

大秦铁路(601006)/铁路运输

量价双升跑赢业绩 基本面改善拐点明确

评级：买入(首次)

市场价格：7.85

目标价格：9.6—10.2

分析师：谢刚

执业证书编号：S0740510120005

电话：

Email: xiegang@r.qlzq.com.cn

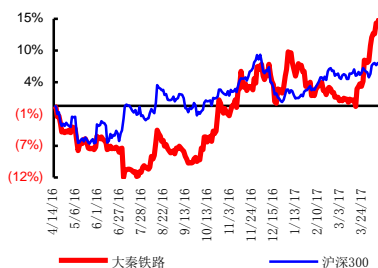
联系人：扈世民

电话：

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 14,867 |
| 流通股本(百万股) | 14,867 |
| 市价(元) | 7.85 |
| 市值(百万元) | 116,704 |
| 流通市值(百万元) | 116,704 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 53,971 | 52,531 | 44,491 | 52,888 | 54,552 |
| 增长率 yoy% | 5.1% | -2.7% | -15.3% | 18.9% | 3.1% |
| 净利润(百万元) | 14,185 | 12,648 | 7,803 | 12,842 | 13,711 |
| 增长率 yoy% | 11.8% | -10.8% | -38.3% | 64.6% | 6.8% |
| 每股收益(元) | 0.95 | 0.85 | 0.52 | 0.86 | 0.92 |
| 每股现金流量 | 1.16 | 0.94 | 0.85 | 0.97 | 1.12 |
| 净资产收益率 | 16.9% | 14.2% | 8.4% | 12.9% | 12.9% |
| P/E | 8 | 8 | 14 | 7 | 7 |
| PEG | 21.4 | 19.8 | 21.9 | 21.1 | 69.4 |
| P/B | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.1 |

备注：

投资要点

- **公司控制“西煤东运”核心战略通道。**大秦铁路作为核心资产成为公司主要利润来源；朔黄铁路为公司提供了稳定的投资收益。公司作为“西煤东运”两大运输线路的控制方和重要投资方，控制着“西煤东运”的核心战略通道。
- **多重因素共振，我们认为17年运量有望实现4.2亿吨。**随着宏观经济回暖，动力煤需求持续走强，六大发电集团库存处历史低位，下游煤炭需求旺盛和港口补库存压力增大；京津冀禁止煤炭汽运带来运量回流，我们预测17年煤炭禁汽运有望为大秦线带来3000万吨运量；公路治超持续，铁路运输成本优势凸显；黄骅港设计产能和神华集团自身的煤炭需求限制了朔黄线的分流能力。
- **运价回调增厚利润 业绩拐点明确。**17年3月底公司煤炭运价调整，去除一季度和发往管外整车煤炭周转量因素（发往管外的部分去年已提价，不作考虑），我们预测提价对2017年净利润增量贡献14.7亿元，占2015年归母公司净利润的11.6%；在下游煤炭需求旺盛和港口补库存、朔黄线分流能力减弱和天津禁汽运煤炭的多重因素影响下，预计年公司货运压力增大，公司运价存在再次上调的空间，如按全年4.2亿运量计，我们认为公司有望实现年化净利润的增量为20.8亿元。
- **供给侧改革和准朔线开通确保公司中期运量增长。**煤炭供给侧改革扎实推进，行业集中度提高确保运量。到2020年煤炭生产的行业集中度进一步上升，有利于促进煤炭市场供需趋于平衡，煤炭销售量价齐升，为大秦线2017-2020年业绩增长提供稳健支撑；准朔线17年底开通为大秦线中期运能增加注入活力，太原铁路局为准朔铁路的第一大股东，我们预计中期可为大秦线提供3000万吨/年的稳定货源。
- **投资建议：目标价：9.6-10.2元，对应2017年7XPE，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预测公司2016年-2018年实现营业收入444.9、528.9、545.5亿元，同比增长-15.3%、18.9%、3.1%，归属于母公司净利润为78、128.4、137.1亿元，同比增长-38.3%、64.6%、6.8%，对应的每股收益EPS分别为0.52/0.86/0.92元。考虑到2017年公司有望实现量价双升跑赢业绩，基本面改善拐点明确，给予9.6-10.2元目标价，对应2017年7XP E，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：全国火电发电量增速不及预期、黄骅港产能扩建加速、京津冀港口禁汽运不及预期。**

内容目录

| | |
|--|--------|
| 公司概况：西煤东运的核心战略通道..... | - 4 - |
| 大秦铁路为“西煤东运”核心战略通道..... | - 4 - |
| 我国目前煤炭运输格局主要为“西煤东运”..... | - 6 - |
| 多重因素共振 我们预计 17 年运量有望实现 4.2 亿吨..... | - 8 - |
| 宏观经济回暖、煤炭需求走强 2017 年一季度公司货运量好于预期..... | - 8 - |
| 下游煤炭需求旺盛和港口补库存压力增大..... | - 8 - |
| 京津冀港口禁汽运带来煤炭货运量回流..... | - 11 - |
| 张唐线短期分流有限 朔黄线分流能力减弱..... | - 13 - |
| 运价回调增厚利润 业绩拐点明确..... | - 15 - |
| 运价回调增厚 17 年公司利润..... | - 15 - |
| 运价存在再次上调空间..... | - 16 - |
| 供给侧改革和准朔线开通确保公司中期运量增长..... | - 17 - |
| 煤炭供给侧改革扎实推进 行业集中度提高确保运量..... | - 17 - |
| 准朔线开通为大秦线中期运能增加注入活力..... | - 18 - |
| 盈利预测及投资建议：目标价：9.6-10.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。.. | - 18 - |
| 风险提示..... | - 19 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1：太原铁路局持股占比 61.7%..... | - 4 - |
| 图表 2：大秦铁路包括包括大秦线、北同蒲线、南同蒲线等 9 条干线..... | - 5 - |
| 图表 3：2016 年 H1 货运收入占比 76.4%..... | - 5 - |
| 图表 4：2015 年煤炭发送量占比 88.1%..... | - 5 - |
| 图表 5：2015 年公司货运在全路市场占比 16.2%..... | - 5 - |
| 图表 6：2015 年公司煤炭货运在全路市场占比 23.9%..... | - 5 - |
| 图表 7：大秦铁路自有线路和投资线路示意图..... | - 6 - |
| 图表 8：“三西”地区煤炭外运主通道..... | - 7 - |
| 图表 9：“三西”地区煤炭外运主通道线路图..... | - 7 - |
| 图表 10：2017 年 3 月公司货运量同比增长 33%..... | - 8 - |
| 图表 11：2017 年 Q1 货运量同比增长 24.6%..... | - 8 - |
| 图表 12：2017 年 Q1 三峡水库每月入库流量同比减少..... | - 9 - |
| 图表 13：2017 年 Q1 三峡水库水位同比降低..... | - 9 - |
| 图表 14：2017 年 Q1 动力煤价格指数逐渐走强..... | - 9 - |
| 图表 15：六大发电集团煤炭库存低于历史平均值..... | - 10 - |

| | |
|---|--------|
| 图表 16: 2017 年 Q1 秦皇岛港煤炭库存低于历史平均水平 | - 10 - |
| 图表 17: 2017 年 Q1 曹妃甸港煤炭库存低于历史平均水平 | - 11 - |
| 图表 18: 16 年年底以来动力煤价格指数持续走强 | - 11 - |
| 图表 19: 2016 年天津港汽运煤炭占比 51.1% | - 12 - |
| 图表 20: 2016 年天津港自有码头每月汽运煤炭调入逐渐减少 | - 13 - |
| 图表 21: 张唐线通车并未对曹妃甸港贡献明显运量增长 | - 13 - |
| 图表 22: 黄骅港煤炭日均煤炭调入量超过设计产能 | - 14 - |
| 图表 23: 神华集团自身用煤需求增长较快, 限制朔黄的第三方运量 | - 15 - |
| 图表 24: 2016 年“三西”地区相关铁路局煤炭运价调整 | - 15 - |
| 图表 25: 大秦铁路运量贡献净利润敏感性分析 | - 16 - |
| 图表 26: 运价再调升 1 分对公司盈利的影响 | - 16 - |
| 图表 27: “三西”地区铁路成本比较 | - 17 - |
| 图表 28: 2016 年煤炭相关重大生产政策 | - 17 - |
| 图表 29: 准朔铁路线路示意图 | - 18 - |
| 图表 30: 可比公司估值情况 | - 19 - |
| 图表 31: 财务报表摘要 | - 21 - |

