

# 千呼万唤“驶”出来

## ——浩吉（蒙华）铁路通车事件点评

行业动态

### ◆事件：

我国规模最大的运煤重载货运铁路——浩吉铁路（原名蒙华铁路）将于9月24日通车。浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯境内的浩勒报吉站，终点至位于江西的京九铁路吉安站。线路全长1837公里，途径7个省份，上接陕西能源“金三角”地带，下至中部两湖一江地区。

### ◆产能结构调整加大煤炭运输需求

国内煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。煤炭供给侧已由“去产能”进入到“调结构”阶段，先进产能向“三西”地区投放，中部及沿海产能逐步退出，导致煤炭运输需求加大。

### ◆浩吉铁路是我国第一条南北煤运专线

浩吉铁路开通前，我国“北煤南运”全部为“客货共线”的综合性运输通道，输能布局总体表现为“北端大、南端小”。集疏运体系配套完善程度不及“西煤东运、铁水联运”通道。其中，东中部的京沪、京广、京九、焦柳等主要通道能力紧张，增量空间较小。中西部的包西通道能力局部区段能力接近饱和，西安枢纽能力紧张；西康、襄渝、兰渝等西部通道运力相对富裕。

### ◆“北煤南运”有望缓解“两湖一江”煤炭缺口

浩吉铁路煤炭运费约0.184元/吨·公里，与现有的“海进江”相比，陕西、蒙西地区煤矿在“铁路直达”方式下具有价格优势，价差较为明显。具体到下游湖北、湖南、江西三省，价格差湖北最大，江西价差有限，预计陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为浩吉铁路未来主要煤运线路。

### ◆投资建议：

**煤炭行业：**陕西相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势，建议关注浩吉铁路受益标的**陕西煤业**。浩吉铁路是缓解中部地区运力瓶颈的有效方式，随着“北煤南运”、“西煤东运”通道的逐步打通，陕西煤业对外运输能力有望显著提升。

**电力行业：**当前阶段火电行业仍处于盈利修复周期，随着浩吉铁路的投运，沿线区域（湖北、湖南、江西等省份）的电煤供应形势有望趋向宽松，区域型火电公司将更多受益于燃煤成本回落。建议关注业绩弹性较大的火电公司**长源电力**、**赣能股份**。

请参考我们前期深度报告《火车一响，黑金万两——蒙华铁路煤电路专题研究》。

### ◆风险分析：

宏观经济大幅下滑导致煤炭需求大幅下降；浩吉铁路运量增长缓慢；国家大规模投建特高压挤压铁路煤运份额。

煤炭开采：增持（维持）

电力：增持（维持）

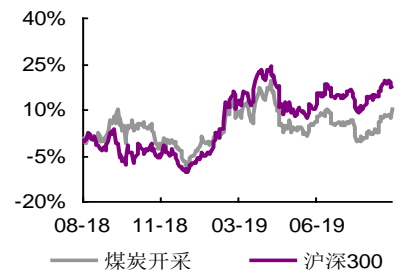
### 分析师

曹成广（执业证书编号：S0930519080002）  
021-52523799  
[jiangc@ebsecn.com](mailto:jiangc@ebsecn.com)

王威（执业证书编号：S0930517030001）  
021-52523818  
[wangwei2016@ebsecn.com](mailto:wangwei2016@ebsecn.com)

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）  
021-52523819  
[yuhongguang@ebsecn.com](mailto:yuhongguang@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

解决能源矛盾，输电还是运煤？——雅中至江西特高压工程核准事件点评

.....2019-08-28

火车一响，黑金万两——蒙华铁路煤电路专题研究

.....2019-03-13

## 目 录

1、 产能结构调整加大煤运需求 .....	3
2、“北煤南运”有望缓解“两湖一江”煤炭缺口 .....	5
3、 投资建议 .....	7
4、 风险分析 .....	8

我国规模最大的运煤重载货运铁路——浩吉铁路（蒙华铁路）将于9月24日通车。浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯境内的浩勒报吉站，终点至位于江西的京九铁路吉安站。线路全长1837公里，途径7个省份，上接陕西能源“金三角”地带，下至中部两湖一江。

