

大秦铁路(601006)

报告日期: 2026年05月03日

## 大秦觉醒，量价反转

### ——大秦铁路深度报告

#### 投资要点

- **背靠中国国家铁路集团有限公司。**公司主要经营铁路客、货运输业务，同时向国内其他铁路运输企业提供服务。实控人为中国国家铁路集团有限公司。
- **坐拥“西煤东运、北煤南运”核心干线**  
**大秦线:**“中国重载第一路”，煤炭运量占我国铁路煤运总量的 1/5，西起大同、东至秦皇岛，年货运量稳定在 4 亿吨左右，具备 4.5 亿吨/年运输能力。  
**朔黄铁路:**我国西煤东运第二大通道，西起山西神池，东至河北沧州，连接黄骅港。朔黄公司年运输能力达 3.8 亿吨，公司持股 41.16%。  
**浩吉铁路:**我国北煤南运最长运输战略通道，北起内蒙古鄂尔多斯浩勒报吉、南至江西吉安，全长 1813.5 公里，规划年运输能力 2 亿吨以上，公司持股 10%。
- **大秦线运输能力强，货运量影响公司营收和净利**  
 2018-2023 年，大秦线年货运量均保持 4.2 亿吨以上的年份，归母净利润接近或超过 120 亿元。货运量较高年份，单位货运价格相对也较高。大秦线货运量回升，2026 年 1-3 月大秦线货运量同比增长 4.47%，其中 3 月同比增长 6.44%。
- **投资价值**
  - 1、**能源运输战略通道:**“西煤东运”四大通道中，管辖大秦线、参股朔黄线，参股“北煤南运”重要通道浩吉铁路，坐拥煤炭运输核心铁路通道。
  - 2、**海内外共同保供沿海用煤:**海外煤价高企，煤炭进口或将下降，沿海用煤更多依靠内陆煤运输满足，西煤东运、北煤南运重要性凸显，运量有望提升。
  - 3、**西煤东运是长期趋势:**中东部煤炭资源衰竭，但煤炭消费仍是主力，煤炭资源集中于西北地区，“西煤东运、北煤南运”是煤炭长期流向格局。
  - 4、**运量回升有望降本提价:**单位货运价格随货运量提升而有望抬升，单位运输成本随货运量提升而有望下降，运量回升有望量价齐升、成本下行。
  - 5、**高股息价值凸显:**根据公司三年股东分红回报规划，2023-2025 年现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，公司货币资金和未分配利润充裕。且 2025 年，拟分配末期及已分配中期现金分红共 44.3 亿元，分红率达 75.02%。
- **盈利预测与估值**  
 我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 80.7、100.8、112 亿元，2026-2028 年同比增长 36.81%、24.83%、11.11%。2026-2028 年每股收益分别为 0.40、0.50、0.56 元，对应 4 月 30 日收盘价，2026-2028 年 PE 分别为 13.2、10.5、9.5 倍，参考 2023-2025 年现金分红率分别为 58.1%、57.3%、75%，假设合理股息率 5%，2027 年分红率假设在 55%/60%/65%/70%/75% 下，目标市值分别为 1108/1209/1310/1411/1511 亿元。公司为铁路运输板块白马公司，在全国煤炭运输格局中具有重要战略地位，预计西煤东运、北煤南运运输量有望增加，带动公司货运业务量价齐升，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**煤价大幅波动风险、运价政策变动风险、煤炭运输分流风险、铁路安全运营风险、公司分红不及预期。

#### 投资评级: 买入(首次)

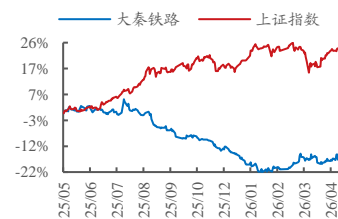
分析师: 樊金璐  
 执业证书号: S1230525030002  
 fanjinlu@stocke.com.cn

研究助理: 邵宇辉  
 shaoyuhui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 5.27
总市值(百万元)	106,175.63
总股本(百万股)	20,147.18

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《6月大秦线运量同比-4.7%，看好迎峰度夏运量进一步提升》2023.07.05
- 2 《5月大秦线运量同比+7.5%，看好旺季运量稳步提升》2023.06.09
- 3 《春季错峰期4月大秦线运量同比-9%，看好运量及业绩稳健性》2023.05.10

#### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	77644.81	83181.07	87183.24	90067.57
(+/-) (%)	4.04%	7.13%	4.81%	3.31%
归母净利润	5900.15	8072.04	10076.59	11196.60
(+/-) (%)	-34.73%	36.81%	24.83%	11.11%
每股收益(元)	0.29	0.40	0.50	0.56
P/E	18.00	13.15	10.54	9.48

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司概况</b>	<b>5</b>
1.1 背靠中国国家铁路集团有限公司	5
1.2 主营业务与核心优势	5
<b>2 公司业务深入分析</b>	<b>6</b>
2.1 铁路资产：坐拥“西煤东运、北煤南运”核心干线	6
2.2 货运能力和运量：运输能力强大，运量总体提升	9
2.3 经营情况：货运量整体提升，营收和净利均受货运量影响	10
<b>3 投资价值</b>	<b>13</b>
3.1 能源运输战略通道	13
3.2 海内外煤炭共同保供沿海用煤	15
3.3 西煤东运是长期趋势	15
3.4 运量回升有望降本提价	16
3.5 高股息价值凸显	16
<b>4 盈利预测</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测与估值	17
4.2 敏感性分析	18
4.3 投资建议	18
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 大秦铁路股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日)	5
图 2: 公司 2025 年营收占比情况	6
图 3: 公司 2025 年毛利占比情况	6
图 4: 大秦铁路线路示意图	7
图 5: 朔黄公司管辖铁路线路示意图	7
图 6: 浩吉铁路线路示意图	8
图 7: 大秦铁路累计货运量情况	9
图 8: 大秦铁路月日均运量情况 (万吨/天)	9
图 9: 朔黄铁路累计货运量情况	10
图 10: 公司来自于朔黄铁路的投资收益 (亿元)	10
图 11: 浩吉铁路累计货运量情况	10
图 12: 公司来自于浩吉铁路的投资收益 (亿元)	10
图 13: 公司营业收入情况 (亿元)	11
图 14: 公司归母净利润情况 (亿元)	11
图 15: 货物发送量和煤炭发送量情况	11
图 16: 货物到达量和煤炭到达量情况	11
图 17: 货物发送距离情况	12
图 18: 换算周转量情况	12
图 19: 公司单位货运价格情况	12
图 20: 公司单位运输成本情况 (元/吨公里)	13
图 21: 公司单位运输成本细分项情况 (元/吨公里)	13
图 22: 旅客换算周转量情况	13
图 23: 旅客发送量情况	13
图 24: 全国煤炭产量向晋陕蒙新地区集中	14
图 25: 东南沿海省份煤炭消费占比高	14
图 26: 国际油价上涨 (美元/桶)	14
图 27: 鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价指数 (元/吨公里)	14
图 28: 全国煤炭进口情况 (万吨)	15
图 29: 海外煤价格处于高位 (美元/吨)	15
图 30: 东部地区煤炭产量下行	15
图 31: 中部地区煤炭产量下行	15
图 32: 运量和单位货物运费的关系	16
图 33: 运量和单位综合运输成本的关系	16
图 34: 大秦铁路现金股利及分红率 (亿元)	16
图 35: 大秦铁路股息率	16
图 36: 大秦铁路货币现金 (亿元)	17
图 37: 大秦铁路未分配利润 (亿元)	17
表 1: 大秦铁路管辖铁路及参控股铁路	8
表 2: 煤炭运输主要干线情况	14
表 3: 大秦铁路业务拆分 (单位: 百万元)	17
表 4: 不同运量和运价假设下业绩预测 (亿元)	18