公司概况：西煤东运的核心战略通道

大秦铁路为“西煤东运”核心战略通道

■ 大秦铁路集中太原铁路局的主要运营资产

大秦铁路是目前A股唯一一家以铁路货运为主营业务的上市公司，也是中国铁路总公司旗下唯一一家以铁路煤炭运输为主的上市公司。

2004年10月由北京铁路局联合中煤能源集团、秦皇岛港务集团等其他6家发起人共同发起设立；

2005年3月，根据当时铁道部的规划公司控股股东由改制后的北京铁路局改为太原铁路局；

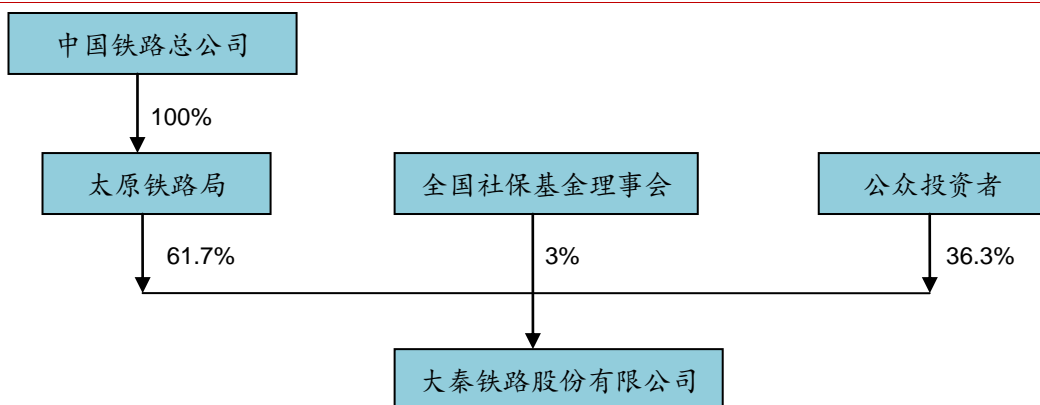
2006年公司成功上市A股；

2010年收购太原铁路局优质资产及股权、实现整体上市；

2015年收购太原铁路局持有的太兴铁路70%股权，并以太古岚铁路既有资产增资。

截至目前公司控股股东为太原铁路局持股占比61.7%，太原铁路局的运营资产主要集中于上市公司大秦铁路。

图表 1：太原铁路局持股占比 61.7%



来源：公司官网，中泰证券研究所

■ 公司路网纵向贯穿三晋南北 横跨山西和京津冀地区

公司下辖铁路资产包括大秦线、北同蒲线、南同蒲线、侯月线等9条干线，口泉线、云岗线、宁岢线等9条支线。路网东起秦皇岛港，西至黄河禹门口，北至山西大同，南至风陵渡，纵向贯穿三晋南北，横跨山西和京津冀地区，线路营业里程2725公里，路网延展长度7561公里。

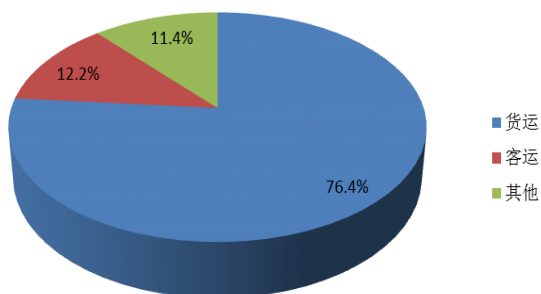
图表 2：大秦铁路包括包括大秦线、北同蒲线、南同蒲线等 9 条干线

| 名称 | 线路途经 | 设计里程(km) | 设计运能(亿吨) |
|------|---------|----------|----------|
| 大秦线 | 韩家岭-柳村南 | 653 | 4.00 |
| 丰沙大线 | 郭磊庄-大同 | 155.5 | 0.60 |
| 北同蒲线 | 大同-太原北 | 335.5 | 3.37 |
| 南同蒲线 | 榆次-风陵渡 | 478.6 | 0.80 |
| 石太线 | 赛鱼-皇后园 | 123.9 | 1.2 |
| 太焦线 | 修文-夏店 | 190.8 | 0.14 |
| 京原线 | 原平-灵丘 | 184.6 | 0.27 |
| 侯月线 | 侯马北-嘉峰 | 150.6 | 1.5 |
| 侯西线 | 侯马-禹门口 | 76.1 | 0.5 |

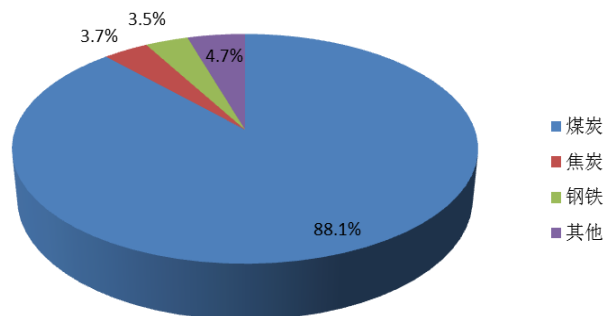
来源：公司官网，中泰证券研究所

■ 铁路客运和货物运输为公司主要收入来源

铁路客运和货物运输为公司主要收入来源，截止2016年上半年货运收入占公司主营业务收入的76.4%、客运收入占公司主营业务收入的12.2%；2015年在货物运输中煤炭占比达88.1%。

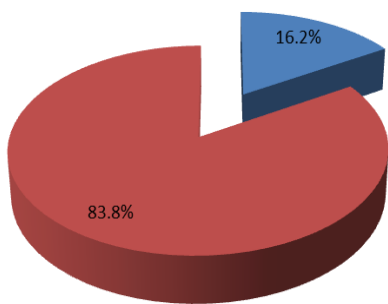
图表 3：2016 年 H1 货运收入占比 76.4%


来源：半年报，中泰证券研究所

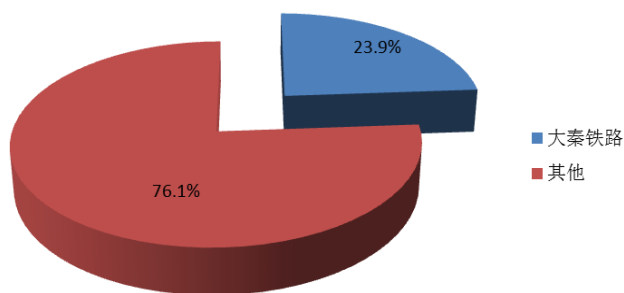
图表 4：2015 年煤炭发送量占比 88.1%


来源：年报，中泰证券研究所

图表5：2015年公司货运在全路市场占比16.2%
图表6：2015年公司煤炭货运在全路市场占比23.9%



来源：年报，中泰证券研究所



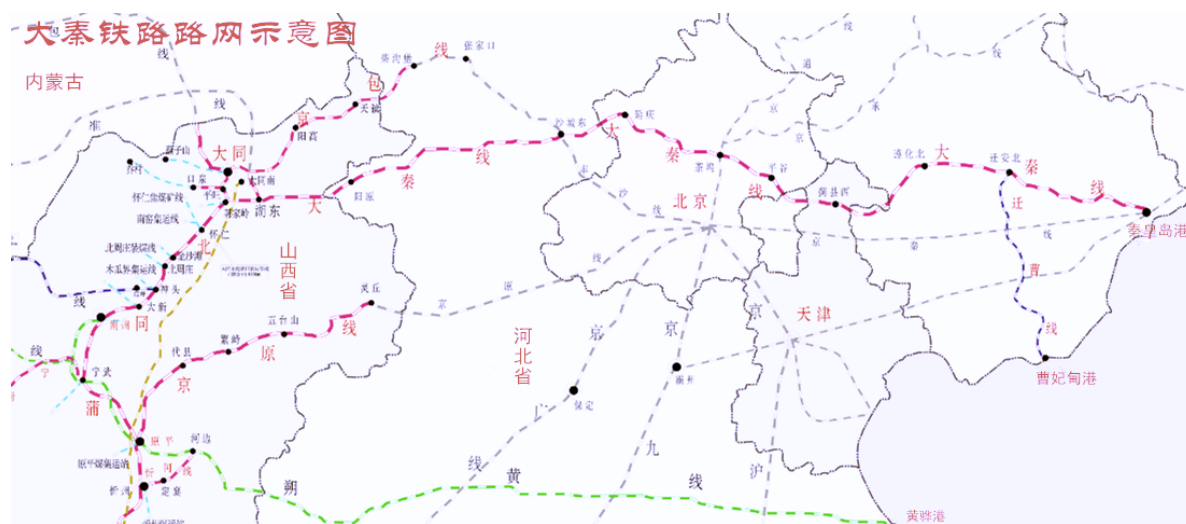
来源：年报，中泰证券研究所

■ **朔黄铁路为公司提供稳定的投资收益**

公司通过股权投资的方式获得朔黄铁路41.2%股权，2017年3月朔黄铁路完成煤炭运量2635.4万吨，同比增长10.6%，创历年单月运量新高，煤炭货运回暖为公司提供了稳定的投资收益。

