

2017年06月08日

## 大秦铁路 (601006.SH)

### 费率调整凸显价格优势，运量回流扫除业绩阴霾

■紧扼“西煤东运”第一通道，量价齐跌拖累公司16年业绩。公司旗下大秦铁路是我国“西煤东运”第一大通道，为公司主要利润来源。2016年，经济低迷叠加煤炭供给侧改革，影响煤炭总体发运量；朔黄线及汽运煤分流大幅影响大秦线运量；2月，公司跟随铁总下调运价且全年维持。量价齐跌致使公司16年营收同比下降15.1%，归母净利润同比下降43.3%。

■经济企稳火电回升，煤运总量得以修复。16年四季度起，国内经济逐步回暖，17年一季度全国用电总量回升，考虑水电大小年效应，预计17年大概率为水电小年而火电相对占比有望提高，带动用煤需求增加，进而拉升煤炭运量。

■铁路分流消退汽运货源回流，大秦运量回升构建新平衡态。朔黄线配套下水港口黄骅港触及运能瓶颈且扩建工程短期无法完工，制约朔黄线运量，分流效应基本消退；公路治超严格实施致使汽运煤成本回升，天津港环保趋严，不再接收柴油货车运煤，迫使汽运煤回流铁路，大秦线或成汽运煤回流最大受益方。

■取消运价优惠增厚公司利润，电气化附加费下调助力运量释放。今年3月，公司取消煤炭优惠运价，平均上调0.01元/吨公里，提价策略并未显著影响大秦线运量，4月货运量同比+32.43%。5月底，公司公告称电气化附加费由0.012元/吨公里下调至0.007元/吨，预计影响公司收入。考虑还贷电价同步取消及公司对电网企业议价能力，或可削弱降价对公司利润影响，同时降价将促进货源回流，总体效应向好。

■投资建议：夏季用电高峰将至，电厂即将进入补库存阶段，伴随费率调整，大秦线运量有望超预期。我们预计公司2017年-2018年EPS为0.79元和0.83元，假设公司未来维持50%分红率，按2017年预计净利润估算，股息率约4.9%。基于公司基本面改善，兼具低估值高股息特征，给予公司“买入-A”投资评级，6个月目标价为10.00元，相当于2017年12.6倍动态市盈率。

■风险提示：煤炭需求疲软；朔黄线分流加剧；运价政策调整等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	52,531.4	44,624.9	51,988.0	53,994.7	56,024.9
净利润	12,647.7	7,168.5	11,794.6	12,333.9	12,877.9
每股收益(元)	0.85	0.48	0.79	0.83	0.87
每股净资产(元)	5.99	6.04	6.50	6.90	7.33

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	9.5	16.8	10.2	9.7	9.3
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
净利润率	24.1%	16.1%	22.7%	22.8%	23.0%
净资产收益率	14.2%	8.0%	12.2%	12.0%	11.8%
股息收益率	5.6%	0.0%	5.0%	5.3%	5.4%
ROIC	16.3%	8.8%	14.6%	15.0%	14.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

铁路

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**10.00元**

股价(2017-06-08) **8.21元**

### 交易数据

总市值(百万元)	122,056.36
流通市值(百万元)	122,056.36
总股本(百万股)	14,866.79
流通股本(百万股)	14,866.79
12个月价格区间	6.01/8.59元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.49	21.14	26.93
绝对收益	3.01	18.3	34.23

胡光烽

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040005  
huguang@essence.com.cn  
021-35082762

### 相关报告

大秦铁路：运价上调加速  
公司盈利修复/张龙

2017-03-28

## 内容目录

<b>1. 西煤东运第一大通道，量价齐跌拉低公司业绩</b> .....	<b>4</b>
1.1. 承东启西衔接枢纽，铁路煤运核心标的 .....	4
1.2. 辖内大秦线堪称西煤东运第一大通道 .....	6
1.3. 量价齐跌拖累公司 16 年业绩 .....	7
<b>2. 经济企稳火电回升，煤运总量得以修复</b> .....	<b>8</b>
2.1. 宏观经济企稳，煤运市场回暖 .....	8
2.2. 火力发电量回升，用煤需求拉动煤炭运量 .....	9
2.3. 供给侧改革见效，“三西”优质产能释放 .....	11
<b>3. 铁路分流消退汽运货源回流，大秦运量回升构建新平衡态</b> .....	<b>11</b>
3.1. 煤炭运输三分天下格局遭遇短暂扰动 .....	11
3.2. 黄骅港触及运能瓶颈，制约朔黄线分流能力 .....	13
3.3. 汽运煤回流，直接利好大秦运量 .....	14
<b>4. 运价几经波折，逐步趋向市场化</b> .....	<b>16</b>
4.1. 铁路货物运价率变迁 .....	16
4.2. 取消运价优惠增厚公司利润，运价仍存上浮空间 .....	18
4.3. 电气化附加费下调，助力运量释放 .....	18
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 大秦铁路股权结构 .....	4
图 2: 大秦铁路发展历程 .....	4
图 3: 大秦铁路区位图 .....	5
图 4: 货物运输为 2016 年公司主要业务 .....	5
图 5: 煤炭为 2016 年公司主要发运货种 .....	5
图 6: 我国煤炭资源分布图 .....	6
图 7: 我国煤炭流向示意图 .....	6
图 8: 西煤东运三大通道 .....	6
图 9: 我国运煤第一大通道 .....	7
图 10: 2016 年公司业绩下滑 .....	7
图 11: 大秦线煤炭运量下滑始于 2015 年下半年 .....	8
图 12: 我国 GDP 增速 .....	9
图 13: 环渤海动力煤综合平均价格指数 .....	9
图 14: 2016 年火力占全国发电量占比 .....	9
图 15: 我国发电量增速放缓 .....	10
图 16: 2016 年下半年起，火力发电量开始回升 .....	10
图 17: 未来煤炭产能将向“三西”地区集中 .....	11
图 19: 黄骅港煤炭运量及同比 .....	13
图 20: 秦皇岛港煤炭运量及同比 .....	13
图 21: 黄骅港煤炭日吞吐量（万吨） .....	14
图 22: 2015 年下半年起全国成品油价格指数处于低位 .....	14

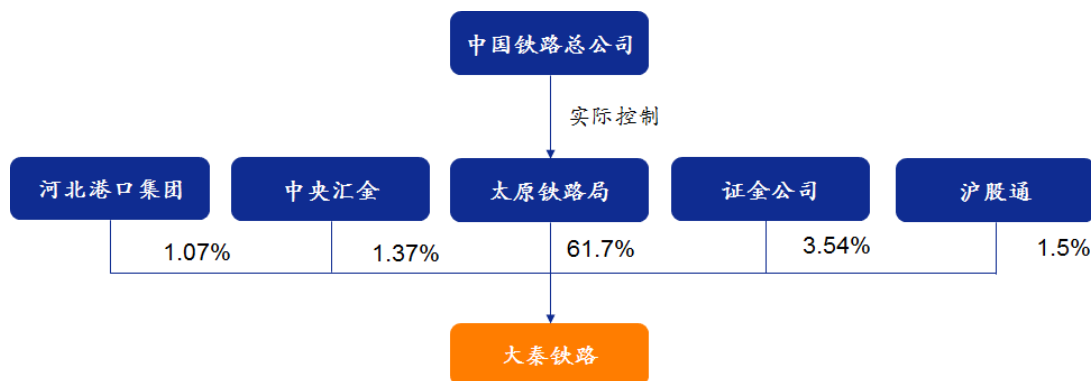
图 23: 天津港汽运煤入库量 (万吨) .....	15
图 24: 大秦线、丰沙大线、京原线、京秦线等与国铁基准运费对比 .....	17
表 1: 铁路煤运三大主要通道对比 .....	12
表 2: 煤炭货运现状 .....	12
表 3: 铁路与配套港口运能 .....	13
表 4: 环保政策利好铁路运煤.....	15
表 5: 铁路运输基价 1 .....	16
表 6: 铁路运输基价 2 .....	16
表 7: 铁路建设基金费率表 .....	17
表 8: 运价提升对公司业绩影响 .....	18

