



# 大秦铁路 (601006.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 西煤东运大动脉，业绩修复预期强

### 投资逻辑

公司是国铁集团旗下以煤炭运输为主的铁路运输公司。公司本部拥有 2465 公里铁路里程，核心路产为大秦线。大秦线是我国西煤东运的核心通道，主要负责保障山西省煤炭外运，2024 年煤炭发运量为 3.92 亿吨，占全国铁路煤炭运输量的 14%。1H2024，公司主营业务铁路货运收入占比为 73%；同时公司参股朔黄铁路等公司股权，投资收益 14.3 亿元，占利润总额比例为 18%。受山西省煤炭减产影响，2024Q1-Q3 公司归母净利润为 86 亿元，同比下滑 23%。**预期山西省加大保供力度，大秦线运量出现修复。**从过往数据来看，公司业绩涨跌与大秦线运量有较强相关性。大秦线在 2011 年后货运量已经可以接近最高运输量 4.5 亿吨，通过复盘大秦线过往货运量变动影响，我们认为影响其货运量的主要因素包括煤源地供给端的政策、大秦线分流情况以及进口煤影响。2024 年山西省开展安监以及治理“三超”活动，煤炭减产量超预期，山西也面临较大经济增长压力。展望 2025 年，山西省政府明确加大能源保供力度，煤炭产量或增加 3100 万吨以上；预计 2025 年进口煤增速放缓，全年小幅增长或维持平稳，对大秦线影响减弱。煤源地政策宽松下我们预计 2025 年大秦线货运量同比增长 5%。

**短期运价难以提升，可转债退市后财务费用下降。**目前公司实施国铁集团统一运价基价，部分线路本线实施煤炭特殊运价，2018 年以后运价没有调整，预计短期内公司运价难以提升。2025 年 2 月公司可转债退市，预计当年利息费用将减少，支撑公司盈利提升。

**低估值红利资产，转债退市后预期补涨。**公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 55%，过往股息率大多在 5% 以上。2024 年公司股价表现滞后于红利板块，主要由于 187 亿可转债转股使得股本增多以及大秦线经营数据低于预期。2 月可转债退市后利空因素消退，公司盈利修复预期强，资产明显低估，预期股价出现补涨。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 94.82 亿元、112.78 亿元、119.86 亿元，同比增速分别为 -20.5%、18.9%、6.3%。公司对应 PB 分别为 0.92 倍、0.95 倍、0.92 倍。参考可比公司 2025 年平均 PB 倍数 1.01x，公司掌握西煤东运核心大通道大秦线，资产质量优质，基本面修复预期强，给予公司 2025 年 1.1 倍 PB 估值，目标价格为 7.85 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

煤源地政策风险、核心路产被分流风险、进口煤冲击风险、煤炭需求不及预期、铁路运量增长不及预期。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.81 元

目标价 (人民币)：7.85 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75,758	81,020	75,941	81,580	84,618
营业收入增长率	-3.72%	6.95%	-6.27%	7.43%	3.72%
归母净利润(百万元)	11,196	11,930	9,482	11,278	11,986
归母净利润增长率	-8.09%	6.55%	-20.52%	18.94%	6.28%
摊薄每股收益(元)	0.753	0.758	0.504	0.560	0.595
每股经营性现金流净额	1.08	1.10	0.82	0.81	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.73%	8.66%	6.83%	7.84%	8.03%
P/E	8.87	9.52	13.51	12.17	11.45
P/B	0.77	0.82	0.92	0.95	0.92

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、铁路煤运为主业，核心资产大秦线为西煤东运主干线.....	4
1.1 以煤炭运输为主的铁路运输公司，核心资产为大秦线.....	4
1.2 大秦线为西煤东运核心通道，铁路格局固定分流影响较小.....	5
1.3 货运业务为主要盈利来源，客运业务对业绩形成重要补充.....	6
二、预计大秦线运量出现修复，财务成本下降增厚利润.....	9
2.1 预期山西省加大保供力度，预计 2025 年大秦线运量出现修复.....	9
2.2 短期运价难以提升，运价上涨公司盈利弹性大.....	13
2.3 预计营业成本维持稳定，财务费用有较大下降空间.....	15
三、低估值红利资产，转债退市后预期补涨.....	16
3.1 可转债压制股价，转债退市后正股上涨概率大.....	16
3.2 公司为低估值红利资产，利空出尽后预期股价补涨.....	17
四、盈利预测与投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议及估值.....	20
五、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1： 公司控股股东为太原铁路局，实控人为国铁集团（截至 3Q2024）.....	4
图表 2： 公司本部所辖铁路里程合计 2464.9 公里.....	4
图表 3： 大秦线西起大同，东至秦皇岛.....	5
图表 4： 山西地区占大秦线煤源比例约 70%.....	5
图表 5： 我国煤炭外运四大铁路通道已基本形成.....	5
图表 6： 大秦线是西煤东运四大干线之一.....	6
图表 7： 西煤东运四大主力干线及下水港口.....	6
图表 8： 1H2024 货运业务占公司营收比例为 73%.....	7
图表 9： 2024Q1-Q3 投资收益占利润总额 17.7%.....	7
图表 10： 公司运输的货物以煤炭为主.....	7
图表 11： 大秦铁路季度货运量及同比增速.....	7
图表 12： 公司季度归母净利润涨跌与煤炭需求相关性较强.....	7
图表 13： 2023 年公司客运业务收入已恢复至 2019 年以上.....	8
图表 14： 1H2024 旅客发送量同比增长 22.5%.....	8
图表 15： 公司其他业务分类（亿元）.....	8



图表 16:	委托运输管理服务收入稳健增长	8
图表 17:	2024Q1-Q3 公司营业收入同比下滑 9.2%	9
图表 18:	2024Q1-Q3 公司归母净利润同比下滑 22.6%	9
图表 19:	公司经营性现金流充沛	9
图表 20:	公司 ROE 水平在可比公司中排名第一	9
图表 21:	大秦线过往运量复盘	10
图表 22:	山西省距离秦皇岛港铁路距离最近	11
图表 23:	山西煤运输至港口的经济性明显高于其他地区	11
图表 24:	预计山西省 2025 年煤炭产量出现修复	12
图表 25:	煤炭减产后山西省有较大的经济增长压力	12
图表 26:	2023-2024 年煤炭进口量均出现上升	13
图表 27:	2018 年后煤炭铁路运价为 0.105 元/吨公里	13
图表 28:	2017 年后大秦线本线煤炭运价维持 0.1001 元/吨公里	13
图表 29:	2015 年以来公路物流运价没有太大增长	14
图表 30:	2014 年公司营业收入同比增长 26 亿元	15
图表 31:	2014 年公司归母净利润同比增长 15 亿元	15
图表 32:	公司营业成本中人员费用每年稳定上升	15
图表 33:	公司变动成本占比约 46%	16
图表 34:	2020 年起公司现金余额大幅增长	16
图表 35:	2021 年起公司利息费用及收入大幅增长	16
图表 36:	百亿以上转债退市后正股上涨概率较高	17
图表 37:	公司 2023-2025 年承诺分红比例在 55%以上	17
图表 38:	公司过往股息率大部分时间在 5%以上	17
图表 39:	在高股息相关板块中公司明显低估	18
图表 40:	公司资产负债中流动资产占比较多	18
图表 41:	公司营业收入及业务拆分 (百万元)	20
图表 42:	公司核心指标预测	20
图表 43:	可比公司估值比较 (市净率法)	21

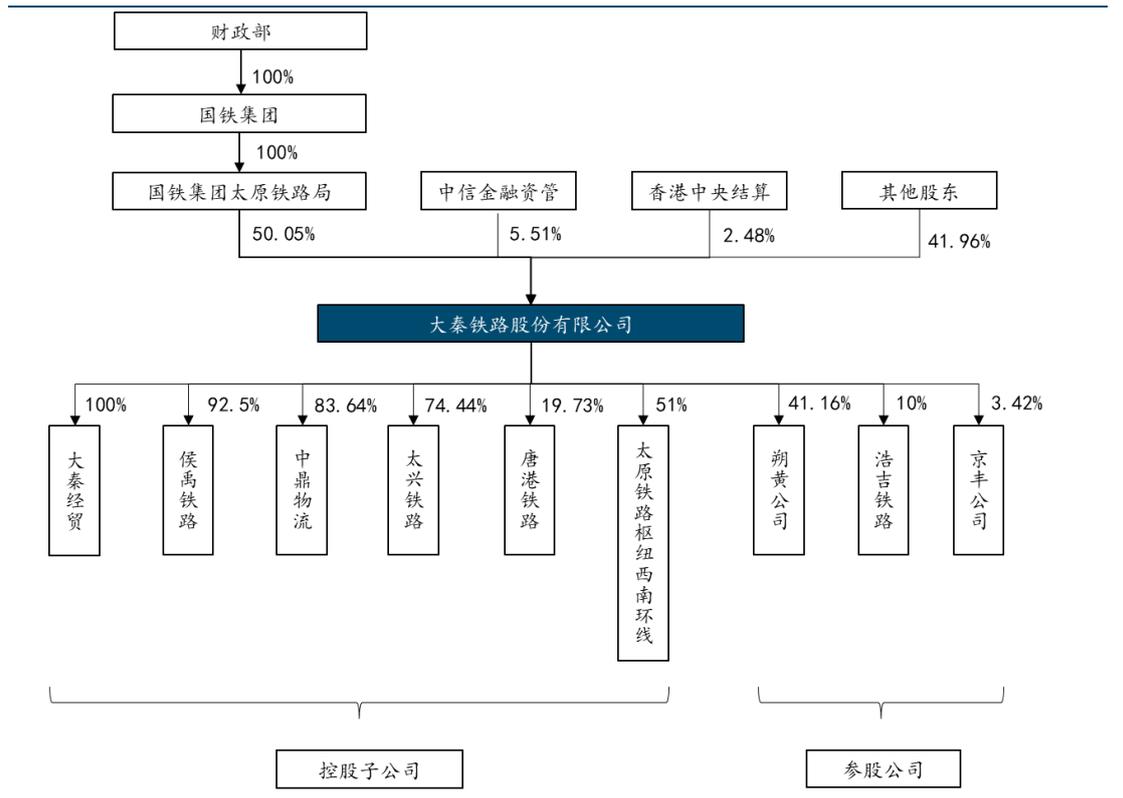


## 一、铁路煤运为主业，核心资产大秦线为西煤东运主干线

### 1.1 以煤炭运输为主的铁路运输公司，核心资产为大秦线

大秦铁路是以煤炭运输为主的综合性铁路运输公司。公司控股股东为国铁集团太原铁路局，截至 3Q2024，控股股东持有公司股份 50.05%，实际控制人为国铁集团。公司主要资产是本部所辖的 2464.9 公里的铁路里程，包括大秦线、南北同蒲线、侯月线等，其中核心资产是大秦线。除此之外，公司通过控股子公司控制侯禹铁路、大兴铁路、唐港铁路，并参股朔黄铁路、浩吉铁路。