表附录：三大报表预测值..... 20

## 1 公司概况

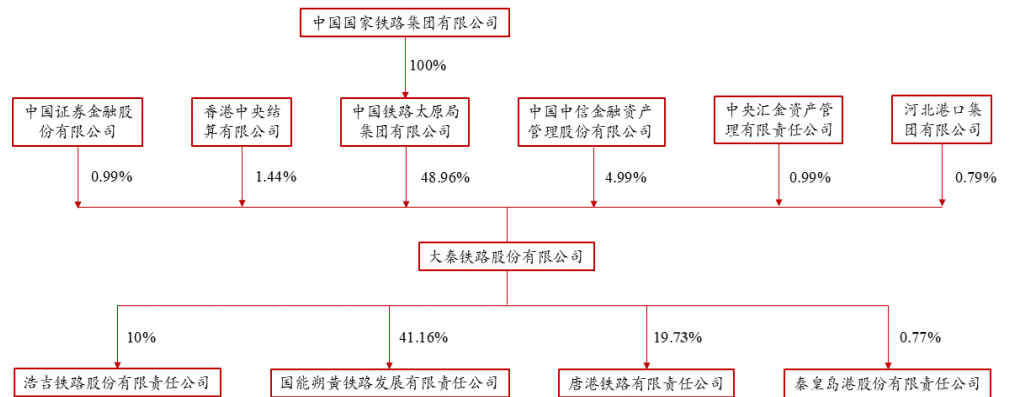
大秦铁路股份有限公司（简称“大秦铁路”或“公司”）是以煤炭运输为主的综合性铁路运输企业，管辖“西煤东运”主要通道大秦线等铁路线路。路网纵贯三晋南北，横跨晋冀京津两省两市，经营区域覆盖晋、陕、蒙等省区市，在国家“西煤东运”“北煤南运”的能源运输体系中占有重要地位。

### 1.1 背靠中国国家铁路集团有限公司

截至 2025 年 12 月 31 日，公司控股股东为中国铁路太原局集团有限公司，持股比例为 48.96%，公司实控人为中国国家铁路集团有限公司。2004 年 10 月 28 日，原北京局作为主发起人，以大秦铁路的全部铁路运输业务及相关资产、负债，联合华能集团、大同煤矿集团、中煤集团、秦皇岛港务集团、大唐国际和同方投资等六家发起人发起设立公司。2005 年 3 月，铁道部精简国铁管理体制，撤销全国所有铁路分局。根据该方案，铁道部批准撤销了原北京局下属的 5 个铁路分局，并批准原北京局分立为太原局及北京局。分立后，原北京局在公司的全部股份由太原局持有，太原局成为公司的控股股东。2006 年 8 月，公司于上海证券交易所上市。

公司持有朔黄铁路和浩吉铁路股权。2009 年，公司通过增发股份收购太原局运输主业相关股权包括太原铁路局持有的国能朔黄铁路发展有限责任公司（以下简称“朔黄公司”）41.16% 股权。公司于 2019 年 1 月对浩吉铁路股份有限公司（以下简称“浩吉铁路”）出资人民币 20 亿元，取得浩吉铁路 3.34% 股权；于 2019 年 11 月对浩吉铁路继续增资人民币 39.85 亿元，累计取得浩吉铁路 10% 股权。同时，公司持有唐港铁路有限责任公司 19.73% 股权和秦皇岛港股份有限公司 0.77% 股权。

图1：大秦铁路股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）

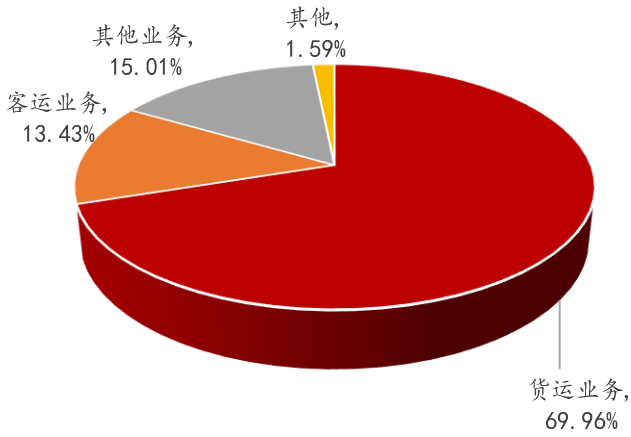


资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

### 1.2 主营业务与核心优势

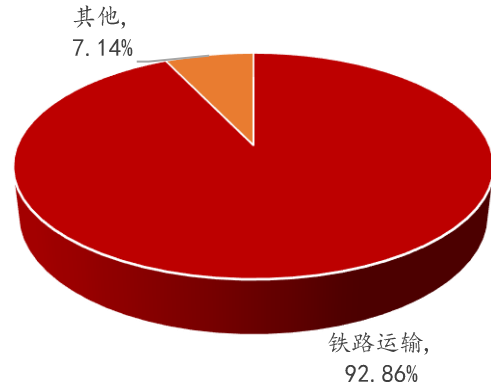
公司主要经营铁路客、货运输业务，同时向国内其他铁路运输企业提供服务。根据公司年报，2025 年，公司营业收入主要来自于货运业务，占比 69.96%，客运业务和其他业务分别占比 13.43% 和 15.01%；在毛利构成上，铁路运输贡献为 92.86%。

图2: 公司 2025 年营收占比情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图3: 公司 2025 年毛利占比情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

**在全国煤炭运输格局中具有重要战略地位。**公司路网纵贯三晋南北, 横跨晋冀京津两省两市, 拥有的铁路干线衔接了我国北方地区最重要的煤炭供应区域和中转枢纽, 在路网中处于“承东启西”的战略位置。并通过收购朔黄铁路、参股浩吉铁路等, 形成“西煤东运”“北煤南运”的战略布局, 在国家煤炭运输大格局中处于重要地位。

**主要客户煤炭生产能力和外运需求稳定。**公司主要货源地山西省、内蒙古自治区、陕西省煤炭资源丰富, 是我国最重要的煤炭产销区域。根据国家能源发展战略布局, 国内煤炭生产重心有序向中西部地区转移, 公司主要货源地煤炭资源集中度持续提升, 供应保障更加有力。公司的主要客户多为大型煤炭产销企业, 有较强的生产能力和外运需求, 与公司保持着长期、稳定的合作关系。

**拥有成熟、先进、可靠的铁路煤炭重载运输技术体系。**所辖大秦线是具有世界先进水平、年运量最大的现代化专业煤炭运输线路, 应用重载运输成套技术体系, 配置性能先进的机车、车辆等设备, 实现 2 万吨重载列车常态化开行, 完成了 3 万吨重载列车运行试验。公司依托北同蒲、宁岢线等万吨、2 万吨装车点和秦皇岛、曹妃甸等煤炭接卸港口, 组织大规模自动化装卸和重载直达运输, 形成了完整、先进、高效的煤炭重载集疏运系统。

## 2 公司业务深入分析

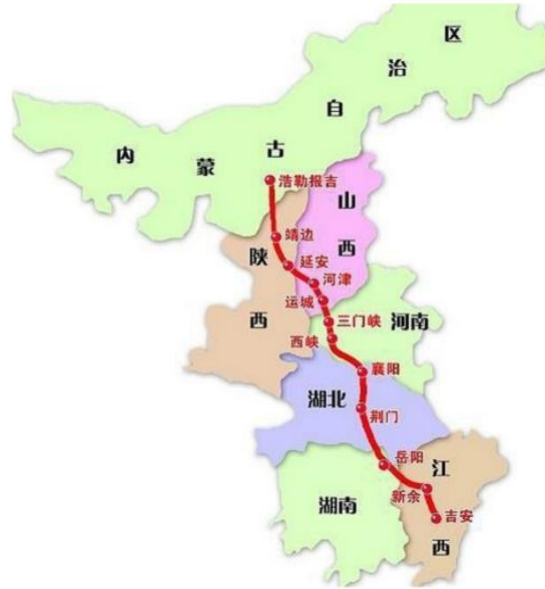
### 2.1 铁路资产: 坐拥“西煤东运、北煤南运”核心干线

**公司核心经营资产为大秦线。**大秦线被誉为“中国重载第一路”, 煤炭运量占我国铁路煤运总量的 1/5, 西起山西大同、东至河北秦皇岛, 全长 653 公里, 是我国货运量最大的单条铁路, 为西煤东运的重要能源通道, 主要承担着山西、陕西、内蒙古等地的煤炭运输任务。大秦线年货运量稳定在 4 亿吨左右, 并具备每年 4.5 亿吨的常态化运输能力。截至 2025 年 8 月, 大秦线累计货运量突破 90 亿吨。



突破 5 亿吨。浩吉铁路由中国铁投作为国铁集团出资人代表，持有公司 21.47% 股权，中国神华和陕铁物流各持有 12.5% 股权，大秦铁路、国投交通和淮南矿业各占 10% 股权，其余 15 家股东持有剩余股份。

图6: 浩吉铁路线路示意图



资料来源:《2025 年度浩吉铁路股份有限公司信用评级报告》, 浙商证券研究所

公司本部管辖大秦、北同蒲、南同蒲、侯月等铁路线路，本部所辖铁路线路里程长，等级较高，且多数已实现电气化；公司还通过子公司控制侯禹、太兴、唐港和太原枢纽西南环线等线路；同时，公司参股朔黄铁路、浩吉铁路可获得投资收益和现金红利。

