



Research and
Development Center

西煤东运核心资产，经营稳健现金价值凸显

—大秦铁路(601006)公司深度报告

2024年09月25日

匡培钦 交通运输行业首席分析师

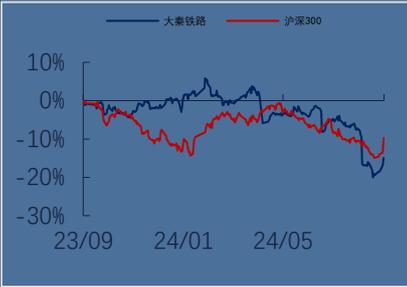
执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
大秦铁路 (601006)

 投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	6.25
52 周内股价波动区间 (元)	7.78-5.88
最近一月涨跌幅 (%)	-8.22
总股本 (亿股)	181.52
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	1,134.48

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦
 B 座
 邮编：100031

西煤东运核心资产，经营稳健现金价值凸显

2024 年 09 月 25 日

本期内容提要：
◆西煤东运国铁龙头，百亿利润分红稳健

发展情况：大秦铁路是国铁集团旗下铁路煤炭运输上市龙头平台。公司设立于 2004 年，并于 2006 年登陆 A 股市场，实际控制人为国铁集团、控股股东为太原局集团，2020-2021 年太原局集团累计增持公司 1.49 亿股，彰显对公司未来发展信心，截至 24H1 末持股比例为 52.9%，股权集中度较高。

主营业务：货运为主，客运为辅，收入规模维稳。从收入结构来看，公司主要经营铁路客货运输业务，其中货运业务为收入主要来源，占比约 70%-80%，客运业务次之，占比约 5%-15%，而其他收入主要系公司向国内其他铁路运输企业提供服务获取的收入，并为其他铁路运输企业提供委托运输管理服务，以及少部分材料物品销售、维修、劳务、装卸等业务收入。

财务情况：百亿利润现金流充裕，带来稳健分红能力。2017 年起公司归母净利润开始企稳在百亿元以上规模，2022 年受疫情影响归母净利润同比下降 8.1% 至 111.96 亿元，但 23 年防疫政策优化后当年度实现归母净利润 119.30 亿元，同比增长 6.6%，23 年盈利现金比例 1.27 倍，现金覆盖能力稳健。

分红情况：根据 23 年度权益分派实施公告，公司派发现金股利 69.29 亿元，分红比例 58.1%，每股分红 0.38 元；2024 年公司实施半年度利润分配，中期拟现金分红金额占当期并表归母净利润的 40.2%。公司《2023 年-2025 年股东分红回报规划》承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配。公司自 2006 年上市至 2023 年现金分红 1060.48 亿元，平均分红比例高达 54.4%。

◆坐拥核心资产“大秦线”，经营区域覆盖“晋陕蒙”

公司核心资产大秦线作为国内首条重载铁路，全长 658 公里，营业里程仅占 2022 年 15.5 万公里国家铁路营业里程的 0.4%，但货运量占到了 2022 年国铁煤炭货运量的 14.5%。基于核心资产大秦线，公司本部向外拓张多条煤炭运输线路，目前本部所辖线路包括大秦线等运输干线 9 条，口泉线、宁岷线等运输支线 8 条，合计营运里程达 2582 公里。此外，公司参股西煤东运另一条“大动脉”朔黄铁路 41.16% 股权，线路全长 594 公里，于 2000 年 5 月开通，经营稳健，2023 年贡献投资收益 24.68 亿元，占投资收益比重 97.2%；于 2019 年增持浩吉铁路股权比例至 10%，线路全长 1814.5 公里，于 2019 年下半年开通，经营稳中向好，2023 年贡献投资收益 0.76 亿元，同比大幅增长（2022 年为 -0.19 亿元）。

◆线路运量短期有望回升，中长期具备三层安全垫支撑

供给端，大秦线设计年运能为 4 亿吨，按 2014 年 5 月高峰情形单月日均 131 万吨推算，年化运能上限可达 4.79 亿吨，对应 2023 年全年 4.22 亿吨的货运量，产能相对充足；对应近年的年度运量峰值 4.51 亿吨（2018 年）也仍有 6.3% 的运力空间。此外从发车间隔、列长、车重三方面看，中长期扩能或仍有空间。

需求端，具体到单个煤炭运输线路看，某一干线的运输需求情况实际上更取决于煤源地的产销情况。大秦线所依托的煤源地分布于晋北蒙西等地区，其

中以山西地区煤矿为主。综合来讲，大秦线运量需求逻辑仍是跳出电煤需求周期，具备煤源结构集中化、大宗商品运输结构改革及煤炭运输干线相对优势的“三层安全垫”的托底支撑。

此外，我们看好大秦线运量短期内的回升。24年以来山西煤炭生产情况或一定程度上影响了相关区域发运情况（受安监趋严、治理“三超”、春节假期、煤炭价格下行影响生产积极性等多重因素叠加影响，24H1山西省原煤产量同比下降13.5%），相应大秦线运量同比下降7.1%至1.93亿吨。山西省已出台《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，单月看3-8月山西省原煤产量同比增速分别-20.8%、-11.7%、-6.7%、-6.2%、+0.2%、+1.1%，降幅已逐步收窄，有望推动大秦线运量迎来修复；中长期看，依托煤源地向优质产区集中、大宗商品公转铁结构变革、线路成本优势的三层安全垫支撑，大秦线运量中长期或仍有提升空间。

◆运费实施政府指导原则，或具有一定上浮空间，实际执行有望维稳

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，未来随着铁路路网结构不断完善、多元运输持续推进、降本增效的深化以及铁路运价市场化改革的加快，铁路货运行业整体利润水平可能得到提升。自2011年以来，公司货运价格有所调整，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，公司运价回调，但2017年3月又上调恢复至原有水平。此后公司运价未有公告调整，基于现行定价机制，我们认为公司铁路货运运价或仍有一定的上调空间，此外考虑到大秦线自身的线路运距优势，我们分析公司实际执行的吨公里运输费率水平或有望保持稳定。

◆盈利预测及估值评级

暂不考虑运价调整，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为98.93亿元、112.76亿元、120.33亿元，同比分别-17.08%、+13.98%、+6.72%。大秦铁路是国铁集团西煤东运的龙头企业，运量方面，短期内有望随上游煤炭稳产稳供而稳步回升，中长期具备煤源地向优质产区集中、大宗商品公转铁结构变革、线路成本优势的三层安全垫支撑；运价方面，基于自身线路运距优势，我们认为公司运输费率或有望维持稳定。此外，我们测算公司股息率相对国债到期收益率具备稳健高股息特性，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险因素：宏观经济波动导致煤炭需求不及预期；煤炭运输主要铁路干路运量增长不及预期；现金分红力度不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	75,758	81,020	76,505	80,982	83,916
增长率 YoY %	-3.7%	6.9%	-5.6%	5.9%	3.6%
归属母公司净利润(百万元)	11,196	11,930	9,893	11,276	12,033
增长率 YoY%	-8.1%	6.6%	-17.1%	14.0%	6.7%
毛利率%	20.0%	20.7%	17.6%	18.5%	18.7%
净资产收益率ROE%	8.7%	8.7%	6.5%	6.7%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.66	0.55	0.62	0.66
市盈率 P/E(倍)	10.13	9.51	11.47	10.06	9.43
市净率 P/B(倍)	0.88	0.82	0.74	0.67	0.65

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年9月24日收盘价

目录

1 西煤东运国铁龙头，核心资产构筑壁垒	6
1.1 载国之重托，股权集中，大股东赋能显著	6
1.2 煤炭铁路货运为主，兼营太原局客运业务	7
1.3 手握核心资产“大秦线”，经营区域覆盖“晋陕蒙”	8
1.4 百亿利润现金流充裕，带来稳健分红能力	10
2 大秦线长期运量有望维持稳健	12
2.1 运输能力充足，中长期扩能仍有空间	12
2.2 短期运量有望回升，此外“三层安全垫”托底大秦线中长期运量	14
3 运费实施政府指导原则，或具有一定上浮空间	17
4 盈利预测及估值评级	20
4.1 预计 2024 年归母净利润 98.93 亿元	20
4.2 高股息价值稳健，给予“增持”评级	22
5 风险因素	24

