

大秦铁路 (601006.SH) 公路铁路

评级：买入 维持评级

公司研究

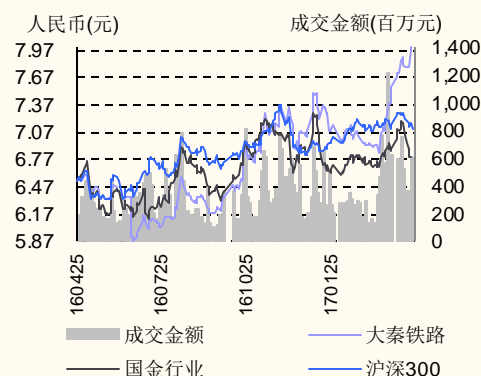
市场价格(人民币)：8.06元

长期基本面依旧向好，静待估值修复

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	14,866.79
总市值(百万元)	119,826.34
年内股价最高最低(元)	8.00/5.87
沪深300指数	3431.26
上证指数	3129.53



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.954	0.851	0.445	0.718	0.804
每股净资产(元)	5.64	5.99	6.09	6.46	6.91
每股经营性现金流(元)	1.16	0.95	0.66	1.04	1.17
市盈率(倍)	11.17	10.13	18.11	11.22	10.03
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.50	13.50	13.50
净利润增长率(%)	11.77%	-10.84%	-47.67%	61.35%	11.90%
净资产收益率(%)	16.93%	14.19%	7.31%	11.12%	11.62%
总股本(百万股)	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 大秦线分流影响趋缓，黄骅港短期产能受限：从经济合理性上来看，朔黄及蒙冀线在内蒙古市场对大秦线产生分流风险；但蒙冀线单位收费较高，全程运煤并不具有明显竞争优势，短期分流将减缓，但需注意其长期价格市场化调节、还贷压力减轻后竞争力提升风险；朔黄线依托于运距优势及其母公司神华集团煤电运一体化经营模式，竞争力极强，但其下水港黄骅港产能受限限制朔黄线运量提升，根据黄骅港煤四期建设周期，预计煤五期（设计能力1亿吨）工程周期将长达3-4年，短期朔黄线运量提升依然存在瓶颈；以上大秦线本期分流风险降低。

大秦线煤炭运输长期向好

■ (1) 公路煤炭或回归铁路：2016年9月开始的公路治超提升煤炭公路运价7%-43%不等，且其中运距较短线路受影响较大。“三西”通过京藏公路每年运往京津冀地区煤炭约1亿吨，预期其中50%在途径省份被消耗，转换全程运距，预期受治超影响每年公路分流至铁路煤炭2000-3000万吨。预计今年4月末开始天津港禁止接收汽运煤，其中约2000万吨将改由火运运至天津港，大秦线由于技术及行政问题受益小；另2000万吨将由其他铁路线路分流至其他港口，大秦线优先受益。综上，全年从公路分流至大秦线运量约3000-4000万吨。

■ (2) 煤炭市场结构优化提升“三西”优质煤占比，长约趋势致运输资源合理分配：在不考虑新增产能情况下，根据各省煤炭去产能规划，至2020年“三西”煤炭产能占比将由2015年59%提升至63%，大秦线作为“三西”煤炭外运主要通道，中期其运输需求或偏离整体行业趋势产生高增长。同时本期开始煤炭长约全面回归，未来煤炭价格及需求波动将趋缓，铁路运输将可以有效安排运力，大秦淡季运输水平将提升。

估值

■ 公司全年量价齐升确定，基本面全面复苏。公路煤炭回归及煤炭市场优化助力公司长期基本面向好，给予公司PE14倍（历史中性水平）。预计2017-18年EPS为0.72/0.80元/股，目标价10元。

风险

■ 煤炭需求疲软持续；铁路改革不及预期；蒙冀线分流严重等。

相关报告

- 1.《一季度煤炭运输淡季不淡，全年量价齐升确定-大秦铁路公司点评》，2017.4.10
- 2.《运价恢复增厚业绩，量价齐升已成确定性事件-大秦铁路公司点评》，2017.2.27
- 3.《运量回升超预期，估值低点建议关注-大秦铁路公司点评》，2016.12.10
- 4.《10月货运回暖，处于基本面拐点-大秦铁路公司点评》，2016.11.10
- 5.《基本面拐点，运量将回升企稳-大秦铁路三季报点评》，2016.10.27

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

全国呈现北煤南运、西煤东调运输格局.....	3
大秦线晋北地区优势明显，黄骅港限制朔黄分流.....	5
煤炭运输市场悲观情绪已过，大秦线长期运量有保障.....	8
工业回暖助推用电需求，短期火电主导地位依旧持续.....	8
公路治超及环保助推公路煤炭回归铁路.....	9
去产能或提升“三西”优质煤炭占比，长约趋势优化煤炭运输资源合理规划.....	11
业绩预测与估值.....	13

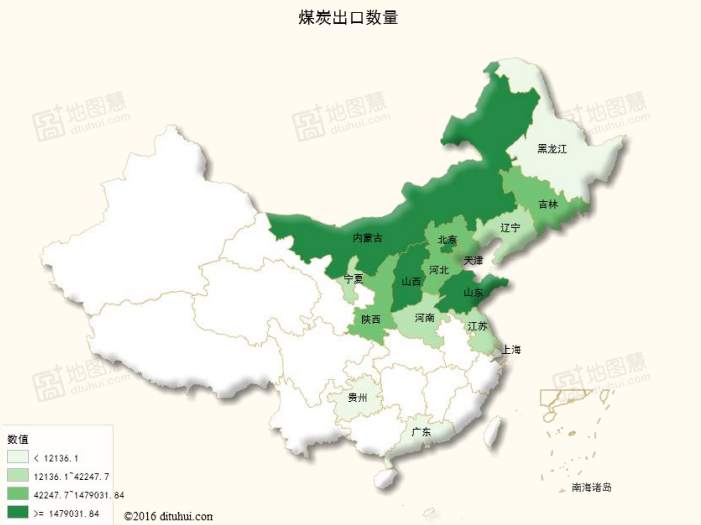
图表目录

图表 1：全国煤炭各省出口数量分布.....	3
图表 2：全国煤炭各省进口数量.....	3
图表 3：国家铁路煤炭货运量占比.....	4
图表 4：多种煤炭运输方式对比.....	4
图表 5：铁路煤炭运输东西通道特点.....	4
图表 6：煤炭各价格指标.....	5
图表 7：公司毛利构成.....	5
图表 8：大秦线年货运量.....	6
图表 9：北通道铁路运煤格局.....	7
图表 10：对应下水港煤炭运输能力.....	7
图表 11：黄骅港月煤炭运量.....	8
图表 12：全国各形式发电量占比.....	9
图表 13：年火电、水电发电量同比增速.....	9
图表 14：月火电、水电发电量.....	9
图表 15：发电机组新增产能.....	9
图表 16：道路煤炭运输成本.....	10
图表 17：国内柴油市场价格走势.....	10
图表 18：公路治超对运价影响.....	10
图表 19：全国各省煤炭去产能计划.....	12
图表 20：2015 年全国煤炭产能分布.....	12
图表 21：预计 2020 年全国煤炭产能分布.....	12
图表 22：每年各月份大秦线日均运量.....	13
图表 23：大秦线 2017 年煤炭运量预测.....	14
图表 24：公司主营成本组成.....	14
图表 25：盈利预测（浅色为预测值）.....	15
图表 26：大秦历史 P E 估值.....	15

