

强烈推荐-A (维持)

大秦铁路 600377.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 7.15 元
 2017年03月26日

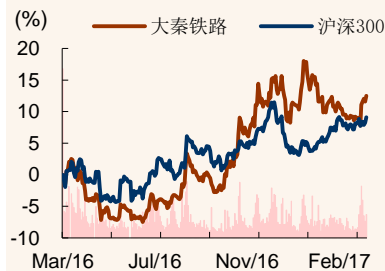
运价如期恢复, 下一个神华?

基础数据

| | |
|------------|---------|
| 上证综指 | 3269 |
| 总股本(万股) | 1486679 |
| 已上市流通股(万股) | 1486679 |
| 总市值(亿元) | 1063 |
| 流通市值(亿元) | 1063 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.9 |
| ROE(TTM) | 7.5 |
| 资产负债率 | 25.1% |
| 主要股东 | 太原铁路局 |
| 主要股东持股比例 | 61.7% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 0 | 14 | 9 |
| 相对表现 | 1 | 8 | 2 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大秦铁路(601006)一季节性因素导致2月运量环比下滑》
 2017-03-10

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

研究助理

袁钉
 yuanding@cmschina.com.cn

事件:

公司决定自2017年3月24日18时起,对管内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率9.80分/吨公里;大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平恢复至基准运价率10.01分/吨公里。

评论:

- 运价下浮效果不甚显著,16年业绩大幅下滑。2016年2月,为了吸引货源,中国铁路总公司下调煤炭运价1分/吨公里,公司煤炭运价相应下浮1分/吨公里。但运价的下浮并未吸引货物回流。16年前三季度,大秦线完成货运量2.42亿吨(-20.8%),上市公司净利润同比下滑54.1%至5.45亿元。
- 煤炭需求改善等因素改善运量,运价如期恢复。我们认为大秦线运价恢复的主要原因是:1)经济回暖,炭需求改善,价格维持高位,港口库存和下游电厂库存均处于历史低位;2)黄骅港产能饱和,对大秦线的分流趋于稳定;3)公路921治超提升公路运输成本,环保压力下,天津和河北港口取消汽运煤,倒逼汽运煤回流;4)降价对于煤炭运量的改善不显著;5)其他路局煤炭运价已经先于大秦线恢复。
- 提价业绩弹性显著。乐观假设下,大秦线17/18年运量为4.0/3.9亿吨,本次提价增厚公司17/18年利润12.6/17.1亿元。中性假设下,大秦线17/18年运量为3.8/3.7亿吨,本次提价增厚公司17/18年利润12.2/16.5亿元。悲观假设下,大秦线17/18年运量为3.6/3.5亿吨,本次提价增厚公司17/18年利润11.8/16亿元。
- 维持“强烈推荐-A”评级:大秦线运量中期底部已经明晰,我们预计公司16/17/18年EPS为0.43/0.63/0.66元,对应当前股价PE为16.7X/11.4X/10.8X。维持当前50%的分红比率,公司17/18年股息率4.4%/4.6%,考虑铁路改革和提高分红比率的预期,我们维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:黄骅港扩建、煤炭需求下滑

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 53971 | 52531 | 44444 | 49729 | 52051 |
| 同比增长 | 5% | -3% | -15% | 12% | 5% |
| 营业利润(百万元) | 18158 | 16436 | 7590 | 11444 | 12126 |
| 同比增长 | 12% | -9% | -54% | 51% | 6% |
| 净利润(百万元) | 14185 | 12648 | 6380 | 9343 | 9855 |
| 同比增长 | 12% | -11% | -50% | 46% | 5% |
| 每股收益(元) | 0.95 | 0.85 | 0.43 | 0.63 | 0.66 |
| PE | 7.5 | 8.4 | 16.7 | 11.4 | 10.8 |
| PB | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |

资料来源: 公司数据、招商证券

评论

1、煤炭运价：国铁>大秦>朔黄

从运价上看，国铁运价包括基价 1、基价 2、电气化附加费和铁路建设基金，整车原煤执行 **4 号运价**。根据 2015 年 2 月的运价标准（2016 年 2 月下浮 1 分钱），基价 1 为 16.3 元/吨，基价 2 为 0.098 元/吨公里，电气化附加费和铁路建设基金分别为 0.012 和 0.033 元/吨公里。

大秦、京原、丰沙大本线（**到发站均在本线上**）**煤炭货运**执行特殊运价、电气化附加费和铁路假设基金，不收取基价 1。根据 2015 年 2 月的运价标准（2016 年 2 月下浮 1 分钱），特殊运价为 0.1001 元/吨公里，电气化附加费和铁路建设基金分别为 0.012 和 0.033 元/吨公里。

朔黄铁路**不区分货种和本线直通货物**，一律执行特殊运价，不收取电气化附加费和铁路建设基金，维持 0.12 元/吨公里。

表 1: 铁路煤炭运价比较

| 线路 | 运价 |
|---------------|-----------------------------------|
| 国铁煤炭 | 基价 1*货运量+基价 2*运输周转量+电气化附加费+铁路建设基金 |
| 大秦、京原、丰沙大本线煤炭 | 煤炭周转量*煤炭特殊运价+电气化附加费+铁路建设基金 |
| 朔黄铁路 | 货物周转量*特殊运价 |