表目录

表 1：大秦铁路本部所辖主要线路资产情况（截至 2023 年底）	9
表 2：煤源地差异之外，大秦线具备运距及产能优势	16
表 3：铁路货运价格相关政策变革	17
表 4：国铁统一运价基价情况	18
表 5：大秦铁路运价历史调整情况梳理	19
表 6：公司营业收入预测表	20
表 7：公司营业成本拆分表	21
表 8：公司简易利润表	21
表 9：DDM 估值假设	23
表 10：DDM 估值结果（亿元）	23
表 11：敏感性测算	24

图目录

图 1：大秦铁路股权结构稳定，太原局集团持股 52.90%（截至 24H1）	6
图 2：大秦铁路拥有 6 家控股子公司，大股东赋能显著（截至 24H1）	7
图 3：公司 2023 年营收同比增长 7.0%	7
图 4：公司收入结构以货运业务为主	7
图 5：公司 2023 年货运业务收入同比增长 0.8%	8
图 6：煤炭发送量占公司全部货物发送量比例超 80%	8
图 7：公司 2023 年客运业务收入同比高增 119.0%	8
图 8：公司 2023 年旅客发送量同比高增 111.5%	8
图 9：大秦线地理走向	9
图 10：公司 24H1 投资收益同比下降 1.4%	10
图 11：公司 24H1 投资收益占利润总额比重 16.6%	10
图 12：公司 2023 年归母净利润同比增长 6.6%	10
图 13：公司 2023 年经营性现金流净额同比增长 7.1%	10
图 14：大秦铁路自 2019 年以来分红比例维持 50% 以上	11
图 15：列车出发最小追踪间隔示意	12
图 16：2 万吨重车日均开行列车数占比维持高位（列）	12
图 17：公司货车以 C80 型为主（截至 2020 年 6 月末，辆）	13
图 18：大秦线单月最大日均运量出现在 2014 年 5 月	13
图 19：山西 24 年前 8 月原煤产量同比下降 9.6%	14
图 20：公司大秦线 24 年前 8 月运量同比下降 8.9%	14
图 21：大秦线运量或有三层安全垫支撑	14
图 22：大秦线日均运量 YOY 与火电发电量 YOY 相关度低	14
图 23：我国煤炭产能逐渐向山西、内蒙古、陕西及新疆集中	15
图 24：2023 年全国铁路货运量占比 9.04%	16
图 25：2023 年全国铁路货物周转量占比 14.72%	16

图 26: 公司当前 PB(LF)已在历史 5 年的低位	22
图 27: 贷款市场报价利率下行	22
图 28: 国债到期收益率处于相对低位	22

投资聚焦

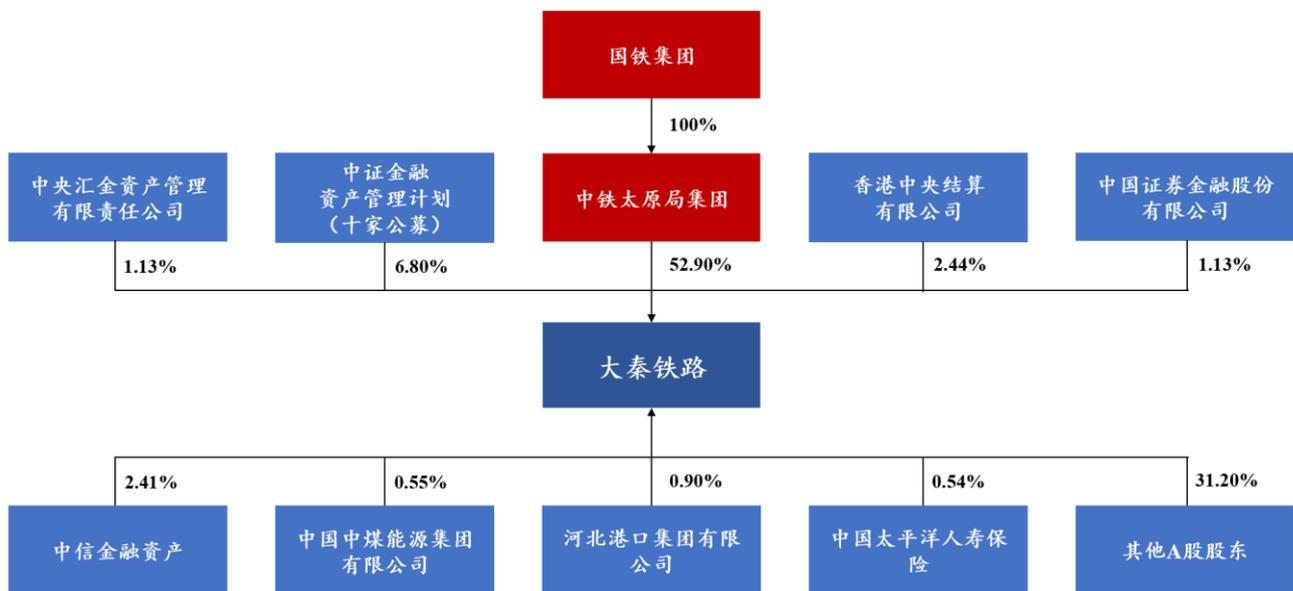
大秦铁路是我国西煤东运的国铁龙头，公司的核心资产大秦线全长 658 公里，营业里程仅占 2022 年 15.5 万公里国家铁路营业里程的 0.4%，但货运量占到了 2022 年国铁煤炭货运量的 14.5%。未来在煤源结构集中化、大宗商品运输结构改革及煤炭运输干线相对优势的“三层安全垫”支撑下，运量有望维持稳健。考虑公司自 2019 年以来分红比例维持 50% 以上；此外《2023 年-2025 年股东分红回报规划》承诺，除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配，我们认为公司有望在稳健经营的基础上维持可观的分红力度，看好高股息配置价值。

1 西煤东运国铁龙头，核心资产构筑壁垒

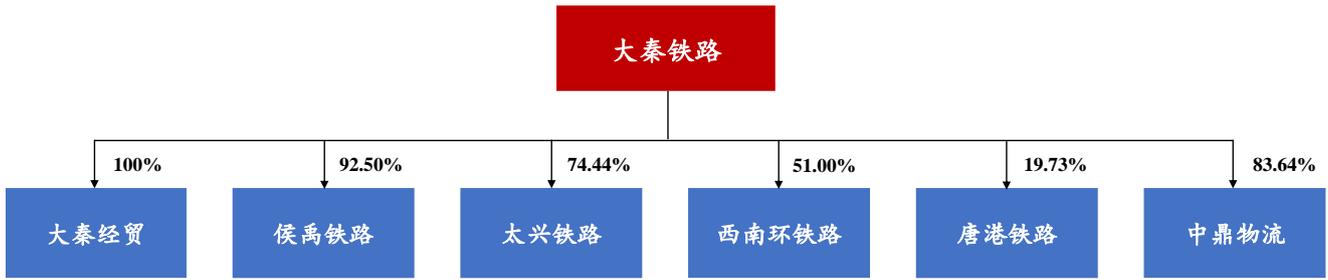
1.1 载国之重托，股权集中，大股东赋能显著

公司为我国铁路煤炭运输龙头核心企业，国铁集团旗下铁路煤炭运输上市平台，股权集中。公司实际控制人为国铁集团，控股股东为太原局集团，2020-2021 年太原局集团累计增持公司 1.49 亿股，彰显对公司未来发展信心，截至 24H1 持股比例为 52.90%，其余股东主要是中央汇金、中证金及中证金融资产管理计划（十家公募参与）等。公司股权集中度高，股权架构稳定。此外，公司目前拥有 6 家控股子公司，其中包括 4 家铁路子公司。

图1：大秦铁路股权结构稳定，太原局集团持股 52.90%（截至 24H1）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图2：大秦铁路拥有 6 家控股子公司，大股东赋能显著（截至 24H1）


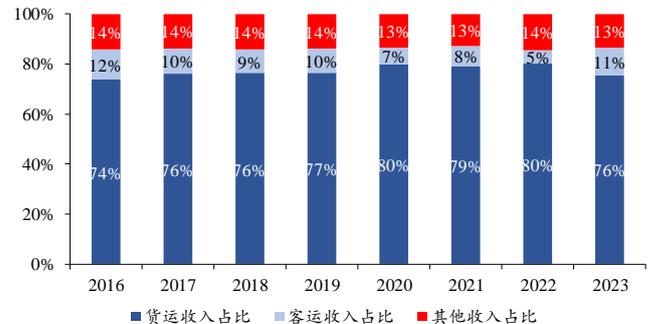
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 煤炭铁路货运为主，兼营太原局客运业务