2016年大秦线完成煤炭运输3.51亿吨、朔黄线完成2.72亿吨，张唐线完成0.29亿吨。北部通道合计完成煤炭发运量6.52亿吨。大秦线作为核心资产成为公司主要利润来源；朔黄铁路为公司提供了稳定的投资收益。公司作为“西煤东运”两大运输线路的控制方和重要投资方，控制了“西煤东运”核心战略通道。

图表 7：大秦铁路自有线路和投资线路示意图



来源：中铁总官网，中泰证券研究所

我国目前煤炭运输格局主要为“西煤东运”

■ **西煤东运的运输格局**

我国煤炭资源的供给和需求存在不均衡现象，供给区域主要集中在山西、内蒙古和陕西等华北和西北地区，需求主要分布在东部沿海地区。运输路径表现为通过铁路运输实现西煤东运至渤海沿岸港口、然后海运实现

北煤南运。

煤炭净调出量较大的山西、内蒙古等省区主要集中在华北地区以及西北的陕西等省区在地域是相邻的，构成了我国最大的煤炭生产基地，2016年占全国煤炭产量的64.3%。目前西煤东运大致可分为北部通道、中部通道和南部通道。

■ **北部通道占西煤东运总量的 55%**

北部通道主要解决山西北部、内蒙西部和陕西北部等“三西”地区的煤炭外运，包括大秦铁路、朔黄铁路和张唐铁路，煤炭运量占西煤东运总量的55%，成为西煤东运的主通道。其中煤炭通过大秦铁路在秦皇岛港转海运、朔黄铁路在黄骅港转海运、张唐铁路在曹妃甸港转海运。

图表 8：“三西”地区煤炭外运主通道

| 线路名称 | 通车时间 | 货源地 | 线路途经 | 目的港口 | 平均运距(公里) | 所属公司 |
|------|---------|------|-------------|------|----------|--------------------------|
| 张唐铁路 | 2015/12 | 内蒙西部 | 鄂尔多斯-张家口-唐山 | 曹妃甸港 | 1033 | 蒙冀铁路有限责任公司 |
| | | 山西北部 | 丰沙大线 | 曹妃甸港 | 706 | 大秦铁路股份有限公司 |
| 大秦铁路 | 1992/12 | 山西北部 | 大同-秦皇岛 | 秦皇岛港 | 653 | 大秦铁路股份有限公司 |
| | | 内蒙西部 | 准格尔-大同-秦皇岛 | 秦皇岛港 | 1062 | 大秦铁路股份有限公司 |
| | | 内蒙西部 | 准朔线-北同蒲线 | 秦皇岛港 | 976 | 大秦铁路股份有限公司 |
| | | 陕西北部 | 神朔线-北同蒲线 | 秦皇岛港 | 995 | 朔黄铁路发展有限公司 大秦铁路股份有限公司 |
| 朔黄铁路 | 2002/11 | 陕西北部 | 神朔线 | 黄骅港 | 772 | 朔黄铁路发展有限公司 |
| | | 内蒙西部 | 大准线-准池线 | 黄骅港 | 956 | 朔黄铁路发展有限公司 |
| | | 山西北部 | 准池线 | 黄骅港 | 589 | 朔黄铁路发展有限公司 |

来源：中国铁路网，中泰证券研究所

图表 9：“三西”地区煤炭外运主通道线路图



来源：煤炭资源网，中泰证券研究所

■ **中部通道占西煤东运总量的 25%**

中部通道主要解决山西中部、东南部的煤炭外运，包括石太铁路、太焦

铁路，煤炭运量占西煤东运总量的25%，煤炭通过青岛港转海运。

■ **南部通道占西煤东运总量的 25%**

南部通道主要解决山西中部、西南部的煤炭外运，包括侯月铁路、侯西铁路，煤炭运量占西煤东运总量的20%，其中煤炭通过侯月铁路在日照港转海运、侯西铁路在连云港转海运。

多重因素共振 我们预计 17 年运量有望实现 4.2 亿吨

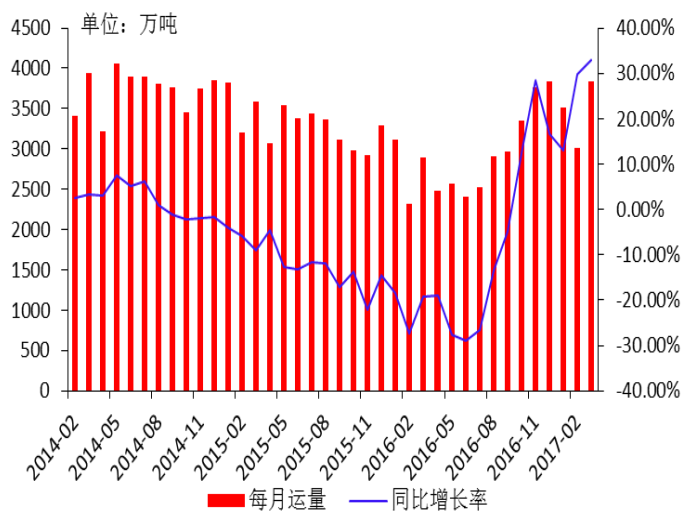
宏观经济回暖、煤炭需求走强 2017 年一季度公司货运量好于预期

■ **2017 年一季度货运量同比增长 24.6%**

一季度归属母公司净利润同比增长 45%，主要受益于公司运量的大幅增加。根据 3 月生产经营数据，3 月大秦线完成货运量 3,841 万吨，同比增长 33%，创今年运量增幅的历史新高。一季度大秦线累计完成货运量 1.04 亿吨，同比增长 24.6%，克服了冬季供暖结束等利空因素，2017 年一季度货运量基本与 2016 年四季度持平。

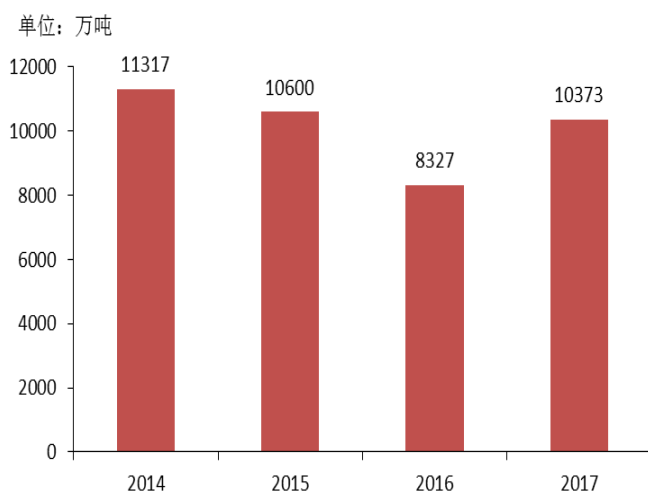
由于宏观经济和煤炭需求放缓、准池-朔黄线的货运分流，2014-2016 年，大秦线完成货物运量分别为 4.5 亿吨、3.97 亿吨、3.51 亿吨，表现为货运量逐年大幅下滑。随着多重因素共振，我们预计 2017 年大秦线煤炭运量有望达 4.2 亿吨。

图表 10：2017 年 3 月公司货运量同比增长 33%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：2017 年 Q1 货运量同比增长 24.6%