表1: 大秦铁路管辖铁路及参控股铁路

	线路名称	主要经营线路	里程(公里)	持股比例	
	大秦线	韩家岭(不含)一柳村南	653.0	100.00%	
	北同蒲线	大同一皇后园	334.7	100.00%	
	南同蒲线	榆次一风陵渡	478.3	100.00%	
	侯月线	侯马北一嘉峰(不含)	150.3	100.00%	
	石太线	赛鱼(不含)一皇后园	105.2	100.00%	
	丰沙大线	郭磊庄(不含)一大同	155.5	100.00%	
管辖路线	太焦线	修文一夏店(不含)	190.7	100.00%	
	京原线	灵丘一薛狐	174.7	100.00%	
	宁晋线	宁武一岢岚	95.4	100.00%	
	口泉线	平旺一口泉	9.7	100.00%	
	介西线	介休一阳泉曲	46.9	100.00%	
	忻河线	忻州一河边	39.9	100.00%	
	兰村线	汾河(不含)一上兰村	12.7	100.00%	
	玉门沟线	太原西(不含)一白家庄	12.9	100.00%	
	控制路线	太原枢纽西南环线	皇后园一北六堡	53.6	51.00%

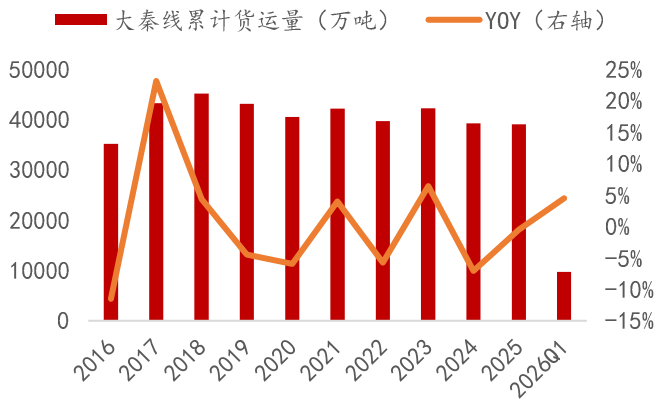
	太兴铁路	太原—静游、静游—兴县	163.4	74.44%
	侯禹铁路	黄陵—韩城—侯马(山西段)	76.2	92.50%
	唐港铁路	迁曹、曹西、东港、京唐港线及张唐连接线	237.6	19.73%
参股路线	朔黄铁路	神池南—黄骅港	594.0	41.16%
	浩吉铁路	浩勒报吉—吉安	1813.5	10.00%

资料来源:《大秦铁路股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告》,《2025年度浩吉铁路股份有限公司信用评级报告》,中国国家铁路集团有限公司官网,浙商证券研究所

## 2.2 货运能力和运量: 运输能力强大, 运量总体高位

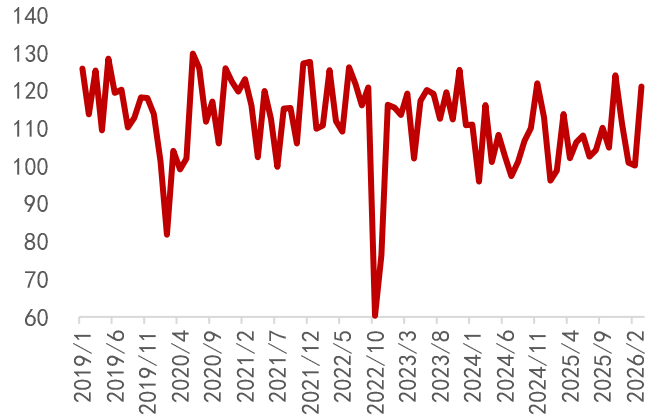
近年来大秦线货运量保持在4亿吨上下。大秦线具备每年4.5亿吨的常态化运输能力,2018年累计货运量达到历史峰值4.51亿吨。2019-2025年,年货运量保持在3.9-4.3亿吨左右,2019、2021、2023年货运量水平较高,分别为4.3、4.2、4.2亿吨。受“三超一隐”整治、环保安监加码等因素影响,公司主要货源地山西省煤炭出现减产,以及进口煤炭高位增长态势,2024年大秦线货运量3.9亿吨,同比下降7.09%。2025年,大秦线累计货运量3.9亿吨,同比下降0.54%。2026年1-3月,大秦线累计货运量9686万吨,同比增长4.47%,其中3月货运量3754万吨,同比增长6.44%。

图7: 大秦铁路累计货运量情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

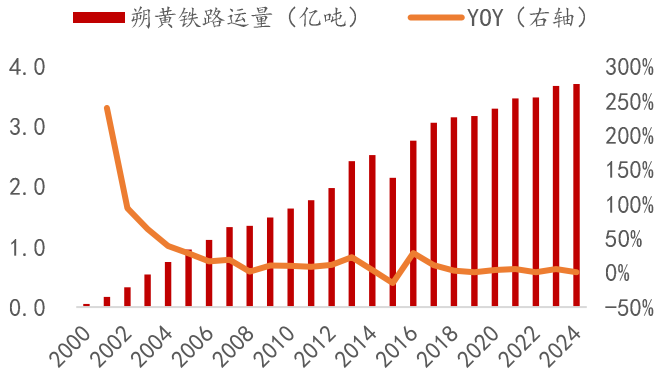
图8: 大秦铁路月日均运量情况 (万吨/天)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

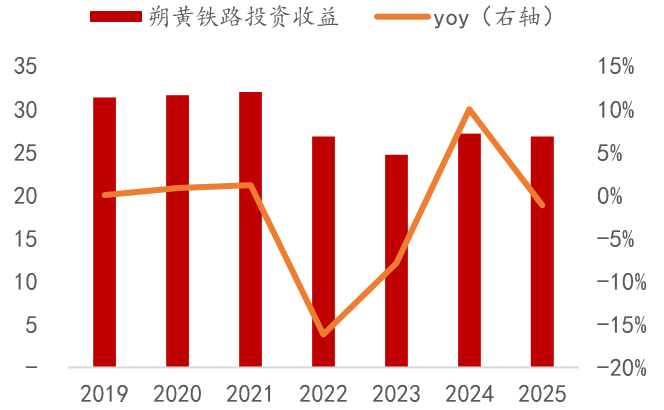
**朔黄铁路年运输量接近3.8亿吨。**朔黄铁路自2000年开始运营以来,年累计货运量逐步提升,从2000年的0.05亿吨,提升至2024年的3.71亿吨,已接近运输能力上限3.8亿吨。公司来自于朔黄铁路的投资收益稳定,2025年朔黄铁路投资收益26.81亿元,同比下降1.2%。根据中国神华2025年年报,朔黄铁路2025年归母净利润64.99亿元,同比下降1.23%。2026年3月5日,朔黄铁路朔州至黄骅港铁路扩能改造工程勘察设计公开招标,项目实施后朔黄铁路运输能力达到4亿吨/年,服务期为4年,该项目由中国铁路设计集团有限公司中标。

图9: 朔黄铁路累计货运量情况



资料来源: 朔黄铁路 2024 年可持续发展报告, 浙商证券研究所

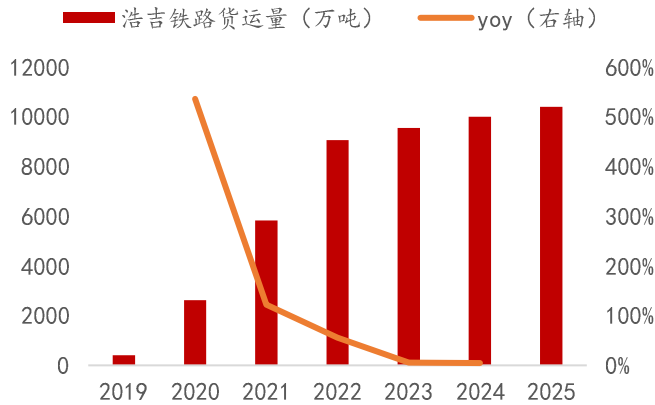
图10: 公司来自于朔黄铁路的投资收益 (亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