货运为主，客运为辅，收入规模维稳。从收入结构来看，公司主要经营铁路客货运输业务，其中货运业务为收入主要来源，占比约 70%-80%，客运业务营收占比约 5%-15%，而其他收入主要系公司向国内其他铁路运输企业提供服务获取的收入，主要包括线路使用费、机车牵引费、到达作业服务收入、车辆服务收入、货车空车走行服务收入等，并为其他铁路运输企业提供委托运输管理服务（大西客专、晋豫鲁公司、太中银公司、准朔公司、吕临公司、石太客专公司等），以及少部分材料物品销售、维修、劳务、装卸等业务收入。

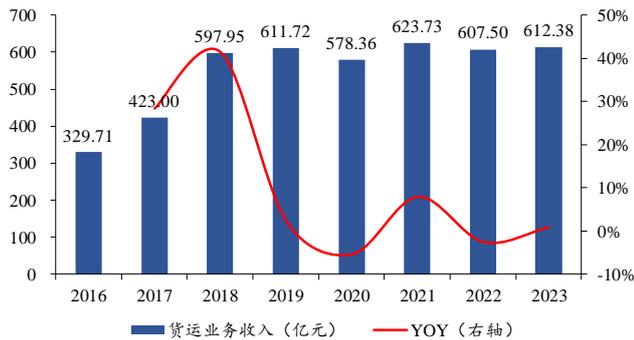
图3：公司 2023 年营收同比增长 7.0%


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

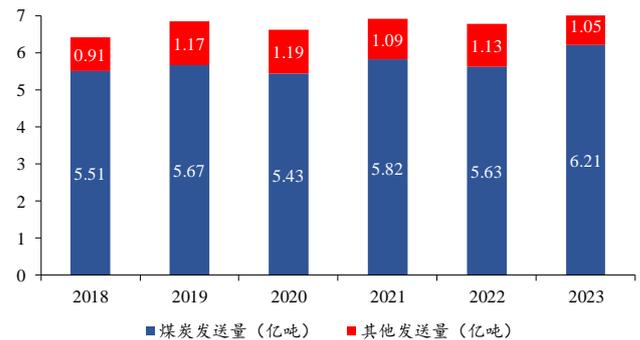
图4：公司收入结构以货运业务为主


资料来源：iFinD，Wind，公司公告，信达证券研发中心

货运业务：公司运输的货物以煤炭为主，同时还包括焦炭、水泥、非金属矿及钢铁、木材、金属矿石等货物。2023 年公司发送货物 7.26 亿吨，录得货运收入 612.38 亿元，同比微增 0.8%，发运结构中煤炭发运 6.21 亿吨，占公司货运总发送量比重达到 85.5%。

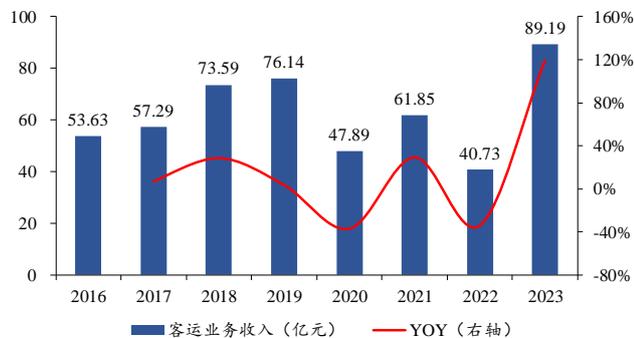
图5：公司 2023 年货运业务收入同比增长 0.8%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

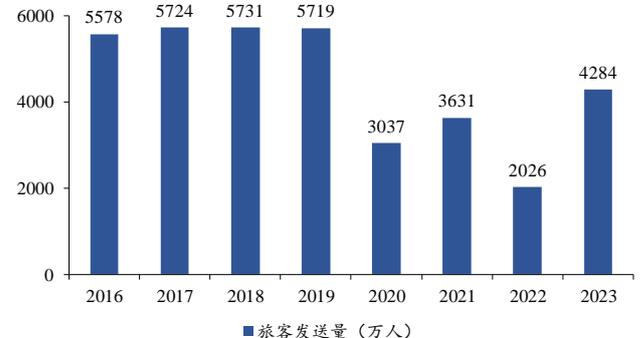
图6：煤炭发送量占公司全部货物发送量比例超 80%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

客运业务：太原局集团公司下属客运列车均由公司担当运输（含高铁及普客）。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、自治区。2023 年公司录得客运收入 89.19 亿元，同比高增 119.0%；旅客发送量 4284 万人次，同比高增 111.5%。

图7：公司 2023 年客运业务收入同比高增 119.0%


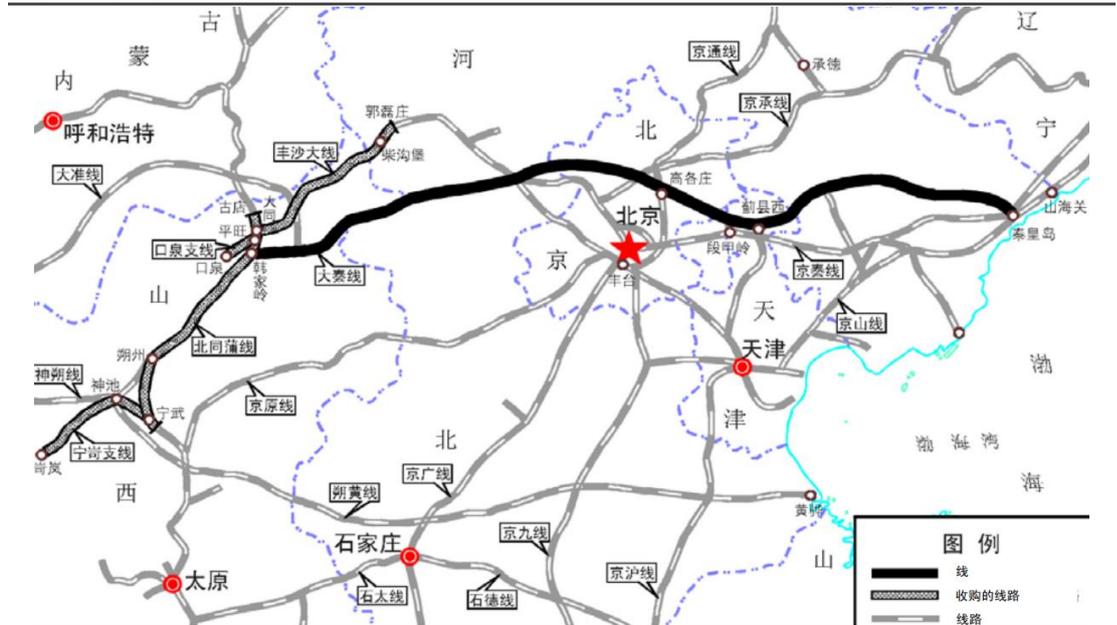
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图8：公司 2023 年旅客发送量同比高增 111.5%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 手握核心资产“大秦线”，经营区域覆盖“晋陕蒙”

以西煤东运煤炭业务为主，核心资产大秦线打造我国煤炭运输核心干线。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 2022 年 15.5 万公里国家铁路营业里程的 0.4%，但货运量占到了 2022 年国铁煤炭货运量的 14.5%。

图9：大秦线地理走向


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

基于核心资产大秦线，公司本部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，目前本部所辖线路包括大秦线等运输干线9条，口泉线、宁奇线等运输支线8条，合计营运里程达2605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。除上述公司本部所辖的干线和支线，公司还通过子公司控制侯禹、太兴、唐港和太原枢纽西南环铁路等线路。