## 1. 西煤东运第一大通道，量价齐跌拉低公司业绩

### 1.1. 承东启西衔接枢纽，铁路煤运核心标的

大秦铁路是由原北京铁路局作为主发起人，与大唐国际发电集团有限公司、中国华能集团公司、大同煤矿集团有限责任公司等共同出资，对原大同铁路分局进行资产重组，运输主业整体改组创建。2005 年铁道部实施铁路局直管站段改革，公司控股股东由北京铁路局变更为太原铁路局。

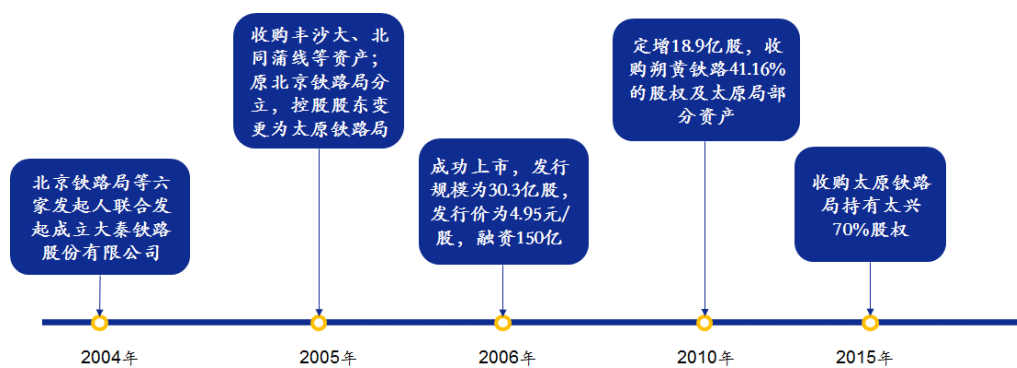
图 1：大秦铁路股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2004 年成立；2005 年收购丰沙大线、北同蒲线等资产，同年控股股东变更为太原铁路局；2006 年公司成功上市，发行约 30 亿股，融资额达 150 亿元；2010 年公司收购太原铁路局资产及股权，整体上市；2015 年收购太原铁路局持有的太兴公司 70% 股权。

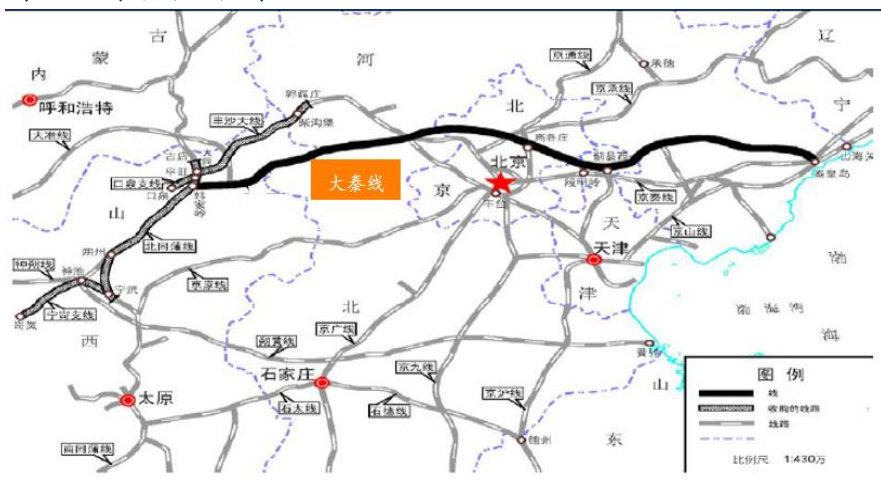
图 2：大秦铁路发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司管内大秦线是中国第一条单元电气化重载运煤专线，是山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的主通道，承担着出口煤炭和全国四大电网、十大钢铁公司及 6000 多家企业生产用煤的运输任务，煤炭运量占全国铁路总煤炭运量的 1/5，用户群辐射到 15 个国家和地区以及 26 个省、市、自治区。

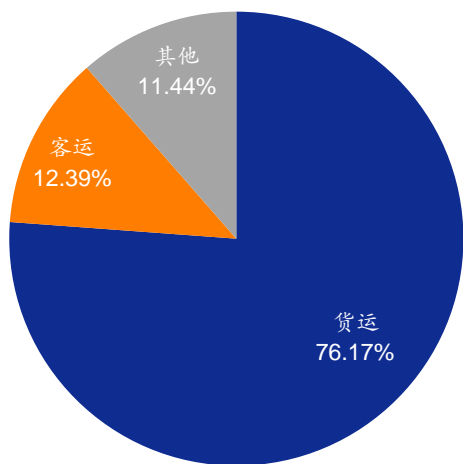
图 3：大秦铁路区位图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

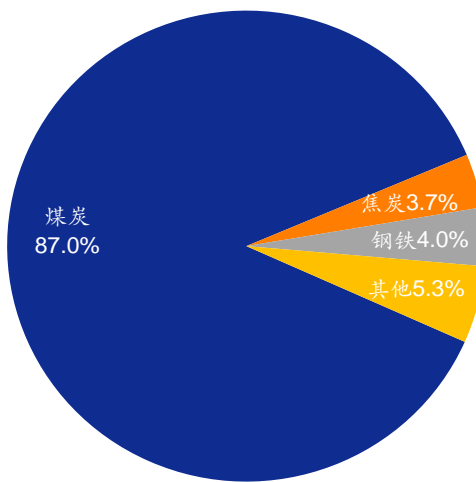
公司主要经营铁路客、货运输业务，其中货运业务占主导地位，运输的货品包括煤炭、焦炭、钢铁、矿石等大宗物资及零散货物、集装箱等。2016 年，公司货运收入占公司主营业务收入的 76.17%，其中煤炭发送量占公司总货物发运量的 87.0%；铁路旅客运输方面，公司负责开行多列太原、大同等地至全国大部分省市、自治区的普通旅客列车及高铁列车，2016 年客运收入占公司主营业务收入的 12.39%。

图 4：货物运输为 2016 年公司主要业务



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：煤炭为 2016 年公司主要发运货种



资料来源：wind，安信证券研究中心

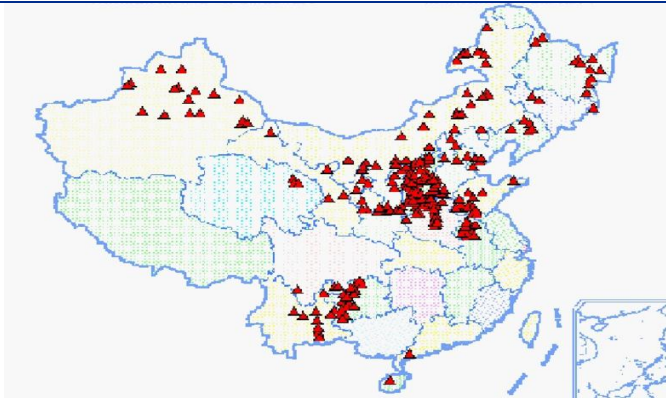


## 1.2. 辖内大秦线堪称西煤东运第一大通道

由于我国富煤缺油少气的能源格局，煤炭成为我国主要能源；我国煤炭资源主要集中在中西部的晋陕蒙地区，而煤炭需求大户为东南沿海经济发达地区。煤炭生产与消费地区分布不均衡，决定了我国“西煤东运”、“北煤南运”的特点。

基于煤炭运输距离和运价特点，我国煤炭一般采用铁路运输和水路运输为主，公路运输作为两者短途运输的补充。

图 6：我国煤炭资源分布图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：我国煤炭流向示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