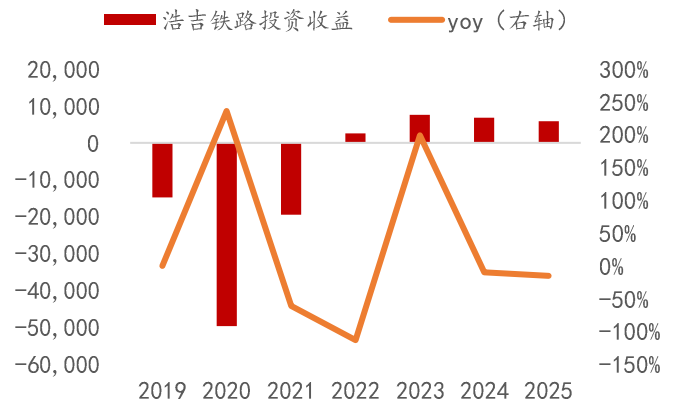
**浩吉铁路年运输量突破 1 亿吨。**浩吉铁路设计年运输能力 2 亿吨, 自 2019 年建成运营以来, 浩吉铁路年运量逐年攀升, 从 2019 年的 412 万吨, 提升至 2024 年首次突破 1 亿吨, 2025 年再次突破 1 亿吨。随浩吉铁路运量抬升, 公司来自于浩吉铁路的投资收益从 2019-2021 年的亏损, 到 2022 年扭亏为盈达 2534 万元, 2023-2025 年分别为 7584 万元、6850、5831 万元。来自内蒙古鄂尔多斯和陕西榆林、神木等地的煤炭, 通过浩吉铁路 71% 直达“两湖一江”, 13% 送达河南地区, 16% 辐射云贵川渝、鲁皖苏浙及两广地区。

图11: 浩吉铁路累计货运量情况



资料来源: 人民日报等公开信息, 浙商证券研究所

图12: 公司来自于浩吉铁路的投资收益 (亿元)

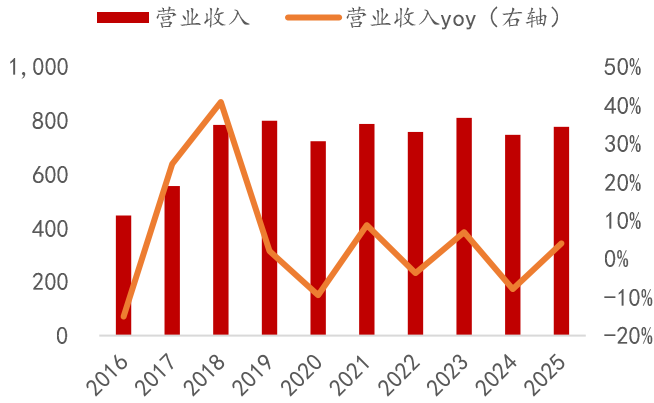


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 2.3 经营情况: 货运量整体提升, 营收和净利均受货运量影响

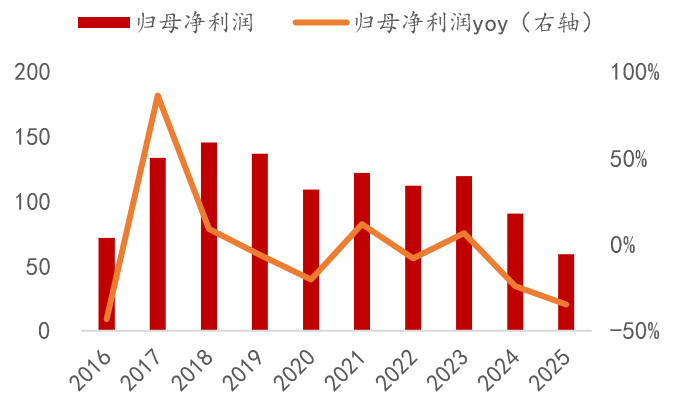
**公司营业收入和净利润与货运量相关。**2018-2019、2021、2023 年, 大秦线年货运量均保持 4.2 亿吨以上, 当年营业收入在 780 亿元以上, 归母净利润为 120 亿元以上 (除 2023 年为 119.3 亿元)。2025 年公司营业收入为 776.45 亿元, 同比增长 4.04%; 归母净利润为 59 亿元, 同比下降 34.73%。

图13: 公司营业收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

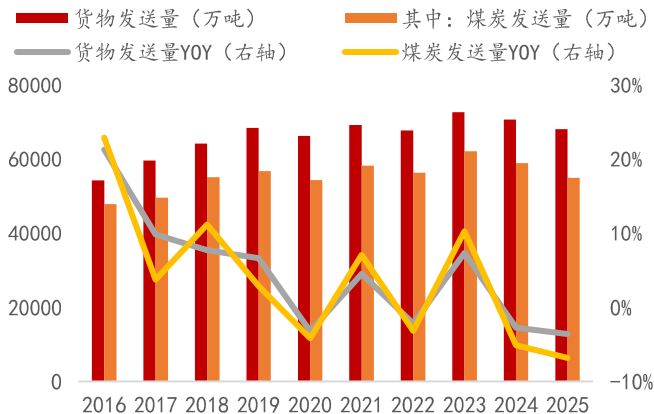
图14: 公司归母净利润情况(亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

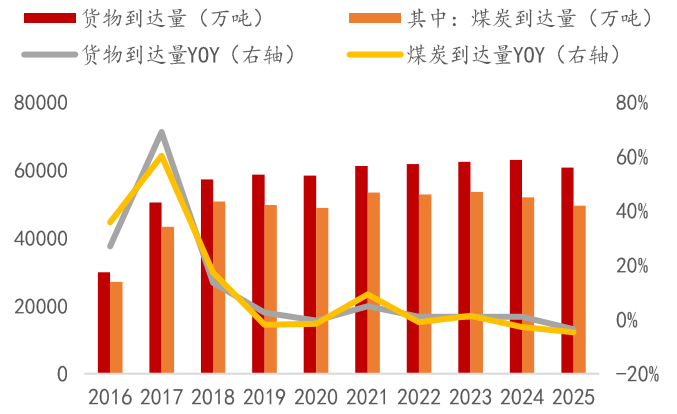
**货物发送量和到达量整体提升。**2016-2018年, 公司货物发送量和煤炭发送量稳步提升, 2020年有所下降后, 2021-2023年总体抬升, 货物发运量从2016年的5.43亿吨, 提升到2023年的7.26亿吨; 煤炭发送量从2016年的4.78亿吨, 提升到2023年的6.21亿吨。2025年, 受煤炭需求偏弱、进口煤炭冲击、其他运输方式分流等影响, 公司货物发送量6.81亿吨, 同比下降3.61%, 其中煤炭发送量5.49亿吨, 同比下降6.83%。货物到达量自2016年稳步抬升, 从2016年的2.99亿吨, 增长到2024年的6.3亿吨, 2025年为6.1亿吨, 同比下降3.64%; 煤炭到达量从2016年的2.7亿吨, 提升到2024年的5.2亿吨, 2025年为4.9亿吨, 同比下降4.76%。公司总换算周转量和货物换算周转量有所波动, 2025年, 公司总换算周转量为3750亿吨公里, 同比增长1.76%; 其中货物换算周转量3717亿吨公里, 同比增长1.67%。

图15: 货物发送量和煤炭发送量情况



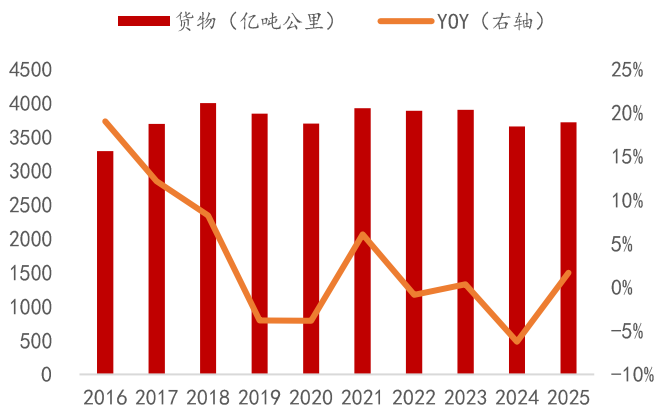
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图16: 货物到达量和煤炭到达量情况



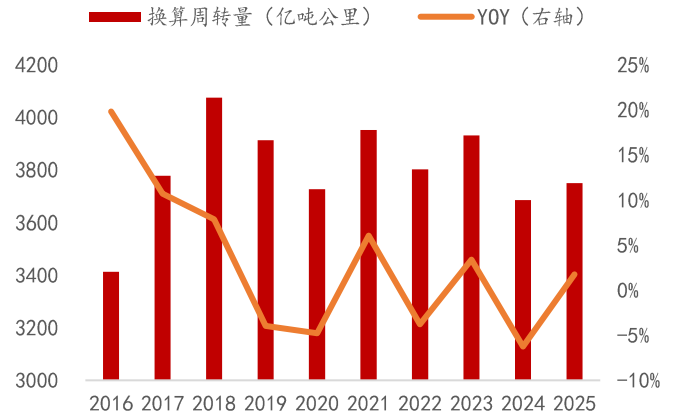
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图17: 货物发送距离情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

