

强烈推荐-A (维持)

大秦铁路 601006.SH

目标估值: 8.0 元

当前股价: 7.01 元

2021 年 03 月 31 日

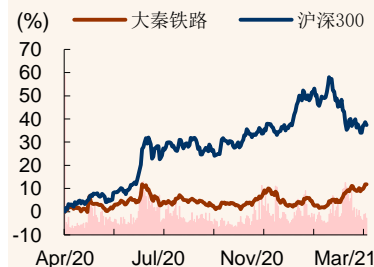
低估值铁路货运龙头标的, 重视高股息投资机会

基础数据

上证综指	3442
总股本(万股)	1486679
已上市流通股(万股)	1486679
总市值(亿元)	1042
流通市值(亿元)	1042
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	16.0%
主要股东	中国铁路太原局集团
主要股东持股比例	61.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	10	10
相对表现	11	-1	-29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大秦铁路(601006)——西煤东运的中流砥柱, 高股息凸显投资价值》2019-10-07

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn  
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569  
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

**投资建议:** 公司坐拥西煤东运重要通道大秦铁路, 疫情冲击后伴随经济恢复, 2020 年煤炭运输需求仅出现小幅下滑, 今年以来火电发电量增速、煤炭需求持续高位, 预计运输仍将接近满负荷。中长期来看, 煤炭生产进一步向“三西”地区集中, 同时公转铁持续推进, 铁路货运需求得到较大支撑, 公司有望长期坐享煤炭运输的高景气红利。结合 DDM 计算结果和股息率回报要求, 我们给予一年目标价 8.0 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **西煤东运中流砥柱, 疫情后逐渐回归景气高点。** 公司坐拥我国重要货运干线大秦线, 近年来煤炭发运量占全国铁路煤炭发运量 20% 以上, 为西煤东运名副其实的中流砥柱。受益于煤炭行业供给侧, 煤炭生产向公司发运地三西地区进一步集中, 西煤东运的需求在近年来提升明显, 公司营业收入及盈利能力自 2016 年开始步入景气高点。2020 年受新冠疫情影响, 公司客货运业务均受到较大冲击, 但自 2020Q3 起, 公司单季营业收入已接近疫情前水平。

□ **煤炭供需错位下运输需求稳定, 政策扶持助力高景气。** 从供需两端来看, 我国煤炭行业产销错配较为严重, 且伴随供给侧改革的完成, 上述错配格局呈现进一步扩大的态势, 造就煤炭运输在较长时间均存在较为旺盛的需求。2019 年开通的浩吉铁路受制于集疏运系统不完善, 在中短期仍难对大秦线造成较大分流。中长期来看, 环保压力下公转铁政策加快实施, 交通强国政策扶持铁路货运在完善现代物流体系中发挥重要作用, 均有望促进行业维持高景气。

□ **大秦线运输需求持续高位, 高股息凸显投资价值。** 回顾近 10 年大秦线货运量变化情况, 其与秦皇岛港动力煤价格呈现明显的相关性, 大致表现出同升同降的特征, 主要因煤价上升多由需求旺盛导致, 其发运需求自然跟随上升, 反之亦然。展望未来, 疫情后火电发电量增速为近五年高位, 叠加公转铁政策持续利好, 预计大秦线需求维持高位的概率较高。此外, 浩吉铁路亏损逐步收窄, 可转债发行助力控制营业成本和完善路网, 有望推动公司盈利逐步回归景气高位, 预计 2020-2022 年归母净利润 107.1/125.4/134.2 亿元。在充沛的现金流下, 公司在较长年份保持 50% 左右的分红比例, 且承诺未来三年每年每股现金分红不低于 0.48 元, 大大稳定市场投资预期。按当前股价和最低分红要求计算, 股息率为 6.9%, 凸显公司投资价值。

□ **风险提示:** 宏观经济超预期下滑、疫情扩散超预期、浩吉铁路分流超预期、公转铁政策不达预期

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	78345	79917	71571	78784	83999
同比增长	41%	2%	-10%	10%	7%
营业利润(百万元)	21311	19975	15519	18249	19520
同比增长	25%	-6%	-22%	18%	7%
净利润(百万元)	14544	13669	10711	12543	13423
同比增长	8%	-6%	-22%	17%	7%
每股收益(元)	0.98	0.92	0.72	0.84	0.90
PE	7.2	7.6	9.7	8.3	7.8
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、煤炭铁路运输的中流砥柱.....	5
1、历史沿革与股权结构 .....	5
2、铁路货运为核心业务，盈利能力较为稳定.....	6
二、煤炭供需错位下运输需求稳定，政策扶持助力高景气.....	8
1、煤炭供需逆向，“西煤东运”格局进一步深化 .....	8
2、坐享公转铁红利，铁路货运需求旺盛.....	12
3、铁路行业改革持续深化，“交通强国”利好铁路板块 .....	13
三、大秦线运输需求持续高位，高股息凸显公司投资价值.....	15
1、公司路网结构完善，辐射主要煤炭产区 .....	15
2、大秦线需求有望持续高位 .....	16
2、盈利能力突出，高股息凸显投资价值.....	20
四、盈利预测与投资建议.....	23
1、盈利预测.....	23
2、投资评级.....	25
五、风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1：公司发展历史沿革.....	5
图 2：公司控股股东及实际控制人关系 .....	6
图 3：公司煤炭发运量及占比 .....	6
图 4：公司货物发运量及占比 .....	6
图 5：公司历年收入及归母净利润（2014-2020H） .....	7
图 6：公司历年主营业务构成（2014-2020H） .....	7
图 7：中国煤炭流向图 .....	8
图 8：2020 年全国各省份原煤产量 .....	8
图 9：2020 年全国各省份火电发电量.....	9
图 10：西煤东运铁路干线线路图.....	10
图 11：浩吉铁路（原蒙华铁路）线路图 .....	12
图 12：我国历年货运量及铁路、公路货运占比（2002-2019） .....	12
图 13：公司主要铁路线路示意图.....	15

图 14: 公司及大秦线历年货运量 (2010-2019)	16
图 15: 大秦线路示意图	16
图 16: 煤炭调度: 秦皇岛、曹妃甸港口吞吐量	17
图 17: 大秦线上游主要煤企原煤产量	17
图 18: 大秦线货运量与秦皇岛港动力煤均价走势 (2011-2019)	17
图 19: 秦皇岛港 Q5500 动力煤均价走势	18
图 20: 火电发电量累计同比	18
图 21: 基价 1 变化情况	19
图 22: 基价 2 及特殊运价变化情况	19
图 23: 客运业务营业收入 (2014-2020H)	19
图 24: 旅客发送量 (2014-2020H)	19
图 25: 公司客运、货运周转量 (2014-2020H)	20
图 26: 公司净利率及毛利率 (2014-2020H)	20
图 27: 公司经营活动现金流及净利润现金比例 (2014-2020H)	21
图 28: 公司购置固定资产支付现金及资产负债率 (2014-2019)	21
图 29: 公司每股现金分红及派息比例 (2014-2019)	21
图 30: 大秦铁路历史 PE Band	27
图 31: 大秦铁路历史 PB Band	27
表 1: 我国西煤东运、北煤南运主要运输线路	9
表 2: 浩吉 (蒙华) 铁路与传统海进江运费比较	11
表 3: 浩吉铁路集运情况	11
表 4: “公转铁”政策梳理	13
表 5: 公司本部所辖线路信息	15
表 6: 公司货运业务主要运输指标 (2017-2020H)	17
表 7: 主要控股、参股公司盈利情况	19
表 8: 租金现值计算结果	20
表 9: 同行业公司派息比例明细 (2014-2019)	21
表 10: 收入拆分	23
表 11: 营业成本分项	24
表 12: 盈利预测简表	25

表 13: DDM 模型（单位：元/股） .....	25
附：财务预测表 .....	28

## 一、煤炭铁路运输的中流砥柱

大秦铁路股份有限公司是由原北京铁路局作为主发起人，与大同煤矿集团、中煤能源集团、原秦皇岛港务集团、大唐发电、同方投资和中国华能集团于 2004 年共同发起设立的股份有限公司。公司成立之初主要资产即包含我国主要的西煤东运干线——大秦线，随后经多次的资产收购，形成了以铁路货运为主、兼有客运、同时向国内其他铁路运输企业提供服务的业务模式。

### 1、历史沿革与股权结构

- 2004 年 10 月，公司经原铁道部批准成立，主要资产为原北京铁路局投入的大秦铁路全线涉及的 13 个独立核算单位与运输主业相关的全部资产，控股股东为原北京铁路局，持股比例达到 95.16%。
- 2005 年铁道部精简管理体制，撤销所有铁路分局，原北京铁路局分立为太原铁路局和北京铁路局。在此情形下，公司控股股东于 2005 年 3 月变更为太原铁路局，同年公司收购了丰沙大、北同蒲等资产及专用货车。
- 2006 年 7 月，公司在上交所实现 IPO，募集资金 15.0 亿元，用途包括支付收购丰沙大、北同蒲等资产和大秦铁路专用货车的价款以及大秦铁路 2 亿吨扩能改造项目。上市后公司控股股东仍为太原铁路局，持股比例为 72.94%。
- 2010 年 11 月，公司公开增发募集资金 16.5 亿元，并结合自有资金收购太原局运输主业资产及相关主权，并获得了太原局持有的朔黄铁路发展有限责任公司 41.16% 的股权，实现了太原局运输主业的整体上市。增发后公司控股股东太原铁路局持股比例变为 61.7%。
- 2018 年 12 月，公司支付对价 17.47 亿元收购控股股东太原局集团公司持有的唐港公司 19.73% 股权。
- 2019 年 1 月及 11 月，公司分别对浩吉铁路出资 20.0、39.85 亿元，累计持股比例达到 10.0%，成为浩吉铁路第四大股东。
- 2020 年 12 月，公司发行 320.0 亿元可转债，用于收购控股股东相关的经营土地使用权及其持有的太原铁路枢纽西南环线公司 51% 股权，进一步增强公司资产完整性，并有效控制运营成本。