表1：大秦铁路本部所辖主要线路资产情况（截至2023年底）

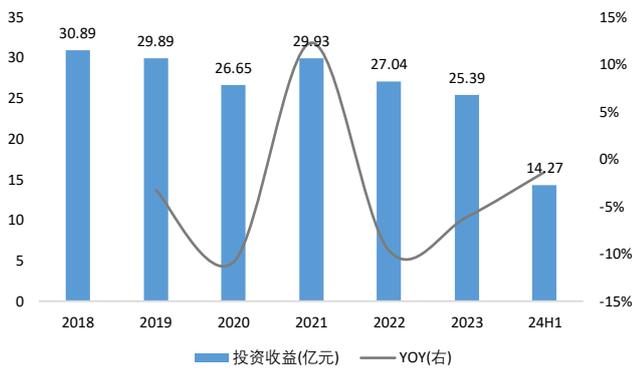
线路	起终点	里程数 (km)	级别	正线数目	牵引种类
大秦线	韩家岭 (不含)-柳村	658.0	I级	双线	电气化
北同蒲线	大同-皇后园	334.7	I级	双/单线	电气化
南同蒲线	榆次-风陵渡	478.3	I级	双/单线	电气化
侯月线	侯马北-嘉峰 (不含)	150.3	I级	双线	电气化
石太线	赛鱼 (不含)-皇后园	105.2	I级	双线	电气化
丰沙大线	郭磊庄 (不含)大同	155.5	I级	双线	电气化
太焦线	修文-夏店 (不含)	190.7	II级	单线	内燃
京原线	薛孤-灵丘	174.7	II级	单线	电气化
宁奇线	宁武-奇岚	95.4	I级	单线	电气化
口泉线	平旺-口泉	9.7	III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	IV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	II级	单线	电气化
合计		2464.9			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：大秦线658.0公里的营业里程中包含秦皇岛港区内秦皇岛东-秦皇岛南6公里的联络线；截至2023年末，除上述主要线路外，公司本部所辖线路还有140.4公里

参股朔黄铁路及浩吉铁路，贡献可观投资收益。公司参股西煤东运另一条“大动脉”朔黄铁路 41.16% 股权，线路全长 594 公里，于 2000 年 5 月开通，经营稳健，2023 年贡献投资收益 24.68 亿元，占投资收益比重 97.2%；此外，公司于 2019 年增持浩吉铁路股权比例至 10%，线路全长 1814.5 公里，于 2019 年下半年开通，经营稳中向好，2023 年贡献投资收益 0.76 亿元，同比大幅增长（2022 年为 -0.19 亿元）。公司 2023 年投资收益合计 25.39 亿元，同比下降 6.1%（我们分析主要或是朔黄铁路大修支出增加所致），占利润总额比重 14.3%；24H1 投资收益合计 14.27 亿元，同比下降 1.4%，占利润总额比重 16.6%。

图10：公司 24H1 投资收益同比下降 1.4%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图11：公司 24H1 投资收益占利润总额比重 16.6%

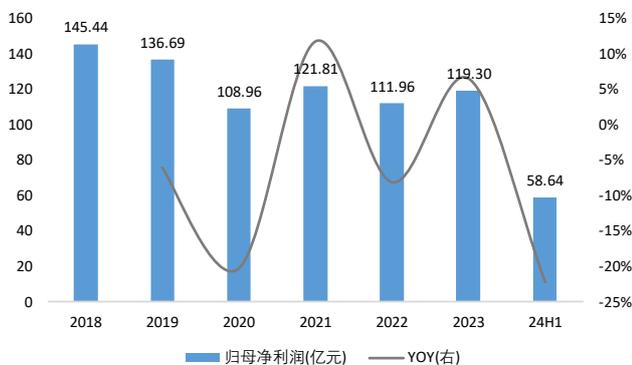


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

1.4 百亿利润现金流充裕，带来稳健分红能力

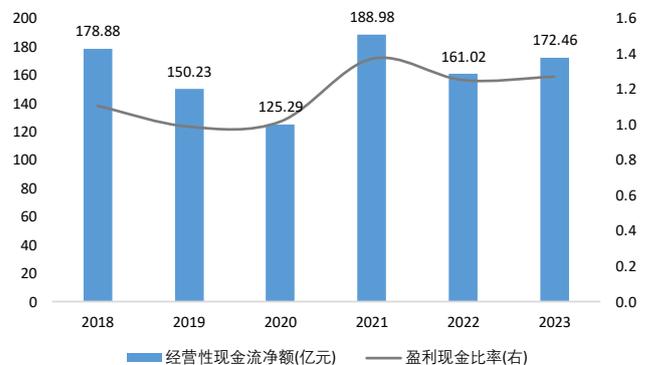
利润稳健，现金流充沛。伴随 2017 年以来我国煤炭景气度回升及大宗商品“公转铁”推进，公司年度归母净利润相应增长企稳在百亿元以上规模，2022 年受疫情影响归母净利润同比下降 8.1% 至 111.96 亿元，但 23 年防疫政策优化后当年度归母净利润 119.30 亿元，同比增长 6.6%，23 年盈利现金比例 1.27 倍，现金覆盖能力稳健。

图12：公司 2023 年归母净利润同比增长 6.6%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图13：公司 2023 年经营性现金流净额同比增长 7.1%

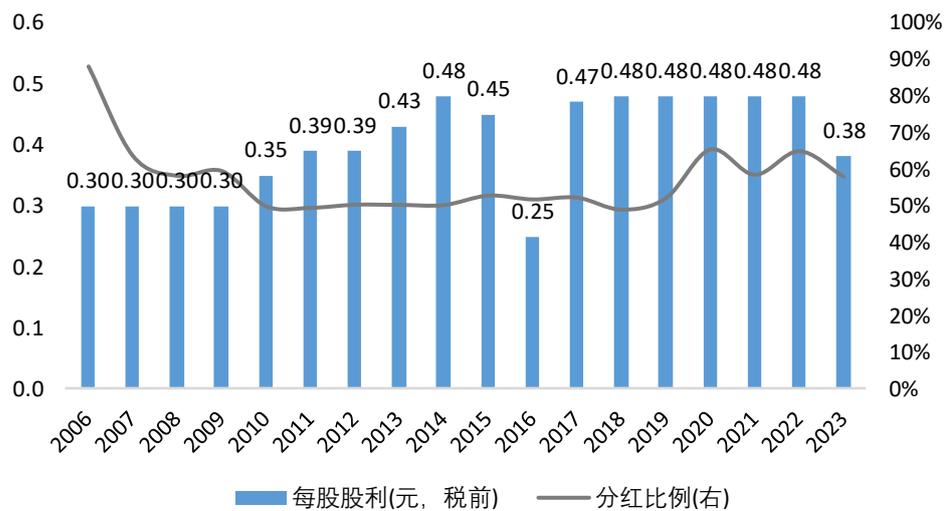


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

备注：盈利现金比率=经营性现金流净额/净利润

分红政策稳健，股息价值突出。从铁路货运行业的属性以及大秦线的运营周期（1988年开通）看，公司经营已经进入平稳期，自2019年以来年度分红比例维持50%以上。根据23年年度权益分派实施公告，公司派发现金股利69.29亿元，每股股利0.38元，分红比例58.1%；2024年公司实施半年度利润分配，中期现金分红金额23.60亿元，占半年度合并报表归母净利润的40.2%。公司《2023年-2025年股东分红回报规划》承诺除特殊情况外，每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配。公司自2006年上市至2023年累计现金分红1060.48亿元，上市以来至2023年平均分红比例高达54.4%。

图14：大秦铁路自2019年以来分红比例维持50%以上



资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

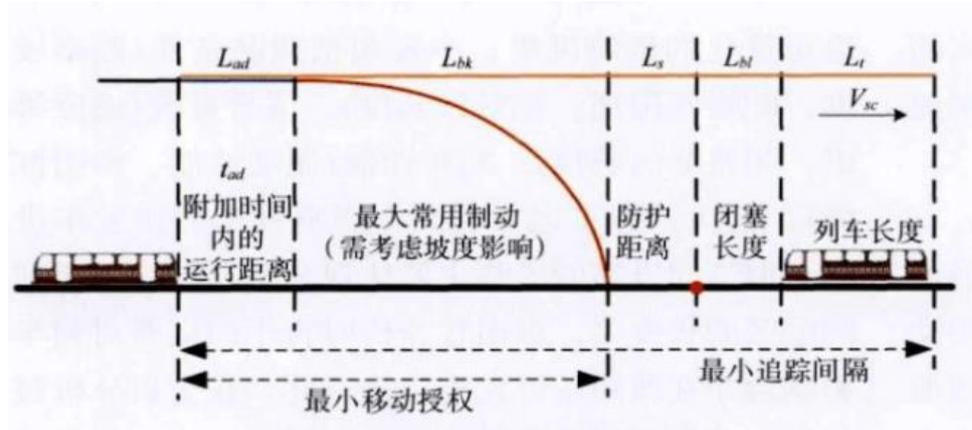
2 大秦线长期运量有望维持稳健

2.1 运输能力充足，中长期扩能仍有空间

公司运力供给端仍有空间，未来增长空间可能来自发车间隔、列长、车重三方面：

1) 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，包含了前行列车出站至出清第一个闭塞分区的时间和办理后行列车出站作业的时间。发车间隔越短，则单日可发车列次越多。2010 年以来，公司加速机车车辆周转，将 2 万吨、1.5 万吨列车平均追踪间隔时间压缩至 13 分钟以内，万吨列车平均追踪间隔时间压缩至 10 分钟以内，发车间隔持续缩短，未来或仍有进一步优化空间。