“三西”煤炭外运通道是我国“西煤东运”、“北煤南运”的重要通路，由铁路、公路、海运、内河等多种运输方式共同组成。铁路运输主要有北、中、南三大干线，即张唐线、大秦线、朔黄线，另外一条中南通道(即瓦日线)运量较小，未来蒙华铁路(预计 2019 年通车)也将成为重要的铁路输煤通道；三大干线对应的海运下水港主要有秦皇岛、唐山、天津、黄骅、青岛、日照、连云港等，接卸港分布于华东及中南沿海；长江、徐州—南京大运河也承担了相当数量的煤炭下水运输任务。

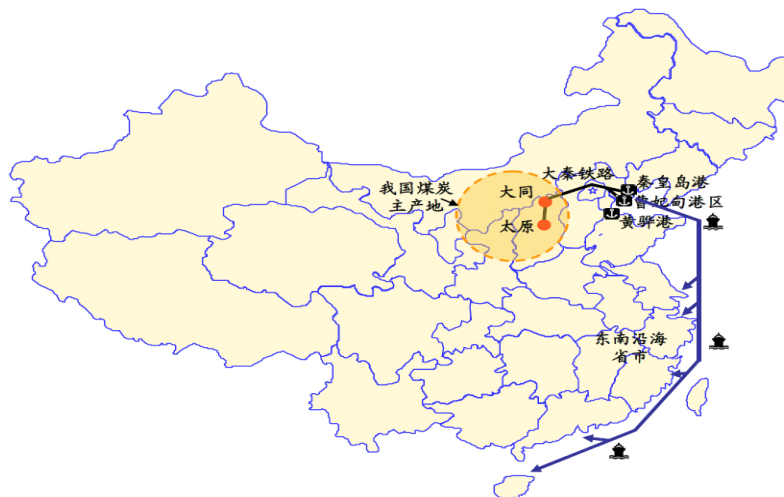
图 8：西煤东运三大通道



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

大秦线配套秦皇岛港构建我国西煤东运第一大通道。大秦线设计通过能力为 4.5 亿吨，占三大通道运力约 45%。往年运煤高峰期，大秦线年均运煤量可达到 4 亿吨以上，是我国“西煤东运主动脉”。下游配套的秦皇岛港码头设施全面，对煤价的调节有至关重要的作用。

图 9：我国运煤第一大通道

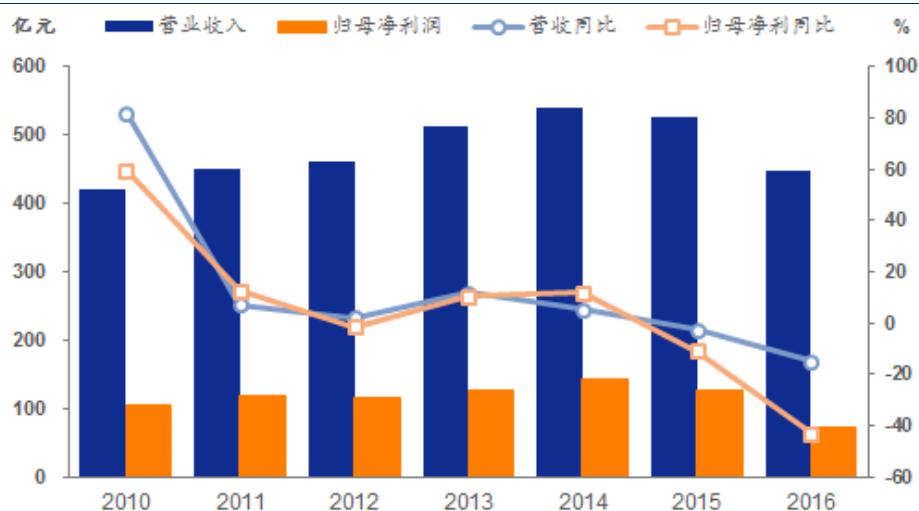


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 量价齐跌拖累公司 16 年业绩

2016 年公司营收 446.2 亿，同比下降 15.1%；归母净利润仅 71.7 亿，同比下降幅度达 43.3%。公司业绩大幅下滑的主要原因在于核心资产大秦线的煤炭业务量价齐跌。

图 10：2016 年公司业绩下滑

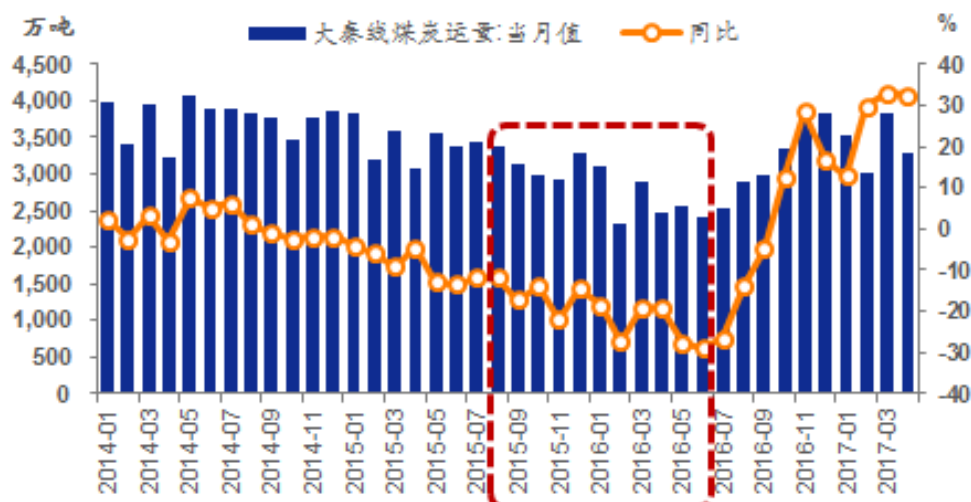


资料来源：Wind，安信证券研究中心

大秦线煤炭运载总量持续下滑。首先，中国经济增速放缓，下游煤炭市场行情低迷，导致对北方下水煤的需求减少；其次，随着煤炭行业产能过剩局面的加剧和供给侧改革的深入，煤炭生产企业推行限产政策，导致大秦线发运量降低。

大秦线煤炭货源短期受到多重分流。一方面，神华集团在黄骅港区建设业主码头，该码头与朔黄铁路相连接，2016 年上半年，神华集团将原先通过大秦线运输至秦皇岛下水的部分煤炭货源调拨至黄骅港自有码头下水，影响大秦线运量；另一方面，连接张家口和唐山的张唐铁路于 2015 年 12 月 30 日建成通车，主要对于蒙西矿区的货源造成分流；此外，随着国际原油价格下跌，汽运煤成本大大降低，天津港通过汽车运载下水的煤炭运量也对秦皇岛港煤炭吞吐量造成了一定分流。

图 11：大秦线煤炭运量下滑始于 2015 年下半年



资料来源：Wind，安信证券研究中心

运营压力催生运价下调。2016 年 2 月，铁总调降煤炭运输基价，公司跟随下调，幅度为 0.01 元/吨公里；随后，铁总在 10 月恢复基价，11 月上调 0.01 元/吨公里，然而由于周边线路及汽运煤的运价竞争压力，公司没有及时恢复和上浮基价，2016 年运价保持降价状态，对公司业绩造成较大影响。

## 2. 经济企稳火电回升，煤运总量得以修复

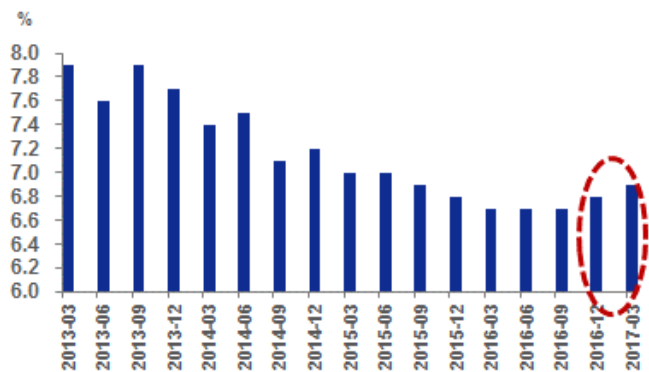
### 2.1. 宏观经济企稳，煤运市场回暖

根据国家统计局数据，2016 年第四季度 GDP 增速达到 6.8%，高于前三季度 6.7% 的增速，宏观经济稳中有升，市场环境显著回暖。受此影响，煤炭市场表现良好，根据 WIND 统计数据，国内主要港口动力煤平均价格普遍从年初的 379 元/吨上涨至年底的 566 元/吨，涨幅达到 49.34%。