来源：wind，中泰证券研究所

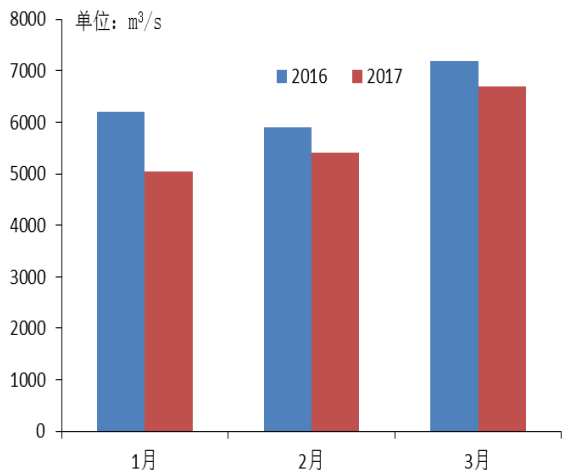
下游煤炭需求旺盛和港口补库存压力增大

■ **2017 年 1-2 月份火力发电量同比增加了 6.9%**

由于气候的原因，2016 年我国全年降水 729.7mm，同比增长 16%，降水量为 1951 年以来历史同期记录最多。大规模的降水相应提高了水力发电的供应量，2016 年上半年水电同比增长 13.4%，火力发电量则同比下降 3.1%，火电在全社会发电量中的占比由上年同期的 77.1%降至 74.6%。

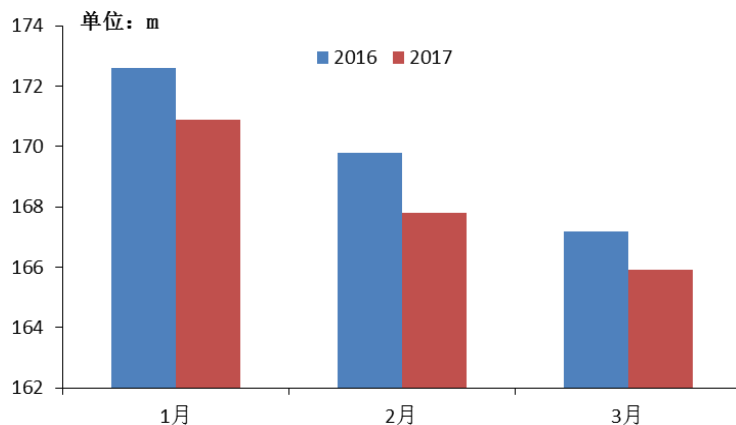
2017 年一季度降水同比减少，根据 1-2 月份统计数据，我国水利发电量同比减少 5%，远低于去年增速水平；火力发电量同比增加了 6.9%。随着经济回暖和供电量需求上升，2017 年火力发电增速有望维持一季度水平，为煤炭运输贡献增量。

图表 12：2017 年 Q1 三峡水库每月入库流量同比减少



来源：长江电力股份季度报，中泰证券研究所

图表 13：2017 年 Q1 三峡水库水位同比降低

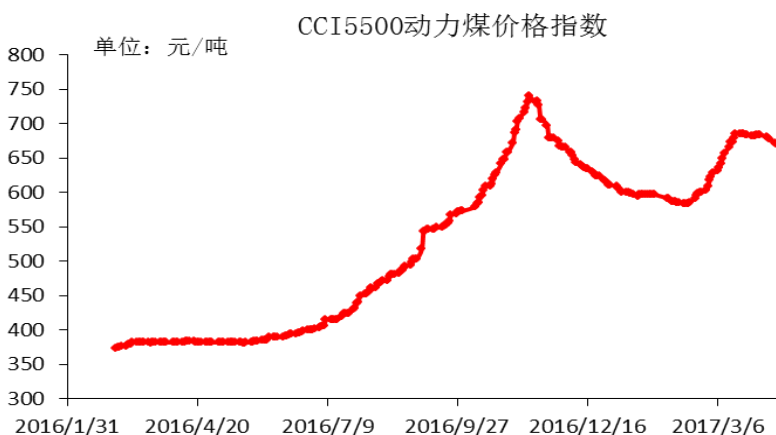


来源：长江电力股份季度报，中泰证券研究所

■ **动力煤需求持续走强 六大发电集团处历史低位**

2016 年下半年以来火力发电量需求持续走强，去年累计同比增长 2.58%，2017 年火力发电量需求增速有望进一步加大，一季度以来秦皇岛 CCI5500 动力煤价格指数逐渐走强。

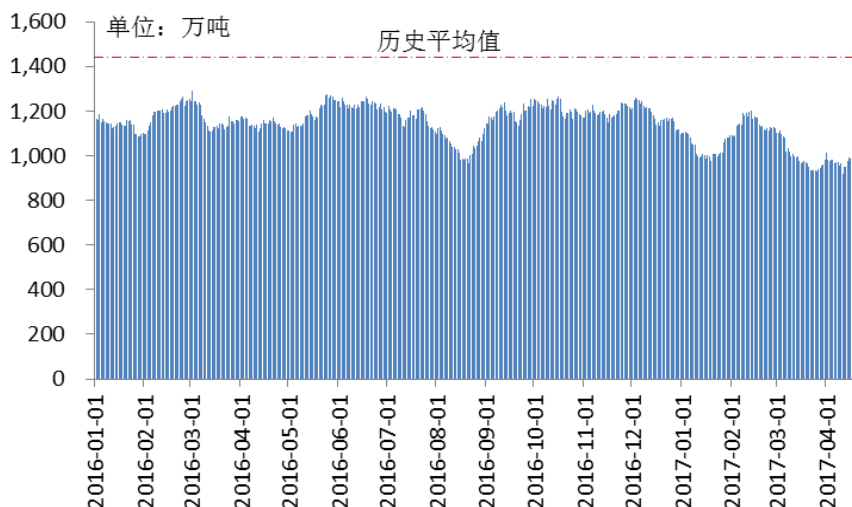
图表 14：2017 年 Q1 动力煤价格指数逐渐走强



来源：wind，中泰证券研究所

2011-2016 年六大发电集团煤炭库存平均水平为 1440 万吨，可用天数平均为 21.5 天。报告期内库存均低于历史平均水平。截止 2017 年 4 月 18 日，六大发电集团煤炭库存为 1041 万吨，煤炭库存可用天数为 16.6 天，为近年历史平均水平的 72%。

图表 15：六大发电集团煤炭库存低于历史平均值



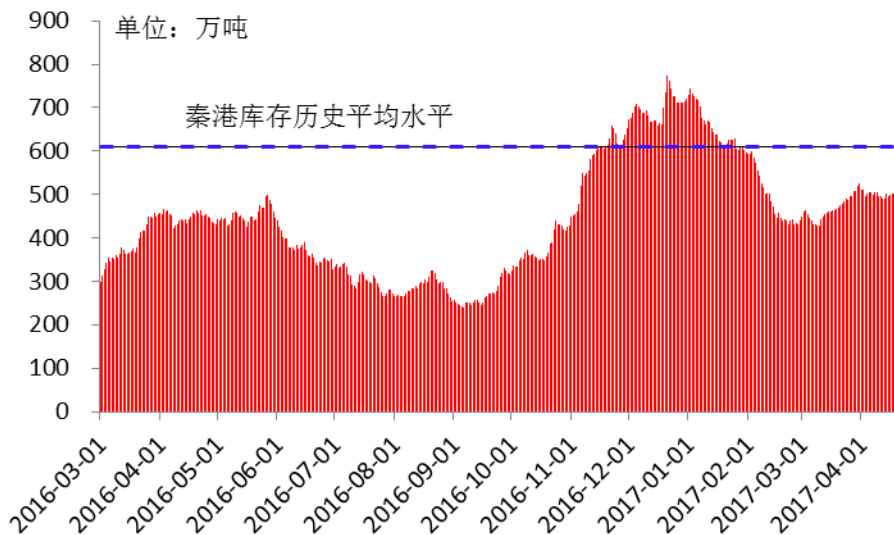
来源：wind，中泰证券研究所

■ **港口煤炭库存处于历史低位 补库存压力逐渐增大**

截止 2017 年 4 月 18 日，对秦皇岛港、黄骅港和曹妃甸港库存数据进行对比可得：

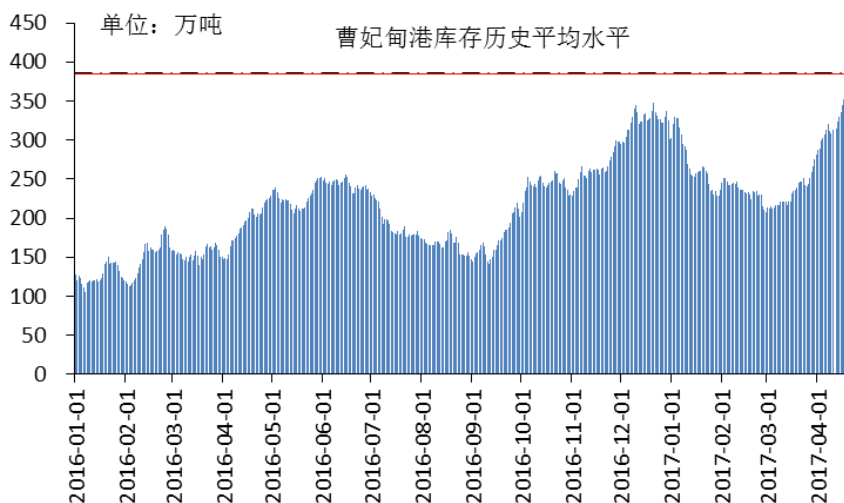
- ◇ 秦皇岛港煤炭库存 502 万吨，为近年历史平均水平的 82.4%；
- ◇ 黄骅港煤炭库存 161 万吨，为近年历史平均水平的 73%；
- ◇ 曹妃甸港煤炭库存 321 万吨，为近年历史平均水平的 83.7%。

