



Research and
Development Center

浩吉铁路（原蒙华铁路）：贯通南北煤运的“大动脉”即将通车

煤炭行业研究

2019年09月23日

左前明 能源行业首席分析师

王志民 行业分析师

马步芳 行业分析师

周 杰 研究助理

浩吉铁路（原蒙华铁路）：贯通南北煤运的“大动脉”即将通车

2019年09月23日

本期内容提要：

- ◆ **1、我国煤炭区域结构性矛盾较为突出。** 主要从煤炭现有存量、未来新增以及关闭退出产能三方面来分析。第一从现有煤炭存量情况来看，“三西”地区煤炭产量占全国的70%左右；第二从未来新增产能来看，根据国家统计局公布的数据，晋、陕、蒙、宁地区煤炭建设产能为8.2亿吨，占全国建设产能的78.07%，而西南部地区煤炭建设产能仅为1.03亿吨，从建设产能的规模来看，未来我国新增产能主要集中在“三西”地区。第三从煤炭“去产能”来看，根据2019年煤炭去产能计划，我国西南部地区关闭退出煤炭产能高达5020万吨，占比存量产能的11.7%，而晋、陕、蒙、宁地区煤炭去产能不到100万吨，去产能在一定程度上进一步加剧了区域结构性矛盾。
- ◆ **2、“西煤东输”是我国煤炭的主要运输方式。** 三西地区的煤炭通过“铁水联运”及“海进江”运往全国主要煤炭消费省区。主要运输路线 1) 大秦铁路—秦皇岛（曹妃甸港辅助下水），大秦线运能4.6亿吨，17年以来基本满负荷运行，目前秦皇岛港存在被限流可能，大秦线基本没有增量空间；2) 朔黄铁路—黄骅港，朔黄铁路运能3.5亿吨，运量增幅极限在0.5亿吨左右，朔黄线综合运价相对大秦线低30%左右；3) 瓦日铁路—日照港，瓦日线18年运量3395万吨，与其2亿吨的运能相比未来增量空间较大，主要下水港口日照港的煤炭运输能力也尚未完全释放，运能潜力较大。
- ◆ **3、浩吉铁路：贯通“三西”与“两湖一江”的南北煤运大动脉。** 1) 浩吉铁路全长1837公里，设计输送能力2亿吨（建成初期达到1亿吨），计划今年年底通车，浩吉铁路的股权结构较为分散，我们预计未来运价的确定应该以运量为导向，主要为了调整煤炭区域性结构矛盾，其次才是利润导向。浩吉铁路运力的释放一方面取决于上游煤源点的供给情况，另一方面取决于下游的输运情况，而下游实际承担的疏运量主要是由电厂和煤炭储运基地共同组成。
2) 浩吉铁路上游煤炭资源丰富，作为“三西”地区未来唯一的中部地区运煤通道，上游辐射东胜、乌海、准格尔、包头、榆林、彬长、黄陵、蒲白、彬长等动力煤矿区，同期完工的靖神铁路（陕煤化集团持股比例为53%，设计运量近期5100万吨，远期7200万吨。）将承担50%的煤源。

证券研究报告

行业研究——专题报告

煤炭行业



资料来源：信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：+86 10 83326795
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

王志民 行业分析师
执业编号：S1500519090007
联系电话：+86 10 83326951
邮箱：wangzhimin@cindasc.com

马步芳 行业分析师
执业编号：S1500518100001
联系电话：+86 10 83326842
邮箱：mabufang@cindasc.com

周杰 研究助理
联系电话：+86 10 83326797
邮箱：zhoujie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

3) 浩吉铁路下游储配基地及疏运方式逐步建设完备。目前, 湖北荆州铁水联运基地已接近建设尾声, 到 2020 年 9 月完工后可实现煤炭物流量 4000 万吨/年, 码头吞吐量 2100 万吨/年, 湖南省煤炭疏运系统建设进度相对较慢, 岳阳及华容铁水联运基地将在 2019 年开工建设。

4) 与现有煤运方式相比, 浩吉铁路经济性优势突出。我们选择了大秦线、朔黄线、瓦日线、准池线和朔黄线铁水联运成本对比, 在现有运费情况下, 浩吉铁路煤炭运输到“两湖一江”较大秦线-海进江的运输成本节省 45-55 元/吨左右, 即使通过运费成本更低的朔黄线, 浩吉铁路仍然有 10-20 元/吨左右的成本优势, 同时, 考虑到铁路运输的时效性以及安全性较好, 浩吉铁路具有较强的竞争优势。

5) 浩吉铁路的开通将在一定程度上“熨平”因资源禀赋差异带来的各种区域性结构问题。一方面, 浩吉铁路的开通将修复中部地区结构性区域矛盾, 平抑西南部地区的高煤价, 对于上游煤炭企业来说, 运输壁垒消除, 成本端将成为我国西南部煤炭市场的核心竞争力; 另一方面, 中间运输环节产生的成本红利 80-100 亿将由煤、电企业共同分享。

- ◆ **4、重点关注浩吉铁路上下游电力、建材、煤炭类上市公司。** 受益于浩吉铁路的开通, 电力、建材及煤炭公司均得到不同程度的受益, 我们对相应的公司进行敏感性分析, 电力公司中, 华银电力业绩弹性最大, 其次是长源电力、赣能股份、湖北能源; 建材类的公司中, 华新水泥受益煤炭成本下降, 利润增厚空间较大; 煤炭公司中, 陕煤化控股的靖神铁路直连蒙华, 陕西煤业在陕北矿区的煤炭资源禀赋较好, 开采成本较低, 竞争优势较强, 未来陕北矿区煤炭资源有望进一步打开西南部地区煤炭销售市场。中国神华因自备铁路完善, 影响相对较低。
- ◆ **风险因素:** 1、浩吉铁路通车时间慢于计划; 2、铁路运输事故; 3、宏观经济大幅度放缓、失速; 4、下游非电力部门政策性限产; 5、上网电价超预期下调。

目录

一、我国煤炭区域结构性矛盾较为突出	1
二、我国煤炭“铁水联运”的现状	7
三、浩吉铁路：贯通“三西”与“两湖一江”的南北煤运大动脉	11
四、重点关注上市公司	24
五、风险因素	33

表目录

表 1: 截至 2018 年底我国中西部地区煤炭产能情况 (万吨)	3
表 2: 截至 2018 年底我国东北部地区煤炭产能情况 (万吨)	3
表 3: 截至 2018 年底我国西南部地区煤炭产能情况 (万吨)	3
表 4: 2019 年去产能 30 万吨以下 (含 30 万吨) 省份情况 (万吨)	5
表 5: 2019 年去产能 15 万吨以下 (含 15 万吨) 省份情况 (万吨)	6
表 6: 2019 年去产能 9 万吨以下 (含 9 万吨) 省份情况 (万吨)	6
表 7: 黄骅港具备较强的煤炭分流能力 (亿吨)	10
表 8: 瓦日铁路远期煤炭运输增量空间较大 (亿吨)	10
表 9: 靖神铁路将承担浩吉铁路 1/2 的煤源供应	16
表 10: 泛武汉、长株潭煤炭储运基地为浩吉铁路服务	17
表 11: 浩吉铁路北起浩勒报吉, 南至江西吉安, 线路全长 1837 公里	18
表 12: 各类货物铁路运输基准运价率表	19
表 13: 浩吉铁路乌审旗站至湖北荆门地带运费情况	21
表 14: 湘鄂赣地区煤炭消费量情况 (万吨)	21
表 15: 湘鄂赣地区煤炭产量情况 (万吨)	22
表 16: 陕西煤业业绩预测和估值指标 (收盘价 9 月 20 日)	25
表 17: 神华神东矿区煤炭品质较优	26
表 18: 中国神华业绩预测和估值指标 (收盘价 9 月 20 日)	27
表 19: “两湖一江”地区 4 家电力公司的煤电装机情况 (万千瓦)	28
表 20: 长源电力业绩敏感性分析	29
表 21: 华银电力业绩敏感性分析	29
表 22: 赣能股份业绩敏感性分析	30
表 23: 湖北能源业绩敏感性分析	30
表 24: 华新水泥业绩敏感性分析	33

图目录

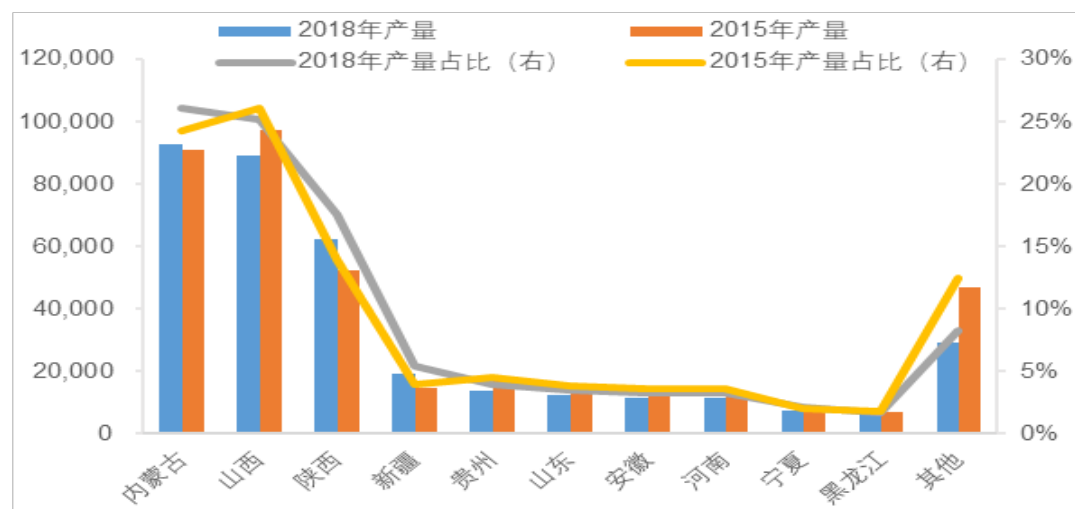
图 1: 全国煤炭产量往晋陕蒙新四省区集中 (万吨)	1
图 2: “三西”地区煤炭产量持续增长	1
图 3: “三西”地区煤炭产量占全国煤炭产量的比例持续提升	2
图 4: 大秦线铁路发运及增速情况 (万吨、%)	7
图 5: 朔黄线运量及增速情况	9
图 6: 浩吉铁路路线图	11
图 7: 浩吉铁路股权结构	13
图 8: 陕西地区铁路规划图	16
图 9: 湘鄂赣地区动力煤价格高于全国平均水平 (元/吨)	23
图 10: 2018 年陕西煤业陕北矿区产量占比 55%	25
图 11: 2018 年陕西煤业陕北矿区煤炭销量占比 54%	25
图 12: 神华神东矿区资源储量占比 62%	26
图 13: 2018 年 4 家电力公司火电装机和发电量占比	29
图 14: 2018 年四家电力公司入炉煤价 (元/吨)	29
图 15: 2016-2018 年公司熟料产能及产量情况 (万吨)	30
图 16: 2016-2018 年公司水泥产能及产量情况 (万吨)	30
图 17: 公司各地区熟料产能分布情况 (截至 2017 年末)	31
图 18: 公司各地区水泥产能分布情况 (截至 2017 年末)	31
图 19: 2017 年公司分地区营业收入占比情况	32
图 20: 2017 年公司分地区营收及变化情况	32
图 21: 2018 年公司水泥生产成本构成	32