资料来源：招商证券

本次恢复运价后，国铁煤炭运价率、大秦线煤炭特殊运价、朔黄线特殊运价分别为 0.17/0.1451 和 0.12 元/吨公里。由于铁路建设基金（类似税收）不属于企业收入，直接造成大秦线运价高于朔黄线的情况下，运费收入低于朔黄线。

表 2: 大秦线本线运价变化

| (元/吨公里) | 2005.4.1 | 2014.2.15 | 2015.2.1 | 2016.2.4 | 2016.3.24 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 铁路建设基金 | 0.033 | 0.033 | 0.033 | 0.033 | 0.033 |
| 电气化附加费 | 0.012 | 0.012 | 0.012 | 0.012 | 0.012 |
| 特殊运价 | 0.0751 | 0.0901 | 0.1001 | 0.0901 | 0.1001 |
| 运价合计 | 0.1201 | 0.1351 | 0.1451 | 0.1351 | 0.1451 |
| 大秦线收入 | 0.0871 | 0.1021 | 0.1121 | 0.1021 | 0.1121 |
| 朔黄线运价 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 |
| 朔黄线收入 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 |

资料来源：招商证券

2、大秦线运价如期恢复

3 月 24 日，公司发布公告决定自 2017 年 3 月 24 日 18 时起，对管内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率 9.80 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平恢复至基准运价率 10.01 分/吨公里。自 2016 年 2 月以来，大秦铁路运价再次回归历史最高值。

事实上，2005 年以来，铁路货运价格经过多次上调，但由于大秦线特殊运价高于国铁，运价迟迟未作调整。2011 年以来，国铁运价加速上涨，按照煤炭 600 公里的平均运距，

11 年国铁整车煤炭运价率约 0.073 元/吨公里，已经和大秦线 0.0751 元高度接近。2014 年 2 月，大秦本线特殊运价首次上调 1.5 分至 9.01 分。2015 年 2 月，大秦特殊运价跟随国铁进行二次调价，运价达到历史最高值 10.01 分。

2015 年 9 月，准池铁路正式通车运行，内蒙鄂尔多斯及陕北地区煤炭通过朔黄铁路外运至黄骅港运距，要比经大秦铁路外运至环渤海其他港口短 30-480 公里不等。伊泰煤和神华准混煤被大量分流至准池-朔黄通道，大秦线运量持续下滑。2016 年，铁总被迫先后两次下调煤炭运价，大秦线运价也从 2 月起下浮 1 分钱，直至今今年 3 月再次恢复运价。

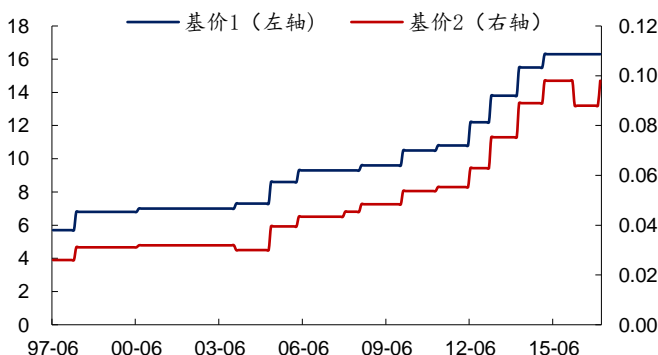
我们认为大秦线运价恢复的主要原因是：1) 经济回暖，煤炭需求改善，价格维持高位，港口库存和下游电厂库存均处于历史低位；2) 黄骅港产能饱和，对大秦线的分流趋于稳定；3) 公路 921 治超提升公路运输成本，环保压力下，天津和河北港口取消汽运煤，倒逼汽运煤回流；4) 降价对于煤炭运量的改善不显著；5) 其他路局煤炭运价已经先于大秦线恢复。

表 3: 大秦铁路煤炭运价变化

| 时间 | 事件 |
|---------|--|
| 2014.2 | 大秦线、丰沙大、京原线特殊运价上调 1.5 分钱至 0.0901 元/吨公里。 |
| 2015.2 | 国铁煤炭运价率和大秦线、丰沙大、京原线特殊运价上调 1 分钱至 0.1001 元/吨公里。 |
| 2016.2 | 国铁煤炭基价 2 和大秦线、丰沙大、京原线特殊运价下浮 1 分钱 |
| 2016.3 | 铁总进扩大铁路局运价调整自主权，煤炭运价下浮不超过 20%，铁路局自主确定。 |
| 2016.10 | 太原局、郑州局整车煤炭运价恢复至基准运价，乌鲁木齐铁路局上浮 5%，西安铁路局取消 1 分/吨公里的优惠。 |
| 2016.11 | 太原铁路局、兰州铁路局整车煤炭运费基准运价(即基价 2)上浮 10%。 |
| 2017.3 | 管内实行国铁统一运价率的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率 9.80 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平恢复至基准运价率 10.01 分/吨公里。 |

