



买入 (首次)

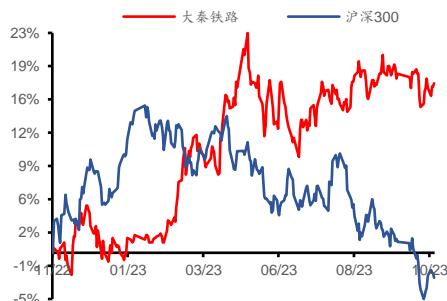
行业: 交通运输
日期: 2023年11月03日

分析师: 王亚琪
Tel: 021-53686472
E-mail: wangyaqi@shzq.com
SAC 编号: S0870523060007

基本数据

最新收盘价 (元)	7.23
12mth A股价格区间 (元)	6.43-8.07
总股本 (百万股)	15,371.39
无限售 A股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	1,111.35

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

大秦线量价有望稳中有升, 较高股息率凸显配置价值

——大秦铁路深度报告

■ 投资摘要

铁运运输主业稳健发展, 较高股息率凸显配置价值

公司核心业务为铁路货运和客运业务, 2022年货运收入录得607.5亿元, 占营业收入的80.2%; 客运收入录得40.7亿元, 占营业收入的5.4%。自上市以来, 公司营业收入基本保持稳中有升的趋势。公司运输的货品以动力煤为主, 主要承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务, 公司的货物发送量、煤炭发送量继续在全国铁路货运市场中占有重要地位。

在港口、公路和铁路这三个板块中, 大秦铁路的经营性现金净额常年保持行业领先地位。2022年大秦铁路经营性现金净额为161.0亿元, 在上述三个板块的公司中排名第一; 且2022年公司股息率达7.2%, 在上述三个板块的公司中排在第三名。我们认为, 虽然公司目前没有发布明确的未来股东回报规划, 但基于公司自上市以来稳定的分红表现, 未来仍将延续较高的分红比例, 因此, 在当前利率下行周期中, 公司稳定的分红和较高的股息率更加具备配置价值。

煤源地优势预计推动大秦线高位运行, 量价有望呈现稳中有升趋势

运量方面: 1) 化石能源中, 我国仍具备“富煤缺油少气”的资源禀赋特点, 目前我国的主要能源来源仍然是煤炭。此外, 我国煤炭资源分布较为不均, 生产主要集中在山西、内蒙古西部和陕西(被称作“三西”地区), 形成了“北煤南运, 西煤东运”的供需格局, 煤源地和消费地区之间的错位则创造出了煤炭运输需求。根据国家能源局发展战略布局, 国内煤炭的生产重心有序向中西部地区转移, 2022年山西、陕西和内蒙古三省累计产量占煤炭总产量的72.0%。我们认为, 随着大秦铁路主要货源地煤炭资源集中度持续提升, 叠加公司主要客户为大型煤炭产销企业且与公司保持着长期、稳定的合作关系, 煤源地的优势预计将推动大秦铁路煤炭运输量维持在高位运行。

2) 对比主要的五条煤炭运输路线来看, 我们认为, 各主要线路的煤源地和运输终点相结合来看存在一定的错位, 因此其他主要线路对大秦线的分流影响较弱。

3) 政策端, “公转铁”等多项政策预计继续推动铁路货运在我国综合交通运输体系中的竞争力和市场份额, 而大秦铁路经营地内“公转铁”也仍存在较大的空间。我们认为, 随着政策的持续推进, 公司的运量有望进一步提升。

运价方面: 运价方面, 我国铁路行业实行高度集中、统一指挥的运输管理体制, 定价模式采用政府定价或政府指导价。目前, 公司主要货品煤炭执行四号国铁运价, 其中基价一为16.3元/吨, 基价二为0.105元/吨公里, 由于电力附加费并入了国铁统一运价, 基价二15%的上浮限制目前没有完全被启用, 因此公司仍然具备上调运价的可能性。

■ 投资建议

我们预测, 公司23-25年营业收入分别为822亿元、850亿元和873亿元, 分别同比增长8.5%、3.4%和2.8%。其中, 货运业务分别贡献

653亿元、666亿元和678亿元，同比增长7.4%、2.1%和1.8%。由于公司整体成本结构刚性较强，随着营收向上修复后，毛利率较2020-2022年期间预计有明显提升，23-25年分别为21.8%、22.0%和22.2%。23-25年公司归母净利润分别为129亿元、134亿元和137亿元，同比增长15.7%、3.2%和2.8%，对应EPS为0.84元、0.87元和0.89元，现价对应的市盈率为9x、8x和8x，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济不及预期；能源结构发生重大改变；“公转铁”政策发生较大变化；竞争线路分流影响加大。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	75758	82200	84959	87306
年增长率	-3.7%	8.5%	3.4%	2.8%
归母净利润	11196	12949	13365	13746
年增长率	-8.1%	15.7%	3.2%	2.8%
每股收益（元）	0.73	0.84	0.87	0.89
市盈率（X）	9.93	8.58	8.32	8.08
市净率（X）	0.87	0.83	0.79	0.76

资料来源：Wind, 上海证券研究所（2023年11月02日收盘价）

目 录

1 铁运运输主业稳健发展，较高股息率凸显配置价值	5
1.1 成立近 20 年，公司肩负国家能源安全“压舱石”的重任	5
1.2 实际控制人为中国铁路且股权结构集中	5
1.3 公司以铁路货运为主业，客运业务疫后具备弹性	6
1.4 公司分红稳定派息率较高，凸显配置价值	8
2 煤源地优势预计推动大秦线高位运行，量价有望呈现稳中有升趋势	11
2.1 煤源地优势对大秦铁路煤炭运输量形成支撑	11
2.2 “七纵五横”铁路网络下，大秦铁路受到的分流影响较小	14
2.3 “公转铁”政策为铁路运输需求提供增量	15
2.4 铁路货运价格逐步市场化，大秦铁路仍有上调空间	17
3 盈利预测及估值	19
4 附表	20
5 风险提示：	20