一、我国煤炭区域结构性矛盾较为突出

1、“三西”地区煤炭产量占全国的 60%-70%

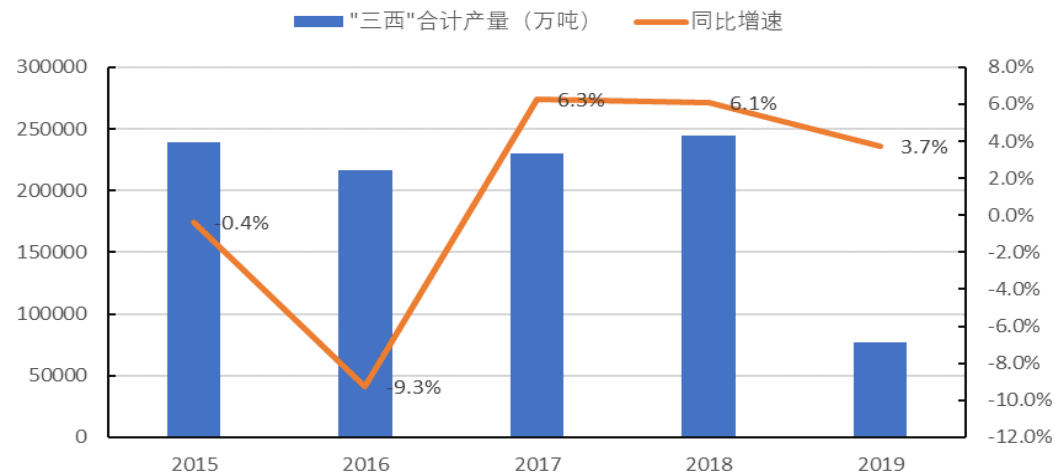
根据国家统计局统计数据，2016-2018 年全国原煤产量分别为 34.11、35.24、36.83 亿吨，其中，“三西”（山西、陕西、内蒙）地区 2016-2018 年原煤合计产量分别为 21.66、23.02、24.43 亿吨，占全国原煤产量的比例分别为 63.50%、65.32%、66.33%；我国煤炭资源分布结构性差异较大。

图 1：全国煤炭产量往晋陕蒙新四省区集中（万吨）



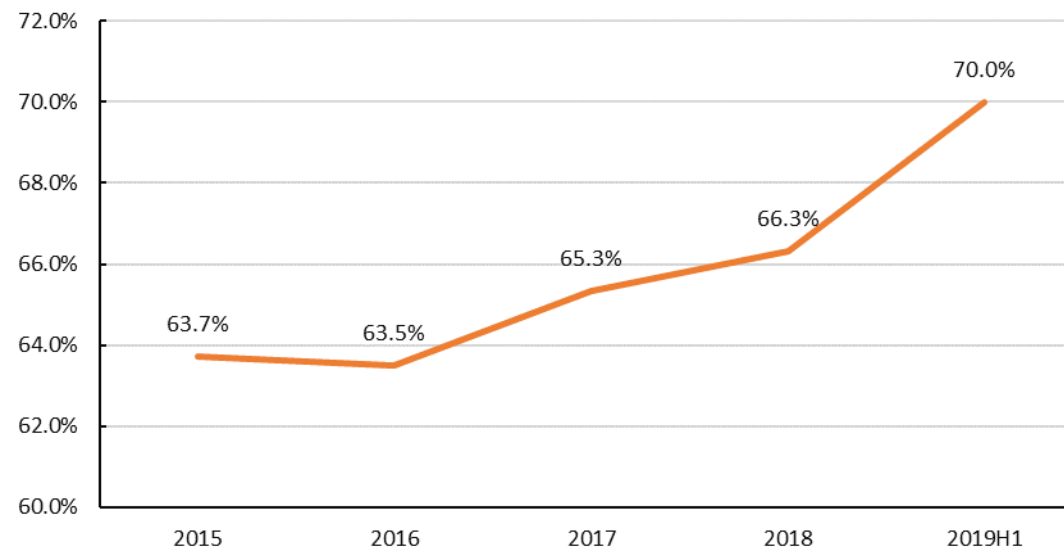
资料来源：国家统计局 信达证券研发中心

图 2：“三西”地区煤炭产量持续增长



资料来源: 国家统计局 信达证券研发中心

图 3: “三西”地区煤炭产量占全国煤炭产量的比例持续提升



资料来源: 国家统计局 信达证券研发中心

2、新增产能释放主要集中在“三西”地区

从国家统计局公布的煤炭建设产能情况来看，晋、陕、蒙、宁地区煤炭建设产能为 8.2 亿吨，占全国建设产能 10.56 亿吨的 78.07%，而西南部地区煤炭建设产能仅为 1.03 亿吨，从建设产能的规模来看，未来我国新增产能主要集中在“三西”地区。

表 1：截至 2018 年底我国中西部地区煤炭产能情况（万吨）

省份	生产产能	建设产能	占总建设产能比例
晋	96320	31225	38%
陕	44378	17571	21%
蒙	85395	28495	35%
宁	7060	5140	6%
总计	233153	82431	100%

资料来源：国家统计局 信达证券研发中心

表 2：截至 2018 年底我国东北部地区煤炭产能情况（万吨）

省份	生产产能	建设产能	占总建设产能比例
冀	6672	1005	8%
辽	3964	255	2%
吉	2001	60	0%
黑	8790	2822	22%
苏	1360	45	0%
皖	13441	645	5%
鲁	14748	360	3%
豫	14638	2220	17%
甘	4744	2200	17%
青	715	970	8%
新	15806	2270	18%
总计	86879	12852	100%

资料来源：国家统计局 信达证券研发中心

表 3：截至 2018 年底我国西南部地区煤炭产能情况（万吨）

省份	生产产能	建设产能	占总建设产能比例
闽	549	525	5%
赣	984	9	0%
鄂	189	144	1%
湘	1280	84	1%

桂	735	186	2%
渝	1667	166	2%
川	6152	1464	14%
云	4214	5817	56%
贵	15727	1710	17%
新疆兵团	960	195	2%
总计	32457	10300	100%

资料来源：国家统计局 信达证券研发中心

3、煤炭“去产能”对我国西南部地区影响较大

2019年，去产能工作将全面转入结构性去产能、系统性优产能的新阶段。2019年4月29日国家发改委联合应急管理部等部委发布《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》以及4月30日国家发改委、工信部和能源局发布的《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》中指出，接下来的去产能工作重点围绕以下几方面开展。

1) 出清“僵尸企业”。长期停工停产、连年亏损、资不抵债，没有生存能力和发展潜力的“僵尸企业”，将作为去产能工作重点。

2) 退出落后和不安全的煤矿。

2019年以来国家煤监局组织开展对开采深度超千米的煤与瓦斯突出煤矿或冲击地压煤矿进行安全论证，对煤与瓦斯突出等高风险煤矿开展“体检”式重点监察，并根据论证和体检报告分类处置。对具备灾害防治能力的严格控制开采强度，在现有条件下难以有效治理的纳入去产能范围。

3) 退出达不到环保和质量要求的煤矿。

按照有关法律法规和国发[2016]7号文件规定，对其他开采范围与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠的煤矿，产品质量达不到《商品煤质量管理暂行办法》要求的煤矿，将引导有序退出。

4) 严格新建改扩建煤矿准入。以下煤矿将停止核准：山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于120万吨/年的煤矿，宁夏新建和改扩建后产能低于60万吨/年的煤矿，其他地区新建和改扩建后产能低于30万吨/年的煤矿；新建和改扩建后产能低

于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿；新建开采深度超 1000 米和改扩建开采深度超 1200 米的大中型及以上煤矿，新建和改扩建开采深度超 600 米的其他煤矿；新建产能高于 500 万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿，新建产能高于 800 万吨/年的高瓦斯煤矿和冲击地压煤矿。

具体工作在两个方面开展：

一是由国家煤矿安监局牵头，全面清理冲击地压矿井、煤与瓦斯突出矿井产能。违规核增能力的矿井一律恢复到核增前产能。按照限产、停产、关闭的原则于 2019 年 6 月底前提出分类处置意见，并督促各地组织落实。其中，经论证具备灾害防治能力且治理到位的，需减少单班入井人数，适当调减产能规模，开采深度超千米的冲击地压和煤与瓦斯突出矿井产能核减 20%；二是对冲击地压治理措施不到位的，立即停产整改，整改到位后方可恢复生产；三是技术条件不足，停而不整以及整改后仍达不到安全生产条件的，2019 年底前依法淘汰退出。

目前全国共有煤矿 6302 处，总核定生产能力 47 亿吨/年，其中，现有冲击地压矿井产能约 4 亿吨/年，三分之二分布在煤炭净调入省份，尤其以山东、江苏、甘肃、辽宁等省份占比高，其中煤与瓦斯突出矿井能力约 6 亿吨/年，主要分布在云贵川渝、安徽、山西、河南。超千米冲击地压矿井总核定生产能力约 5460 万吨/年，按照核减产能 20% 计算，将会影响存量煤炭产能 1092 万吨/年。超千米煤与瓦斯突出矿井生产能力约 7500 万吨/年，我们按照核减产能 20% 计算，将会影响存量煤炭产能 1500 万吨/年。因此，上述政策落实有望缩减的整体产能规模在 2500 万吨左右。

另一方面要求力争到 2021 年底，全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。2019 年基本退出以下煤矿：晋陕蒙宁等 4 个地区 30 万吨/年以下、冀辽吉黑苏皖鲁豫甘青新等 11 个地区 15 万吨/年以下（不含 15 万吨/年）、其他地区 9 万吨/年及以下的煤矿；长期停产停建的 30 万吨/年以下“僵尸企业”煤矿；30 万吨/年以下冲击地压、煤与瓦斯突出等灾害严重煤矿。属于满足林区、边远山区居民生活用煤需要或承担特殊供应任务且符合资源、环保、安全、技术、能耗等标准的煤矿，经省级人民政府批准，可以暂时保留或推迟退出。