伴随经济数据企稳，煤炭运输量呈现上涨趋势，2016 年下半年，大秦铁路货运量较上半年大幅提升，日均货运量从 6 月的 80 万吨/天增加至 12 月的 124 万吨/天，增幅达 55%，累计发运量也较上半年增长 22.67%。随着经济稳定、持续增长，国内煤炭与进口煤炭价差逐步缩小，国内煤炭需求或将进一步增长，“西煤东运”、“北煤南运”格局不易改变，总体煤运需求逐步修复。

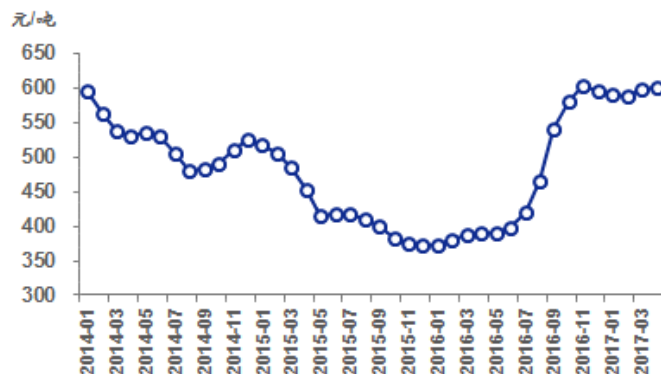


图 12: 我国 GDP 增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 环渤海动力煤综合平均价格指数

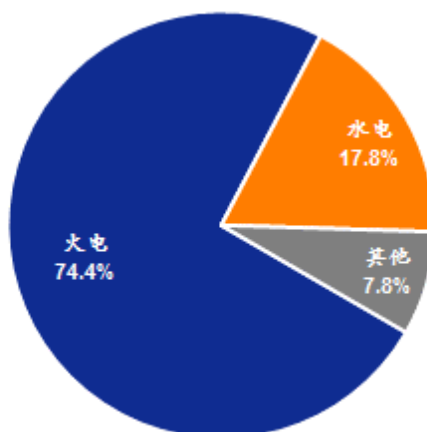


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 火力发电量回升，用煤需求拉动煤炭运量

由于我国能源分布的特点，燃煤发电一直是我国主要的发电方式。虽然近年来国内能源结构不断优化，清洁能源加快对煤炭的替代，火力发电占比有所下降，但是仍然占据主要地位。

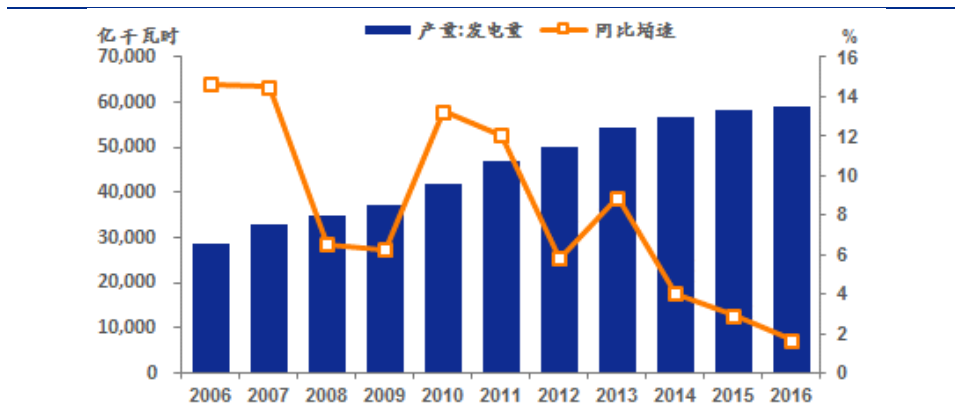
图 14: 2016 年火力占全国发电量占比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

**经济下滑+水电大年，抑制 2016 年火电增速。**2016 年上半年由于宏观经济疲弱，我国发电总量增速下滑，全年发电量为 59,111 亿千瓦时，同比仅增 1.66%。同时，根据中国气象局发布的《中国气候公报》，2016 年受超强厄尔尼诺现象影响，全年平均降雨量为 730 毫米，较往年增长 16%，为史上最多。降雨量增长促使 2016 年水力发电的相对比例增加，双因素叠加影响火电增速。前瞻数据库数据显示，2016 年我国火力发电量累计 43958 亿千瓦时，同比增速 2.6%，占全国发电量的 74.37%。

图 15: 我国发电量增速放缓

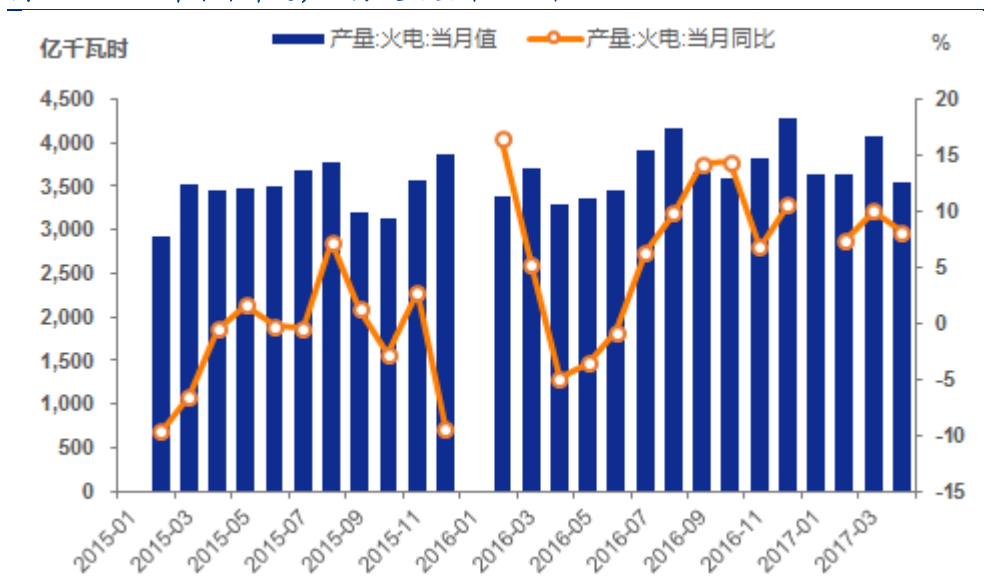


资料来源: wind, 安信证券研究中心

用电总量回升+水电大小年效应，刺激 2017 年火电用量。根据国家统计局公布的数据，2017 年一季度全社会用电量 1.45 万亿千瓦时，同比增长 6.9%。其中，三月全社会用电量为 5139 亿千瓦时，同比增长 7.9%。另一方面，2016 年上半年大型水电站多处于满发状态，不过受到 8 月开始泄洪以及年末降雨减少的影响，水电增速下降。历史经验显示水力发电存在大小年效应，2017 年大概率将是水电小年，火电相对占比有望提高。

跟踪数据显现，火力发电量自 2016 年下半年开始同比回升，预计这一趋势可以延续并将带动用煤需求增加，进而拉升煤炭运量。

图 16: 2016 年下半年起，火力发电量开始回升



资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 2.3. 供给侧改革见效，“三西”优质产能释放

《煤炭工业发展的“十三五”规划》指出，至 2020 年化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右。以总体规划为指导，由开始的减量化生产政策到后续“保供应、稳煤价”措施，煤炭产能已经历了一轮先降后升的清理整顿，作为优质产能的“三西地区”明显受益。根据 CCTD 数据，2016 年全国原煤产量为 33.14 亿吨，同比下降 7.4%；具体到煤种上，动力煤产量为 23.14 亿吨，累计同比下降 7.17%。而 2016 年 10—12 月，放开“276 个工作日”政策后，动力煤月均产量较二季度均值增加了 17.53%；其中，山西、陕西、内蒙古的产量增幅分别为 30.05%、40.62%和 4.68%。