图

图 1：大秦股份实际控制人为中国铁路，股权结构集中（截至 2022 年 12 月）	6
图 2：2018-2023 年大秦铁路营业收入及增速（单位：亿元、%）	6
图 3：2018-2022 年公司各业务占营业收入的比例（单位：%）	6
图 4：大秦铁路线路示意图	7
图 5：2006-2023 年公司货物发送量、煤炭发送量及其增速（单位：亿吨、%）	8
图 6：2008-2023 年大秦线运输量及增速（单位：亿吨、%）	8
图 7：2010-2023 年旅客发送量及增速（单位：万人、%）	8
图 8：2018-2023 年公司营业成本及增速（单位：亿元、%）	9
图 9：2018-2022 年公司各项成本占总营业成本的比例（单位：%）	9
图 10：2018-2023 年公司资本开支及增速（单位：亿元、%）	9
图 11：2018-2022 年公司房屋及建筑物、路基、桥梁和机车车辆等固定资产年末规模（单位：亿元）	9
图 12：2018-2023 年公司经营性净现金流和资本开支差额（单位：亿元）	10
图 13：2006-2022 年公司每股股利和股利支付率（单位：元/股、%）	11
图 14：2000-2022 年中国能源消费总量及煤炭消费量（单位：亿吨标准煤）	12

图 15: 2000-2022 年煤炭消费量占中国能源消费总量的比例 (单位: %)	12
图 16: 2001-2022 年中国发电装机容量、火电装机容量以及 火电装机占总装机容量的比例 (单位: 万千瓦时、%)	13
图 17: 2001-2022 年中国发电量、火力发电量以及火力发电 占总发电量的比例 (单位: 亿千瓦时、%)	13
图 18: 2000-2022 年中国能源生产总量及煤炭生产总量 (单 位: 亿吨标准煤)	13
图 19: 2000-2022 年煤炭生产总量占能源生产总量的比例 (单位: %)	13
图 20: 2022 年煤炭生产量占比排名前十地区 (单位: 万吨)	14
图 21: 2000-2022 年山西、陕西和内蒙古三省原煤生产量占 煤炭总生产量的比例 (单位: %)	14
图 22: 我国主要铁路运煤线路图	15

表

表 1: 大秦铁路历史沿革	5
表 2: 大秦铁路本级管辖的主要线路.....	7
表 3: 2020-2022 年公司预期资本开支和实际资本开支 (单 位: 亿元)	9
表 4: 2022 年港口、公路和铁路板块中经营性现金流排名前 五的公司历年情况 (单位: 亿元)	10
表 5: 2022 年港口、公路和铁路板块中股息率排名前五的公 司历年情况.....	11
表 6: 《煤炭工业发展“十三五”规划》中“七纵五横”铁路通道	14
表 7: 煤炭铁路运输主要路线 (单位: 亿吨/年)	15
表 8: 公转铁相关政策持续推进, 为铁路运输需求提供增量	16
表 9: 国铁统一运价下的基价 1 和基价 2	17
表 10: 2015 年至今铁路货运价格相关政策.....	18
表 11: 自上市以来大秦铁路货运价格变动情况	18

1 铁运运输主业稳健发展，较高股息率凸显配置价值

1.1 成立近 20 年，公司肩负国家能源安全“压舱石”的重任

大秦铁路成立于 2004 年 10 月 28 日，并于 2006 年 8 月 1 日在上海证券交易所挂牌交易。公司最初由原北京铁路局联合其他六家发起人联合创立，2005 年 3 月全路实行路局直管站段体制改革后，原北京铁路局分立成为北京铁路局和太原铁路局，大秦铁路的控股股东变更为太原铁路局。为了进一步打开成长空间，公司先后于 2010 年收购了太原铁路局运输主业相关资产及股权，实现整体上市；2016 年完成收购太兴铁路 70% 股权并增资；2018 年收购了唐港铁路公司国铁股份等。作为综合性的铁路运输企业，大秦铁路肩负着国家能源安全“压舱石”的重任，在国家“西煤东运”“北煤南运”能源运输体系中居于重要战略地位。

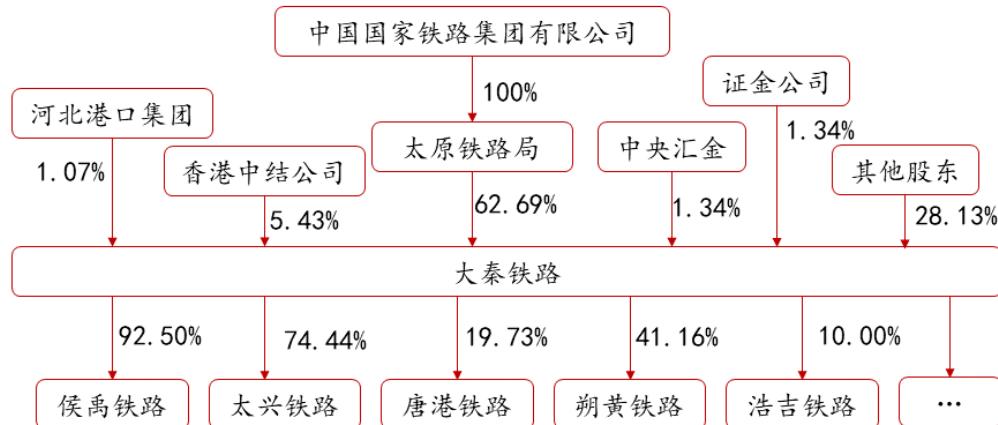
表 1：大秦铁路历史沿革

时间	事件
2004/10/28	大秦铁路股份有限公司成立
2005/1/1	收购丰沙大线、北同蒲线等资产和大秦线专用货车
2006/8/1	公司在上海证券交易所挂牌交易
2010/10	通过贷款和公开增发筹集资金 328 亿元收购太原铁路局运输主业相关资产及股权
2015/11/24	董事会通过了关于收购山西太兴铁路有限责任公司 70% 股权并增资的议案，收购完成后公司持有太兴铁路 74.438% 的股权。
2017/11	公司控股股东太原铁路局改制为中国铁路太原局集团有限公司
2018/12	公司收购唐港铁路公司国铁股权、太原通信段资产，参与蒙华铁路资本金募集等 3 个投资项目
2019/10	公司再度出资浩吉铁路（原蒙华铁路），持股比例增至 10%。
2020/12/18	公司成发行可转换公司债券用于收购控股股东国有授权经营土地使用权和西南环铁路公司 51% 股权。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 实际控制人为中国铁路且股权结构集中

股权结构方面，公司控股股东为太原铁路局，而实际控制人则为中国铁路。截至 2022 年底，实际控制人中国铁路持有公司 62.69% 的股权，股权结构集中。此外，香港中结公司、中央汇金、证金公司和河北港口集团分别持有公司 5.43%、1.34%、1.34% 和 1.07% 的股权，整体结构较为稳定且持股占比排名靠前的股东大多为国有企业。此外，公司参股侯禹铁路、太兴铁路、唐港铁路、朔黄铁路和浩吉铁路等铁路公司，持股比例分别达 92.50%、74.44%、19.73%、41.16% 和 10.00%。