表 4：2019 年去产能 30 万吨以下（含 30 万吨）省份情况（万吨）

省份	19 年去产能（生产产能）	生产产能	19 年去产能（建设产能）	建设产能
晋	0	96320	0	31225
陕	45	44378	51	17571

蒙	0	85395	0	28495
宁	0	7060	0	5140
总计	45	233153	51	82431
19年去产能合计	96	去产能占比		0.03%

资料来源: 国家统计局 信达证券研发中心

表 5: 2019 年去产能 15 万吨以下 (含 15 万吨) 省份情况 (万吨)

省份	19 年去产能 (生产产能)	生产产能	19 年去产能 (建设产能)	建设产能
冀	0	6672	0	1005
辽	0	3964	0	255
吉	18	2001	0	60
黑	1289	8790	0	2822
苏	0	1360	0	45
皖	0	13441	0	645
鲁	0	14748	0	360
豫	0	14638	0	2220
甘	0	4744	0	2200
青	0	715	0	970
新	27	15806	0	2270
总计	1334	86879	0	12852
19 年去产能合计	1334	去产能占比		1.34%

资料来源: 国家统计局 信达证券研发中心

表 6: 2019 年去产能 9 万吨以下 (含 9 万吨) 省份情况 (万吨)

省份	19 年去产能 (生产产能)	生产产能	19 年去产能 (建设产能)	建设产能
闽	0	549	0	525
赣	531	984	9	9
鄂	114	189	9	144
湘	271	1280	9	84
桂	45	735	0	186
渝	0	1667	0	166
川	1068	6152	234	1464

云	180	4214	0	5817
贵	2550	15727	0	1710
新疆兵团	0	960	0	195
总计	4759	32457	261	10300
19 年去产能合计	5020	去产能占比		11.74%

资料来源：国家统计局 信达证券研发中心

注：2019 年贵州 30 万吨以下（不含 30 万吨/年）产能全部关闭

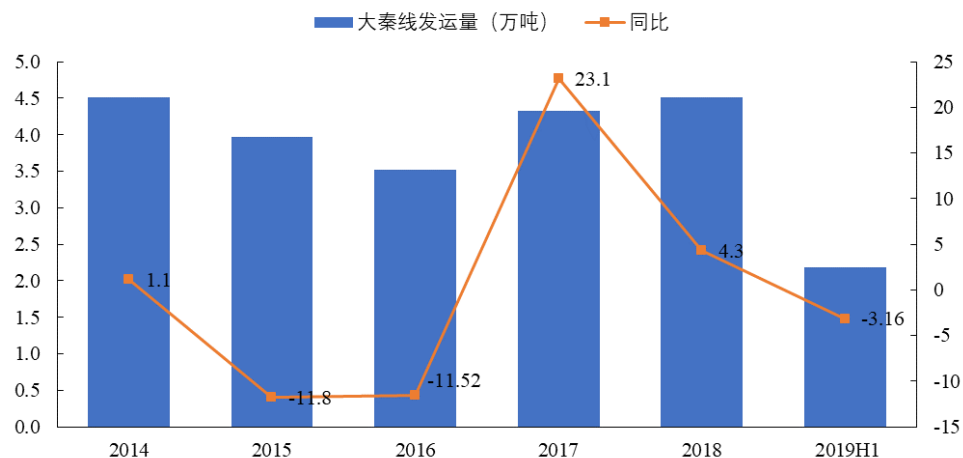
综合以上来看，去产能政策的继续深入将在一定程度上加剧了煤炭结构性矛盾。根据 2019 年煤炭去产能计划，我国煤炭主产区晋、陕、蒙、宁地区煤炭去产能不到 100 万吨，而东部沿海地区去产能 1334 万吨，占相应省份煤炭产能的 1.34%，相比之下，由于西南部地区煤矿井型规模较小，19 年去产能高达 5020 万吨，产能占比 11.7%。整体来看，在接下来的去产能过程中，资源逐步衰竭的东部沿海区域和煤炭紧缺的西南部地区去产能仍受较大影响，煤炭生产逐步向我国中西部地区集中，去产能在一定程度上加剧了区域结构性矛盾。

二、我国煤炭“铁水联运”的现状

1. 大秦线：运量基本饱和，难有增幅空间

大秦铁路西起韩家岭站、东至柳村南站，线路全长 652 千米；主要担负山西省的客货运输和冀、京、津、蒙、陕等省市区的部分货运任务，主要以煤炭运输为主，同时运输焦炭、非金属矿、钢材、金属矿石等货物。2015-2018 年大秦铁路发运量分别为 3.97、3.51、4.32、4.51 亿吨，同比增速分别为-11.78%、-11.59%、23.08%、4.40%，伴随供给侧改革的推进，供给端收缩进程加快，东部沿海产能退出，大秦线自 2017 年以来运量快速提升，基本接近满负荷运行。

图 4：大秦线铁路发运及增速情况（万吨、%）



资料来源: Wind 信达证券研发中心

大秦线运能 4.6 亿吨，17 年以来基本满负荷运行，大秦线的主要下水港口是秦皇岛港，其次是曹妃甸港分流，目前秦皇岛港存在被限流可能，曹妃甸港处于货源不足的状态。

秦皇岛港：存在被限流可能。秦皇岛港是大秦线的主要下水港口，2018 年秦皇岛港总吞吐量为 2.2 亿吨，其中煤炭吞吐量 2.0 亿吨（较 17 年下降 1000 万吨），占比高达 90.91%。受环保政策影响，2018 年秦皇岛港煤炭吞吐量要求不能超过 1.8 亿吨，导致秦皇岛港进港船舶至少需要等待 20 天，靠泊后至少 3 天才能装出，造成百余艘船舶压港的现象，虽然 2018 年 9 月 21 日开始，秦港不再限制每日煤炭出港量，恢复正常作业，但不排除以后环保限流的可能。

曹妃甸港：长期处于货源不足的状态。曹妃甸港是大秦线的主要辅助港口，2018 年曹妃甸港总吞吐量达 3.6 亿吨，其中煤炭吞吐量为 0.7 亿吨，煤炭吞吐量同比增长 36.84%，但是距离目前已经建成的 2 亿吨的设计通过能力，相距甚远。根据曹妃甸港区总体布局规划，最初计划建设七座 5000 万吨级煤炭码头，年煤炭下水能力为 3.5 亿吨左右。目前前三期工程已投入运营使用，分别是一期国投曹妃甸码头，煤炭运输能力为 1 亿吨/年；二期秦港曹妃甸码头，煤炭运输能力为 5000 万吨/年；三期华能曹妃甸码头，煤炭运输能力为 5000 万吨/年；四期华电曹妃甸码头已基本完工，预计 2019 年投入营运。

我们认为大秦线未来的运力增量十分有限。一方面，大秦线运能 4.6 亿吨，2018 年发运量达到 4.51 亿吨，创下年运量历史新

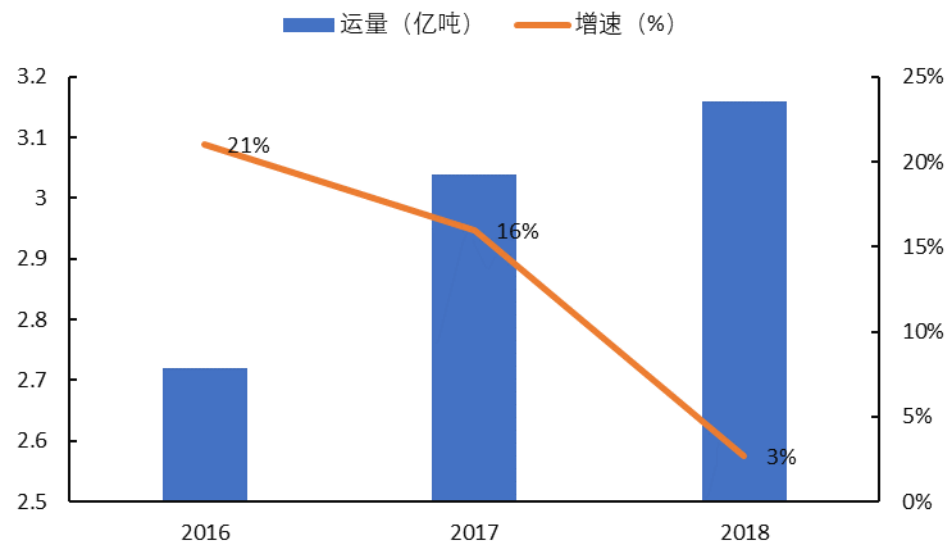
高，未来增量最多有 900 万吨空间，但是考虑到大秦线主要下水港口秦皇岛港受环保因素影响，在 2018 年下水量被要求在 1.8 亿吨以内（2017 年吞吐量 2.4 亿吨），未来不排除秦皇岛港吞吐量下降的情况。

2. 朔黄线：运力 3.5 亿吨，增量空间在 0.3 亿吨左右

朔黄铁路西起山西省神池县神池南站，东至河北省沧州市渤海新区黄骅港站，横跨山西、河北两省 5 区（市）、22 个县（市），全线设有 33 个车站，正线全长 594 公里，设计年运输能力为近期 3.5 亿吨，远期 4.5 亿吨。朔黄铁路上游汇聚准池铁路、神朔铁路的煤炭，下游连通黄骅港、天津港。

中国神华持股朔黄铁路比例为 52.72%，在 2015 年黄骅港专供“神华煤”，没有对外放开之前，朔黄铁路-黄骅港的运力并未充分释放，2015 年之后黄骅港放开，由于朔黄铁路的经济性，朔黄铁路-黄骅港的运力得以充分释放，2018 年，朔黄铁路完成总运量 3.16 亿吨，同比增长 2.7%，其中年煤炭运量首次突破 3 亿吨。

图 5：朔黄线运量及增速情况



资料来源：Wind 信达证券研发中心

黄骅港位于河北省黄骅市的渤海之滨，是集矿石、杂货、集装箱、石油化工、煤炭运输等多功能于一身的综合性大港，也是朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路、黄大铁路（在建）的直通港口。2015 年开始黄骅港接受非神华的煤炭，港口吞吐量开始快速提升。

2018 年黄骅港完成吞吐量 2.88 亿吨，同比增长 6.45%，其中煤炭吞吐量 2.09 亿吨，同比增长 3.81%。

表 7: 黄骅港具备较强的煤炭分流能力 (亿吨)

港口/铁路	煤炭吞吐量能力	2018 年煤炭吞吐量	2019 年煤炭吞吐量预测	剩余可用运力
黄骅港	2.5	2.0	2.2	0.3
朔黄线	3.5	3.2	3.3	0.2

