

大秦铁路(601006): 火电带动煤矿产铁路运量增

评级: 买入

现价: ¥6.7 估值: ¥9.0

上半年收入 ¥334 亿同比跌 17%瘟疫拖累

研究部主管: 陈志尚

henry.chan@ctsec.com.hk

三季度收入 ¥192 亿同比仅稍减 1.9%

三季度毛利 ¥42 亿仅跌 8.8%环比改善

四月份起出口回升提振铁路煤炭矿石运量

三季度核心税前赚逾 ¥46 亿同比仅跌 9.8%

员工减少逾两千界外货运成本减少提振毛利

煤炭开采投资急增利好二一年铁路煤炭运量

二零年盈利或达 ¥113 亿下半年回升本年或更高

现价暗示二零年预期 P/E 仅 8.7 倍息率 7.1%

美国经济收缩拖累中国出口跌煤炭需求减为风险

表一: 業績摘要	2020e	2019	2018	2017
營業收入(¥百萬)	72,949	79,917	78,345	57,839
毛利(¥百萬)	14,595	18,213	19,442	17,071
營業利潤(¥百萬)	16,464	19,975	21,311	18,290
利潤總額(¥百萬)	16,384	19,791	20,706	18,096
股東淨利潤(¥百萬)	11,393	13,669	14,544	13,343
每股盈利(¥)	0.765	0.918	0.977	0.896
每股派息(¥)	0.480	0.480	0.480	0.480
賬面值(¥)	7.94	7.65	7.15	7.15
已發A股份(百萬)	14,887	14,887	14,887	14,887
P/E (X)	8.8	7.3	6.9	7.5
股息率 (%含稅)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
P/B (X)	0.84	0.88	0.94	0.94
ROE (%)	9.6%	12.0%	13.7%	12.5%

主要股東, 持股 (百萬):

中國鐵路太原局集團:

9,172.1

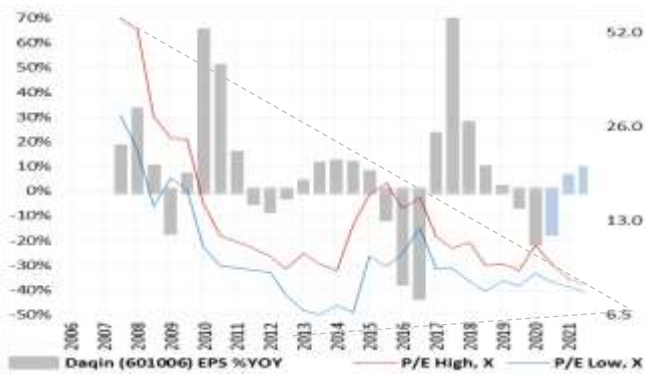
公司公告 · 財通國際研究部

图一: 大秦铁路(601006)月线图, RSI, 动量



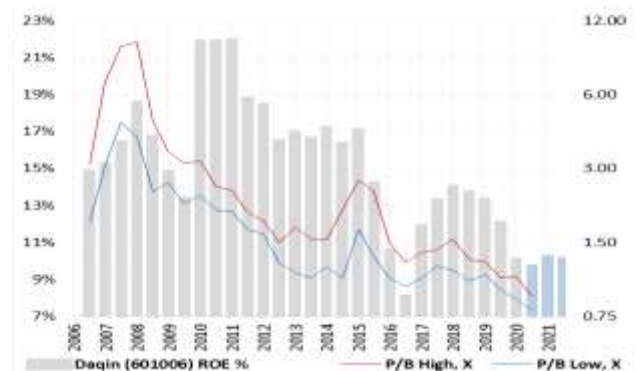
investing.com, 財通國際研究部

图二: 大秦铁路(601006)每股盈利同比(柱), P/E 估值范围(线)



Bloomberg, 財通國際研究部

图三: 大秦铁路(601006)股本回报率(柱), 历史 P/B 估值范围(线)



Bloomberg, 財通國際研究部

免责声明: 財通國際證券有限公司(“財通國際證券”)可于法律许可下与本文内提及公司建立商业关系。本报告分析员未持有大秦(601006.SZ)及本文内公司分析中所述公司之股份。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,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、要约及招揽或向他人作出邀请及招揽。本报告的信息来源于已公开或相信属可靠的资料,財通國際證券概不保证该等信息的真实性、准确性或完整性,或对客户声称于报告中发现的任何明示或暗示之陈述负责。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咨询或投资建议。本报告内提及公司不一定适合所有投资者,在作出投资决定前,客户应充分考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,不宜单靠本报告作出投资决定。財通國際證券不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告的版权归財通國際證券所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯財通國際證券版权的其他方式使用。

国内主要煤炭铁路国企大秦铁路公布之二零年三季度简要业绩有所减慢。集团对外收入¥192 亿，同比稍减 1.9%。营业毛成本却稍增 0.2%，至¥149 亿。毛利¥4,259 百万，同比减 8.8%。经营开支大幅节省 17.7%，至¥130.6 百万。政府资助¥23.3 百万，增 230%。营业外收入大减 76.1%，至¥11.5 百万，或减少出售资产。营业外支出增 62.1%，至¥66.3 百万。核心经营溢利大约¥3,982 百万，跌 9.7%。利息收入¥93.6 百万，增 2.5%。利息开支¥94.4 百万，跌 18.1%。应占联号（主要为朔黄铁路）税后溢利¥679.6 百万，跌 13.0%。核心税前利¥4,642 百万，跌 9.8%。计入坏账回拨¥3.1 百万，出售资产溢利¥1.2 百万后，报告税前溢利¥4,646 百万，跌 9.8%。报告股东溢¥3,324 百万，跌 17.8%。大秦线货物运量 108.81 百万吨，同比增 3.34%。