全国呈现北煤南运、西煤东调运输格局

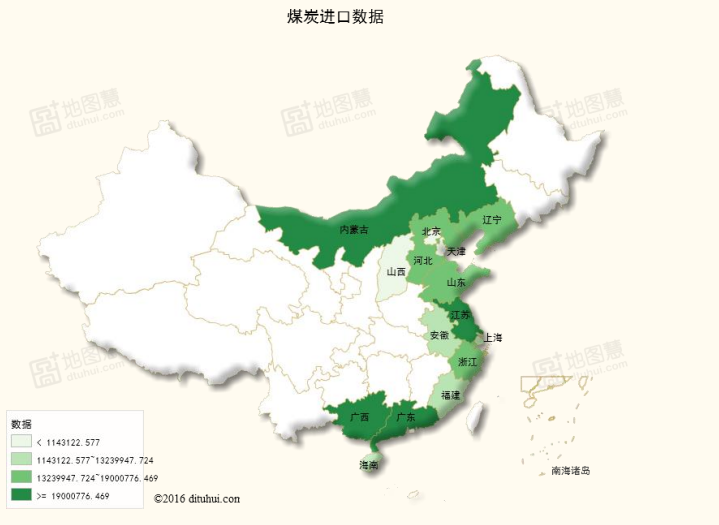
- 从全国煤炭生产及消费区域来看，国内煤炭主要产地集中在新疆、内蒙古、山西、陕西及河南等地，而这些地区也为主要的煤炭出口省，主要的煤炭消耗省多为电力、钢铁等耗煤较多的经济发展大省，主要集中在东南沿海一带。由于产煤及耗煤省份天然地理差异，为煤炭长途运输带来需求，也造就了全国北煤南运，西煤东调的大格局。

图表 1：全国煤炭各省出口数量分布



来源：wind，国金证券研究所

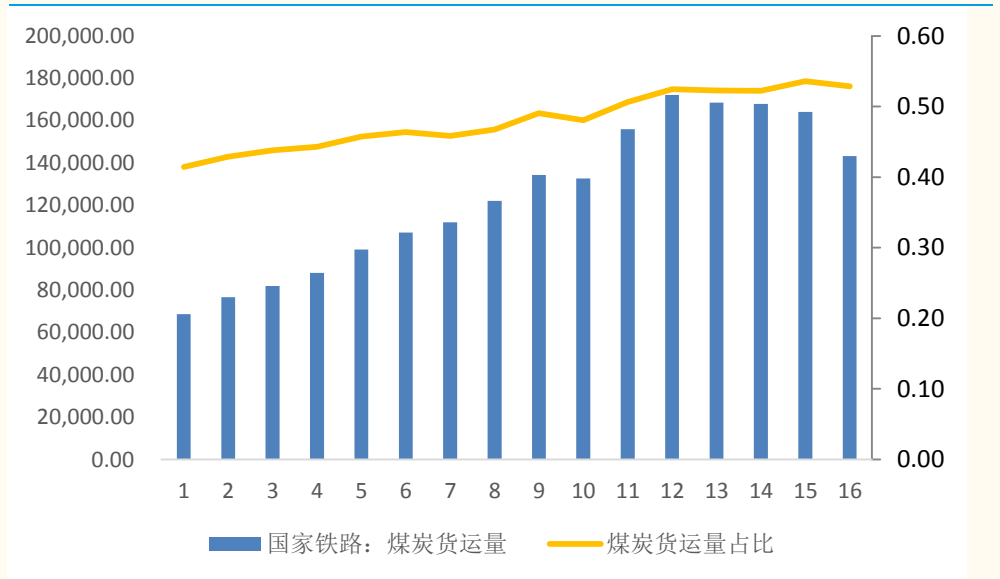
图表 2：全国煤炭各省进口数量



来源：wind，国金证券研究所

- 而在运输方式上，铁路是煤炭长途运输最主要的交通工具。2015 年全国国家铁路货运量达到 27 亿吨，其中煤炭货运量为 14.3 亿吨，占比高达 53%，且该占比从近 10 年的趋势来看呈稳步上升的走势；2015 年全国煤炭产量为 36.8 亿吨，其中铁路煤炭发运量达到 20 亿吨，铁路运输煤炭量约占到煤炭总运输量的 50% 以上。

图表 3：国家铁路煤炭货运量占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：多种煤炭运输方式对比

运输方式	优势	2014山西煤炭运量	运输方式占比
铁路	运力大、速度快、成本低、耗能小	52,769.42	52%
公路	方便、灵活、门到门、短途运输	48,032.32	48%
水路	运价低、运力大、耗能小、直达码头		

来源：wind，国金证券研究所

- 铁路煤炭运输南北向通道由京沪线、京九线、京广线及大湛线组成，主要是通过铁路将煤炭直接由产地运往南方省份。

而铁路煤炭运输中作用较大的是东西通道，主要采用铁水联运，将煤炭从产地通过铁路运送至港口，再由港口向南方运输。其中东西通道根据运往方向及产品不同，又分为北、中、南通道。

图表 5：铁路煤炭运输东西通道特点

通道	主要构成	出发地	到达地	港口	主要煤炭品种
北	大秦，丰沙大，京原，集通，朔黄	晋北、陕北、神东煤炭生产基地	京津冀、华北、华东	秦皇岛、京唐、天津、黄骅港	动力煤
中	石太线、邯长线	晋东、晋中	华东、中南地区	青岛港	无烟煤，焦煤
南	太焦线、侯月线、陇海线、宁西线、西康	陕北、晋中、神东、黄陇和宁东煤炭	中南、华东	日照港、连云港	焦煤、肥煤和无烟煤

来源：天拓咨询，国金证券研究所

- 煤炭运输时效要求并不是特别高，而煤炭物流成本一般占煤炭最终售价的50%左右，所以对于运输线路选择上，从煤产地到需求地所花费运输成本最低的线路具备竞争优势。

我们选取 2017 年 4 月山西大同出产 Q5500 动力煤，最终运输到广州港为例，坑口价格为 450 元/吨，从坑口到发送地火车上成本 55 元/吨，运输到

港口铁路费用约 95 元/吨，海上运输成本约 150 元/吨，物流成本约 300 元/吨，约为坑口价的 60%以上，其中汽运+火车运输成本占坑口价 30%左右。

图表 6：煤炭各价格指标

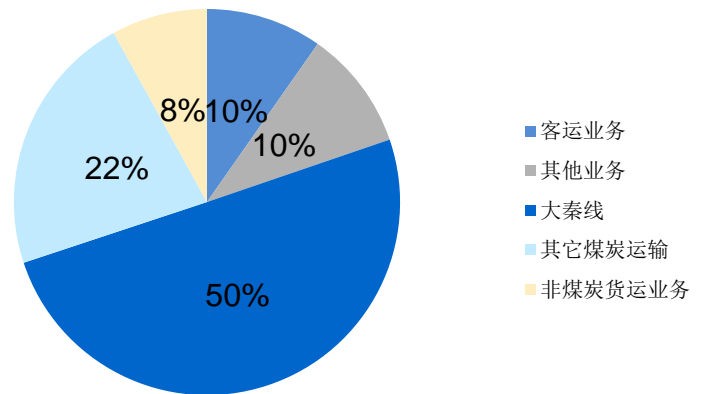
价格指数	含义	价格
坑口价	煤炭出坑价格	450
车板价	发运地火车交货价格	505
平仓价	到港口+到船上的费用	600
库提价	煤炭入库前价格+仓库使用费	750

来源：wind，国金证券研究所

大秦线晋北地区优势明显，黄骅港限制朔黄分流

- 大秦铁路主要管辖京包、北同蒲、大秦 3 条铁路干线，口泉、云冈、宁岢、平朔四条铁路支线。公司全年货运收入及毛利约占总主营业务的 80%左右，其中煤炭发送量占整体货物发送量的 90%左右，大秦线的货运量及货运周转量约占全公司的 58%，占煤炭货运量的 70%。所以大秦线的营运状况直接影响公司 50%的营业收入及毛利。