图 1：公司发展历史沿革

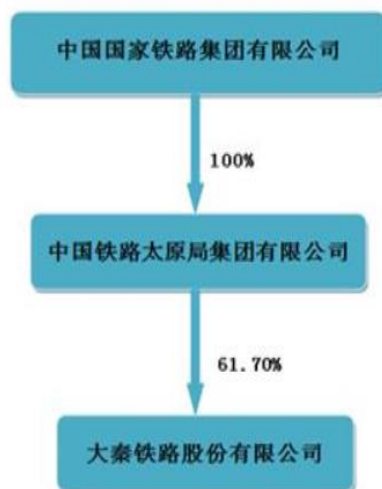


资料来源：公司官网、招商证券

背靠国铁集团，股权结构较为稳定。自 2005 年原北京铁路局分立后，公司控股股东一直为中国铁路太原局集团有限公司，目前控股比例 61.70%，实际控制人为中国国家铁路集团有限公司。



图 2: 公司控股股东及实际控制人关系

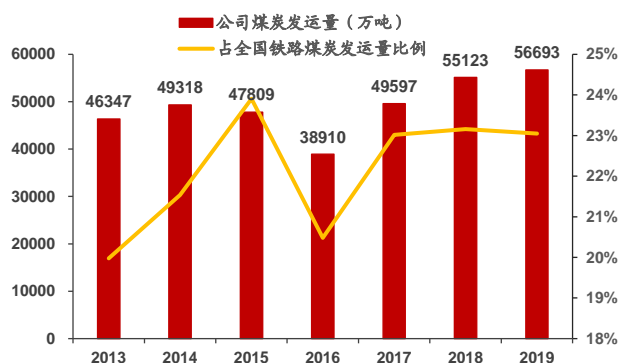


资料来源: 公司 2019 年报, 招商证券

## 2、铁路货运为核心业务，盈利能力较为稳定

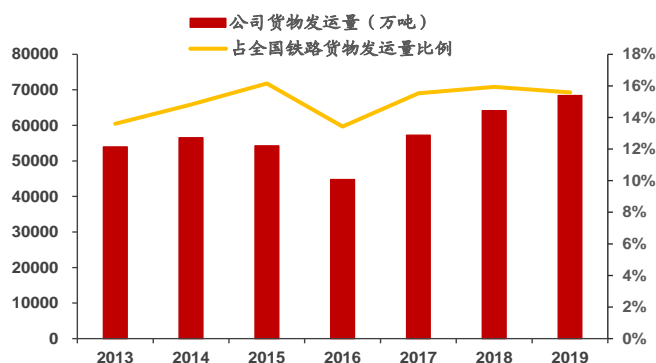
铁路货运业务占重要地位，具有较强竞争优势。自公司成立以来，货运业务一直是公司业务收入的主要来源，近年来货运收入占公司主营业务收入稳定在 75%-80%。公司运输的货品以动力煤为主，近年来煤炭在货运中（发送及到达）占比均超过 80%，其他货品包括焦炭、钢铁等大宗货物，以及集装箱、零散批量货物。公司在全国铁路货运市场中占有重要地位，尤其在区域煤炭运输方面具有突出的竞争优势。虽铁路货运尤其煤炭等大宗商品的铁路运输跟随宏观经济表现出明显的周期性，公司整体货运业务亦受直接影响，但公司煤炭铁路运输的龙头地位仍然稳固（发运量超出第二位的中国神华约 20%），近年来煤炭发运量占全国铁路煤炭发运量的比例持续位于 20% 以上。

图 3: 公司煤炭发运量及占比



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司货物发运量及占比



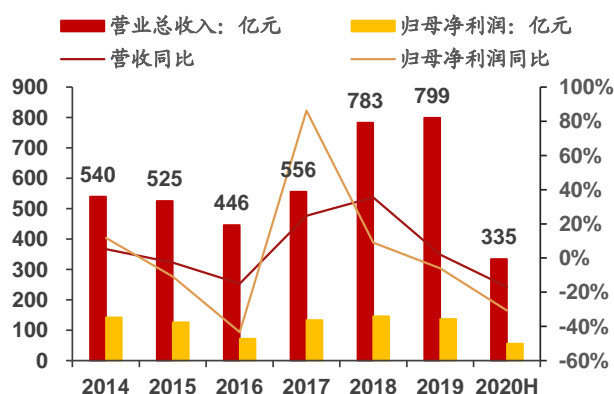
资料来源: Wind、招商证券

客运业务为重要的业务组成。公司担当开行多列以太原、大同等为始发终到的旅客列车，通达全国大部分省市、自治区。近年来公司积极推动“一日一图”常态化，建立客车需求沟通协调机制，持续优化旅客列车开行结构，提升列车运行速度和开行等级，增开热门方向车次，客运业务收入持续上升，占总营业收入比例已超过 10%（疫情前水平）。

**铁路运输服务构成业务重要补充。**公司在自营客货运输业务的同时，同时向国内其他铁路运输企业提供服务，主要包括机车牵引、货车使用、线路使用、机车车辆维修等，并为大西客专、晋豫鲁公司等提供委托运输管理服务。近年来该业务占总营业收入比例已达到 14%。

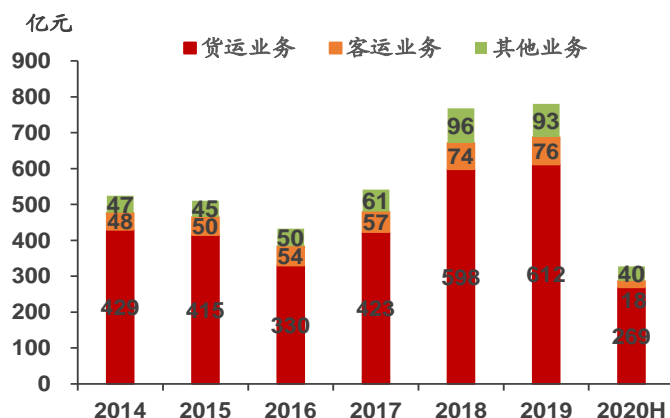
**受益煤炭行业供给侧改革，盈利水平攀升明显。**受益于煤炭行业供给侧，煤炭生产向公司发运地三西地区进一步集中，西煤东输的需求在近年来提升明显，同时铁路货运施行新的清算管理办法，公司营业收入自 2016 年开始进入新一轮上升周期，三年复合增速达到 21.5%。与之对应，在公司较为稳健的运营模式下，归母净利在 2018 年创出历史新高 145.4 亿元。2020 年受新冠疫情影响，客货运业务均受到较大冲击，2020H 营业收入、归母净利分别下滑 16.9%、30.7%。自 2020Q3 开始，伴随疫情得到明显控制，公司单季营业收入已接近疫情前同期水平，归母净利同比降幅已收窄至 17.9%。

图 5：公司历年收入及归母利润（2014-2020H）



资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司历年主营业务构成（2014-2020H）



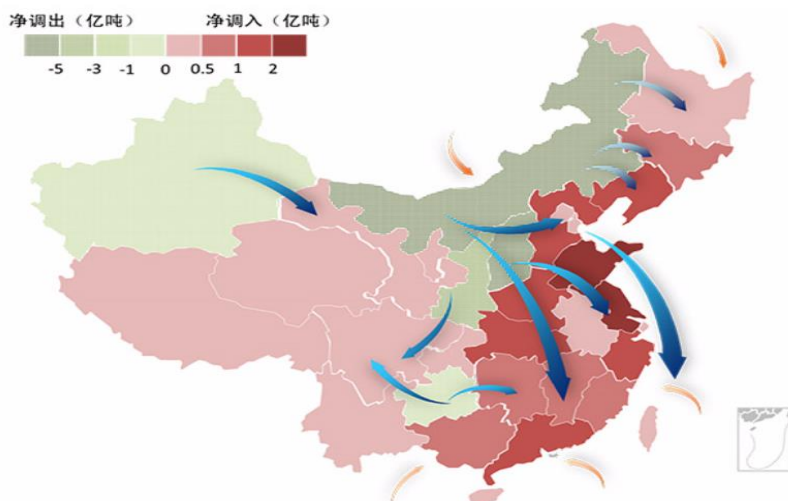
资料来源：Wind、招商证券

## 二、煤炭供需错位下运输需求稳定，政策扶持助力高景气

### 1. 煤炭产需逆向，“西煤东运”格局进一步深化

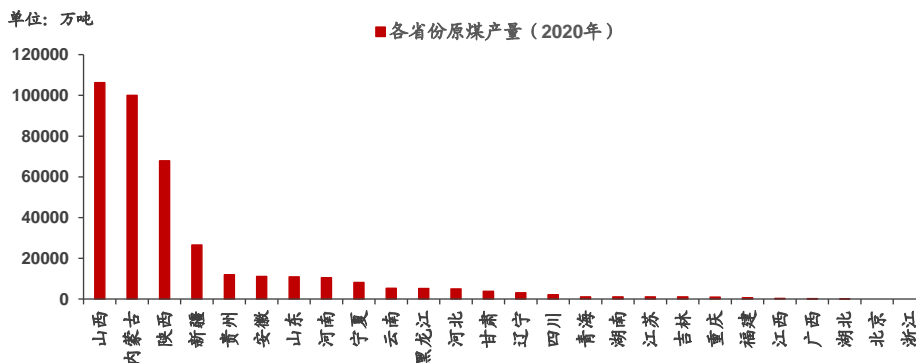
煤炭资源分布主要集中在“三西”地区，供给侧改革进一步推动生产集中。从煤炭供给来看，当前我国煤炭资源大多集中在“三西”地区，即山西、陕西和内蒙古西部。根据国家统计局数据，全国煤炭基础储量为 2492 亿吨，其中山西、内蒙古、陕西三地的煤炭基础储量分别为 916 亿吨、510 亿吨、163 亿吨，占全国煤炭储量的比重分别为 36.8%、20.5%、6.5%。从 2020 年各省（区）原煤产量来看，晋陕蒙三省区合计产量 27.43 亿吨，较供给侧改革初期 2016 年提升 27.4%；占全国产量 71.4%，较 2016 年提升 7.0PCT。与之相对，东南沿海及中部地区各省份产量持续下滑，全年产量不足 1000 万吨的省份为 7 个，较 2016 年增加 2 个。从全国煤炭开发总体布局来看，压缩东部、限制中部和东北、优化西部的目标大概率不会变化，未来煤炭生产有望进一步向三西地区集中，这亦是和供给侧改革的目标相匹配的。