资料来源: 中国煤炭网 金投网 信达证券研发中心

考虑到朔黄铁路的设计运能为 3.5 亿吨，18 年煤炭运量已经达到 3.16 亿吨，我们判断朔黄-黄骅港一线未来可增加的总煤炭运输能力在 0.3 亿吨左右。

3. 瓦日线: 18 年运量 3395 万吨, 与其 2 亿吨的运能相比利用率偏低

瓦日铁路又称山西中南部铁路通道、晋豫鲁铁路、晋中南铁路，瓦日铁路西起山西省兴县瓦塘镇，从河南省台前县跨越黄河，进入山东省梁山县，横穿山东省中西部，东至山东省日照港，横贯晋豫鲁三省，全长 1260 公里。瓦日铁路设计货运能力 2 亿吨，从运输距离上来看，瓦日线到华东、华南煤炭主消费地比大秦线、朔黄线更具优势，但受配套设备不完善的影响，瓦日铁路煤炭发运量均维持在较低水平，2017 年发运量为 2800 万吨，2018 年 3395 万吨，同比增加 21.25%，但是与其 2 亿吨的运能相距甚远。

日照港: 吞吐能力提升中，近期煤炭运能 4500 万吨，远期煤炭下水能力 1.3 亿。日照港年通过能力超过 3 亿吨，目前，煤炭专业化泊位 3 个，年吞吐能力 4500 万吨，煤炭堆存能力 350 万吨。2018 年，日照港完成煤炭吞吐量 1757 万吨，同比增加 35%，目前还未完全释放煤炭运输能力。

表 8: 瓦日铁路远期煤炭运输增量空间较大 (亿吨)

港口/铁路	煤炭吞吐量能力	2018 年煤炭吞吐量	2019 年煤炭吞吐量预测	剩余可用运力
日照港	1.3	0.18	0.24	1.06
瓦日线	2.0	0.35	0.41	1.59

资料来源: 我的煤炭网 中国能源报 信达证券研发中心

三、浩吉铁路：贯通“三西”与“两湖一江”的南北煤运大动脉

1、浩吉铁路的基本情况介绍

浩吉铁路全长 1837 公里，设计输送能力 2 亿吨（建成初期达到 1 亿吨），跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，从内蒙古浩勒报吉出发，沿途经过的城市主要有：鄂尔多斯、陕西榆林、陕西延安、山西运城、河南三门峡（灵宝东）、河南南阳、湖北襄阳、湖北荆门、湖北荆州、湖南岳阳，江西宜春、江西新余，终点到达江西省吉安。工程新建正线长度 1668.291 公里，相关工程 126.927 公里。工程路基总长 1038.757 公里、桥梁 297.121 公里/702 座、隧道 457.504 公里/228 座。全线新建及改建车站 74 座、牵引变电所 37 座，设煤炭集输运站 5 座和临时煤堆场 5 个。

图 6：浩吉铁路路线图



资料来源：秦皇岛海运煤炭交易市场有限公司 信达证券研发中心

从浩吉铁路的股权结构来看，浩吉铁路的股权结构较为分散，其中，中国铁路建设投资公司占比 21%为第一大股东，其他投资方包括神华、陕煤化、内蒙伊泰、中煤、淮南矿业等在内的 21 家股东，浩吉铁路的股权结构较为分散，我们预计未来运价的确定应该以运量为导向，主要为了调整煤炭区域性结构矛盾，其次才是利润导向。

图 7: 浩吉铁路股权结构

序号	股东	募集完成后	
		认缴资本 (元)	股比
1	中国铁路投资有限公司	12848724120.0	21.4682%
2	中国神华能源股份有限公司	7481250000.0	12.5000%
3	陕西铁路物流集团有限公司	7481250000.0	12.5000%
4	国投交通有限公司	5985000000.0	10.0000%
5	淮南矿业(集团)有限责任公司	5985000000.0	10.0000%
6	大秦铁路股份有限公司	5985000000.0	10.0000%
7	河南铁路投资有限责任公司	2194480000.0	3.6666%
8	湖北省客运铁路投资有限责任公司	1975050000.0	3.3000%
9	中国中煤能源股份有限公司	1412814000.0	2.3605%
10	湖南铁路建设投资有限公司	1256850000.0	2.1000%
11	内蒙古伊泰铁路投资有限责任公司	1197000000.0	2.0000%
12	建信金融资产投资有限公司	1000000000.0	1.6708%
13	农银金融资产投资有限公司	1000000000.0	1.6708%
14	工银金融资产投资有限公司	1000000000.0	1.6708%
15	中银金融资产投资有限公司	1000000000.0	1.6708%
16	中国铁路设计集团有限公司	760000000.0	1.2698%
17	江西省铁路投资集团有限责任公司	718200000.0	1.2000%
18	国家电投集团物流有限责任公司	253793960.0	0.4240%
19	中国华能集团燃料有限公司	141793960.0	0.2369%
20	山东能源集团创元投资有限公司	141793960.0	0.2369%
21	内蒙古蒙泰集团有限公司	32000000.0	0.0534%
	合计	5985000000.00	100.00%

资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心整理

2、浩吉铁路上游煤炭资源丰富、靖神铁路将承担 50%的煤源

从浩吉铁路的运输支线和运输站点来看。

浩吉铁路上游煤源点

作为“三西”地区未来唯一的中部地区运煤通道，浩吉铁路上游辐射东胜、乌海、准格尔、包头、榆林、彬长、黄陵、蒲白、彬长等动力煤矿区，如纳林河矿区、呼吉尔特矿区、榆横矿区、王家岭矿区、韩城矿区等。

纳林河矿区

矿区位于乌审旗无定河镇，北与呼吉尔特矿区相邻，属东胜煤田西南的深部区，面积约 2069 平方公里，地质储量 342 亿吨。煤种为长焰煤，煤质优良，平均发热量 6536 大卡/千克，是良好的动力用煤。矿区总体规划（上报待批）共划分 7 个井田、5 个备用井田、1 个勘查区和 2 个保护区，规划的 7 个煤矿建设规模 5800 万吨/年。截至 2015 年底，矿区内尚无生产煤矿，考虑煤炭供给侧改革政策，根据煤炭工业协会预测，煤矿产能预测将在 2020 年以后形成。根据煤炭工业协会预测，2030 年矿区能力可达到 3300 万吨/年。

呼吉尔特矿区

矿区位于鄂尔多斯市西南部乌审旗境内，面积约 3332 平方公里，地质储量 180 亿吨，含煤地层为侏罗系中下统延安组，可采煤层 7 层，煤层平均厚度 4.9 米。煤种为不粘煤和长焰煤，平均发热量 7000 大卡/千克，属低灰、低硫、特低磷、高热量的优质动力煤和化工用煤。根据国家发展改革委 2008 年批复的矿区总体规划，共划分 12 个井田、2 个勘查区和 1 个远景区，建设规模暂定 6000 万吨/年。截至 2015 年底，矿区内投产三处煤矿。根据煤炭工业协会预测，2020 年、2030 年矿区生产能力可分别达到 2900 万吨/年、6000 万吨/年。

榆横矿区

矿区位于榆林市榆阳区和横山县境内，面积 6304 平方公里，地质储量 454 亿吨。矿区主要可采煤层 2 层，平均厚度 2~5 米。煤种为长焰煤和不粘弱粘煤，是良好的发电和化工用煤。矿区以无定河为界划分为北区和南区。根据国家发展改革委分别于 2006 年、2007 年批复的南区 and 北区总体规划。随着浩吉铁路建设，浩吉铁路将主要服务于榆横矿区的十九个煤

矿。考虑去产能政策，根据煤炭工业协会预测，2020 年、2030 年矿区生产能力可分别达到 3950 万吨/年、12640 万吨/年。

王家岭矿区

王家岭煤矿位于山西省乡宁矿区，地处乡宁县和河津市境内，井田面积 180 平方公里，地质储量 23.42 亿吨，可采储量 10.36 亿吨，主要可采煤层 2 层，其中 2 号煤层平均厚度 6.5 米。煤种为中灰、低硫、特低磷的优质瘦煤，是极好的炼焦配煤。王家岭煤矿由山西中煤华晋能源有限责任公司（中煤能源股份公司持股 51%、山西焦煤集团持股 49%）开发运营，设计生产能力 600 万吨/年，配套建设相应规模的选煤厂，商品煤年外运量约 400 万吨。该煤矿已于 2009 年建成投产。

根据运城市煤炭行业发展和未来耗煤产业发展规划，2020 年，运城市的煤炭供应存在缺口，市域内地方煤矿外运量少，王家岭煤矿以及地方煤矿可为浩吉铁路提供约 300 万吨煤炭外运量。

上海庙矿区

矿区位于鄂尔多斯市西部鄂托克前旗上海庙镇，处于内蒙古与宁夏接壤地带，面积 1800 平方公里，地质储量 140 亿吨。主要可采煤层 3~8 层，平均厚度 5~9.5 米。煤种有气煤、肥煤、长焰煤和不粘煤，具有低灰、低硫、特低磷、高发热量等特点，是优质化工、动力用煤。根据国家发展改革委 2013 年批复的矿区总体规划，共划分 14 个井田，建设规模 6040 万吨/年。综合考虑现有煤矿产能、在建煤矿投产和煤矿供给侧改革，已规划矿井项目前期工作进展，根据煤炭工业协会预测，2020 年、2030 年矿区生产能力可分别达到 1280 万吨和 6040 万吨/年。

煤炭运费一般占比终端煤价的 20%-30%左右，根据到浩吉铁路的距离远近会形成优势不同梯队的矿区，此外，是否具备配套运输支线也成为最核心的竞争要素。第一梯队由强到弱前五位矿区分别为王家岭矿区、韩城矿区、榆横矿区、纳林河矿区、呼吉尔特矿区。

上游供应：2017 年靖神铁路开工，计划与浩吉铁路一同于今年投运，未来或将承接浩吉铁路 50%的煤源供应。

2017 年 6 月靖神铁路开工建设，陕煤化集团持股比例为 53%。靖神铁路南起靖边北站，与浩吉铁路接轨，北至神木西站，与包西铁路接轨并连通红柠铁路。设计正线全长 232.68 公里，投资 193.66 亿元，设计运量近期 5100 万吨，远期 7200 万吨，设计标准为国家 I 级电气化铁路，建设工期 3 年，与浩吉铁路同步建成。