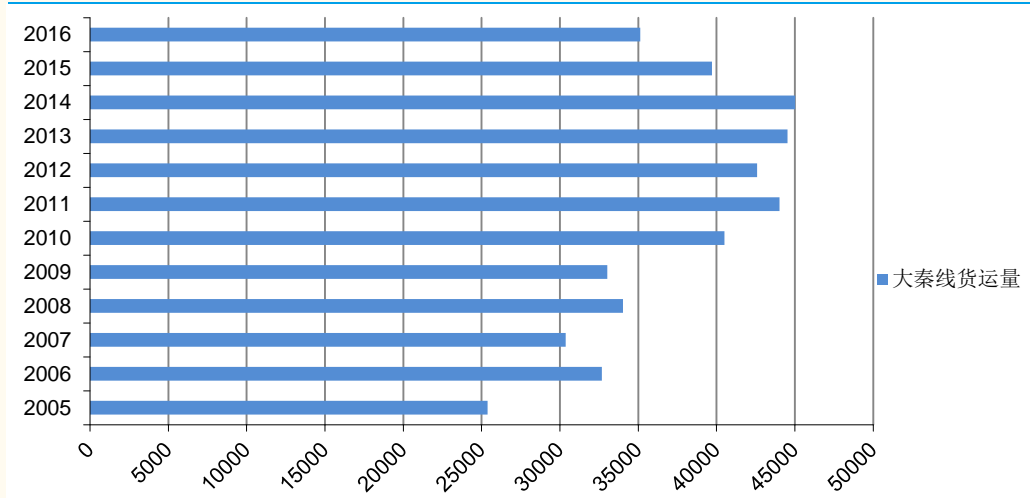
图表 7：公司毛利构成



来源：公司年报，国金证券研究所

- 大秦线运输能力在 4.5 亿吨/年，大秦线在 2005-2014 年间由于煤炭市场需求良好一直处于满运能状态，并且不断连带配套港口进行扩能改造来提升最大运输能力。但自 2015 年开始，国内煤炭市场不景气，叠加大秦线周边新建铁路分流影响，过去供给不足的状况逐步转变为供给过剩。所以大秦线收益风险有原来的运力不足也转变为运能利用率不足。

图表 8：大秦线年货运量



来源：wind，国金证券研究所

- 大秦线始于山西省大同市，终于河北省秦皇岛市，全长 653 千米，是构成煤炭铁路运输东西通道中北通道的重要组成部分。与**大秦线**形成直接竞争关系的主要是相邻**朔黄线**及**蒙冀线**，这三条铁路也构成“三西”地区煤炭外运三条主要干道。几条运输线路的比价情况需要考虑货源地、铁路线路上运输成本及对应港口相关费用。
- 在铁路成本方便，主要考虑 2 个变量：1.单位收费 2.运送到港口距离。

从单价上来看，铁路相关运费包含运价+电气化附加+铁建基金+印花税；各铁路局依然有运价调整自主权。大秦、朔黄、蒙冀线从性质上来讲大秦是国铁要多付 0.033 元/吨公里铁建基金，朔黄和蒙冀线是合资铁路不需要支付；大秦线煤炭运输基价 2 使用特殊运价，但是管内运输免基价 1；从各铁路局近期发布价格来看，**大秦线与朔黄线在单价上不存在较大差异，蒙冀线单价略高。**

从运距来看，三条主干道主要在晋北及内蒙古地区煤炭市场有强竞争关系，以 2015 年为例，大秦线约 3 亿吨运量来自晋北市场，剩余 1 亿吨大部分来自内蒙地区。

在**晋北市场**，与大秦存在直接竞争关系的是朔黄线，大秦线与朔黄线至港口运距相当，约为 600-700 公里，从单价上看，在这个市场大秦和朔黄并没有哪条线路有明显的价格优势，但由于大秦线投入使用时间较长，客户源相对稳定。

现在主要存在分流货源风险在**内蒙市场**张唐线与准池线相继通车，对大秦线在该市场的煤炭外运产生了严重的分流。(1)张唐线于 2015 年底通车，自此以集包线、集宁线、张唐线为组成部分的蒙冀线全线开通，直连内蒙古鄂尔多斯和曹妃甸港；从距离上“京包-蒙冀-曹妃甸”全长 987 公里，较“京包-大秦-秦皇岛港”的 1100 公里短约 100 公里左右，算上运价单价差异，两条线路运费差异不是很大，所以从目前情况来看，蒙冀线并不存在很强的竞争优势，其 2016 年全年运量也仅为 2000 万吨，但是随着货运价格市场化调节，蒙冀线还贷压力减轻，该线运距短，不排除其在远期具有竞争力，长期该线路设计运力为 2 亿吨/年。但若短期双方竞争力没有明显变化，分流效应将逐渐减弱。

而准池线的开通使得朔黄线向内蒙古西部进一步延伸，而蒙西煤下水“准池-朔黄-黄骅港”比“大秦-秦皇岛”运距上缩短约 100 公里，每吨煤运价下降约 20 元，同时朔黄线母公司为神华集团，新建的巴准、准池等铁路陆续投入运行，为朔黄铁路联通煤炭产地进一步提供了便利，提升了朔黄铁路的运输能力；神华集团煤电运一体化的经营模式赋予了朔黄铁路相对优势，导致朔黄线 2016 年分流大秦线约 3000 万吨。

图表 9：北通道铁路运煤格局



来源：百度地图，国金证券研究所

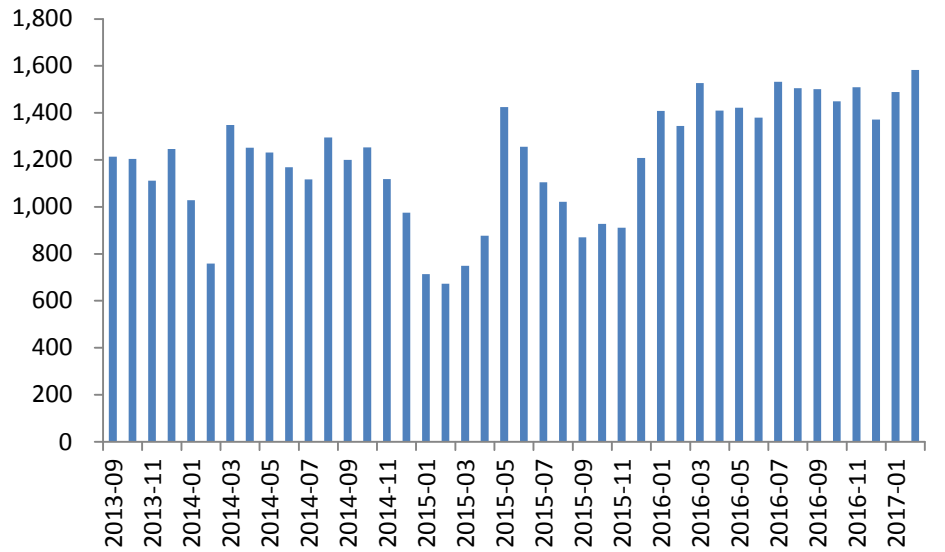
- 与铁路配套的下水港煤炭运输能力有时制约着铁路的运输能力。2016 年环渤海地区港口群全年煤炭运输量约为 6 亿吨，而从 3 条主要铁路干线运输煤炭约 7.5 亿吨，由于年全年无论铁路或港口运能均未达到满负荷，可以测算铁路北通道铁路运输下水煤占比约为 70-80%左右。从该比例来看，大秦线及蒙冀线按现在运能计算，其对应港口煤炭运输能力充足。
- 黄骅港产能受限，新工程建设周期长达 3-4 年。朔黄线对应的黄骅港，年煤炭运输能力仅有 1.83 亿吨，全年仅能保障朔黄线上约 2.5 亿吨的煤炭运输量。从 2016 年数据来看，黄骅港最大月煤炭运输量约为 1500 万吨/月，从 3 月到 12 月一直维持在这个水平，即使在年末旺季也没有实现量的突破。这表明黄骅港的疏运能力有限，可接受的煤炭运量可能已到达上限，如果港口条件得不到改善，朔黄铁路对大秦线的分流不能持续进行。现黄骅港煤一期到煤四期工程拥有 17 个煤炭泊位，其正在规划煤五期工程，设计能力达到 1 亿吨。按煤四期建设周期来计算，工程设计吞吐量约 5000 万吨，2013 年 4 月工程开工、2013 年 11 月底码头施工完成、2014 年 12 月底工程通过竣工验收交付使用，整个工程周期约 2 年。所以煤五期预计工程周期将长达 3-4 年，短期来看黄骅港产能受限问题依然存在。考虑到煤炭需求量增长的可能，新增运量预计将回归大秦线。