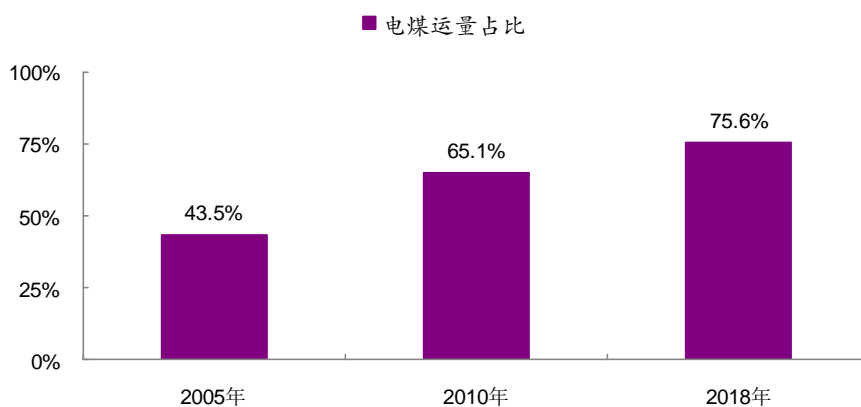
浩吉铁路规划运输能力为2亿吨/年以上，有利于开发蒙陕甘宁地区煤炭资源、保障鄂湘赣等华中地区能源供应。随着9月24日浩吉铁路的投入运行，国家北煤南运新的战略通道正式打通，将彻底改变过去中国煤炭资源由西至东，再经过海运江运才能到达华中、华南地区的状况。

## 1、产能结构调整加大煤运需求

煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。煤炭供给侧已由“去产能”进入到“调结构”阶段，先进产能向“三西”地区投放，中部及沿海产能逐步退出，导致煤炭运输需求加大。

2018年电煤运输量14.94亿吨，同比增加1.5亿吨，增长11.2%。电煤运量占全部煤炭运量比重从2005年的43.5%，提高到2010年的65.1%，2018年的75.6%。煤炭运量的增加实质上是电煤为主的动力煤运输量的增长。

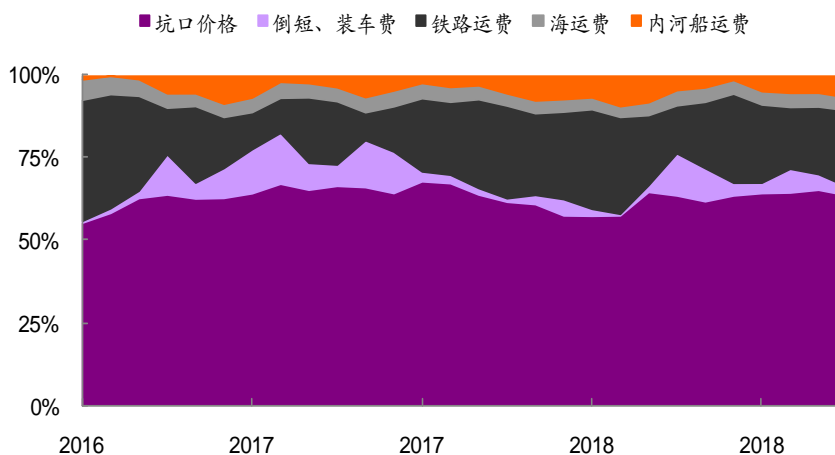
图1：我国电煤运量占比持续提高



资料来源：中国铁路经济规划研究院，光大证券研究所

以山西5500大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的60%左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运输费。

图 2：运输环节占煤炭终端价格的 40%



资料来源：Wind，光大证券研究所

浩吉铁路开通前，我国“北煤南运”全部为“客货共线”的综合性运输通道，输能力布局总体表现为“北端大、南端小”。集疏运体系配套完善程度不及“西煤东运、铁水联运”通道。其中，东中部的京沪、京广、京九、焦柳等主要通道能力紧张，增量空间较小。中西部的包西通道能力局部区段能力接近饱和，西安枢纽能力紧张；西康、襄渝、兰渝等西部通道运力相对富裕。

图 3：“北煤南运”主要通道



资料来源：铁路经济规划研究院

## 2、“北煤南运”有望缓解“两湖一江”煤炭缺口

浩吉铁路规划设计输送能力为 2 亿吨，建成运营初期输送能力 1 亿吨。铁路北起内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉站，南至江西省吉安，全线长 1837 公里是大秦铁路的 3 倍。作为“三西”地区未来唯一的华中通道，浩吉铁路上游主要煤源点包括：蒙西鄂尔多斯、陕北榆林、宁夏东部矿区以及山西省南部。