见表一：此前在二零年上半年，集团对外收入¥334 亿，同比跌 16.9%。经营成本同比节省 10.6%，至¥265 百万；其中，跨界货运服务开支大减¥989 百万(见下页)；跨界客运服务开支大减¥474 百万；货车开支大减¥5 亿。毛利¥6,922 百万，跌 34.5%。城市建设教育其它赋税¥59.8 百万，大减 58.0%。行政开支¥247 百万，节省 10.5%。政府资助大增 115%，至¥92.9 百万。应占铁路公安开支¥72.1 百万。核心经营溢利¥6,558 百万，跌 33.6%。利息收入支出俱基本各保持两千三百多亿。期内收取秦皇岛港股份 0.77%股息¥3.8 百万。应占联号（朔黄 41%赚¥16 亿，浩吉 10%亏¥2 亿 5）税后溢利¥1,383 百万，跌 15.6%。核心税前溢利大约¥79 亿，跌 32.2%。出售资产一次溢利¥84.3 百万，增 450%。利得税大减 37.0%，至¥18 亿。少数权益¥597 百万（主要为唐港），跌 21.7%。报告股东溢利¥5,575 百万，跌 30.6%，每股盈利¥0.375。集团不派中期息。

上半年尤其二、三、四月，肺炎瘟疫打击下，美、欧、日各国失业暴增，消费萎缩，中国出口急跌，直接拖累能源包括电力需求。上半年中国电力主要为火电，占比仍高达 71%。见下页表三甲：中国原煤产量 1,810 百万吨，同比稍增 0.6%。火电发电量 2,434 BkWh，同比跌 0.57%。

煤炭进口量 174 百万吨，同比增 12.6%。瘟疫严重打击国内旅游业，全国铁路旅客量 817.7 百万人次，同比暴跌 53.9%。

表二：集團損益賬	2h20e	1h20	2h19	1h19
鐵路	38,471.0	32,723.4	38,570.5	39,473.5
其它	1,022.0	732.2	1,079.5	793.4
對外收入 (¥百萬)	39,493.0	33,455.6	39,650.0	40,266.9
鐵路	7,553.2	6,806.4	7,483.4	10,405.7
其它	130.0	115.7	154.4	169.1
集團毛利 (¥百萬)	7,673.2	6,922.1	7,637.8	10,574.9
營業稅：建設教育其它	-97.2	-59.8	-148.3	-142.5
銷售開支	-29.4	-79.4	-113.1	-84.9
行政開支	-419.4	-247.3	-440.6	-276.6
研發開支	-6.0	0.0	-9.2	-0.3
其他收益資助	53.0	92.9	50.0	43.2
營業外收入：其它	12.0	2.1	16.1	4.2
營業外開支：公安其它	-99.8	-72.1	-94.8	-53.3
核心經營利 (¥百萬)	7,016.4	6,558.4	6,898.0	10,064.6
財務費用：利息支出	230.0	-238.5	-233.1	-244.9
財務費用：利息收入	193.8	231.4	191.8	241.1
財務費用：退休利息撥銷	-56.6	-36.0	-56.6	-36.0
財務費用：其它	2.0	-3.3	2.0	-6.5
應佔投資：股息利息	0.0	3.8	0.0	3.3
應佔投資：投資收益	0.0	0.0	0.0	0.0
應佔投資：合營聯号	1,383.1	1,383.1	1,344.9	1,640.7
核心稅前利 (¥百萬)	8,405.6	7,899.0	8,147.0	11,662.3
一次：放寬減值	0.0	0.4	31.4	-0.6
一次：資產減值：庫存	0.0	0.0	0.0	0.0
一次：營業外收入：出售資產	0.0	84.3	27.1	15.3
一次：營業外開支：出售資產	0.0	-6.3	-91.5	-6.6
一次：出售資產	0.0	0.7	7.0	0.0
一次：應佔投資：出售權益	0.0	0.0	-0.1	0.0
一次：應佔投資：出售長期	0.0	0.1	0.0	0.0
報告稅前利 (¥百萬)	8,405.6	7,978.3	8,120.8	11,670
利得稅	-1,929.0	-1,804.7	-1,754.7	-2,865.9
少數權益	597.0	-597.8	-737.4	-763.9
報告股東溢利 (¥百萬)	5,817.6	5,575.8	5,628.7	8,040.6
每股盈利 (¥)	0.391	0.375	0.378	0.540
每股派息 (¥含稅)	0.480	0.000	0.480	0.000
已發行A股 (百萬股)	14,886.8	14,886.8	14,886.8	14,886.8
稅費率 (%)	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
毛利率 (%)	19.4%	20.7%	19.3%	26.3%
核心經營利潤率 (%)	17.8%	19.6%	17.4%	25.0%
核心稅率 (%)	-23.3%	-22.8%	-21.5%	-24.6%
市盈率 P/E (X)	8.8	8.9	7.3	6.5
股息率 (%)	6.6%	0.0%	6.6%	0.0%
每股賬面值 (¥)	7.650	7.570	7.650	7.216
股本回報率 (%)	5.1%	4.9%	4.9%	7.5%
市賬率 P/B (X)	0.88	0.89	0.88	0.93
市值 (¥百萬)				99,742
主要股東，持股 (百萬)：				
中國鐵路太原局集團：				9,172.1
香港中央結算				852.0