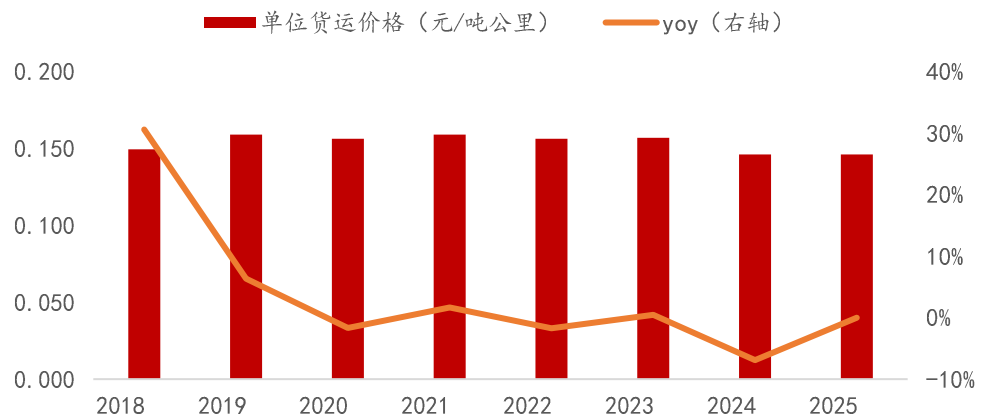
图18: 换算周转量情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

**公司单位运价总体平稳, 不同年份存在小幅波动。**根据公司公告, 公司运费根据国家发展改革委发布的《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》, 其中, 煤炭适用4号运价, 基价1为16.30元/吨, 基价2为0.098元/吨公里, 大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭运价水平(指发、到站均在本线的煤炭)为基准运价率10.01分/吨公里。以调价后的国家铁路货物统一运价率、实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为基准价, 允许上浮不超过10%, 下浮不限。此外, 2018年1月1日起, 公司管内执行国铁统一运价的电气化区段收取的电气化附加费并入国铁统一运价, 电气化附加费标准为0.007元/吨公里。测算公司单位货运价格, 近年来保持在0.146-0.159元/吨公里之间。

图19: 公司单位货运价格情况

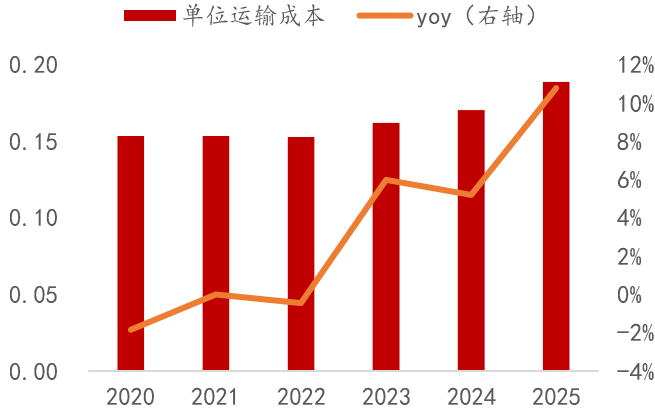


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 单位货运价格=货运业务营业收入/货物换算周转量

**公司单位运输成本稳中略升。**其中, 单位人员费用稳步提升, 单位折旧、电力及燃料、货车使用费等成本相对稳定。2025年, 受煤炭运量下降、运输结构调整、拓展两端物流辅助业务等因素影响, 公司单位成本上行, 单位运输成本为0.189元/吨公里, 同比抬升10.8%。其中, 单位货运服务费同比增长20.9%, 主因公司积极拓展非煤大宗市场, 非煤货物运输业务量增加13%。由于非煤货物到达地多为公司管外, 直通联合运输增长相应增加

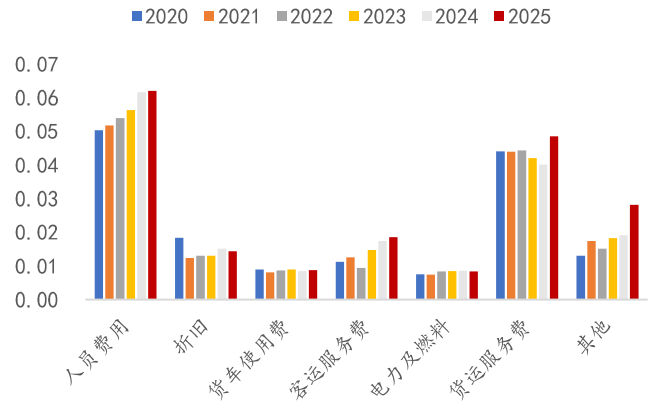
了货运服务费等付费支出。另外，两端物流辅助费大幅增加，主因公司拓展两端物流辅助业务，大力发展物流总包。

图20: 公司单位运输成本情况 (元/吨公里)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 单位运输成本=运输成本及细分项/货物换算周转量

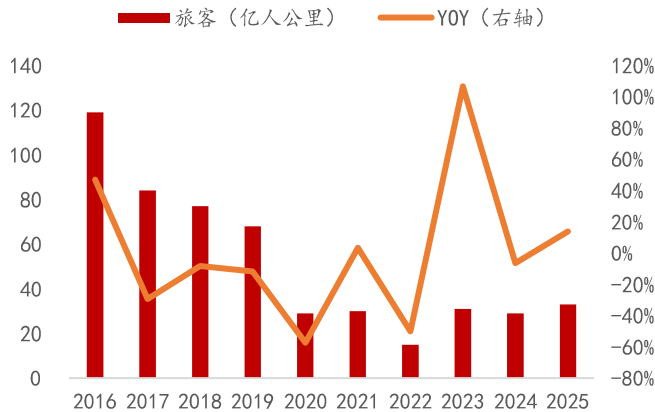
图21: 公司单位运输成本细分项情况 (元/吨公里)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 单位运输成本=运输成本及细分项/货物换算周转量

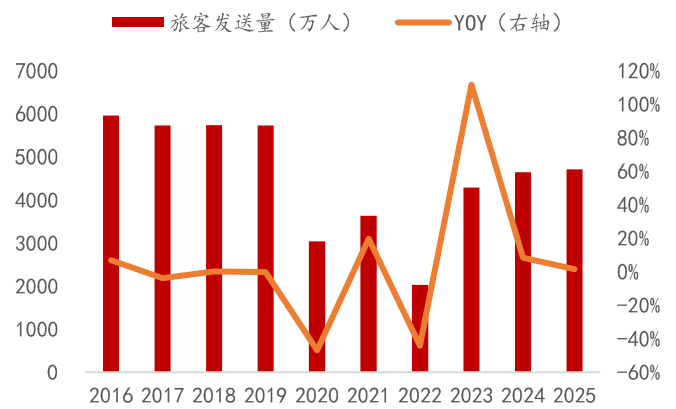
公司旅客发送人数从2020年以来有所上升, 除2022年外, 旅客换算周转量基本平稳, 2025年, 公司旅客发送人数4708万人, 同比增长1.44%; 旅客换算周转量为33亿人公里, 同比增长13.79%。

图22: 旅客换算周转量情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图23: 旅客发送量情况



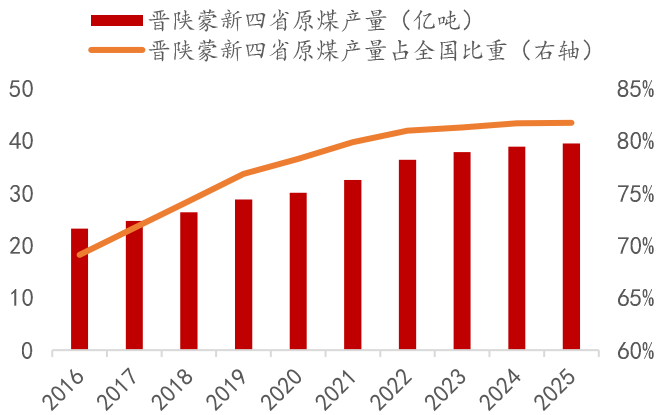
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 3 投资价值