2017 年作为改革攻坚年，还将退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，预计河北、东北、华中地区落后产能还将大幅淘汰，“三西”煤炭供应或将进一步集中，对西煤东运大通道煤炭运量形成强力支撑。

图 17：未来煤炭产能将向“三西”地区集中



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 3. 铁路分流消退汽运货源回流，大秦运量回升构建新平衡态

### 3.1. 煤炭运输三分天下格局遭遇短暂扰动

“三西煤”东运主要通道长期保持三足鼎立态势。1) 第一大通道：大秦线配套秦皇岛港。货源主要是大同、平朔、准格尔、伊泰、东胜、宁夏等矿区；除少量供应沿线华北电厂以外，绝大部分在秦皇岛港下水，供应东北、华东和华南、长江干流电厂及出口。2) 第二大通道：朔黄铁路配套黄骅港。朔黄铁路是神华集团下属铁路，起于神朔线神池南站，迄于黄骅港前站，全长 598 公里，是我国第二条双线电气化煤运专线。设计年运输能力近期为 3.5 亿吨，远期 4.5 亿吨。3) 第三大通道：蒙冀线配套曹妃甸港。蒙冀线分为内蒙到张家口，张家口到曹妃甸港的两段。2015 年 12 月 30 日，张家口至唐山的张唐线铁路开通运营，蒙冀铁路全线贯通，并投入运营。蒙冀铁路远期可向西续建至内蒙古自治区的包头、集宁等市，全长约 1000 公里，设计运输能力为 2 亿吨/年。

**表 1：铁路煤运三大主要通道对比**

线路名称	下水港	里程	运力	辐射区域	2016 年货运量
大秦线	秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港	658km	4.5 亿吨/年	三西地区煤矿	3.5 亿吨
朔黄线	黄骅港、天津港	598km	3.5 亿吨/年	神华煤矿自有	2.7 亿吨
蒙冀线	曹妃甸港	1000km	2 亿吨/年	蒙西、蒙东煤矿	0.3 亿吨

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

大秦线长期雄踞第一大干线地位，货源地辐射“三西地区”。但随着准池线、张唐线陆续投产及黄骅港放开，致使优质货源尤其是蒙西煤遭到分流。晋北地区煤源，通过朔黄线与大秦线的运费较为接近，但大秦线拥有丰富的支线资源，这些支线也有相应煤企投资，因此公司晋北货源较为稳定；蒙西地区煤源中，准格尔矿区货源经由朔黄线运输较为经济，而包头矿区货源经由大秦线运输运价较低，另外由于内蒙有相当一部分煤矿属于神华集团，在准池线开通之后会优先选择准池线进行运输，因此公司蒙西货源遭分流较为严重；陕西地区煤源占公司货源比例较小，影响较微。

**表 2：煤炭货运现状**

地区	矿区	线路选择	平均运距（公里）
晋北	中煤平朔	北同蒲—大秦线	北同蒲 100+大秦线 658=758
		朔黄线	朔黄线 598
	大同煤业	丰沙大—张唐线 大秦线	丰沙大 155+张唐 528=683 大秦线 658
晋南	西山煤电	南同蒲—北同蒲—大秦线	南同蒲 100+北同蒲 336+大秦线 658=1094
陕西	神东矿区（神华）	神朔线—北同蒲—大秦线	神朔 233+北同蒲 168+大秦线 658=1059
	神东矿区（神华）	神朔线—朔黄线	神朔线 233+朔黄 598=831
蒙西	包头矿区（神华）	大包线—张集线—张唐线	大包线 453+大秦线 658=1110
	准格尔矿区（神华）	准朔线—北同蒲线—大秦线 大准线—准池线—朔黄线	准朔线 215+北同蒲 100+大秦线 658=973 大准线 176+准池线 180+朔黄线 598=954

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2015 年 7 月，准池铁路正式开通运营，作为第二运煤通道的支线开始发力。准池铁路连接了神华集团旗下的大准线与朔黄线，此前神华集团准格尔煤炭要经过大准线转大秦线运至秦皇岛港下水，且部分神东矿区的煤炭也需要经过神南—朔州—大同后转大秦线进行运输。线路通车后，神华集团准格尔矿区的货源运输路径由原先准朔线—北同蒲线—大秦线全程 976 公里运距，缩减为大准线—准池线—朔黄线全程仅 589 公里运距，大大节约运输成本。

另一方面，黄骅港最初的设计定位为主运神华神府、东胜地区煤炭，其他蒙西地区煤炭一般不接受进港中转邀请。而从去年开始，神华集团经营策略发生改变，提出设备、设施对外开放，非神华煤炭也可以进入黄骅港下水中转。由于“准池—朔黄—黄骅港”运输通道更加便捷经济，吸引了蒙西地区优质煤炭转换至“准池线—朔黄线—黄骅港”下水。

干线运能提升及配套下水港的放开，提升拉动了第二运煤通道外运量增加，对大秦线造成分流。准池线开通运营后，每年有 2000 万吨的准混煤由准池线转到朔黄线外运至黄骅港，导致大秦线准混货源发运量减少。

2015 年 12 月，张唐线建成通车，同样面向蒙西货源。虽然经由张唐线运输的平均运距相较于大秦线不占优势，但是针对部分货源还是具有距离优势，总体来看还是分流了小部分公司货源。

图 18: 黄骅港煤炭运量及同比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 秦皇岛港煤炭运量及同比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 黄骅港触及运能瓶颈，制约朔黄线分流能力

朔黄线的近期、远期设计运力分别是 3.5 亿吨和 4.5 亿吨，而 2016 年朔黄线货物运输量 2.72 亿吨，就朔黄线本来来说不存在运能问题，然而朔黄线配套下水港口黄骅港的设计运力大约为 1.83 亿吨/年，相当于月均运输 1536 万吨或日均运输 50 万吨，下水港运能瓶颈制约了朔黄线的运输能力。

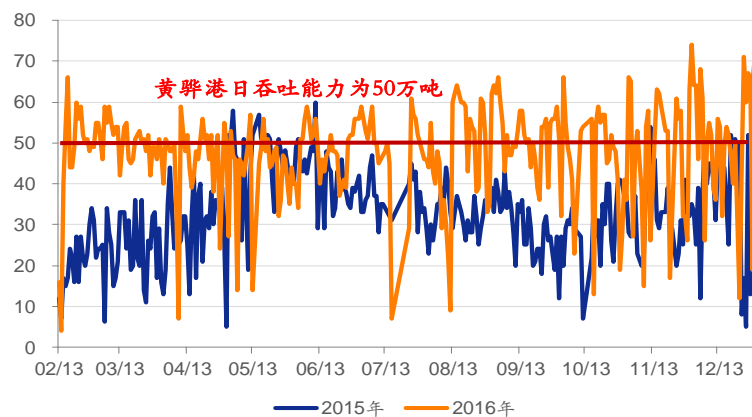
表 3: 铁路与配套港口运能

铁路	煤炭运能 (亿吨/年)	2016 年运输量 (亿吨)	下水港口	下水港港运能 (亿吨/年)	2016 年吞吐量 (亿吨)
大秦铁路	4.5	3.51	秦皇岛港	2.4	1.2
朔黄铁路	3.5	2.72	黄骅港	1.83	1.73