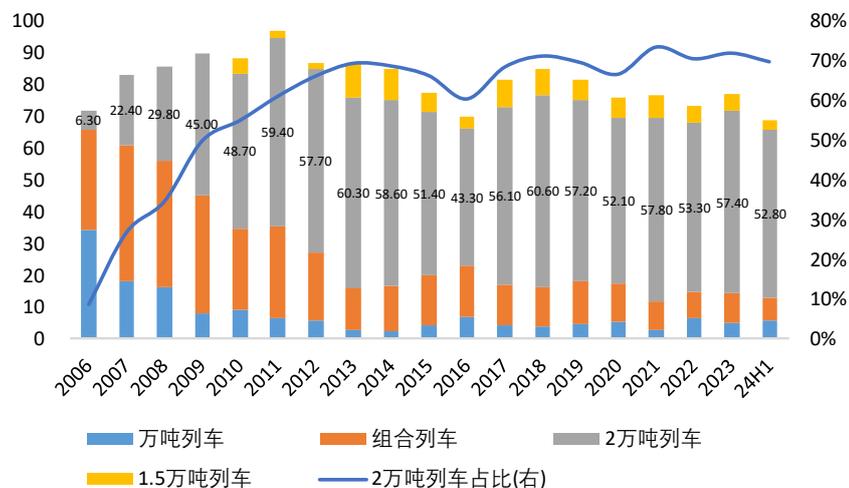
图15：列车出发最小追踪间隔示意



资料来源：侯黎明等《高速铁路追踪间隔分析与优化设计研究》，信达证券研发中心

2) 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，3 万吨重载也已经于 2014 年运行试验成功。挖潜提效战略带动下，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 2023 年的 57.4 列，占比由 8.8% 上升至 72.1%。

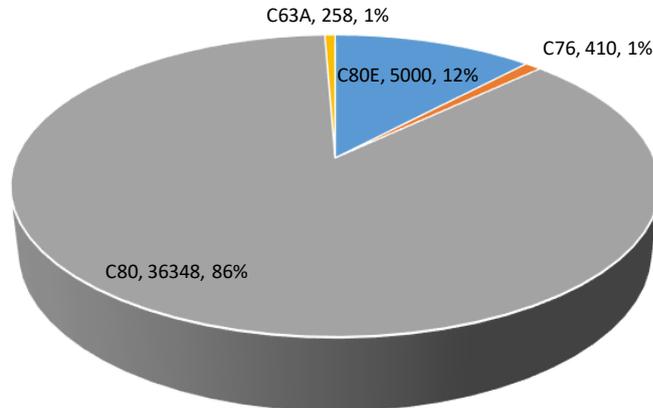
图16：2 万吨重车日均开行列数占比维持高位（列）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

3) 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。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)。而 C96 型敞车已在 2018 年于瓦日线上实现成功接卸。从长期角度考虑, 大秦线车辆型号迭代仍有运力升级空间。

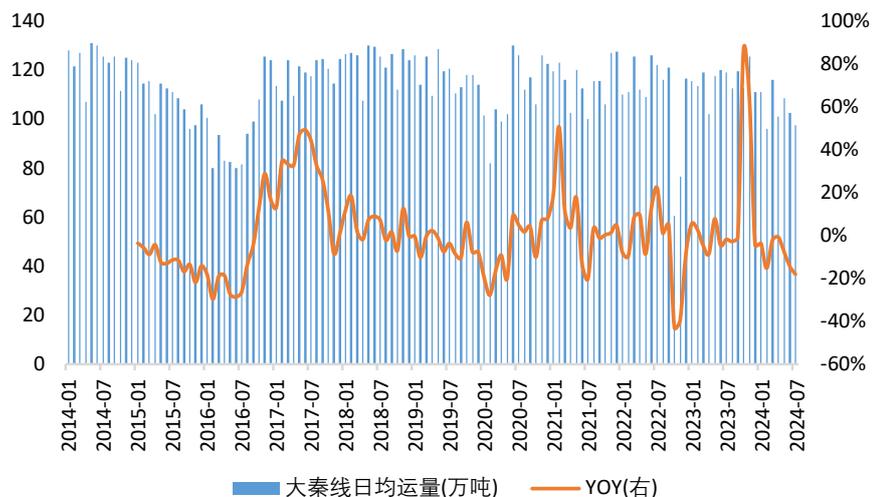
图17: 公司货车以 C80 型为主(截至 2020 年 6 月末, 辆)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

大秦线历史单月日均最大运量 131 万吨左右, 能力相对充足。大秦线设计年运能为 4 亿吨, 按 2014 年 5 月高峰情形单月日均 131 万吨推算, 年化运能上限或许还未达到, 对应 2023 年全年 4.22 亿吨的货运量及近年的年度运量峰值 2018 年的 4.51 亿吨均仍有运力空间。

图18: 大秦线单月最大日均运量出现在 2014 年 5 月

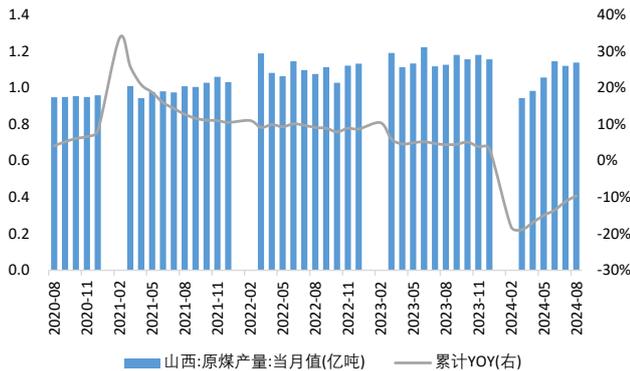


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 短期运量有望回升，此外“三层安全垫”托底大秦线中长期运量

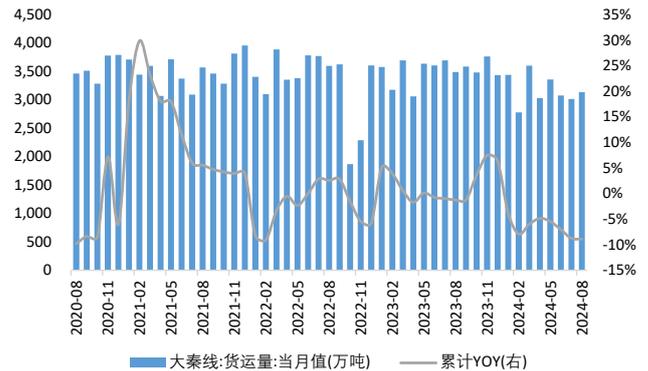
上游生产端有望回暖，或带动大秦线运量回升。24年以来山西煤炭生产情况或一定程度上影响了相关区域发运情况（受安监趋严、治理“三超”、春节假期、煤炭价格下行影响生产积极性等多重因素叠加影响，24H1山西省原煤产量同比下降13.5%），相应大秦线运量同比下降7.1%至1.93亿吨。山西省已出台《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，单月看3-8月山西省原煤产量同比增速分别-20.8%、-11.7%、-6.7%、-6.2%、+0.2%、+1.1%，产量逐步恢复增长，有望推动大秦线运量迎来修复。

图19：山西24年前8月原煤产量同比下降9.6%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图20：公司大秦线24年前8月运量同比下降8.9%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

