

大秦线需求高位维稳 铸就高票息看涨期权

——大秦铁路（601006.SH）深度报告

公司评级：增持

2022年8月

分析师	匡培钦
邮箱	kuangpeiqin@stocke.com.cn
证书编号	S1230520070003
联系人	冯思齐

1、铁路煤运龙头，国铁核心资产

- **国铁集团旗下唯一铁路煤炭运输上市平台。**太原局集团控股，国铁集团实际控制，股权架构稳定。基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可，太原局集团截止2021年11月18日已累计增持1.49亿股，持股比例提升至62.69%。
- **以大秦线为核心资产，坐拥多条煤运专线。**公司基于核心资产大秦线向外拓张多条煤炭运输线路，目前所辖线路包括大秦线等运输干线9条，口泉线、宁岢线等运输支线8条，合计营运里程达2724.6公里，覆盖山西及蒙西鄂尔多斯主要煤源地。

2、运量利空出尽，进入回升区间

- **供给端运力无忧（测算大秦线当前日均极限可接近140万吨），未来增长空间来自发车间隔、列长、车重三方面。**
- **短期中需求端因偶发扰动触底，边际已有回升。**随煤炭保供运输推进，2022年4-5月偶发事故及春修过后，大秦线日均运量如期恢复至125万吨以上。整体供需依然向好，我们预计7-8月大秦线日均运量或仍将维持在125万吨-130万吨区间。偶发因素消减及基建发力预期的推动下，预计2022年大秦线运量仍能进一步恢复至4.3-4.4亿吨。
- **长期仍有三层安全垫保障。**大秦线铁路运量增速与下游火电发电量增速相关性低，整体依然跳出电煤需求周期，具备煤源结构调整、运输结构调整及自身运输成本优势的三层安全垫支撑。

3、运费政府指导，具备提升空间

- **以美国铁路业为例，适度市场化将带来企业运营效率提升。**美国铁路发展史整体上是自由发展，到严加管制，再到放松管制并形成适度有效管制的过程，最终回归市场化迎来运营效率的提升与行业景气度的提升。
- **我国铁路货运运费实行政府指导，若上浮运价有望带来业绩弹性。**2017年以来铁路运输企业有权在基准价基础上15%幅度内适当上浮运价。对于大秦铁路，我们静态测算谨慎及乐观情况下对应疫情前2019年利润弹性系数分别为1.91和3.36。

4、高股息低估值，绝对收益稳健

- 我们预计大秦铁路2022-2024年归母净利润分别为127.52亿元、134.83亿元、139.75亿元，同比分别增长4.7%、5.7%、3.7%。
- 若仅看2022年0.48元绝对每股分红承诺，则股息收益率8%。若结合股息收益及股价收益，我们预计乐观假设下总收益率23%、谨慎假设下总收益率13%。考虑当前业绩影响利空出尽，往后运量盈利提升形成正向催化，维持“增持”评级，建议做绝对收益配置。

风险提示

- 1、煤源地煤矿矿难。
- 2、大宗商品公转铁推进不及预期。
- 3、竞争性线路分流上量。
- 4、煤炭需求回落。

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	78682	83446	88900	93105
(+/-)	8.28%	6.05%	6.54%	4.73%
归母净利润	12181	12752	13483	13975
(+/-)	13.14%	4.69%	5.73%	3.65%
每股收益 (元)	0.82	0.86	0.91	0.94
P/E	7.38	7.05	6.67	6.44

目录

CONTENTS

01

铁路煤运龙头，国铁核心资产

02

运量利空出尽，进入回升区间

03

运费政府指导，具备提升空间

04

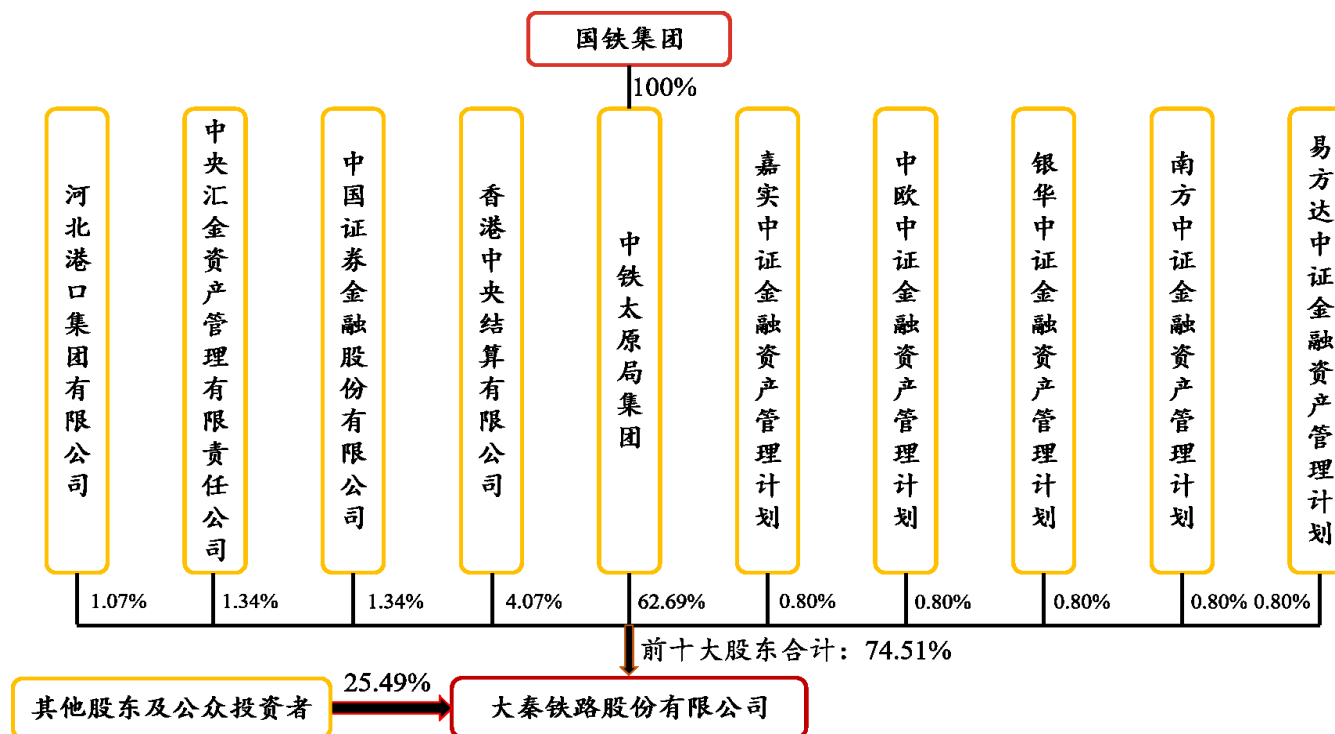
盈利预测及估值

01

铁路煤运龙头
国铁核心资产

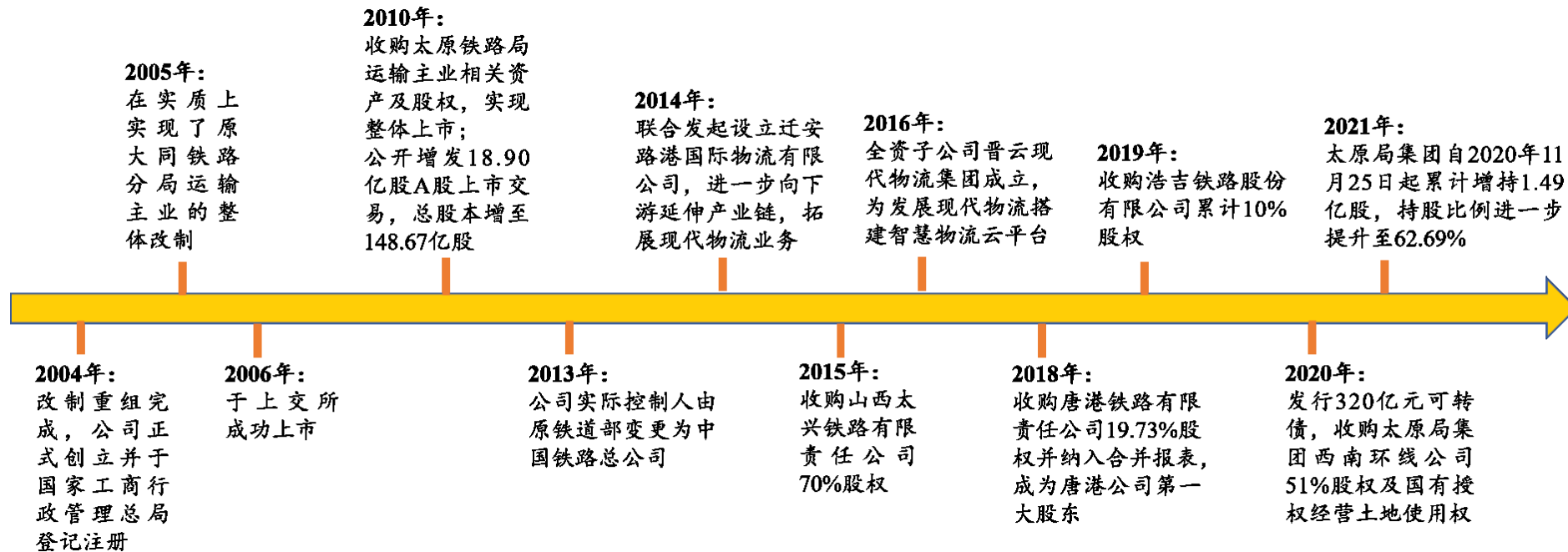
- **太原局集团控股铁路煤炭运输上市平台，国铁集团为实际控制人，股权架构稳定。**大秦铁路股权架构稳定性强，股东主体为机构投资者。国铁全资子公司太原局集团是公司的第一大股东，截止2022年一季报持股62.69%，公司的实际控制人仍为国铁集团。公司前十大股东中，除中铁太原局集团外，其余股东主要是中央汇金、中国证金及公募金融资产计划等“国家队”。
- **大股东增持完毕，彰显对公司未来发展信心。**基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可，大股东太原局集团自2020年11月25日起12个月内择机增持公司股份，截止2021年11月18日已累计增持1.49亿股，已达《增持计划公告》披露日总股本的1%，持股比例进一步提升至62.69%。