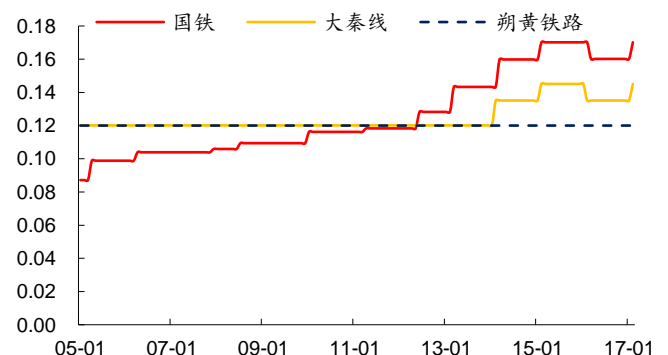
资料来源：招商证券

图 1: 国铁煤炭整车运价 (元)



资料来源：招商证券

图 2: 大秦线本线煤炭运价 (元/吨公里)



资料来源：招商证券

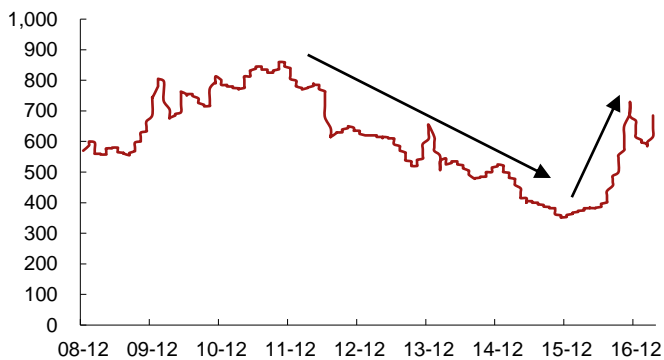
3、下游需求旺盛，中性假设下 17 年运量 3.8 亿吨

进入 2016 年，由于供改+经济回暖等因素，煤炭价格一路回升，11 月达到 740 元/吨。

此后虽然在政策打压下回调至 580 元/吨。近期维持在 680 元/吨，表明下游需求依然较为强劲。

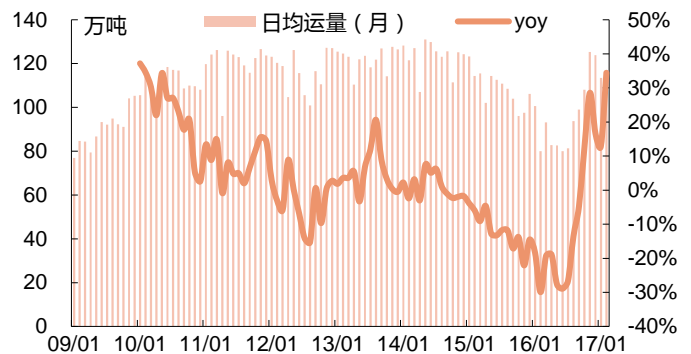
2017 年 1-2 月，大秦线累计完成货物运输量 6532 万吨，同比增长 20.10%，日均运量 111 万吨，维持在相对高位。进入三月以后，虽然北方采暖季已过，但大秦线日均运量仍然维持在 120-130 万吨高位。公司 921 治超新规落地，近期环保压力下天津和河北所有集疏港煤炭一律由铁路运输，都利好公路煤运回流。目前，秦港煤炭库存约 490 万吨，六大发电集团煤炭可用天数 13.86 天，整体处于相对较低的水平，预计大秦线 3-4 月运量仍将维持在高位，中性假设下 17 年运量为 3.8 亿吨。

图 3: 秦港动力末煤价格 (Q5500)



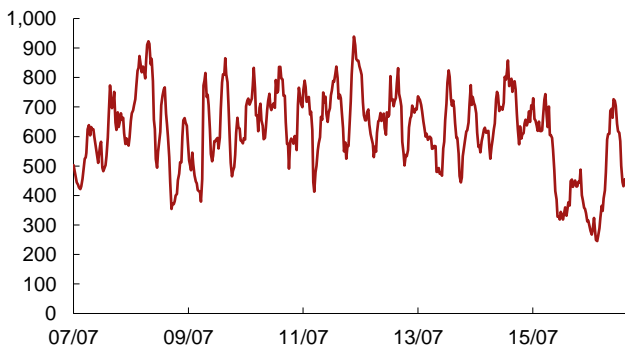
资料来源: Wind

图 4: 大秦铁路日均运量



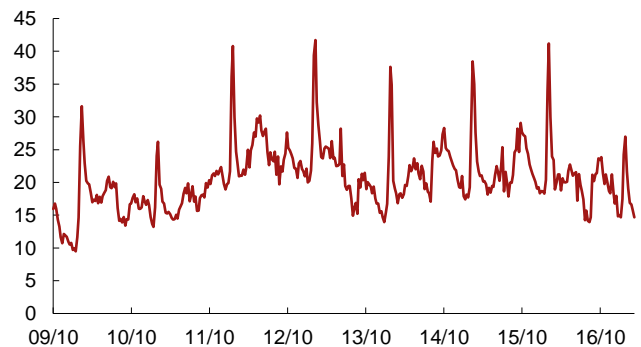
资料来源: Wind

图 5: 秦皇岛港煤炭库存 (万吨)



资料来源: Wind

图 6: 六大发电集团煤炭可用天数 (日)