图 7：中国煤炭流向图



资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》、招商证券

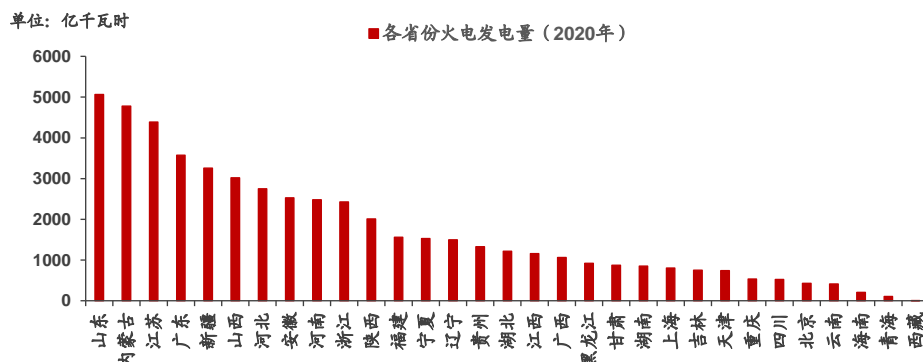
图 8：2020 年全国各省份原煤产量



资料来源：煤炭资源网，招商证券



图 9: 2020 年全国各省份火电发电量



资料来源：煤炭资源网，招商证券

煤炭需求多集中在东部沿海、南部等发达地区。从煤炭需求来看，我国的煤炭消费大多集中在东部沿海地区、南方地区，特别是环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区。煤炭需求与经济有着密不可分的联系。整体来看，东部沿海地区、南方地区 GDP 处于较高水平，对煤炭需求量较大。从我国火电（动力煤的最主要用途）发电量来看，除了“三西”地区外，山东、江苏、广东、河南、浙江等地的火电发电量较高，2020 年合计占全国比重达到 34.0%，而上述省份合计煤炭产量占比仅为 5.8%。虽近年来伴随能源转型升级的目标，清洁能源的利用占比逐步提升，但考虑到相关成本及我国富煤贫油少气的资源禀赋，火电仍然会在较长时间占据能源供给的主体地位。

从供需两端来看，我国煤炭行业产销错配较为严重，且伴随供给侧改革的完成，上述错配格局呈现进一步扩大的态势，造就煤炭运输在较长时间均存在较为旺盛的需求。目前，我国形成了西煤东运、北煤南运的运输格局，“三西”地区煤炭铁路外运通道主要由北通路、中通路和南通路组成。

- **北通路**主要包括大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原等线路，运输以动力煤为主，货源地覆盖山西北部、陕西北部、内蒙古鄂尔多斯地区、宁夏北部，目的地为华北、华东地区以及环渤海港口如秦皇岛、唐山、天津、黄骅等，是“三西”煤炭外运的主要通路。
- **中通路**包括瓦日、邯长、胶济、石太等线路，运输以焦煤和无烟煤为主，货源地覆盖山西中部、东部及河北，目的地为华东、中南地区以及青岛港。
- **南通路**包括侯月、陇海、西康、南同蒲、太焦、宁西等线路，运输以焦煤、肥煤和无烟煤为主，货源地覆盖山西南部、东南部，目的地为华东、华中、华南等地以及日照港、连云港。

在煤炭外运通道中，大秦线、张唐线、朔黄线和瓦日线构成西煤东运的主要干道，浩吉线成为北煤南运的重要组成部分。

表 1: 我国西煤东运、北煤南运主要运输线路

线路名称	运能 (亿吨/年)	运量 (亿吨)	起点	终点	里程 (公里)	主要货源区域
大秦线	4.50	4.05	大同	秦皇岛、曹妃甸	658	晋北、蒙西和陕北
朔黄线	3.50	约 3.00	神木	黄骅港	594	神府、东胜矿区
瓦日线	2.00	0.34	瓦塘	日照港	1270	晋西南部、陕西
张唐线	2.00	0.54	鄂尔多斯	唐山	525	蒙西、蒙东
浩吉线	2.00	0.25	浩勒报吉	吉安	1815	陕北、蒙西

资料来源：公司公告、百度新闻、招商证券 注：大秦线、朔黄线、浩吉线运量为 2020 年统计结果，瓦日线、张唐线运量为 2019 年统计结果

- **大秦线**设计运能 4.5 亿吨/年，自大同开往秦皇岛、曹妃甸，货源地覆盖山西北部、内蒙古西部，配套下水港为秦皇岛港和曹妃甸港。两个港口的设计吞吐量分别为 2.4/年亿吨和 3.5 亿吨/年。大秦线于 1988 年开通运营，目前我国煤炭年运输量最大的线路，为西煤东运第一大通道，近年来已基本实现满载运营。
- **朔黄线**设计运能 3.5 亿吨/年，西接神朔线，自神木开往黄骅港。朔黄线于 2000 年开通运营，是我国目前投资与建设规模最大且一次性建成双线电气化的合资铁路，也是我国西煤东运第二大通道，近年来已接近满载运营。
- **张唐线（又称蒙冀线）**设计运能 2.0 亿吨/年，自鄂尔多斯开往唐山。张唐线于 2015 年开通运营，为国铁 I 级双线电气化重载铁路，是继大秦铁路、朔黄铁路之后的第三条西煤东运大通道，尽管近年来其运量实现大幅增长，但利用率仍不到 30%，主要因该线路存在运距远、运费高等劣势，市场竞争中不占优势。尽管近年来蒙冀线多次下调运费，曹妃甸港也下调包干费，但仍在煤运市场竞争中处于劣势，内蒙地区发煤企业往往优先选择大秦线和朔黄线。
- **瓦日线**设计运能 2.0 亿吨/年，西起山西吕梁，横贯晋豫鲁三省，东至山东省日照港。瓦日线于 2017 年开通，利用率仍不到 20%，其货源地主要为晋中南，而非公司核心市场，所以其带来的分流风险相对可控。

图 10：西煤东运铁路干线线路图



资料来源：百度地图，招商证券

- **浩吉线**设计运能 2.0 亿吨/年，北起内蒙古浩勒报吉站，穿越内蒙古、陕西、山西、河南、湖北、湖南、江西 7 省，终点到达江西省吉安市，途中一跨长江，两跨黄河，其中可与荆州港实现铁水联运，构建辐射中部、西部等地区的煤炭外运大通道。其货源主要来自内蒙古鄂尔多斯和陕西榆林地区的煤矿，当地以露天矿居多，煤质较为优良且开采成本较低。浩吉线于 2019 年下半年开通，其线路的规划实现了真正意义上的北煤南运，且直接连通货源地与消费地，运输时间不超过 1 天，较此前铁路西煤东运、再下水进而海进江的运输方式可大为节省时间。市场此前曾过度担忧其对大秦铁路的分流，但我们判断其在中短期乃至长期造成的不利影响有限。

#### (1) 货源及下游需求地并不完全重合，浩吉铁路短期内仍处于运量爬坡阶段。

从货源地来看，大秦线与浩吉线货源地稍有交叉，但并不完全重合。浩吉线货源集

中在内蒙古及陕西地区，而大秦铁路货源地主要集中在山西北部。从消费地来看，浩吉线需求端在“两湖一江”等内陆地区，且在运输时间和成本上均较传统海进江运输模式具备一定优势；而大秦线通过水运主要覆盖东南沿海省份，海进江至两湖一江地区的运量较小（约 1000-2000 万吨）。

表 2：浩吉（蒙华）铁路与传统海进江运费比较

运输方式比较	荆州煤炭基地		江西新余	
	铁转水 秦皇岛、曹妃甸	蒙华铁路 铁路到荆州港	铁转水 秦皇岛、曹妃甸转长江	蒙华铁路 直达
内蒙乌审旗	293	276	350	330
	浩吉铁路便宜 17 元/吨		浩吉铁路便宜 20 元/吨	
陕西郭家滩	305	241	383	298
	浩吉铁路便宜 64 元/吨		浩吉铁路便宜 85 元/吨	

资料来源：秦皇岛海运煤炭交易市场，招商证券

目前来看浩吉线开通时间尚短，其沿途的集疏运体系仍在进一步建设当中，难以完成国铁对其制定的 2020 年运量目标 2800 万吨，预计在短期内其运量仍将以爬坡为主。

表 3：浩吉铁路集运情况

省份	发站	集运来源	预计可形成能力	所占比例
内蒙	浩勒报吉南	东乌铁路	已通车	28%
	浩勒报吉南	浩勒报吉北矿区集运线	2022 年	
	乌审旗南	新恩陶铁路	已通车	
	陶利庙南	陶鄂上铁路	已通车	
陕西	纳林河	纳林河地区	2020 年	64%
	靖边北	靖神铁路	已通车	
	靖边东	太中银铁路	已通车	
	韩城北	韩城地区	项目暂缓	
山西	店坡站	南同蒲铁路	已通车	8%
	河津西	王家岭矿	2020 年	
	河津西	管河铁路	项目停滞	