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心



图 20: 黄骅港煤炭日吞吐量 (万吨)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

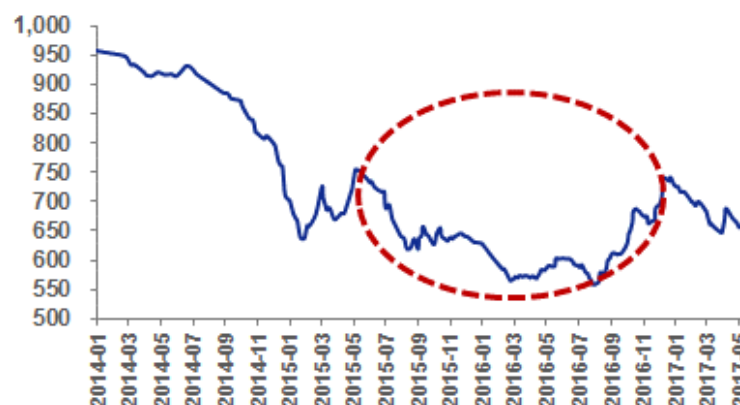
黄骅港虽然拥有煤一期至四期工程, 有 17 个煤炭装船泊位, 场地堆存能力 380 万吨, 但堆场设计较小, 不适合煤种增多时的单堆单放需要。此前黄骅港主运神华大宗优质煤炭, 适合大批量长协煤的装卸, 在应对单一煤种时游刃有余。然而自去年准池线开通以来, 进港煤种增加, 数量增多, 给黄骅港垛位管理和生产组织带来很大困难; 煤炭进场分堆后, 黄骅港场地狭小的劣势进一步凸显, 一旦遭遇恶劣天气长时间封航时便难以应付, 2016 年黄骅港压车、压船现象时有发生, 港口设计初衷进一步阻碍黄骅港吞吐能力完全释放。

黄骅港的运能已达瓶颈, 并且在短期内存在刚性。黄骅港现有运能已经基本饱和, 正在规划的第五期工程, 产能设计为一亿吨。通常一个设计吞吐量为 5000 万吨的工程, 其建设周期为 2 年, 因此预计五期工程的建设周期将为 3~4 年, 黄骅港短期内产能问题无法解决。

### 3.3. 汽运煤回流, 直接利好大秦运量

成本优势引发汽运煤运量大幅增加。2015 年下半年, 汽油价格和柴油价格下调, 导致汽运煤成本大幅降低。16 年初, 北方港口煤炭交易价格保持低位, 煤炭企业盈利微薄甚至亏损, 为此山西、陕西等地纷纷出台减负政策, 在一定程度上降低了煤炭汽运成本; 而同期全国铁路货运价格平均每吨公里再度提高 1 分钱, 铁路运费上涨。根据中国煤炭网数据, 2016 年上半年“三西”地区煤炭通过汽运到北方各港具有约 15 元/吨左右的成本优势, “三西”地区煤炭外运至北方港口的汽运费用较铁路运费更加便宜, 对大秦线造成分流。

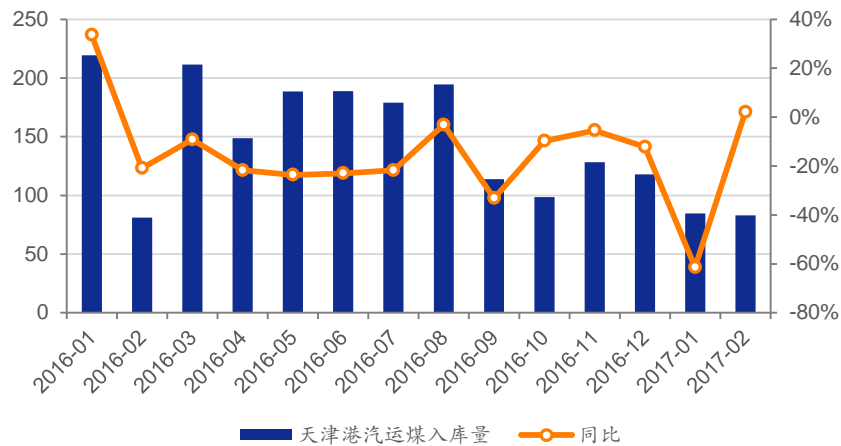
图 21: 2015 年下半年起全国成品油价格指数处于低位



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

汽运煤运量提升加剧大秦线运能闲置。参考与大秦线、迁曹线相配套的秦皇岛港、曹妃甸港和国投张唐港煤炭发运量数据，三港 2016 年出现 5500 万吨的大幅减量，港口空泊现象严重；而以汽运煤为主的天津港（汽运煤占比 53.8%）则逆势上扬，同比增长 1511 万吨，吞吐量创历史新高。2016 年环渤海港口汽运煤集港下水量大 7000 万吨，其中 5654 万吨属于天津港汽运煤，对大秦铁路煤炭运输带来了很大的影响。

图 22：天津港汽运煤入库量（万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公路治超+环保趋严，汽运货源回流。交通部在 2016 年 8 月 19 日发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《关于进一步做好货车非法改装和超限治理工作的意见》等一系列公路货运治超新政。以最常见的六轴货车为例，新规出台之后，车货总载重由 55 吨降为 49 吨，实际载重由 38.5 吨降为 32.5 吨，总高不得超过 4 米。假设运费为 8000 元/车且保持恒定，则新规出台后，单位运费由 207.8 元/吨上升至 246.2 元/吨，单位运费将上涨约 20%。随着公路治超的严格执行，汽运煤价格将不再具有比较优势。另一方面，天津市环保局于 2017 年 4 月发布公告，明确要求天津港不再接收柴油货车运输的集港煤炭。丧失价格优势及政策限制将导致天津港汽运煤货源回归铁路。

表 4：环保政策利好铁路运煤

时间	政策内容
2016 年	2017 年 9 月底前，港口煤炭实现主要由铁路运输，禁止接收柴油车运输的集疏港煤炭。
2017.4	天津港禁运公路煤的文件通知正式“面世”：天津港禁止汽运煤集港的时间将由此前环保部规定的 7 月底提前到 4 月底，天津港不再转运煤炭，煤炭转由张唐铁路经唐山港转运。
2017.5.8~5.17	京、津、冀、鲁四省市禁止一切柴油车辆上路，禁止一切煤炭、水泥等扬尘货物运输。

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

大秦铁路有望成为最直接受益者。天津港汽运煤货源主要来自山西和内蒙，其中山西煤由于距离优势，在天津港 5600 万吨汽运煤中占比较重。山西煤主要汽运通道为京藏高速，距大秦线最近，公司主要竞争对手朔黄线铁路距离天津港汽运煤通道较远且没有装车点，因此大秦线或将成为山西汽运煤回流铁路最大受益方。

## 4. 运价几经波折，逐步趋向市场化

### 4.1. 铁路货物运价率变迁

铁路运输企业的货物运价率由发改委和铁道部拟订，报国务院批准。其中国家铁路货物运输杂费的收费项目和收费标准由铁道部规定，全路执行统一的基本运价政策，并由国家统一调整和控制；而大秦铁路作为股份制铁路运输企业，执行特殊运价政策。

- ✓ 铁路货物运输费=基价 1+基价 2\*运价里程+铁路建设基金+电气化附加费
- ✓ 建设基金=费率\*计费重量（箱数或轴数）\*运价里程
- ✓ 电气化附加费=费率\*计费重量（箱数或轴数）\*电气化里程

表 5：铁路运输基价 1

类别	运价号	单位	基价 1						
			2015/08/01	2014/02/15	2013/02/20	2012/05/20	2011/04/01	2009/12/13	2008/07/01
整车	1	元/吨	9.50	8.50	7.40	7.10	6.40	6.20	5.70
	2	元/吨	9.50	9.10	7.90	7.80	7.00	6.80	6.40
	3	元/吨	12.80	11.80	10.50	9.80	8.70	8.50	7.60
	4	元/吨	16.30	15.50	13.80	12.20	10.80	10.50	9.60
	5	元/吨	18.60	17.30	15.40	13.40	11.70	11.40	10.40
	6	元/吨	26.00	24.20	22.20	19.60	17.10	16.80	14.80
	机械冷藏车	元/吨	20.00	18.70	16.70	14.70	12.90	12.50	11.50
零担	21	元/10 千克	0.2200	0.1880	0.1680	0.1500	0.1260	0.1220	0.1170
	22	元/10 千克	0.2800	0.2630	0.2350	0.2100	0.1760	0.1710	0.1670
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500.00	449.00	387.50	337.50	259.00	249.20	219.00
	40 英尺箱	元/箱	680.00	610.00	527.00	459.00	438.60	436.30	429.80

