红优质龙头投资吸引力将望进一步提升。

图33：截至2020年3月13日中证红利指数超额收益率21%



资料来源：wind，中债估值中心，中信证券研究部

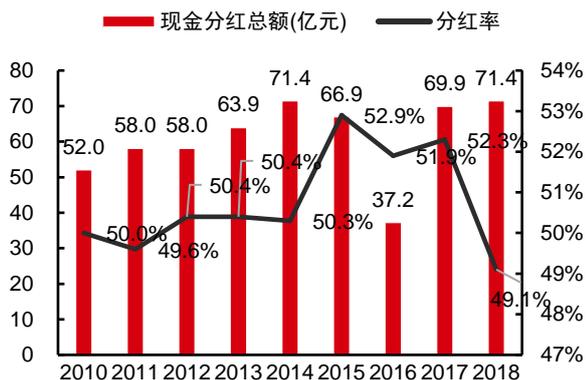
图34：中证红利指数和国债到期收益率(10年)具有明显替代效应



资料来源：wind，中债估值中心，中信证券研究部

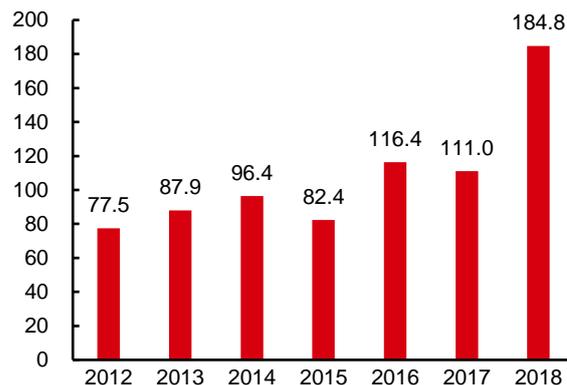
**优质防守龙头，低估值、高股息投资吸引力增强。**公司坚持采用现金分红的方式回馈投资者，2010年以来分红率稳定在50%左右，累计分红现金549亿。煤炭产能和运输格局的重构，公司受宏观经济影响减弱，未来或维持4.5亿吨左右的运量。公司现金流充裕，2019年计划资本开支40亿元处于合理水平，基本面稳健分红稳定。目前大秦铁路估值不足8倍，假设2020年分红率维持50%，对应股息率6.1%，优质防守龙头，低估值、高股息投资吸引力增强。

图 35：2010 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

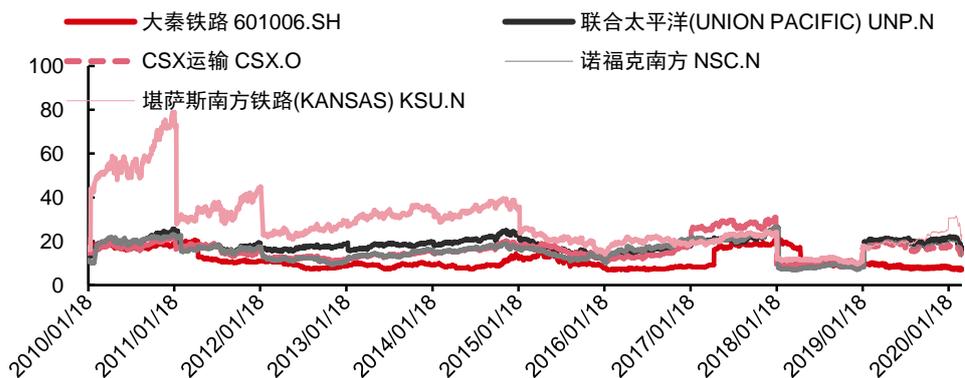
图 36：2018 年公司货币资金升至 185 亿，现金流充裕



资料来源：大秦铁路年报，中信证券研究部

**交通强国、铁路先行，提质增效利好长期估值提升。**2020 年铁路工作会议指出，聚焦交通强国、铁路先行，未来要扩大铁路市场份额，并且以效益为导向，提升路局的经营效率。未来大秦铁路经营机制有望进一步灵活，内部管理可改善空间较大，利好长期估值的提升。作为铁路煤炭运输龙头，2019 年业绩指引下 PE 不足 8 倍，较美国可比公司 14~23 倍 PE 明显低估，低估值核心稀缺资产吸引力提升。

图 37：大秦铁路 PE 不足 8 倍，较美国可比公司 14~23 倍 PE 明显低估



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 4.31 亿吨、4.11 亿吨和 4.45 亿吨。
2. 2019-2021 年分红率维持 50%。
3. 2019-2021 年人工成本增速 8.3%、6.9%和 6.1%