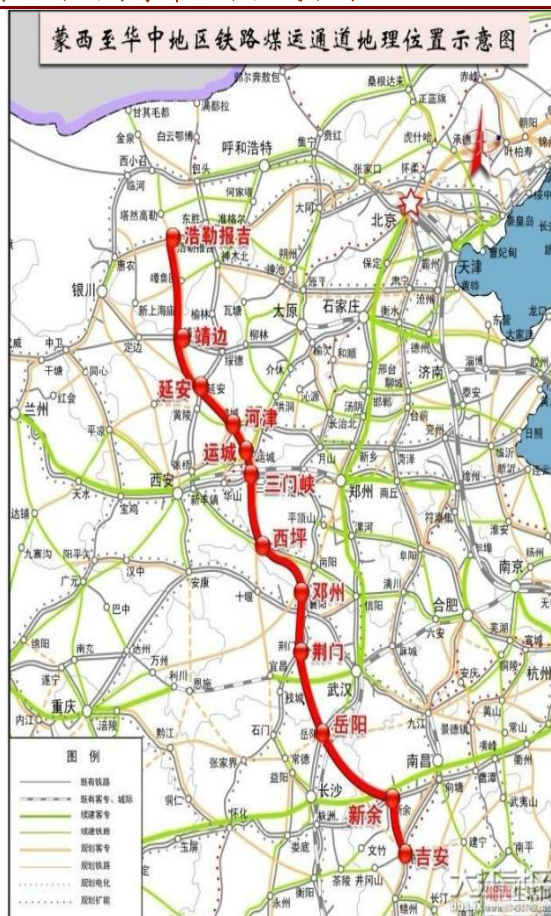
资料来源：秦皇岛海运煤炭交易市场，招商证券

**（2）中长期来看，我国煤炭运输需求量仍将保持增长态势，多条线路将互补发展，存量需求较难改变。**

当前我国煤炭产销错配形势仍十分严峻，而供给侧改革及行业规划均促进行业供给向三西地区进一步集中，而华中地区经济发展加快将更多为浩吉线提供新的运输需求增量。同时在国家积极推进公转铁政策实施的情形下，国内整体煤炭运输需求量将保持稳健增长态势，尤其“下水煤”的需求尚有一定的增长空间。



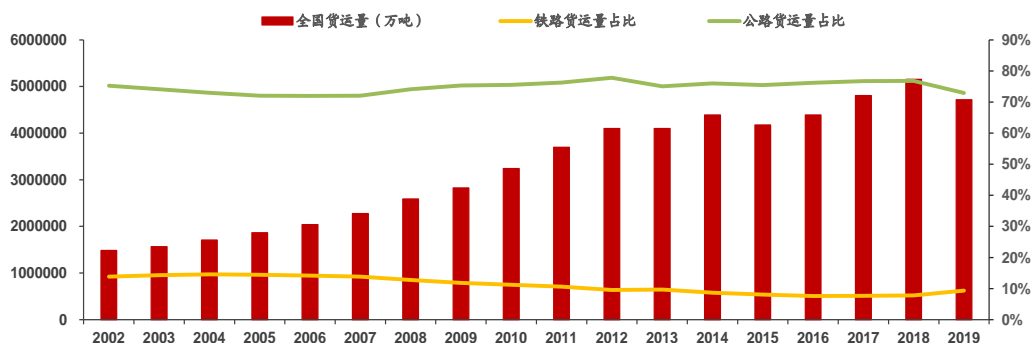
图 11: 浩吉铁路（原蒙华铁路）线路图



资料来源：百度百科、招商证券

## 2、坐享公转铁红利，铁路货运需求旺盛

图 12: 我国历年货运量及铁路、公路货运占比（2002-2019）



资料来源：wind，招商证券

公路占据我国货运的重要地位。2019 年我国公路货运量和铁路货运量分别为 344 亿吨和 44 亿吨，分别占全国总货运量的比重分别为 72.9%、9.3%。公路成为我国货物运输主要方式的原因有以下几点：1) 公路灵活性强，能够解决“最后一公里”难题；2) 公路初始投资较少，汽车运输以一人一车为基本特点，而铁路运输需要专门的轨道；3) 我国铁路货运系统基础设施较为落后，很多铁路站点不具备专业的集装箱集疏运系统，

装卸设备多是传统的人工，且铁路运输需要多次装卸，进而增加货运成本。

**环保压力倒逼我国开启货运公转铁。**自十三五起，政府对于产业高质量发展及环境保护的要求逐渐提升，同时京津冀、汾渭平原等地较大的环保压力开始倒逼一系列政策的出台。2017 年 2 月，原环保部颁布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，要求 2017 年 9 月底前，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭，标志着我国公转铁正式拉开序幕。

表 4：“公转铁”政策梳理

时间	政府文件	相关内容
2017 年 2 月	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	要求 2017 年 9 月底前，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭
2018 年 1 月	《2018 年深化交通运输供给侧结构性改革》	鼓励开展空铁、公铁、空巴等形式多样的联程运输服务
2018 年 2 月	全国环境保护工作会议	加快推进多式联运，提高铁路货运和沿海港口集装箱铁路集疏港比例
2018 年 5 月	加快推进运输结构调整工作座谈会	运输结构调整以推进货物运输“公转铁、公转水”为重点
2018 年 6 月	国务院常务会议	部署实施蓝天保卫战三年行动计划，要求大幅提升铁路货运比例
2018 年 7 月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年，全国铁路货运量比 2017 年增长 30%

资料来源：政府网站、招商证券

相比于公路运输，铁路运输存在稳定性高、运输成本低、环保等优点。从社会效应上来看，公转铁模式用实际行动响应了建设美丽中国的号召，践行了“绿水青山就是金山银山”的理念。据测算，铁路单位货物周转量能耗仅为公路的 1/7，铁路每增加 1 亿吨货运量，可比公路完成同等运量节省能耗约 110 万吨标准煤，减少二氧化碳排放约 270.6 万吨，节能减排效果较为明显。从安全稳定性方面来看，铁路运输由于受气候和自然条件影响较小，且运输能力及单车装载量较大，在运输的连续性和低成本性上占据了优势。此外，铁路运输有多种类型的车辆，使它几乎能承运任何商品，几乎可以不受重量和容积的限制，而这些都是公路和航空运输方式所不能比拟的。

原中国铁路总公司发布《2018-2020 年货物增量行动方案》，将西煤东运、北煤南运、港铁联运等作为重点任务，计划到 2020 年，全国铁路货运量将达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%，年复合增速达 9.1%。当前已步入十四五阶段，在环保成为长期任务的背景下，预计铁路货运仍将受益整体货运结构的转变。

### 3、铁路行业改革持续深化，“交通强国”利好铁路板块

**铁路公司制改革提升企业竞争力。**2019 年 6 月 18 日，原中国铁路总公司改制成立中国国家铁路集团有限公司，并在北京挂牌成立，这标志着自 2017 年开始的铁总公司制改革“三步走”顺利落地。2017 年 3 月，铁总初步确定改革计划分为三步走，第一步是对中国铁路建设投资公司等非运输类企业进行公司制改革，第二步是让全国 18 家铁路局进行公司制改革，而第三步就是铁总本身进行公司制改革。目前已初步完成从计划向市场化、从垄断向逐步放开的转变，不仅增强了企业的活力，也提高了企业的经营服

务能力和服务水平，还增强了企业的市场竞争力和盈利能力。另外，此次铁路公司制改革为下一步推动中国铁路总公司的股份制改造、混合所有制改革创造了良好的条件。

2020 年 1 月，京沪高铁成功实现 IPO，尽管遭遇疫情的冲击较为明显，但其仍以高效的运营效率和较好的远期成长空间获得较传统铁路资产更高的估值，取得市场的认可，可视作国铁资产证券化的样例。目前国铁负债率维持高位，优质铁路资产上市，有望优化负债结构，提升经济效益。我们预计，未来优质铁路资产证券化将持续推进，当前位数不多的上市平台有望发挥更积极的作用。

**《交通强国建设纲要》重磅出炉，铁路板块将充分受益。**2019 年 9 月 19 日，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》。纲要提出发展目标：到 2020 年，完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务。从 2021 年到本世纪中叶，分两个阶段推进交通强国建设。到 2035 年，基本建成交通强国。根据纲要的具体规划，我们判断铁路行业的有序发展将是“交通强国”的重要发展目标。

具体来看，纲要指出要打造绿色高效的现代物流系统；优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等公转铁重点项目建设；推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则；落实减税降费政策，优化物流组织模式，提高物流效率，降低物流成本。

综合来看，铁路行业改革和交通强国等政策将在未来 3-5 年持续支撑铁路行业发展，作为国铁旗下优质的货运上市平台，公司有望充分受益。



### 三、大秦线运输需求持续高位，高股息凸显公司投资价值

#### 1. 公司路网结构完善，辐射主要煤炭产区

本部所辖线路形成路网结构较为完善，线路等级及技术标准较高。作为国铁集团旗下优质的货运资产，公司本部管辖大秦、北同蒲、南同蒲、侯月、石太、太焦、京原、丰沙大等主要铁路货运线路，衔接神朔、大准、宁静、蓟港四条地方铁路；合计里程达到2593公里。总体来看，本部所辖线路形成路网结构较为完善，覆盖山西北部、内蒙古西部等货源地，从技术标准来看多具有较高等级，且多数已实现电气化。

表 5：公司本部所辖线路信息

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

资料来源：公司公告、招商证券

图 13：公司主要铁路线路示意图



资料来源：公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

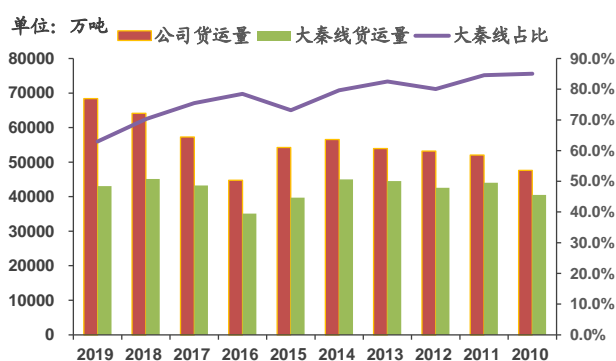
参股、控股线路拓宽货源地，完善运输网络。除此而外，公司通过子公司控制侯禹、太兴和唐港等线路，并持有朔黄线 41.16%、浩吉铁路 10% 的股权（分别为西煤东运第二大通道、北煤南运新通道），形成煤炭铁路运输的集成化规模优势，并进一步拓宽货源地，完善运输网络，巩固煤运龙头地位。