公司公佈：財通國際研究部

上半年,集团煤炭发送量 253.2 百万吨,同比跌 10.8%;煤炭到货量 219.2 百万吨,跌 12.1%。其它货物发送量 51.0 百万吨,基本持平;其它货物到货量 39.6 百万吨,大增 11.8%。其它货物表现远胜煤炭。受煤炭拖累,集团货物周转量 1,721 亿吨公里,同比跌 11.1%。属下大秦线货运量 187.6 百万吨,跌 14.0%。开行重车 71.8 列,同比减少 13.5%。旅客量 11.6 百万人,急跌 58.7%。

见表四乙:集团盈利支柱为铁路分部,收入 ¥327 亿,同比跌 17.0%;当中货运(主要煤炭)收入 ¥269 亿,跌 13.6%;客运收入 ¥1,795 百万,急跌 51.3%。主要成本货运服务费 ¥7,524 百万,同比跌 11.6%;当中包括:货运机车牵引费、线路使用费、车辆费、到达作业费、综合服务费、货运接触网使用费。客运服务费 ¥1,791 百万,跌 20.9%。集团列车进入界外客货运线路,需由其他铁路局机车牵引,提供各种收费服务。雇员费用 ¥7,922 百万,减 2.2%。折旧 ¥3,430 百万,跌 4.2%。

	2h20e	1h20	2h19	1h19
貨運收入(¥百萬)		26,930.3	29,965.1	31,207.1
客運收入(¥百萬)		1,795.8	3,923.7	3,690.6
其它收入(¥百萬)		3,977.3	4,681.7	4,575.8
鐵路收入(¥百萬)	38,471.0	32,703.4	38,570.5	39,473.5
人員		-7,922.5	-10,376.7	-8,107.6
折舊		-3,430.7	-3,514.2	-3,584.0
貨車使用		-1,788.8	-1,424.9	-2,291.4
客運服務		-1,791.9	-2,410.1	-2,265.6
電力, 燃料		-1,384.3	-1,554.3	-1,639.4
貨運服務		-7,524.7	-8,202.3	-8,513.1
材料		-289.1	-604.3	-511.8
大修		-65.6	-75.2	-131.4
機車車租賃		-454.9	-598.2	-435.2
土地房屋租賃		-362.9	-201.1	-197.8
取暖, 房屋維修		-98.6	-134.7	-150.1
和器機車維修		-48.3	-142.7	-229.1
其它		-754.6	-1,848.4	-1,011.3
主管成本(¥百萬)	-30,917.8	-25,917.0	-31,087.1	-29,067.8
鐵路毛利(¥百萬)	7,553.2	6,786.4	7,483.4	10,405.7
單位運費: 貨物		¥0.157	¥0.157	¥0.161
單位運費: 旅客		¥1.562	¥1.178	¥1.064
單位運費 (¥/噸公里)		¥0.189	¥0.199	¥0.200
單位貨運服務		-¥0.043	-¥0.042	-¥0.043
單位客運服務		-¥0.010	-¥0.012	-¥0.011
單位勞工		-¥0.046	-¥0.053	-¥0.041
單位折舊		-¥0.020	-¥0.018	-¥0.018
單位其它		-¥0.030	-¥0.034	-¥0.033
單位成本 (¥/噸公里)		-¥0.150	-¥0.160	-¥0.147
單位毛利 (¥/噸公里)		¥0.039	¥0.039	¥0.053
單位毛利率 (%)	19.6%	20.8%	19.4%	26.4%

公司公佈 / 財通國際研究部

	2h20e	1h20	2h19	1h19
原煤產量 (百萬噸)	2,050.6	1,810.0	1,950.8	1,799.2
煤進口量 (百萬噸)	130.8	174.0	145.3	154.4
火電發電量(十億千瓦時)	2,805.3	2,434.3	2,716.7	2,448.7
鐵路旅客量 (百萬人)	894.5	817.7	1,886.2	1,773.9
鐵路貨物發量: 煤炭	1,441.0	1,120.0	1,258.3	1,201.7
: 其它	1,118.9	983.7	994.5	863.2
鐵路投資(¥十億)	¥465.1	¥325.9	¥480.9	¥322.0
旅客量(百萬人)	11.7	11.6	29.1	28.1
裝車數 (車/日)	23,114	25,264	27,989	26,669
貨物發量: 煤炭(百萬噸)	231.8	253.2	282.9	284.0
: 其它(百萬噸)	86.3	51.0	66.1	51.1
卸車數 (車/日)	23,140	20,080	21,777	21,119
貨物到量: 煤炭(百萬噸)	252.6	219.2	247.2	249.6
: 其它(百萬噸)	58.5	39.6	53.9	35.4
貨車周轉數 (日)	2.5	2.8	2.4	2.7
靜載重 (噸)	71.6	71.5	72.2	72.4
周轉量: 貨物(十億噸公里)	202.6	172.1	190.8	193.7
: 旅客(十億人公里)	1.3	1.2	3.3	3.5
周轉量: 換算(十億噸公里)	203.8	173.2	194.2	197.1
大秦貨運量(百萬噸)	220.9	187.6	212.6	218.2
大秦開車(列): 2.0萬噸	57.4	49.1	55.2	59.2
1.5萬噸	6.5	3.7	6.3	6.5
單元萬噸	5.3	5.2	5.1	3.9
組合萬噸	14.2	13.8	13.7	13.5
開行重車(列)	83.4	71.8	80.3	83.1

公司公佈 / 財通國際研究部

电力燃料 ¥1,384 百万, 大减 15.5%, 减幅超过货物周转量, 暗示单位能源效益提高。铁路毛利 ¥6,786 百万, 同比急跌 34.7%; 铁路毛利率 20.8%, 大跌 5.6%点。