### 盈利预测

基于业务分析和业务假设，预计 2019-2021 年公司收入分别为 811 亿、818 亿、866 亿元。疫情短期冲击大秦线运量，预计 2020 年或实现运量 4.1 亿吨，2021 年业绩增速 14%。蒙冀线分流已达极限，朔黄线仍受制于港口产能，分流影响可忽略。水电很少连续两年高增长，若火电需求改善有望对冲部分疫情影响。国债收益率降至历史低点，仍存下降空间，2020 年业绩预期对应股息率 6.1%，大秦铁路吸引力提升。我们调整公司 2019/20/21 年 EPS 预测为 0.93/0.86/0.98 元（原预测 0.91/0.96/0.98 元），对应 PE 为 7.5/8.2/7.2 倍，维持“买入”评级

表 4：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	81,068	81,810	86,651
营业收入增长率 YoY	24.7%	40.8%	3.5%	0.9%	5.9%
净利润(百万元)	13,350	14,544	13,893	12,786	14,600
净利润增长率 YoY	86.2%	8.9%	-4.5%	-8.0%	14.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.98	0.93	0.86	0.98
PE	7.8	7.2	7.5	8.2	7.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 13 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	81,068	81,810	86,651
营业成本	40,145	58,902	62,428	64,995	67,231
毛利率	27.84%	24.82%	22.99%	20.55%	22.41%
营业税金及附加	224	283	284	286	347
销售费用	193	200	195	205	217
营业费用率	0.35%	0.26%	0.24%	0.25%	0.25%
管理费用	558	659	649	654	693
管理费用率	1.00%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用	738	276	266	311	334
财务费用率	1.33%	0.35%	0.33%	0.38%	0.39%
投资收益	3,130	3,089	3,305	3,471	3,644
营业利润	16,987	21,311	20,604	18,919	21,570
营业利润率	30.53%	27.20%	25.42%	23.13%	24.89%
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	20,469	18,837	21,510
所得税	3,699	4,560	5,117	4,709	5,378
所得税率	22.02%	22.02%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(251)	1,602	1,458	1,342	1,533
归属于母公司股东的净利润	13,350	14,544	13,893	12,786	14,600
净利率	23.99%	18.56%	17.14%	15.63%	16.85%

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	18,812	23,452	29,825
存货	1,528	1,547	2,246	2,173	2,144
应收票据及应收账款	5,761	6,352	8,584	7,923	8,198
其他流动资产	4,055	4,213	5,905	5,727	5,563
流动资产	22,445	30,588	35,547	39,275	45,731
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	154,764	162,199	172,158
短期借款	0	0	267	0	0
应付票据及应付账款	3,778	5,648	5,789	6,125	6,339
其他流动负债	12,680	12,660	12,850	13,035	13,040
流动负债	16,457	18,308	18,907	19,161	19,379
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	32,085	32,338	32,557
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	113,252	119,092	127,299
少数股东权益	1,509	7,969	9,427	10,769	12,302
股东权益合计	100,911	114,464	122,680	129,861	139,601
负债股东权益	127,687	145,950	154,764	162,199	172,158

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	20,469	18,837	21,510
所得税支出	-3,699	-4,560	-5,117	-4,709	-5,378
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	-4,313	1,427	142
其他经营现金流	-2,250	-1,739	-3,072	-3,245	-3,414
经营现金流合计	17,494	17,888	10,780	15,315	16,057
资本支出	-4,368	-6,717	-6,614	-6,620	-6,601
投资收益	3,130	3,089	3,305	3,471	3,644
其他投资现金流	-1,614	351	-1	0	0
投资现金流合计	-2,852	-3,277	-3,310	-3,149	-2,958
权益变化	11	0	0	0	0
负债变化	11,469	1,988	267	-267	0
股利支出	-6,987	-7,136	-7,136	-6,947	-6,393
其他融资现金流	-19,672	-2,771	-266	-311	-334
融资现金流合计	-15,180	-7,919	-7,134	-7,525	-6,727
现金及现金等价物净增加额	-538	6,692	336	4,640	6,373

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%	3.48%	0.91%	5.92%
营业利润	90.60%	25.46%	-3.32%	-8.18%	14.01%
净利润	86.23%	8.95%	-4.47%	-7.97%	14.19%
利润率 (%)					
毛利率	27.84%	24.82%	22.99%	20.55%	22.41%
EBITDA Margin	41.40%	35.92%	27.25%	25.44%	27.13%
净利率	23.99%	18.56%	17.14%	15.63%	16.85%
回报率 (%)					
净资产收益率	13.43%	13.66%	12.27%	10.74%	11.47%
总资产收益率	10.45%	9.97%	8.98%	7.88%	8.48%
其他 (%)					
资产负债率	20.97%	21.57%	20.73%	19.94%	18.91%
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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal 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INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析师的INH00001113）；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）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及35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) 086/12/2019。

**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。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 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 2018 版权所有。保留一切权利。