- 唐港公司主要负责迁曹、曹西、东港、京唐港线及张唐连接线等铁路的货物运输业务，具有良好的盈利能力，营业里程 237.6 公里，延展里程 527.9 公里。所辖迁曹铁路与大秦线迁安北站接轨，外连渤海湾曹妃甸港和京唐港区，是大秦线煤炭重载集疏运体系的重要组成部分。公司通过入股唐港公司，掌控煤炭出海通道，可有效整合资源，提升煤炭集疏运体系的完整性和独立性。由于唐港公司股东国投交通、曹妃甸港务、河北建投交通确认在行使股东表决权等事项时和公司保持一致，公司实际持有唐港公司表决权 61.63%（直接股权 19.73%），故将其纳入合并报表范围。
- 太兴铁路主要负责太原至静游、静游至兴县铁路的建设和经营，正线长 163.4 公里，公司持股比例为 74.44%。
- 侯禹公司主要负责黄陵至韩城至侯马铁路（山西段）的建设及运营，将货源地进一步拓宽至陕北地区，公司持股比例为 92.7%。

## 2. 大秦线需求有望持续高位

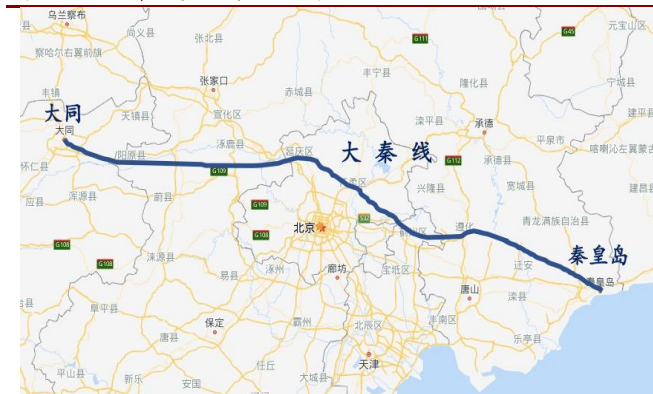
大秦线为公司核心资产，具备世界先进水平。大秦线是我国第一条双线电气化重载煤炭运输专线，设计运能 4.5 亿吨/年，是国内乃至世界运载能力最大的煤炭运输通道。该条线路采用 Locotrol、GSM-R 等重载技术，配置性能先进的机车车辆等设备，具备世界先进水平。尽管近年来伴随其他线路运量的逐渐扩增，大秦线货运量占公司比重波动下降，但占比仍然高达 65% 以上，成为公司最核心的资产。

图 14：公司及大秦线历年货运量（2010-2019）



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

图 15：大秦线路示意图



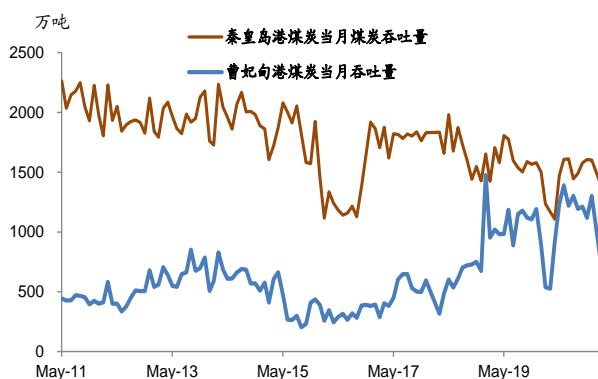
资料来源：百度地图、招商证券

上游货源充足稳定。大秦线货源地以晋北为主，辐射蒙西、陕北等地。从公司具体客户来看，大同煤业大部分矿井、中煤集团最大的平朔矿区等均分布于大秦线沿线。自煤炭行业供给侧改革后，两大集团合计产量已经稳步提升至 3.5 亿吨以上，为大秦线提供了稳定的货源。除此而外，陕北地区煤炭公司、国家能源集团的协议煤运量在近年也保持稳定，为大秦线运量提供重要补充。

下游秦皇岛港和曹妃甸港的煤炭吞吐量整体保持稳定。大秦线配套下水港为秦皇岛港和曹妃甸港，设计产能分别为 2.4 亿吨/年和 3.5 亿吨/年。秦皇岛港和曹妃甸港是“西煤

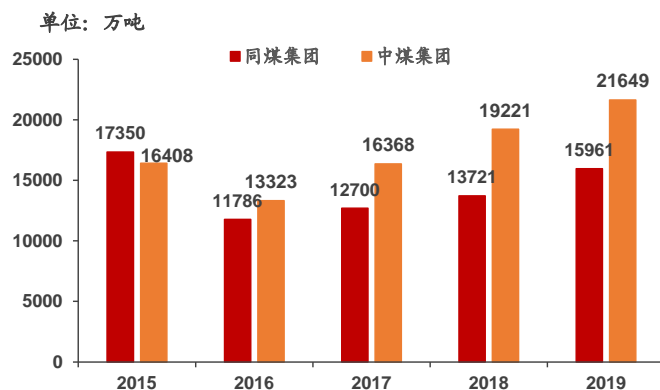
东运”和“北煤南运”重要的中转港口，尤其秦皇岛港具有中转能力强、场地垛位多的特点，适合贸易商交易。过去 10 年中，除 2015-2016 年因煤炭行业陷入低谷需求不振、供给侧改革初期限产较为严格导致两港中转吞吐量大幅下降外，其余年份两港运营均保持相对稳定（2016 年起曹妃甸港吞吐能力上升，缓解秦皇岛港压力）。

图 16：煤炭调度：秦皇岛、曹妃甸港口吞吐量



资料来源：公司公告、招商证券

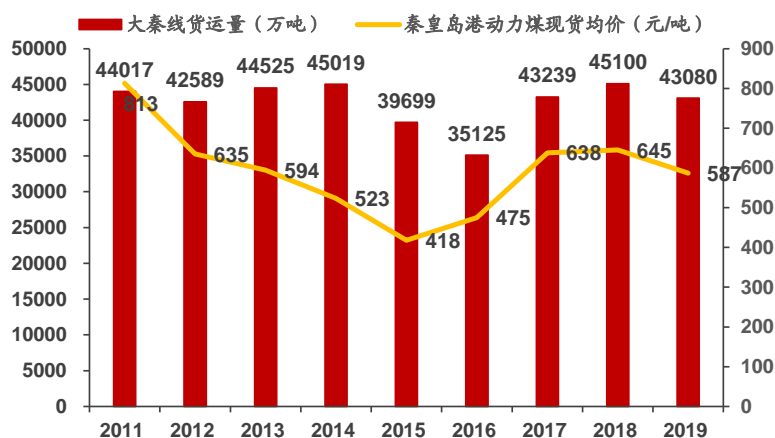
图 17：大秦线上游主要煤企原煤产量



资料来源：公司公告、招商证券 注：中煤集团 2015/2019 年产量为根据商品煤产量推算

大秦线业务量与煤价呈现明显相关性，但整体较为稳定。回顾近 10 年大秦线货运量变化情况，其与秦皇岛港动力煤价格呈现明显的相关性，除个别年份外（如 2016 年限产致使煤价上升，大秦线运量继续下滑）均表现出同升同降的特征，主要因煤价上升多由需求旺盛导致，其发运需求自然跟随上升，反之亦然，但总体而言，大秦线业务量波动较小，相对较为稳定。

图 18：大秦线货运量与秦皇岛港动力煤均价走势（2011-2019）



资料来源：wind，招商证券

展望未来，疫情后经济复苏较好（火电发电量增速为近五年高位）带动煤炭需求旺盛，叠加公转铁政策持续利好，预计大秦线需求维持高位的概率较高。考虑到当前已接近满负荷运营，预计未来业务量将维持高位稳定，大秦线西煤东运煤炭大通道地位不会动摇。此外，公司其他线路运营效率正不断提升，运力尚有一定提升空间。

表 6：公司货运业务主要运输指标（2017-2020H）

	2017	2018	2019	2020H
货物发送量（万吨）	59585	64173	68417	30416

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

	2017	2018	2019	2020H
煤炭发送量（万吨）	49597	55123	56693	25319
煤炭占比	83.2%	85.9%	82.9%	83.2%
货物到达量（万吨）	50445	57212	58613	25877
煤炭到达量（万吨）	43526	50705	49682	21918
煤炭占比	86.3%	88.6%	84.8%	84.7%
货物周转量（亿吨公里）	3693	3997	3845	1720.5

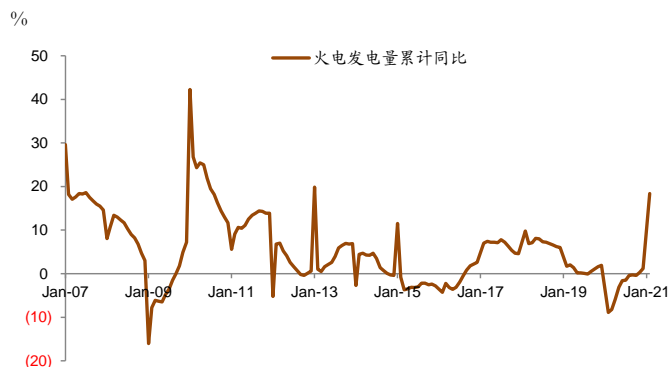
资料来源：公司公告，招商证券

图 19：秦皇岛港 Q5500 动力煤均价走势



资料来源：wind、招商证券

图 20：火电发电量累计同比



资料来源：wind、招商证券

运价改革稳步进行，公司运价或将保持平稳。铁路运输行业具有较强的公用事业的属性，因此其运价受到政府的严格管制。近年来随着多次运价改革，我国铁路货运的定价机制市场化程度正逐渐提高。目前客户采用铁路货运支付的运费主要包括运价和其他费用两部分，在规定基准费率的基础上，铁路运输企业可根据市场供需自主调整运价，执行的最高上浮 15%，下浮不设限，定价方式可以分为两种：

**1) 国铁运价：**基价 1+基价 2\*周转量，其中基价 1 为发到基价，2018 年 1 月起调整为 16.3 元/吨；基价 2 为运行基价，2018 年 1 月起调整为 0.105 元/吨公里。

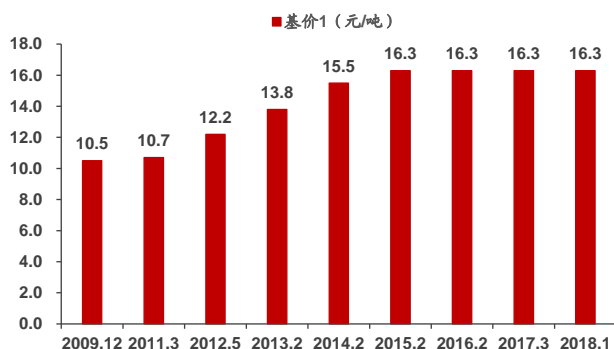
**2) 特殊运价：**不收取固定费用，计费方式类似基价 2，2018 年 1 月调整为 0.1001 元/吨公里。