图表 10：对应下水港煤炭运输能力

现煤炭运输能力（亿吨）	远期能力		煤炭运输能力（亿吨）	远期能力	
4.5	4.5	大秦线	秦皇岛港	2.4	
3.5	4.5	朔黄线	黄骅港	1.83	2.83
1.2	2	蒙冀线	曹妃甸港	1	2.5
			天津港南疆煤码头	0.85	1.2

来源：秦皇岛煤炭网，国金证券研究所

图表 11：黄骅港月煤炭运量



来源：wind,国金证券研究所

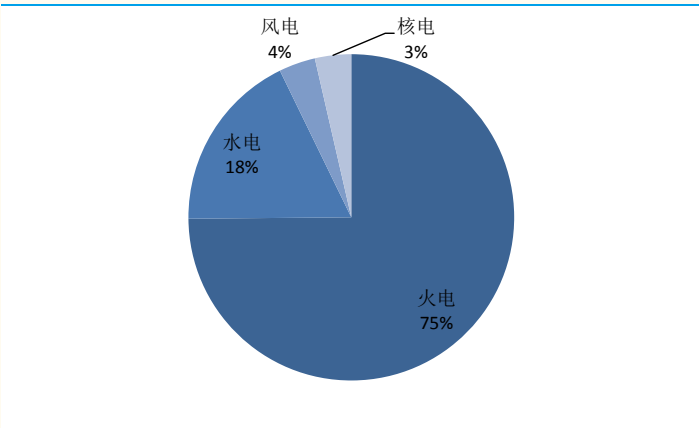
- 综上，从区域竞争来看，在实力相当情况下，大秦线在晋北地区拥有先发优势；在内蒙古地区，朔黄线拥有资源及运价优势具有分流风险，但其下水港黄骅港在 3-4 年内产能将持续受限，短期风险可控。所以未来区域煤炭运输需求增长，大秦线将优先受益。

煤炭运输市场悲观情绪已过，大秦线长期运量有保障

工业回暖助推用电需求，短期火电主导地位依旧持续

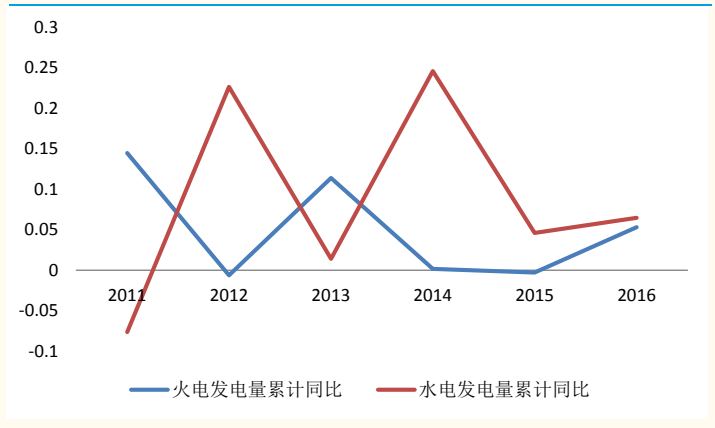
- 公司运输的煤炭大部分为动力煤，主要用于火力发电，一般与工业用电及冬季采暖相关；与其他非火电发电（如水电）有明显替代关系。水电受降水量等不确定因素影响，目前每年发电量占全国发电量的 20% 不到，火电依旧是全国发电主要贡献者。而且水电具有明显季节性大小年规律，2016 年全国降水量 729.7 毫米，为 1951 年来历史同期最多，2017 年 1-2 月降水量较去年同期偏低，考虑降水量“大小年”经验，今年火电大概率崛起。
- 从长久的发展趋势来看，受环保等一系列因素影响，煤炭发电将被清洁能源所替代，但是短期来看，火电新增产能依旧占比最高，且近几年有上升的趋势。而今年对于国内宏观经济环境的判断为稳中向好，作为经济晴雨表的工业用电量预计也将有所上升，提振煤炭需求。从一季度数据来看，全国规模以上工业增加值同比上升 7.6%，增幅为 2 年内新高；3 月份 PMI 指数为 51.8，持续高于前值，并且连续 8 个月处于枯荣线之上。

图表 12: 全国各形式发电量占比



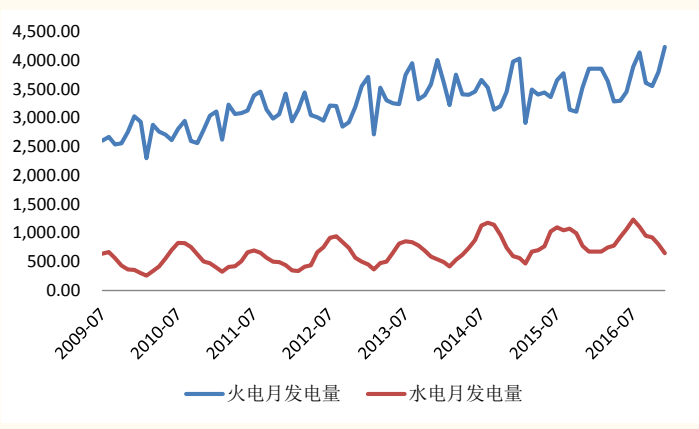
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 年火电、水电发电量同比增速



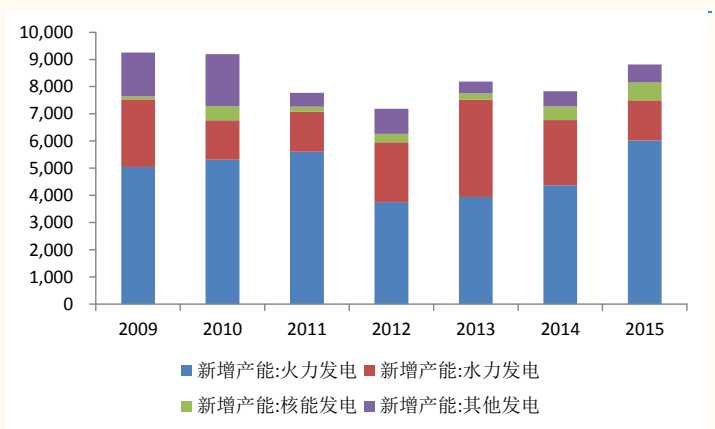
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 月火电、水电发电量