图 1：大秦股份实际控制人为中国铁路，股权结构集中（截至 2022 年 12 月）


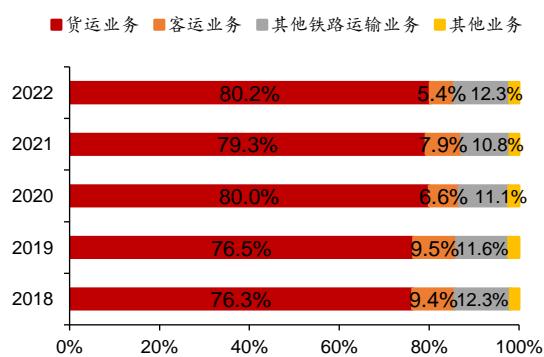
资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所

1.3 公司以铁路货运为主业，客运业务疫后具备弹性

公司主营业务分别为铁路货运业务和客运业务，同时公司向国内其他铁路运输企业提供服务，包括机车牵引、线路使用、货车修理等，并为大西高铁、晋豫鲁铁路等提供委托运输管理服务。2022 年公司录得营业收入 757.6 亿元；其中，货运业务是公司业务收入的主要来源，2022 年货运收入录得 607.5 亿元，占营业收入的 80.2%；客运收入录得 40.7 亿元，占营业收入的 5.4%。自 2018 年起，铁路货运清算办法由原来的“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，导致公司 2018 年营收同比增幅较大。

图 2：2018-2023 年大秦铁路营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 3：2018-2022 年公司各业务占营业收入的比例（单位：%）


资料来源：iFinD，公司公告，上海证券研究所

公司运输的货品以动力煤为主，主要承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务。运输的其他货品还包括焦炭、钢铁、矿石等大宗货物，以及集装箱、零散批量货物。线路方面，公司管辖着大

秦、北同蒲、南同蒲、侯阎、侯月、石太、太焦等铁路线路，纵贯三晋南北，横跨晋冀京津，本级管辖线路营业里程共计 2593.5 公里，其中大秦线 658 公里。

图 4：大秦铁路线路示意图



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 2：大秦铁路本级管辖的主要线路

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

资料来源：公司公告，上海证券研究所

截至 2023 年 6 月，公司完成货物发送量 3.43 亿吨，占全国铁路货物发送总量 24.97 亿吨的 13.74%，占国家铁路货物发送总量 19.31 亿吨的 17.76%；完成煤炭发送量 2.92 亿吨，占全国铁路煤炭发送量 13.75 亿吨的 21.24%，占国家铁路煤炭发送量 10.53 亿吨的 27.73%。其中，大秦线作为核心路产，2022 年完成运量 4.0 亿吨，同比下降 5.8%，主要由于四季度受到疫情的影响；截至 2023 年 9 月，大秦线运量为 3.2 亿吨，同比减少 1.2%。公司货物发送量、煤炭发送量继续在全国铁路货运市场中占有重要地位，

且在区域煤炭运输方面具有较强的竞争优势。

图 5: 2006-2023 年公司货物发送量、煤炭发送量及其增速 (单位: 亿吨、%)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所
 *2023 年数据截至 2023 年 6 月

图 6: 2008-2023 年大秦线运输量及增速 (单位: 亿吨、%)



资料来源: iFinD, 公司公告, 上海证券研究所
 *2023 年数据截至 2023 年 9 月

客运方面，公司担当开行多列以太原、大同等地为始发终到的旅客列车，通达全国大部分省市区，2022 年旅客发送量为 2026 万人，同比下滑 44.2%，我们认为主要由于受到疫情影响和冲击。我们认为，2023 年随着疫情影响消退叠加出行需求的集中释放，公司全年旅客发送量预计将迎较大程度的修复，2023 年上半年公司旅客运输量为 1917 万人，同比增幅达 92.8%。

图 7: 2010-2023 年旅客发送量及增速 (单位: 万人、%)



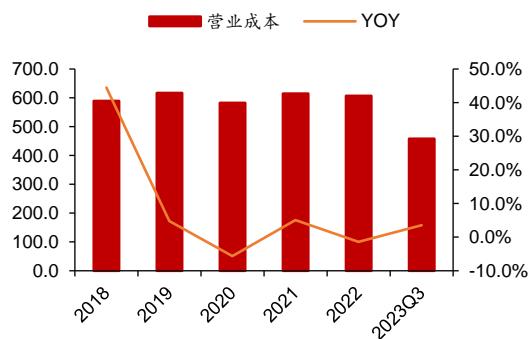
资料来源: iFinD, 上海证券研究所
 *2023 年数据截至 2023 年 6 月

1.4 公司分红稳定派息率较高，凸显配置价值

成本端，公司营业成本整体刚性较强，2018 年营业成本同比增速达 44.5% 主要由于公司执行铁路行业新的货运清算方法，导致收入和成本端同步大幅提升。拆分来看，成本主要由人员费用、折旧、货运服务费等几项构成。占总营业成本比例最高的两项分别为人员费用和货运服务费，2022 年分别录得 209.7 亿元和 172.3

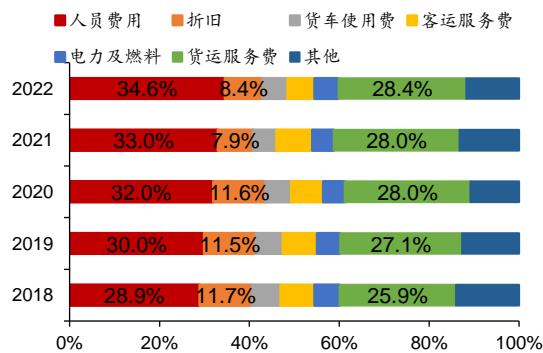
亿元，占总营业成本的 34.6% 和 28.4%，其 2018-2022 年期间 CAGR 分别为 5.3% 和 3.1%。