在公司目前的主要铁路线路中，大秦、京原、丰沙大本线运输以特殊运价方式计费，大秦、京原、丰沙大与其他铁路跨线运输以国铁运价方式计费；公司参股的朔黄线采用特殊运价方式进行收费，但是由于朔黄线为合资铁路，因此不收取铁路建设基金。

在货运价格改革持续推进的背景下，我国的铁路货运基准价呈现出逐渐提升的态势，同时价格浮动的范围也得到了进一步的扩大。2017 年 12 月，发改委发布了《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，将铁路货运运价上浮范围从之前的 10%提高至 15%，但是考虑到降低物流成本的目标，因此大秦线上调运价的可能性较低。当前大秦线运输接近满载，且动力煤需求及价格处于相对高位，预计未来运价保持平稳的概率较大。

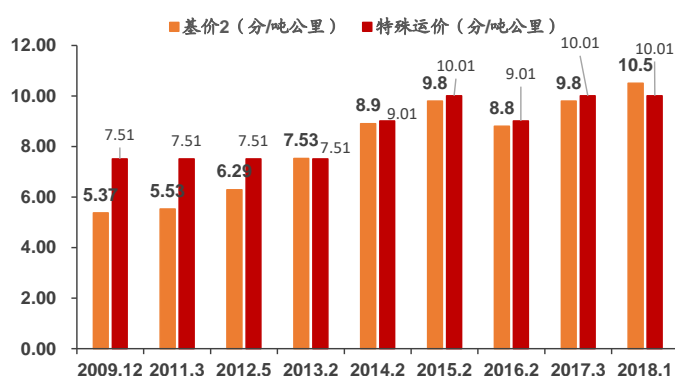


图 21: 基价 1 变化情况



资料来源: 中铁总、招商证券

图 22: 基价 2 及特殊运价变化情况



资料来源: 中铁总、招商证券

浩吉铁路亏损有望收窄, 朔黄、唐港可对业绩起稳定补充作用。除核心资产大秦线外, 朔黄铁路可稳定贡献接约 30.0 亿元投资收益, 唐港铁路并表处理下亦可对公司业绩形成约 4.0 亿元补充。除此而外, 太兴铁路、浩吉铁路运量逐步提升下亏损正逐步收窄, 对业绩拖累将逐步减轻。

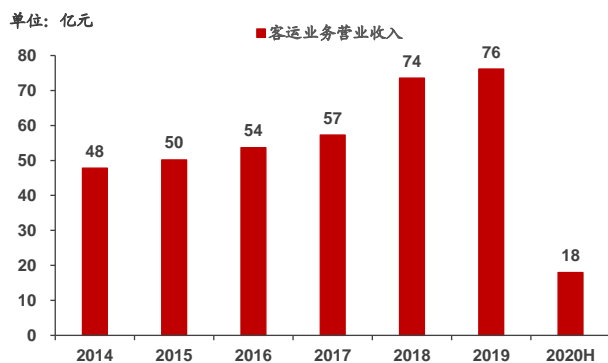
表 7: 主要控股、参股公司盈利情况

单位: 亿元	持股比例	2016	2017	2018	2019
朔黄铁路	41.16%	64.87	76.00	74.93	76.07
太兴铁路	74.44%	-3.50	-8.70	-1.00	-0.93
唐港铁路	19.73%			20.34	19.07
侯禹铁路	92.70%			2.78	2.28
浩吉铁路	10.00%				-14.78

资料来源: 公司公告, 招商证券

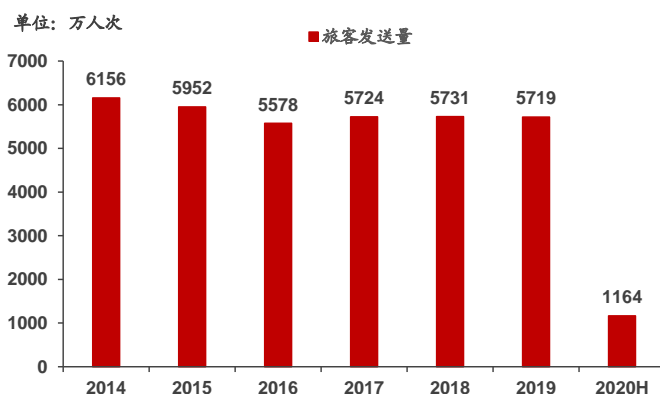
客运业务为公司收入提供重要补充。公司自 2005 年开始经营旅客运输业务, 担当开行多列以太原、大同为始发或终到的旅客列车, 通达全国大部分省市、自治区。2017-2019 年公司客运收入保持增长, 占公司营业收入比重维持在 10% 上下, 为营业收入提供重要补充。

图 23: 客运业务营业收入 (2014-2020H)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 旅客发送量 (2014-2020H)



资料来源: 公司公告、招商证券

大手笔可转债发行, 利于成本控制和路网结构完善。公司于 2020 年 12 月完成 320.0 亿元可转债发行, 募集资金用于收购控股股东太原局集团国有授权经营土地使用权

(283.1 亿元) 及太原铁路枢纽西南环线 51% 的股权 (36.9 亿元)。

- 相关经营的土地在此前由公司租赁使用, 考虑到土地价格上涨较快导致租金成本提高, 经测算收购模式较租赁模式下的成本支出较低。因此本次交易有利于公司有效控制运营成本, 降低因未来土地持续升值而导致的租金上涨风险, 并进一步增强公司资产完整性, 减少关联交易。

表 8: 租金现值计算结果

折现率	4.275%	4.35%	4.75%	4.90%
租金现值 (亿元)	342.67	337.82	313.52	305.04
本次收购节约租金成本现值 (亿元)	59.58	54.73	30.42	21.95

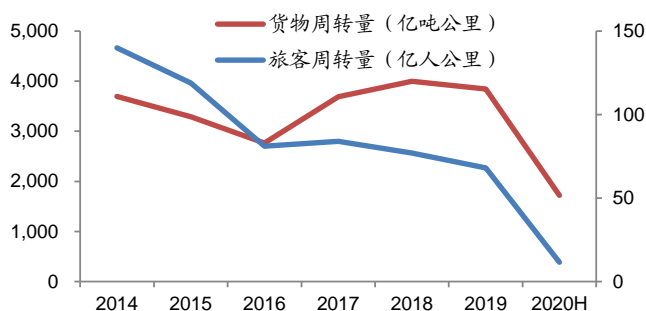
资料来源: 公司公告, 招商证券 注: 租赁模式下假设公司初始租金为 2020 年土地评估值除以剩余摊销年限 (40 年), 且保持 3% 年增长率。折现率参考各年期人民币贷款基准利率及公司 2019 年长期借款利率区间测算

- 太原铁路枢纽是山西境内横向、纵向铁路的交汇中心, 是华北地区尤其是公司管内最重要的区域性铁路枢纽。随着郑太客专 2020 年底开通, 雄忻高铁、集大原高铁陆续建成, 以及货运持续增量, 太原枢纽既有通道能力紧张将进一步凸显, 对持续优化客货运输产品形成瓶颈制约。通过收购太原枢纽西南环线, 公司将增加南北车流交换通道, 实现南北同蒲线完全贯通及周边线路顺畅衔接, 增强空车与货源的协调互补性, 充分发挥山西北部煤炭等货源充足及南部工业发达的协同效应, 实现“双轮驱动”助推公司做大做强货物运输。未来, 太原枢纽由西南环线承担全部货物运输职能, 将进一步优化公司运输结构, 推动“东融南承西联北拓”战略落实落地, 助推公司运量持续提升, 效益规模增长, 提升路网完整性。依据公司公告, 2020-2022 年, 西南环铁路公司预计盈利分别为 -14,859.26、4,043.58 及 10,768.18 万元, 未来业绩预期良好。

## 2、盈利能力突出, 高股息凸显投资价值

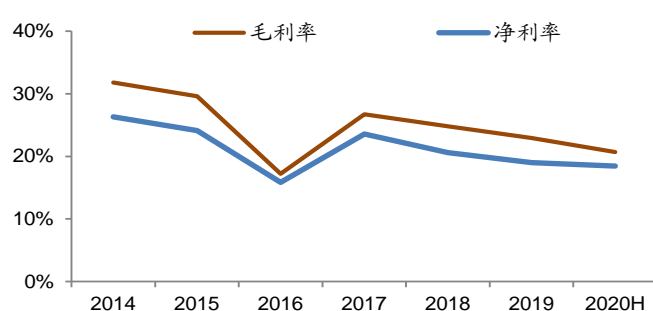
公司整体盈利能力良好。公司营业收入、盈利能力与铁路货运市场状况高度相关。2016 年起, 中国铁路总公司下调煤炭运价, 每吨公里降低 1 分钱, 受此次货运价格调整影响, 叠加当年供给侧改革致使运量大幅下滑, 公司毛利率、净利率大幅下降。自 2016Q4 开始煤炭需求回暖、叠加后续“公转铁”政策影响, 公司盈利能力重新得到修复, 但受铁路货运清算政策影响 (对收入和成本计算影响较大, 对毛利润影响较小) 毛利率及净利率有所下滑。整体来看公司盈利能力较为稳定, 即便受到疫情冲击的 2020H, 毛利率也在 20% 以上, 净利率维持在 18% 以上。

图 25: 公司客运、货运周转量 (2014-2020H)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 公司净利率及毛利率 (2014-2020H)