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 发电机组新增产能



来源: wind, 国金证券研究所

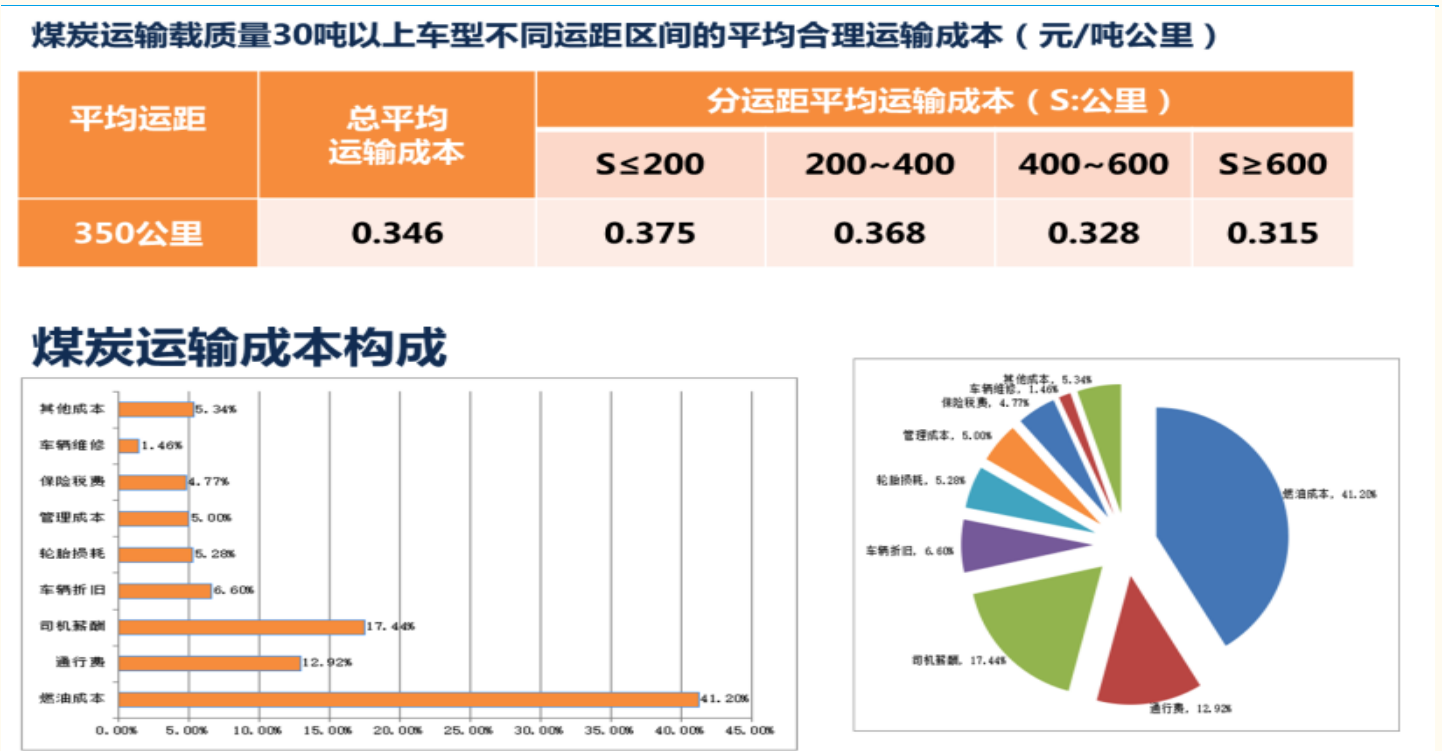
公路治超及环保助推公路煤炭回归铁路

- 前几年由于铁路运价持续上涨、油价下跌,致使铁路运煤比公路运煤的比价优势逐步减弱,并且公路运输具有灵活、门对门等优势,所以近几年公路运煤的势头也在逐步上涨。
- 根据交通运输部发布的全国道路货物运输价格与成本检测结果来看,普货整车平均合理运输成本在 0.233-0.424 元/吨公里,煤炭运输按载质量 30 吨以上车型平均运输成本为 0.315-0.375 元/吨公里,且运距越长成本越低,其中油耗成本占总成本的 41.2%。公路运煤单位成本大约是火车运煤单位成本的 2 倍左右,但是对于少量及运距较短的需求,公路运输会更具备经济合理性。同时由于公路里程较火车短,并且收费环节及装卸环节比较少,所以部分“三西”煤碳外运公路运输价格上具有一定竞争力。
- 2016 年油价大幅下跌,全年国内柴油市场价格约同比下降 10%;其中一季度及二季度的同比降幅达到 17%及 19%,此时公路运煤价格约下降 5%-10%;据中国煤炭市场网报道,2016 年上半年在油价低位时,天津港汽运煤集港的煤价比铁运煤价每吨便宜 5-10 元。导致上半年公路运煤量有明显上升。2016 年天津港下水 5600 万吨汽运煤,同比增长约 40%。
- 本期受公路治超及环保政策影响,汽运煤将部分分流至铁路。

(1) 2016 年 9 月 21 日发布的公路治超新规,四轴货车总质量最多不能超过 36 吨,六轴车车货总重不超过 49 吨,相比较治超前,每车少装近 10 吨,不仅运输一定量货物所需要的车辆增加,同时运输公司为了减少少装货的损失也开始提升运价;例如汾阳到天津公路运输报价在公路治超之前

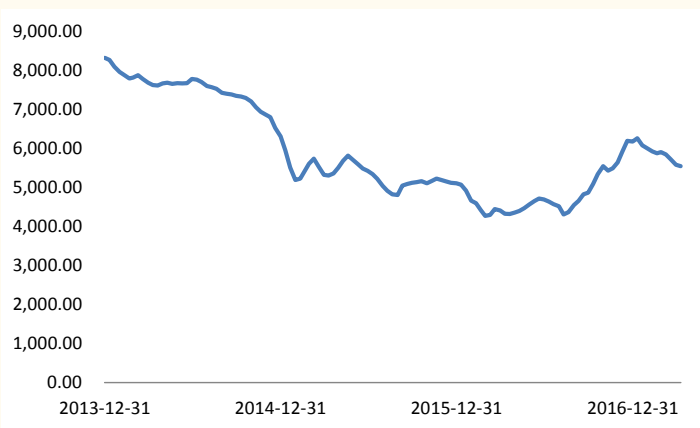
约为 200 元/吨，治超后涨到 240 元/吨，涨幅约 20%，叠加所需货车数量增加预计公路成本上涨约 30%。据统计在公路治超新规实施的 10 天之内，煤炭公路运价上涨 7%-43%不等，且运距越短涨价幅度越大。如此，公路运输较铁路运输运价优势减弱。汽运中运距较短的线路受公路治超影响较大，“三西”煤炭公路外运主要通过京藏高速，据计算京藏高速每天货车车流量约 1.2 万辆，预计其中 90%运输煤炭，每车可装货物 26-35 吨左右，预计年工作日为 300 天，所以年通过京藏高速向外运输的煤炭约 1 亿吨。预计其中一半的量在途径省份被消耗，转换全程距离，预计受治超影响铁路部分将分流 2000-3000 万吨，由于朔黄线受下水港影响，产能处于饱和状态，所以大秦线将主要受益。

图表 16：道路煤炭运输成本



来源：运输服务司，国金证券研究所

图表 17：国内柴油市场价格走势



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：公路治超对运价影响

2016年公路治超后10天内煤炭运价涨幅

出发地	到达地	涨价后价格	涨幅
孝义司马	山东滕州木石	185	17%
汶水	新疆乌鲁木齐	480	7%
肖家洼	黄骅港	205	18%
宁武	淄博	175	17%
金鸡滩	孝义梧桐	100	43%
阳方口	天津	150	25%
柳林华泰	临沂恒昌	245	11%
平遥金众	河南济源金马	118	20%
文水	青海西宁	230	21%
交城	莱芜颜庄	200	33%
汾阳	迁安九江	230	35%