图表1：公司控股股东为太原铁路局，实控人为国铁集团（截至 3Q2024）



来源：ifind，国金证券研究所

图表2：公司本部所辖铁路里程合计 2464.9 公里

线路名称	线路起终点	里程 (km)	级别	正线数目	牵引种类
<b>干线</b>					
大秦线	韩家岭(不含)—柳村南	658	I 级	双线	电气化
北同蒲线	大同一皇后园	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	I 级	单线	电气化
<b>支线</b>					
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	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



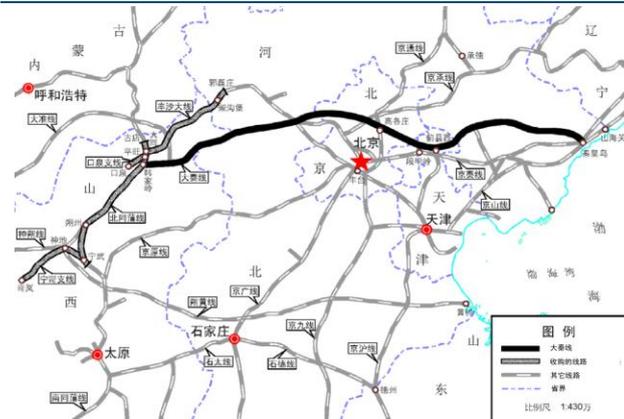
忻河线	忻州—河边	39.9	IV级	单线	内燃
兰村线	汾河(不含)—上兰村	12.7	III级	单线	内燃
玉门沟线	太原西(不含)—白家庄	12.9	II级	单线	电气化
合计	—	2464.9	—	—	—

来源：公司公告，国金证券研究所

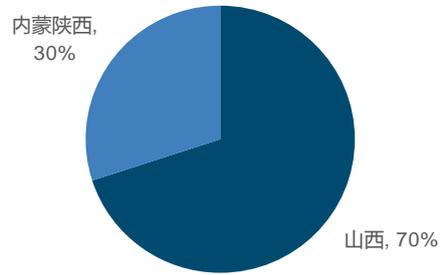
### 1.2 大秦线为西煤东运核心通道，铁路格局固定分流影响较小

公司核心路产大秦线为运煤专用铁路，始于山西大同，经过京津冀经济带，终于河北秦皇岛。大秦线于1992年建成，全长658公里，线路为双线电气化轨道，过往最大运量达到4.5亿吨。大秦线运输的煤炭主要来源于山西中北部、内蒙古西部及山西北部等地区，根据公司对外交流公告，大秦线煤源中山西地区占比约70%，蒙煤及陕煤合计占比约30%。

图表3：大秦线西起大同，东至秦皇岛



图表4：山西地区占大秦线煤源比例约70%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

我国煤炭主要产地集中在山西、陕西、内蒙、新疆地区（晋陕蒙新），2024年四地产量占我国煤炭产量比例达到81.7%。而煤炭主要消费地区在经济发达的东部、南部沿海地区，产地与消费地点不匹配造就我国“西煤东运、北煤南运”的格局。我国煤炭运输以铁路为主，形成晋陕蒙、蒙东、云贵、新疆四大外运通道，其中晋陕蒙地区煤炭外运包括三大横向通道和五大纵向通道。晋陕蒙煤炭外运主要从三西地区出发，满足京津冀、华东、华中和东北地区用煤需求，亦可通过铁路通道外运至港口，港口下水煤可以供给东南沿海地区。因此晋陕蒙外运通道也被称作“西煤东运”。

图表5：我国煤炭外运四大铁路通道已基本形成

煤运通道	主要通路	主要线路	煤炭调入地
晋陕蒙外运通道	北通路	大秦*、朔黄*、蒙冀*、丰沙大*、集通、京原*	京津冀、华东、华中和东北地区
	中通路	石太*、邯长、瓦日、和邢	
	南通路	侯月*、陇海、宁西	
蒙东外运通道	五大纵向通路	焦柳、京九、京广、浩吉*、包西	东北地区
	横向通路	锡乌、巴新	
云贵外运通道	横向通路	沪昆	湘粤桂川渝地区
	纵向通路	南昆	
新疆外运通道	纵向通路	兰新、兰渝	主要供应甘肃西部，少量供应四川、重庆
	横向通路	长江、珠江-西江横向通路	
水运通道	纵向通路	沿海纵向通路	满足华东、华中、华南地区煤炭需求
	纵向通路	京杭运河纵向通路	
	纵向通路	京杭运河纵向通路	



进出口通道 由沿海港口和沿边陆路口岸组成，适应煤炭进出口需要

来源：公司公告，国金证券研究所

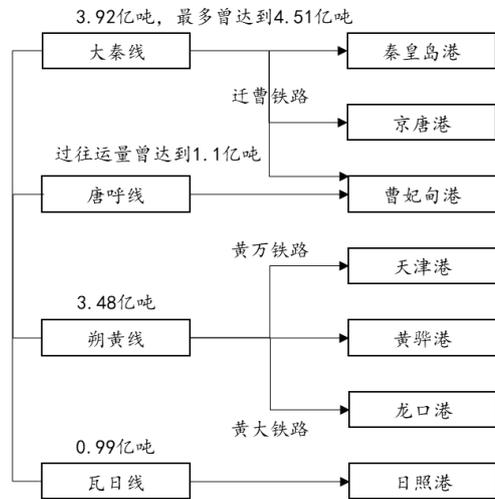
注：\*代表公司参控股该条路产

大秦线是“西煤东运”四大干线之一。在“西煤东运”中，铁路运输主要有四大铁路干线，由北往南依次为唐呼线、大秦线、朔黄线和瓦日线，大秦线是其中最主要的线路。2024 年大秦线煤炭发运量 3.92 亿吨，在四大干线中排名第一，占全国铁路煤炭运输量的 14%。大秦线对应下水港口为秦皇岛港，也可通过迁曹铁路运往京唐港及曹妃甸港。

西煤东运铁路之间存在竞争，目前看分流影响较小。当铁路线路新开通时会对相邻线路有分流影响，目前四大干线建成多年，煤运格局相对稳定，对大秦线分流影响较小。唐包线主要承载内蒙古、陕北地区煤炭，且从煤源地到港口的距离相对大秦线更长，则运输费用更高，难以对大秦线构成分流。朔黄线尽管从煤源地到港口的距离相对大秦线更短，但其主要承接大股东中国神华的煤炭货运服务，且黄骅港码头吞吐能力相对紧张。瓦日线同样运输里程更长，难以存在经济性，故分流影响有限。同时，公司参股朔黄线（41.2%），控股唐呼线中的张唐段（19.7%），共享其运输收益，分流影响进一步削弱。

图表6：大秦线是西煤东运四大干线之一

图表7：西煤东运四大主力干线及下水港口



来源：百度地图，国金证券研究所

来源：公司公告，国铁集团，鄂尔多斯煤炭网，神华能源报，国金证券研究所

### 1.3 货运业务为主要盈利来源，客运业务对业绩形成重要补充

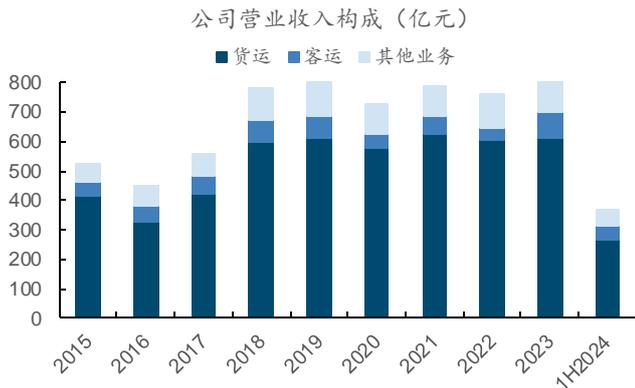
公司依托自身铁路资产经营铁路货运及客运业务，同时向其他铁路运输企业提供服务。货运业务是公司业务收入的主要来源，1H2024 货运业务占公司营业收入比例为 73%，过往比例均超过 70%。客运业务过往比例约 10%，1H2024 客运业务营收占比为 13%，公司其他业务占比为 14%。公司其他业务主要包括为其他铁路运输企业提供的机车牵引、线路使用、车辆使用及维修、车站服务等。公司还为大西客专、晋豫鲁公司、太中银公司、准朔公司、吕临公司、石太客专公司等提供委托运输管理服务。此外，公司还兼营少量的材料物品销售业务。

公司利润结构中，参股公司贡献的投资收益约占利润总额的 14-20%，2024Q1-Q3 投资收益占利润总额比例为 17.7%。公司参股公司主要包括朔黄铁路（参股 41.16%）、浩吉铁路（参股 10%）等，其中朔黄铁路股权贡献主要投资收益。2023 年朔黄铁路权益法下确认的投资收益为 24.7 亿元，占投资收益 97%，占利润总额的 14%。



图表8: 1H2024 货运业务占公司营收比例为 73%

图表9: 2024Q1-Q3 投资收益占利润总额 17.7%



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司运输货物以煤炭为主,主要承担晋陕蒙等省区的煤炭外运任务,其他货物还包括焦炭、钢铁等大宗货物,以及集装箱、零散批量货物。由于公司主营业务为煤炭货运,公司业绩波动与煤炭运输需求相关性较强。考虑到运能的不可储存性,公司收入取决于一定时间内的煤炭运输需求,同时公司成本结构中人工成本、折旧摊销、维修租赁等刚性成本占比较高(50%以上),则业绩波动受煤炭货运量影响较大。从过往数据看,大秦线季度货运量增速与公司季度归母净利润涨跌有较强相关性。