类别	运价号	单位	基价 1						
			2007/11/05	2006/04/10	2005/04/01	2003/12/16	2000/07/01	1998/04/01	1997/06/01
整车	1	元/吨	5.60	5.60	5.40	4.60	4.60	4.60	3.60
	2	元/吨	6.30	6.30	6.10	5.60	5.50	5.50	4.20
	3	元/吨	7.40	7.40	7.00	6.70	6.20	6.00	4.90
	4	元/吨	9.30	9.30	8.60	7.30	7.00	6.80	5.70
	5	元/吨	10.20	10.20	9.20	8.30	8.00	7.70	6.40
	6	元/吨	14.60	14.60	13.10	8.70	8.50	8.50	7.20
	机械冷藏车	元/吨	11.20	11.20	9.80	9.80	9.80	9.80	8.80
零担	21	元/10 千克	0.1150	0.1150	0.1050	0.0870	0.0870	0.0850	0.0780
	22	元/10 千克	0.1650	0.1650	0.1550	0.1240	0.1040	0.1010	0.0940
集装箱	20 英尺箱	元/箱	215.00	215.00	161.00	164.00	161.00	149.50	139.50
	40 英尺箱	元/箱	423.00	423.00	314.70	314.70	314.70	292.30	278.70

资料来源：铁道部，安信证券研究中心

表 6：铁路运输基价 2

类别	运价号	单位	基价 2						
			2015/08/01	2014/02/15	2013/02/20	2012/05/20	2011/04/01	2009/12/13	2008/07/01
整车	1	元/吨公里	0.0860	0.0710	0.0765	0.0418	0.0370	0.0360	0.0336
	2	元/吨公里	0.0860	0.0800	0.0651	0.0502	0.0444	0.0432	0.0378
	3	元/吨公里	0.0910	0.0840	0.0700	0.0562	0.0498	0.0484	0.0435
	4	元/吨公里	0.0980	0.0890	0.0753	0.0629	0.0553	0.0537	0.0484
	5	元/吨公里	0.1030	0.0960	0.0849	0.0722	0.0630	0.0612	0.0549
	6	元/吨公里	0.1380	0.1290	0.1146	0.0989	0.0869	0.0845	0.0765
	7	元/轴公里	0.5250	0.4830	0.4025	0.3275	0.2876	0.2795	0.2445
	机械冷藏车	元/吨公里	0.1400	0.1310	0.1134	0.0996	0.0875	0.0850	0.0790

零担	21	元/10 千克公里	0.001110	0.001000	0.000900	0.000710	0.000620	0.000600	0.000550
	22	元/10 千克公里	0.001550	0.001400	0.001200	0.001030	0.000900	0.000870	0.000750
集装箱	20 英尺箱	元/箱公里	2.0250	1.9800	1.7325	1.4000	1.2080	1.1730	1.0374
	40 英尺箱	元/箱公里	2.7540	2.7000	2.3562	1.9040	1.8904	1.8346	1.6374
类别	运价号	单位	基价 2						
			2007/11/05	2006/04/10	2005/04/01	2003/12/16	2000/07/01	1998/04/01	1997/06/01
整车	1	元/吨公里	0.0308	0.0288	0.0276	0.0200	0.0212	0.0210	0.0164
	2	元/吨公里	0.0349	0.0329	0.0310	0.0300	0.0243	0.0239	0.0192
	3	元/吨公里	0.0405	0.0385	0.0352	0.0300	0.0284	0.0273	0.0224
	4	元/吨公里	0.0454	0.0434	0.0395	0.0300	0.0319	0.0311	0.0260
	5	元/吨公里	0.0511	0.0491	0.0459	0.0400	0.0360	0.0348	0.0292
	6	元/吨公里	0.0724	0.0704	0.0655	0.0400	0.0390	0.0390	0.0327
	7	元/轴公里	0.2265	0.2165	0.2055	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	机械冷藏车	元/吨公里	0.0000	0.0730	0.0000	0.0686	0.0675	0.0675	0.0610
零担	21	元/10 千克公里	0.000500	0.000500	0.000450	0.000376	0.000365	0.000350	0.000335
	22	元/10 千克公里	0.000720	0.000700	0.000650	0.000449	0.000438	0.000420	0.000402
集装箱	20 英尺箱	元/箱公里	0.9674	0.9274	0.7304	0.7304	0.7128	0.6603	0.6047
	40 英尺箱	元/箱公里	1.5184	1.4504	1.4309	1.4309	1.3935	1.2909	1.2078

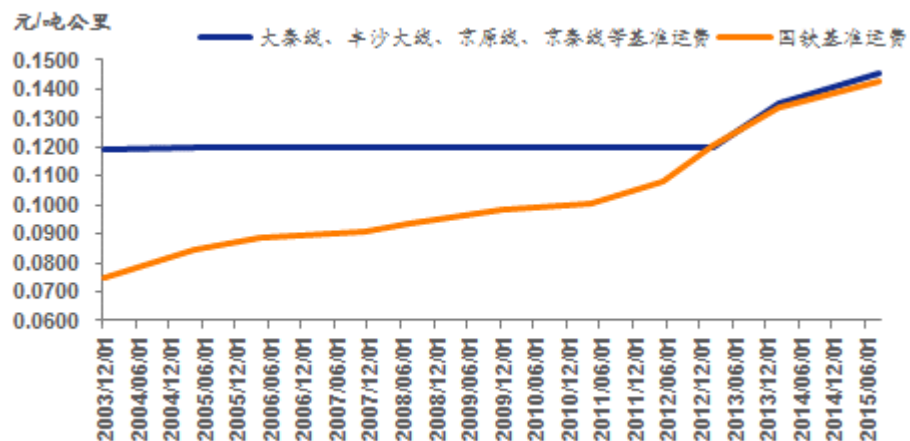
资料来源：铁道部，安信证券研究中心

表 7：铁路建设基金费率表

	计费单位	农药	磷矿石	其他货物
整车货物	元/吨公里	0.019	0.028	0.033
零担货物	元/10 千克公里	0.00019	0.00033	
自轮运转货物	元/轴公里		0.099	
1 吨箱	元/箱公里		0.0198	
集装箱	10 吨箱		0.2772	
	20 英尺箱		0.528	
	40 英尺箱		1.122	
	1 吨箱		0.0099	
空自备箱	10 吨箱		0.1386	
	20 英尺箱		0.264	
	40 英尺箱		0.561	

资料来源：铁道部，安信证券研究中心

图 23：大秦线、丰沙大线、京原线、京秦线等与国铁基准运费对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

\*基准运价=特殊运价/基价 2+铁路建设基金+电气化附加费

## 4.2. 取消运价优惠增厚公司利润，运价仍存上浮空间

自 2016 年 2 月 4 日起，铁总下调煤炭运价 0.01 元/吨公里。相对来说，铁路货运价格较客运价格更偏向市场化，近十年来调整频率基本为一年一次，在经过 12 次运价上调后，2016 年出现了 2007 年以来的首次下降，此举将为煤炭企业节省大量物流费用。基于运营压力以及响应国家全面降低物流费用的政策导向，大秦铁路同步开始提供运价优惠，于 2 月起公司辖内煤炭运费等额下浮 0.01 元/吨公里，公司公告称此举将减少营业收入约 24 亿元。

虽然铁总随后在 10 月恢复基价，11 月又上浮基准运价 0.01 元/吨公里，然而公司基于自身实际运营状况的考虑，并未同步恢复和上浮运价，2016 年运价保持下浮状态。

**运价仍然存在上浮空间。**受益于煤炭等大宗物资开年需求回暖、汽运煤炭受政策影响回流铁路、区域经济活力增强，在运营压力得到缓解的前提下，公司于今年 3 月 24 日，宣布取消优惠运价，对管内国铁整车运价恢复至基准运价 9.8 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线运价恢复至特殊运价 10.01 分/吨公里，本次调价整体上调 1 分/吨公里。货运基准价格回调将增厚公司 2017 年的利润，同时基准运价还存在 10% 上浮空间。