图 8：2018-2023 年公司营业成本及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

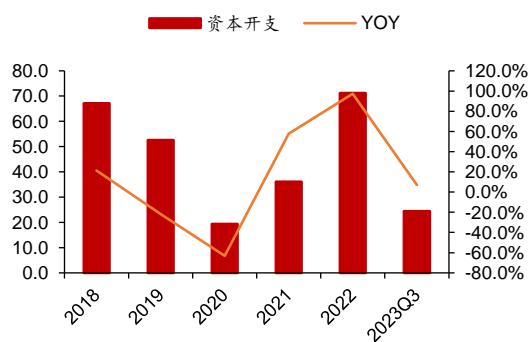
图 9：2018-2022 年公司各项成本占总营业成本的比例（单位：%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

2022 年公司录得资本开支 71.2 亿元，同比增长 97.4%，高出 2021 年年报中预计的 47 亿元，可能由于 2020-2022 年期间受到疫情扰动整体资本开支的投放进度和预期有所差异。根据 2022 年年报，公司 2023 年预计资本开支约 54 亿元，且 2023 年前三季度公司资本开支累计录得 24.4 亿元，同比增长 7.0%。我们认为，公司资本开支的高峰期已过且整体路产规模趋于稳定，预计未来不会有大幅超过历年平均水平的资本开支计划。公司的固定资产主要集中在房屋及建筑物、机车车辆和路产、桥梁、隧道等资产上，2022 年末其累计规模占总固定资产的 92.8%。

图 10：2018-2023 年公司资本开支及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 11：2018-2022 年公司房屋及建筑物、路基、桥梁和机车车辆等固定资产年末规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 3：2020-2022 年公司预期资本开支和实际资本开支（单位：亿元）

	预期	实际
2020	30	19.4
2021	63	36.1

请务必阅读尾页重要声明

	2022	47	71.2
资料来源: iFinD, 公司公告, 上海证券研究所			

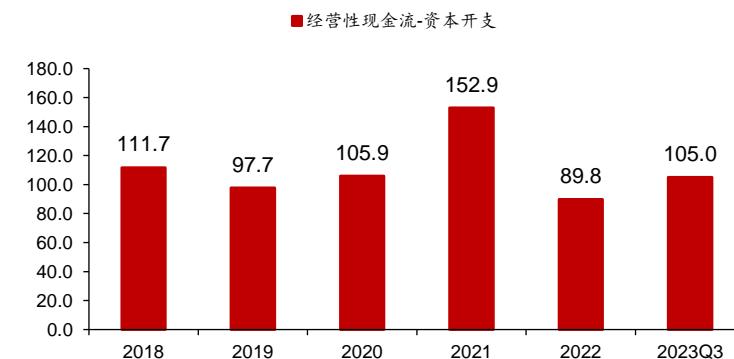
在港口、公路和铁路这三个板块中，大秦铁路的经营性现金净额常年保持行业领先地位。2022年大秦铁路经营性现金净额为161.0亿元，在上述三个板块的公司中排名第一。同时，公司经营性现金净额和资本开支之间的差额整体较为稳定，除了2022年由于资本开支同比提升较大导致差额为89.8亿元，2023年前三季度累计录得105.0亿元的差额，预计2023年全年的差额有望继续保持在100亿元以上。

表4: 2022年港口、公路和铁路板块中经营性现金流排名前五的公司历年情况 (单位: 亿元)

名称	板块	2018	2019	2020	2021	2022	23Q3
大秦铁路	铁路运输	178.9	150.2	125.3	189.0	161.0	129.4
上港集团	港口	57.1	61.7	111.9	135.1	137.9	71.3
招商港口	港口	42.9	55.0	55.0	65.1	69.2	38.9
京沪高铁	铁路运输	137.7	167.2	126.0	154.7	68.0	162.0
青岛港	港口	22.9	29.7	36.0	27.5	62.3	43.1

资料来源: iFinD, 上海证券研究所

图12: 2018-2023年公司经营性净现金流和资本开支差额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

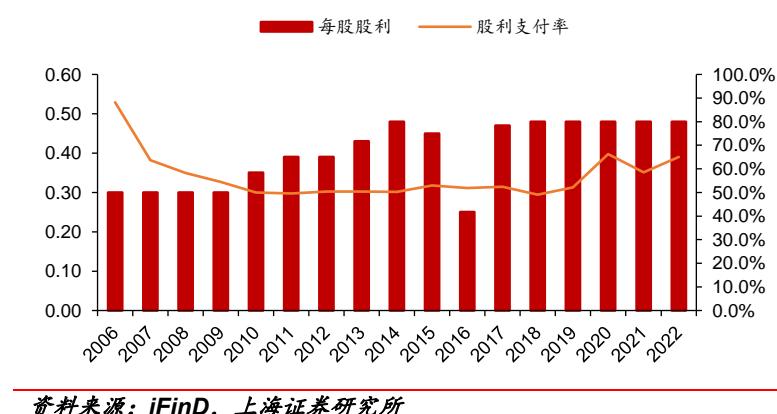
自上市以来，公司一直保持着较高的分红比例，只有2011和2018年分红比例略低于50%，分别为49.6%和49.1%；2018-2022年期间，公司连续5年每年分红0.48元/股，且股息率保持在板块中领先地位。2022年公司股息率达7.2%，在港口、公路和铁路所有上市公司中排在第三名。我们认为，虽然公司目前没有发布明确的未来股东回报规划，但基于公司自上市以来稳定的分红表现，未来大概率仍将延续较高的分红比例，因此，在当前利率下行周期中，公司稳定的分红和较高的股息率更加具备配置价值。

表 5：2022 年港口、公路和铁路板块中股息率排名前五的公司历年情况

名称	板块	2018	2019	2020	2021	2022
皖通高速	高速公路	4.1%	3.9%	3.7%	7.8%	7.5%
唐山港	港口	2.9%	3.5%	8.1%	12.7%	7.3%
大秦铁路	铁路运输	5.8%	5.8%	7.4%	7.5%	7.2%
山东高速	高速公路	4.8%	7.7%	6.1%	7.8%	7.0%
宁沪高速	高速公路	4.7%	4.1%	5.0%	5.3%	5.6%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 13：2006-2022 年公司每股股利和股利支付率（单位：元/股、%）