图：大秦铁路主要股东由太原局集团及“国家队”等构成（截止2022年一季报）



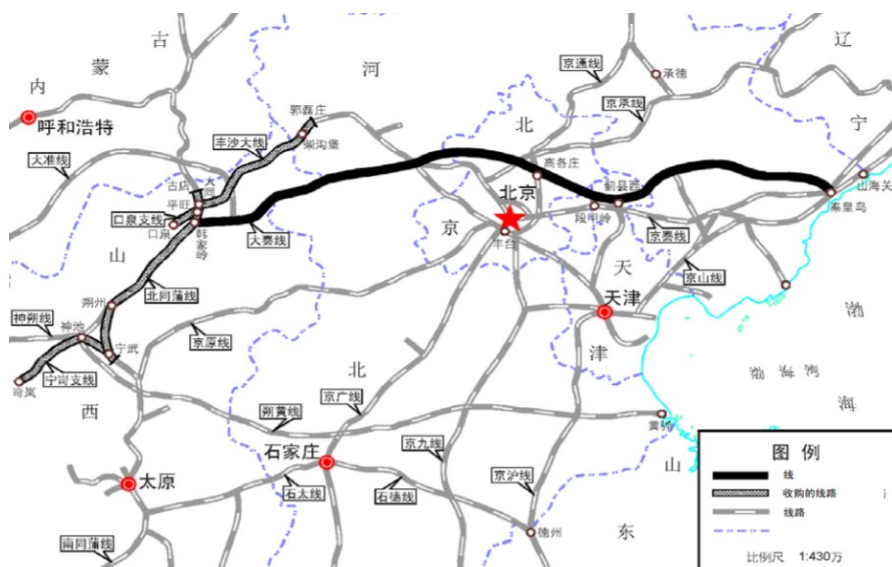
- **从改制到上市、再到扩张，步伐不止。**2004年，大秦线运输资产率先进行改制重组，原北京铁路局集团联合其余6家发起人设立大秦铁路股份有限公司；2005年，公司通过对丰沙大线、北同蒲线的资产收购实现原大同铁路分局运输主业的整体改制；2006年，随着股权分置改革推进，公司成功登陆A股市场；2010年，公司再度公开增发A股，用于收购太原局运输主业站段和相关直属单位；2015-2020年，公司数次开展铁路参控股收购，实现运输资源整合与布局拓展；2021年，太原局集团实现增持。
- **大秦铁路的发展历程，相应反映我国铁路运输改革政企分开、引入民间资本开展良性竞争以及优质资产证券化的推进思维。**

图：大秦铁路历史沿革重要事件梳理



- 大秦线西煤东运大动脉，为我国煤炭运输“生命线”。**大秦线作为国内首条重载铁路，以及华北地区连接山西大同与河北秦皇岛的国铁I级货运专线铁路，承担着山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的重任。线路全长658公里，营业里程仅占2021年15万公里全国铁路营业里程的0.44%，却承担起2021年全国22.56%的煤炭运输任务。
- 基于核心资产大秦线向外拓张多条煤炭运输线路。**公司依托晋北、蒙西地区煤炭资源腹地开展煤运主业，目前所辖线路包括大秦线等运输干线9条，口泉线、宁岢线等运输支线8条，合计营运里程达2724.6公里。其中，北同蒲线是大秦线、丰沙大线上游最主要的煤炭装车线路，煤炭经核心干线大秦线运往秦皇岛港、曹妃甸港，下水后大多数发运东南沿海地区，部分出口日韩等东亚地区，其余则运往天津、辽宁、河北等地。

图：大秦线地理走向



表：大秦铁路旗下主要线路资产情况

线路	起终点	里程数(km)	级别	正线数目	牵引种类
大秦线	韩家岭(不含)-柳村	658.0	I级	双线	电气化
北同蒲线	大同-皇后园	334.7	I级	双/单线	电气化
南同蒲线	榆次-风陵渡	478.3	I级	双/单线	电气化
侯月线	侯马北-嘉峰(不含)	150.3	I级	双线	电气化
石太线	赛鱼(不含)-皇后园	113.5	I级	双线	电气化
丰沙大线	郭磊庄(不含)大同	155.5	I级	双线	电气化
太焦线	修文-夏店(不含)	190.7	II级	单线	内燃
京原线	薛孤-灵丘	174.7	II级	单线	电气化
宁岢线	宁武-岢岚	95.4	I级	单线	电气化
口泉线	平旺-口泉	9.7	I级	双线	电气化
介西线	介休-阳泉曲	46.9	II级	双/单线	电气化
忻河线	忻州-河边	39.9	III级	单线	内燃
兰村线	汾河(不含)-上兰村	12.7	III级	单线	内燃
玉门沟线	太原西(不含)-白家庄	12.9	III级	单线	电气化/内燃
联络线		120.3			
合计		2593.5			

- **货运业务**：2021年，公司发送货物6.91亿吨，录得货运收入623.73亿元，占总营业收入比重79.27%。货运结构中煤炭发运5.82亿吨，占公司货运总量比重84.22%。
- **客运业务**：兼营西安局客运业务，担当开行数列始发终到太原、大同的客列，2021年录得客运收入61.85亿元，若剔除疫情影响客运收入占比维稳于10%左右。
- **其他**：公司还向其他铁路运输企业提供委托运输管理服务、场站设备维修等业务。

表：货运业务贡献大秦铁路主要营业收入（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
营业总收入	556.36	783.45	799.17	723.22	786.82
YOY	-	40.82%	2.01%	-9.50%	8.79%
一、货运业务收入	423.00	597.95	611.72	578.36	623.73
收入占比	76.03%	76.32%	76.54%	79.97%	79.27%
YOY	-	41.36%	2.30%	-5.45%	7.85%
货物发送量（亿吨）	5.73	6.42	6.84	6.62	6.91
二、客运业务收入	57.29	73.59	76.14	47.89	61.85
收入占比	10.30%	9.39%	9.53%	6.62%	7.86%
YOY	-	28.45%	3.47%	-37.10%	29.14%
旅客发送量（万人）	5724	5731	5719	3037	3631
三、其他业务收入	76.07	111.92	111.31	96.97	101.24
收入占比	13.67%	14.29%	13.93%	13.41%	12.87%
YOY	-	47.13%	-0.55%	-12.88%	4.40%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