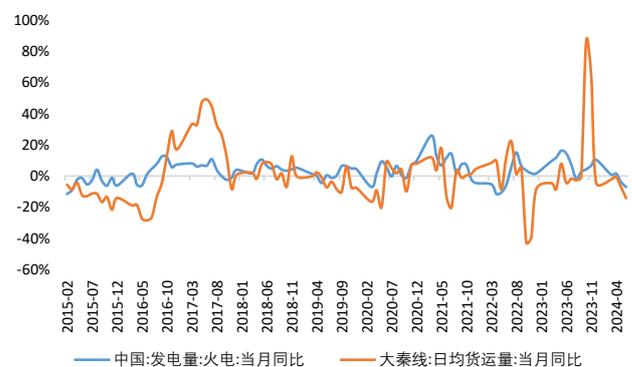
中长期看，我国能源结构仍以煤炭为主，这在根本上决定了铁路货运的重心在于煤运，而煤运业务整体的需求主要与下游火电整体的需求挂钩。然而，具体到单个煤炭运输线路看，某一干线的运输需求情况实际上更取决于煤源地的产销情况。大秦线所依托的煤源地分布于晋北蒙西等地区，其中以山西地区煤矿为主。综合来讲，大秦线运量中长期需求逻辑仍是跳出电煤需求周期，具备“三层安全垫”的托底支撑。

图21：大秦线运量或有三层安全垫支撑



资料来源：信达证券研发中心

图22：大秦线日均运量YOY与火电发电量YOY相关度低



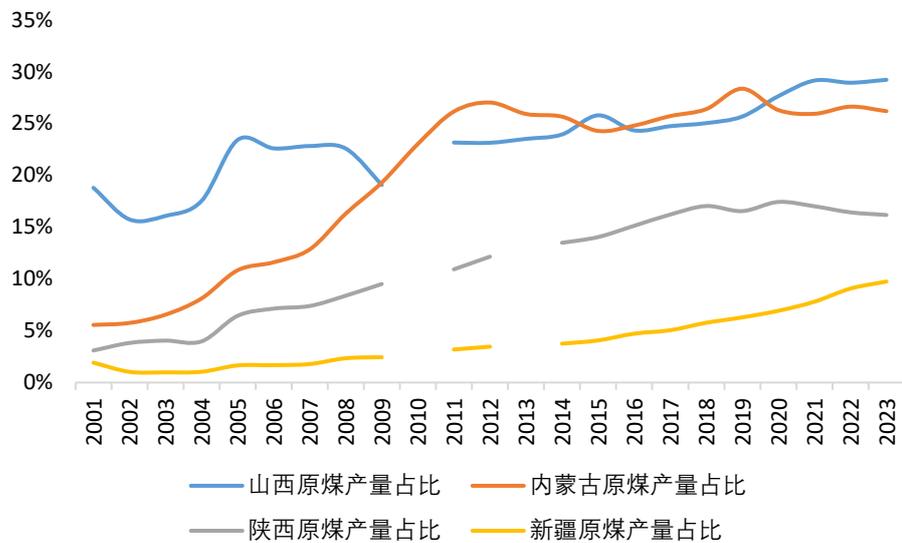
资料来源：Wind，信达证券研发中心

三层安全垫之一：煤源结构调整-煤源地继续向山西、内蒙古、陕西及新疆集中。

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，煤矿数量由2015年的10800处下降至2023年的4300处左右，其中年产120万吨及以上的大型煤矿产量占全国的85%以上，比2020年提高5个百分点。

与此同时，优质产能区域集中度不断提升，山西、内蒙古、陕西及新疆地区原煤产量占全国原煤产量比重由2018年的74.2%提升至2023年的81.3%，说明我国原煤优质产能持续集中化，其中山西及内蒙古的原煤产量占比最高。我们认为，煤炭行业淘汰落后产能大背景下，煤源地的集中化有望夯实大秦线的区位优势，进一步巩固公司主业护城河。

图23：我国煤炭产能逐渐向山西、内蒙古、陕西及新疆集中

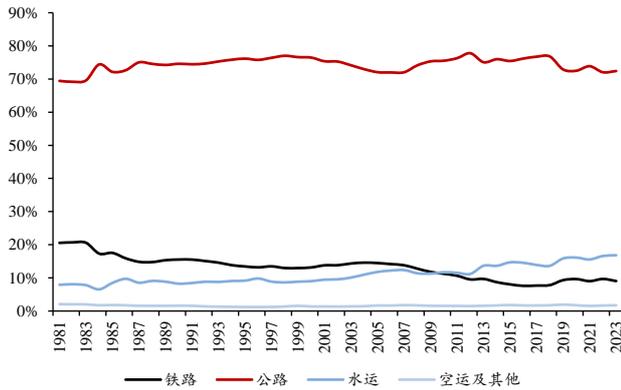


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

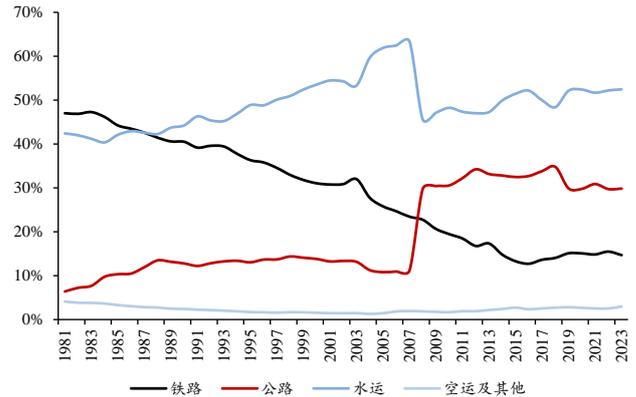
三层安全垫之二：运输结构调整-大宗商品“公转铁”继续推进。

我国政策持续引导推进大宗商品“公转铁”。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，到2025年铁路运输比例力争达到90%。此外，更远期的时间维度，国家铁路局、国家发展改革委、生态环境部、交通运输部、国铁集团联合印发《推动铁路行业低碳发展实施方案》目标到2030年铁路货物周转量占比达到22%以上；中共中央、国务院《关于全面推进美丽中国建设的意见》目标到2035年铁路货运周转量占总周转量比例达到25%左右。

受大宗商品“公转铁”催化，2023年全国铁路货运量50.35亿吨，同比增长1.03%，全国铁路货运量占比9.04%，较2016年提升1.44个百分点。2023年全国铁路货物周转量达36460亿吨公里，同比增长1.43%，全国铁路货运周转量占比14.72%，较2016年提升1.97个百分点。

图24：2023年全国铁路货运量占比9.04%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图25：2023年全国铁路货物周转量占比14.72%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

三层安全垫之三：分流影响或较弱-煤源地差异之外，大秦线具备运距及产能优势。

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，但我们判断主要承接的是其大股东中国神华的煤炭货运服务，且黄骅港港航系统能力相对紧张（根据李洪军《黄骅港煤炭港区港航系统能力影响因素分析及优化措施》，黄骅港煤炭港区煤炭装船设计能力1.78亿吨，近年码头通过能力一直维持在2.0亿吨左右），唐包线营运里程为大秦线全长的1.29倍，运输费用较高，且主要承接内蒙古、陕北地区发运的煤炭；瓦日线运营里程最长，为大秦线全长的1.91倍，运输费用相应或同样较高。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或较弱。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重合度较低。

竞争性线路已部分开展合作，未来或有望进一步投资优质铁路资产。公司的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%，或具备较好的线路间协同整合能力。展望未来，考虑到铁路行业市场化改革的推进以及公司账面良好的货币资金及现金流情况，我们分析公司未来远期或有望实时进一步开展对优质铁路资产的布局投资。

表2：煤源地差异之外，大秦线具备运距及产能优势

线路	方向	起点	终点	本线长度	运量	设计能力
唐包线	西煤东运	内蒙古包头	河北曹妃甸港	852km	22年1.15亿吨	超2亿吨
大秦线		山西大同	河北秦皇岛港	658km	23年4.22亿吨	静态测算约4.8亿吨
朔黄线		山西朔州	河北沧州黄骅港	594km	23年3.68亿吨	近期3.5亿吨（2013年）
瓦日线		山西兴县瓦塘	山东日照港	1269.84km	23年1.004亿吨	2.5亿吨
浩吉线	北煤南运	内蒙古浩勒报吉	江西吉安	1814.5km	23年9555万吨	2亿吨

资料来源：大秦铁路公司公告，煤炭宝，新华社，广州铁路官方微博，Wind，山西省交通运输厅，中国新闻网，中国铁路设计集团有限公司官网，全国能源信息平台，鄂尔多斯新闻，信达证券研发中心