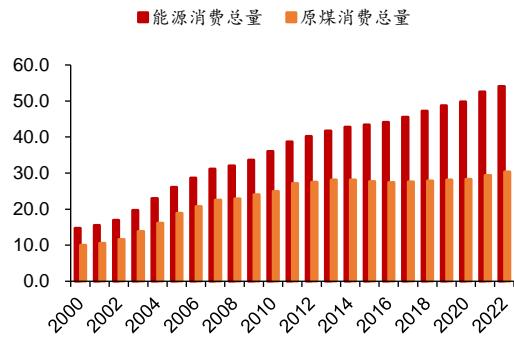


资料来源：iFinD，上海证券研究所

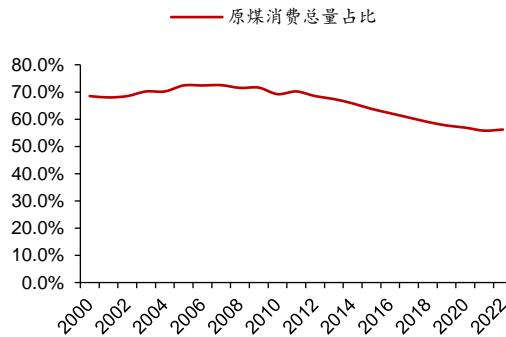
2 煤源地优势预计推动大秦线高位运行，量价有望呈现稳中有升趋势

2.1 煤源地优势对大秦铁路煤炭运输量形成支撑

中国的能源构成主要包括煤炭、石油、天然气、水电、风电、太阳能等多种能源，且化石能源中我国仍具备“富煤缺油少气”的资源禀赋特点。根据国家统计局数据，2022 年中国能源消费总量为 54.1 亿吨标准煤，同比增长 2.9%；其中，煤炭消费量约 30.4 亿吨标准煤，同比增长 4.3%，占能源消费总量的 56.2%，目前我国的主要能源来源仍然是煤炭。

图 14: 2000-2022 年中国能源消费总量及煤炭消费量 (单位: 亿吨标准煤)


资料来源: iFinD、国家统计局, 上海证券研究所

图 15: 2000-2022 年煤炭消费量占中国能源消费总量的比例 (单位: %)


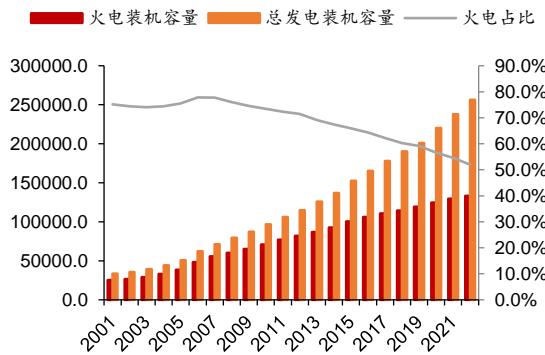
资料来源: iFinD、国家统计局, 上海证券研究所

拆分来看，我国的煤炭消费量自 2016 年起连续六年呈现同比增长的趋势，但 2011-2021 年期间其占能源消费总量的占比却呈现逐年下滑的趋势，从 2011 年的 70.2% 下降至 2021 年的 55.8%；而近年来我国清洁能源消费量占能源消费总量的占比在持续增长，从 2005 年的 9.8% 提升至 2022 年的 25.9%，且除了 2011 年以外其占比均呈现逐年增长的趋势。

虽然大力发展清洁能源是实现我国“双碳”目标的关键举措，且 2021 年国家工信部发布的《“十四五”工业绿色发展规划》也明确提出了要提高我国清洁能源利用率和消费比重，但据煤炭“十四五”规划，煤炭在我国能源体系中的主体作用和压舱石作用不会改变。当前和今后一段较长时期内，我国仍处于工业化、城镇化快速发展阶段，能源消费总量预计还将增加，综合考虑能源结构、地缘政治及极端天气等因素，煤炭在我国能源安全稳定供应中的兜底保障作用依然无以替代。

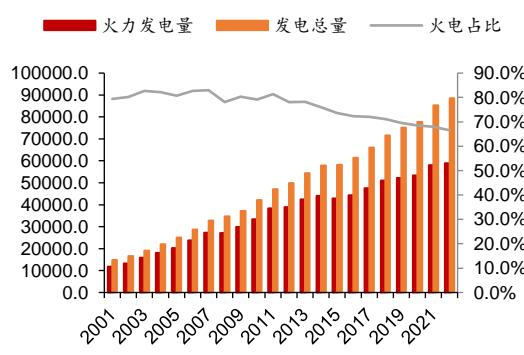
这主要也是由于煤炭的下游需求仍具备较强的支撑。煤炭主要应用在火力发电、钢铁、建材和化工四大行业，其中电力是煤炭行业最大的下游市场。根据中电联数据，截至 2022 年底，全国发电装机容量 25.6 亿千瓦，同比增长 7.9%。其中，火电装机容量在 13.3 亿千瓦，同比增长 2.7%，占总发电装机容量的 52.0%。同时，根据国家统计局数据，我国的发电量仍高度依赖于火电，2022 年的发电量达 88487.1 亿千瓦时，其中以煤炭作为主燃料的火力发电依然占据首位，其发电量攀升至 58888.0 亿千瓦时，约为我国全社会发电量的 66.5%。

图 16: 2001-2022 年中国发电装机容量、火电装机容量以及火电装机占总装机容量的比例 (单位: 万千瓦时、%)



资料来源: iFinD、中电联, 上海证券研究所

图 17: 2001-2022 年中国发电量、火力发电量以及火力发电占总发电量的比例 (单位: 亿千瓦时、%)

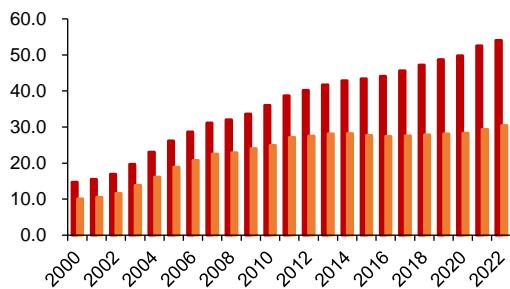


资料来源: iFinD、国家统计局, 上海证券研究所

供给侧来看，根据国家统计局数据，截至 2021 年底，中国能源生产总量为 42.7 亿吨标准煤，其中煤炭生产量为 29.0 亿吨标准煤，占能源生产总量的 67.9%。2022 年，全国能源生产总量为 46.6 亿吨标准煤，同比增长 9.2%；其中，煤炭生产量达 45.6 亿吨，同比增长 10.5%。

图 18: 2000-2022 年中国能源生产总量及煤炭生产总量 (单位: 亿吨标准煤)