#### 3.1 能源运输战略通道

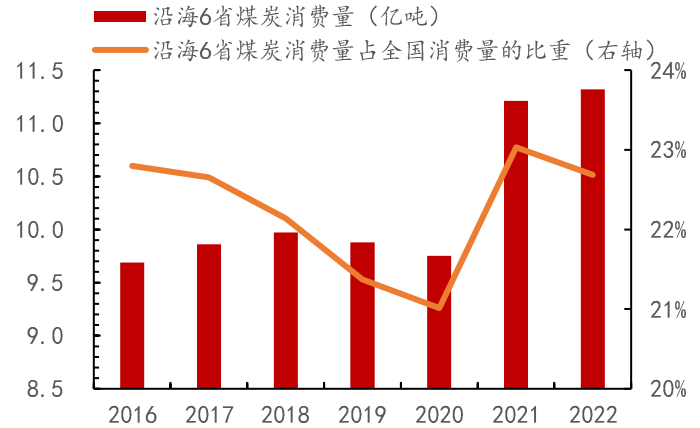
受能源资源禀赋影响, 我国能源生产消费逆向分布特征明显, 重要能源基地主要分布在西部地区, 而中东部地区能源消费量占全国比重的大部分。长期以来, 形成了“西煤东运、北煤南运”的煤炭流向格局。

图24: 全国煤炭产量向晋陕蒙新地区集中



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 东南沿海省份煤炭消费占比高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 沿海6省包含江苏、上海、浙江、福建、广东、广西

公司在全国煤炭运输格局中具有重要战略地位。我国煤炭运输的主要铁路干线中，张唐线、大秦线、朔黄线和瓦日线是“西煤东运”的主要干线，浩吉铁路是“北煤南运”新通道的主要组成部分。其中，公司对大秦线拥有控制权，同时参股朔黄线和浩吉铁路。

表2: 煤炭运输主要干线情况

线路名称	线路起点	线路终点	里程	开通时间	运载能力
张唐线	河北省张家口市孔家庄站	唐山曹妃甸港	约 525 公里	2015 年 12 月	2 亿吨/年
大秦线	山西省大同市韩家岭站	河北省秦皇岛市柳村南	653 公里	1988 年	4.5 亿吨/年
朔黄线	山西省神池县神池南站	河北省沧州市渤海新区黄骅港站	594 公里	2000 年 5 月	3.8 亿吨/年
瓦日线	山西省吕梁市兴县瓦塘镇	山东省日照市日照港	1269.84 公里	2017 年 7 月	2 亿吨/年
浩吉铁路	内蒙古浩勒报吉站	江西省吉安站	1813.5 公里	2019 年下半年	2 亿吨/年

资料来源: 《大秦铁路股份有限公司可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告》, 《2025 年度浩吉铁路股份有限公司信用评级报告》, 中国国家铁路集团有限公司官网, 浙商证券研究所

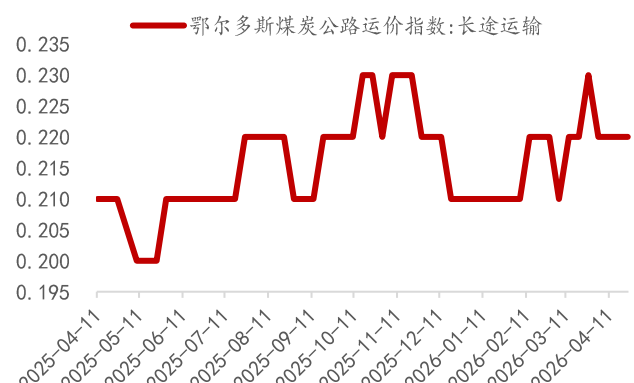
油价上涨或将带动公路运输价格上涨。中东冲突爆发以来，国际油价大幅上行，截至 2026 年 4 月 28 日，布伦特原油现货为 116.55 美元/桶，较年初上涨 90.1%。随油价上涨，公路运输成本将有所抬升，或将带动公路运输价格上涨，铁路运输竞争力提升。

图26: 国际油价上涨 (美元/桶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价指数 (元/吨公里)

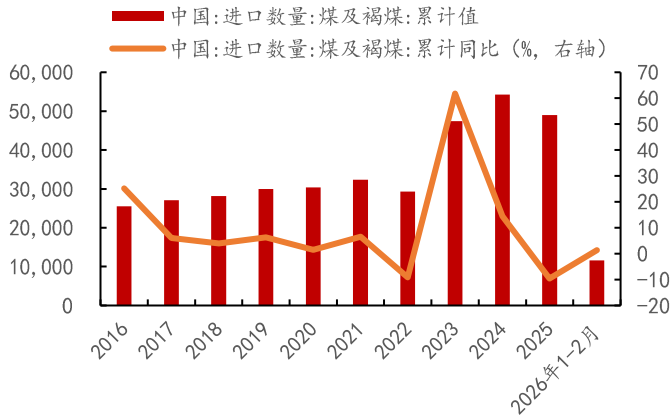


资料来源: iFind, 浙商证券研究所

### 3.2 海内外共同保供沿海用煤

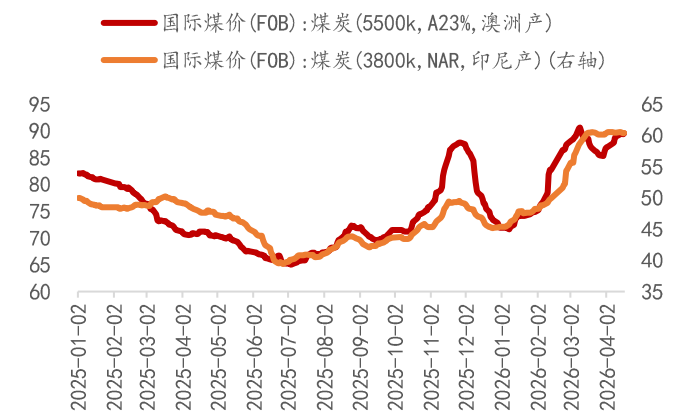
沿海用煤通过西煤东运、北煤南运和以及进口煤共同满足。2022-2024年，我国进口煤增长迅速，从2022年的2.9亿吨，增长至2024年的5.4亿吨，2025年进口煤回落至4.9亿吨，同比下降9.6%，2026年1-2月，进口煤1.2亿吨，同比增长1.3%。中东冲突以来，国际油价大幅上涨，海外煤价处于高位，进口煤价格倒挂。同时，印尼政府计划在2026年将煤炭产量从7.9亿吨削减至约6亿吨。海外煤炭进口或将下降，西煤东运、北煤南运重要性凸显，运量有望提升。

图28: 全国煤炭进口情况(万吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 海外煤价格处于高位(美元/吨)

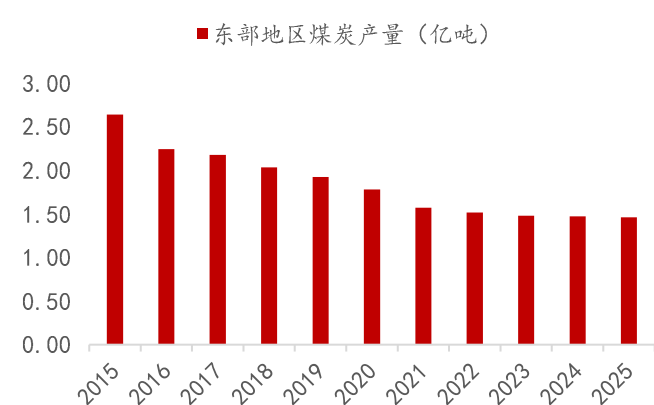


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 西煤东运是长期趋势

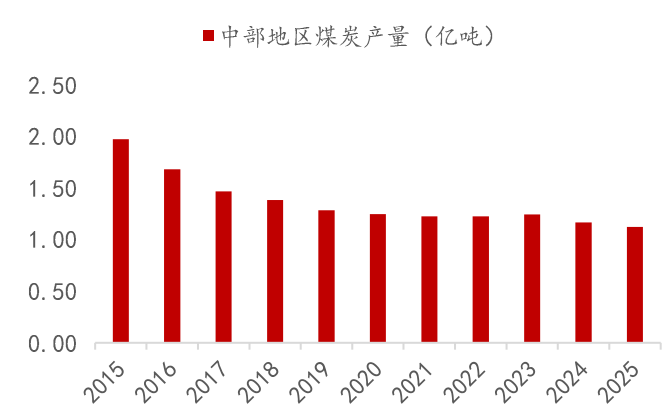
中东部煤炭资源衰竭，长期需要西煤东运。受煤炭资源分布及产业布局等因素影响，我国煤炭产业在发展过程中逐步形成了东、中、西梯级开发的格局。东部地区离消费市场近，开发时间早，资源日渐枯竭，中部开发强度大，投资效益降低，随着时间推移，煤炭开发西移成为必然趋势。

图30: 东部地区煤炭产量下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 包括河北、山东、江苏、浙江、福建、广东、广西