资料来源: Wind

4、提价利好公司业绩，维持“强烈推荐-A”评级

大秦线运量中期底部已经明晰，我们预计公司 16/17/18 年 EPS 为 0.43/ 0.63/0.66 元，对应当前股价 PE 为 16.7 X/11.4 X/10.8 X。维持当前 50%的分红比率，公司 17/18 年股息率 4.4%/4.6%，考虑铁路改革和提高分红比率的预期，我们维持“强烈推荐-A”评级。

1) 运量底部逐步明晰

黄骅港设计产能 1.78 亿吨，折算约 1500 万吨/月。虽然 17 年 2 月，黄骅港实现 1583

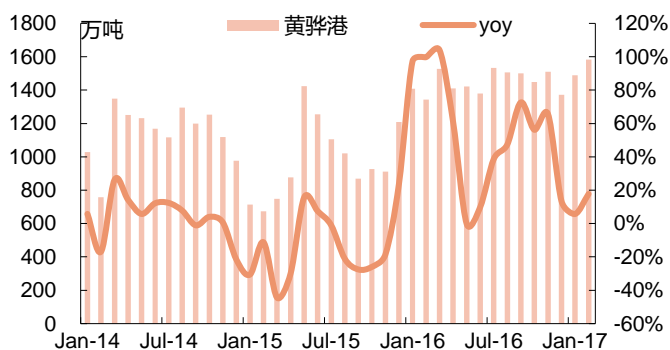
万吨吞吐量，但整体上已经呈现增长乏力的态势，逼近产能瓶颈。不考虑黄骅港产能扩张的基础上，大秦线 3.5-3.7 亿吨中期运量底逐步明晰。

图 7: 大秦铁路 16 年 3.5 亿吨货源构成



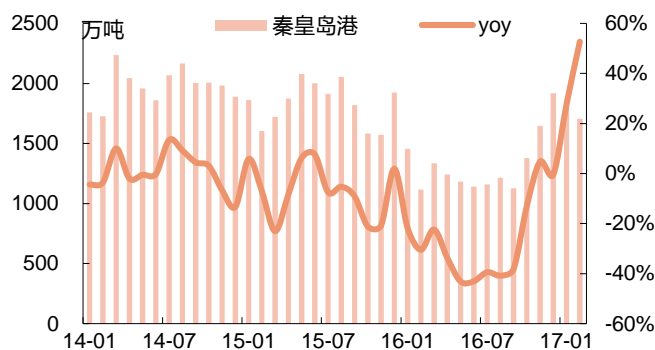
资料来源：公司数据

图 8: 黄骅港煤炭运量 (月)



资料来源：Wind

图 9: 秦皇岛港煤炭运量 (月)



资料来源：Wind

2) 提价利好公司业绩

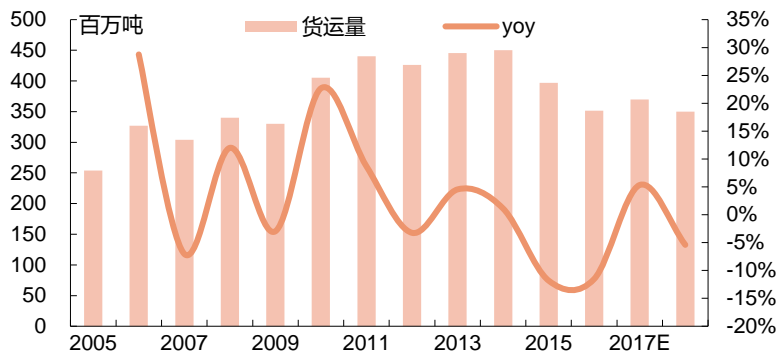
乐观假设下，大秦线 17/18 年运量为 4.0/3.9 亿吨，本次提价增厚公司 17/18 年利润 12.6/17.1 亿元。中性假设下，大秦线 17/18 年运量为 3.8/3.7 亿吨，本次提价增厚公司 17/18 年利润 12.2/16.5 亿元。悲观假设下，大秦线 17/18 年运量为 3.6/3.5 亿吨，本次提价增厚公司 17/18 年利润 11.8/16 亿元。

表 4: 大秦铁路提价业绩弹性

| (百万) | | 2017E | 2018E |
|------|--------|-------|-------|
| 乐观 | 业绩 | 10170 | 10738 |
| | 提价业绩增厚 | 1256 | 1709 |
| 中性 | 业绩 | 9343 | 9855 |
| | 提价业绩增厚 | 1216 | 1654 |
| 悲观 | 业绩 | 8516 | 8971 |
| | 提价业绩增厚 | 1176 | 1599 |

资料来源：招商证券

图 10: 大秦铁路历年运量



资料来源: 公司数据

3) 现金奶牛, 具备提高股息率的条件

截止 2016 年三季报, 公司总资产 1193 亿元, 债务合计 299.8 亿元, 资产负债率仅为 25.13%, 未分配利润达 388 亿元。公司短期并无重大资本开支, 而铁总资金压力较大, 参考神华的先例, 公司存在提高分红比率和特别派息的可能性。即使公司维持 50% 的分红比率, 对应 17/18 年 EPS 的股息率为 4.4%/4.6%, 具备较强吸引力。

4) 铁路改革

去年 10 月, 铁总正式换帅, 再度引发铁路改革的预期。我们认为换帅是一个积极信号, 后续铁路改革值得期待, 尤其是在拓展白货运输方面。

5、风险提示

黄骅港扩建、煤炭需求下滑

图 11: 大秦铁路历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 12: 大秦铁路历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附录：两次铁路专家会议纪要