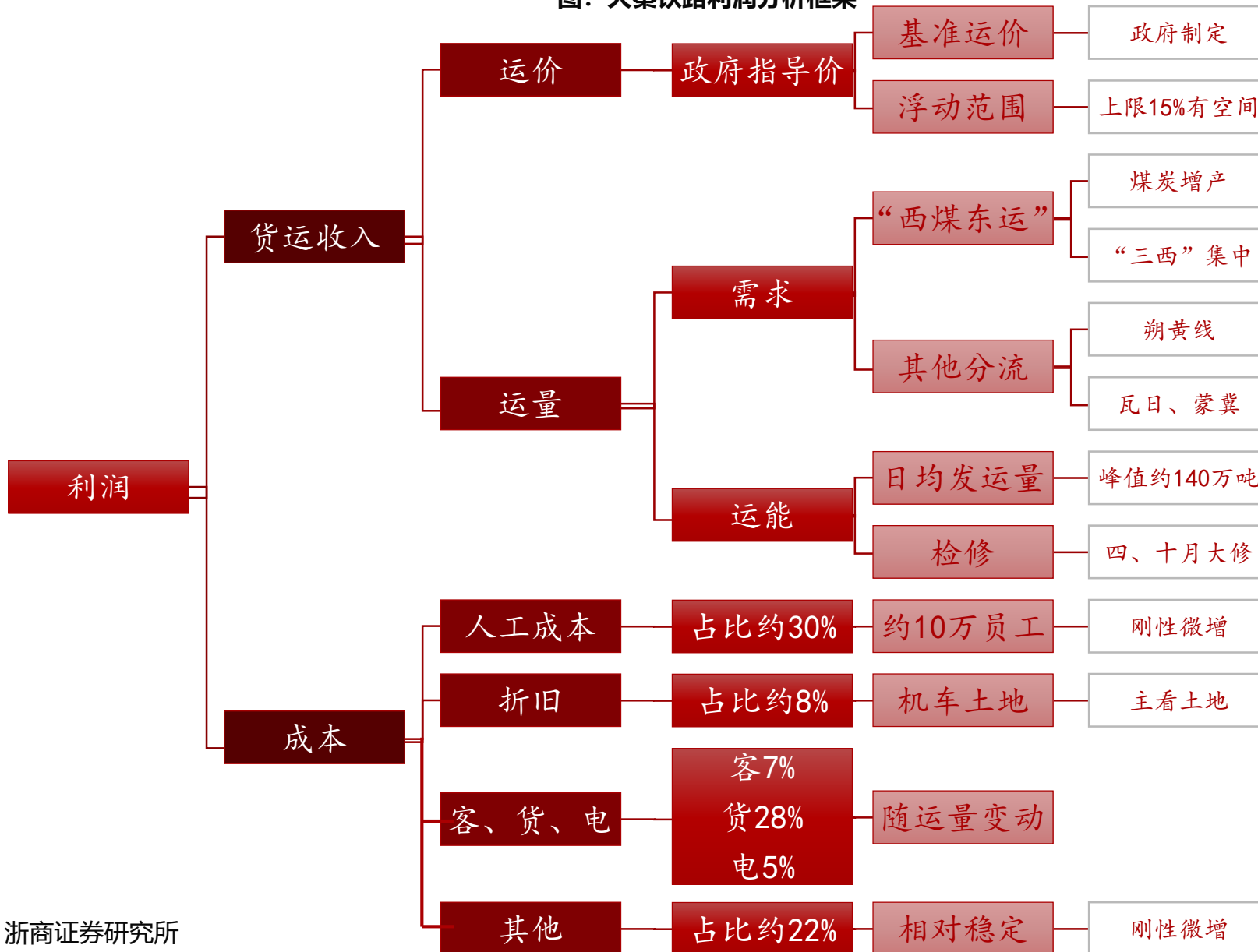
- 大秦铁路主要成本为人员费用、货运服务费、折旧摊销等，结构刚性。

表：大秦铁路营业成本结构相对刚性（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	备注
营业成本	401.45	589.02	617.04	582.26	615.09	
YOY	-	46.72%	4.76%	-5.64%	5.64%	
一、人员费用	151.49	170.29	184.84	186.22	202.93	人工费用，截止2021年末9.44万名员工，整体刚性
成本占比	37.74%	28.91%	29.96%	31.98%	32.99%	
二、折旧	54.28	68.98	70.98	67.80	48.43	2021年1月1日起会计估计调整，公司2021年折旧减少19.37亿元，转债收购土地未来交付后或增加摊销
成本占比	13.52%	11.71%	11.50%	11.64%	7.87%	
三、货车使用费	34.86	37.36	37.16	33.23	31.65	公司使用国铁集团拥有货车在管区内执行运输情况下，按使用量支付费用，与货运需求相关
成本占比	8.68%	6.34%	6.02%	5.71%	5.15%	
四、客运服务费	31.62	44.22	46.76	41.35	49.33	公司的客车行驶到管外的客运线路发生的各项服务费和设施使用费等
成本占比	7.88%	7.51%	7.58%	7.10%	8.02%	
五、电力及燃料	28.08	33.06	31.94	27.75	29.09	公司自有车辆运行消耗的能源费用
成本占比	6.99%	5.61%	5.18%	4.77%	4.73%	
六、货运服务费	18.59	152.50	167.15	163.01	172.27	公司的货车行驶到管外的货运线路发生的各项服务费和设施使用费等
成本占比	4.63%	25.89%	27.09%	28.00%	28.01%	
七、材料	18.01	15.43	11.16	7.16	13.77	日常维修用材费用
成本占比	4.49%	2.62%	1.81%	1.23%	2.24%	
八、机客租赁费	5.46	8.95	10.33	10.77	11.31	与客货运输业务量相关
成本占比	1.36%	1.52%	1.67%	1.85%	1.84%	
九、土地房屋租赁费	3.99	3.99	3.99	7.26	7.31	向太原局集团支付为运输主业使用的土地和部分房屋租赁费用
成本占比	0.99%	0.68%	0.65%	1.25%	1.19%	
十、其他	55.08	54.24	52.72	37.72	49.00	-

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图：大秦铁路利润分析框架

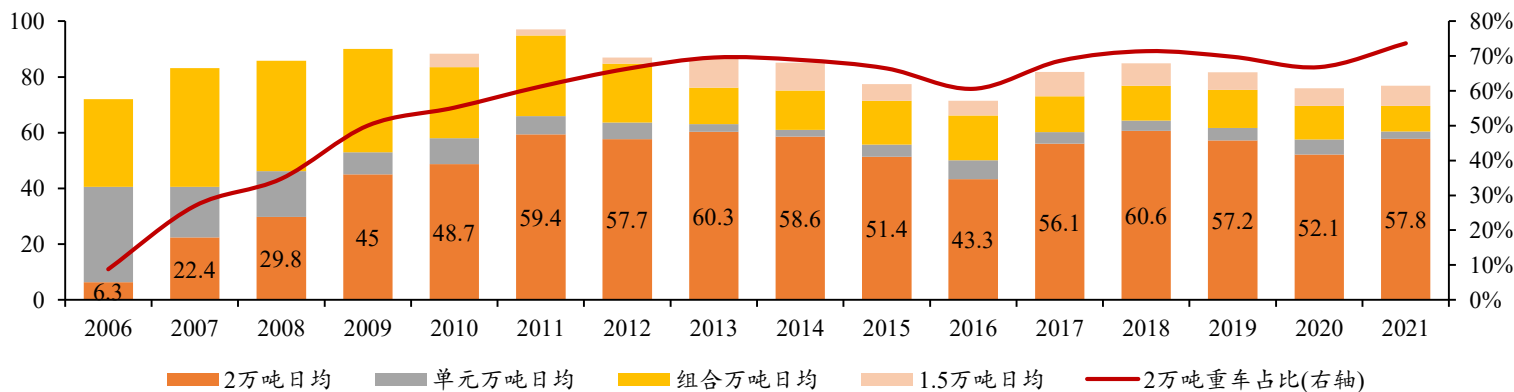


02

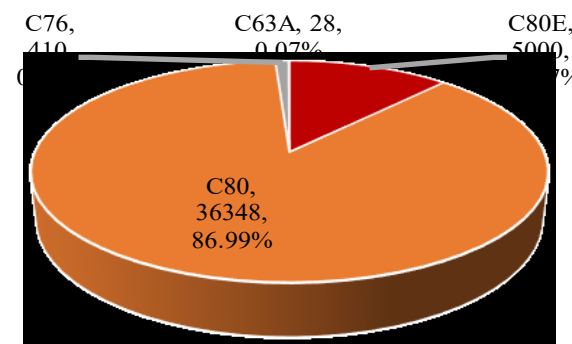
**运量短期触底
长期仍有需求**

- 公司运力供给端运力无忧（测算大秦线当前日均极限可达140万吨），未来增长空间来自发车间隔、列长、车重三方面：
 - **发车间隔**：列车发车间隔是指前方列车从车站发车时起，至该站同方向下一列车发车时止的最小时间间隔。2010年以来公司2万吨、1.5万吨列车平均追踪间隔时间在13分钟以内，万吨列车在10分钟以内。
 - **列长**：列车列长是指列车车身的长度。其他条件不变，列车越长则单次运量越大。目前大秦线上开行的货列分为2万吨重载、1.5万吨重载及1万吨重载（单元万吨及组合万吨）三种类型。公司不断增加重载列车开行对数，2万吨日均发车列次由2006年的6.3列高增至2021年的57.8列，占比由8.75%上升至73.63%。我们保守假设2万吨与1.5万吨编组发车间隔13分钟、万吨编组发车间隔10分钟，若将1.5万吨编组与万吨编组列车全替换为2万吨编组（对万吨编组列车进行换算时根据发车间隔差异作出调整），则2019年度货运量将在原4.31亿吨基础上提升32.19%至5.70亿吨。
 - **车重**：列车车重是指单车载重。其他条件不变，列车单车载重越重则单次运量越大。目前大秦线主要列车为C80型煤矿专用敞车（截止2020年6月末公司拥有C80E型5000辆，C80型3.63万辆，C76型410辆，C63A型258辆）。与之对比，瓦日线已成功试运行C96型敞车，单车载重96吨。从长期角度考虑，大秦线车辆型号迭代仍有运力升级空间。