来源：煤炭信息交易网，国金证券研究所

(2) 天津港禁止接收汽运煤。根据环保部系统内印发的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案（征求意见稿）》提出“天津港禁止接收公路运输煤炭；今年 7 月底前，天津港不再转运煤炭，转由张唐铁路经唐

山港转运；9月底，天津和河北所有集疏港煤炭一律由铁路运输，禁止柴油货车运输集疏港煤炭”。而近日，天津港禁止汽运煤集港时间预计将从7月底提早至4月底。

2016年天津港接收汽运煤约5600万吨，整个环渤海地区汽运煤下水约6500万吨，预计环保政策落地后，这部分煤炭被分流至其他港口，或者通过火车运输。由于天津港是综合性港口，所以可实现火车进港煤炭/出港铁矿石的格局，好于其他区域重去空回的模式，也在一定程度上弥补了火车较汽车运输成本高的问题。由于朔黄线、大秦线到天津港无论从技术上还是行政管理上都比较复杂，所以通过这两条铁路转运可能性不大。现中铁总批复太原及呼和浩特铁路局3000列车皮，支援天津港火运运输，与天津港相连的津蓟铁路预计运能2000万吨/年，所以还余有约2000万吨将分流至大秦及朔黄线，最终由其他港口下水。

结合以上两个因素来看，预计叠加公路治超及天津港禁止接收汽运煤影响，大秦线年运输量预计增加3000-4000万吨。

去产能或提升“三西”优质煤炭占比，长约趋势优化煤炭运输资源合理规划

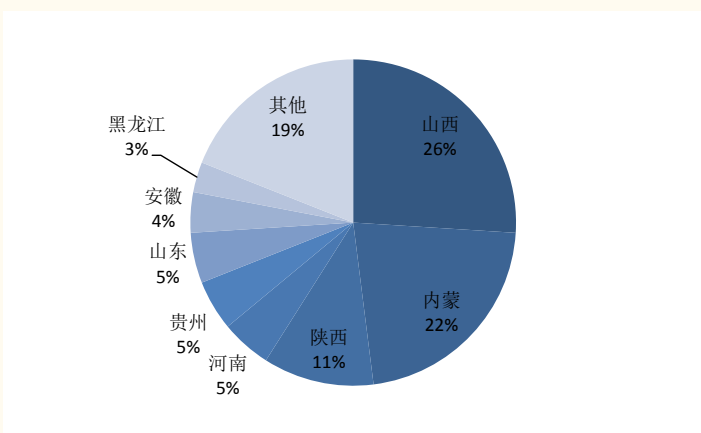
- 煤炭市场近期主要有2个较明显的发展趋势，首先整体煤炭市场目前处于整体总量收紧，产能持续过剩的状态，供给侧去产能的态势仍然将持续。煤炭去产能主要去的是中小煤矿和僵尸企业，主要针对高硫高灰/资源枯竭/资不抵债的矿井。从各省2016年去产能的结果来看，退出的单井规模在100万吨以下，山西/内蒙古/陕西属于产煤大省，其去产能的量相对来讲较大。但从整体煤炭产能分布来讲，在2015年“三西”煤炭产能占全国的59%，根据去产能规划不考虑新增产能的情况下，至2020年“三西”煤炭产能约占全国产能的63%，占比有所提升。所以去产能的最终将带来煤炭生产向优质产能集中，所以即使煤炭在未来受清洁能源的冲击，产量增速在减缓，但是“三西”煤炭由于其优质品质，预计中期需求将偏离行业趋势产生高增长。

图表 19：全国各省煤炭去产能计划

省市	万吨关闭矿井数量	退出煤炭产能	退出单井平均规模	2016-2020年退出煤炭产能（万吨）
山西	25	2325	93	10000
贵州	147	2376	16	7000
山东	58	1625	28	6460
河南	89	2236	25	6254
内蒙古	10	330	33	5414
河北	56	1458	26	5103
陕西	42	1824	43	4706
四川	144	1983	14	3303
安徽	6	909	152	3183
辽宁	39	1327	34	3040
黑龙江	13	938	72	2477
重庆	219	1300	6	2300
云南	121	1856	15	2088
江西	205	1279	6	1868
湖南	258	1610	6	1610
甘肃	13	192	15	991
江苏	7	818	117	836
湖北	124	753	6	800
福建	30	182	6	600
北京	1	100	100	520
广西	12	227	19	473
吉林	8	382	48	382
宁夏	8	107	13	122
青海	4	21	5	66
中央企业	3182	12685	4	

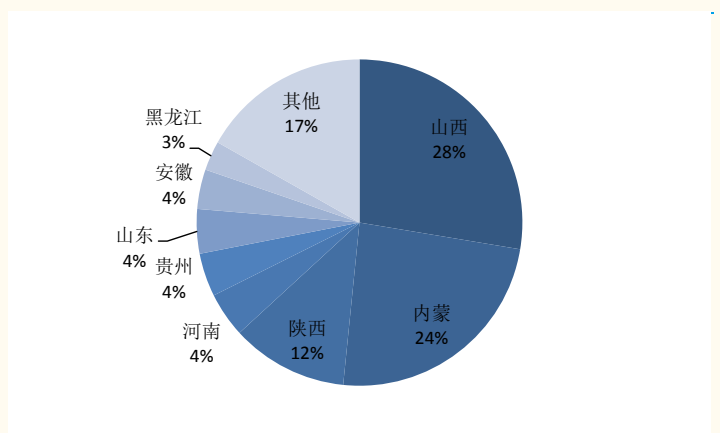
来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 20：2015 年全国煤炭产能分布



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 21：预计 2020 年全国煤炭产能分布



来源：结合中国产业信息及中商产业研究院数据计算得出，国金证券研究所

- 今年开始，整体煤炭市场恢复中长期合约趋势。2016 年 12 月初，已有 15 家煤炭企业与下游企业签订 2017 年长协合同；2017 年 4 月国家发改委印

发《关于加快签订及严格履行煤炭中长期合同的通知》，表示要确保年度煤炭中长约合同占供应量或采购量的比例达到 75%以上。而今年年初开始运输企业也开始参与煤电长协，2月8日山西太原铁路局与三大煤炭企业及十家下游企业共同签订了 2017 年山西煤炭铁路直达运输产运需三方合同。

- 煤炭市场季节性及周期性的淡旺季明显，经常会导致煤炭供需失衡，铁路运输市场运输能力利用不充足或产能不足等问题。煤电中长约有利于稳定维护煤炭市场。前期煤炭长约仅限于定量，由去年年末开始签订的长约回归定量且定价。定价方式采用“基准价+级差”的灵活定价方式，对于数量大、运距远、还款快的客户给予一定的优惠。所以在中长约条件的约束下，未来煤炭价格及煤炭需求波动将趋于平缓，对于铁路运输可以提前合理掌握货源货流，有效安排运力，避免出现像去年上半年运输闲置、下半年运力紧张的情况。