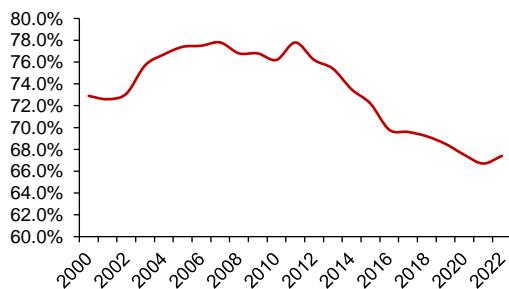
■能源消费总量 ■原煤消费总量



资料来源: iFinD、国家统计局, 上海证券研究所

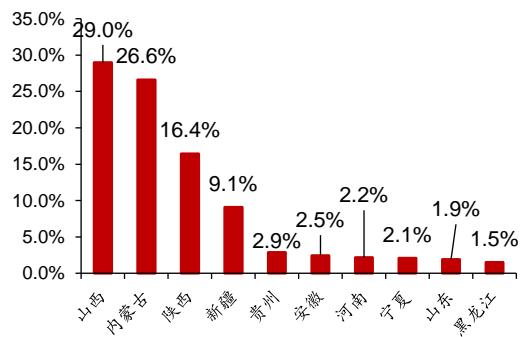
图 19: 2000-2022 年煤炭生产总量占能源生产总量的比例 (单位: %)

——原煤生产总量

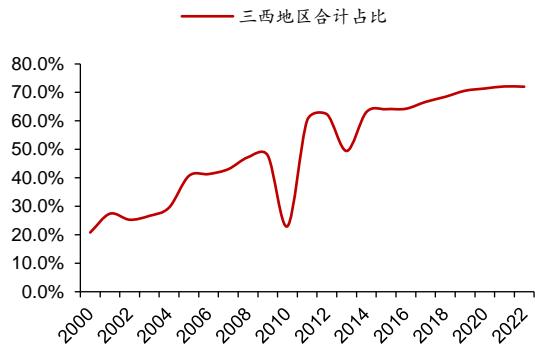


资料来源: iFinD、国家统计局, 上海证券研究所

此外，我国煤炭资源分部较为不均，生产主要集中在山西、内蒙古西部和陕西（被称作“三西”地区），而煤炭消耗主要分布在东部沿海地区、南方地区，尤其是环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区，因此我国煤炭行业形成了“北煤南运，西煤东运”的供需格局，煤源地和消费地区之间的错位则创造出了煤炭运输需求。此外，根据国家能源局发展战略布局，国内煤炭的生产重心有序向中西部地区转移，2022 年山西、陕西和内蒙古三省累计产量占煤炭总产量的 72.0%。

图 20：2022 年煤炭生产量占比排名前十地区（单位：万吨）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 21：2000-2022 年山西、陕西和内蒙古三省原煤生产量占煤炭总生产量的比例（单位：%）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

煤炭的运输方式包括铁路运输、公路运输和水路运输，短途的煤炭运输以公路为主，而省际的运输则以铁路及水路为主。以“三西”地区的煤炭外运为例，煤炭主要通过铁路运往渤海沿岸港口，然后通过船舶转运至华东和华南地区。我们认为，随着大秦铁路主要货源地煤炭资源集中度持续提升，叠加公司主要客户为大型煤炭产销企业且与公司保持着长期、稳定的合作关系，煤源地的优势预计将持续推动大秦铁路煤炭运输量维持在高位运行。

2.2 “七纵五横”铁路网络下，大秦铁路受到的分流影响较小

根据国家发改委、国家能源局发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》，全国形成了“九纵六横”的煤炭物流通道网络，其中铁路通道包含“七纵五横”，且煤炭铁路运输以晋陕蒙外运为主。同时，我们认为“九纵六横”的煤炭物流通道在干线网络中承担着不同的主干作用，相互之间的同业竞争较弱。

表 6：《煤炭工业发展“十三五”规划》中“七纵五横”铁路通道

网络	所属通道	铁路
七纵	晋陕蒙外运	焦柳、京九、京广、浩吉、包西
	贵州外运	南昆
	新疆外运	兰新、兰渝纵向通路
五横	晋陕蒙外运	北通路（大秦、神朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）
		中通路（石太、邯长、山西中南部、和邢）
		南通路（侯月、陇海、宁西）
	贵州外运	锡乌、巴新横向通路
		沪昆通路

资料来源：智研咨询，上海证券研究所

对比主要的五条煤炭运输路线来看，大秦线的货源地主要集

中在晋北、蒙西地区；朔黄线主要承运陕北矿区；瓦日线煤源主要来自山西西、南部；蒙冀线货源主要来自蒙东地区；浩吉线主要吸引蒙西鄂尔多斯、陕北的煤炭资源。我们认为，各主要线路的煤源地和运输终点相结合来看存在一定的错位，因此其他主要线路对大秦线的分流影响较弱。如上述图1中所示，在晋陕蒙外运通道中，大秦铁路参股了浩吉铁路和朔黄线，截至2022年底，分别持有10%和41.16%的股权；同时，瓦日线作为太原局集团旗下晋豫鲁公司所辖线路，目前由大秦铁路代为运营。

表 7: 煤炭铁路运输主要路线 (单位: 亿吨/年)

主要货源地		起点-终点	下水港	通车时间	运量	设计运能
大秦线	晋北、蒙西地区	大同-秦皇岛	秦皇岛、曹妃甸等	1992年12月	4.0	4.5
朔黄线	陕北	朔州-黄骅港	黄骅港、天津南疆	2000年5月	3.5	3.5
蒙冀线	蒙东地区	鄂尔多斯-曹妃甸港	曹妃甸港	2016年1月	-	2
瓦日线	山西西、南部	瓦塘-日照港	日照港	2014年12月	1.03	2
浩吉线	蒙西鄂尔多斯、陕北	浩勒报吉-吉安	无	2019年9月	0.90	2

资料来源：公司公告、国家铁路局、华经产业研究院、36氪、煤炭网、陕煤运协、上海证券研究所

*运量数据为各路线 2022 年运量，其中浩吉线运量截至 2022 年 12 月 29 日

图 22: 我国主要铁路运煤线路图



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

2.3 “公转铁”政策为铁路运输需求提供增量

从铁路运输行业发展的角度来看，随着我国经济近年来的蓬勃发展，在能源物流需求持续释放的推动下，铁路货运需求也同

步向上提升。中央经济工作会议指出，我国经济具备韧性强、潜力大、活力足的特点，2023年我国经济有望持续整体向好回升，随着后续国家拉动消费、扩大投资等相关政策的实施推进，铁路货运需求有望向上攀升。