资料来源: 公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

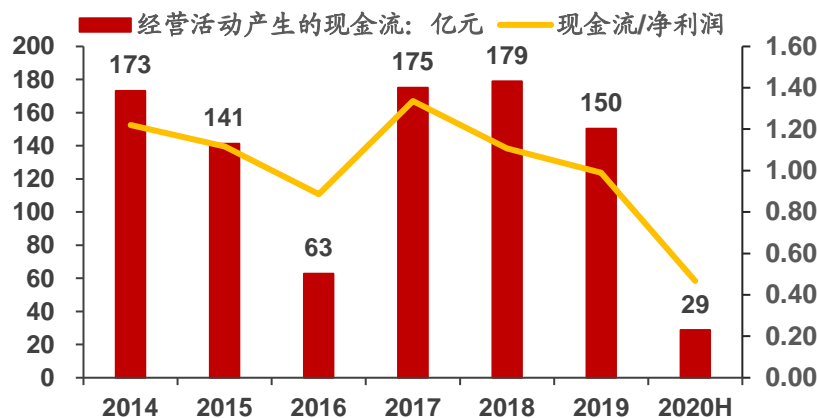
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



经营现金流整体较稳定，盈利质量较高。公司近年来经营现金流较为稳定，仅在 2016、2020H 出现大幅下滑（其中 2016 年受宏观经济放缓、煤炭市场弱势和运价下调等影响，2020H 受疫情冲击）。此外，公司净利润现金比例在过往持续位于 1.0 以上（除 2020H），表明盈利质量较高。

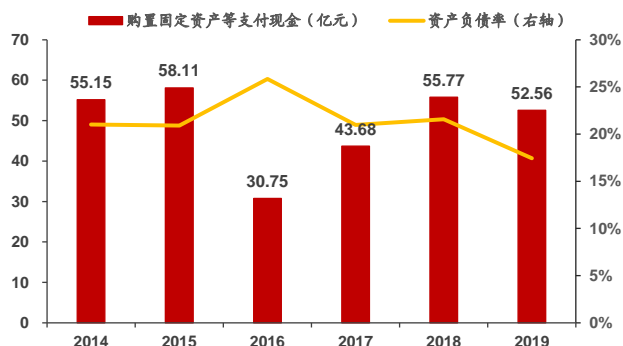
图 27：公司经营活动现金流及净利润现金比例（2014-2020H）



资料来源：公司公告、招商证券

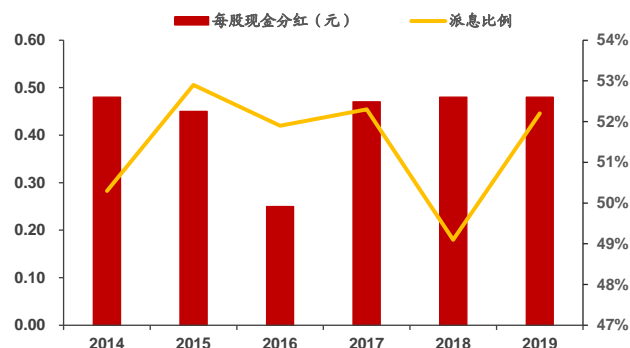
派息比例较高且规定未来三年分红下限，股息率具备较强吸引力。公司较为稳定的业绩增长以及良好的运营能力使公司拥有充沛的经营现金流；而近年来除对外收购（唐港公司、浩吉铁路等股权收购），公司资本开支多在 50 亿上下（以维护性为主，2016 年稍低），且资产负债率近年来已降低至 20% 以下，偿债压力较小。以上均构成公司进行较大比例现金分红的客观基础。回顾近五年分红情况，派息比例均在 50% 左右，而公司已经承诺未来三年（2020-2022）每年每股现金分红不低于 0.48 元，大大稳定市场投资预期。按当前股价和最低分红要求计算，股息率为 6.9%，具备较强吸引力。横向比较来看，公司派息比例与广深铁路较为接近，但盈利能力具备较大优势且估值较低，对应股息率处于较高水平。

图 28：公司购置固定资产支付现金及资产负债率（2014-2019）



资料来源：公司公告、招商证券

图 29：公司每股现金分红及派息比例（2014-2019）



资料来源：公司公告、招商证券

表 9：同行业公司派息比例明细（2014-2019）

	大秦铁路	铁龙物流	广深铁路	西部创业
2014	50.30%	30.60%	53.50%	0%

	大秦铁路	铁龙物流	广深铁路	西部创业
2015	52.90%	32.50%	52.90%	0%
2016	51.90%	32.40%	48.90%	0%
2017	52.30%	31.60%	55.80%	0%
2018	49.10%	30.80%	54.20%	0%
2019	52.20%	31.60%	56.80%	0%

资料来源: wind, 招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

#### 核心假设：

##### 1) 业务量：

货运方面，大秦线 2020 年完成货运量 40501 万吨，同比下降 6.0%；今年前两个月大秦线运量同比增长 29.9%，其中有去年疫情冲击下低基数的影响，也印证煤炭运输需求持续旺盛，假定 2021-2022 年运量分别为 42526/43377 万吨，同比增长 5.0%/2.0%。据此，我们假定公司货运周转量为 3600/3780/3856 亿吨公里，同比变化-6.4%/5.0%/2.0%。

客运方面，假定 2020-2022 年客运周转量为 41.4/55.9/69.9 亿人公里，同比变化-39.1%/35.0%/25.0%。

##### 2) 收入：

货运：假定 2020-2022 年同比变化-8.2%/7.1%/4.0%；

客运：假定 2020-2022 年同比变化-30.0%/48.5%/30.0%；

其他主营业务：假定 2020-2022 年同比变化-10.0%/6.0%/4.0%；

从收入端来看，货运方面，预计 2019-2021 年货运收入分别为 3.8%，6.6%，4.8%。客运方面，预计 2019-2021 年客运收入维持稳定，增速分别为 4.5%，4.5%，4.5%。

表 10：收入拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	79917	71571	78784	83999
yoy	2.0%	-10.4%	10.1%	6.6%
主营业务收入	78044	69792	76862	82019
yoy	1.7%	-10.6%	10.1%	6.7%
货运收入	61172.2	56128.9	60114.1	62542.7
yoy	2.3%	-8.2%	7.1%	4.0%
客运收入	7614.25	5331.07	7916.65	10291.64
yoy	3.5%	-30.0%	48.5%	30.0%
其他主营业务	9257.6	8331.8	8831.7	9185.0
yoy	-3.7%	-10%	6%	4%
其他业务收入	1872.9	1779.3	1921.6	1979.2
yoy	18.8%	-5%	8%	3%
货运收入	61172.24	56128.91	60114.06	62542.67
yoy	2.3%	-8.2%	7.1%	4.0%
货物发送量（万吨）	68417	64000	67200	68544
yoy	6.61%	-6.46%	5.00%	2.00%
其中：煤炭（万吨）	56693	52480	55104	56206
yoy	2.85%	-7.43%	5.00%	2.00%
货运周转量（亿吨公里）	3845	3600	3780	3855.6
yoy	-3.8%	-6.4%	5.00%	2.00%
每吨公里收益（元/吨公里）	0.1591	0.1559	0.1590	0.1622
yoy	6.35%	-2%	2%	2%

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
客运收入	7614.3	5331.1	7916.6	10291.6
yoy	3.5%	-30.0%	48.5%	30.0%
旅客发送量 (万人)	5719	3431.4	4632.39	5790.4875
yoy	-0.2%	-40.00%	35.00%	25.00%
旅客周转量 (亿人公里)	68.0	41.4	55.9	69.9
yoy	-11.7%	-39.1%	35%	25%
每人公里收益 (元/人公里)	1.1197	1.2877	1.4165	1.4731
yoy	17.18%	15%	10%	4%

资料来源: 公司公告, 招商证券

3) 营业成本分项假设如下表所示。

表 11: 营业成本分项

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业成本	61703.3	57826.2	62386.4	66426.6
yoy	4.8%	-6.3%	7.9%	6.5%
主营业务成本	60153.9	56431.8	60880.4	64845.2
yoy	4.5%	-6.2%	7.9%	6.5%
人员费用	18484.0	17929.4	19543.1	21106.5
yoy	8.5%	-3%	9%	8%
折旧	7098.0	7239.9	7674.3	8058.0
yoy	2.9%	2%	6%	5%
货车使用费	3716.0	3455.8	3732.3	3918.9
yoy	-1%	-7%	8%	5%
客运服务费	4676	3273.2	4091.5	4991.6
yoy	5.74%	-30.00%	25.00%	22.00%
电力及燃料	3194	2970.4	3118.9	3212.5
yoy	-3.39%	-7.00%	5.00%	3.00%
货运服务费	16715	15712.1	16654.8	17321.0
yoy	10%	-6%	6%	4%
材料	1116	1004.4	1074.708	1128.4434
yoy	-28%	-10%	7%	5%
大修支出	206.6	185.94	195.237	203.04648
yoy	-49%	-10%	5%	4%
机客租赁费	1033.4	971.3	1049.1	1101.5
yoy	15%	-6%	8%	5%
土地房屋租赁费	398.8	398.8	398.8	398.8
yoy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
供热、供暖费及房	284.70	284.7	284.7	284.7
yoy	-27%	0%	0%	0%
和谐机车检修费	371.7	260.2	317.4	374.6
yoy	-22%	-30%	22%	18%
其他	2859.60	2745.2	2745.2	2745.2
yoy	2%	-4%	0%	0%
其他业务成本	1549.4	1394.4	1506.0	1581.3
yoy	16%	-10%	8%	5%

资料来源: 公司公告, 招商证券

据此, 可以测算 2020-2022 年营业收入为 715.7、787.8、840.0 亿元, 同比变化-10.4%、10.1%、6.6%; 营业成本为 578.3、623.9、664.3 亿元, 同比变化-6.3%、7.9%、6.5%。预计 2020-2022 年归母净利润为 107.1、125.4、134.2 亿元, 同比变化-22%、17%、7%。