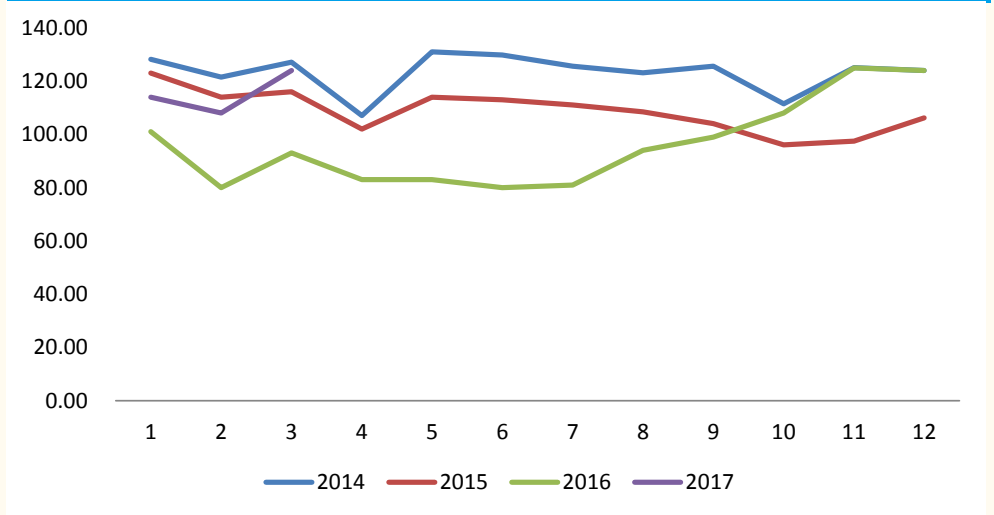
业绩预测与估值

- 收入预测：公司主营收入中约 80%来自于货运收入，约 10%来自于客运收入，剩余 10%来自于其他业务收入。

根据历史数据，公司货运量中约 80%-90%左右是煤炭，而煤炭中 75%左右的量是由大秦线贡献的，而大秦线运输煤炭中有 90%是管内运输，我们按照该历史数据预测全年公司货运量。

大秦线日均运量饱和状态在 120 万吨/日左右，所以全年饱和运量大约为 4.5 亿吨。每年春季和秋季，公司会进行为期 20-25 天左右的检修。2016 年，大秦线全年货运量为 3.5 亿吨，呈现前低后高走势。上半年受分流及煤炭市场低迷影响，日均运量在 85-90 万吨左右，下半年受冬季采暖、公路治超及港口补库存影响，截至年末运量一度突破 120 万吨/日。2017 年一季度大秦线日均运量达到 115 万吨/日，同比上升 26%。我们认为本期量大幅上升主要原因是（1）春节提前，工厂企业复工复产时间随之提前，同时一季度倒春寒现象明显，煤炭需求同比明显上升。（2）受今年雨水情况影响，水电发电量同比下降，间接刺激火电需求上涨。根据 CCTD 数据，1-2 月份全国规模以上电厂水电发电量同比下降 4.7%，火电发电量同比上升 7%。

图表 22：每年各月份大秦线日均运量



来源：wind，国金证券研究所

受分流效应减弱、公路治超、天津港禁汽运煤、煤炭长约趋势影响，我们预计 4-10 月份大秦线将维持 110 万吨/日的运输水平，进入冬季运输量将超过 120 万吨/日，所以全年大秦线煤炭运量约为 4 亿吨/年。

图表 23：大秦线 2017 年煤炭运量预测

2016 年大秦线运量	3.5 亿吨
公路治超	2500*9/12=1875 万吨
天津港禁汽运煤	1500*8/12=1000 万吨
煤炭长约（淡季运煤量上升）+分流减弱	10*6*30=1800 万吨
2017 年大秦线运量	3.97 亿吨

来源：wind，国金证券研究所

- 成本端：公司为重资产企业，其中 65% 的成本每年波动不大，脱离于业务表现；另 35% 成本为浮动成本，与经营情况直接相关。我们预计本期固定成本依旧维持 2% 左右增长（人工费用提升等），浮动成本按收入端增速趋势预测。

图表 24：公司主营成本组成

	2014	2015	变化率	2015 占比 %
材料	1,768,669,355.00	1,587,630,586.00	-10%	4%
电力及燃料	3,456,028,499.00	2,951,768,078.00	-15%	8%
折旧	4,780,868,856.00	4,983,815,141.00	4%	14%
人员费用	12,453,955,520.00	13,436,158,915.00	8%	38%
大修支出	1,389,465,842.00	1,074,052,135.00	-23%	3%
货车使用费	2,874,223,043.00	3,389,828,187.00	18%	10%
机客汽车租赁费	311,452,578.00	545,833,312.00	75%	2%
和谐机车两年检	865,115,557.00	465,357,452.00	-46%	1%
客运服务费	2,426,668,252.00	2,686,946,304.00	11%	8%
货运服务费	2,036,091,008.00	1,374,973,682.00	-32%	4%
供热、供暖费及房屋维修费	399,772,385.00	414,105,497.00	4%	1%
通信服务费	319,524,334.00	318,160,152.00	0%	1%
土地房屋租赁费	399,215,355.00	403,941,372.00	1%	1%
其他	1,954,857,226.00	2,020,083,362.00	3%	6%
固定成本	22,562,775,075.00	23,115,674,026.00	2%	65%
浮动成本	12,873,132,735.00	12,536,980,149.00	-3%	35%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 我们预计公司 2017 年归母净利润为 106 亿元，按现在股价 PE 估值为 11.2 倍。

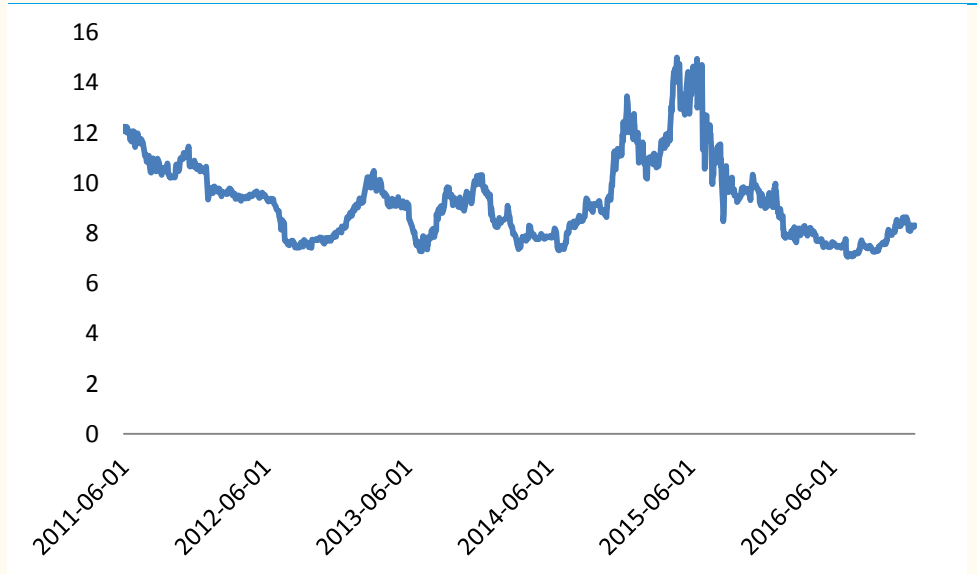
图表 25: 盈利预测 (浅色为预测值)

货物运输量 (亿吨)		运价 (元/吨公里)		营业收入 (亿元)	505.72
大秦线 (亿吨)	4	基准价 1	16.80	货运	408.72
管内	3.6	基准价 2	0.10	客运+其他	97.00
管外	0.4	铁路建设基金	0.03	固定成本	240
其他线路煤炭	1.3	电气化附加	0.01	浮动成本	140
其他货物	0.8	特殊运价	0.10	总成本	380
		管内 (特殊运价+铁路建设基金+电气化附加)	0.14	毛利率	25%
平均里程	480公里	管外 (基准价 1+特殊运价+铁路建设基金+电气化附加)	0.18	费用率	5%
		其他煤炭运价 (基准价 1+基准价 2+电气化附加)	0.14	利润率	21%
客运增速	0.05	其他运价	0.12	净利润 (净利润)	106.20