政策端，“公转铁”等多项政策预计继续推动铁路货运在我国综合交通运输体系中的竞争力和市场份额。例如，2023年3月，交通运输部发布的《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025年）》提出，“到2025年，长江干线主要港口铁路进港全覆盖，沿海主要港口铁路进港率达到90%左右，全国主要港口集装箱铁水联运量达到1400万标箱，年均增长率超过15%”；而此前的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出“深入推进运输结构调整，逐步构建以铁路、船舶为主的中长途货运系统，推动大宗货物和中长途货物运输‘公转铁’”。

表8：公转铁相关政策持续推进，为铁路运输需求提供增量

时间	相关事件
2017/04	天津港禁止汽运煤集港
2017/09	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018/02	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输港运输战略合作的框架协议》
2018/03	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
2018/09	《关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》提出以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，增加铁路运输量
2019/11	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
2020/03	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，推进大宗货运“公转铁”
2020/06	两部委发布《关于进一步减低物流成本实施建议的通知》，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”
2021/11	交通运输部印发《综合运输服务“十四五”发展规划》强调将着手把晋陕蒙煤炭主产区建设成为运输结构调整示范区，推进区域内货运铁路和铁路专线建设，到2025年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量150万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线或专用铁路接入比例大幅提升，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
2022/01	国务院办公厅印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025年）》，明确“十四五”期末，铁路货运量比2020年增长10%左右，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%

资料来源：经济观察报、中国经营报、中国政府网、长城网、山东港口、中国网、澎湃新闻、中国新闻网、上海证券研究所

大秦铁路经营地域内“公转铁”也仍存在较大的空间，交通

运输部《综合运输服务“十四五”发展规划》中提出了“建设晋陕蒙煤炭主产区运输结构调整示范区，大力推进区域内货运铁路和铁路专用线建设，到 2025 年，山西、陕西、内蒙古（呼包鄂地区）大宗货物年货运量 150 万吨以上且有出省运输需求的煤炭矿区和煤炭物流园区铁路专用线接入比例大幅提升，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”。我们认为，随着政策的持续推进，公司的运量有望进一步提升。

2.4 铁路货运价格逐步市场化，大秦铁路仍有上调空间

运价方面，我国铁路行业实行高度集中、统一指挥的运输管理体制，定价模式采用政府定价或政府指导价。2015 年以来，国家给予铁路运输企业一定的自主定价权，建立了更加灵活的运价上下浮动机制，增加了价格弹性。铁路运价分为国铁统一运价和特定运价。根据《铁路货物运价规则》，国铁统一运价的计算方法为：整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里，其中基价 1 为发到基价，基价 2 为运行基价。根据 2018 年 1 月 1 日起新执行的铁路整车货物运输基准运价率，煤炭品类执行 4 号运价，基价 1 标准运价为 16.30 元/吨，基价 2 标准运价为 0.098 元/吨公里。

表 9：国铁统一运价下的基价 1 和基价 2

	基价 1		基价 2	
	单位	标准	单位	标准
1	-	-	元/轴公里	0.525
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
5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

资料来源：公司公告，上海证券研究所

2017 年 12 月，国家发改委发布《深化铁路货运运价市场化改革等有关问题的通知》，自 2018 年起将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取，煤炭运输适用的基价 2 由 0.098 元/吨公里调整为 0.105 元/吨公里。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平。公司除大秦线、京原线、丰沙大线本线运输煤炭（指发、到站均在本线的煤炭）外，跨线运输或公司其他线路均执行国铁统一运价。

表 10：2015 年至今铁路货运价格相关政策

时间	相关事件
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》提出将国铁铁路货运统一运价率平均每吨公里从 14.51 分钱提升至 15.51 分线，并建立上下浮动机制，允许上浮不超过 10%，下浮不限
2015/10	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》提出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
2017/12	《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》提出扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系。同时，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018/01	《铁路货物运输进款清算办法(试行)》执行，将铁路货物运输收入的清算由“分段计算、管内归己，直通清算”调整为“承运清算”模式
2018/12	《国家发展改革委、市场监管总局关于进一步清理规范铁路货物运输相关收费的通知》中进一步清理简化铁路货运杂费，取消没有实质服务内容或相关作业成本应通过正常运价补偿的收费项目，归并服务作业内容相近的项目
2020/03	新版《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
2021/05	《国家发展改革委关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》中指出健全公用事业价格机制，提出铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制

资料来源：国家发展改革委，人民网，中国政府网，大众证券报等，上海证券研究所

自上市以来，大秦铁路的货运价格累计变动了 7 次。目前，公司主要货品煤炭执行四号国铁运价，其中基价一为 16.3 元/吨，基价二为 0.105 元/吨公里，由于电力附加费并入了国铁统一运价，基价二 15% 的上浮限制目前没有完全被启用，因此公司仍然具备上调运价的可能性。

表 11：自上市以来大秦铁路货运价格变动情况

时间	变动情况
2012/05	全国铁路实行统一运价的营业线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
2013/02	全国铁路实行统一运价的营业线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
2014/02	全国铁路实行统一运价的营业线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 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
2015/02	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
2016/02	煤炭运价每吨公里下调 1 分钱
2017/06	公司管内执行国铁统一运价的国铁电气化区段核收的电气化附加费下调，整车货物运输降低 0.005 元/吨公里至 0.007 元/吨公里。

2017/12

自 2018 年起，电气化附加费（0.007 元/吨公里）并入国铁统一运价，公司运价水平基本保持不变

资料来源：公司公告、国家铁路局、上海证券研究所

3 盈利预测及估值

货运业务：各主要煤炭运输通道由于煤源地和去向地的错位导致彼此之间的分流影响较小，因此大秦线作为“西煤东运”的主要通道之一，随着今年疫情冲击的消退，预计全年运量同比将有明显的提升。我们预测，23-25 年公司货物发送量分别为 7.2、7.4 和 7.5 亿吨，分别同比增长 6.3%、2.5% 和 1.8%；其中，大秦线运量分别为 4.2、4.3 和 4.4 亿吨，分别同比增长 6.2%、2.0% 和 1.3%。

客运业务：2020-2022 年期间受到疫情反复影响公司客运业务承压，随着今年经济逐步复苏，上半年国内出行需求呈现显著回暖趋势，预计公司今年客运业务也将明显修复。我们预测，23-25 年公司旅客发送量分别为 3140.3、3611.3 和 4153.0 万人。