1、大秦铁路会议（2016.9.20）

Q1: 8月，大秦铁路运量跌幅收窄至13%，如何估计运量底？

A1: 神华（朔黄铁路）是煤矿、铁路、港口、船队一体化，大秦铁路仅仅是中段的铁路运输，这是两者最大差异。大秦铁路4.5亿吨运量有大量绕路运输（比如太原等地的煤炭），是堆出来的；加上没有上下游一体化，协调难度非常大，本身就难以为继。山西的煤炭在萎缩，而内蒙的煤炭运距太远，没有成本优势。有专家认为综合各方面因素，大秦线维持2.7-3.3亿吨运量最佳。

但从另一个角度，大秦线是铁总货运标杆，“保大秦”是长期策略。神华修建准池铁路联络线，太原局坚决不同意，后来通过协调解决了；包括中电投的铁路都存在类似的问题。根据协议，准池铁路不能分流大秦既有货运，但现在也不管了。大秦铁路运量不会直线下降，更大可能是台阶式下滑。个人认为大秦线维持在3.5亿吨没有问题，再下降一些3亿吨也没有问题。

Q2: 铁路货运价格变化趋势？

A2: 以前铁路运价比较死，后来从政府定价变为政府指导价，大致维持公路比价三分之一。现在公路价格下浮，铁路运价只能下浮。未来价格会更灵活，铁路局部分拥有定价权。

大宗散货运输只能是价格竞争。物流总包、一口价本质上就是降价，希望挤压公路运输，但效果不大，可能后边会调整。短期运价还有下降压力，长期看运价只能随成本提升。

由于运输组织的原因，大秦线回程是空车，公路运输可以从港口捎带回程货，摊薄成本。如果大秦线改变运输模式，比如回程捎带矿石，会降低车辆利用率；同时返程运输需要配套集疏系统。从长期实践经验看，西煤东运下海效率最高，海运非常便宜，铁水联运会维持很长时间，直接铁路运输至广州反而没有竞争力。目前，每生产1吨煤有0.585吨通过铁路运输，扣除就地转化的部分，铁路运输占比可能在75%以上。

Q3: 蒙西到华中煤运通道进展情况？

A3: 除荆门-岳阳段进展较快外，整体进展比较缓慢。线路自09年开始运作，在11年煤炭最紧张的时候达到顶峰，主要是为了满足湖南、湖北、江西地区煤炭需求，这些区域铁水联运和进口煤都无法兼顾。根据铁路部门规划，货运通道多为东西向，南北向货运需求通过既有线客货分流解决。因此，这条线路主要是能源部门在运作，铁总是反对的，认为通过既有网络能够解决运输问题。

此外，蒙西到华中煤运通道希望向朔黄线看齐，不通过国铁疏运，但和朔黄疏运系统不同（朔黄是黄骅港），现在希望通过储配基地解决。另一方面，该区域主要消化水电，火电配电很少，加上特高压建设。加上鄂尔多斯盆地煤炭硫分很高，洗不掉，只能在电厂处理，煤种没有竞争优势。蒙西-华中铁路建设成本接近1.3亿/公里，总体进展不太顺利，建成会在2020年以后。

蒙西到华中煤运通道 2 亿吨设计能力，其中内蒙 5000 万吨（占比 30%），山西几个 1500 万吨级装车点，剩下都是陕西煤炭（靖神铁路），这是主要的货源。内蒙煤炭比陕西煤炭质量更差，运距更远，南下没有竞争力；鄂尔多斯煤炭铁水联运肯定更有优势。

Q4: 未来大秦线运量增长来源？

A4: 增长来源肯定是鄂尔多斯区域。大秦线煤源基本都是既有矿区，神华准能、东胜、伊泰等；蒙冀铁路和蒙西-华中铁路设想的煤源位于包西铁路以西的新矿，这部分矿区埋藏深，开发成本高、运距远，竞争力较差，与大秦线没有实质性冲突。大秦线唯一有的陕北煤炭是榆神矿区。榆横矿区（北区 1.2 亿吨+南区 6 千万吨）不批了，榆林是重化工基地，自我消化能力很强。以前包西线能力没有充分发挥，主要是西安端堵住了，现在陇海线客货分流（郑徐高铁通车），3000 万吨能力，宁西线扩能后从现在 1700 万提升至 7000 万吨，陕北煤炭运能充裕。

铁路运价没提升 1 分，具有竞争力的运距减少 50 公里。

Q5: 蒙西地区如果分别从大秦和朔黄下水，朔黄的成本优势大致是？

A5: 成本端比较难估计，大秦线路太过复杂，朔黄线货源相对单一。个人估计朔黄线的成本优势在 20-30 元以上。

Q6: 大秦线 4 亿吨的组成？

A6: 15 年山西占比 47%，其它占比 53%。山西煤炭占比在下降，2011 年 4.4 亿吨中占比 2.8 亿吨。

Q7: 蒙西煤炭通过张唐铁路和大秦铁路的比较？

A7: 蒙西煤炭如果不利用神华铁路，到集宁后大秦和蒙冀都可以，通路没有问题。个人为两条铁路会有矿源分工，大秦铁路由铁总控股，而蒙冀铁路是相对控股（大致占比 40%）。蒙冀铁路也不是独立公司，还是委托铁路局运营，调度权在铁总，因此对于大秦没有实质性冲击。