图：2万吨重车开行对数占比提升

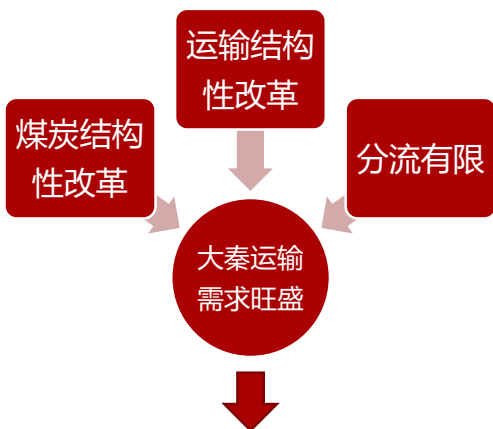


图：公司货车以C80型为主（截止2020年6月末，辆）



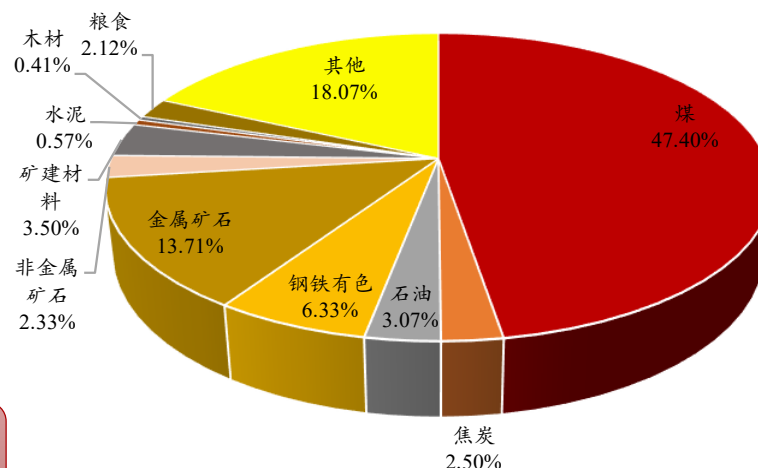
- 长远看能耗双控、碳中和等环保政策影响略微，大秦线运量仍有“三层安全垫”支撑：
 - 煤源结构调整，煤产地持续向三西地区集中。
 - 运输结构调整，公转铁持续推进，国铁集团与各地方政企合作推动铁路货运增量行动。
 - 运输成本优势，西煤东运四大干线比较下，大秦线运输成本优势仍存。
- 全行业看，我国能源结构仍以煤炭为主，这在根本上决定了铁路货运的重心在于煤运，而煤运业务需求主要与下游火电需求挂钩。但是，具体到单个煤炭运输线路看，某一干线是否拥有运输需求取决于煤源地的产销情况。大秦线所依托的煤源地分布于山西、陕西及蒙西地区，其中以山西煤矿为主。综合来讲，大秦线运量需求逻辑仍是跳出电煤需求周期，在“三层安全垫”支撑下高位稳增。

图：大秦铁路长期需求仍有三层安全垫保障

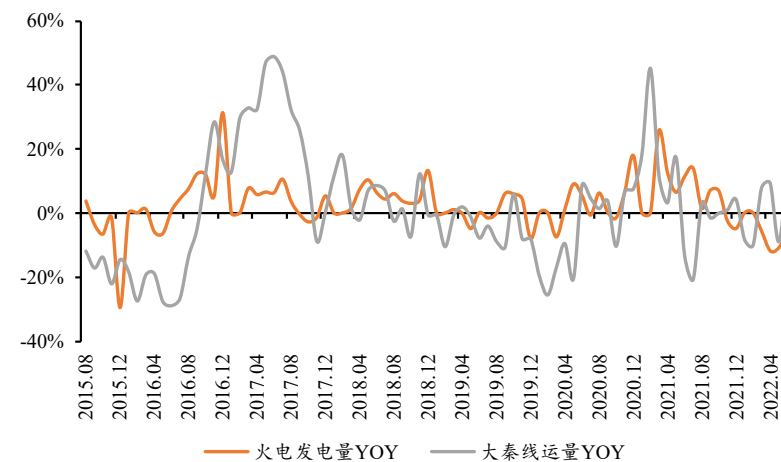


大秦运量将维持高位稳健

图：国铁口径铁路货运结构中煤占比接近50%（2020年）



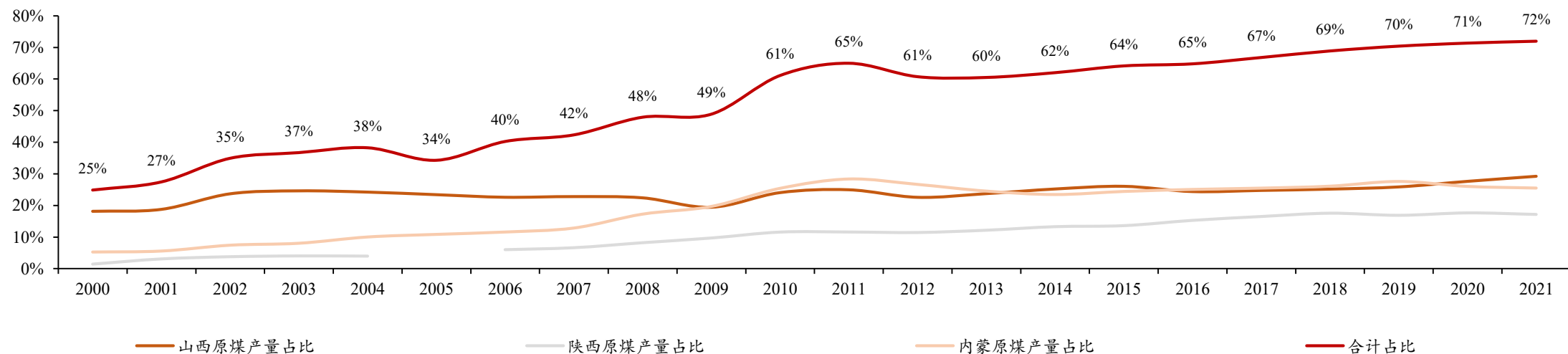
图：大秦线运量增速与下游火电增速相关度低



三层安全垫之一：煤源结构调整-煤源地继续向“三西”集中。

- 为贯彻落实党中央、国务院深化供给侧结构性改革的决策部署，2019年以来，国家能源局会同有关部门组织开展了30万吨/年以下煤矿分类处置工作，指导各地按照“严格执法关闭一批、实施产能置换退出一批、升级改造提升一批”的要求，有序淘汰落后产能。根据中国煤炭工业协会，截至2021年底，全国煤矿数量减少至4500处以内，年产120万吨以上的大型煤矿产量占全国的85%左右，年产30万吨以下小型煤矿产能占全国的比重下降至2%左右，煤炭集约开发布局进一步优化。
- 与此同时优质产能区域集中度不断提升，三西地区原煤产量占全国原煤产量比重由2018年的68.89%提升至2021年的71.97%，（其中以山西省增幅最为明显），22H1进一步提升至72.47%，说明我国原煤优质产能持续归拢于山西、陕西及蒙西地区。淘汰落后产能大背景下，煤源地集中化锁定大秦铁路区位优势，进一步巩固主业护城河，凸显自然垄断优势。

图：煤炭产能逐渐向山西、陕西及内蒙古集中



三层安全垫之二：运输结构调整-“公转铁”继续推进。

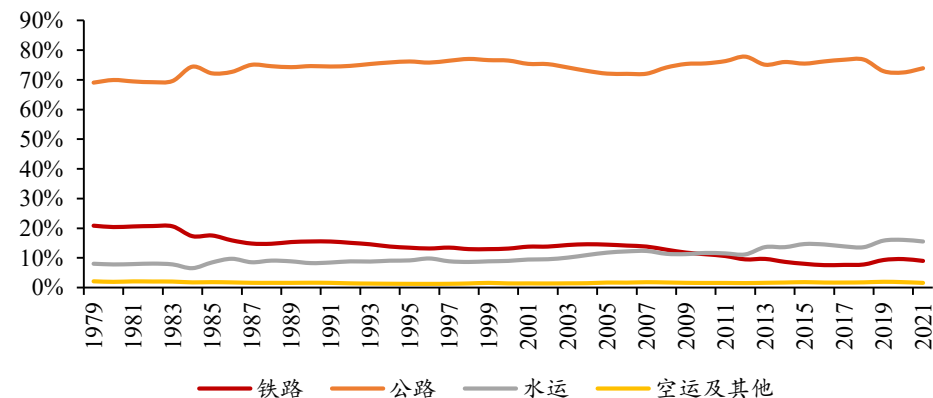
- 交通运输部《综合运输服务“十四五”发展规划》要求到2025年铁路货物周转量占比提升至17%；国务院《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》要求晋陕蒙煤炭主产区大型工矿企业中长距离运输（运距500公里以上）的煤炭和焦炭中，铁路运输比例力争达到90%。

表：从政策端看，大宗公转铁既是物流降本增效的要求，也是生态环保的要求

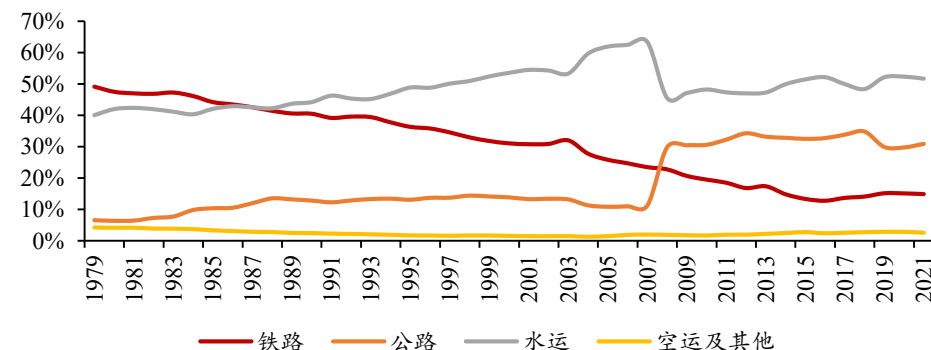
时间	事件
2017年4月	天津港禁止汽运煤集港
2017年9月	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018年2月	铁路总公司组织北京局集团公司与唐山市政府签订《关于加强唐山地区铁路集疏港运输战略合作的框架协议》
2018年3月	广西10家交通运输业与中铁南宁局集团公司签署“公转铁”运输协议
2018年4月	中央财经委员会第一次会议要求调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量
2018年4月	交通部召开运输结构调整工作组会议，以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进货物运输“公转铁”
2018年5月	第八次全国生态环境保护大会召开，突出加强工业、燃煤、机动车“三大污染源”治理，坚决打赢蓝天保卫战
2018年10月	国务院印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》，目标到2020年，全国货物运输结构明显优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高
2019年1月	自2019年1月1日起，青岛港、烟台港及日照港的煤炭集港全部改为铁路或水路运输
2019年2月	北京局集团与首钢集团签订绿色物流战略合作协议
2019年11月	山东港口集团与中铁济南局集团有限公司签署2020年度路港战略合作协议，进一步推动运输结构调整，扩大铁路运输份额
2020年1月	郑州局集团与21家“白货”企业签订运量互保协议
2020年3月	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，率先推进大宗货运公转铁
2020年6月	两部委发布《关于进一步减低物流成本实施意见的通知》，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”
2021年3月	“十四五”规划和2035年远景目标纲要提出加快大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”
2021年11月	《2021-2022年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》要求将具备条件的“公转铁”“公转水”碳排放纳入地方政府评价考核体系
2021年11月	《综合运输服务“十四五”发展规划》要求持续推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”“公转水”，到2025年铁路货物周转量占比提升至17%，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）出省（区）运距500公里以上的煤炭和焦炭铁路运输比例力争达到80%左右
2022年3月	黑龙江政策补助“公转铁”大宗货物“上轨道”降成本