图31: 中部地区煤炭产量下行

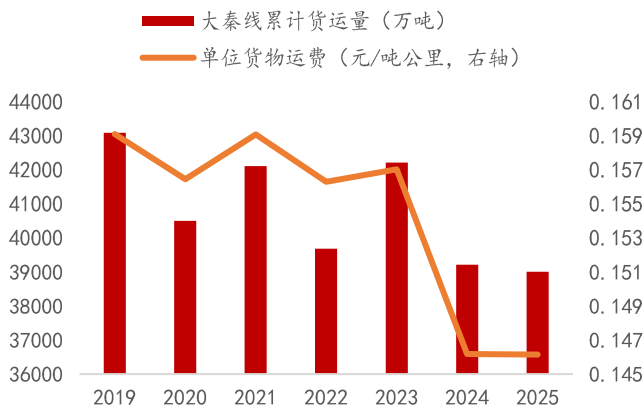


资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 包括安徽、江西、湖北、湖南

### 3.4 运量回升有望降本提价

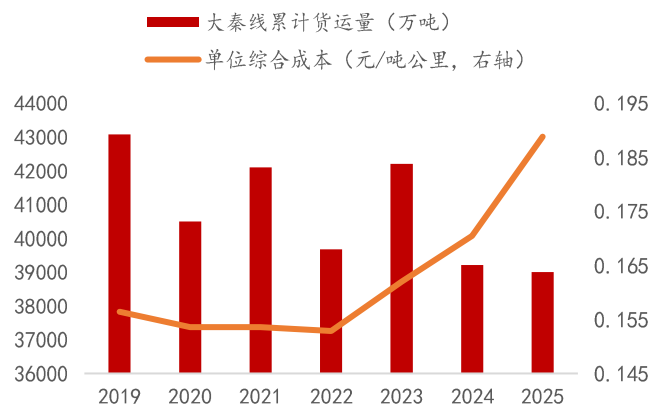
随公司货运量及煤炭运量回升，有望实现量价齐升，单位成本下行。货运量较低年份单位货物运费相对偏低，2020、2022、2024、2025年大秦线年货运量在3.9-4亿吨左右，对应单位货物运费分别为0.156、0.156、0.146、0.146元/吨公里；货运量较高年份单位货物运费相对偏高，2019、2021、2023年大秦线年货运量在4.2-4.3亿吨左右，对应单位货物运费分别为0.159、0.159、0.157元/吨公里。2025年公司单位综合运输成本提升至0.189元/吨公里，同比增长10.8%，主因煤炭需求偏弱、进口煤炭冲击、其他运输方式分流等影响导致煤炭发送量下行，以及两端物流辅助费用大幅增加。

图32: 运量和单位货物运费的关系



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：单位货物运费=货运业务营业收入/货物换算周转量

图33: 运量和单位综合运输成本的关系

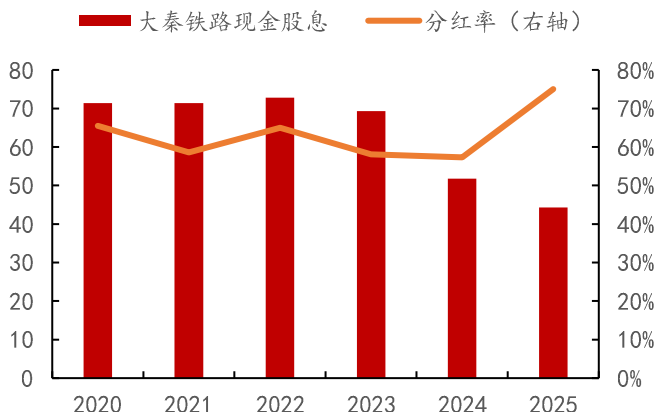


资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：单位综合运输成本=铁路运输营业成本/货物换算周转量

### 3.5 高股息价值凸显

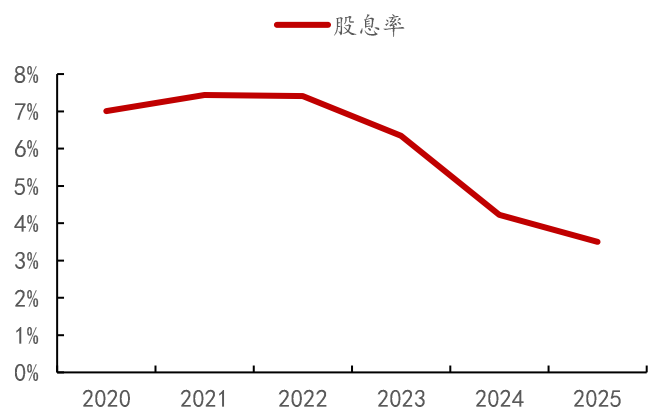
公司分红率高位，高股息价值凸显，货币资金和未分配利润充裕。根据2025年年报，公司拟分配2025年末期现金股利28.1亿元，加2025年中期现金分红16.1亿元，总额为44.3亿元，占本年度归属于上市公司股东净利润的比例75.02%。按2025年平均市值，公司股息率为3.5%，截至2025年末，公司拥有货币资金358.5亿元，未分配利润705.3亿元。根据公司《三年（2023年-2025年）股东分红回报规划》，2023年-2025年间每年现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%。

图34: 大秦铁路现金股利及分红率（亿元）



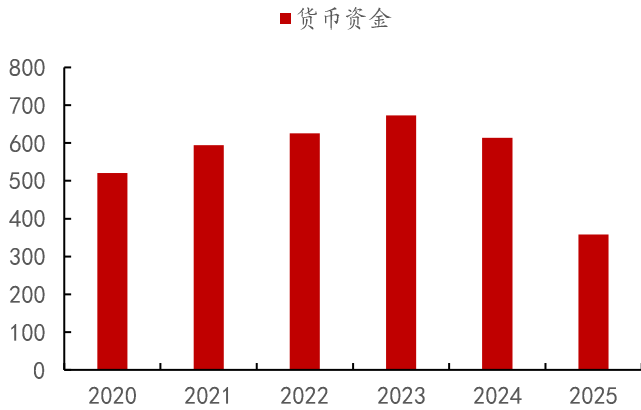
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图35: 大秦铁路股息率



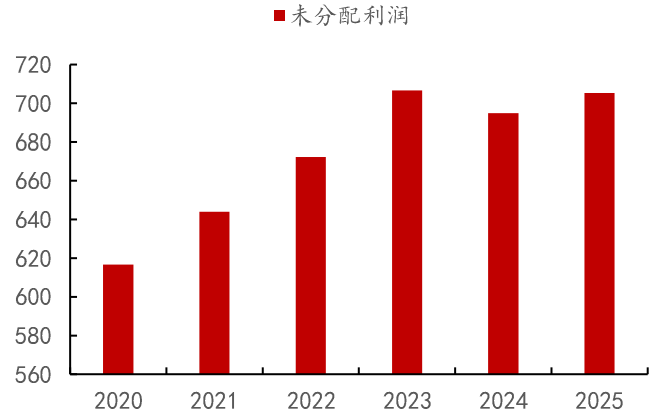
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图36: 大秦铁路货币现金 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图37: 大秦铁路未分配利润 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 盈利预测与估值

公司主要经营铁路客、货运输业务,同时向国内其他铁路运输企业提供服务。

**货运量方面:**考虑到国内煤炭供给集中于晋陕蒙新地区,中东部地区资源逐步枯竭,海外煤价高企、进口煤价格倒挂,我们预计货运量将有所上行,恢复到历史较高水平,假设2026-2028年大秦线年运量为4.2、4.35、4.4亿吨。

**运价方面:**考虑到煤炭运量提升对单位货物运价有正向作用,假设2026-2028年单位货物运价较2025年略微抬升,分别为0.148、0.15、0.152元/吨公里。

**成本方面:**考虑到单位运输成本会随煤炭运量提升而下降,假设2026-2028年单位运输成本分别为0.179、0.176、0.176元/吨公里。

**其他业务占比相对较小,**2025年营收同比增长18%,假设2026-2028年营业收入增长率分别为5%、5%、5%,假设2026-2028年毛利率分别为90.9%、91.8%、92.1%。

表3: 大秦铁路业务拆分 (单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营收	74627.27	77644.81	83181.07	87183.24	90067.57
总营收-yoy	-7.89%	4.04%	7.13%	4.81%	3.31%
总毛利率	15.30%	8.62%	13.08%	15.79%	17.08%
货运业务					
营收	53441.18	54321.79	58854.84	61807.73	63594.55
营收-yoy	-12.73%	1.65%	8.34%	5.02%	2.89%
客运业务					
营收	10009.53	10431.26	10851.64	11288.96	11743.90
营收-yoy	12.23%	4.21%	4.03%	4.03%	4.03%
其他业务					
营收	9880.21	11656.45	12239.27	12851.23	13493.79