盈利预测：我们预测，公司 23-25 年营业收入分别为 822 亿元、850 亿元和 873 亿元，分别同比增长 8.5%、3.4% 和 2.8%。其中，货运业务分别贡献 653 亿元、666 亿元和 678 亿元，同比增长 7.4%、2.1% 和 1.8%。由于公司整体成本结构刚性较强，随着营收向上修复后，毛利率较 2020-2022 年期间预计有明显提升，23-25 年分别为 21.8%、22.0% 和 22.2%。23-25 年公司归母净利润分别为 129 亿元、134 亿元和 137 亿元，同比增长 15.7%、3.2% 和 2.8%，对应 EPS 为 0.84 元、0.87 元和 0.89 元，现价对应的市盈率为 9x、8x 和 8x，首次覆盖给予“买入”评级。

4 附表

附表 1 各业务发送量、营收预测及增速 (单位: 亿吨、万人、百万元、%)

各业务发送量	2022A	2023E	2024E	2025E
货物发送量	6.8	7.2	7.4	7.5
YOY	-2.2%	6.3%	2.5%	1.8%
其中: 煤炭发送量	5.6	6.0	6.1	6.2
YOY	-3.2%	5.8%	2.2%	1.8%
其中: 大秦线运量	4.0	4.2	4.3	4.4
YOY	-5.8%	6.2%	2.0%	1.3%
旅客发送量	2026.0	3140.3	3611.3	4153.0
YOY	-44.2%	55.0%	15.0%	15.0%
分业务营业收入	2022A	2023E	2024E	2025E
货运	60750.2	65251.8	66596.0	67769.4
YOY	-2.6%	7.4%	2.1%	1.8%
客运	4073.1	5456.6	6497.1	7288.9
YOY	-34.2%	34.0%	19.1%	12.2%
其他主营业务	9309.4	9801.1	10142.4	10489.6
YOY	9.4%	5.3%	3.5%	3.4%
其他业务	1625.0	1690.0	1723.8	1758.3
YOY	0.6%	4.0%	2.0%	2.0%

资料来源: 公司公告, iFinD, 上海证券研究所

5 风险提示:

宏观经济不及预期: 若宏观经济不及预期, 则可能影响煤炭市场需求;

能源结构发生重大改变: 若能源结构发生较大变化导致煤炭生产和需求大幅下滑, 将影响煤炭运输需求;

“公转铁”政策发生较大变化: 若“公转铁”政策出现较大变化, 可能导致铁路运输量增长不及预期;

竞争线路分流影响加大: 若竞争线路对公司核心路段的分流影响加大, 则将导致公司发送量下滑。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	62603	71359	74179	84429
应收票据及应收账款	7997	6210	8535	6999
存货	1837	1867	1964	1968
其他流动资产	5596	3170	6876	3070
流动资产合计	78033	82606	91554	96465
长期股权投资	23938	23074	21978	20465
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	87062	89242	93346	95550
在建工程	1425	1398	1085	1199
无形资产	9270	9369	9537	9580
其他非流动资产	2569	2851	3228	3406
非流动资产合计	12426	12593	12917	130200
资产总计	20229	20854	22072	226665
短期借款	224	258	303	97
应付票据及应付账款	5935	3835	7152	4477
合同负债	2028	2042	2074	2185
其他流动负债	9231	9756	10154	10311
流动负债合计	17417	15891	19683	17070
长期借款	11041	10664	10161	9607
应付债券	30227	30753	31453	32081
其他非流动负债	3422	3625	3896	3979
非流动负债合计	44691	45042	45511	45667
负债合计	62108	60933	65193	62737
股本	14867	14867	14867	14867
资本公积	23350	23350	23350	23350
留存收益	86639	92308	98393	104858
归属母公司股东权益	12828	13395	14003	146503
少数股东权益	11906	13655	15497	17425
股东权益合计	14018	14760	15553	163928
负债和股东权益合计	20229	20854	22072	226665

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	16102	16044	10371	16363
净利润	12853	14698	15207	15674
折旧摊销	5282	253	-782	-493
营运资金变动	660	2622	-2382	2932
其他	-2693	-1529	-1672	-1750
投资活动现金流量	-2878	798	415	2422
资本支出	-7017	-2850	-3605	-2087
投资变动	0	866	1097	1514
其他	4139	2782	2923	2995
筹资活动现金流量	-10037	-8087	-7966	-8535
债权融资	-1421	386	514	-50
股权融资	0	0	0	0
其他	-8616	-8472	-8481	-8485
现金净流量	3187	8756	2820	10249

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	75758	82200	84959	87306
营业成本	60635	64247	66286	67934
营业税金及附加	65	207	201	167
销售费用	227	234	246	254
管理费用	826	817	870	905
研发费用	17	11	13	15
财务费用	155	-60	-227	-278
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2704	2820	2974	3056
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	16901	19709	20696	21542
营业外收支净额	-101	-101	-104	-102
利润总额	16800	19608	20592	21440
所得税	3947	4909	5385	5766
净利润	12853	14698	15207	15674
少数股东损益	1657	1749	1842	1928
归属母公司股东净利润	11196	12949	13365	13746
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	20.0%	21.8%	22.0%	22.2%
净利率	14.8%	15.8%	15.7%	15.7%
净资产收益率	8.7%	9.7%	9.5%	9.4%
资产回报率	5.5%	6.2%	6.1%	6.1%
投资回报率	6.0%	6.6%	6.5%	6.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	-3.7%	8.5%	3.4%	2.8%
EBIT增长率	-8.0%	17.3%	4.0%	4.1%
归母净利润增长率	-8.1%	15.7%	3.2%	2.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.84	0.87	0.89
每股净资产	8.35	8.71	9.11	9.53
每股经营现金流	1.05	1.04	0.67	1.06
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.37	0.39	0.38	0.39
应收账款周转率	9.47	13.24	9.95	12.47
存货周转率	33.01	34.42	33.75	34.52
偿债能力指标				
资产负债率	30.7%	29.2%	29.5%	27.7%
流动比率	4.48	5.20	4.65	5.65
速动比率	4.31	5.03	4.51	5.49
估值指标				
P/E	9.93	8.58	8.32	8.08
P/B	0.87	0.83	0.79	0.76
EV/EBITDA	4.06	4.87	4.84	3.98

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5% 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。