靖神铁路贯穿榆林能源化工基地，服务于神府、榆神、榆横三大矿区和神府、榆神两大工业园区。预留沿线煤矿及化工企业接入条件，规划建设装车站 20 座。

图 8：陕西地区铁路规划图



资料来源：陕煤集团 信达证券研发中心

表 9：靖神铁路将承担浩吉铁路 1/2 的煤源供应

铁路名称	长度(公里)	运输能力(万吨/年)	设计标准	投运时间	备注
靖神铁路	232	5000/7200	地方铁路一级	2019	陕西省内最长煤炭运输地方铁路
榆横铁路	59	3000	地方铁路一级	一期已投运，二期在建	与包西线接轨
红柠铁路	43	6000	地方铁路一级	已投运	与包西线接轨
冯红铁路	84	5000	地方铁路一级	2019	核准项目，与瓦日线接轨

资料来源：中华铁道网 信达证券研发中心

3、浩吉铁路下游储配基地及疏运方式逐步建设完备

浩吉铁路运力的释放一方面取决于上游煤源点的供给情况，另一方面取决于下游的输运情况，而下游实际承担的疏运量主要是由电厂和煤炭储运基地共同组成。

煤炭储配基地：作为重载铁路煤运专线，浩吉铁路规划具有较为完备的运输配套设施。根据 2013 年发改委出台的《煤炭物流发展规划》，我国正在建设的 12 个大型煤炭储配基地中，荆州煤炭铁水联运储配基地、湖南省华容煤炭铁水联运储配基地工程、湖南省岳阳煤炭铁水联运储配基地及铁路专用线江西省新余煤炭储备基地工程储运基地直接为浩吉铁路服务。

表 10：泛武汉、长株潭煤炭储运基地为浩吉铁路服务

煤炭储配基地	序号	物流园区	功能
环渤海	1	锦州	煤炭接卸、中转、储配
	2	营口	煤炭接卸、中转、储配
	3	秦皇岛	晋陕蒙煤炭下水中转、应急储备、储配
	4	京唐港	晋陕蒙煤炭下水中转、储配，进口炼焦煤接卸
	5	曹妃甸	晋陕蒙煤炭下水中转、应急储备、储配
	6	天津	晋陕蒙煤炭下水中转、储配
	7	黄骅	晋陕蒙煤炭下水中转、应急储备、储配
山东半岛	8	青岛	晋陕蒙煤炭下水中转、储配
	9	日照	晋陕蒙煤炭下水中转、应急储备、储配
	10	龙口	煤炭接卸、中转、储配，辐射鲁东北等地区
长三角	11	宁波-舟山	煤炭接卸、中转、应急储备、储配，辐射沪浙等地区
	12	镇江	煤炭接卸、中转、储配，辐射苏沪等地区
	13	靖江	煤炭接卸、中转、储配，辐射苏沪等地区
	14	芜湖	煤炭下水中转、应急储备、储配，辐射皖苏沪等地区
海西	15	罗源湾	煤炭接卸、中转、应急储备、储配，辐射闽赣等地区
	16	莆田	煤炭接卸、中转、储配，辐射闽赣等地区
珠三角	17	广州	煤炭接卸、中转、应急储备、储配，辐射粤湘赣等地区
	18	珠海	煤炭接卸、中转、应急储备、储配，辐射粤桂琼等地区
北部湾	19	防城港	煤炭接卸、中转、储配，辐射云贵桂黔等地区
	20	北海	煤炭接卸、中转、储配，辐射云贵桂黔等地区
中原	21	义马	煤炭中转、储配，辐射鄂豫皖等地区
	22	濮阳-鹤壁	煤炭中转、储配，辐射豫皖鲁苏等地区

	23	南阳（内乡）	煤炭中转、储配，辐射豫鄂皖等地区
泛武汉	24	荆州	煤炭下水中转、储配，辐射鄂湘等地区
	25	岳阳	煤炭接卸、中转、储配，辐射鄂湘等地区
长株潭	26	华容	煤炭接卸、中转、储配，辐射鄂湘等地区
	27	新余	煤炭接卸、中转、储配，辐射鄂湘等地区
环鄱阳湖	28	九江	煤炭接卸、中转、应急储备、储配，辐射赣皖等地区
	29	万州	煤炭下水中转、储配，辐射湘鄂赣等地区
成渝	30	广元	煤炭中转、储配，辐射川渝等地区
	31	武威	煤炭中转、储配，辐射川渝、河西走廊等地区
	32	中卫	煤炭中转、储配，辐射宁川渝等地区

资料来源：《煤炭物流发展规划》、国家发改委 信达证券研发中心

表 11：浩吉铁路北起浩勒报吉，南至江西吉安，线路全长 1837 公里

段落	浩勒报吉至灵宝东	灵宝东至荆门	荆门至荆州	荆州至岳阳	岳阳至吉安	全线合计
正线长度（km）	652.499	463	121.855	148.916	430.936	1837.2

资料来源：中国铁路地图 信达证券研发中心

下游运输建设情况：湖北煤炭输运基地基本建设完成，湖南建设相对较慢

湖北疏运建设情况：截至 19 年 5 月份，下游的荆州铁水联运基地已接近建设尾声，基地总投资 82 亿元，规划占地 4511 亩，煤炭中转能力 5000 万吨/年。一期工程投资 38 亿元，主要建设煤炭物流配送中心、应急储备基地、加工选配增值中心、华中煤炭交易中心及 6 个 3000 吨级的散货进出口泊位等，2020 年 9 月 30 日完工后可实现煤炭物流量 4000 万吨/年，码头吞吐量 2100 万吨/年。

湖南疏运建设情况：目前，湖南省煤炭疏运系统建设进度相对较慢，岳阳及华容铁水联运基地将在 2019 年开工建设。

湖南华容铁水联运基地项目：从浩吉铁路松木桥站接轨，新建铁路专用线至洪山头物流园，园区建设两栋全封闭式的大型穹顶储煤仓，一期工程在长江右岸岳阳港华容港区洪山头作业区新建 4 个泊位煤炭码头。该项目总投资约 25.9 亿元。一期建成达产后的煤炭周转量 1000—1500 万吨/年。

湖南岳阳煤炭铁水联运储配基地港口工程；本项目港口设计吞吐量 1520 万吨/年，物流量 2740 万吨/年。其中水运进口 420 万吨/年，铁路进口 950 万吨/年，水运出口 1100 万吨/年，铁路出口 170 万吨/年，公路出口 100 万吨/年，需新建 3000 吨级（结构兼顾 5000 吨级）泊位 2 个，2000 吨级（结构兼顾 5000 吨级）泊位 4 个。项目总占地面积为 74.70 公顷，总投资 31.08 亿元。项目建设内容包括码头及引桥、煤炭堆场、辅助设施区、场内道路工程、施工生产生活区等。

4、与现有北煤南运方式相比，浩吉铁路有一定的经济性优势

铁水联运成本对比：朔黄线、大秦线、瓦日线、准池线+朔黄线（起点近大同）运输成本对比；

表 12：各类货物铁路运输基准运价率表

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		单位	标准	单位	标准
	2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
	4	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
整车	5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
	7	-	-	元/轴公里	0.525
	机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

资料来源：国家发改委 信达证券研发中心

铁路费用标准方面：

- 普通线路：**煤炭参考 4 号运价，基价 1 为 16.30 元/吨，基价 2 为 0.098 元/吨公里。基准运价按照各铁路局规划，最高上浮 15%，不设下浮下限；
- 大秦线：**均价在 0.16 元/吨公里左右；
- 朔黄线：**均价在 0.12 元/吨公里左右；

铁路全程运费方面:

大秦线: 全长 652 公里, 全程单吨运费 104.32 元;

朔黄线: 全长 594 公里, 全程单吨运费 71.28 元;

瓦日线: 全长 1260 公里, 参考 4 号运价, 全程单吨运费 139.78 元, 考虑到瓦日线增量空间较大且运量不断增加, 未来实际运价水平或将低于计算值;

准池线和朔黄线: 准池线全长 179.86 公里, 朔黄线全长 594 公里, 准池线和朔黄线全长 774 公里, 全程单吨运费合计 92.88 元;

浩吉铁路: 全长 1837 公里, 均价 0.18 元/吨公里, 全程单吨运费在 330.66 元左右。

铁路-海运-长江水运综合运价测算:

1、产地-港口运价情况: 大同弱粘煤 Q5500 坑口价在 427 元/吨左右, 秦皇岛港山西产动力煤平仓价在 604 元/吨左右, 价差约 177 元/吨, 与上文测算的大秦线全线运费 104 元/吨比相差 73 元/吨, 我们认为, 煤炭产地港口实际价差和铁路运费相差较大的主要原因在于贸易商赚取的利润以及铁路、港口的各项杂费导致。

2、海运价情况: 考虑到“两湖一江”的内贸煤主要从上海港通过长江口发运, 我们选取秦皇岛港至上海的煤炭运费计算: 船型 (2-3 万 DWT) 35 元/吨; 船型 (4-5 万 DWT) 25 元/吨, 到上海口岸煤炭价格在 635 元/吨左右。

3、长江口运价情况: 从长江口到长江中游的煤炭运价在 45 元/吨左右, 计算得出从大同一秦皇岛港—海运—上海港 (南通港)—湖北荆门一带的最终价格在 680 元/吨左右。

整体计算, 从山西大同到“两湖一江”, 总计中间费用在 255 元/吨左右。剔除掉贸易商赚取的约 10-20 元/吨, 大同地区煤矿坑口到岳阳地区通过“铁水联运”实际运费在 235-245 元/吨左右。

浩吉铁路运费计算:

浩吉铁路均价在 0.18 元/吨公里左右, 为了方便对比浩吉铁路运价同“铁水联运”的价差情况, 同时, 考虑到下游煤炭疏运基地的情况, 我们选择到达湖北荆门及荆州的煤炭运价进行计算。测得从鄂尔多斯市乌审旗站运输至荆门及荆州的运价分别为 190 元/吨及 212 元/吨。

表 13: 浩吉铁路乌审旗站至湖北荆门地带运费情况

终点站	总里程 (km)	铁路运费 (元/吨)
荆门	1054	190
荆州	1176	212
吉安	1756	316

资料来源: 信达证券研发中心整理

根据上文测算, 在现有运费情况下, 浩吉铁路煤炭运输到“两湖一江”较大秦线-海进江的运输成本节省 45-55 元/吨左右, 即使通过运费成本更低的朔黄线, 浩吉铁路仍然有 10-20 元/吨左右的成本优势, 同时, 考虑到铁路运输的时效性以及安全性较好, 浩吉铁路具有较强的竞争优势。

5、修复中部地区结构性区域矛盾

我们统计了江西、湖北、湖南三个省份的煤炭产量和消费量情况, 2016 至 2018 年湘鄂赣三个省份合计煤炭产量分别为 4575 万吨、2954 万吨、2305 万吨, 2018 年合计煤炭消费量为 2.9 亿吨左右, 湘鄂赣三个省份每年的供需缺口在 2.6 亿吨左右, 主要依靠外省调入解决煤炭缺口问题。考虑到 2019 年江西、湖北、湖南三个省份合计去产能在 900 万吨左右, 供需缺口或将进一步加剧。