Q8: 沿海煤炭消费预期？

A8: 由于特高压等电网通道建设，煤炭消费量在下降。800KV 特高压大致相当于 2500-3000 万吨煤炭运量。而煤运通道加速建设，煤炭运输面临压力。

Q9: 铁路货运如何提升竞争力？

A9: 铁路传统运输模式非常封闭，要提竞争力，必须系统改革，比如欠编运输、空返等问题。五定班列效果并不好，中欧班列赔得一塌糊涂。

Q10: 朔黄铁路运能的情况？

A10: 朔黄铁路集运没有问题, 产能瓶颈在疏运端的黄骅港。神朔铁路扩能 3 亿吨基本完成, 准池铁路设计万吨牵引 (2.5 亿吨产能), 预留 2 万吨牵引 (4 亿吨产能)。神华是一体化设计, 朔黄扩能没有太大的土建工程, 主要是牵引方式变化。神华万吨列车能够牵引 1.3 万吨, 而大秦线作为标杆工程, 安全约束很高。

神华煤炭走大秦是历史遗留问题, 出口煤炭远洋海轮进不了黄骅港, 只能通过大秦到秦皇岛港, 当然现在已经不同了, 后来是替陕煤过个路。黄骅港目前产能 2 亿吨, 沿线电厂下去一些。神华原有策略尽量避开铁总, 走到总公司车流目的地也是港口, 除了沿线电厂不下线, 怕总公司压车, 有顾虑; 现在也在考虑三线南下, 但没有特别实质性的动作, 下水更牢靠一些。神华计划在黄骅港建设两期码头 (各 5000 万吨), 建设周期非常快, 现在主要是政策因素。如果神华允许各路煤炭在黄骅下水, 对大秦的冲击是最大的。

Q11: 神华对于大秦线的考虑?

A11: 对神华而言, 增量部分难了, 只能做存量。朔黄铁路自动化程度很高, 人工需求很低, 成本低于大秦线。

Q12: 铁总如何控制货源?

A12: 铁总不掌握煤矿资源, 但是将空车排过去, 货源自动就来了。

Q13: 公路超载标准改变的影响?

A13: 个人认为会有变化, 当然还需要数据确认。由于油价下降, 导致公路、铁路运价倒挂。铁总试图说服政府限制油运煤, 发达国家曾经有过类似的例子。

Q14: 长途汽运煤的量?

A14: 准确数据无法统计。之前有数据内蒙公路运输 6 亿吨煤, 但是很多是短途公路集运。现在大致计算, 内蒙+山西大致 1.5 亿吨煤, 包括榆林拉出去在山西上铁路的煤。

2、天津港煤运“汽转铁”会议 (2017.3.2)

一、嘉宾发言总结

1、中国煤炭运输总体格局

中国煤运总体格局为“西煤东运, 北煤南运”。三西地区煤炭产量占全国的 55%, 70% 的下水煤通过铁路 (大秦铁路和朔黄线为主, 石太线、京原线为辅), 在环渤海京唐港、秦皇岛港、曹妃甸、天津港、黄骅港 (以上总体占下水煤的 90%) 等下水, 通过海运至南方。

2、对于煤炭运输长期趋势的判断

由于环保、新能源替代等因素，煤炭消费量在“十二五”达到峰值。考虑到特高压（输电 VS 运煤）等因素，铁路煤运预计缓慢下降。2000-2016 年，煤炭铁路产运系数（铁路煤运量/煤炭产量）从 2000 的 0.53 增加至 11 年峰值 0.64,2016 年又降为 0.55。考虑中国煤炭从出口转为进口的因素（出口煤大都通过铁路下水，进口煤主要是海运，不是铁路运输），煤炭铁路产运系数维持 0.55-0.6 之间，非常稳定。煤炭对铁路运输依赖性很强，对价格不是特别敏感。

未来两湖一江、河南、川渝都会压减煤炭产能，煤炭铁海联运（西煤东运、北煤南运）比例预计有所下降，通过包西、宁西、西康等直接运输比例会上升。

综合考虑大秦线取消政策性的绕路运输、朔黄铁路开放、张唐线分流等因素，大秦线要想恢复 4 亿吨运量非常困难。

3、天津港汽运煤的成因

在没有中央政策支持的情况下，天津港发展了南疆和北疆煤炭码头，汽运煤非常多，天津港受公路治超影响也是最后反应的。天津港汽运煤形成的原因总结为以下几点：

- 1) 地理位置：天津港（相比秦皇岛和黄骅港）离煤炭主产区更近，有运输成本优势。
- 2) 运输方式：大秦线和朔黄线为重载铁路，列车重车到港口下水，然后回空运输（空载返程）；没有常态化的捎带上水矿石（部分时段集中排空矿石），以最大化车辆利用率和经济效益。天津港为综合性码头，公路汽运煤回程配货，双向重车（载货）有一定竞争力。
- 3) **块煤 VS 末煤**：大秦线和朔黄线采用 C70/C80 专用敞车，翻车机直接卸载煤炭，会导致块煤严重破损。因此，块煤（如化工煤）大都直接汽运至天津港。
- 4) 客户差异：大秦线和朔黄线主要是大客户长期合同，天津港汽运煤小客户较多。
- 5) 政策：天津港鼓励公路运输进港，有一些费用减免政策，逐步形成了煤炭交易中心和煤加工产业。