敬请阅读末页的重要说明

Page 24

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

表 12: 盈利预测简表

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	44625	55636	78345	79917	71571	78784	83999
营业成本	36952	40145	58902	61704	57826	62386	66427
营业税金及附加	186	224	283	291	260	287	306
营业费用	193	193	200	198	177	195	208
管理费用	522	558	659	717	573	630	672
研发费用	0	0	7	9	8	9	10
财务费用	535	738	276	142	100	120	150
资产减值损失	3	33	93	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	111	111	93	93	93	93
投资收益	2678	3130	3090	2996	2800	3000	3200
营业利润	8919	17052	21311	19975	15519	18249	19520
营业外收入	19	15	66	63	63	63	63
营业外支出	144	204	670	246	246	246	246
利润总额	8795	16863	20706	19791	15336	18066	19336
所得税	1710	3699	4560	4621	3449	4145	4439
少数股东损益	(91)	(251)	1602	1501	1176	1378	1474
归属于母公司净利润	7175	13415	14544	13669	10711	12543	13423
EPS (元)	0.48	0.90	0.98	0.92	0.72	0.84	0.90

资料来源: 公司公告, 招商证券 注: EPS 暂不考虑可转债转股

## 2、投资评级

鉴于公司较为稳定的盈利及分红预期, 可选取 DDM 模型进行估值。

核心假设:

- 1) 以 3.2% 来代表市场无风险收益率 ( $R_f$ );
- 2) 以 6.0% 作为市场风险溢价 ( $R_m - R_f$ );
- 3) 观测公司股票对应的 Beta 系数为 0.70,
- 4) 2020-2022 年每股分红 0.48 元, 其后按股利支付比例 52% 计算, 2029 年后股利保持 1.0% 增长。
- 5) 假定股利发送在每年 6 月 30 日。

依据 DDM 计算结果, 每股内在价值为 8.11 元。

表 13: DDM 模型 (单位: 元/股)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	终值	内在价值
折现结果	0.47	0.44	0.41	0.39	0.37	0.36	0.34	0.32	0.30	0.28	4.44	8.11
折现因子	0.98	0.91	0.85	0.79	0.74	0.69	0.64	0.60	0.55	0.52	0.52	
折现年份	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	6.25	7.25	8.25	9.25	9.25	
每股股利	0.48	0.48	0.48	0.49	0.51	0.52	0.53	0.53	0.54	0.54	8.59	

资料来源: wind, 招商证券

另一方面, 考虑到公司股息发放较为稳定, 可以从股息率角度给予估值。2020-2022 年公司给予每股分红下限 0.48 元, 后续年份在盈利逐渐增长的情形下, 若维持过往 52% 支付比例, 则每股分红可逐渐超过 0.48 元。审慎起见, 我们以 0.48 元为参考, 当前市场对股息率要求回报在 5%-6% 左右, 则对应股价应为 8.0-9.6 元。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

**投资评级：**公司坐拥西煤东运重要通道的大秦铁路，疫情冲击下伴随经济恢复，2020年煤炭运输需求仅出现小幅下滑，今年以来火电发电量增速、煤炭需求持续高位，预计运输仍将接近满负荷。中长期来看，煤炭生产进一步向“三西”地区集中，同时公转铁持续推进，铁路货运需求得到较大支撑，公司有望长期坐享煤炭运输的高景气红利。结合 DDM 计算结果和股息率回报要求，我们给予一年目标价 8.0 元，维持“强烈推荐-A”评级。



## 五、风险提示

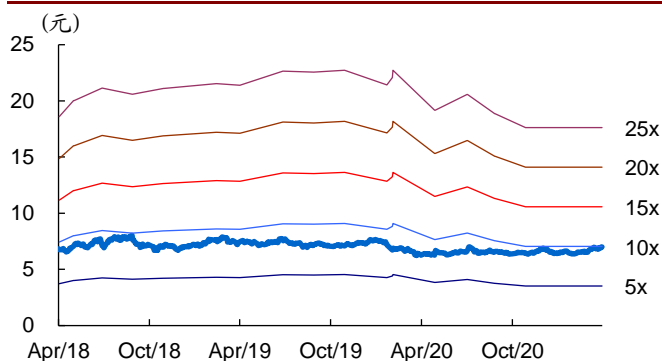
**宏观经济下滑超预期：**如果宏观经济持续下行，煤炭运输需求将低于预期，导致公司业绩和股价大幅下挫。

**疫情扩散超预期：**疫情若失控扩散，将拖累宏观经济，导致煤炭运输需求下滑。

**浩吉铁路分流超预期：**从消费地来看，浩吉铁路需求端在“两湖一江”等内陆地区。除了湖南、湖北个别区域以外，浩吉铁路和大秦线的重叠范围较小。以目前货源地和下游消费地来看，短期内浩吉铁路运输需求量仍处于爬坡阶段，对大秦铁路分流影响较小。如果分流超预期，对大秦铁路业绩影响加大。

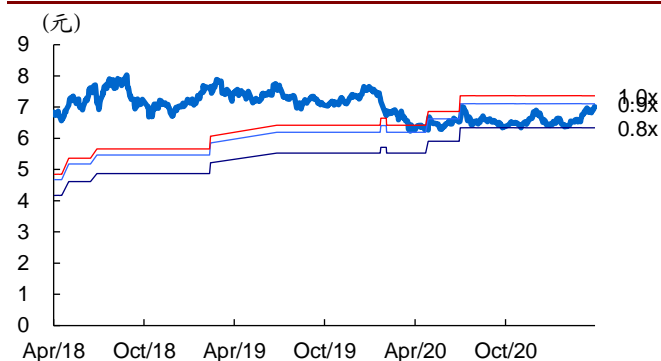
**公转铁政策不达预期：**公路运输回流不达预期，影响铁路运输业务量。

图 30：大秦铁路历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 31：大秦铁路历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	30588	29034	66674	44399	51529
现金	18476	15346	54374	30893	37130
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	99	0	0	0	0
应收款项	6253	5975	5333	5871	6259
其它应收款	2582	2002	1793	1974	2104
存货	1547	1501	1399	1509	1607
其他	1631	4210	3775	4153	4428
<b>非流动资产</b>	115362	119009	117123	146504	147419
长期股权投资	20332	26533	26533	26533	26533
固定资产	81910	79944	78066	79953	81673
无形资产	8963	8972	8972	36472	35672
其他	4157	3560	3553	3547	3542
<b>资产总计</b>	<b>145950</b>	<b>148044</b>	<b>183798</b>	<b>190904</b>	<b>198948</b>
<b>流动负债</b>	18308	14170	13174	13494	13778
短期借款	0	39	0	0	0
应付账款	5648	3237	3033	3272	3484
预收账款	1263	1174	1100	1187	1264
其他	11397	9721	9040	9035	9030
<b>长期负债</b>	13177	11650	43650	43650	43650
长期借款	10095	8983	8983	8983	8983
其他	3083	2667	34667	34667	34667
<b>负债合计</b>	<b>31485</b>	<b>25821</b>	<b>56824</b>	<b>57144</b>	<b>57429</b>
股本	14867	14867	14867	14867	14867
资本公积金	23898	23898	23898	23898	23898
留存收益	67730	75116	78691	84098	90385
少数股东权益	7969	8342	9518	10896	12370
归属于母公司所有者权益	106495	113881	117456	122863	129150
<b>负债及权益合计</b>	<b>145950</b>	<b>148044</b>	<b>183798</b>	<b>190904</b>	<b>198948</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	17888	15023	17473	17859	19209
净利润	14544	13669	10711	12543	13423
折旧摊销	7155	7332	7265	7797	8063
财务费用	145	45	100	120	150
投资收益	(3089)	(2989)	(2893)	(3093)	(3293)
营运资金变动	(2714)	(4515)	1118	(889)	(609)
其它	1847	1480	1173	1380	1476
<b>投资活动现金流</b>	(3277)	(7958)	(2485)	(34085)	(5685)
资本支出	(6717)	(5256)	(5378)	(37178)	(8978)
其他投资	3440	(2702)	2893	3093	3293
<b>筹资活动现金流</b>	(7919)	(10193)	24040	(7256)	(7286)
借款变动	307	(2499)	(724)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(839)	(0)	0	0	0
股利分配	(6987)	(7136)	(7136)	(7136)	(7136)
其他	(400)	(558)	31900	(120)	(150)
<b>现金净增加额</b>	<b>6692</b>	<b>(3129)</b>	<b>39028</b>	<b>(23482)</b>	<b>6238</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	78345	79917	71571	78784	83999
营业成本	58902	61704	57826	62386	66427
营业税金及附加	283	291	260	287	306
营业费用	200	198	177	195	208
管理费用	659	717	573	630	672
研发费用	7	9	8	9	10
财务费用	276	142	100	120	150
资产减值损失	93	31	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>其他收益</b>	111	93	93	93	93
投资收益	3090	2996	2800	3000	3200
营业利润	21311	19975	15519	18249	19520
<b>营业外收入</b>	66	63	63	63	63
营业外支出	670	246	246	246	246
利润总额	20706	19791	15336	18066	19336
所得税	4560	4621	3449	4145	4439
<b>少数股东损益</b>	1602	1501	1176	1378	1474
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14544</b>	<b>13669</b>	<b>10711</b>	<b>12543</b>	<b>13423</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	41%	2%	-10%	10%	7%
营业利润	25%	-6%	-22%	18%	7%
净利润	8%	-6%	-22%	17%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.8%	22.8%	19.2%	20.8%	20.9%
净利率	18.6%	17.1%	15.0%	15.9%	16.0%
ROE	13.7%	12.0%	9.1%	10.2%	10.4%
ROIC	12.7%	11.1%	8.3%	9.3%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.6%	17.4%	30.9%	29.9%	28.9%
净负债比率	7.6%	6.6%	4.9%	4.7%	4.5%
流动比率	1.7	2.0	5.1	3.3	3.7
速动比率	1.6	1.9	5.0	3.2	3.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	38.3	40.5	39.9	42.9	42.6
应收帐款周转率	12.9	13.0	12.7	14.1	13.9
应付帐款周转率	12.5	13.9	18.4	19.8	19.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.98	0.92	0.72	0.84	0.90
每股经营现金	1.20	1.01	1.18	1.20	1.29
每股净资产	7.16	7.66	7.90	8.26	8.69
每股股利	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
<b>估值比率</b>					
PE	7.2	7.6	9.7	8.3	7.8
PB	1.0	.9	.9	.8	.8
EV/EBITDA	3.7	3.9	4.7	4.1	3.8

敬请阅读末页的重要说明

Page 28

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**王西典：**上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。