图表 16：2017 年 Q1 秦皇岛港煤炭库存低于历史平均水平



来源：wind，中泰证券研究所

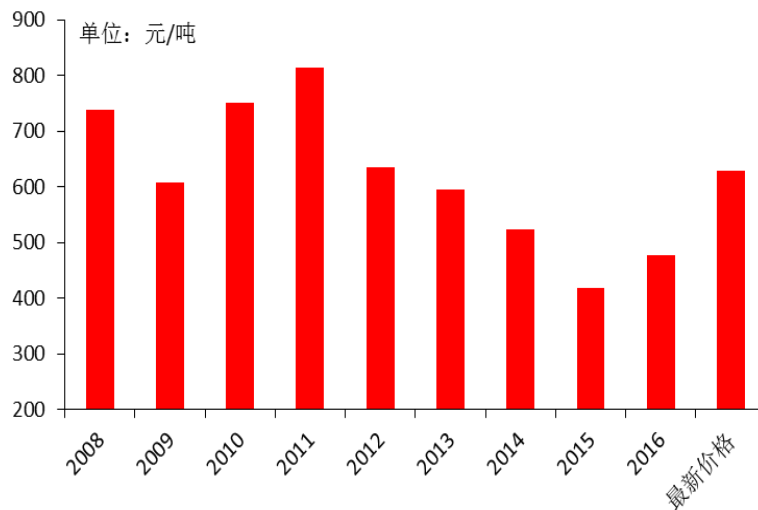
图表 17: 2017 年 Q1 曹妃甸港煤炭库存低于历史平均水平



来源: wind, 中泰证券研究所

由于煤炭产能的不断扩大, 2011 年之后煤炭价格一路下跌, 至 2015 年达到了历史最低点, 秦皇岛 CCI5500 动力煤价格指数达到 418 元/吨。2016 年底以来港口煤炭库存持续走低, 受下游动力煤需求复苏的刺激煤价反弹, 截止 2017 年 4 月 24 日秦皇岛 CCI5500 动力煤价格指数达到 635 元/吨。

图表 18: 16 年年底以来动力煤价格指数持续走强



来源: wind, 中泰证券研究所

京津冀港口禁汽运带来煤炭货运量回流

■ 天津港禁汽运或提前至4月底

汽运煤炭运输成为影响京津冀地区空气质量的主要污染源之一, 2017 年 2 月, 环保部联合多部委及地方政府印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》提出: 天津港 7 月底前不再接收柴油货车运输的煤炭。9 月底前天津、河北及环渤海所有港口全面禁止接收柴油货车运输的煤炭, 一律由铁路运输。

2017年4月11日，天津市环保局连夜召开会议，决定4月底前实现天津港全面禁止接收柴油货车运输的煤炭。

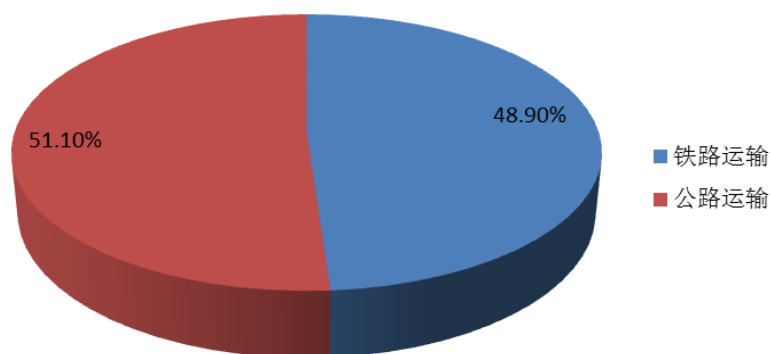
■ **大秦铁路接收禁汽运煤炭回流具有地利优势**

2016年天津港完成煤炭吞吐量达到1.09亿吨，其中汽运煤炭运量达5600万吨，占比达51.1%。通过草根调研山西境内每年公路煤炭运量约有5000万吨，出山西至天津港的汽运煤炭主要通道为京藏高速，几乎与大秦线平行设置，且距离大秦线较近，所以大秦铁路在煤炭回流方面具有地利优势。

■ **朔黄铁路在汽运煤炭通道附近无装车点**

作为主要竞争对手，朔黄铁路出山西后主要线路位于石家庄、沧州沿线至黄骅港转海运，距至天津港的汽运煤炭通道较远，且没有装车点。

图表 19：2016 年天津港汽运煤炭占比 51.1%



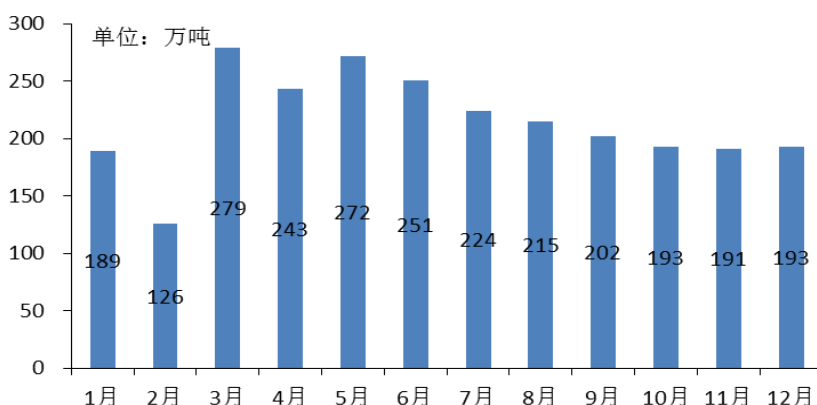
来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们认为2017年回流大秦线煤炭运量可达3000万吨**

考虑到其他铁路分流的影响，我们认为2017年回流大秦线煤炭运量按照3000万吨考虑。

2月24日，铁总已批复近3000列车皮以应对禁汽运带来的煤炭回流，其中呼和浩特铁路局1000列车皮，太原铁路局1500列车皮，这些车皮已基本就位。

图表 20: 2016 年天津港自有码头每月汽运煤炭调入逐渐减少



来源: wind, 中泰证券研究所

■ **公路治超持续 铁路运输成本优势凸显**

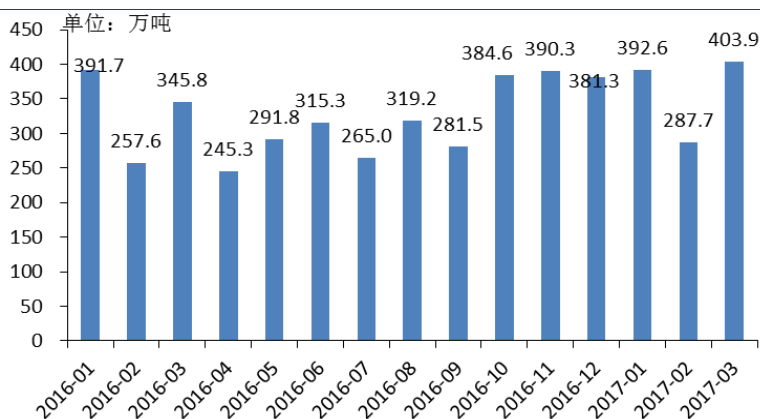
去年 9 月 21 日国家实施公路治理政策后, 大部分汽运价格上涨, 部分线路公路运费提高 30%, 铁路货运成本优势凸显。今年一季度以来, 相关部门保持公路治超力度, 长期看持续利好铁路运输。