单位(客货运)总运价 ¥0.189/吨公里, 同比跌 5.5%; 其中货运单位运价 ¥0.157/吨公里, 跌 2.4%; 客运收入跌幅低于旅客量, 客运单位运价 ¥1.562/人公里, 反大增 46.8%, 部分弥补货物运价下跌。单位总成本 ¥0.150/吨公里, 反增 2.0%; 当中单位货运成本 ¥0.043/吨公里, 居高不下; 单位劳工成本反大增 12.1%, 至 ¥0.046/吨公里, 抵消减少雇员效益。单位毛利 ¥0.039/吨公里, 同比大跌 26.4%, 因单位总运价跌 5.5%, 单位总成本增 2.0%。

二零年下半年, 美、欧、日饱受肺炎瘟疫打击, 尚未恢复出口能力; 中国率先克服瘟疫, 重启经济, 争夺出口市场, 替代外国出口产品。中国出口大幅回升, 带动整体企业盈利, 居民收入回升, 经济增长加快, 火电需求大增, 煤炭产量, 运量随之。

见財通國際十二月三十一日周报，**中国煤炭需求只有更高，因火电需求增加，二零年末占比已达 72%**；新房屋不足，动工量增加，以及其它基建需求，带动钢铁，水泥产量增加。电网产能超负荷，电网新产能投资带动铜和其他有色金属需求增加。钢铁、水泥、金属产量如俱增，会提高煤炭需求。

运输煤炭主力为铁路，运量或看涨，见图四：追随我国煤炭需求，国有铁路煤炭运量（深）经过一五到一六年调整后回升，一九年已恢复一三年高峰，**二零年预期创新高，或能达 179.3 百万吨，增 4.1%**。而且留意铁路其它干散货运量（矿石、钢铁、金属、粮食等等）也逐年增加，受惠转移公路货运到铁路政策。

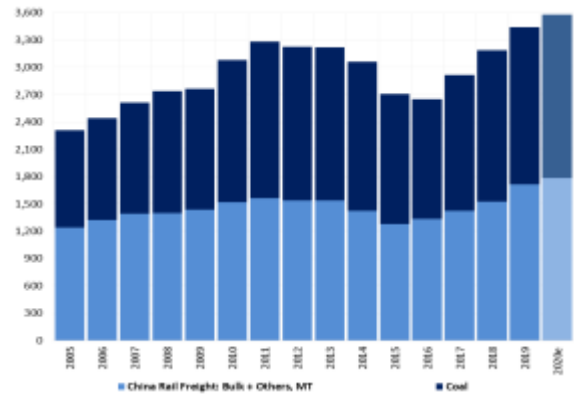
二一年及往后，铁路煤炭运量可能继续增加，盖我国推进电力替代能源政策，推动火电需求增长，并锐意减少依靠进口澳洲煤炭；煤炭开采投资因此同步急增，见后文煤炭业分析图一。**未来原煤产量或大增，部分取代进口煤炭**；而且图五示：**铁路运量并未受进口煤增加，沿海煤炭运量（浅）增加所压抑**。对比进口煤，国内原煤更需要铁路运输，利好大型铁路运输企业如大秦铁路，盈利或恢复增长，提振估值。对比其他，大秦线连接晋北煤矿至秦皇岛港、唐山港、天津港，线路较短，运费较低。

预期下半年火电需求回升带动下，集团铁路运量环比回升，**二零年全年收入或达 ¥729 亿，跌 8.7%**，跌幅集中上半年。集团员工数目一九年锐减 2,200 人有助节约成本，**毛利或能达 ¥145 亿，跌 20.3%**。联号朔黄铁路盈利或同步增加，浩吉铁路亏损或减少。**核心税前利或达 ¥163 亿，跌 17.6%**。计入上半年一次损益，**全年报告股东盈利或达 ¥113 亿，跌 16.6%**，**每股报告阴历 ¥0.765**。**预期派末期息保持每股 ¥0.48（含税）**。

大秦铁路现价 ¥6.7，市值 ¥997 亿；计入三季度溢利，**历史报告 P/E 仅有 9.5 倍，历史股息率高达 7.1%**；**预期二零年 P/E 仅有 8.7 倍**。图一示：集团股价长期整固或接近尾声，二一年或趋向大幅突破。图二，三示：如果二零年下半年起盈利回升，集团估值似乎已太低。二一年价值很视乎中国出口能否保持高增长，电网产能能否增加，火电发电量能否显著增加，提高集团煤炭运量。联号朔黄运量或带动盈利增加，浩吉或减少亏损。財通國際给予大秦铁路“**买入**”评级；二一年集团煤炭+干散货运量或更高，盈利或更高，公平价值或为 ¥9.0。重大风险却为美

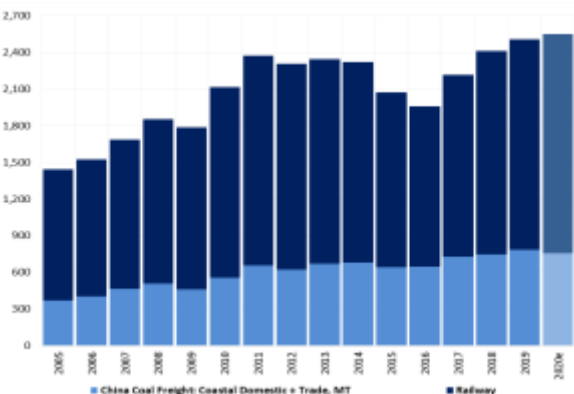
国经济收缩，拖累中国出口减少，企业盈利下跌，煤炭需求减少；还有美国通货膨胀加剧，长期利率大幅回升，带动中国通胀，利率飙升，压抑股份估值。