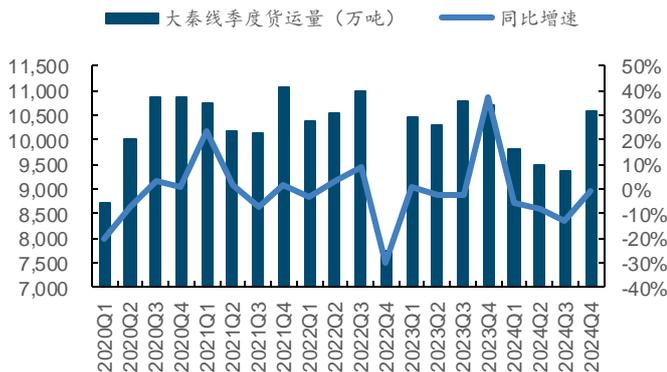
图表10: 公司运输的货物以煤炭为主



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 大秦铁路季度货运量及同比增速

图表12: 公司季度归母净利润涨跌与煤炭需求相关性强





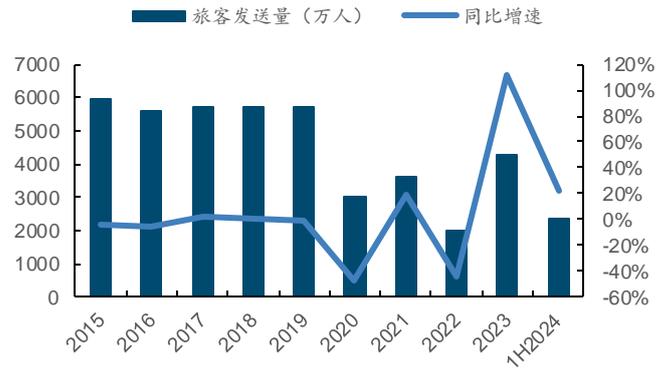
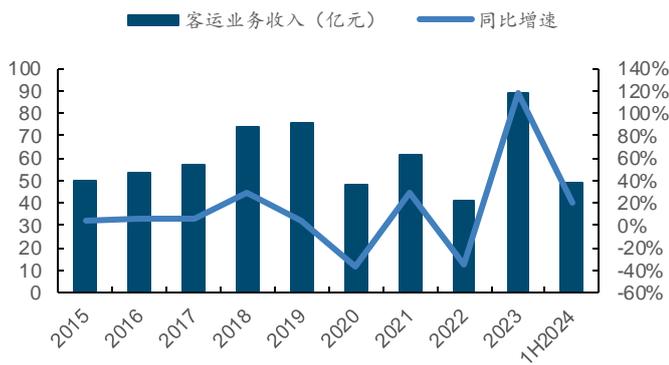
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

客运业务周期性较弱，形成对业绩的重要补充。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，通达国内绝大部分省市及自治区。客运业务包括普通旅客列车及高铁动车，公司拥有对普客软座、软卧、高铁各等级席位的自主定价权。2015-2019年，公司客运业务收入逐年增加，2018年部分线路增开动车组列车，动车相对普客列车客单价更高。2020-2022年受公共卫生事件影响，公司客运收入产生波动。2023年已经恢复至2019年以上水平，且1H2024公司客运业务收入同比增长19.7%。客运出行需求对宏观经济周期不敏感，需求更加刚性，且公司拥有部分列车自主定价权，这部分业务由于其抗周期性对业绩形成重要补充。

图表13：2023年公司客运业务收入已恢复至2019年以上

图表14：1H2024旅客发送量同比增长22.5%



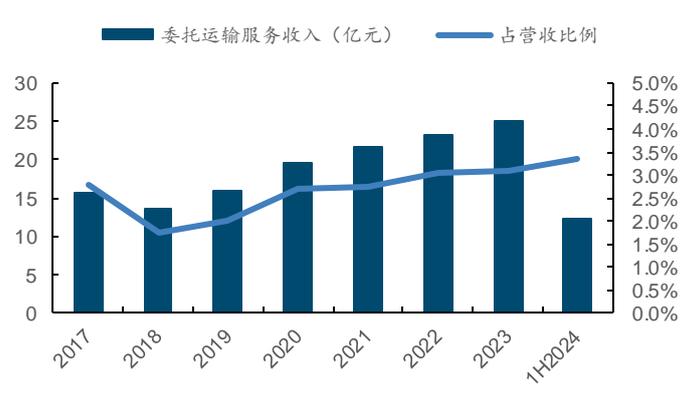
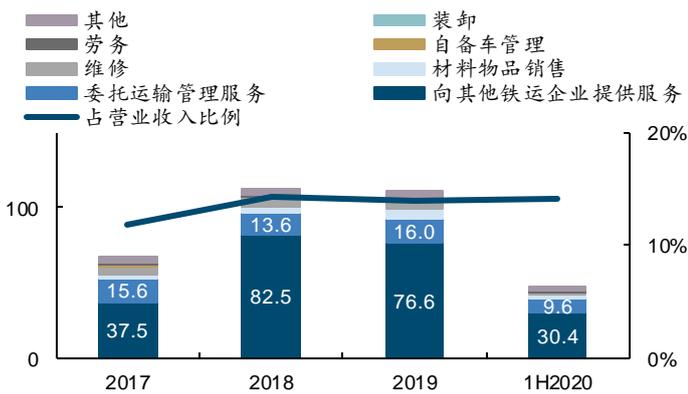
来源：wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司其他业务中，向其他铁路运输企业提供服务以及委托运输管理是其他主营业务，占其他业务营收的绝大部分。2018年，公司其他业务收入同比增加65%，主要系新货运清算办法自2018年1月1日起执行后，原“分段计算、管内归己、直通清算”的清算原则调整为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向提供服务企业付费，公司作为提供服务企业向其他铁路运输企业收取的线路使用费、机车牵引费等大幅增长。公司其他业务收入仍包括材料物品销售、维修、自备车管理、劳务、装卸等业务收入。

图表15：公司其他业务分类 (亿元)

图表16：委托运输管理服务收入稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

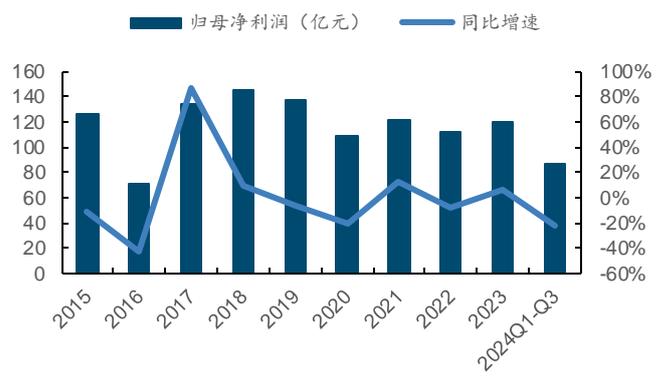
2024Q1-Q3，公司实现营业收入552.14亿元，同比下滑9.2%；实现归母净利润86.03亿元，同比下滑22.6%。公司业绩下滑主要由于煤炭运输需求下滑，2024年大秦线累计货物运输量同比减少7.09%。我们认为煤炭运输需求下滑主要原因有二：一是山西年初受到安监和治理“三超”管制影响，煤炭产量大幅下滑，减产效果明显；二是进口煤增多，价格更低的竞争品涌入下游市场，减少对于晋陕蒙地区煤炭的需求。



图表17: 2024Q1-Q3 公司营业收入同比下滑 9.2%



图表18: 2024Q1-Q3 公司归母净利润同比下滑 22.6%

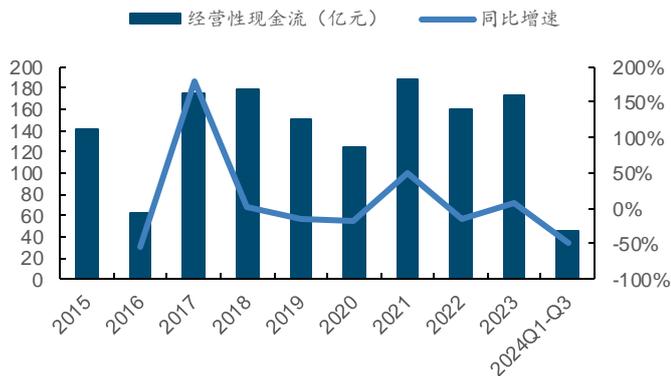


来源: wind, 国金证券研究所

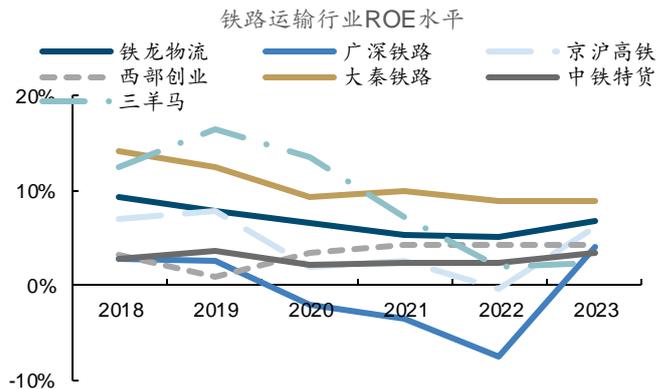
来源: wind, 国金证券研究所

公司财务稳健, 2023 年经营性现金流达到 172.46 亿元, 是归母净利润的 1.45 倍, 现金流充沛。和可比公司对比来看, 由于公司资产质量优质, 占据西煤东运核心通道线路, 公司 ROE 水平在可比公司中排名第一。2023 年公司 ROE 达到 9%, 较同行业第二名 2.1pct。

图表19: 公司经营性现金流充沛



图表20: 公司 ROE 水平在可比公司中排名第一



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 二、预计大秦线运量出现修复, 财务成本下降增厚利润

### 2.1 预期山西省加大保供力度, 预计 2025 年大秦线运量出现修复

从大秦线货运量看, 在 2010 年大秦线扩能改造工程已全部完工, 2011 年货运量即可达到 4.4 亿吨。在 2011 年后, 仍有较多年份难以达到最大运量。山西省过往煤炭产量持续增加, 但受制于产能大秦线货运量最多是 4.5 亿吨。因此我们认为找出大秦线没有达产的因素在判断大秦线运量中至关重要。由于运能资源具有不可储存性, 若一年当中的某几个月出现煤炭行情的低迷或可运货物不足, 则全年运输量回落的可能性较大。