3 运费实施政府指导原则，或具有一定上浮空间

铁路货运行业定价趋于灵活化。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，铁路运输企业通过综合考虑市场需求、铁路建设运营成本等因素，正在建立多种交通方式合理比价、灵活适应市场、满足不同客户需求，有升有降的浮动定价机制。未来，随着铁路路网结构不断完善、多元运输持续推进、降本增效的深化以及铁路运价市场化改革的加快，铁路货运行业整体利润水平可能得到提升。

表3：铁路货运价格相关政策变革

时间	名称	相关内容
2014 年	《国家发展改革委关于调整铁路货物运价有关问题的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1.5 分钱，即由现行 13.01 分钱提高到 14.51 分钱 铁路货物运价由政府定价改为政府指导价。国铁普通运营线以国家规定的统一运价为上限（执行特殊运价的国铁线路及国铁控股合资铁路以国家规定的运价或浮动上限价为上限），铁路运输企业可以根据市场供求自主确定具体运价水平
2015 年	《国家发改委关于调整铁路货运价格、进一步完善价格形成机制的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 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 分钱提高到 15.51 分钱，并作为基准价，允许上浮不超过 10%，下浮仍不限。在上述浮动范围内，铁路运输企业可以根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2017 年	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 自 2018 年 1 月 1 日起，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。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 年	《铁路货物运输进款清算办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 承运企业取得全程货物运费进款，按计费工作量和对应清算单价按票向提供服务企业付费

资料来源：公司公告，国家发改委，信达证券研发中心

国铁运价有统一运价和特定运价两种收费模式。

1、国铁统一运价

根据原铁道部《铁路货物运价规则》（铁运〔2005〕46号）规定，执行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。国家发改委和国铁集团对于不同品类的运输货物执行不同的运价标准，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。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》（发改价格〔2017〕2163 号），自 2018 年 1 月 1 日起，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。当前，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4：国铁统一运价基价情况

运价号	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 (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
机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2、特殊运价

按照《国家发改委关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》（发改价格〔2015〕183号），当前，公司所辖大秦线、京原线和丰沙大线本线整车煤炭运输（指发、到站均在本线的煤炭）运价执行特殊定价，不收取固定费用，计费方式类似基价 2，最新运价率标准为 0.1001 元/吨公里（含税价）。此外，合资铁路不执行国铁统一运价，由各合资铁路公司根据线路实际情况确定综合运价，报国铁集团审批后执行。

公司铁路货运运价或仍有上调空间，实际执行费率角度有望维稳。自 2011 年以来，公司货运价格有所调整，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，公司运价回调，但 2017 年 3 月又上调恢复至原有水平。此后公司运价未有公告调整，基于现行定价机制，我们认为公司铁路货运运价或仍有一定的上调空间，此外考虑到大秦线自身的线路运距优势，我们分析公司实际执行的吨公里运输费率水平或有望保持稳定。

表5：大秦铁路运价历史调整情况梳理

时间	调整方向	调整情况	对年度营收影响
2012年5月20日	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	预计导致公司2012年营业收入增加约8亿元
2013年2月20日	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	预计导致公司2013年营业收入增加约16亿元
2014年2月15日	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	预计导致公司收入增加约43亿元
2015年2月1日	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	预计导致公司收入增加约24.1亿元
2016年2月4日	下调	煤炭运价每吨公里下调1分钱	预计导致公司营业收入减少约24亿元
2017年3月24日	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	预计将对公司收入产生积极影响

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 盈利预测及估值评级

4.1 预计 2024 年归母净利润 98.93 亿元

1、收入端：

- 1) 假设暂不考虑运费侧调整。
- 2) 考虑到上游区域煤炭供需情况及大秦线运输情况, 假设 2024-2026 年大秦线货运量分别为 3.90 亿吨、4.05 亿吨、4.10 亿吨。
- 3) 考虑到大宗商品“公转铁”的推进, 假设其他线路 2024-2026 年货物发送量同比分别增长 7.0%、0.5%、0.5%。
- 4) 考虑到煤源的稳定性, 假设各线路煤炭运距维持稳定。
- 5) 考虑到客运 23 年高弹性修复后有望稳步增长, 假设 2024-2026 年客运收入分别同比+15.0%、+3.0%、+2.0%。

我们预计 2024-2026 年公司铁路货运收入分别为 551.82 亿元、590.65 亿元、613.87 亿元, 营业总收入分别为 765.05 亿元、809.82 亿元、839.16 亿元, 同比分别-5.48%、+5.85%、+3.62%。

表6：公司营业收入预测表

单位：亿元、亿吨	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	757.58	809.44	765.05	809.82	839.16
YOY		6.85%	-5.48%	5.85%	3.62%
1、货运收入	607.50	612.38	551.82	590.65	613.87
YOY		0.80%	-9.89%	7.04%	3.93%
总发送量	6.77	7.26	7.15	7.32	7.39
大秦线运量	3.97	4.22	3.90	4.05	4.10
2、客运收入	40.73	89.19	102.57	105.65	108.82
YOY		118.97%	15.00%	3.00%	3.00%
3、其他	109.34	107.87	110.66	113.53	116.48

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2、成本端：

- 1) 假设客运服务费、货车使用费、检修费、房屋租赁费等平稳增长。
- 2) 假设折旧成本维持中低个位数同比增速。
- 3) 假设材料、电力及燃料等成本与发运周转量同比增速维持一致。

我们预计公司 2024-2026 年营业成本分别为 630.25 亿元、660.41 亿元、682.21 亿元。

表7：公司营业成本拆分表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本	606.35	642.79	630.25	660.41	682.21
YOY		6.01%	-1.95%	4.78%	3.30%
1、主营业务成本	594.19	631.90	619.32	649.31	670.96
其中：人员费用	209.74	219.85	215.46	229.46	240.94
货运服务费	172.27	164.10	161.66	165.41	166.91
折旧	50.65	50.93	51.18	53.74	56.43
2、其他业务成本	12.16	10.89	10.93	11.10	11.25

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

3、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 2024-2026 年贡献投资收益同比增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%，且浩吉铁路经营稳步改善带动投资收益正贡献提升。

综合以上收入、成本、投资收益等因素预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 98.93 亿元、112.76 亿元、120.33 亿元，同比分别-17.08%、+13.98%、+6.72%。

表8：公司简易利润表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	757.58	809.44	765.05	809.82	839.16
YOY		6.85%	-5.48%	5.85%	3.62%
营业成本	606.35	642.79	630.25	660.41	682.21
YOY		6.01%	-1.95%	4.78%	3.30%
总毛利	151.22	166.65	134.80	149.42	156.95
YOY		10.20%	-19.11%	10.84%	5.04%
投资收益	27.04	25.39	25.20	26.46	27.22
归母净利润	111.96	119.30	98.93	112.76	120.33
YOY		6.55%	-17.08%	13.98%	6.72%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

4.2 高股息价值稳健，给予“增持”评级

当前股息绝对收益依然可观。在不考虑运价调整的前提下，公司利润的增长主要来自于下辖铁路线运量的增长，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，我们预计大额资本开支需求较少，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。23年度公司派发现金股利69.29亿元，分红比例58.1%，此外《2023年-2025年股东分红回报规划》承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配。

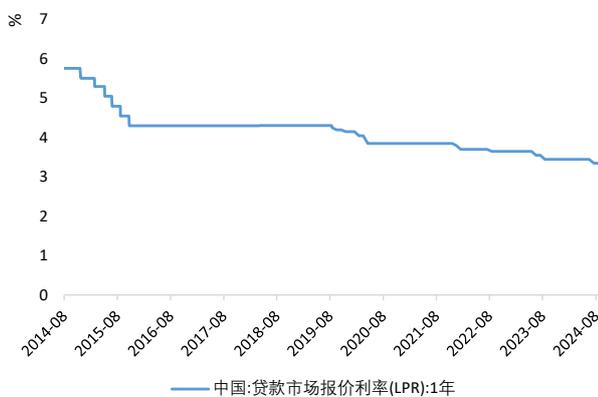
图26：公司当前PB(LF)已在历史5年的低位



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

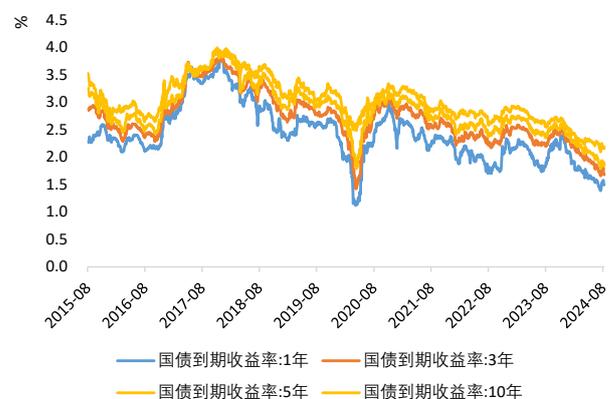
从类债券角度看，具有高股息配置价值。外部流动性宽松环境下，市场层面或对高股息资产更为偏好；个股层面大秦铁路高分红凸显自身类固收属性投资价值，防守配置吸引力较强。