张唐线短期分流有限 朔黄线分流能力减弱

■ **张唐线短期分流有限**

2015 年 12 月通车的张唐线主要面向内蒙古西部到曹妃甸港的煤炭运输, 理论上存在分流大秦货运的可能。但从 2016 年以来曹妃甸港区下水煤数量来看, 张唐线通车并未贡献明显运量增长, 同比减小了 28.4%。主要原因在于张唐线平均运距 1033 公里, 大秦线平均运距 653 公里, 运距为大秦线 1.58 倍, 运输成本相对较高, 对大秦线运量影响有限。

图表 21: 张唐线通车并未对曹妃甸港贡献明显运量增长



来源: wind, 中泰证券研究所

■ **黄骅港产能限制朔黄线分流能力**

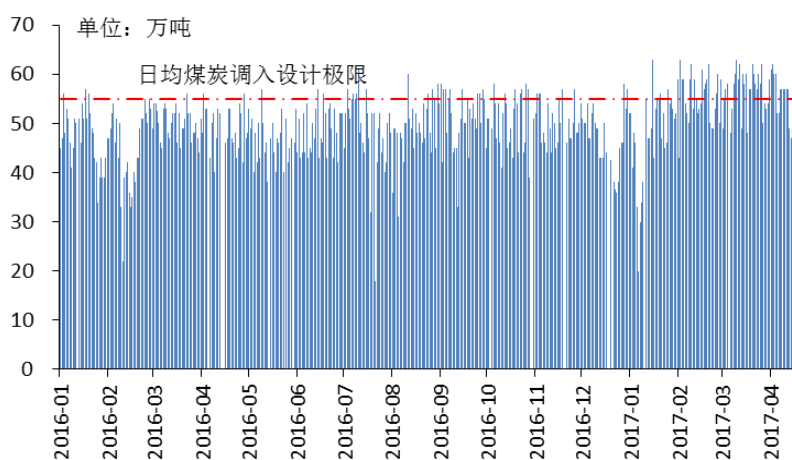
2014-2016 年, 朔黄铁路的货运分流对公司运量影响较大。2016 年朔黄线煤

炭运量为2.72亿吨，相对于大秦线的优势为运距短、成本低。但由于黄骅港产能的限制，目前已超过港口设计产能，短期内对大秦线分流能力减弱。黄骅港定位面向神府煤田和东胜煤田的煤炭外运，主要满足神华集团自身的需求。黄骅港设计产能为2亿吨，设计日均煤炭调入量55万吨，2017年4月18日均煤炭调入量已达61万吨，局部出现了压船现象，限制了朔黄铁路的运量增长。

■ **黄骅港短期扩产能可能性不大**

黄骅港煤五期工程工程设计煤炭年吞吐量为1亿吨，拟建设7个10万吨级煤炭装船泊位，堆场总容量为356万吨。根据黄骅港之前的建设经验，预计投产时间为2020年，短期内港口扩产能可能性不大。

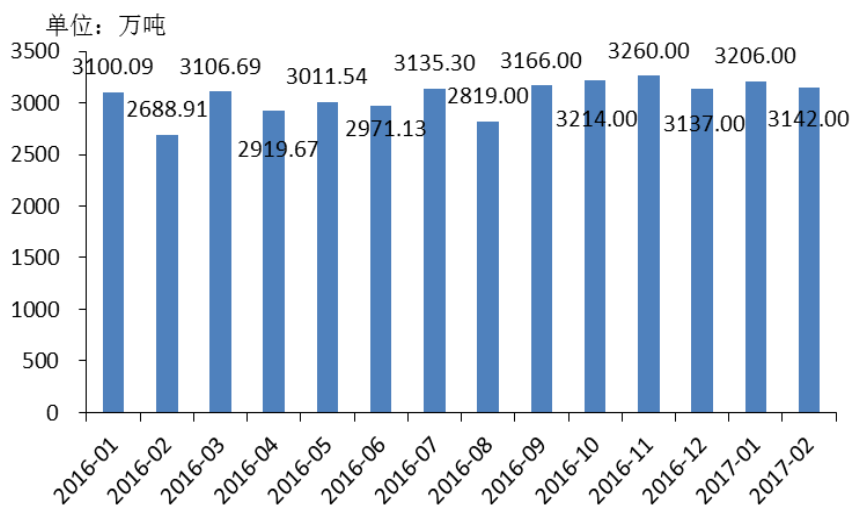
图表 22：黄骅港煤炭日均煤炭调入量超过设计产能



来源：wind，中泰证券研究所

■ **神华集团自身需求限制了朔黄线分流**

黄骅港和天津港神华煤炭码头属于神华集团自有港口，通过黄骅港、神华天津煤码头两个自营港口下水的煤炭占本集团港口下水煤总量的87.5%，同比增长13%。2016年通过黄骅港下水煤炭总量为1.6亿吨，通过天津港神华码头下水煤炭总量为3950万吨，占两港下水能力的85%，特别是一季度以来神华集团自身用煤需求增长较快，1-2月神华集团下水煤炭总量4190万吨，其中黄骅港部分为2990万吨、天津港神华码头640万吨，神华集团自身需求限制了朔黄线分流能力。

图表 23：神华集团自身用煤需求增长较快，限制朔黄的第三方运量


来源：wind，中泰证券研究所

运价回调增厚利润 业绩拐点明确

运价回调增厚 17 年公司利润

■ 2017/3/24公司整体上运价上调1 分/吨公里

2017年3月24日，公司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（指发、到站均在本线的煤炭）恢复至基准运价率10.01分/吨公里，本次运价恢复整体上运价上调1 分/吨公里。

图表 24：2016 年“三西”地区相关铁路局煤炭运价调整

| | 2016-02-04 | 2016-10-10 | 2016-10-25 | 2016-11-10 |
|---------|--------------------------------|---|--|---|
| 太原铁路局 | 整车煤(01)运输(含管内合资铁路)下调0.01元/吨公里。 | 实行统一运价的线路整车煤炭恢复至国铁基准运价，即上调0.01元/吨公里；太原局管内整车煤炭不含在本次调整范围。 | | 太原局管内发往管外整车煤炭上调0.01元/吨公里；太原局管内发往管内整车煤炭运价不变。 |
| 呼和浩特铁路局 | 整车煤(01)运输(含管内合资铁路)下调0.01元/吨公里。 | | 整车煤(01)运输(含管内合资铁路)上调0.01元/吨公里，取消2月份运价优惠。 | |

来源：相关路局公告，中泰证券研究所

■ 我们预测3/24日提价为2017年净利润增量贡献为14.7亿元

本次运价恢复整体上运价上调1分/吨公里，是对2016年2月4日运价下调的调整。按照2015年发改委《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》，大秦铁路煤炭运价还有自主上浮10%空间。鉴于此次运价调整时间为3月底，去除一季度和发往管整车煤炭外周转量因素（发往管外的部分去年已提价，不作考虑），我们预计2017年净利润增量贡献14.7亿元，占2015年归母公司净利润的11.6%。

图表 25：大秦铁路运量贡献净利润敏感性分析

| 大秦铁路煤炭年度运量(亿吨) | 煤炭货运周转量(亿吨公里) | 发往管内煤炭货运周转量(亿吨公里) | 提价贡献营业收入(亿元) | 提价贡献净利润(亿元) | 17年提价贡献净利润(亿元) |
|----------------|---------------|-------------------|--------------|-------------|----------------|
| 3.9 | 3235.1 | 3022.5 | 24.5 | 18.2 | 13.7 |
| 4 | 3318.0 | 3100 | 25.1 | 18.7 | 14.0 |
| 4.1 | 3401.0 | 3177.5 | 25.7 | 19.2 | 14.4 |
| 4.2 | 3483.9 | 3255 | 26.4 | 19.6 | 14.7 |
| 4.3 | 3566.9 | 3332.5 | 27.0 | 20.1 | 15.1 |