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：2021年全国铁路货运量占比9.63%



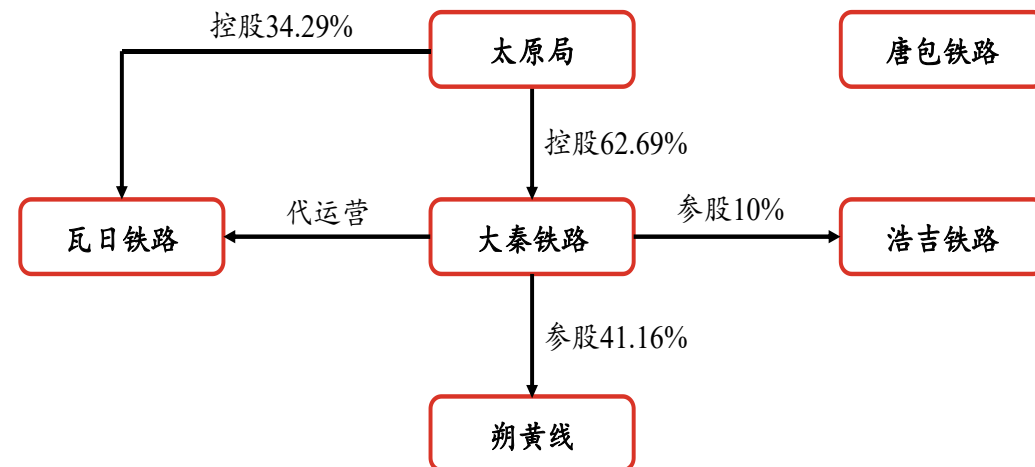
图：2021年全国铁路货物周转量占比14.86%



三层安全垫之三：分流影响较弱-大秦线具备运输成本及产能优势。

- 铁路货运计费单位为吨公里，因此在同水平载重下运距越长则总运费越高。**西煤东运的四条干线通道由北向南依次是唐包线、大秦线、朔黄线、瓦日线。其中，朔黄线营运里程最短，但下水港黄骅港产能扼制导致难以持续上量；唐包线营运里程为大秦线全长的1.29倍，运输费用较高；瓦日线运营里程最长，为大秦线全长的1.91倍，运输成本高企，此外集运站建设相对较缓。综合运输成本、产能空间与配套设施考虑，西煤东运其余三条干线对大秦线的分流影响较弱。北煤南运方面，浩吉线同样运距长，且煤源地与大秦线煤源地不相重合。
- 竞争性线路已基本开展股权合作。**公司大股东太原局集团持有瓦日线34.29%股权，此外公司自身对浩吉线及朔黄线分别参股10%、41.16%，具备线路间协同整合能力。

图：公司对其他煤运干线也已开展股权合作



表：大秦线具备运输成本及产能优势

	方向	起点	终点	本线长度	运量	标称运能	主要煤源
唐呼线	西煤东运	包头	曹妃甸港	852km	2021年1.1亿吨	约1.5亿吨	蒙西包头、陕北
大秦线		大同	秦皇岛/曹妃甸港	658km	2021年4.2亿吨	测算约4.6亿吨	山西、蒙西鄂尔多斯
朔黄线		朔州	黄骅港	598km	2021年3.6亿吨	-	神华集团下属煤矿
瓦日线		兴县瓦塘	日照港	1260km	2021年8338万吨	约2亿吨	山西中南部
浩吉线	北煤南运	浩勒报吉	吉安	1837km	2021年运量预计超过5500万吨	约2亿吨	陕西

03

**运费政府指导
具备提升空间**

美国铁路发展史整体上是由自由发展，到严加管制，再到放松管制并形成适度有效管制的过程，最终回归市场化迎来运营效率的提升与行业景气度的提升：

- **自由发展阶段（20世纪初及之前）**：政府对铁路极少干预，相应铁路运输占据货运市场绝大部分份额，但也带来供给过度饱和。
- **严加监管阶段（20世纪早中期）**：政府出台多部法律，使铁路定价权回归中央部门，过度监管导致企业经营积极性下降。
- **放松管制阶段（20世纪末及之后）**：政府赋予铁路公司更多市场化权利，铁路运输逐步恢复市场调节的运作模式。

通过对美国铁路发展历程的复盘，我们认为启示在于政府对铁路运输的管理需要顺势而为、适时适度。一方面，铁路运输对国家经济体系运行具备极高重要性，因此应适当给与引导从而规避无序竞争、呵护平稳运行；另一方面，如果管制过度，或可能使市场调节失效，降低市场参与主体的积极性，导致行业景气下行。

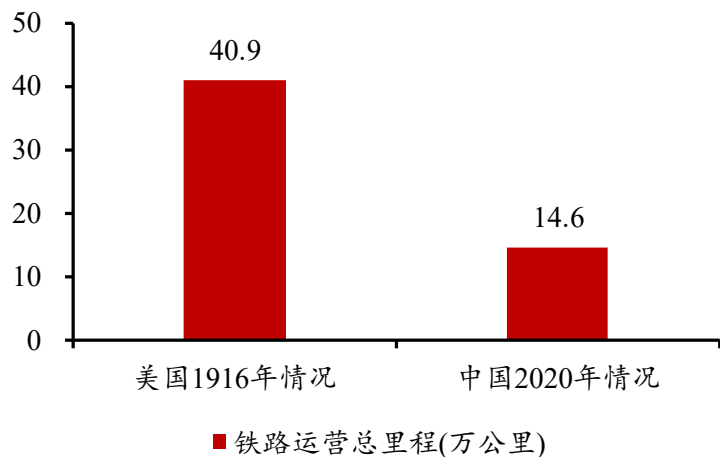
表：美国铁路行业发展阶段梳理

时间	阶段	政府政策	行业情况
20世纪初及之前	自由发展	大力支持，放任发展	蓬勃发展，但后期供给过度导致恶性竞争
20世纪早中期	严加监管	法规频出，限制定价	企业经营积极性下降，行业景气下行
20世纪末及之后	放松管制	放松管制，监督引导	行业恢复市场调节，营业额及景气上行

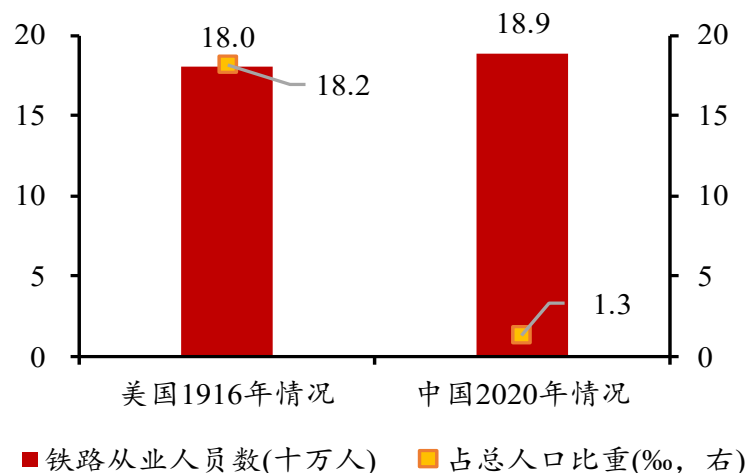
自由发展阶段（20世纪初及之前）：

- **1830年**：美国第一条铁路“巴尔的摩-俄亥俄”线建成通车，美国开启了铁路运输的时代。
- 后续政府对铁路运输市场极少干预，还采取赠送土地、减免税负等优惠政策鼓励从事铁路运输。
- **1865年**：铁路已基本确定在美国运输业中的垄断地位。
- **1916年**：美国铁路总运营里程达约40.9万公里，铁路从业人员180万人，铁路公司高达6000多个，铁路货运量周转量占总货运周转量的77%。