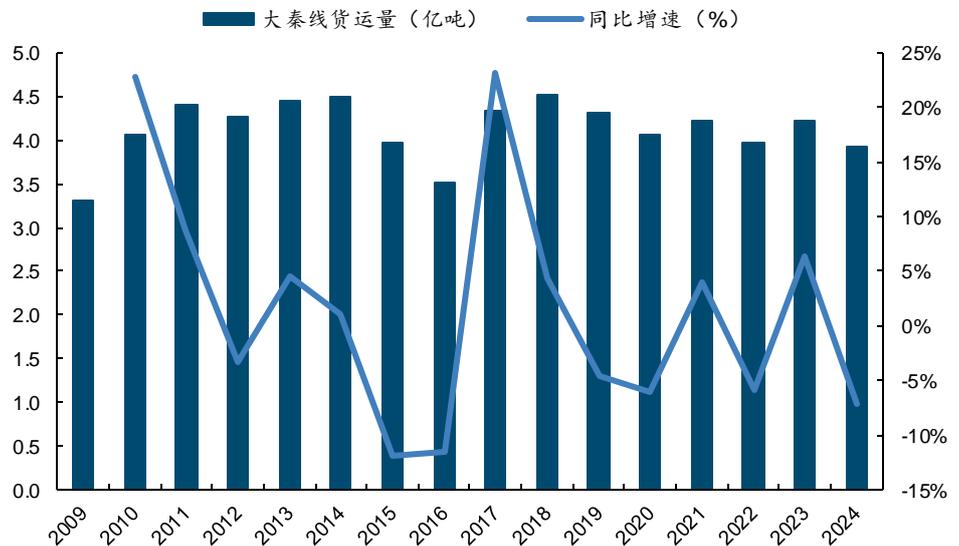
- 2012 年: 钢铁、建材等主要耗煤行业增速 2.5%, 回落 7.2pct, 5 月份开始煤炭市场供大于求的现象逐步明显, 需求和价格下行, 煤炭中转地和发电企业库存高企, 公司煤炭运输量下降。进入 10 月之后才有所好转。
- 2013 年: 宏观经济平稳较快增长, 煤炭下游行业产品以及全社会用电量回暖, 供给端保持偏松格局, 大秦线货运量恢复至 4.45 亿吨。
- 2014 年: 电力、钢铁及建材行业耗煤量下滑, 煤炭需求减弱, 全国煤炭消费量下滑 2.9%。但公司货源地山西和内蒙古煤炭成本优势显著, 大秦线货运量达到 4.5 亿吨。
- 2015 年: 国内经济增速放缓, 加之生态环境约束、能源结构优化等因素影响, 国内煤炭消费量进一步下滑 3.7%。下游钢铁企业面临严峻的压力, 开始亏损现金流。同时, 准池铁路等新线开通对公司蒙西货源产生分流, 大秦线货运量下滑至 3.97 亿吨。
- 2016 年: 供给侧改革深入推进, 山西煤炭产量下滑 14.4%, 加之主要耗煤行业综合能耗下降, 对煤炭需求进一步减弱。煤炭进口净增加较多, 进一步挤占国内煤炭空间,



- 大秦线货运量再次下滑至 3.51 亿吨。大秦线仍然面临准池、张唐铁路及汽运的分流。
- 2017 年：公路治超政策不断加码，煤炭加速回流至铁路，公司煤炭货运量持续回升。同时宏观经济回暖亦推高了电力、钢铁等主要耗煤行业产量增加，煤炭消费量同比增长 0.4%。
  - 2018 年：全社会发电量增速较快，加之上半年水电出力不足，加大了市场对电煤的需求。粗钢产量也同比增长 6.6%。煤炭发运及补库意愿较强，叠加“公转铁”政策驱动，大秦线发运量达到最大运能 4.51 亿吨。
  - 2019 年：发电、钢铁、建材等主要耗煤行业需求好，但由于水电丰产以及新能源的替代，火电发电量增速回落。
  - 2020 年：开年至 4 月，公共卫生事件影响下，煤炭市场供需双弱，加之油价行、高速公路政策性免费等因素，大秦线运煤通道发运量下滑。
  - 2021 年：火电需求较好，公转铁等政策持续推进。
  - 2022 年：四季度受公共卫生事件冲击较大。
  - 2023 年：水力发电有所减少，电煤保供需求较强。
  - 2024 年：山西省受安监及“三超”管制影响，上半年煤炭减产明显，公司有效货源不足，导致上半年部分月份运量下滑较多。水力发电同比提升，宏观环境弱复苏下，火电、钢铁、建材用煤需求下滑。进口煤增加，进一步挤占国内煤炭需求。

通过复盘大秦线过往货运量变动以及影响因素，我们不难发现：宏观上国内煤炭需求的变动对于公司的运量影响较小，因为煤源地晋陕蒙地区煤炭经济性较高，宏观环境弱复苏下也会有基础用煤需求。而进口煤经济性及运量提升会对公司运量造成冲击。对大秦线运量影响最大的是煤源地供给端的政策以及大秦线对应分流情况。

图表 21：大秦线过往运量复盘



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

山西煤运输至港口存在明显经济性，基础运煤需求有保障。南方电厂的煤炭需求主要靠晋陕蒙新地区煤炭运输至港口，再由港口运输海运至南方来满足。山西地区距离北方港口距离更近，铁路运费更低。我们以 0.167 元/吨公里进行统计测算（来自《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》，经过铁路 95306 核验），山西省煤炭价格+运输价格在港口中最具备经济性。基于此，我们认为南方电厂有基础用煤需求情况下，山西煤则会被率先使用；即无论宏观经济波动，大秦线总会有基础运煤需求。



图表22: 山西省距离秦皇岛港铁路距离最近

煤源	起止点	里程 (km)	测算运费
山西	朔州-秦皇岛	750	125
陕西	榆林-秦皇岛	1112	186
内蒙	鄂尔多斯-秦皇岛	1093	183
新疆吐哈煤田	哈密-秦皇岛	2624	450

来源:《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》, 中国铁路地图, 国金证券研究所

图表23: 山西煤运输至港口的经济性明显高于其他地区

年份	动力煤市 场价	当地煤价				煤价+运费			
		新疆	山西	陕西	蒙西	新疆	山西	陕西	蒙西
2013	584	182	384	340	340	632	509	526	523
2014	512	168	310	282	273	618	435	468	456
2015	419	155	222	223	180	605	347	409	363
2016	471	167	279	237	280	617	404	423	463
2017	638	201	442	341	375	651	567	527	558
2018	647	230	446	382	375	680	571	568	558
2019	587	246	411	406	370	696	536	592	553
2020	599	256	392	332	356	706	517	518	539
2021	1055	369	861	756	774	819	986	942	957
2022	1268	514	841	763	877	964	966	949	1060
2023	972	483	765	739	766	933	890	925	949
2024	861	442	687	658	692	892	812	844	875

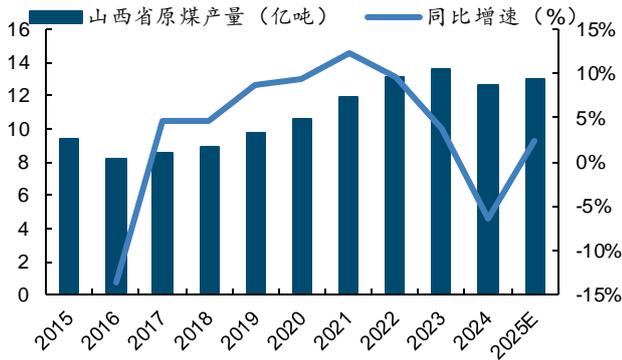
来源:《疆煤外运经济性分析及开发利用政策研究》, 中国铁路地图, 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

我们预计 2025 年大秦线运量将出现恢复。从煤源地政策来看, 2024 年大秦线运量下滑的主要原因在于山西省安监和治理“三超”政策, 导致山西省上半年减产超预期, 大秦线几个月存在运输量不足的情况。2024 年全年山西原煤产量减少 0.88 亿吨至 12.69 亿吨。在山西省政府工作报告中明确“2025 年, 山西省将加大能源保供力度, 新建 130 座智能化煤矿, 确保全年煤炭产量达到 13 亿吨。”我们认为这代表山西省其煤炭生产方面的宽松政策, 至少支撑山西煤炭产量增加 3100 万吨, 弥补大秦线运量。

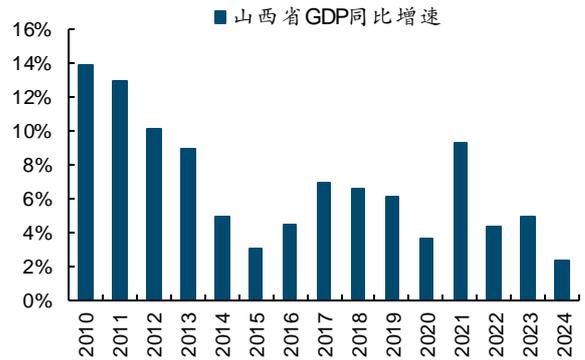
在 2024 年开展安监和治理“三超”后, 山西省煤炭大幅减产 6.5%。由于煤炭产业外部性较大, 减产导致上下游产业链以及相关工作者收入下滑, 从而影响全年生产总值。2024 年山西 GDP 增速为 2.3%, 在全国 31 个省市自治区中增速排名第 31, 有较大经济增速压力。从过往来看, 2015-2016 年山西省 GDP 增速排名第 30, 2017 年领导换届后山西煤炭产量同比增长 5%, 大秦线运量也恢复至 4.3 亿吨。根据山西省政府工作报告, 2025 年山西省地区生产总值增速目标为 5%, 考虑到煤炭产业外部性, 我们认为山西省 2025 年开展大规模供给端治理行动的可能性较低, 支持大秦线煤炭外运。



图表24：预计山西省 2025 年煤炭产量出现修复



图表25：煤炭减产后山西省有较大的经济增长压力



来源：ifind，国金证券研究所

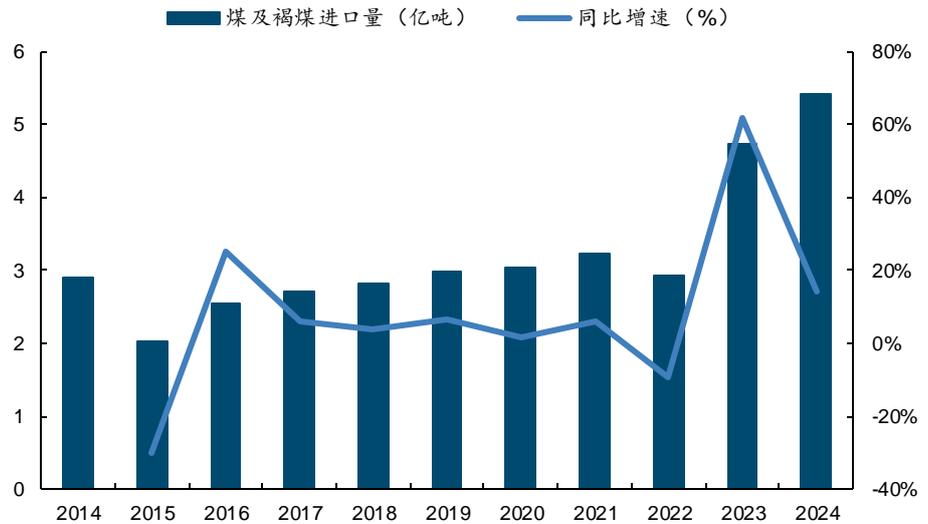
来源：ifind，国金证券研究所

进口煤炭和晋陕蒙新外运煤炭的主要下游均为发电企业，而且理论上煤炭从进口渠道获取均存在经济性，因此和大秦线发运煤炭之间存在竞争。我们认为进口煤主要影响的是公司运输的市场煤，而公司运输结构中以长协煤为主，因此进口煤对公司的影响相对较小。2024年山西省政策影响部分长协煤发运，同时进口煤的增加使得公司市场煤发运相对减少。2023-2024年，国内煤炭进口量均出现较大提升，主要受印尼煤炭产量大幅增长以及我国取消澳煤进口禁令影响。展望2025年，我们认为煤炭进口量或实现小幅增长，增速将下降。同时，进口煤炭可能受到印尼挺价以及俄罗斯运价上涨影响，进口煤经济性受到一定影响，对于大秦线运输影响将变小。