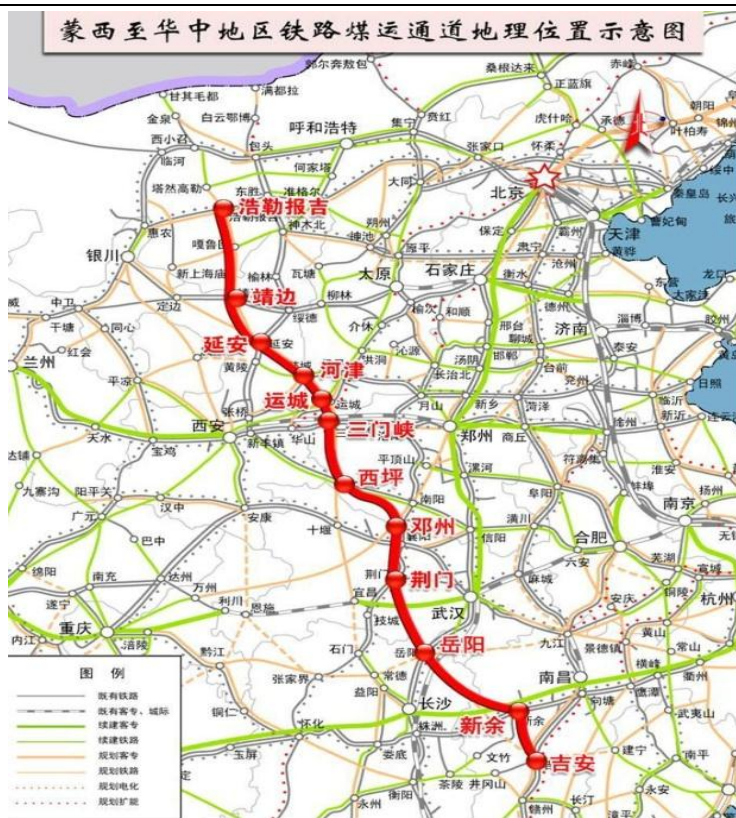
根据经济性由高到低，可以将范围内煤矿分为：

(1) 沿线矿区。沿线矿区分布于浩吉铁路沿线可直接使用浩吉外运的矿区，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；

(2) 邻近矿区。邻近矿区一般需要通过一次地方铁路转运方可抵达浩吉铁路沿线发运点。如呼吉尔特矿区需要通过新恩陶铁路集运，榆横矿区需要通过靖神铁路集运等；

(3) 辐射矿区。辐射矿区相较邻近矿区更远，一般通过短途汽运或者多次转运后才能通过浩吉铁路外运。如上海庙矿区、宁东矿区等；

图 4：浩吉铁路线路分布



资料来源：煤炭江湖

浩吉铁路主要经过华中地区，同时辐射西南部分省份。2016 年下半年开启的煤炭供给侧改革，加速了我国煤炭区域结构调整。华中、西南主要省份煤炭产量呈现收缩特征，由此导致省内供需缺口的扩大。

表 1：华中、西南地区煤炭产量下降（单位：万吨）

省份	2017		2018		2019H1	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比

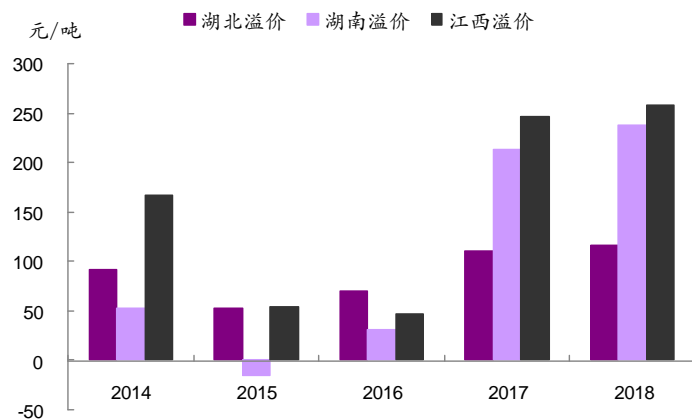
河南	10404	-2.7%	10656	2.4%	5338	-6.7%
湖北	520	-1.9%	313	-39.8%	14	-59.0%
湖南	1861	-26.0%	1693	-9.0%	670	-18.4%
江西	939	-38.4%	539	-42.6%	225	4.7%
重庆	1049	-49.3%	1139	8.6%	577	-3.7%
四川	4660	-16.5%	4535	-2.7%	1680	-6.8%
贵州	16343	-3.0%	14155	-13.4%	5869	8.8%
云南	3278	6.8%	3563	8.7%	2288	0.7%