图四：中国铁路货运量：其他货物(浅)，煤炭(深)



Wind, 財通國際研究部

图五：中国煤炭运量：沿海(浅)，铁路(深)



Wind, 財通國際研究部

大秦线是我国建设的第一条煤炭运输专用双线电气化铁路，为“西煤东运”最大通道，图三示：**大秦线(红)从山西大同韩家岭站，到河北秦皇岛柳村南站**，长 658 公里；一九九一年设计运能 450 百万吨。集运线(蓝)主要为京包线、大准线、北同蒲线、韩原线。疏运卸货港(浅)主要为曹妃甸港，天津港。集团主要运输晋北煤炭，其次蒙西，陕北；煤炭以动力煤为主，主要用于火电，为全国五大电厂、380 多家主要电厂运煤。其他货品有焦炭、钢铁、集装箱、其它零散货物。集团也服务其他铁路，如机车牵引、货车使用修理、线路使用、服务大西高铁，晋豫鲁铁路委托运输。

见图四：集团所辖主要干线中，**大秦线运输煤炭，绝大部分运往秦皇岛港卸车**，再运往东南沿海，部分出口日本、韩国、台湾省；其余运往天津、河北、辽宁。丰沙大线运输煤炭主要运往北京、天津、河北。集团属下线路见图四。**零五年起，集团收购并入晋北丰沙大，北同蒲，为大秦线上游最重要煤炭装车线路**，有 147 个装车站，其中万吨、2 万吨吨装车站 41 个，直接装载成万吨列车进入大秦线；**集团持有朔黄铁路+煤炭业务 41.16%权益，浩吉铁路 10%权益，秦皇岛港股份(601326) 0.77%权益。**

大秦线采用 Locotrol、双线电气化、GSM-R 等重载技术，配置先进机车等设备。集团依托北同蒲、口泉、宁岢线等万吨，2 万吨装车站，秦皇岛，曹妃甸煤炭接卸港口，组织大规模自动化装卸，重载直达运输。零五年集团并入晋北丰沙大，北同蒲旅客业务，经营大同，太原开行至北京、沈阳、石家庄、杭州、赣州等 19 对旅客列车。

自通车起，大秦线基本处于饱和状态。扩能改造后，大秦线铁路运量逐年上升，货物(大部分为煤炭)运输量从零三年 122.0 百万吨，增长到一四年 450.1 百万吨高峰。一五到一六年煤炭市场调整，一六年大秦线运输量减少到 351.5 百万吨，约为零八年水平；一七年起全国煤炭行业复苏，加上国家“打赢蓝天保卫战”，“调整运输结构”等政策出台，公路运量逐渐转移到铁路，运量恢复增长，一八年货运量 451.1 亿吨，重返一四年高峰；一九年稍减 4.5%，至 430.8 百万吨。

集团向客户收取货物运费有三部分：**铁路货物营运收入、铁路建设基金、货运杂费收入**。铁路货物营运收入，货运杂费收入为集团主营业务收入；铁路建设基金是政府性

基金，由集团收取后上缴铁道部，不属于集团收入。大客户为大同煤矿集团、中煤集团、神华集团。

图三：大秦铁路通道集疏运：集运线(蓝)，大秦线(红)，疏运线(亮)



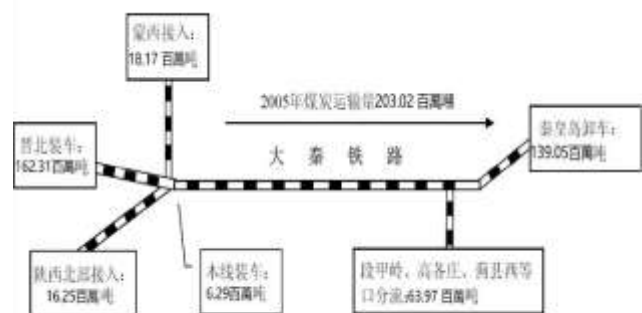
中国铁路设计集团

图四：集团属下铁路：大秦线、丰沙大+口泉线、北同蒲+宁岢线



公司公告，財通國際研究部

图五：大秦线煤炭运输量流向



公司公告，財通國際研究部

集团铁路货物营运收入采取“一次核收,分段计费”方式,即由发送站向客户一次性核收全程货物运输费用后,按铁道部,铁路局规定分段计费办法,在运输所经过各企业间,根据各自实际承担货物运输工作量,结算收入。集团收入等于:基价1+基价2(或煤炭特殊运价)+电气化附加费。基价1按吨数计价;基价2(或煤炭特殊运价),及电气化附加费,按运输吨公里计价。

货物发送量为铁路沿线车站装车发送货物吨数。货物到达量为到达铁路沿线车站卸车货物吨数。货物运输量为某铁路线路或某铁路运输企业管辖范围内到达、发送、通过运输货物吨数。见图五:晋北装车量+(蒙西+陕北)接入量+大秦本线装车量-(段甲岭+高各庄+蓟县西)分流量=秦皇岛卸货量。以零五年大秦线为例:

货物发送量 = 晋北+蒙西+陕北 = 196.73 百万吨
 货物到达量 = 秦皇岛卸货量 = 139.05 百万吨
 货物运输量 = 晋北+蒙西+陕北+大秦
 = 段甲岭+高各庄+蓟县西+秦皇岛=203.02 百万吨