表 14: 湘鄂赣地区煤炭消费量情况 (万吨)

省份	2016	2017	2018	2019 年 1-5 月
江西	8223.9	8227.7	8160.7	3252.4
湖北	11816.9	11540.2	11795.4	5094.7
湖南	9232.0	9416.2	9498.6	3482.4
合计	29272.8	29184.1	29454.7	11829.5

资料来源: Wind 信达证券研发中心

表 15: 湘鄂赣地区煤炭产量情况 (万吨)

省份	2016	2017	2018	2019 年 1-5 月
湖南	2595.5	1860.5	1692.9	558.9
江西	1432.1	782.1	530.5	188.1
湖北	547.4	311.6	81.9	9.2
合计	4575	2954.2	2305.3	756.2

资料来源: Wind 信达证券研发中心

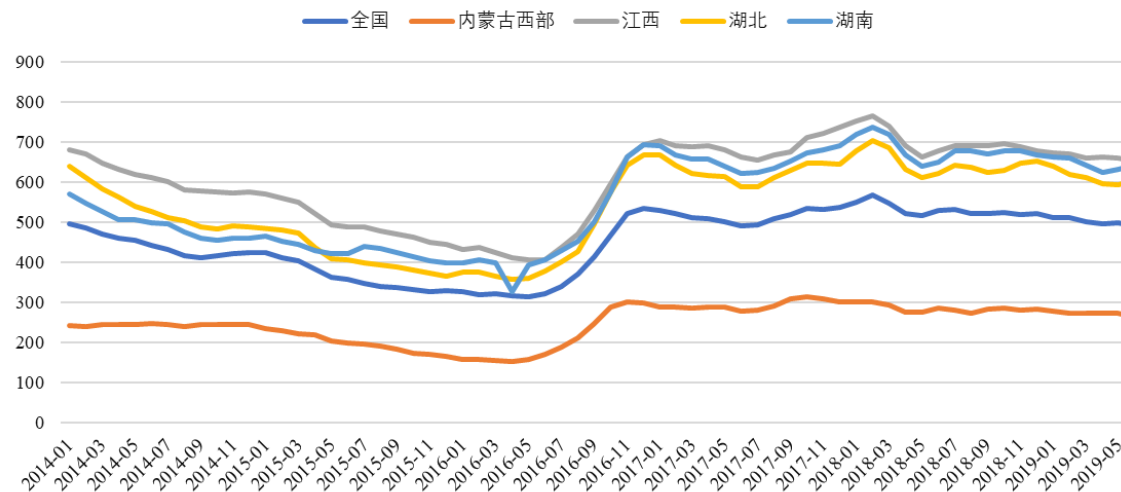
在湘鄂赣地区煤炭运输存在运力瓶颈的情况下,煤企重点关注铁路铁皮、水运船舶等方面,相比较于之前“铁水联运”的导致的运力不足的情况,铁路直达运输在可靠性、安全性和成本等方面具有较强的优势,运力瓶颈消除,区域结构性壁垒得到一定的缓解,资源禀赋优异、区位优势显著的公司竞争力更强。

考虑到现阶段,湖南省下游输运系统建设较为缓慢,湖北省建设基本完工,我们预计浩吉铁路投运初期,运输到湖北省的煤炭有望超过 2500 万吨。湖北省电煤消耗量占煤炭总消耗量比例约为 39% (2018 年湖北省消耗电煤 4591.6 万吨,煤炭总消费量 11795 万吨),假设 2500 万吨煤炭中的 39%,即 975 万吨用于电厂,则可替代约 47%海进江煤炭 (2018 年湖北省“海进江”煤炭调入量 2083 万吨左右)。

6、平抑西南地区高煤价、煤电行业利润再分配,煤炭生产成本将成为核心竞争力

一方面,浩吉铁路的开通将平抑西南部地区的煤价波动,对于上游煤炭企业来说,运输壁垒消除,成本端将成为我国西南部市场的核心竞争力;另一方面,中间运输环节产生的成本红利 80-100 亿将由煤、电企业共同分享。

1) 湘鄂赣地区动力煤价格明显高于全国平均水平。我们统计了湘鄂赣地区的电煤价格情况,自 2016 年煤炭去产能政策实施以来,在西南地区煤炭供需紧张且边际成本定价模式下,湘鄂赣煤炭产量的下降,导致三省的煤炭价差逐步缩小,湖北、湖南电煤价格均向价格最高的江西靠近,“两湖一江”与全国的电煤价差进一步扩大。

图 9：湘鄂赣地区动力煤价格高于全国平均水平（元/吨）


资料来源: Wind 信达证券研发中心

2) 浩吉铁路的开通将平抑西南部地区的煤价波动，伴随运输壁垒的消除，成本端将成为我国西南部煤炭市场的核心竞争力。 相比于浩吉铁路上游的“三西”地区，内蒙的电煤价格仅为湘鄂赣地区的 30%左右，随着浩吉铁路的开通，我国西南部地区煤炭价格将逐步向全国平均水平靠拢，电煤价格逐步回落，同时供给弹性的增加在一定程度上将减少西南煤价的波动。我国西南部地区煤炭市场的运输壁垒消除，核心竞争力将由运力转向开采成本端，煤炭资源禀赋优异、开采成本较低的煤炭公司话语权大大增强。

3) 中间运输环节产生的成本红利 80-100 亿将由煤、电企业共同分享。 通过上文测算，浩吉铁路较大秦铁路通过海进江的运输方式有 40-50 元/吨的成本优势，湘鄂赣地区煤炭净调入量在 2.5 亿吨左右，考虑到浩吉铁路设计运能在 2 亿吨/年，浩吉铁路的开通压缩运输成本将带来 80-100 亿元的市场红利，中间运输环节的成本红利将由上游的煤炭公司及下游的电力、建材类公司共同分享。

四、重点关注上市公司

目前“两湖一江”地区的电力公司主要有长源电力、赣能股份、华银能源、湖北能源；建材类的上市公司包括华新水泥；浩吉铁路上游的主要煤炭公司包括陕西煤业、中国神华。

煤炭：浩吉铁路的开通消除了我国西南部地区的煤炭运输瓶颈，上游资源禀赋优异的煤炭企业也将打开西南部地区煤炭销售市场空间，煤炭议价能力增强。此外，陕煤化控股的靖神铁路直连蒙华，公司陕北矿区煤炭资源禀赋较好，开采成本较低，竞争优势较强，未来陕北矿区煤炭资源有望进一步打开西南部地区煤炭销售市场。

电力：浩吉铁路的开通平抑了我国西南部地区的煤价，同时西南部地区的煤价也将逐步高位回落，电力企业将直接受益煤价的下降。

建材：在建材行业中，煤炭占水泥成本的 30%-40%左右，煤炭价格的变动对水泥行业的成本影响相对较大。水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）占 20%左右、煤炭占比 30%-40%左右、电力占比 10%-15%左右。其中原材料、煤炭、电力占主导。一般来说，由于大多水泥公司自有矿山，原材料的成本变化较小，折旧和工资相对固定，其他成本的细分项占比很小，成本相对刚性，影响也不大；此外电价受政府主导，变化也不大，所以煤炭价格的变动对水泥成本的影响相对其他成本来说影响较大。

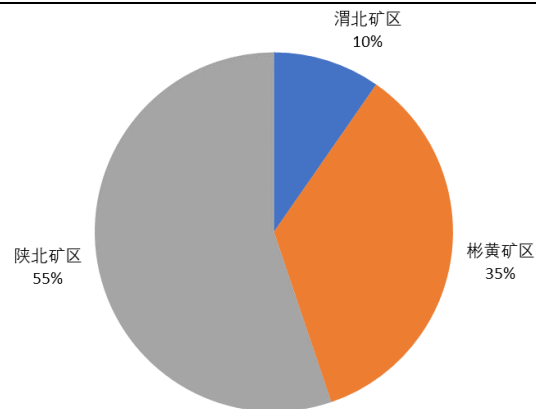
1、煤炭上市公司：陕西煤业、中国神华

陕西煤业

靖神铁路联通浩吉铁路，公司陕北煤炭有望运输至价格更高的“两湖一江”地区。公司陕北矿区煤炭资源丰富，2018 年陕北矿区产量 5966 万吨/年，但是由于外运通道不畅，主要以地销为主，公司西北地区煤炭销售收入占比 56%左右。根据公司规划，靖神铁路（陕煤集团绝对控股）有望与浩吉铁路同在 2019 年通车，靖神铁路贯穿榆林能源化工基地，服务于神府、榆神、榆横三大矿区和神府、榆神两大工业园区，同时服务于公司的张家峁、红柳林、柠条塔以及小保当矿。陕北矿区的煤层赋存条件较好，开采成本较低，竞争优势突出，突破运力瓶颈后，陕北矿区的优质煤炭资源提高对外销售比例以及增加煤炭定价

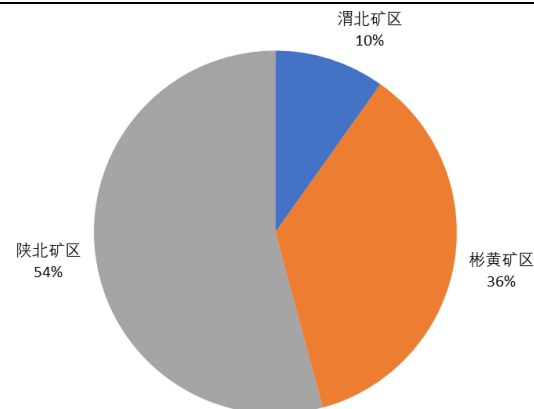
权大概率。

图 10: 2018 年陕西煤业陕北矿区产量占比 55%



资料来源: 陕西煤业公告 信达证券研发中心

图 11: 2018 年陕西煤业陕北矿区煤炭销量占比 54%



资料来源: 陕西煤业公告 信达证券研发中心

陕西煤业产量的增长主要来自 2019 年小保当一号（1500 万吨/年）投产，红柳林煤矿核增（1500 万吨/年→1800 万吨/年），大佛寺煤矿核增（600 万吨/年→800 万吨/年），以及 2021 年小保当二号（1300 万吨/年）投产带来的产量增加，预计 2019 至 2021 年陕西煤业产量分别增长约 800 万吨、1320 万吨和 900 万吨；同比增速分别为 7.40%、11.36%、6.96%。