- 印度尼西亚：印尼煤炭产量近两年增速较快，但因矿端报价已经跌至生产成本线，矿方或出现挺价而减少供应。印尼高级官员表示2025年印尼煤产量预测为7.35亿吨，低于2024年实际产出量（8.36亿吨，预测7.1亿吨），考虑过往情况，预计2025年印尼产量平稳增长。同时印尼国内煤炭需求加速提升，DMO政策（印尼煤首先满足国内需求）下印尼提升国内用煤比例，预计中国进口量增幅有限。
- 澳大利亚：受制于全球环境政策，国际能源巨头频繁出售澳大利亚煤矿资源，澳洲本土金融机构也对煤炭及相关行业采取限制措施。同时受制于基础设施以及劳动力短缺，澳洲煤炭出口量增长缓慢。
- 俄罗斯：受自身价格竞争能力不足以及远东港口发运能力瓶颈等因素影响，2024年俄罗斯煤炭出口量承压。尽管俄罗斯对煤炭税率放宽，但俄罗斯铁路公司在2025年上调货运运价14%，且长途出口煤炭铁路运输优惠下调系数被取消，运价成本提升下预计俄罗斯对中国煤炭出口难以增长。
- 蒙古：蒙古近两年对中国煤炭出口增速较快，当前制约蒙煤进口的瓶颈是铁路运力问题。目前看2025年蒙古煤炭出口增速仍然较快，但由于蒙古产量基数小，对中国煤炭进口量影响较小。



图表26: 2023-2024年煤炭进口量均出现上升



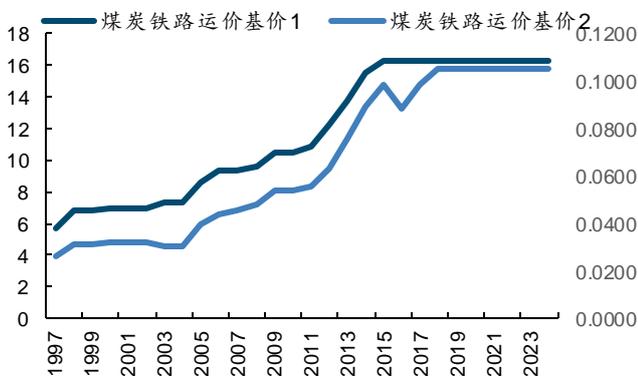
来源: ifind, 国金证券研究所

## 2.2 短期运价难以提升, 运价上涨公司盈利弹性大

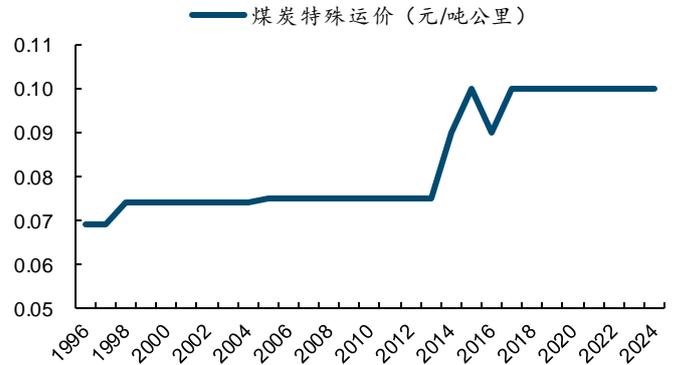
目前公司实行的煤炭运价标准分为两类, 一是适用于公司大部分线路以及跨线运输的国铁统一运价, 跨线运输可以简单理解为其他线路运营的列车在公司所拥有的线路上通过所缴纳的过路费。二是适用于大秦线、京原线、丰沙大线本线运输的煤炭特殊运价, 即发站和到站均在公司所拥有线路的运价。

- 国铁统一运价计算方法为: 每吨运价=基价1+基价2\*公里数, 目前针对煤炭品类的运输公司执行4号运价, 基价1的标准为16.3元/吨, 基价2标准为0.105元/吨公里。基价2原标准为0.098元/吨公里, 2018年1月起国铁集团将电气化附加费0.007元/吨公里并入国铁统一运价。发改委指定运价基价, 允许实际运价在基准价格上浮不超过15%且下浮不限, 各铁路局可以提出调价申请, 目前公司执行的是基准运价。
- 煤炭特殊运价计算方法为: 每吨运价=特殊运价\*公里数, 目前公司执行的特殊运价为0.1001元/吨公里。

图表27: 2018年后煤炭铁路运价为0.105元/吨公里



图表28: 2017年后大秦线本线煤炭运价维持0.1001元/吨公里



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 2018年起国铁集团将电气化附加费并入国铁统一运价, 电气化附加费为0.007元/吨公里

来源: ifind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 煤炭特殊运价针对大秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭(即发、到站均在本线的煤炭)

从过往看, 铁路运价经历四个阶段

- 1949-1981年, 集中管制下低运价阶段: 政府定价, 货物统一实行低运价, 推动宏观经济稳定积极发展, 但是政策使铁路运价与物价脱节, 铁路运输业难以发展。



- 1981-2002 年，集中统一放松管制阶段：《铁路法》和《价格法》颁布，建立以国家指导的铁路定价体系。
- 2003-2012 年，成本上涨对应运价调整阶段：在以往体系下，价格仍然偏低，铁路运输企业经营困难。2003 年开始铁路运价持续调整，特别是针对成品油价格等主要生产资料价格上涨进行价格疏导，并缓解铁路货运价格偏低的矛盾。
- 2013-至今，市场化运价试水阶段：为进一步发展铁路行业，2013 年起我国铁路实行政企分离改革，并鼓励民间资本投资铁路行业。铁路运价的制定标准变为“按照铁路与公路保持合理比价关系（约 1:3 左右）的原则制定国铁货运价格”。这次定价标准的改变一方面可以让运价有继续的上升空间，改善铁道部资产负债表以及盈利能力，吸引外部资金帮助铁路行业发展。另一方面，由于铁路贷款建造后的还本付息也算在成本内，而原先的成本定价模式会让铁路运价大幅上涨，不利于全社会物流成本的降低，因此改为当前定价模式。

2018 年之后我国煤炭铁路基价没有再发生改变，主要由于《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》中规定，自 2018 年 1 月 1 日起，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。赋予企业 15% 范围的自主定价权后，国铁集团无需再频繁调整运价。

另外一个原因是国内公路物流运价并没有太大的上涨。2015 年 7 月公路物流运价指数为 103.77，到 2025 年 1 月公路运价指数为 105.68，并没有太大的变化。期间在供给侧改革后迎来大宗商品价格大幅上涨，公路运价也曾大幅上涨。我们认为公路运价上涨传导到铁路运价上涨，短时间内或难以实现。

图表29：2015 年以来公路物流运价没有太大增长

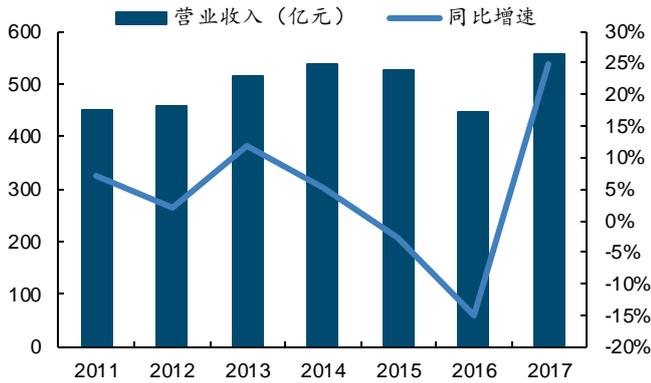


来源：ifind，国金证券研究所

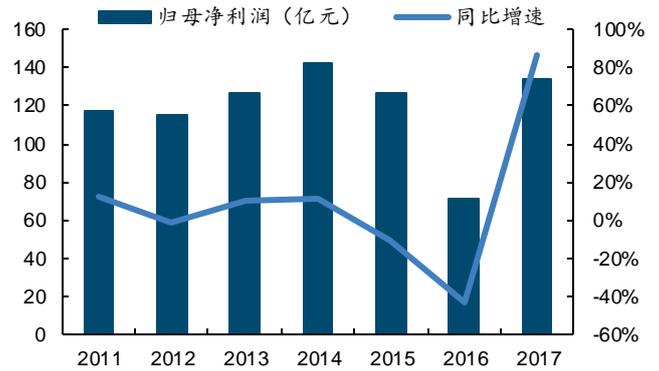
运价上涨时，公司利润弹性较大。在 2012-2017 年，除 2016 年公司运价下滑外，其余阶段运价均有所增长。但是由于货运量的波动，公司营收和归母净利润均出现变动。2013 年和 2014 年大秦线货运量相近，公司全部货物周转量同比仅增长 0.8%，是比较合适的比较对象。2014 年国铁集团基价和本线煤炭运价基价均提高 0.015 元，当年公司营收同比增长 26 亿元，归母净利润同比增长 15 亿元。则运价上涨 1 分对应归母净利润增长约为 10 亿元。