集团持股 41.16% 朔黄铁路发展,为神黄铁路组成部分,是我国西煤东运第二大通道,是神华集团矿、路、港、电、航、油一体化工程重要部分。朔黄铁路,神朔铁路都由神华集团控股,主要运输神华集团自有煤炭,运价比大秦,瓦日铁路较低。朔黄铁路连通神朔铁路,包神铁路,直达陕北,蒙西煤矿,神华拥有上下游完备的供应链,竞争力较强。对加快沿线地方经济发展、保证华东,东南能源供应,扩大我国煤炭出口极其重要。此前朔黄煤炭运量逐年上升,一五到一六年受煤炭调整影响,运量下降;一七年恢复增长,一八年煤炭运量突破 3 亿吨。二零年上半年,集团应占朔黄铁路税后盈利 ¥ 1,641 百万,不派股息。

一九年十月,集团增持联号浩吉铁路股份至 10%;彼连接蒙西、鄂、湘、赣三省,从内蒙古浩勒布吉,到江西吉安,如图七示,为北煤南运新通道主要部分,保障华中能源供给。浩吉沿线煤矿主要为国家新规划矿区,开发条件、煤质特点、运距均处劣势;当年开发滞后,原规划各煤源供应矿区主要为煤化工,煤电就地转化,建成初期或煤源不足。疏运端沿线规划火电厂、煤储基地进展缓慢,影响运量。二零年上半年,集团应占浩吉铁路税后亏损 ¥ 256

百万,不派股息。留意随着沿线电厂发展和电力需求增加,浩吉或能迈向转亏为盈。期内集团也收取秦港股份股息 ¥ 3.8 百万。

图六:浩吉铁路



中国铁路设计集团

火电急需 增产原煤 替代澳洲 煤库存低 美元贬值 煤价高昂

一季度大同优混煤价最高或达每吨 ¥682

二零年煤炭业头等大事为：**四季度起中国大增煤炭产量，煤炭开采投资，目的为舒缓火电紧张，减少购买澳洲煤炭；**毕竟我国煤炭探明储量充裕。图一示：我国煤炭开采投资(亮)从五月份 ¥359 亿，狂飙至十一月高达 ¥1,048 亿，远远超越一五到一九年每月两三百亿上下投资额；上半年原煤产量 18 亿吨，同比增 2.8%；下半年五个月应声急增，产量 1,658 百万吨，同比锐增 16.9%，多年罕见。

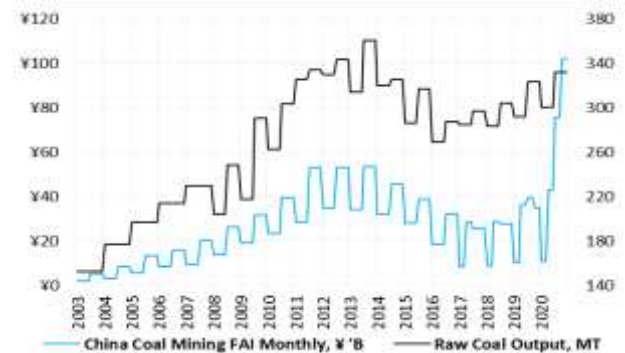
而且我国煤炭需求或长期增长，盖**电力需求依然逾七成**大比重，结构性依靠火电。图二示：**首十一月火电产量 4,709 BkWh(十亿千瓦时)，同比增 1.2%；**留意当中四月起克服疫后，**四月到十一月火电发电量同比锐增 4.4%。**及至二零年十一月，我国火电产量 476.3 BkWh，同比大增 6.2%，占比竟高达 72%，远远超过水电、核电、风电、光电等等。**预期二零年全年火电需求 5,345 BkWh，增 1.9%，二一年火电需求或增 5~6%。**

我国发电产能依然大比重依靠火电，图三示：多年来尽管**火电装机容量占比**从零七年 80.5%下跌，至一九年末最低 59.2%，复增加至目前 122 万 MW，同比增 3.9%，为历史新高，**占比仍高达 61.6%。**

財通国际推算，包括库存变动，**二零年首十月，我国煤炭表观需求大约 3,267 百万吨，同比增 1.4%；**但留意四月份克服疫后重启经济后，**五月到十月，表观需求同比大增 6.6%。**主要煤矿十一月份销量甚至同比大增 8.8%。故**预期二零年我国煤炭表观需求或稍增 0.1%，至逾 3,959 百万吨。二一年煤炭需求或急增 3.9%，至 4,113 百万吨。**

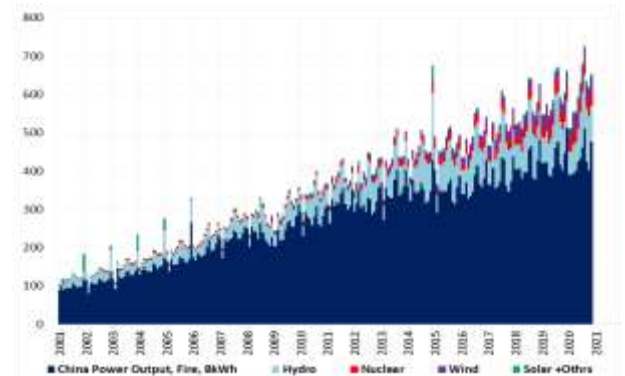
见图四：世界煤炭需求早在一一年到顶，徘徊迄今十年，主因欧洲，然后美国，政策性减少煤炭发电需求，转用天然气；前几年中国也锐意增加水电、风电、光电等等，压抑煤电需求增长。一九年世界煤炭需求 5,382 百万煤等效吨，跌 0.59%，占比 50.5%。预期二零年中国需求急增带动下，世界炭需求或稍增 0.08%，至大约 5,391 百万等效吨(1EJ≈34.1208MT)。**二一年如果中国需求加快增长，抵消美国欧洲需求人为减少，世界煤炭需求或出现罕见逼近 1.9%高增长。**