截至 2019 年二季度公司有息负债由 2018 年底的 175.16 亿元下降 12.44 亿元至 162.72 亿元，有息负债率由 14.53% 下降 0.88 个 pct 至 13.65%。2019 年二季度末公司账面货币资金 191.03 亿元，交易性金融资产 16.85 亿元，合计 207.88 亿元，明显大于有息债务。今年下半年浩吉铁路的开通将使公司直面华中华南市场，地缘劣势转变为地缘优势；国资背景有望助力公司成为我国煤炭产业向西北转移以及行业集中度提升驱使下的最大受益者。

表 16: 陕西煤业业绩预测和估值指标（收盘价 9 月 20 日）

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	50,927.00	57,223.73	61,791.57	64,052.70	64,566.87
同比(%)	53.71%	12.36%	7.98%	3.66%	0.80%
归属母公司净利润	10,449.40	10,992.83	12,277.53	12,924.97	13,053.52

同比(%)	279.30%	5.20%	11.69%	5.27%	0.99%
毛利率(%)	55.40%	48.69%	50.52%	50.78%	50.69%
ROE(%)	26.59%	23.17%	22.24%	19.52%	16.48%
EPS (摊薄)(元)	1.04	1.10	1.23	1.29	1.31
P/E	9	8	7	7	7
P/B	2.04	1.78	1.51	1.24	1.05
EV/EBITDA	4.81	4.52	4.04	3.78	3.68

资料来源: Wind 信达证券研发中心

中国神华

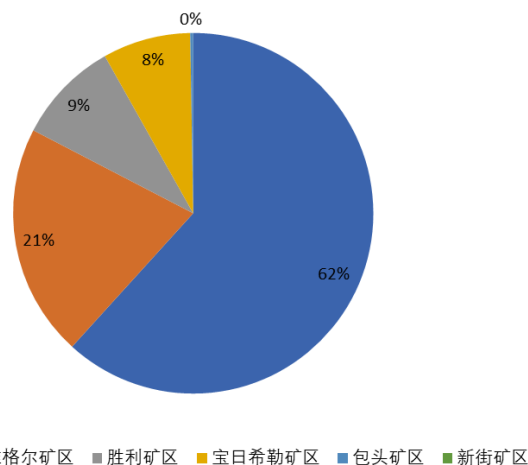
神东矿区保有资源储量 160 亿吨, 是中国神华目前储量最大的矿区, 且煤炭品质较好。目前, 神华自有铁路较为完善, 浩吉铁路通车后, 我们预计神东矿区会有较多煤炭资源通过蒙华运输至价格更高的两湖一江区域, 但考虑到神华自备铁路较为完善, 浩吉铁路的开通对神华的影响有限。

表 17: 神华神东矿区煤炭品质较优

序号	矿区	主要煤种	主要商品煤的发热量 (千卡/千克)	硫分 (%)	灰分 (平均值, %)
1	神东矿区	长焰煤/不粘煤	4800-5800	0.2-0.8	5-15
2	准格尔矿区	长焰煤	4300-4900	0.3-0.8	18-26
3	胜利矿区	褐煤	3100-3400	0.4-0.7	18-22
4	宝日希勒矿区	褐煤	3300-3600	0.2-0.3	13-16
5	包头矿区	不粘煤	4200-4800	0.3-0.8	12-18

资料来源: 陕西煤业公告 信达证券研发中心

图 12: 神华神东矿区资源储量占比 62%



资料来源：陕西煤业公告 信达证券研发中心

中国神华业务覆盖煤、电、路、港、航，其中煤炭资源可采储量 149.5 亿吨，核定产能 3.37 亿吨，且煤质优，成本低。电力装机 6189 万千瓦，规模居 A 股第二，利用小时数第一。且公司电力板块用煤超 80% 来自内部，自产煤 75% 签订年度长协，煤电联营加高长协比例使得公司业绩抗周期波动能力强。

截至 2019 年上半年末公司资产负债率 28.69%，较 18 年大幅下降了 2.44 个百分点；剔除神华财务公司影响后经营活动产生的现金流量净额 342.03 亿元，较 18 年同期的 350.48 亿元小幅下降 2.4%，由于公司持有大量现金，使得上半年存款利息收入增加，公司上半年的财务费用下降了 45.94%；当前公司分红率 40%，现金充足，带息债务进一步下降，2019 年公司预计资本开支 271 亿，公司现金流充沛、经营稳健，我们预计未来经营现金流覆盖利息与资本开支十分充裕，公司分红率有望提升，公司现金牛属性不断增强。

表 18：中国神华业绩预测和估值指标（收盘价 9 月 20 日）

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	248,746.00	264,101.00	231,727.46	240,634.25	246,438.24
同比(%)	35.83%	6.17%	-12.26%	3.84%	2.41%

归属母公司净利润	45,037.00	43,867.00	43,909.85	44,311.30	45,216.94
同比(%)	98.30%	-2.60%	0.10%	0.91%	2.04%
毛利率(%)	42.17%	41.12%	43.00%	42.50%	42.20%
ROE(%)	14.67%	13.94%	12.88%	11.77%	10.74%
EPS (摊薄)(元)	2.26	2.21	2.21	2.23	2.27
P/E	8.7	8.9	8.9	8.8	8.6
P/B	1.29	1.19	1.10	0.98	0.88
EV/EBITDA	4.93	4.60	4.71	4.61	4.48

资料来源: Wind 信达证券研发中心

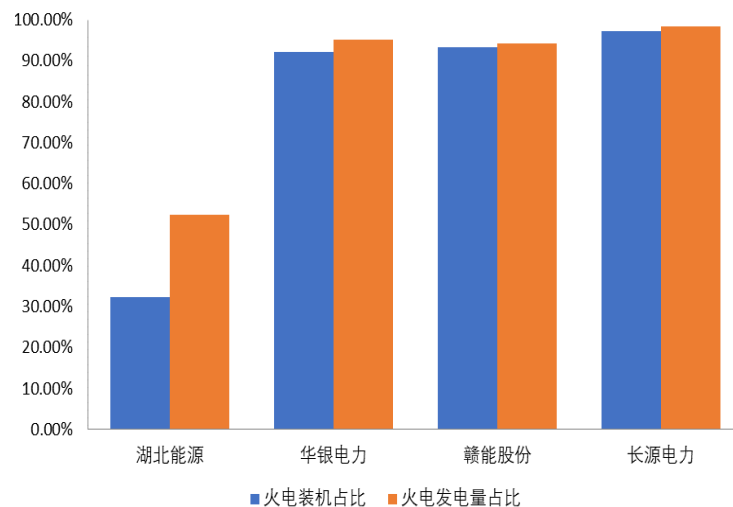
2、电力上市公司：华银电力、长源电力、赣能股份、湖北能源

根据 2018 年年报数据，“两湖一江”地区的 4 家电力公司中除了湖北能源火电装机占比较低（37.18%）之外，长源电力、赣能股份、华银电力火电装机占比均较高分别为 98.35%、93.33%、92.52%。受到电煤价格上升影响，受煤炭价格大幅上涨影响，2018 年长源电力、赣能股份、华银电力、湖北能源归母净利分别为 2.09 亿元、1.89 亿元、0.59 亿元、18.11 亿元，除了水电占比较高的湖北能源，其他三家业绩均不理想。

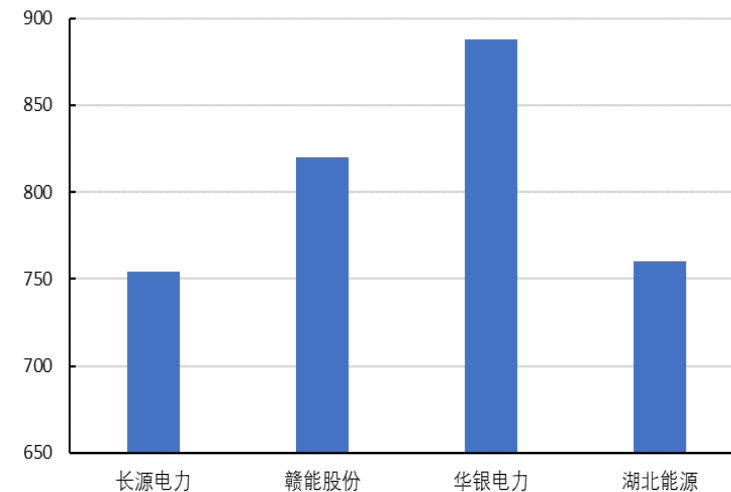
表 19：“两湖一江”地区 4 家电力公司的煤电装机情况（万千瓦）

公司名称	火电资产	所在区域	装机容量	权益比例	权益装机
长源电力	荆门公司	湖北荆门	128	95.05%	121.66
	汉川一发	湖北孝感	132	100%	132.00
	荆州公司	湖北荆州	66	100%	66.00
	长源一发	湖北武汉	33	69.15%	22.82
湖北能源	鄂州发电	湖北鄂州	196	60%	117.60
	新疆楚星	新疆博乐	30	70%	21.00
华银电力	株洲发电	湖南株洲	62	100%	62.00
	湘潭发电	湖南湘潭	180	100%	180.00
	耒阳分公司	湖南衡阳	102	100%	102.00
	金竹山分公司	湖南冷水	180	100%	180.00
赣能股份	丰城二期	江西丰城	140	100%	140.00

资料来源: 各上市公司公告 信达证券研发中心

图 13: 2018 年 4 家电力公司火电装机和发电量占比


资料来源: 各上市公司公告 信达证券研发中心

图 14: 2018 年四家电力公司入炉煤价 (元/吨)


资料来源: 各上市公司公告 信达证券研发中心

根据我们前文的测算, 浩吉铁路有 40-50 元/吨的煤炭运输成本优势, 我们假设煤价分别下降 10、20、30、40、50 元/吨, 以 2018 年四家公司的业绩为基准, 对四家电力公司分别进行敏感性测试。

华银电力业绩弹性最大、其他依次是长源电力、赣能股份、湖北能源。入炉煤价下降 10 元/吨, 华银电力归母净利润增速高达 115.7%, 长源电力业绩弹性 26.4%, 赣能股份业绩弹性 12.5%, 湖北能源业绩弹性 1.4%。

表 20: 长源电力业绩敏感性分析

煤价下降 (元/吨)	18 年业绩	10	20	30	40	50
归母净利润 (亿元)	2.09	2.64	3.19	3.74	4.29	4.84
业绩增厚 (亿元)	-	0.55	1.10	1.65	2.21	2.76
业绩增厚变化	-	26.4%	52.8%	79.3%	105.7%	132.1%