图表30: 2014年公司营业收入同比增长26亿元



图表31: 2014年公司归母净利润同比增长15亿元



来源: ifind, 国金证券研究所

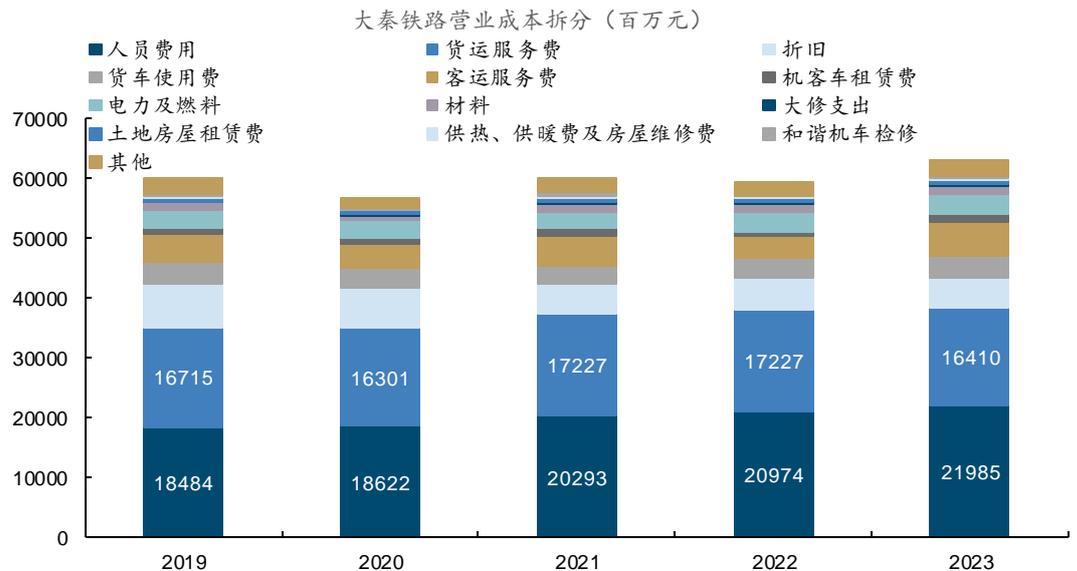
来源: ifind, 国金证券研究所

预计公司短期运价保持稳定。2024年国务院办公厅发布《有效降低全社会物流成本行动方案》，目前宏观环境弱复苏、通胀水平缓慢增长背景下，预计铁路运价短期内难有增长。同时，在中办、国办发布的《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》中指出，“加快推进铁路等行业竞争性环节市场化改革……鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营……促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争”，考虑到目前国铁集团低利润率以及引导社会资本投入等因素，预计铁路运价在短期内并不会下调。

### 2.3 预计营业成本维持稳定，财务费用有较大下降空间

公司成本结构中占比最多的主要是人员费用（2023年占比35%）和货运服务费（26%）。2019-2023年，公司人员费用每年维持稳定增长，预计后续仍然维持该趋势。货运服务费包括机车牵引、路线使用、车辆服务等费用，是变动成本中的重要一环。我们将大秦铁路成本进行分类，人员费用、折旧、修理、租赁等与运营无关的成本视作相对固定成本，货运服务费、货车使用费、客运服务费、电力燃料这些与货运量客运量相关的成本视作相对变动成本，则2023年相对固定成本占比54%，相对变动成本占比46%。由此可知公司成本中相对固定成本占比较大，在货运量提升下，公司利润弹性较好。

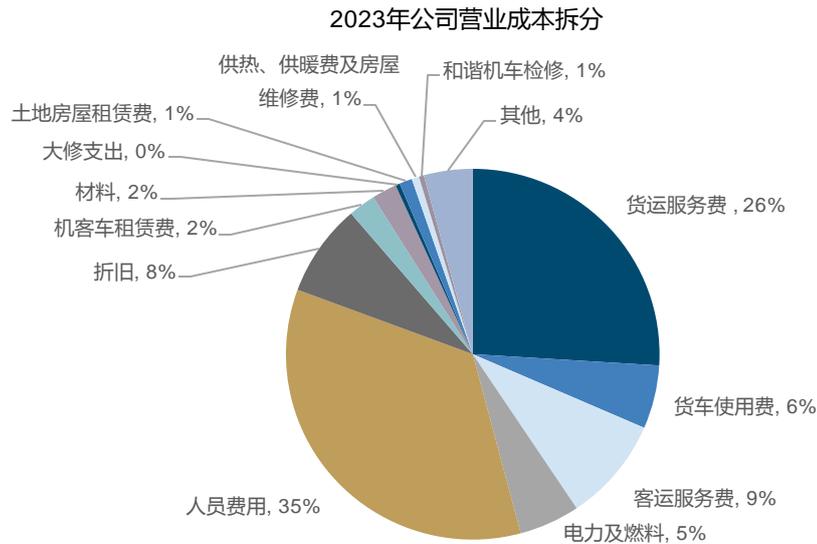
图表32: 公司营业成本中人员费用每年稳定上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表33: 公司变动成本占比约 46%

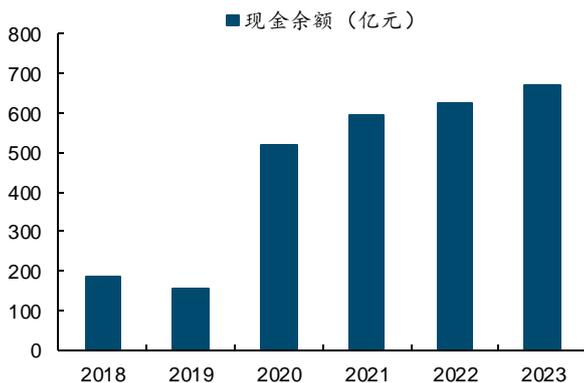


来源: 公司公告, 国金证券研究所

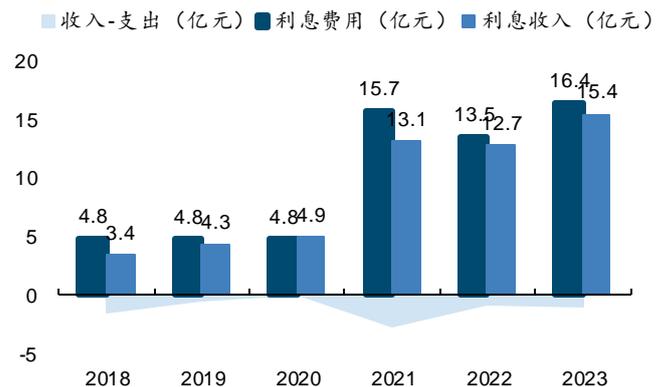
公司 2020 年发行可转债 320 亿元, 主要用于购买太原局持有的土地使用权(评估价格 283 亿元)与西南环铁路公司 51% 股权(36.91 亿元), 目前西南环铁路公司股权已经完成收购, 土地使用权仍然未完成收购。公司发行可转债后, 现金余额有大幅增长, 2023 年余额增长至 673.16 亿元, 同时每年需支付可转债利息。2021 年公司利息费用大幅增长 10.9 亿元, 同时由于土地使用权未完成收购, 账面现金余额大幅增加。

预计可转债到期后财务费用有较大下降。2024 年 12 月大秦转债满足赎回条款, 公司决定行使提前赎回权力, 赎回登记日为 2 月 10 日。大秦转债最新的付息日期为 2024 年 12 月 14 日, 计息期为 1 年。而强赎可转债需要付息的时间为 2024 年 12 月 14 日至 2025 年 2 月 11 日, 共计 59 天, 则 2025 年需要支付利息费用将大幅减少。目前公司仍在推进土地使用权收购, 若 2025 年内落实时点较晚, 则利息收入将继续维持较高水平, 同时公司财务费用将有较大下降。

图表34: 2020 年起公司现金余额大幅增长



图表35: 2021 年起公司利息费用及收入大幅增长



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

### 三、低估值红利资产, 转债退市后预期补涨

#### 3.1 可转债压制股价, 转债退市后正股上涨概率大

理论上来看, 可转债提前赎回条款对于正股股价存在压力。在可转债触发赎回条款前, 不断的转股使得流通盘持续变大, 由于机构中部分转债账户能够持有股票较少, 转股后需快速出手, 这种行为会对股价形成压制。而在公司公告强赎之后, 投资者为避免转债被强赎会大量转股, 导致正股供给短时间内快速增加, 市场抛盘也在上升。

我们认为随着可转债转股结束且转债退市后, 正股会开始消化可转债利空, 股价往往出现



补涨。观察历史上百亿以上转债在退市后的股价表现，转债退市后正股1个月出现涨幅的胜率较高（62%），3个月涨幅胜率更高（69%），且涨幅会更大。统计50亿及以上的可转债退市后正股3个月上涨的概率也达到了65%。

大秦转债发行金额达到320亿元，占可转债发行时市值的32%，可转债对于正股股价的压制力更大。我们预计在可转债退市后，大秦铁路正股有较大概率出现上涨。

图表36：百亿以上转债退市后正股上涨概率较高

转债名称	发行		转债退市		转债退市		
	金额 (亿元)	正股代码	正股名称	退市原因	退市日期	后正股1 个月涨跌 幅	3个月涨 跌幅
中行转债	400	601988.SH	中国银行	赎回	2015-03-13	10%	21%
光大转债	300	601818.SH	光大银行	到期	2023-03-17	-1%	0%
08石化债	300	600028.SH	中国石化	到期	2014-02-20	1%	-1%
平安转债	260	601318.SH	中国平安	赎回	2015-01-15	-11%	7%
平银转债	260	000001.SZ	平安银行	赎回	2019-09-27	6%	4%
工行转债	250	601398.SH	工商银行	赎回	2015-02-26	3%	17%
石化转债	230	600028.SH	中国石化	赎回	2015-02-17	9%	21%
民生转债	200	600016.SH	民生银行	赎回	2015-07-01	-5%	-11%
苏银转债	200	600919.SH	江苏银行	赎回	2023-10-20	-5%	0%
东财转3	158	300059.SZ	东方财富	赎回	2022-03-09	8%	-2%
浙能转债	100	600023.SH	浙能电力	赎回	2015-06-05	-41%	-37%
08宝钢债	100	600019.SH	宝钢股份	到期	2014-06-20	6%	13%
宁行转债	100	002142.SZ	宁波银行	赎回	2019-08-30	13%	17%