图一：中国煤炭投资(亮)，原煤产量(深)



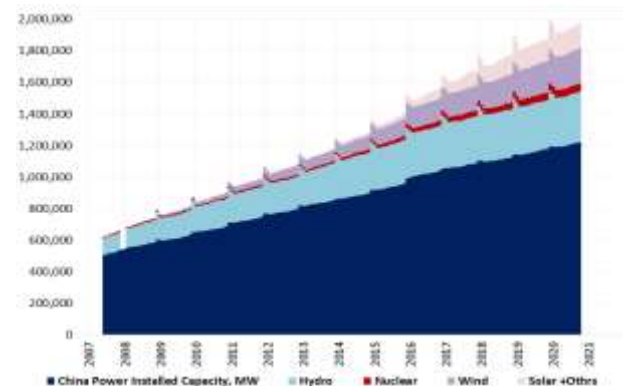
Wind, 財通国际研究部

图二：中国发电量：火电(深)，水电(浅)，核电(红)，风电(紫)，光电其它(绿)



Wind, 財通国际研究部

图三：中国装机容量：火电(深)，水电(浅)，核电(红)，风电(紫)，光电其它(淡)

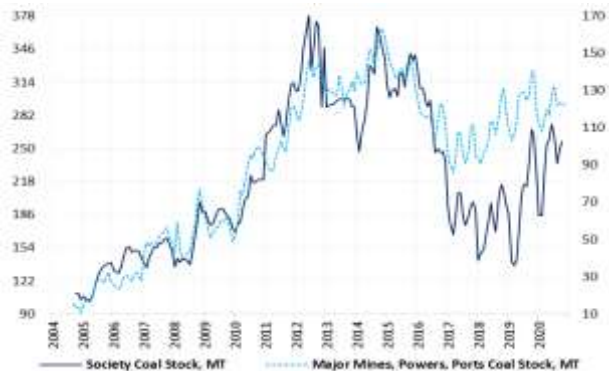


Wind, 財通国际研究部

据国务院刚刚发布之《新时代的中国能源发展》白皮书 #，明言“煤炭仍是保障能源供应的基础能源”，“推进煤电油气产供储销体系建设”，“二氧化碳排放力争于二零三零年前达到峰值”（“力争”非“限期”，“峰值”无指明上限，暗示石化能源需求增长到二零三零年）；目前火电占比仍为压倒性 72%，未来数年我国煤炭需求或保持低增长。

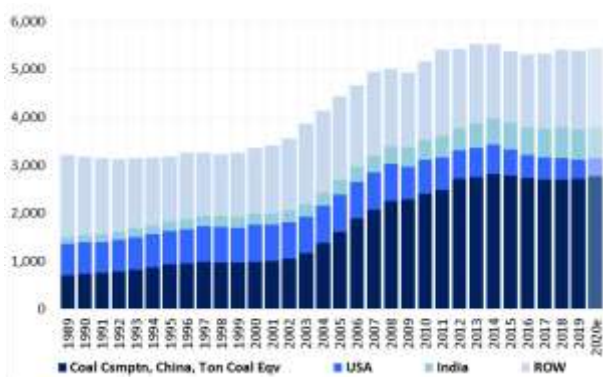
供应方面，图五示：一九九九年下半年起，我国锐意减少净进口煤炭(蓝,右)，但表观需求(红)却增加，结果有二：原煤产量(黑)明显增加；同时，煤炭开采投资暴增，如图一：上半年原煤产量 18 亿吨，同比增 2.8%；克服肺炎瘟疫后，下半年五个月产量应声同比急增 16.9%，多年罕见。**二零零一年我国首十一月原煤产量 3,461 百万吨，增 2.9%。预期全年产量 38 亿吨，增 3.0%。**因政策性减少进口煤炭，矿产需大增；开采投资暴增下，**二一年我国原煤产量或增 3.5%，至 3,939 百万吨。**

图六：社会煤炭库存(黑)，主要煤矿电厂港口库存(虚, 右)



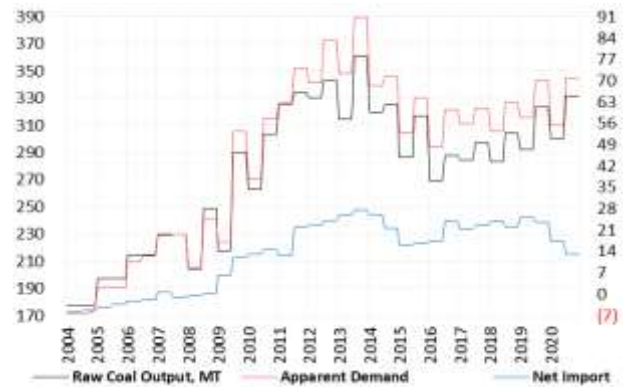
Wind, 財通國際研究部

图四：世界煤炭需求：中国(深, 美国(蓝), 印度(绿), 其它(浅)



BP, 財通國際研究部

图五：中国原煤产量(黑)，表观需求(红)，净进口(蓝, 右)



Wind, 財通國際研究部

图七：社会煤炭库存寿命(柱, 倒置)，秦皇岛大同优混平仓价(线)