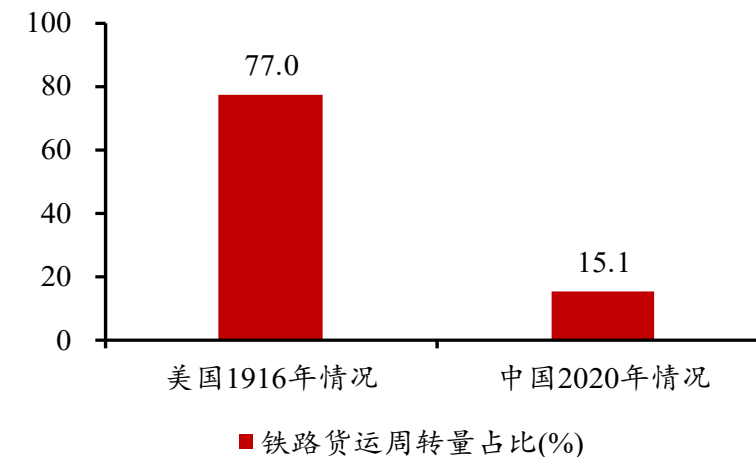
图：美国1916年铁路里程高于我国2020年



图：美国1916年铁路从业人数接近我国2020年



图：美国1916年铁路货运周转量占比高于我国2020年

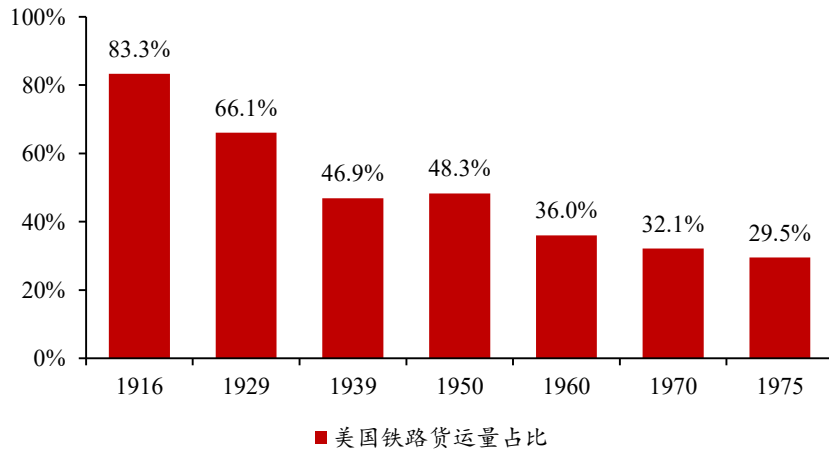


严加监管阶段（20世纪早中期）：

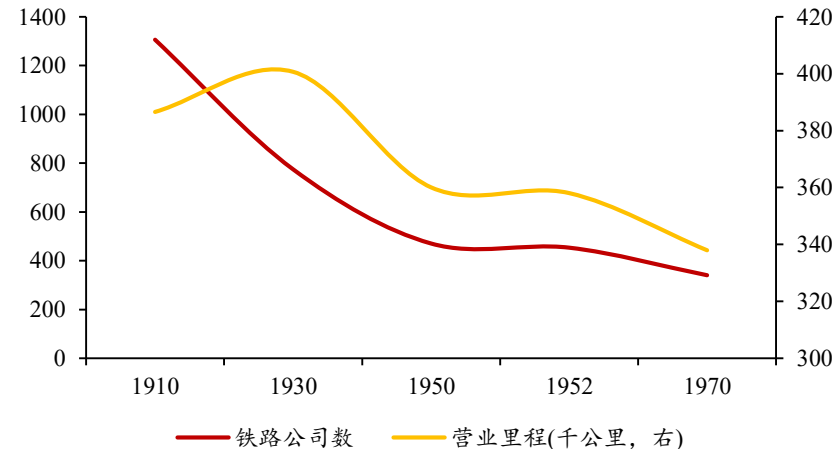
- **1906年**：出台《赫伯恩法》加强州际商务委员会（ICC）的权利，规定ICC有权规定最高运价以限制运价变化；ICC的裁决对运输企业有严格的约束力；铁路运输企业要改变运价则须有30天的通告期等。
- **1910年**：出台《曼恩-埃尔金斯法》，规定ICC有权终止铁路运输企业改变运价；ICC可自行组织听证会以确定运价的合理性等。
- **1913年**：出台《估计法》，要求ICC评估铁路资产的合理价值，以便制定和检查铁路运价；铁路运输企业需执行严格的退市制度，即使经营亏损也不能关停与公共利益有关的铁路线。

ICC管制权利的加强虽然起到了铁路行业反垄断的作用，但没有依据经济发展及市场形势的变化对管制政策灵活调整，导致竞争走向极端，企业财务负担加重、经营僵化。到20世纪70年代，美国铁路业陷入最严重衰退的地步，70年代10年间10家主要的铁路公司倒闭，铁路货运市占率由1916年83.3%下降至1975年29.5%。

图：美国铁路货运量占比自1916-1975年大幅下降



图：美国铁路企业数及营业里程自1916-1979年大幅下降

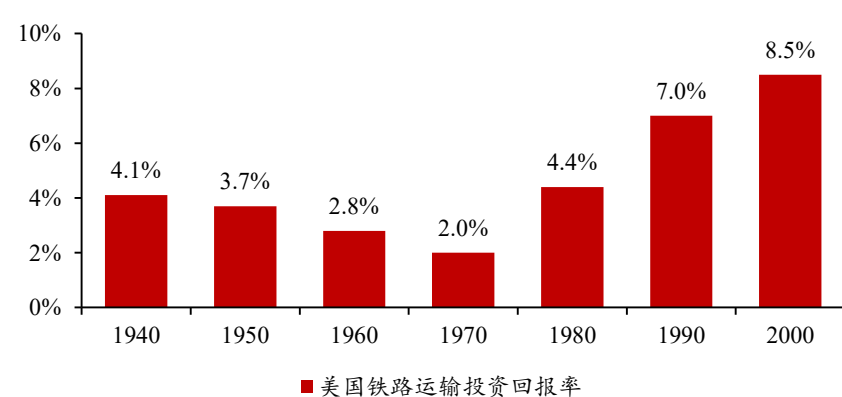


放松管制阶段（20世纪末及之后）：

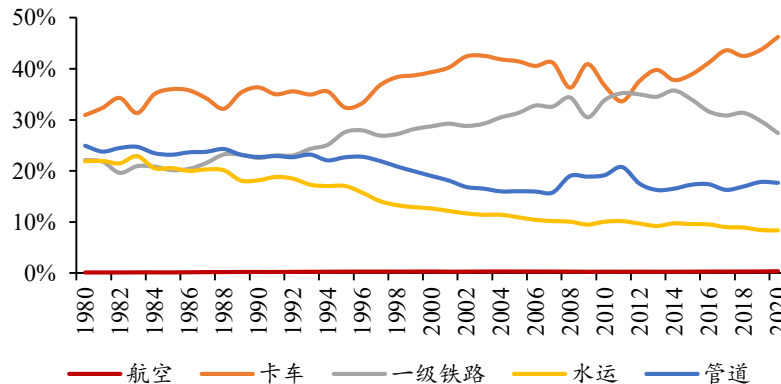
- **1976年**：出台《铁路复兴和管制改革法》，放松对铁路运价管制，为企业变动运价提供了法律依据。
- **1980年**：出台《斯塔格斯铁路法》，允许铁路公司根据市场需要适当调整运价；规定铁路公司采用合同运价；不再强制要求铁路公司继续经营亏损线路；明确强调铁路公司收益的充分性；在铁路公司不滥用市场势力侵犯托运人权利的前提下，最大程度拓宽管制的豁免范围。
- **1995年**：出台《州际商务委员会终止法》（ICCTA），撤销ICC，同时对铁路业的管制范围内容等方面相应进行界定和调整。

通过逐步放松的铁路运输管制机制改革，美国政府构建了对铁路行业以运价管制为核心的适度有效的监管体系。铁路企业经营自主权明显提升，有效经营手段下铁路投资回报率由1970年2.0%回升至2000年8.5%，铁路货运周转量占比由1980年22.34%回升至2014年35.74%。