营收-yoy	6.41%	17.98%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>运输业务（货运+客运）</b>					
成本	62319.88	70193.64	71188.35	72367.44	73619.69
成本-yoy	-1.38%	12.63%	1.42%	1.66%	1.73%
<b>其他业务</b>					
成本	887.89	757.71	1110.25	1052.01	1068.60
成本-yoy	-18.45%	-14.66%	46.53%	-5.25%	1.58%

资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

上述假设下，预计 2026-2028 年归母净利润预计为 80.7、100.8、112 亿元，对应 2026 年 4 月 30 日收盘价的 PE 分别为 13.2、10.5、9.5 倍。参考 2023-2025 年现金分红率分别为 58.1%、57.3%、75%，假设合理股息率 5%，2027 年分红率假设在 55%/60%/65%/70%/75% 下，目标市值分别为 1108/1209/1310/1411/1511 亿元。

## 4.2 敏感性分析

若按 2027 年成本水平假设下，在不同大秦线年货运量和不同运价下对业绩进行敏感性测试，当货运量与运价量价齐升时，公司业绩弹性较大。

表4：不同运量和运价假设下业绩预测（亿元）

		大秦线货运量（亿吨/年）						
		3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
单位货物运价 (元/吨公里)	0.146	50.1	58.3	66.5	76.0	84.2	93.7	102.0
	0.148	55.4	63.8	72.1	81.8	90.1	99.8	108.1
	0.150	60.8	69.3	77.8	87.5	96.0	105.8	114.3
	0.152	66.2	74.8	83.4	93.3	101.9	111.8	120.4
	0.154	71.5	80.3	89.0	99.0	107.8	117.8	126.5
	0.156	76.9	85.8	94.6	104.8	113.7	123.8	132.7
	0.158	82.2	91.2	100.2	110.5	119.5	129.8	138.8
	0.160	87.6	96.7	105.9	116.3	125.4	135.8	145.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.3 投资建议

结合公司 2025 年经营情况以及近期市场的情况，我们认为 2026-2028 年大秦铁路货运量有望抬升，带动单位运价上行、单位成本下行。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 80.7、100.8、112 亿元，2026-2028 年同比增长 36.81%、24.83%、11.11%。2026-2028 年每股收益分别为 0.40、0.50、0.56 元，对应 4 月 30 日收盘价，2026-2028 年 PE 分别为 13.2、10.5、9.5 倍，参考 2023-2025 年现金分红率分别为 58.1%、57.3%、75%，假设合理股息率 5%，2027 年分红率假设在 55%/60%/65%/70%/75% 下，目标市值分别为 1108/1209/1310/1411/1511 亿元。公司为铁路运输板块白马公司，在全国煤炭运输格局中具有重要战略地位，预计西煤东运、北煤南运运输量有望增加，带动公司货运业务量价齐升，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示

煤价大幅波动风险：煤炭价格大幅波动，导致煤炭售价波动，企业盈利受到影响。

运价政策变动风险：铁路运价政策由国家发改委制定，运价调整企业盈利受到影响。

煤炭运输分流风险：周边区域铁路货运通道扩容，可能对企业运输造成分流。

铁路安全运营风险：铁路运输全天候作业，运营过程中存在发生事故的风险。

公司分红不及预期：盈利下滑或资本开支大，分红减少，影响投资者收益与信心。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>50,704</b>	<b>69,566</b>	<b>66,143</b>	<b>62,950</b>
现金	35,850	54,837	50,678	47,122
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4,130	4,961	5,174	5,194
其它应收款	3,715	2,507	2,966	3,363
预付账款	289	347	333	334
存货	1,686	1,940	1,896	1,902
其他	5,034	4,973	5,095	5,034
<b>非流动资产</b>	<b>161,114</b>	<b>159,766</b>	<b>166,847</b>	<b>176,567</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	27,709	25,549	25,972	26,410
固定资产	89,697	85,172	80,547	75,863
无形资产	34,512	42,724	53,241	67,372
在建工程	882	734	485	259
其他	8,314	5,587	6,602	6,662
<b>资产总计</b>	<b>211,818</b>	<b>229,331</b>	<b>232,990</b>	<b>239,516</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,441</b>	<b>24,741</b>	<b>33,315</b>	<b>41,358</b>
短期借款	289	8,261	16,379	24,164
应付款项	5,270	5,753	5,752	5,781
预收账款	9	10	11	11
其他	10,873	10,717	11,174	11,403
<b>非流动负债</b>	<b>15,838</b>	<b>25,606</b>	<b>21,186</b>	<b>20,877</b>
长期借款	9,837	9,837	9,837	9,837
其他	6,002	15,770	11,349	11,040
<b>负债合计</b>	<b>32,279</b>	<b>50,347</b>	<b>54,500</b>	<b>62,235</b>
少数股东权益	15,262	16,462	17,979	19,677
归属母公司股东权益	<b>164,276</b>	<b>162,522</b>	<b>160,511</b>	<b>157,604</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>211,818</b>	<b>229,331</b>	<b>232,990</b>	<b>239,516</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>77,645</b>	<b>83,181</b>	<b>87,183</b>	<b>90,068</b>
营业成本	70,951	72,299	73,419	74,688
营业税金及附加	273	292	306	316
营业费用	52	171	159	141
管理费用	919	1,414	1,439	1,441
研发费用	12	13	12	12
财务费用	(296)	374	393	427
资产减值损失	(47)	4	(24)	(10)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2,742	2,990	3,030	3,070
其他经营收益	126	106	110	114
<b>营业利润</b>	<b>8,648</b>	<b>11,710</b>	<b>14,619</b>	<b>16,236</b>
营业外收支	(74)	(104)	(104)	(94)
<b>利润总额</b>	<b>8,574</b>	<b>11,607</b>	<b>14,515</b>	<b>16,142</b>
所得税	1,725	2,335	2,921	3,248
<b>净利润</b>	<b>6,849</b>	<b>9,271</b>	<b>11,594</b>	<b>12,894</b>
少数股东损益	949	1,199	1,518	1,698
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,900</b>	<b>8,072</b>	<b>10,077</b>	<b>11,197</b>
EBITDA	14,092	17,840	20,855	22,619
EPS (最新摊薄)	0.29	0.40	0.50	0.56

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.04%	7.13%	4.81%	3.31%
营业利润	-35.56%	35.41%	24.84%	11.06%
归属母公司净利润	-34.73%	36.81%	24.83%	11.11%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.62%	13.08%	15.79%	17.08%
净利率	8.82%	11.15%	13.30%	14.32%
ROE	3.38%	4.50%	5.64%	6.29%
ROIC	3.74%	5.10%	6.14%	6.65%

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,987</b>	<b>16,014</b>	<b>13,730</b>	<b>16,085</b>
净利润	6,849	9,271	11,594	12,894
折旧摊销	5,599	5,927	6,015	6,118
财务费用	(296)	374	393	427
投资损失	(2,742)	(2,990)	(3,030)	(3,070)
营运资金变动	(1,877)	1,943	(461)	(393)
其它	(2,547)	1,489	(781)	110
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25,034)</b>	<b>(5,862)</b>	<b>(8,831)</b>	<b>(12,338)</b>
资本支出	(311)	(967)	(833)	(861)
长期投资	(3,050)	2,159	(423)	(438)
其他	(21,673)	(7,054)	(7,576)	(11,039)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,461)</b>	<b>8,835</b>	<b>(9,058)</b>	<b>(7,303)</b>
短期借款	51	7,972	8,118	7,785
长期借款	353	0	0	0
其他	(5,865)	863	(17,176)	(15,088)
<b>现金净增加额</b>	<b>(25,508)</b>	<b>18,987</b>	<b>(4,159)</b>	<b>(3,556)</b>

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.24%	21.95%	23.39%	25.98%
净负债比率	35.62%	38.64%	50.87%	56.90%
流动比率	3.08	2.81	1.99	1.52
速动比率	2.98	2.73	1.93	1.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.37	0.38	0.38	0.38
应收账款周转率	17.37	18.29	17.23	17.46
应付账款周转率	13.99	13.48	13.13	13.31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.29	0.40	0.50	0.56
每股经营现金	0.25	0.79	0.68	0.80
每股净资产	8.15	8.07	7.97	7.82
<b>估值比率</b>				
P/E	18.00	13.15	10.54	9.48
P/B	0.65	0.65	0.66	0.67
EV/EBITDA	7.14	5.14	5.09	5.27

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>