Wind, 財通國際研究部

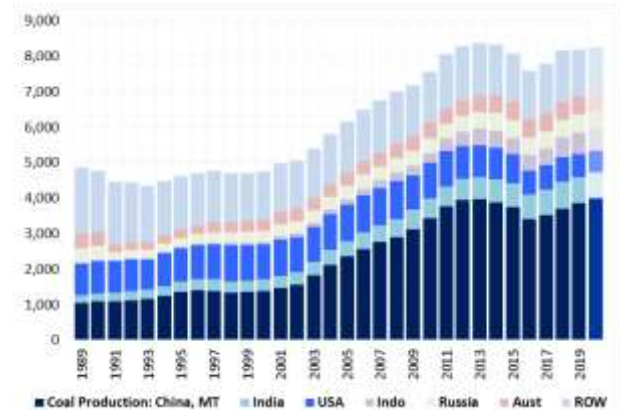
另一结果为我国累积煤炭库存量，但不足弥补需求急增，库存寿命有掉头回落趋势。图五示：二零零一年迄今，社会煤炭库存(黑)增 29.5 百万吨，至目前 255 百万吨；唯图七示：二零零一年以来，对比表观需求，库存寿命(柱, 倒置)两度急跌(箭头)，刹停升势，刺激煤价；另一方面，人民币兑美元升值，部分压抑人币煤价，舒缓美元贬值压力（见下文回归模型）；实证结果为带动大同优混煤价(线)从二零零四年四月最低价每吨 ¥ 494，飙升至目前 ¥ 651。

图七示：我国为世界最大煤炭生产国，一九九一年产量占比 47.3%，达 3,846 百万吨，增 4.0%。世界煤炭产量 8,129 百万吨，增 0.48%。二零零一年中国增产带动下，世界煤炭产量或稍增 0.80%，至 8,195 百万吨，抵消美国、欧洲、澳洲减产。同理，二一年世界煤炭产量或增 1.47%，至 8,315 百万吨；而且产量增长或明显低于需求增长。但人民币汇价或更高，部分压抑人币煤价。

留意我国煤炭需求, 供应, 分别占世界 47.3%, 50.5%, 足以左右世界煤价。图八示: 采用中国煤炭实体供应、需求、库存、主要人币汇价等等基本因子, 线性回归模型 (r^2 0.875 \hat{Y} ¥52.9/T) 暗示, 目前大同优混每吨 ¥651 已十分高昂, 超过公平价值。

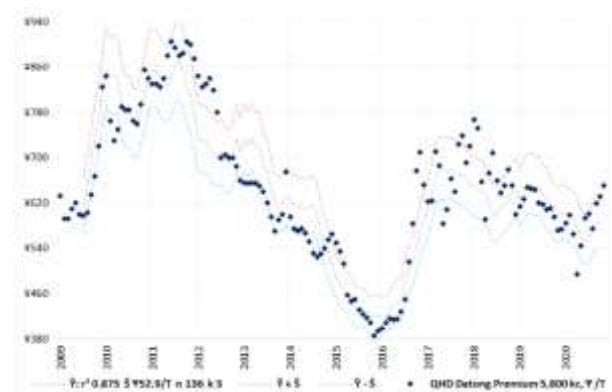
图九示: 財通國際预期, 二一年, 中国煤炭产量或增 3.5%, 至 38 亿吨; 净进口减 12.5%, 至 160 百万吨; 年末库存消耗 5.4%, 至 242 百万吨; 全年需求增 3.9%, 至 41 亿吨; 美元兑主要货币贬值下, 大同优混估值或为每吨 ¥629, 比二零年高 8.2%。但如果中国产量增加不足, 净进口却过度减少, 而火电需求增加更多, 美元兑各国货币贬值更多, 煤价方有条件进一步上涨。二一年一季度, 大同优混煤最高价或达每吨 ¥682。如果中国煤炭产量增加不足, 净进口却减少更多, 而火电、粗钢、金属、水泥等等煤炭需求增加更多, 美元兑各国货币贬值更多, 煤价方有条件比上述预测更高。煤炭价格产量俱升, 火电产量大增, 巨型煤炭火电国企神华集团 (1088) 盈利或提高。

图七: 煤炭矿产: 中国(深), 印度(绿), 美国(蓝), 印度尼西亚(绿), 俄国(绿) 澳洲(棕), 其它(浅)



BP, 財通國際研究部

图八: 线性回归 \hat{Y} (r^2 0.875 \hat{S} ¥52.9/T 灰), $\hat{Y} \pm \hat{S}$ (红, 绿), 秦皇岛大同优混月平均价(点)



Wind, 財通國際研究部

图九: 中国煤炭市场数字

	原煤 產量	淨 進口	庫存 餘額	庫存 變動	庫存 壽命	表觀 需求	美元 人幣	大同 優混
	百萬噸		337		天		¥	¥/噸
2015	3,618	199	340	3	33	3,814	6.28	¥451
2016	3,342	247	238	-102	24	3,691	6.64	¥505
2017	3,489	263	188	-50	18	3,801	6.76	¥668
2018	3,524	276	195	7	19	3,793	6.61	¥669
2019	3,692	294	226	31	21	3,955	6.91	¥614
2020e	3,806	183	256	30	24	3,959	6.93	¥581
2021e	3,939	160	242	-14	21	4,114	6.54	¥629

Wind · 財通國際研究部

中国政府网: 《新时代的中国能源发展》白皮书

http://www.gov.cn/zhengce/2020-12/21/content_5571916.htm

微信公众平台:

CT_International



财通国际证券有限公司

地址:香港上环皇后大道中 181 号新纪元广场 24 楼 2401-03 室

电话: (852) 37132901

传真: (852) 37132903

客户服务热线

内地: (86) 4 63 96336

香港: (852) 3713 2919

电邮: cs@ctsec.com