资料来源：李华《蒙华铁路运营对煤炭运输格局的影响分析》，光大证券研究所

下游湖北、湖南、江西由于气候、铁路等不利因素的存在，两湖一江已成为全国电煤到厂价格较高的省份：

- 气候因素：冬季既是北方的采暖期，又是南方水力发电的枯水期，北方供暖增加煤炭消费，湖南、湖北水力发电受制增加火电，导致煤炭季节缺口显著。
- 铁路因素：目前主要调入铁路通道焦柳、西康、襄渝、宁西和京广、京九线等国铁线路。这些线路属于客货混运，春运期间优先保障客运导致煤炭运力不足。
- 海进江因素：“三西”煤炭资源地通过铁路东运到北方沿海煤炭下水港秦皇岛港等，经5万吨级海轮运到长江口的上海、南通等港，再转3000-5000吨级的江轮上溯长江到湘鄂赣，路途遥远且时间很长。

图 5：两湖一江电煤价格高于全国



资料来源：Wind，光大证券研究所

浩吉铁路煤炭运费约 0.184 元/吨·公里，与现有的“海进江”相比，陕西、蒙西地区煤矿在“铁路直达”方式下具有价格优势，价差较为明显。具体到下游湖北、湖南、江西三省，价格差湖北最大，江西价差有限，预计陕西-湖北、陕西-湖南、蒙西-湖北、蒙西-湖南可能成为浩吉铁路未来主要煤运线路。

受煤炭产地、运力等因素制约，华中地区煤炭供应形势总体偏紧。近年来的全国价格指数表明，两湖一江（湖北、湖南、江西）的电煤价格指数总体高于产煤大省（如“三西”地区、河南等），且高于全国均值。我们认为，

随着浩吉铁路建成投运，沿线地区非产煤大省（湖北、湖南、江西）优质煤炭的供给能力提升，上述区域的煤价有望进入下行区间。

表 2：浩吉铁路与“海进江”运输经济性比较（单位：元/吨）

始发地	目的地	运输方式	始发价	在途运费	终到价
陕西	湖北	浩吉铁路	420	189	609
		海进江	630	73	703
		价差			(94)
	湖南	浩吉铁路	420	220	640
		海进江	630	98	728
		价差			(88)
	江西	浩吉铁路	420	295	715
		海进江	630	109	739
		价差			(24)
蒙西	湖北	浩吉铁路	411	232	643
		海进江	630	73	703
		价差			(60)
	湖南	浩吉铁路	411	263	674
		海进江	630	98	728
		价差			(54)
	江西	浩吉铁路	411	338	749
		海进江	630	109	739
		价差			10
山西	湖北	浩吉铁路	634	120	754
		海进江	630	73	703
		价差			51
	湖南	浩吉铁路	634	151	785
		海进江	630	98	728
		价差			57
	江西	浩吉铁路	634	276	910
		海进江	630	109	739
		价差			171

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

### 3、投资建议

**煤炭行业：**陕西省相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势，建议关注浩吉铁路受益标的陕西煤业。浩吉铁路是缓解中部地区运力瓶颈的有效方式，随着“北煤南运”、“西煤东运”通道的逐步打通，陕西煤业对外运输能力有望显著提升。

**电力行业：**当前阶段火电行业仍处于盈利修复周期，随着浩吉铁路的投运，沿线区域（湖北、湖南、江西等省份）的电煤供应形势有望趋向宽松，区域型火电公司将更多受益于燃煤成本回落。建议关注业绩弹性较大的火电公司长源电力、赣能股份。

请参考我们前期深度报告《火车一响，黑金万两——蒙华铁路煤电路专题研究》。

## 4、风险分析

宏观经济大幅下滑导致煤炭需求大幅下降；浩吉铁路运量增长缓慢；国家大规模投建特高压挤压铁路煤运份额



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