资料来源: Wind 信达证券研发中心

表 21: 华银电力业绩敏感性分析

煤价下降 (元/吨)	18 年业绩	10	20	30	40	50
归母净利润 (亿元)	0.59	1.27	1.95	2.63	3.31	3.99

业绩增厚 (亿元)	-	0.68	1.36	2.04	2.72	3.40
业绩增厚变化	-	115.7%	231.4%	347.1%	462.7%	578.4%

资料来源: Wind 信达证券研发中心

表 22: 赣能股份业绩敏感性分析

煤价下降 (元/吨)	18 年业绩	10	20	30	40	50
归母净利润 (亿元)	1.89	2.12	2.36	2.59	2.83	3.07
业绩增厚 (亿元)	-	0.24	0.47	0.71	0.95	1.18
业绩增厚变化	-	12.5%	25.1%	37.6%	50.2%	62.7%

资料来源: Wind 信达证券研发中心

表 23: 湖北能源业绩敏感性分析

煤价下降 (元/吨)	18 年业绩	10	20	30	40	50
归母净利润 (亿元)	18.11	18.37	18.63	18.90	19.16	19.42
业绩增厚 (亿元)	-	0.26	0.52	0.79	1.05	1.31
业绩增厚变化	-	1.4%	2.9%	4.3%	5.8%	7.2%

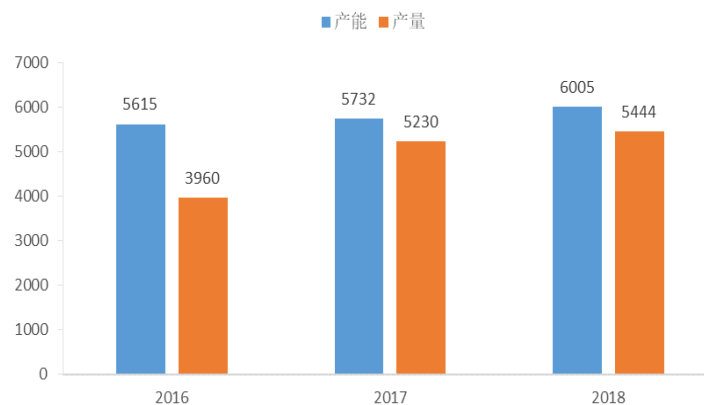
资料来源: Wind 信达证券研发中心

3、建材上市公司：华新水泥

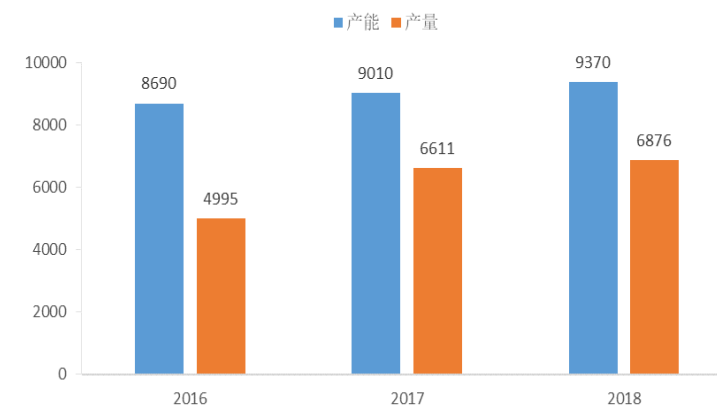
“两湖一江”地区的主要建材类上市公司中受益浩吉铁路通车影响较大的是华新水泥。华新水泥已成为集水泥、混凝土、骨料、环保处置、装备制造及 EPC 工程、高新建材等业务于一身的全球化建材集团，水泥销售依然是公司支柱业务。2018 年公司实现营业收入 274.66 亿元，其中水泥业务 231.07 亿元，占比 84.13%；商品熟料业务 7.78 亿元，占比 2.83%；混凝土业务 13.55 亿元，占比 4.93%；骨料业务 8.27 亿元，占比 3.01%。

图 15: 2016-2018 年公司熟料产能及产量情况 (万吨)

图 16: 2016-2018 年公司水泥产能及产量情况 (万吨)



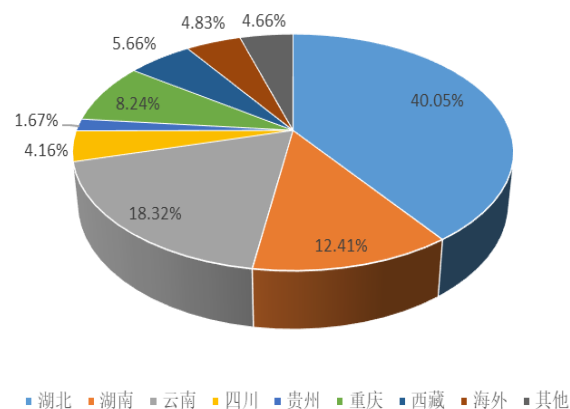
资料来源：华新水泥公告 信达证券研发中心



资料来源：华新水泥公告 信达证券研发中心

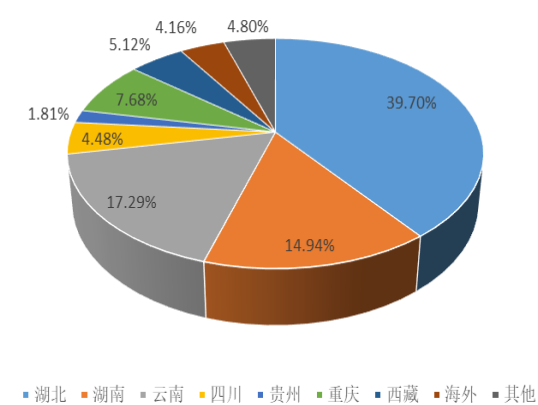
华新水泥水泥熟料产能布局主要集中在两湖以及云南等地。华新水泥在湖北省水泥熟料产能占比最高，西南地区产能权重不断增加。根据华新水泥公告，截至 2018 年末公司水泥、熟料产能最多的省份是湖北、云南和湖南，熟料占比分别为 40.05%、18.32%和 12.41%；水泥产能占比分别为 39.70%、17.29%和 14.94%。

图 17：公司各地区熟料产能分布情况（截至 2017 年末）

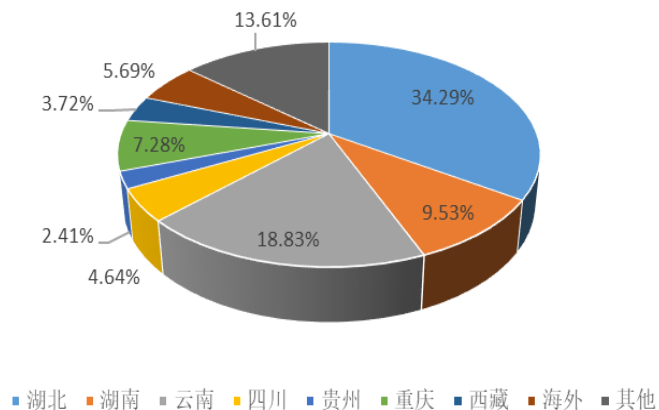


资料来源：华新水泥公告 信达证券研发中心

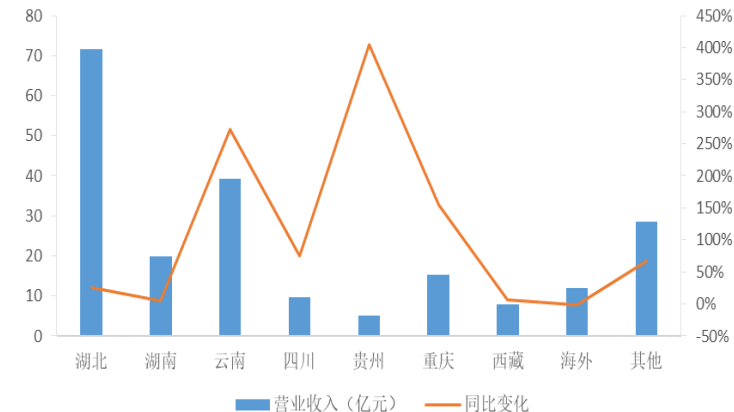
图 18：公司各地区水泥产能分布情况（截至 2017 年末）



资料来源：华新水泥公告 信达证券研发中心

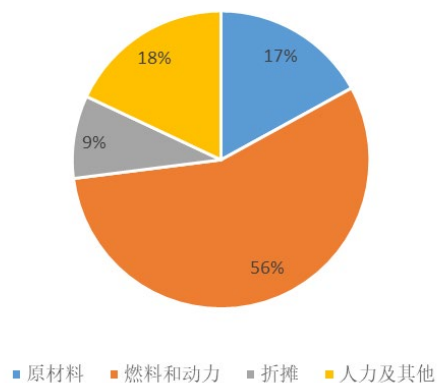
图 19: 2017 年公司分地区营业收入占比情况


资料来源: 华新水泥公告 信达证券研发中心

图 20: 2017 年公司分地区营收及变化情况


资料来源: 华新水泥公告 信达证券研发中心

根据华新水泥 2017 年年报数据, 公司水泥生产成本主要有四大部分构成: 原材料、燃料和动力、折摊、人力及其他, 占比分别为 17%、56%、9%和 18%。公司石灰石基本实现自给自足, 受价格波动影响较小, 原材料成本管控能力较强。截至 2017 年末, 已获得采矿许可证的石灰石总储量约 18.69 亿吨, 所需石灰石自供比例高达 94%, 电力价格受到政府管控, 变动幅度较小, 而煤炭主要为外购, 价格随行就市, 因此煤炭价格的变动对水泥企业的成本影响最大。

图 21: 2018 年公司水泥生产成本构成


资料来源: 华新水泥公告 信达证券研发中心

根据我们前文的测算，浩吉铁路有 40-50 元/吨的煤炭运输成本优势，我们以华新水泥 2018 年的业绩为基准，假设公司的煤炭成本分别下降 10、30、50、70 元/吨，对华新水泥分别进行敏感性测试，归母净利润增厚分别为 0.94、2.80、4.67、6.53 亿元，业绩弹性分别为 1.8%、5.4%、9.0%、12.6%。

表 24：华新水泥业绩敏感性分析

煤价下降 (元/吨)	18 年业绩	10	30	50	70
归母净利润 (亿元)	51.81	52.75	54.61	56.48	58.34
业绩增厚 (亿元)	-	0.94	2.80	4.67	6.53
业绩增厚变化	-	1.8%	5.4%	9.0%	12.6%

资料来源: Wind 信达证券研发中心

五、风险因素

- 1、浩吉铁路通车时间慢于计划；
- 2、铁路运输事故；
- 3、宏观经济大幅度放缓、失速；
- 4、下游非电力部门政策性限产；
- 5、上网电价超预期下调。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

王志民，行业分析师，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

马步芳，能源行业分析师，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。