来源：公司年报，中泰证券研究所

注：发往管内煤炭货运周转量(亿吨公里)为本次提价范围；考虑到提价时间节点位于3月底，所以2017年不考虑提价对一季度的影响。

运价存在再次上调空间

■ 大秦线运价存在再次上调的可能 我们预计年化净利润的增量为20.8亿元

2017年3月24日，公司货运基准价格回调增厚了17年利润，整体上仍比国铁统一运价低1分/吨公里。在下游煤炭需求旺盛和港口补库存、朔黄线分流能力减弱和天津禁汽运煤炭的多重因素影响下，我们认为2017年公司煤炭运量预计达4.2亿吨，同比增长19.6%。全线货运压力增大，大秦线基准运价仍比国铁运价低1分，公司运价存在再次上调的空间。据测算，按照全年4.2亿运量，我们预计公司年化净利润的增量为20.8亿元。

图表 26：运价再调升1分对公司盈利的影响

| 大秦线煤炭年度运量(亿吨) | 煤炭货运周转量(亿吨公里) | 提价贡献营业收入(亿元) | 提价贡献净利润(亿元) |
|---------------|---------------|--------------|-------------|
| 4.2 | 3483.9 | 27.9 | 20.8 |

来源：中泰证券研究所

■ 与分流铁路的成本对比

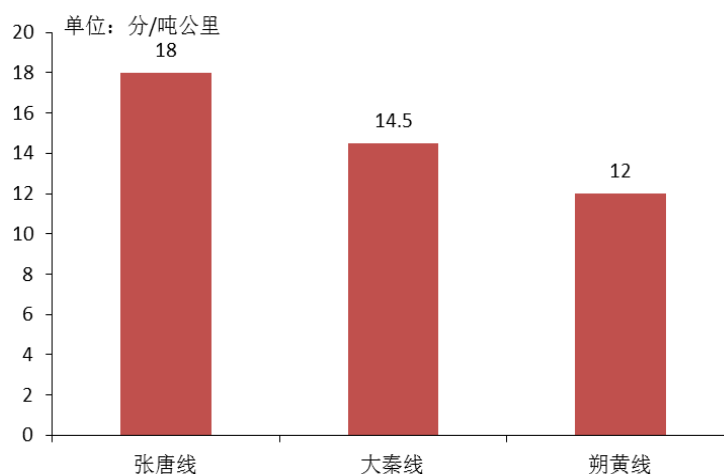
从成本角度对比大秦线、张唐线和朔黄线竞争优势，选取线路吨公里费率为标准：朔黄线（12分/吨公里）>大秦线（14.5分/吨公里）>张唐线（18分/吨公里）。朔黄线属于神华集团控股经营的合资铁路，货运运费中不含铁路建设基金。

◇近期看张唐线对大秦线货运分流的影响较弱，大秦线在运距和运价上均具

备竞争优势；

◇远期看随着铁路建设基金的减并，若扣除3.3分/吨公里铁路建设基金，大秦线线路吨公里费率有望降至11分，在与朔黄线竞争中取得成本优势。

图表 27：“三西”地区铁路成本比较



来源：公司公告，中泰证券研究所

供给侧改革和准朔线开通确保公司中期运量增长

煤炭供给侧改革扎实推进 行业集中度提高确保运量

■ 2020年我国要煤炭产量控制在39亿吨

2016年12月30日，国家发改委、国家能源局联合印发了《煤炭工业发展“十三五”规划》。《规划》继续推进煤炭去产能目标，到2020年我国要实现煤炭供需基本平衡，煤炭产量控制在39亿吨。

图表 28：2016 年煤炭相关重大生产政策

| 实施时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|-----------|---|--|
| 2016/4/18 | 国家安全监管总局 国家煤矿安监局《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》 | 对全国所有生产煤矿按每年276个工作日重新确定煤矿生产能力；严肃查处扩大产能行为 |
| 2016/9/23 | 煤炭一级响应机制 | 动力煤日均可增产规模达50万吨 |
| 2016/9/30 | 突破每年276个工作日限制 | 有条件按顺序释放部分高校产能，改善煤炭供需平衡 |

来源：国家安全监管总局，国家煤矿安监局，发改委，中泰证券研究所

■ 十三五煤炭供给侧改革主要以新换旧，行业兼并整合

按照“十三五”规划，煤炭关闭淘汰落后产能8亿吨/年，减少置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年，煤炭供给侧改革的任务主要在于以新换旧，行业兼并整合。

“十三五”规划重点优化煤炭产能布局，具体表现为

◇压缩东部、限制中部和东北、优化西部的策略；

◇重新定位14个大型煤炭基地，至2020年14个大型煤炭基地产量37.4

亿吨，占全国煤炭产量的95%以上；

◇西部地区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。到2020年陕北基地2.6亿吨，神东基地9亿吨，黄陇基地1.6亿吨，新疆基地2.5亿吨。“十三五”期间西部地区煤矿新开工规模占比达86.9%，其中，内蒙古、陕西、新疆占80%。

■ **煤炭供给侧改革使产能向“三西”地区集中**

目前山西、陕西北部 and 内蒙西部煤炭产量占比为64%左右，随着煤炭去产能的稳步推进，到2020年煤炭生产的行业集中度进一步上升，有利于促进煤炭市场供需趋于平衡，煤炭销售量价齐升，为大秦线2017-2020年业绩增长提供稳健支撑。

准朔线开通为大秦线中期运能增加注入活力

■ **准朔线主要面向蒙西和陕北地区煤源**

准朔线连接内蒙准格尔和山西朔州的运煤专线，途径陕西省府谷县北部边缘，有望2017年底全线通车。它的建成将使“三西”地区的煤炭运输网络更趋完善，从而实现煤炭基地战略转移至陕北和蒙西地区。

■ **我们认为准朔线中期可为大秦线提供3000万吨稳定货源**

太原铁路局为准朔铁路的第一大股东，准朔铁路包含13个煤炭集运站，其中内蒙4个、山西4个，陕西5个，预计中期可为大秦线提供3000万吨的稳定货源。

图表 29：准朔铁路线路示意图



来源：中铁总官网，中泰证券研究所

盈利预测及投资建议：目标价：9.6-10.2元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30: 可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 | EPS (元) | | | PE | | |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | 2015 | 2016E | 2017E | 2015 | 2016E | 2017E |
| 601006.SH | 大秦铁路 | 8.00 | 0.94 | 0.85 | 0.97 | 8 | 14 | 7 |
| 601333.SH | 广深铁路 | 5.19 | 0.15 | 0.16 | 0.21 | 34.4 | 30.6 | 27.4 |
| 600125.SH | 铁龙物流 | 21.47 | 0.22 | 0.20 | 0.24 | 46.4 | 54 | 43.4 |
| | 平均值 | | | | | 29.6 | 32.9 | 25.9 |

来源: wind, 中泰证券研究所 注: 股价为 2017 年 4 月 21 日收盘价

- **公司控制“西煤东运”核心战略通道。**大秦铁路作为核心资产成为公司主要利润来源;朔黄铁路为公司提供了稳定的投资收益。公司作为“西煤东运”两大运输线路的控制方和重要投资方,控制着“西煤东运”的核心战略通道。
- **多重因素共振,我们认为17年运量有望实现4.2亿吨。**随着宏观经济回暖,动力煤需求持续走强,六大发电集团库存处历史低位,下游煤炭需求旺盛和港口补库存压力增大;京津冀禁止煤炭汽运带来运量回流,我们预测17年煤炭禁汽运有望为大秦线带来3000万吨运量;公路治超持续,铁路运输成本优势凸显;黄骅港设计产能和神华集团自身的煤炭需求限制了朔黄线的分流能力。
- **运价回调增厚利润 业绩拐点明确。**17年3月底公司煤炭运价调整,去除一季度和发往管外整车煤炭周转量因素(发往管外的部分去年已提价,不作考虑),我们预测2017年净利润增量预计为14.7亿元,占2015年归母公司净利润的11.6%;在下游煤炭需求旺盛和港口补库存、朔黄线分流能力减弱和天津禁汽运煤炭的多重因素影响下,预计年公司货运压力增大,公司运价存在再次上调的空间,按全年4.2亿吨运量计,我们认为公司有望实现年化净利润的增量为20.8亿元。
- **供给侧改革和准朔线开通确保公司中期运量增长。**煤炭供给侧改革扎实推进,行业集中度提高确保运量。到2020年煤炭生产的行业集中度进一步上升,有利于促进煤炭市场供需趋于平衡,煤炭销售量价齐升,为大秦线2017-2020年业绩增长提供稳健支撑;准朔线17年底开通为大秦线中期运能增加注入活力,太原铁路局为准朔铁路的第一大股东,我们预计中期可为大秦线提供3000万吨/年的稳定货源。
- **投资建议:目标价:9.6-10.2元,对应2017年7XPE,首次覆盖给予“买入”评级。**我们预测公司2016年-2018年实现营业收入444.9、528.9、545.5亿元,同比增长-15.3%、18.9%、3.1%,归属于母公司净利润为78、128.4、137.1亿元,同比增长-38.3%、64.6%、6.8%,对应的每股收益EPS分别为0.52/0.86/0.92元。考虑到2017年公司有望实现量价双升跑赢业绩,基本面改善拐点明确,给予9.6-10.2元目标价,对应2017年7XPE,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **全国火电发电量增速不及预期**
公司煤炭运输中动力煤运量占比较大,与火电发电量增速密切相关。水电、核电、风电及太阳能等清洁能源的发电量与火力发电形成此消彼长