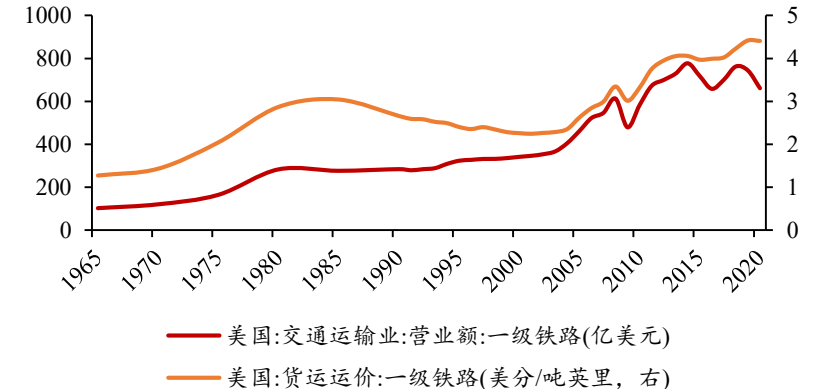
图：美国铁路运输投资回报率自1980年后明显回升



图：美国铁路货运周转量占比自1980年后明显回升

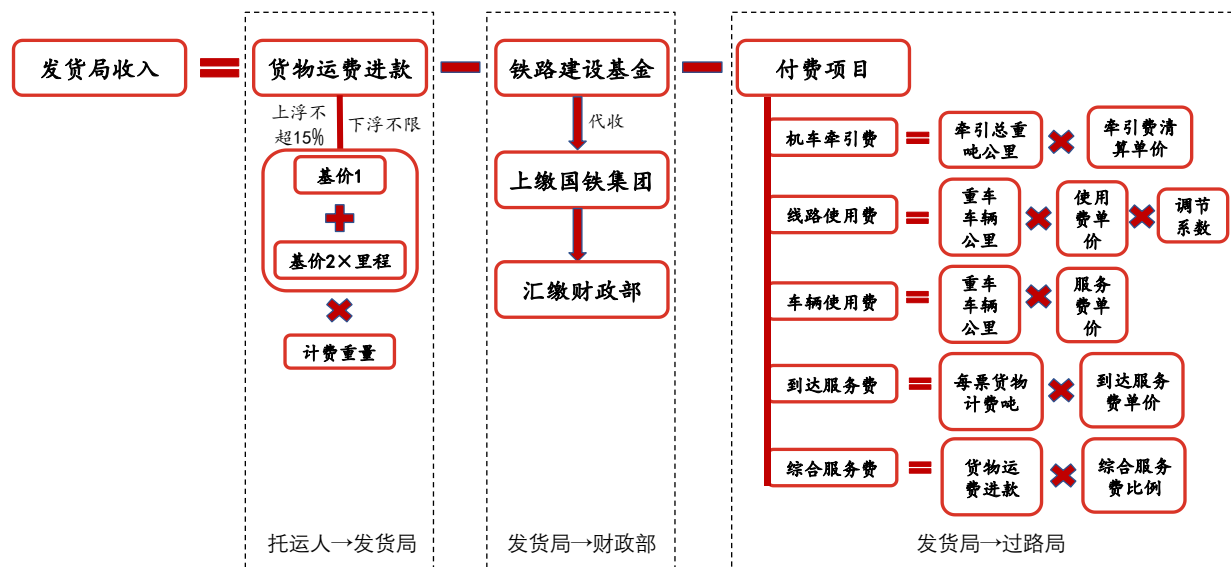


图：美国铁路运价及营业额自2000年后整体呈现上升趋势



- 从计费模式看，当前我国铁路运输企业货物运输收入的清算方式是以承运企业为核算主体的承运清算方式，发货局收取全段运费进款，并按照国铁集团定价标准向过路局支付机车牵引等服务费，从而提升运价调节的市场化水平。
- 从定价机制看，2014年起，铁路货运由政府定价转变为政府指导价；2015年，运价市场化方面进一步放权，铁路运输企业有权在基准价基础上10%幅度内适当上浮运价，下浮不限；2017年，国铁口径电气化附加费并入统一运价，上浮限制上调至15%。整体看我国铁路货运定价机制市场化程度在不断提高，价格形成机制趋于有效。

图：铁路货运清算办法计费规则



表：铁路货运价格相关政策改革

时间	事件
2020.03	国家发改委修改《中央定价目录》，删除2015年以来国家明确放开或取消的价格和收费项目，主要涉及铁路、民航、港口等行业，以巩固近年来价格和收费改革成果
2018.12	国家发改委进一步清理规范铁路货物运输相关收费，简化梳理铁路货物运输杂费、规范收费行为
2018.01	《铁路货物运输进款清算办法(试行)》实施，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式
2017.06	国家发改委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，对12个货物品类运输价格实行市场调节，将电力附加费并入国铁统一运价，铁路运输企业可以基准价为基础，在上浮不超过15%，下浮不限的范围内自主决定运价水平
2016.11	国家发改委清理规范涉及铁路货物运输有关收费，重点在于清理地方政府附加收费、规范降低专用线产权或经营单位收费、规范铁路运输企业收费
2015.10	《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》指出要逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围
2015.04	《铁路法》修订，从法律层面明确铁路杂费由铁路运输企业自定
2015.01	《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》首次允许在指导价附近自行调价运价，调节范围为上浮10%，下浮幅度不限

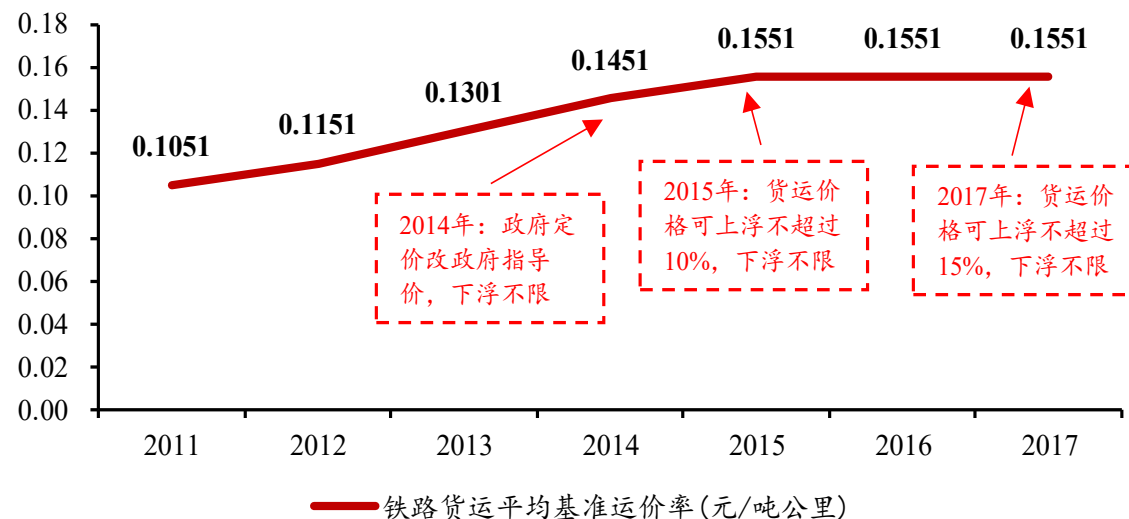
新清算办法适用范围：铁路局集团公司、合资铁路公司、铁路上市公司、地方铁路公司

- 从标称费率看，铁路货运基准运价调整基本到位。我国铁路货运价格变动相对频繁，仅从2012年至今便经历了四次整体提价，分别在2012年5月、2013年2月、2014年2月及2015年1月每吨公里提高1分、1.5分、1.5分及1分，至2015年铁路货运平均基准运价15.51分/吨公里，其中，国铁统一运费12.21分/吨公里、铁路建设基金普通整车费率3.3分/吨公里。由此铁路货运价格水平的调整基本到位，铁路与公路的合理比价关系基本实现，铁路货运企业的经营效益得到改善。

表：我国铁路货运基准运价

办理类别	运价号	基价1		基价2	
		单位	标准	单位	标准
整车	2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
	4(适用煤炭)	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
	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
零担	21	元/10千克	0.22	元/10千克公里	0.00111
	22	元/11千克	0.28	元/11千克公里	0.00155
集装箱	20英尺箱	元/箱	500.00	元/箱公里	2.025
	40英尺箱	元/箱	680.00	元/箱公里	2.754

图：铁路货运基准运价调整基本到位



- 公司运价自2017年3月以来未有调整。**自2011年以来，公司货运价格累计变动6次。其中，2012-2015年间公司运价整体上调4次，带来货运收入增量；2016年2月，公司针对煤炭运价每吨公里回调0.01元（主要是当年煤炭需求下滑，国铁集团统一下调煤炭运价）；但2017年3月又上调恢复至原有水平。整体看，公司实行基准运价，15%上浮权限仍未完全动用。

表：2012年以来大秦铁路共经历6次运价调整

时间	调整方向	调整情况	对年度营业收入影响
2012.05	上调	货物平均运价水平每吨公里上调1分。其中，煤炭运价基价1由10.80元/吨上调至12.20元/吨，基价2由0.0553元/吨公里上调至0.0629元/吨公里。公司管内实行特殊货物运价的大秦、丰沙大、京原三线煤炭现行运价不变。	导致公司2012年营业收入增加约8亿元
2013.02	上调	货物平均运价水平每吨公里上调1.5分。其中，煤炭运价基价1由12.20元/吨上调至13.80元/吨，基价2由0.0629元/吨公里上调至0.0753元/吨公里。公司管内大秦、丰沙大、京原三线煤炭现行运价不变。	导致公司2013年营业收入增加约16亿元
2014.02	上调	货物平均运价水平每吨公里提高1.5分。其中，煤炭运价基价1由13.80元/吨上调至15.50元/吨，基价2由0.0753元/吨公里上调至0.089元/吨公里。公司管内大秦、京原、丰沙大三线本线煤炭运输运价率每吨公里提高1.5分。	导致公司2014年营业收入增加约43亿元
2015.02	上调	国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高1分钱，即由现行14.51分提高到15.51分，其中，煤炭运价基价1由15.50元/吨上调至16.30元/吨，基价2由0.089元/吨公里上调至0.098元/吨公里；大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭（指发、到站均在本线的煤炭）运价率由现行9.01分提高到10.01分。	导致公司2015年营业收入增加约24.1亿元
2016.02	下调	煤炭运价每吨公里下调1分钱	导致公司2016年营业收入减少约24亿元
2017.03	上调	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。	经浙商交运测算，导致2017年营业收入增加约26.9亿元