根据公司 4 月生产数据显示，公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3291 万吨（同比+32.43%）；日均运量 110 万吨；日均开行重车 73.8 列，其中日均开行 2 万吨列车 52.7 列；1-4 月，大秦线累计完成货物运输量 13664 万吨（同比+26.37%），提价策略并未对大秦线运量造成显著影响。

以公司年报预测的 2017 年大秦线货运量 4 亿吨为基础进行测算，不考虑运价上浮部分，运价回调今年将为公司贡献营收增长 18.8 亿元。

**表 8：运价提升对公司业绩影响**

大秦货运量 (亿吨)	发往管内货物周转量 (亿吨公里)	本年提价贡献营收 (亿元)
3.9	3003	18.4
4	3080	18.8
4.1	3157	19.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4.3. 电气化附加费下调，助力运量释放

**公司管内全线铁路下调铁路电气化附加费。**5 月 17 日李克强主持国务院常务会议，提出为“取消电网公司向铁路运输企业收取的电气化铁路还贷电价，等额下浮铁路货物运价。”5 月 27 日发改委出台了《关于取消电气化铁路配套供电工程还贷电价的通知》，决定自 6 月 1 日起，取消电气化铁路配套供电工程还贷电价政策。通知要求，全面取消电网企业对铁路运输企业收取的电气化铁路配套供电工程还贷电价，铁路运输企业通过同步下浮铁路电气化附加费标准的方式，等额降低铁路货物运价，降低物流用能成本，助力企业减负。预计此项措施实施后，可降低实体经济成本 60 亿元左右。随即公司发布公告称，自 6 月 1 日起下调铁路电气化附加费，由 0.012 元/吨公里下调至 0.007 元/吨公里。



成本下降部分抵消收入降幅，全年利润影响有限。由于大秦铁路所有线路均为电气化铁路，此次调整电气化附加费标准，对公司管内全线铁路都发生影响。预计此次调价将减少公司2017年收入约9.2亿元；2016年公司电力及燃料成本约26.8亿元，其中还贷电价占比约20%，取消还贷电价后预计2017年电力成本减少4.5亿元左右，可部分抵消收入减少额。另外，公司对电网企业拥有议价能力，或将进一步压缩成本，削弱降价对公司利润造成的影响。同时，通过此次降价，可以减少大秦线与竞争线路之间的价差，尤其相对朔黄线运价更有竞争力。考虑运量的提振，预计这次费率调整对公司业绩影响总体向好。

## 5. 投资建议

夏季用电高峰将至，电厂即将进入补库存阶段，伴随费率调整，大秦线运量有望超预期。我们预计公司2017年-2018年EPS为0.79元和0.83元，假设公司未来维持50%分红率，按2017年预计净利润估算，股息率约4.9%。基于公司基本面改善，兼具低估值高股息特征，给予公司“买入-A”投资评级，6个月目标价为10.00元，相当于2017年12.6倍动态市盈率。

## 6. 风险提示

煤炭需求疲软；朔黄线分流加剧；运价政策调整等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	52,531.4	44,624.9	51,988.0	53,994.7	56,024.9	成长性					
减:营业成本	36,978.5	36,952.0	38,055.2	39,524.1	41,066.3	营业收入增长率	-2.7%	-15.1%	16.5%	3.9%	3.8%
营业税费	199.0	185.7	208.3	215.2	226.9	营业利润增长率	-9.5%	-45.8%	68.3%	4.3%	3.6%
销售费用	209.9	192.5	201.7	219.4	228.9	净利润增长率	-10.8%	-43.3%	64.5%	4.6%	4.4%
管理费用	587.0	521.7	665.4	641.9	679.3	EBITDA 增长率	-7.5%	-32.6%	40.7%	3.2%	3.3%
财务费用	219.1	535.0	292.5	151.7	127.2	EBIT 增长率	-10.6%	-43.3%	61.9%	3.3%	3.4%
资产减值损失	-	3.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-11.9%	-41.0%	58.4%	3.4%	4.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	-4.4%	0.8%	4.8%	-1.7%
投资和汇兑收益	2,098.1	2,677.7	2,438.7	2,404.8	2,507.0	净资产增长率	7.9%	1.1%	7.4%	6.0%	6.0%
营业利润	16,435.9	8,912.3	15,003.6	15,647.2	16,203.3	利润率					
加:营业外净收支	-80.5	-124.3	-97.7	-100.8	-107.6	毛利率	29.6%	17.2%	26.8%	26.8%	26.7%
利润总额	16,355.4	8,787.9	14,905.9	15,546.4	16,095.6	营业利润率	31.3%	20.0%	28.9%	29.0%	28.9%
减:所得税	3,700.6	1,710.4	3,158.2	3,279.1	3,312.6	净利润率	24.1%	16.1%	22.7%	22.8%	23.0%
净利润	12,647.7	7,168.5	11,794.6	12,333.9	12,877.9	EBITDA/营业收入	41.5%	32.9%	39.7%	39.5%	39.3%
						EBIT/营业收入	31.7%	21.2%	29.4%	29.3%	29.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	456	567	482	450	420
						流动资产周转天数	-51	-77	-71	-44	-23
						流动营业资本周转天数	111	153	147	155	192
						应收账款周转天数	25	40	40	50	60
						存货周转天数	12	13	13	12	12
						总资产周转天数	757	960	845	821	828
						投资资本周转天数	567	682	574	569	556
						投资回报率					
						ROE	14.2%	8.0%	12.2%	12.0%	11.8%
						ROA	11.0%	5.7%	9.7%	9.8%	9.7%
						ROIC	16.3%	8.8%	14.6%	15.0%	14.9%
						费用率					
						销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
						财务费用率	0.4%	1.2%	0.6%	0.3%	0.2%
						三费/营业收入	1.9%	2.8%	2.2%	1.9%	1.8%
						偿债能力					
						资产负债率	20.9%	25.8%	18.5%	17.0%	16.3%
						负债权益比	26.4%	34.8%	22.8%	20.4%	19.5%
						流动比率	1.02	1.01	1.02	1.35	1.68
						速动比率	0.91	0.94	0.92	1.27	1.57
						利息保障倍数	76.00	17.66	52.30	104.15	128.34
						分红指标					
						DPS(元)	0.45	-	0.41	0.43	0.44
						分红比率	52.9%	0.0%	51.1%	51.3%	50.8%
						股息收益率	5.6%	0.0%	5.0%	5.3%	5.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12,654.9	7,077.5	11,794.6	12,333.9	12,877.9	EPS(元)	0.85	0.48	0.79	0.83	0.87
加:折旧和摊销	5,170.0	5,238.8	5,367.4	5,530.4	5,697.0	BVPS(元)	5.99	6.04	6.50	6.90	7.33
资产减值准备	-	3.4	-	-	-	PE(X)	9.5	16.8	10.2	9.7	9.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
财务费用	112.2	440.3	292.5	151.7	127.2	P/FCF	25.1	9.6	29.5	14.4	8.4
投资损失	-2,098.1	-2,677.7	-2,438.7	-2,404.8	-2,507.0	P/S	2.3	2.7	2.3	2.2	2.1
少数股东损益	7.2	-90.9	-46.9	-66.6	-94.9	EV/EBITDA	5.8	6.7	5.2	4.9	4.4
营运资金的变动	404.9	639.2	-3,434.6	-7,041.0	-2,005.2	CAGR(%)	-1.0%	21.8%	-6.1%	-1.0%	21.8%
经营活动产生现金流量	14,117.7	6,274.6	11,534.3	8,503.7	14,095.0	PEG	-9.2	0.8	-1.7	-9.4	0.4
投资活动产生现金流量	-5,648.9	-3,009.1	-1,061.3	-1,095.2	-993.0	ROIC/WACC	1.6	0.8	1.4	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	-10,099.7	134.8	-12,332.2	-6,496.1	-6,652.1	REP	0.9	1.4	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡光烽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034