的关系。气候变化引发的水电、风电及太阳能发电量的变化会影响煤炭市场的供求关系，进而对公司业绩产生影响。

■ **黄骅港产能扩建加速**

相对于大秦线，朔黄线的优势为运距短、成本低。2014-2016年，朔黄铁路的货运分流对公司运量影响较大。2016年朔黄线煤炭运量为2.72亿吨，黄骅港设计产能成为朔黄线煤炭运量增速的制约因素。黄骅港产能扩建加速对公司运量增长产生不利影响。

■ **京津冀港口禁汽运不及预期**

京津冀港口中汽运煤炭主要集中在天津港，主要源于天津港距离煤炭主产区相对较近、运输成本较低。2016年天津港完成煤炭吞吐量达到1.09亿吨，其中汽运煤炭运量达5600万吨，占比达51.1%。天津港禁汽运实现部分货运量回流大秦铁路，禁汽运政策的力度和持续时间成为影响公司运量增长的重要因素

图表 31: 财务报表摘要

| 损益表(单位: 百万) | | | | | | 资产负债表(单位: 百万) | | | | | |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F |
| 营业总收入 | 53,971 | 52,531 | 44,491 | 52,888 | 54,552 | 货币资金 | 9,639 | 8,238 | 16,172 | 18,106 | 18,951 |
| 营业成本 | 33,735 | 36,978 | 34,429 | 36,798 | 37,335 | 存货 | 1,686 | 1,709 | 2,066 | 2,208 | 2,240 |
| 毛利率 | 37.49% | 29.61% | 22.62% | 30.42% | 31.56% | 应收账款 | 2,317 | 2,710 | 1,778 | 2,113 | 2,084 |
| 营业税金及附加 | 220 | 199 | 133 | 159 | 164 | 其他流动资产 | 2,809 | 3,212 | 860 | 1,009 | 1,039 |
| 营业费用 | 180 | 210 | 156 | 185 | 191 | 流动资产 | 16,450 | 15,870 | 20,875 | 23,437 | 24,314 |
| 营业费用率 | 0.33% | 0.40% | 0.35% | 0.35% | 0.35% | 固定资产 | 63,277 | 69,851 | 69,537 | 71,073 | 72,355 |
| 管理费用 | 3,735 | 587 | 534 | 529 | 546 | 长期股权投资 | 17,735 | 18,425 | 18,425 | 18,425 | 18,425 |
| 管理费用率 | 6.92% | 1.12% | 1.20% | 1.00% | 1.00% | 无形资产 | 4,134 | 4,020 | 4,020 | 4,020 | 4,020 |
| 财务费用 | 479 | 219 | 573 | 555 | 299 | 其他长期资产 | 4,738 | 6,384 | 7,844 | 8,211 | 8,211 |
| 财务费用率 | 0.89% | 0.42% | 1.29% | 1.05% | 0.55% | 非流动资产 | 89,884 | 98,679 | 99,827 | 101,729 | 103,011 |
| 投资收益 | 2,540 | 2,098 | 1,800 | 2,500 | 2,400 | 资产总计 | 106,334 | 114,549 | 120,702 | 125,166 | 127,325 |
| 营业利润 | 18,158 | 16,436 | 10,465 | 17,162 | 18,321 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润率 | 33.64% | 31.29% | 23.52% | 32.45% | 33.59% | 应付账款 | 3,944 | 3,122 | 4,131 | 4,416 | 4,480 |
| 营业外收入 | 44 | 21 | 40 | 50 | 50 | 其他流动负债 | 14,796 | 12,456 | 8,714 | 6,472 | 6,696 |
| 营业外支出 | 132 | 101 | 100 | 90 | 90 | 流动负债 | 18,740 | 15,578 | 12,845 | 10,888 | 11,177 |
| 利润总额 | 18,069 | 16,355 | 10,405 | 17,122 | 18,281 | 长期负债 | 1,013 | 5,590 | 5,590 | 5,590 | 5,590 |
| 所得税 | 3,880 | 3,701 | 2,601 | 4,281 | 4,570 | 其他长期负债 | 2,583 | 2,770 | 7,755 | 7,755 | 2,770 |
| 所得税率 | 21.47% | 22.63% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 非流动性负债 | 3,596 | 8,360 | 13,345 | 13,345 | 8,360 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 22,337 | 23,938 | 26,190 | 24,233 | 19,537 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 14,185 | 12,648 | 7,803 | 12,842 | 13,711 | 股本 | 14,867 | 14,867 | 14,867 | 14,867 | 14,867 |
| 净利率 | 26.28% | 24.08% | 17.54% | 24.28% | 25.13% | 资本公积 | 24,888 | 24,739 | 24,739 | 24,739 | 24,739 |
| 每股收益(元)(摊薄) | 0.95 | 0.85 | 0.52 | 0.86 | 0.92 | 股东权益合计 | 85,005 | 90,368 | 94,269 | 100,690 | 107,546 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 199 | 1,498 | 1,498 | 1,498 | 1,498 |
| | | | | | | 负债股东权益总计 | 106,334 | 114,549 | 120,702 | 125,166 | 127,325 |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 (单位: 百万元) | | | | | | 比率分析 | | | | | |
| 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F |
| 净利润 | 14,185 | 12,648 | 7,803 | 12,842 | 13,711 | 增长率 (%) | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 5.1 | -2.7 | -15.3 | 18.9 | 3.1 |
| 折旧和摊销 | 4,931 | 5,135 | 4,353 | 4,598 | 4,718 | 营业利润增长率 | 12.1 | -9.5 | -36.3 | 64.0 | 6.8 |
| 营运资金变动 | 273 | -1,868 | 1,694 | -1,085 | 160 | 净利润增长率 | 11.8 | -10.8 | -38.3 | 64.6 | 6.8 |
| 其他 | -2,160 | -1,986 | -1,226 | -1,945 | -2,005 | 利润率 (%) | | | | | |
| 经营活动现金流 | 17,229 | 13,928 | 12,624 | 14,410 | 16,583 | 毛利率增长率 | 37.5 | 29.6 | 22.6 | 30.4 | 31.6 |
| 资本支出 | -5,515 | -5,812 | -5,500 | -6,500 | -6,000 | EBIT Margin | 29.8 | 27.7 | 20.8 | 28.8 | 29.9 |
| 投资收益 | 1,248 | 33 | 1,800 | 2,500 | 2,400 | EBITDA Margin | 39.0 | 37.5 | 30.5 | 37.5 | 38.6 |
| 资产变卖 | 245 | 213 | 0 | 0 | 0 | 净利率增长率 | 26.3 | 24.1 | 17.5 | 24.3 | 25.1 |
| 其他 | -149 | -84 | 0 | 0 | 0 | 回报率 (%) | | | | | |
| 投资活动现金流 | -4,171 | -5,649 | -3,700 | -4,000 | -3,600 | 净资产收益率 | 16.7 | 14.0 | 8.3 | 12.8 | 12.7 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 13.3 | 11.0 | 6.5 | 10.3 | 10.8 |
| 负债变化 | 2,328 | 4,707 | 3,485 | -1,500 | -4,985 | 其他 (%) | | | | | |
| 股息支出 | -7,055 | -7,757 | -3,902 | -6,421 | -6,856 | 资产负债率 | 21.0 | 20.9 | 21.7 | 19.4 | 15.3 |
| 其他 | -7,562 | -7,050 | -573 | -555 | -299 | 所得税率 | 21.5 | 22.6 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 融资活动现金流 | -12,288 | -10,100 | -990 | -8,476 | -12,139 | 股利支付率 | 40.9 | 45.8 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 现金净流量 | 769 | -1,820 | 7,934 | 1,934 | 844 | | | | | | |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。