- **运价上浮几乎不存在边际成本，贡献收入即转化为利润增量。**公司的货运成本主要是人工费用、折旧摊销、土地房屋租赁费、货车使用费、电力燃料费、机客车租赁费等，其中前三项费用整体较为刚性，后三项主要与货物运输量正相关。因此，提价带来的收入增长相对应的边际成本几乎为0，绝大部分转化为利润增量。
- **谨慎及乐观情境下，测算疫情前2019年大秦铁路提价利润弹性系数为3.36，静态看业绩增量可观：**
 - 假设谨慎情境下，仅大秦线涨价，在原有整车4号运价（适用煤炭）基础上，基价1及基价2皆上浮10%；
 - 假设乐观情境下，公司货运业务整体平均运价上浮10%；
 - 假设适用所得税率25%。
 - **我们测算在谨慎情境下，2018-2021年归母净利润静态增幅分别18.79%、19.10%、22.52%、20.94%，也即提价利润弹性系数分别1.88、1.91、2.25、2.09；在乐观情境下，2018-2021年归母净利润静态增幅分别30.83%、33.56%、39.81%、38.40%，也即提价利润弹性系数分别3.08、3.36、3.98、3.84。**

表：大秦铁路运价上浮利润弹性静态测算（亿元）

	2018	2019	2020	2021
营业总收入	783.45	799.17	723.22	786.82
其中：货运收入	597.95	611.72	578.36	623.73
大秦线运量(亿吨)	4.51	4.31	4.05	4.21
归母净利润	145.44	136.69	108.96	121.81
乐观情况：收入增量	59.79	61.17	57.84	62.37
乐观情况：归母净利润增幅	30.83%	33.56%	39.81%	38.40%
谨慎情况：收入增量	36.43	34.80	32.72	34.01
谨慎情况：归母净利润增幅	18.79%	19.10%	22.52%	20.94%

04

盈利预测 及估值

收入端：

- 假设暂不考虑运费侧调整。
- 考虑到大秦线供需情况，假设2022-2024年运量分别为4.32亿吨、4.40亿吨、4.47亿吨。
- 考虑到“公转铁”的推进，假设其他线路煤炭运量2022-2024年货物发送量分别为2.78亿吨、2.85亿吨、2.92亿吨。
- 考虑到煤源的稳定性，假设各线路煤炭运距维持稳定。
- 考虑到新冠疫情对客运的影响节奏，假设2022-2024年客运收入分别同比+0%、+50%、+16%。

我们预计2022-2024年大秦铁路货运收入分别为667亿元、684亿元、701亿元，营业总收入分别为834亿元、889亿元、931亿元。

表：收入拆分（亿元、亿吨）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	783	799	723	787	834	889	931
YOY		2.01%	-9.50%	8.79%	6.05%	6.54%	4.73%
1、货运收入	598	612	578	624	667	684	701
YOY		2.30%	-5.45%	7.85%	6.96%	2.54%	2.50%
总发送量(亿吨)	6.42	6.84	6.62	6.92	7.10	7.25	7.39
大秦线运量(亿吨)	4.51	4.31	4.05	4.21	4.32	4.40	4.47
2、客运收入	74	76	48	62	62	93	108
YOY		3.47%	-37.10%	29.15%	0.00%	50.00%	16.00%
3、其他收入	112	111	97	101	105	112	122

成本端：

- 假设人工成本、客运服务费、货车使用费、检修费、房屋租赁费等维持平稳增长。
- 公司2021年1月1日起会计估计调整，减少折旧约19.36亿元，后续假设折旧成本较2021年微增。
- 假设材料、电力及燃料等成本与货运量增速维持一致。

预计公司2022-2024年营业成本分别为658亿元、701亿元、734亿元。

表：成本拆分(亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	589	617	582	615	658	701	734
YOY		4.76%	-5.64%	5.64%	6.94%	6.62%	4.59%
1、主营业务成本	576	602	568	602	644	688	719
其中：人工成本	170	185	186	203	223	237	248
货运服务费	153	167	163	172	187	196	204
折旧摊销	69	71	68	48	50	50	51
2、其他业务成本	13	15	15	13	13	14	14

利润端：

- 大秦铁路利润主要来源仍为大秦线利润及朔黄铁路投资收益，考虑到朔黄铁路运能接近饱和，此处假设朔黄铁路贡献投资收益与2021年持平为31.97亿元。
- 此外考虑公司2020年底发行320亿元可转债对财务费用的影响。

综合以上收入、成本、投资收益及财务费用，预计大秦铁路2022-2024年归母净利润分别为127.52亿元、134.83亿元、139.75亿元，同比分别增长4.7%、5.7%、3.7%。

表：简易利润表(亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	783	799	723	787	834	889	931
YOY		2.01%	-9.50%	8.79%	6.05%	6.54%	4.73%
营业成本	589	617	582	615	658	701	734
YOY		4.76%	-5.64%	5.64%	6.94%	6.62%	4.59%
总毛利	194	182	141	172	177	188	198
YOY		-6.32%	-22.61%	21.83%	2.87%	6.23%	5.25%
财务费用	3	1	3	3	4	4	6
朔黄投资收益	31	31	32	32	32	32	32
归母净利润	145	136	108	122	128	135	140
YOY		-6.23%	-21.06%	13.14%	4.69%	5.73%	3.65%

当前估值位置安全边际充足。

- **PB已在历史底部，托底股价。**当前，公司PB仅在0.76倍左右，估值已经见底。公司3年、5年、10年PB均值分别为0.88倍、1.04倍、1.26倍，因此当前PB估值相对3年、5年、10年均值仍分别有15%、36%、64%的上行空间。目前PB托底。
- **预计股息率达8%，具备绝对收益属性。**根据前文大秦铁路利润分析框架，在不考虑运价调整的前提下，公司利润的增长主要来自于大秦线运量的增长，整体较为稳健；同时公司铁路线和货运车辆等资产体量稳定，预计无大额资本开支需求，此外与国铁集团定期统一结算，因此现金流稳健，具备高分红能力。根据公司2020-2022年分红回报规划，每年每股派发现金分红不低于0.48元/股，预计股息收益达8%，托底绝对收益。

对于大秦铁路的投资思考，我们从收益率角度来看：

- **股息收益：**根据公司分红承诺，2022年每股分红不低于0.48元，相对当前股价收益率8%。
- **股价收益：**考虑到当前业绩影响利空出尽，往后运量盈利提升形成正向催化，乐观假设PB估值回升至3年均值的0.88倍，则具有15%空间；谨慎假设PB估值回升至1年均值的0.80倍，则具有5%空间。

结合股息收益及股价收益，乐观假设下总收益率23%；谨慎假设下总收益率13%。基于以上收益考虑，我们维持“增持”评级，建议做绝对收益配置。

图：大秦铁路当前PB(LF)位于近10年低位



风险提示

- 1、煤源地煤矿矿难。
- 2、大宗商品公转铁推进不及预期。
- 3、竞争性线路分流上量。
- 4、煤炭需求回落。

表：利润表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	78682	83446	88900	93105
营业成本	61509	65779	70134	73355
营业税金及附加	293	310	331	346
营业费用	224	238	253	265
管理费用	777	825	878	920
研发费用	7	8	8	9
财务费用	338	358	353	566
资产减值损失	(402)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2993	2993	2993	2993
其他经营收益	87	0	0	0
营业利润	18212	18921	19935	20637
营业外收支	(109)	0	0	0
利润总额	18103	18921	19935	20637
所得税	4330	4526	4769	4937
净利润	13772	14395	15167	15700
少数股东损益	1591	1643	1684	1726
归属母公司净利润	12181	12752	13483	13975
EBITDA	22839	26027	27184	27979
EPS (最新摊薄)	0.82	0.86	0.91	0.94

表：现金流量表

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	18898	13279	18372	20653
净利润	13772	14395	15167	15700
折旧摊销	4872	5748	5976	6195
财务费用	338	358	353	566
投资损失	(2993)	(2993)	(2993)	(2993)
营运资金变动	6715	(3483)	(267)	905
其它	(3807)	(746)	136	279
投资活动现金流	(3333)	(1503)	(1596)	(1548)
资本支出	(10059)	(4500)	(4500)	(4500)
长期投资	(153)	77	(38)	19
其他	6879	2920	2942	2932
筹资活动现金流	(8236)	(7551)	(6758)	(7103)
短期借款	801	(561)	107	116
长期借款	3958	500	600	500
其他	(12995)	(7489)	(7465)	(7718)
现金净增加额	7329	4225	10017	12002

表：资产负债表

资产负债表	单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	72132	78161	88819	100547
现金	59416	63641	73658	85660
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6198	6735	7352	7516
其它应收款	3163	2217	2304	2561
预付账款	171	141	155	155
存货	1693	1680	1740	1704
其他	1492	3747	3610	2949
非流动资产	126414	125083	123649	121933
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	26515	26438	26477	26458
固定资产	86899	86000	84847	83449
无形资产	9407	9263	9120	8977
在建工程	740	592	474	379
其他	2853	2790	2731	2671
资产总计	198546	203244	212468	222480
流动负债	18173	15851	16362	17118
短期借款	922	361	468	583
应付款项	5932	4416	4919	5489
预收账款	7	394	134	178
其他	11312	10681	10842	10867
非流动负债	45045	44806	45488	46180
长期借款	11822	12322	12922	13422
其他	33223	32484	32566	32758
负债合计	63218	60657	61850	63298
少数股东权益	10927	12570	14253	15979
归属母公司股东权益	124401	130017	136364	143203
负债和股东权益	198546	203244	212468	222480

资料来源：Wind，浙商证券研究所

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>