4、天津港取消汽运煤的影响

媒体报道天津港汽运煤 5600 万吨/年，剔除铁路+公路转运重复计算，我们了解的数据约 4000 万吨。天津港后方铁路线非常密集，包括京沪、京九、京包、丰沙大等，客运挤占了一定的线路资源。如前所属，天津港汽运煤以小客户为主，在天津建立了生产、运输和消费体系，难以通过大秦线和朔黄线运输。在现有的约束条件下，汽运煤还是会形成天津港背后输运铁路来集运模式，同时考虑到大秦和天津港连接线津蓟铁路和大秦分属于不同路局，铁路调度端也存在难度，目前津蓟铁路大约煤炭运量是 600 万吨（高峰的时候是 2000 万吨），大量分流到大秦铁路比较困难。

二、Q&A?

Q1: 大秦线货流构成情况如何?

A1: 大秦线货源主要构成

- 1) 北同蒲沿线（大同-煤炭），主要是同煤集团和中煤平朔，占比约 42%。

- 2) 神朔线, 通过北同蒲转入大秦线, 主要是陕煤化, 约 1700-1800 万, 占比 5% 左右。这一部分煤存在变数, 未来可能通过朔黄铁路下水。
- 3) 大准铁路, 主要是神华准格尔, 大约占比 15%。
- 4) 集宁、包头、大同通过国铁转入蒙西煤炭, 大约占比 23%
- 5) 大同枢纽小型集运站, 大约占比 15%
- 6) 大秦沿线非常少。

从趋势上看, 山西煤源在减少, 同煤集团(口泉沟和云冈沟)煤源快速衰竭, 未来蒙西煤炭逐步增加。大秦线 3 亿吨运量时候, 晋煤占比 65%, 蒙煤占比 35%; 目前晋煤、蒙煤各占一半。

Q2: 能否通过大秦铁路运煤到天津港?

A2: 大秦线至天津港主要是蓟津铁路, 历史最高运量约 2000 万吨, 目前仅有 600 万吨。大秦线能力充裕, 蓟津线运量下滑主要原因:

- 1) 线路能力不匹配: 蓟津铁路为单线内燃铁路, 牵引定数 5000 吨, 大秦线的万吨和 2 万吨列车需要拆解, 技术作业比较复杂。
- 2) 作业协调复杂: 大秦全线归属太原局管理, 朔黄线为神华自有铁路, 运营调度简单。如果通过天津港下水, 势必和北京局协调。

Q3: 9 月以来铁路车皮紧张的原因?

A3: 铁路总体运能充裕, 本次铁路车皮紧张, 不是需求刚性增加带来的, 更多是铁路经营管理的问题。9 月以来, 由于煤炭价格下跌, 下游(电厂等)库存处于低位, 加上南方水灾等因素, 北方进入供暖季之后需求回升, 铁路车皮紧张。

根据相关规定, 铁路局没有货车所有权和调度权(向铁总缴纳货车使用费)。9 月份以前, 西安局、太原局、呼局(三大煤炭发送局)月均煤炭发送量下降 1700 万吨, 大量车皮入库封存。随着需求上涨, 导致车皮紧张, 表明铁路不适应波动性增长, 未来会考虑增加铁路局自主权。

Q4: 如何看待大秦线和朔黄线的竞争?

A4: 在煤运需求下降的情况下, 竞争会持续存在。根据我们的数据, **大秦线 16 年运量实际下降 4000 万吨, 朔黄线增加 5700 万吨**(伊泰 1200 万吨煤从大秦转移到朔黄), 陕煤化(1600-1800 万吨)目前是否会转朔黄, 值得关注。