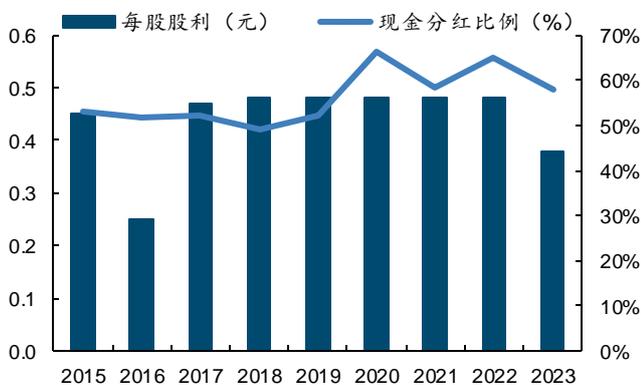
来源：ifind，国金证券研究所

### 3.2 公司为低估值红利资产，利空出尽后预期股价补涨

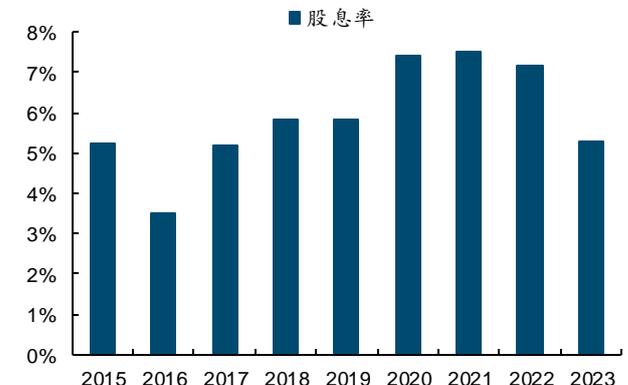
承诺55%最低分红比例。2024年公司公告《大秦铁路三年（2023年-2025年）股东分红回报规划》，承诺2023-2025年公司现金分红比例不低于归母净利润的55%。过往公司每股股利以及分红比例均处于较高水平，股息率大部分时间在5%以上。考虑可转债转股对股本摊薄的影响，以2025年2月20日收盘价为基准，预期公司2025年股息率为4.5%。

图表37：公司2023-2025年承诺分红比例在55%以上

图表38：公司过往股息率大部分时间在5%以上



来源：ifind，国金证券研究所



来源：ifind，国金证券研究所

2024年公司股价表现明显滞后于高股息板块表现，主要原因主要有两方面。一是2024年受到山西减产影响，大秦线经营数据低于预期，市场预期公司业绩下滑。二是2024年开



始公司正股股价上涨多次触发强赎条件的提示公告，陆续有投资者转股。2024 年转股金额达到 187 亿元，占当前公司总市值的 14%。对比公司与高股息板块的龙头企业，2024 年公司涨幅处于末尾，同时从 PB 估值来看处于明显低估状态。

我们认为 2025 年公司将出现补涨。

- 2024 年对公司股价利空因素消退。2025 年 2 月公司可转债退市，2 月之后陆续转股带来的压力不再。同时我们预期山西省煤炭产量增加，公司大秦线运量大概率出现修复，2025 年公司业绩增长预期较强。
- 从估值看公司资产明显处于低估状态。2024 年红利板块上涨利好的大多是 A 股核心资产或者重点央国企公司。公司重点资产大秦铁路是西煤东运核心要道，资产质量优秀，同时在公司资产中现金余额达到 673 亿元，3Q2024 公司流动资产/总资产比例达到 39%，但公司 PB 只有 0.85，存在明显低估。
- 2024 年 11 月证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励上市公司以并购重组、股权激励、现金分红等多种方式推动上市公司投资价值提升。《指引》明确提出，主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度，长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划，市值管理成效也会纳入央企负责人考核。公司作为指数成份股以及破净央国企，或更加看重市值管理。
- 2024 年红利板块走出波澜壮阔的行情，市场在寻找标的时往往注重“避险”、“股息率”、“低波动”、“宏观影响弱”等概念，实际上是对于性价比高的核心资产的投资。我们认为 2025 年红利板块仍有较多机会，红利板块也不仅仅是一个防守板块，板块内价值明显低估且基本面向好的公司仍有上涨机会。

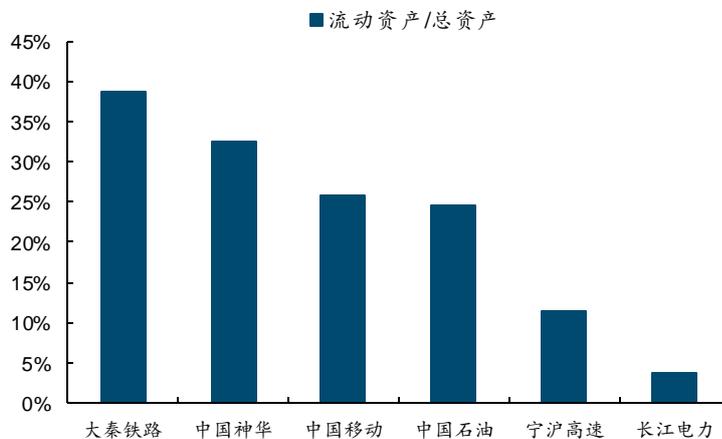
图表39：在高股息相关板块中公司明显低估

公司	PB (LF)	2024 年涨幅	2023 年分红为基准股息率
长江电力	3.33	26.61%	2.9%
宁沪高速	1.99	49.37%	3.2%
中国神华	1.73	38.69%	6.2%
中国移动	1.79	18.78%	4.0%
招商银行	0.98	41.27%	4.7%
中国石油	0.98	26.63%	5.5%
大秦铁路	0.85	-5.96%	5.6%

来源：wind, ifind, 国金证券研究所

PB 及股息率对应股价日期为 2025 年 2 月 20 日

图表40：公司资产中流动资产占比较多



来源：ifind, 国金证券研究所



## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### (1) 收入预测

货运收入预测：预计 2024-2026 年公司货运业务营收分别为 545.6 亿元、595.2 亿元、619.2 亿元，同比增速分别为-11%、9%、4%。

- 从大秦线以往货运量来看，若当年没有特殊情况影响，大秦线货运量可以达到 4.1 亿吨以上。2024 年受到山西安监治三超相关影响，大秦线货运量为 3.92 亿吨，同比下滑 7.1%。考虑到山西省 2025 年加大能源保供力度，进口煤冲击影响或减弱，预期 2025-2026 年大秦线运输量为 4.12 亿吨、4.20 亿吨，同比增速分别为 5%、2%。
- 公司货物周转量=货运量\*平均运距，从过往数据来看，货物周转量增速与大秦线货运量增速存在较明显相关性。预期 2024-2026 年公司货物周转量分别为 3629 亿吨公里、3849 亿吨公里、4004 亿吨公里，同比增速分别为-7%、6%、4%。
- 公司煤炭货种目前执行国铁集团 4 号基价以及煤炭特殊运价，由于 2018 年后企业可以自行决定 15% 以内的上调幅度，因此国铁集团基价自 2018 年后没有发生改变。我国铁路运价指定标准是和公路保持相对比例，考虑到宏观环境弱复苏下公路运价难以大幅上涨，故铁路方面上调基价可能性较小，预期公司定价标准保持不变。

客运收入预测：预计 2024-2026 年公司客运业务营收分别为 107.5 亿元、112.9 亿元、118.5 亿元，同比增速分别为 21%、5%、5%。

- 公司客运业务主要经营大同及太原作为始发站和终点站的普铁列车和高铁动车，2019 年公司旅客发送量达到 5719 万人。2020 年后出现较大下滑，2023 年恢复至 4284 万人。2024 年公司旅客发送量也出现较大程度恢复，我们预期恢复到 2019 年相同水平后旅客发送量保持常规增速。预计 2024-2026 年公司旅客发送量为 5269 万人、5533 万人、5809 万人，同比增速分别为 23%、5%、5%。
- 根据公司 2024 年半年报，公司客运业务旅客平均运输里程出现下滑，故单客客运单价出现下滑。预计 2024-2026 年公司客运单价均为 204 元/人，同比增速分别为-2%、0%、0%。

其他收入预测：预计 2024-2026 年公司其他业务营收分别为 13.4 亿元、14.9 亿元、15.6 亿元，同比增速分别为-15%、11%、5%。公司其他业务主要依托铁路运输主业发展，在公司货运量出现上涨和下滑时，预计其他业务保持相同方向变动。

#### (2) 成本及费用预测

主营业务成本预测：预计 2024-2026 年公司主营业务成本分别为 619.95 亿元、652.33 亿元、672.22 亿元，同比增速分别为-2%、5%、3%。

- 人员费用：从过往看公司人员费用保持稳定增加，我们预计公司人员费用保持以往趋势，预计公司 2024-2026 年公司人员费用为 222.05 亿元、226.49 亿元、231.02 亿元，同比增速分别为 1%、2%、2%。
- 货运服务费：公司货运服务费与公司货运业务收入有较强相关性，预计公司 2024-2026 年货运服务费分别为 147.69 亿元、162.46 亿元、170.58 亿元，同比增速分别为-10%、10%、5%。
- 预计公司折旧费用、租赁费用等相关费用保持稳定。


**图表41：公司营业收入及业务拆分（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	78682	75758	81020	75941	81580	84618
YOY (%)	9%	-4%	7%	-6%	7%	4%
营业成本	61509	60635	64279	63171	66433	68415
YOY (%)	6%	-1%	6%	-2%	5%	3%
毛利率	22%	20%	21%	17%	19%	19%
<b>货运业务</b>						
营业收入	62373	60750	61238	54563	59517	61916
YOY (%)	8%	-3%	1%	-11%	9%	4%
货物周转量	3921	3787	3900	3629	3849	4004
YOY (%)	6%	-3%	3%	-7%	6%	4%
周转单价	0.159	0.160	0.157	0.150	0.155	0.155
YOY (%)	2%	1%	-2%	-4%	3%	0%
大秦线运输量	42100	39700	42209	39215	41176	41999
YOY (%)	4%	-6%	6%	-7%	5.0%	2.0%
<b>客运业务</b>						
营业收入	6185	4073	8919	10751	11289	11853
YOY (%)	29%	-34%	119%	21%	5%	5%
旅客发送量	3631	2026	4284	5269	5533	5809
YOY (%)	20%	-44%	111%	23%	5%	5%
客运单价	170.4	201.0	208.2	204.0	204.0	204.0
YOY (%)	8%	18%	4%	-2%	0%	0%
<b>其他业务（主营业务中其他）</b>						
营业收入	8507	9309	9285	9285	9285	9285
YOY (%)	6%	9%	0%	0%	0%	0%
<b>其他业务收入</b>						
营业收入	1616	1625	1579	1342	1490	1564
YOY (%)	-3%	1%	-3%	-15%	11%	5%

来源：ifind，国金证券研究所

### （3）利润预测

综合以上假设，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 94.82 亿元、112.78 亿元、119.86 亿元，同比增速分别为-20.5%、18.9%、6.3%。

**图表42：公司核心指标预测**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润（百万元）	12,181	11,196	11,930	9,482	11,278	11,986
归母净利润增长率	11.8%	-8.1%	6.6%	-20.5%	18.9%	6.3%
归母净利率 (%)	15.5%	14.8%	14.7%	12.5%	13.8%	14.2%
摊薄每股盈利（元）	0.819	0.753	0.758	0.504	0.560	0.595