图27：贷款市场报价利率下行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图28：国债到期收益率处于相对低位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

大秦铁路是国铁集团西煤东运的龙头企业，运量方面，短期内有望随上游煤炭稳产稳供而稳步回升，中长期具备煤源地向优质产区集中、大宗商品公转铁结构变革、线路成本优势的三层安全垫支撑；运价方面，基于自身线路运距优势，我们认为公司运输费率或有望维持稳定。

从股息回报的角度，大秦铁路发布《大秦铁路三年（2023年-2025年）股东分红回报规划》公告，根据公告“除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%”，根据我们盈利预测，2024-2026年分红总额分别不低于54.41亿元、62.02亿元、66.18亿元，则每股分红不低于0.30元、0.34元、0.36元，对应2024年9月20日收盘价股息率分别不低于4.98%、5.68%、6.06%，我们认为相对国债到期收益率具备稳健高股息特性。

同时，我们采用DDM模型进行估值测算，考虑到公司分红能力的稳健性，我们采用5年过渡期，假设过渡期结束恢复至历史最高水平（2022年分红总额72.80亿元），股权资本成本采用6.01%，则当前每股价值6.87元左右，首次覆盖给予“增持”评级。

表9：DDM 估值假设

估值假设	参数设置	参数说明
预测期年数	3	
过渡期年数	5	
过渡期增长率	3.26%	考虑到公司分红稳健性，假设过渡期结束恢复至历史最高水平（2022年分红总额72.80亿元）
永续增长率 g	0.00%	假设远期分红稳定
贝塔值（β）	0.62	根据该股票和整体市场的历史数据
无风险利率 Rf（%）	2.75%	以10年期国债为参考
市场的预期收益率 Rm（%）	8.00%	参考沪深300历史10年平均收益水平
股权资本成本 Ke	6.01%	$Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$

资料来源：iFind，信达证券研发中心

表10：DDM 估值结果（亿元）

预测期	2023	2024E	2025E	2026E	-
现金红利总额	69.29	92.89	59.36	62.02	-
过渡期	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
过渡期现金红利总额	64.04	66.12	68.28	70.50	72.80
股利预测期现值			201.12		
股利过渡期现值			251.53		
股利永续价值现值			794.35		
股权价值			1247.00		
计算总股本(亿股)			181.52		
每股价值(元)			6.87		

资料来源：iFind，信达证券研发中心

表11：敏感性测算

永续增长率/股权资本成本	4.51%	5.01%	5.51%	6.01%	6.51%	7.01%	7.51%
-1.50%	7.40	6.84	6.36	5.94	5.58	5.26	4.98
-1.00%	7.86	7.22	6.67	6.21	5.80	5.45	5.14
-0.50%	8.41	7.66	7.04	6.51	6.06	5.67	5.33
0.00%	9.09	8.20	7.47	6.87	6.36	5.92	5.54
0.50%	9.93	8.85	7.99	7.29	6.71	6.21	5.79
1.00%	11.01	9.67	8.63	7.80	7.11	6.55	6.07
1.50%	12.46	10.73	9.43	8.41	7.61	6.94	6.39

资料来源：信达证券研发中心

5 风险因素

宏观经济波动导致煤炭需求不及预期。若宏观经济复苏进程较为缓慢，可能影响上游大宗原材料煤炭的整体需求，导致运输端也受到一定程度的不利影响。

煤炭运输主要铁路干路运量增长不及预期。考虑到公司拥有大秦线等线路资产，此外参股朔黄铁路、浩吉铁路等，若主要煤炭铁路干线运量增长不及预期，则可能对公司业绩产生不利影响。

现金分红力度不及预期。公司《2023年-2025年股东分红回报规划》承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配。若影响分红的特殊情况发生，可能导致现金分红不及预期。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	78,033	80,674	80,103	86,072	92,941
货币资金	62,603	67,316	67,523	72,796	79,198
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	7,997	4,975	4,698	4,973	5,153
预付账款	323	360	353	370	382
存货	1,837	1,918	1,880	1,970	2,035
其他	5,273	6,106	5,649	5,963	6,173
非流动资产	124,264	126,999	129,755	131,705	132,971
长期股权投资	23,938	24,281	25,081	25,581	25,881
固定资产(合计)	87,062	88,126	88,312	89,253	90,014
无形资产	9,270	10,709	10,664	10,618	10,572
其他	3,994	3,883	5,699	6,254	6,504
资产总计	202,297	207,673	209,858	217,778	225,912
流动负债	17,417	15,549	16,032	16,784	17,320
短期借款	224	38	138	158	178
应付票据	1,437	194	190	200	206
应付账款	4,498	5,160	5,059	5,301	5,476
其他	11,259	10,157	10,644	11,125	11,460
非流动负债	44,691	39,717	24,770	14,787	14,987
长期借款	11,041	10,686	10,736	10,836	10,936
其他	33,649	29,031	14,035	3,951	4,051
负债合计	62,108	55,266	40,802	31,570	32,307
少数股东权益	11,906	14,645	16,064	17,592	19,158
归属母公司股东权益	128,284	137,763	152,992	168,615	174,447
负债和股东权益	202,297	207,673	209,858	217,778	225,912

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	75,758	81,020	76,505	80,982	83,916
同比(%)	-3.7%	6.9%	-5.6%	5.9%	3.6%
归属母公司净利润	11,196	11,930	9,893	11,276	12,033
同比(%)	-8.1%	6.6%	-17.08%	13.98%	6.72%
毛利率(%)	20.0%	20.7%	17.6%	18.5%	18.7%
ROE%	8.7%	8.7%	6.5%	6.7%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.66	0.55	0.62	0.66
P/E	10.13	9.51	11.47	10.06	9.43
P/B	0.88	0.82	0.74	0.67	0.65
EV/EBITDA	4.06	4.04	3.51	2.52	2.14

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	75,758	81,020	76,505	80,982	83,916
营业成本	60,635	64,279	63,025	66,041	68,221
营业税金及附加	65	292	275	292	302
销售费用	227	231	218	231	239
管理费用	826	838	792	838	868
研发费用	17	11	10	11	11
财务费用	155	161	4	-429	-686
减值损失合计	0	-6	0	0	0
投资净收益	2,704	2,539	2,520	2,646	2,722
其他	363	130	90	95	99
营业利润	16,901	17,872	14,790	16,740	17,780
营业外收支	-101	-145	0	0	0
利润总额	16,800	17,727	14,790	16,740	17,780
所得税	3,947	4,168	3,478	3,936	4,181
净利润	12,853	13,559	11,312	12,804	13,599
少数股东损益	1,657	1,629	1,419	1,528	1,566
归属母公司净利润	11,196	11,930	9,893	11,276	12,033
EBITDA	19,632	20,823	19,803	21,566	22,528
EPS(当年)(元)	0.75	0.79	0.55	0.62	0.66

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	16,102	17,246	15,390	16,167	16,914
净利润	12,853	13,559	11,312	12,804	13,599
折旧摊销	5,282	5,330	5,009	5,254	5,434
财务费用	89	100	1,149	719	552
投资损失	-2,704	-2,539	-2,520	-2,646	-2,722
营运资金变动	660	815	445	35	50
其它	-77	-19	-5	0	0
投资活动现金流	-2,878	-3,354	-5,240	-4,559	-3,978
资本支出	-7,017	-7,213	-6,900	-6,700	-6,400
长期投资	0	-89	-820	-515	-310
其他	4,139	3,948	2,480	2,656	2,732
筹资活动现金流	-10,037	-9,180	-9,943	-6,335	-6,533
吸收投资	0	90	15,425	10,284	0
借款	-1,479	-541	150	120	120
支付利息或股息	-8,502	-8,718	-10,437	-6,655	-6,753
现金流净增加额	3,187	4,712	207	5,273	6,402

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。