目前, 神朔铁路 3 亿吨产能, 准池铁路 2 亿吨, 朔黄线具备 5 亿吨产能。神华为上下游一体化企业, 铁总没有煤矿和市场, 集疏运体系不甚顺畅, 在竞争中处于相对劣势。当然, 神华也会考虑开放线路给其它企业后, 对于自身煤炭市场的冲击。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 16450 | 15870 | 17478 | 25559 | 32553 |
| 现金 | 9639 | 8238 | 10704 | 18116 | 24766 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 39 | 415 | 351 | 392 | 411 |
| 应收款项 | 2317 | 2710 | 2276 | 2547 | 2666 |
| 其它应收款 | 972 | 1166 | 987 | 1104 | 1156 |
| 存货 | 1686 | 1709 | 1760 | 1841 | 1923 |
| 其他 | 1798 | 1631 | 1401 | 1559 | 1632 |
| 非流动资产 | 89884 | 98679 | 97008 | 95473 | 94063 |
| 长期股权投资 | 17735 | 18425 | 18425 | 18425 | 18425 |
| 固定资产 | 63277 | 69851 | 68583 | 67410 | 66326 |
| 无形资产 | 4134 | 4020 | 3618 | 3256 | 2930 |
| 其他 | 4738 | 6384 | 6383 | 6382 | 6382 |
| 资产总计 | 106334 | 114549 | 114486 | 121032 | 126616 |
| 流动负债 | 18740 | 15578 | 15823 | 16210 | 16606 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 3944 | 3122 | 3229 | 3378 | 3529 |
| 预收账款 | 1103 | 1007 | 1041 | 1089 | 1138 |
| 其他 | 13694 | 11450 | 11553 | 11743 | 11938 |
| 长期负债 | 3596 | 8360 | 8360 | 8360 | 8360 |
| 长期借款 | 1013 | 5590 | 5590 | 5590 | 5590 |
| 其他 | 2583 | 2770 | 2770 | 2770 | 2770 |
| 负债合计 | 22337 | 23938 | 24182 | 24570 | 24965 |
| 股本 | 14867 | 14867 | 14867 | 14867 | 14867 |
| 资本公积金 | 23682 | 23483 | 23483 | 23483 | 23483 |
| 留存收益 | 45250 | 50762 | 50451 | 56605 | 61788 |
| 少数股东权益 | 199 | 1498 | 1502 | 1507 | 1513 |
| 归属于母公司所有者权益 | 83799 | 89112 | 88802 | 94955 | 100138 |
| 负债及权益合计 | 106334 | 114549 | 114486 | 121032 | 126616 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 17313 | 14118 | 10786 | 11749 | 12258 |
| 净利润 | 14185 | 12648 | 6380 | 9343 | 9855 |
| 折旧摊销 | 4967 | 5170 | 5671 | 5535 | 5410 |
| 财务费用 | 375 | 112 | 296 | 147 | (64) |
| 投资收益 | (2540) | (2098) | (2700) | (3000) | (3000) |
| 营运资金变动 | 301 | (1770) | 1139 | (284) | 50 |
| 其它 | 26 | 55 | 0 | 7 | 7 |
| 投资活动现金流 | (4171) | (5649) | (4000) | (4000) | (4000) |
| 资本支出 | (5515) | (5812) | (4000) | (4000) | (4000) |
| 其他投资 | 1344 | 163 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (12288) | (10100) | (4321) | (337) | (1608) |
| 借款变动 | (2981) | (4831) | (35) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (1207) | (198) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (6393) | (7136) | (6690) | (3190) | (4672) |
| 其他 | (1708) | 2065 | 2404 | 2853 | 3064 |
| 现金净增加额 | 853 | (1631) | 2466 | 7412 | 6650 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 53971 | 52531 | 44444 | 49729 | 52051 |
| 营业成本 | 33735 | 36978 | 38245 | 40005 | 41802 |
| 营业税金及附加 | 220 | 199 | 168 | 188 | 197 |
| 营业费用 | 180 | 210 | 178 | 199 | 208 |
| 管理费用 | 3735 | 587 | 667 | 746 | 781 |
| 财务费用 | 479 | 219 | 296 | 147 | (64) |
| 资产减值损失 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2540 | 2098 | 2700 | 3000 | 3000 |
| 营业利润 | 18158 | 16436 | 7590 | 11444 | 12126 |
| 营业外收入 | 44 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 营业外支出 | 132 | 101 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 18069 | 16355 | 7611 | 11465 | 12147 |
| 所得税 | 3880 | 3701 | 1228 | 2116 | 2287 |
| 净利润 | 14189 | 12655 | 6383 | 9348 | 9860 |
| 少数股东损益 | 4 | 7 | 4 | 5 | 6 |
| 归属于母公司净利润 | 14185 | 12648 | 6380 | 9343 | 9855 |
| EPS (元) | 0.95 | 0.85 | 0.43 | 0.63 | 0.66 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 5% | -3% | -15% | 12% | 5% |
| 营业利润 | 12% | -9% | -54% | 51% | 6% |
| 净利润 | 12% | -11% | -50% | 46% | 5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 37.5% | 29.6% | 13.9% | 19.6% | 19.7% |
| 净利率 | 26.3% | 24.1% | 14.4% | 18.8% | 18.9% |
| ROE | 16.9% | 14.2% | 7.2% | 9.8% | 9.8% |
| ROIC | 15.5% | 12.8% | 6.2% | 8.5% | 8.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 21.0% | 20.9% | 21.1% | 20.3% | 19.7% |
| 净负债比率 | 5.7% | 4.9% | 4.9% | 4.6% | 4.4% |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 2.0 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.5 | 1.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 存货周转率 | 19.4 | 21.8 | 22.0 | 22.2 | 22.2 |
| 应收帐款周转率 | 24.5 | 20.9 | 17.8 | 20.6 | 20.0 |
| 应付帐款周转率 | 9.0 | 10.5 | 12.0 | 12.1 | 12.1 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.95 | 0.85 | 0.43 | 0.63 | 0.66 |
| 每股经营现金 | 1.16 | 0.95 | 0.73 | 0.79 | 0.82 |
| 每股净资产 | 5.64 | 5.99 | 5.97 | 6.39 | 6.74 |
| 每股股利 | 0.48 | 0.45 | 0.21 | 0.31 | 0.33 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 7.5 | 8.4 | 16.7 | 11.4 | 10.8 |
| PB | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 6.2 | 6.7 | 10.7 | 8.5 | 8.3 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。