来源：ifind，国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 94.82 亿元、112.78 亿元、119.86 亿元，同比增速分别为-20.5%、18.9%、6.3%。公司对应 PB 分别为 0.92 倍、0.95 倍、0.92 倍。参考可比公司 2025 年平均 PB 倍数 1.01x，公司掌握西煤东运核心大通道大秦线，资产质量优质，基本面修复预期强，给予公司 2025 年 1.1 倍 PB 估值，目标价格为 7.85 元，首次覆



盖给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值比较（市净率法）

代码	名称	股价 (元)	BPS					PB				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
601816.SH	京沪高铁	5.58	3.75	3.97	4.10	4.25	4.42	1.31	1.24	1.35	1.30	1.24
601333.SH	广深铁路	3.14	3.57	3.73	3.86	4.00	4.14	0.64	0.70	0.81	0.79	0.76
600125.SH	铁龙物流	5.63	5.11	5.39	5.64	5.98	6.34	1.07	1.12	1.00	0.94	0.89
平均值									1.06	1.01	0.97	
601006.SH	大秦铁路	6.81	8.40	8.57	7.38	7.14	7.41	0.79	0.84	0.92	0.95	0.92

来源：wind，国金证券研究所

注：PB 对应股价日期为 2025 年 2 月 20 日

## 五、风险提示

- 煤源地政策风险：若山西省重新开展供给侧改革或供给侧改革相关政策，则公司或面临货源不足，导致盈利下滑。
- 核心路产被分流风险。若有新的铁路干线出现，或公路的性价比大幅提升，可能会影响公司经营情况。
- 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。
- 进口煤冲击风险。若国内进口煤炭数量大幅增加，则公司煤源地煤炭效率会出现下滑，影响公司运输量，导致盈利不及预期。
- 铁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。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>78,682</b>	<b>75,758</b>	<b>81,020</b>	<b>75,941</b>	<b>81,580</b>	<b>84,618</b>	货币资金	59,416	62,603	67,316	60,699	58,569	61,246	
增长率	-3.7%	-3.7%	6.9%	-6.3%	7.4%	3.7%	应收款项	9,815	12,531	10,484	10,283	11,047	11,458	
<b>主营业务成本</b>	<b>-61,509</b>	<b>-60,635</b>	<b>-64,279</b>	<b>-63,171</b>	<b>-66,433</b>	<b>-68,445</b>	存货	1,693	1,837	1,918	1,817	1,911	1,969	
%销售收入	78.2%	80.0%	79.3%	83.2%	81.4%	80.9%	其他流动资产	1,208	1,062	957	816	832	842	
<b>毛利</b>	<b>17,173</b>	<b>15,122</b>	<b>16,742</b>	<b>12,770</b>	<b>15,147</b>	<b>16,172</b>	流动资产	72,132	78,033	80,674	73,615	72,359	75,516	
%销售收入	21.8%	20.0%	20.7%	16.8%	18.6%	19.1%	%总资产	36.3%	38.6%	38.8%	36.9%	35.6%	35.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-293</b>	<b>-65</b>	<b>-292</b>	<b>-281</b>	<b>-294</b>	<b>-302</b>	长期投资	26,634	24,056	24,494	25,994	25,994	25,994	
%销售收入	0.4%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	87,640	88,488	89,561	86,997	91,965	96,372	
<b>销售费用</b>	<b>-224</b>	<b>-227</b>	<b>-231</b>	<b>-205</b>	<b>-220</b>	<b>-228</b>	%总资产	44.1%	43.7%	43.1%	43.6%	45.3%	45.8%	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	9,546	9,503	10,900	10,817	10,736	10,656	
<b>管理费用</b>	<b>-777</b>	<b>-826</b>	<b>-838</b>	<b>-721</b>	<b>-775</b>	<b>-804</b>	非流动资产	126,414	124,264	126,999	125,868	130,729	135,034	
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	63.7%	61.4%	61.2%	63.1%	64.4%	64.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-7</b>	<b>-17</b>	<b>-11</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>资产总计</b>	<b>198,546</b>	<b>202,297</b>	<b>207,673</b>	<b>199,483</b>	<b>203,088</b>	<b>210,549</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	1,693	1,124	944	3,758	1,500	1,500	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>15,872</b>	<b>13,988</b>	<b>15,370</b>	<b>11,555</b>	<b>13,850</b>	<b>14,829</b>	应付款项	11,291	10,755	10,243	10,760	11,316	11,660	
%销售收入	20.2%	18.5%	19.0%	15.2%	17.0%	17.5%	其他流动负债	5,189	5,538	4,362	4,343	4,728	4,923	
<b>财务费用</b>	<b>-338</b>	<b>-155</b>	<b>-161</b>	<b>-80</b>	<b>157</b>	<b>244</b>	流动负债	18,173	17,417	15,549	18,861	17,544	18,083	
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	11,822	11,041	10,686	15,686	20,686	20,686	
<b>资产减值损失</b>	<b>-402</b>	<b>175</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	33,223	33,649	29,031	10,209	3,606	3,534	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	63,218	62,108	55,266	44,756	41,836	42,303	
<b>投资收益</b>	<b>2,993</b>	<b>2,704</b>	<b>2,539</b>	<b>2,615</b>	<b>2,694</b>	<b>2,774</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>124,401</b>	<b>128,284</b>	<b>137,763</b>	<b>138,833</b>	<b>143,928</b>	<b>149,322</b>	
%税前利润	16.5%	16.1%	14.3%	18.7%	16.2%	15.6%	其中：股本	14,867	14,867	15,747	18,807	20,147	20,147	
<b>营业利润</b>	<b>18,212</b>	<b>16,901</b>	<b>17,872</b>	<b>14,120</b>	<b>16,701</b>	<b>17,848</b>	未分配利润	64,399	67,227	70,659	74,926	80,001	85,395	
营业利润率	23.1%	22.3%	22.1%	18.6%	20.5%	21.1%	少数股东权益	10,927	11,906	14,645	15,895	17,325	18,925	
<b>营业外收支</b>	<b>-109</b>	<b>-101</b>	<b>-145</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>198,546</b>	<b>202,297</b>	<b>207,673</b>	<b>199,483</b>	<b>203,088</b>	<b>210,549</b>	
<b>税前利润</b>	<b>18,103</b>	<b>16,800</b>	<b>17,727</b>	<b>14,020</b>	<b>16,601</b>	<b>17,748</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	23.0%	22.2%	21.9%	18.5%	20.3%	21.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-4,330</b>	<b>-3,947</b>	<b>-4,168</b>	<b>-3,288</b>	<b>-3,893</b>	<b>-4,162</b>	每股收益	0.819	0.753	0.758	0.504	0.560	0.595	
所得税率	23.9%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	每股净资产	8.368	8.629	8.748	7.382	7.144	7.412	
<b>净利润</b>	<b>13,772</b>	<b>12,853</b>	<b>13,559</b>	<b>10,732</b>	<b>12,708</b>	<b>13,586</b>	每股经营现金净流	1.271	1.083	1.095	0.817	0.811	0.874	
少数股东损益	1,591	1,657	1,629	1,250	1,430	1,600	每股股利	0.480	0.480	0.382	0.277	0.308	0.327	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12,181</b>	<b>11,196</b>	<b>11,930</b>	<b>9,482</b>	<b>11,278</b>	<b>11,986</b>	<b>回报率</b>							
净利率	15.5%	14.8%	14.7%	12.5%	13.8%	14.2%	净资产收益率	9.79%	8.73%	8.66%	6.83%	7.84%	8.03%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.14%	5.53%	5.74%	4.75%	5.55%	5.69%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	6.77%	5.86%	6.20%	4.88%	5.76%	5.95%	
<b>净利润</b>	<b>13,772</b>	<b>12,853</b>	<b>13,559</b>	<b>10,732</b>	<b>12,708</b>	<b>13,586</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	1,591	1,657	1,629	1,250	1,430	1,600	主营业务收入增长率	8.79%	-3.72%	6.95%	-6.27%	7.43%	3.72%	
<b>非现金支出</b>	<b>5,498</b>	<b>5,107</b>	<b>5,302</b>	<b>5,093</b>	<b>5,458</b>	<b>6,016</b>	EBIT 增长率	21.79%	-11.87%	9.88%	-24.82%	19.87%	7.07%	
非经营收益	-2,731	-2,518	-2,430	-1,506	-1,886	-2,050	净利润增长率	11.80%	-8.09%	6.55%	-20.52%	18.94%	6.28%	
<b>营运资金变动</b>	<b>2,359</b>	<b>660</b>	<b>815</b>	<b>1,041</b>	<b>67</b>	<b>60</b>	总资产增长率	8.97%	1.89%	2.66%	-3.94%	1.81%	3.67%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>18,898</b>	<b>16,102</b>	<b>17,246</b>	<b>15,359</b>	<b>16,348</b>	<b>17,611</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-3,504</b>	<b>-7,017</b>	<b>-7,213</b>	<b>-2,562</b>	<b>-10,420</b>	<b>-10,420</b>	应收账款周转天数	29.3	34.2	29.2	30.0	30.0	30.0	
投资	-3,983	0	-89	-1,500	0	0	存货周转天数	10.5	10.6	10.7	10.5	10.5	10.5	
其他	4,154	4,139	3,948	2,615	2,694	2,774	应付账款周转天数	18.7	23.4	27.4	40.0	40.0	40.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,333</b>	<b>-2,878</b>	<b>-3,354</b>	<b>-1,447</b>	<b>-7,726</b>	<b>-7,646</b>	固定资产周转天数	403.1	419.5	397.0	409.7	402.2	405.5	
<b>股权募资</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>90</b>	<b>-2,723</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>210</b>	<b>-1,421</b>	<b>-420</b>	<b>-10,959</b>	<b>-3,758</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-12.07%	-14.42%	-19.67%	-22.13%	-22.25%	-22.91%	
<b>其他</b>	<b>-8,449</b>	<b>-8,616</b>	<b>-8,849</b>	<b>-6,698</b>	<b>-6,910</b>	<b>-7,217</b>	EBIT 利息保障倍数	46.9	90.5	95.4	144.3	-88.0	-60.7	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-8,236</b>	<b>-10,037</b>	<b>-9,180</b>	<b>-20,380</b>	<b>-10,649</b>	<b>-7,217</b>	资产负债率	31.84%	30.70%	26.61%	22.44%	20.60%	20.09%	
<b>现金净流量</b>	<b>7,329</b>	<b>3,187</b>	<b>4,712</b>	<b>-6,468</b>	<b>-2,027</b>	<b>2,749</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	9	12	23
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.10</b>	<b>1.14</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究