来源: wind, 国金证券研究所

- 公司近 5 年 PE 估值在 8-16 倍, 平均估值为 9.34 倍。2011-2016 年煤炭市场整体处在下降通道, 2011 年 4 季度开始煤炭价格开始出现下滑趋势, 整个行业呈现供大于求的问题, 致使煤炭企业呈现大面积亏损。所以从公司持续下降的低估值 (排除 15 年牛市干扰) 来看, 表现整个市场对于大行业的长期悲观预期。(1) 自 2016 年开始国家实施供给侧改革, 致使煤炭产量明显下降, 煤炭价格回升; 长期来看, “三西” 优质煤炭市场份额将提升, 所以即使在控制煤炭整体消费比的情况下, 大秦线作为 “三西” 煤炭外运重要通道, 整体运量增长趋势向好。(2) 受京津冀大气环保治理政策影响, 禁止该地区汽运煤预计将是长久规划, 未来或许不仅仅是港口禁止接收汽运煤, 周边公路运煤或将受限; 同时公路治超影响公路运煤价格优势, 铁路将长期受益公路运煤分流。所以整体来看, 大秦线长期运量有保障, 给予 14 倍估值 (中性偏低水平, 2010 乐观市场预期 PE 为 18-20 倍, 2011 后悲观预期估值为 10-12 倍), 目标价 10 元。

图表 26: 大秦历史 PE 估值



来源: wind, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	51,343	53,971	52,531	41,962	51,719	58,273
增长率		5.1%	-2.7%	-20.1%	23.3%	12.7%
主营业务成本	-32,307	-33,735	-36,978	-34,065	-38,440	-43,289
%销售收入	62.9%	62.5%	70.4%	81.2%	74.3%	74.3%
毛利	19,036	20,235	15,553	7,897	13,280	14,984
%销售收入	37.1%	37.5%	29.6%	18.8%	25.7%	25.7%
营业税金及附加	-1,530	-220	-199	-159	-197	-221
%销售收入	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-189	-180	-210	-210	-181	-204
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用	-3,152	-3,735	-587	-504	-517	-583
%销售收入	6.1%	6.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	14,165	16,101	14,557	7,024	12,385	13,976
%销售收入	27.6%	29.8%	27.7%	16.7%	23.9%	24.0%
财务费用	-664	-479	-219	-404	-404	-328
%销售收入	1.3%	0.9%	0.4%	1.0%	0.8%	0.6%
资产减值损失	0	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2,693	2,540	2,098	2,000	2,000	2,000
%税前利润	16.8%	14.1%	12.8%	23.4%	14.4%	12.9%
营业利润	16,194	18,158	16,436	8,620	13,981	15,648
营业利润率	31.5%	33.6%	31.3%	20.5%	27.0%	26.9%
营业外收支	-124	-88	-80	-90	-100	-110
税前利润	16,071	18,069	16,355	8,530	13,881	15,538
利润率	31.3%	33.5%	31.1%	20.3%	26.8%	26.7%
所得税	-3,376	-3,880	-3,701	-1,962	-3,193	-3,574
所得税率	21.0%	21.5%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	12,695	14,189	12,655	6,568	10,689	11,964
少数股东损益	3	4	7	-50	10	15
归属于母公司的净利润	12,692	14,185	12,648	6,618	10,679	11,949
净利率	24.7%	26.3%	24.1%	15.8%	20.6%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12,695	14,189	12,655	6,568	10,689	11,964
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4,852	4,972	5,170	5,507	5,918	6,404
非经营收益	-1,976	-2,099	-1,790	-1,489	-1,474	-1,534
营运资金变动	-811	251	-1,917	-751	274	620
经营活动现金净流	14,760	17,313	14,118	9,835	15,407	17,455
资本开支	-4,719	-5,465	-5,779	-9,166	-9,110	-10,120
投资	-233	-199	-1,696	-200	-300	-400
其他	1,455	1,493	1,826	2,000	2,000	2,000
投资活动现金净流	-3,498	-4,171	-5,649	-7,366	-7,410	-8,520
股权募资	0	0	3	0	0	0
债权募资	-3,314	-5,172	-2,301	1,696	-900	-900
其他	-7,000	-7,117	-7,802	-5,574	-5,630	-5,560
筹资活动现金净流	-10,314	-12,288	-10,100	-3,879	-6,530	-6,460
现金净流量	948	853	-1,631	-1,409	1,467	2,475

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	8,785	9,639	8,238	6,829	8,296	10,771
应收账款	2,513	3,329	4,291	4,213	5,193	5,851
存货	1,787	1,686	1,709	1,680	1,896	2,135
其他流动资产	1,509	1,798	1,631	1,670	1,692	1,716
流动资产	14,594	16,450	15,870	14,392	17,077	20,474
%总资产	14.0%	15.5%	13.9%	12.3%	13.9%	15.7%
长期投资	16,672	17,800	18,490	18,690	18,990	19,390
固定资产	67,068	66,621	74,690	78,264	81,425	85,099
%总资产	64.5%	62.7%	65.2%	67.0%	66.2%	65.3%
无形资产	4,306	4,169	4,024	3,949	3,880	3,813
非流动资产	89,361	89,884	98,679	102,453	105,846	109,852
%总资产	86.0%	84.5%	86.1%	87.7%	86.1%	84.3%
资产总计	103,955	106,334	114,549	116,846	122,923	130,325
短期借款	7,494	4,998	35	500	500	500
应付款项	9,595	9,506	9,077	9,789	11,118	12,521
其他流动负债	2,561	4,236	6,466	4,936	5,099	5,237
流动负债	19,649	18,740	15,578	15,225	16,717	18,258
长期贷款	686	1,013	5,590	6,590	5,590	4,590
其他长期负债	6,352	2,583	2,770	3,000	3,100	3,200
负债	26,687	22,337	23,938	24,815	25,407	26,048
普通股股东权益	77,073	83,799	89,112	90,582	96,058	102,803
少数股东权益	195	199	1,498	1,448	1,458	1,473
负债股东权益合计	103,955	106,334	114,549	116,846	122,923	130,325

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.854	0.954	0.851	0.445	0.718	0.804
每股净资产	5.184	5.637	5.994	6.093	6.461	6.915
每股经营现金净流	0.993	1.165	0.950	0.662	1.036	1.174
每股股利	0.300	0.350	0.390	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	16.47%	16.93%	14.19%	7.31%	11.12%	11.62%
总资产收益率	12.21%	13.34%	11.04%	5.66%	8.69%	9.17%
投入资本收益率	12.37%	14.05%	11.70%	5.46%	9.20%	9.84%
增长率						
主营业务收入增长率	11.71%	5.12%	-2.67%	-20.12%	23.25%	12.67%
EBIT增长率	4.30%	13.67%	-9.59%	-51.75%	76.33%	12.84%
净利润增长率	10.34%	11.77%	-10.84%	-47.67%	61.35%	11.90%
总资产增长率	3.55%	2.29%	7.73%	2.01%	5.20%	6.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.7	14.9	17.5	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	19.5	18.8	16.8	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	41.3	40.6	34.9	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	455.5	427.9	485.3	603.9	491.1	440.1
偿债能力						
净负债/股东权益	5.67%	-4.32%	-2.88%	0.28%	-2.26%	-5.45%
EBIT利息保障倍数	21.3	33.6	66.4	17.4	30.7	42.6
资产负债率	25.67%	21.01%	20.90%	21.24%	20.67%	19.99%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	15
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	7
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.50	1.70

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-24	买入	6.76	7.80~8.00
2	2016-10-27	买入	6.81	N/A
3	2016-11-10	买入	6.84	N/A
4	2016-12-10	买入	7.22	N/A
5	2017-03-27	买入	7.15	N/A
6	2017-04-10	买入	7.71	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD