

公司研究/公告点评

2019年03月10日

交通运输/铁路运输 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.45  
合理价格区间(元): 9.40~9.90

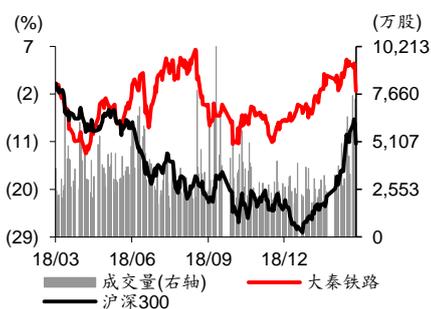
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492723  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《大秦铁路(601006,增持): 用煤旺季, 大秦线运量维持高位》2019.01
- 2《大秦铁路(601006,增持): 入股迁曹蒙华, 积极拓展煤运布局》2018.12
- 3《大秦铁路(601006,增持): 因秋季检修错期, 10月运量下降》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 需求仍待观察, 减税降费小幅拖累 大秦铁路(601006)

### 2019年2月, 大秦线运量达到3185万吨, 同比降低10.48%

3月8日, 大秦铁路发布月度数据: 2019年2月, 公司核心资产大秦线完成货运量3185万吨, 同比减少10.48%, 日均运量113.75万吨, 日均开行重车78.9列; 2019年1-2月, 大秦线累计完成货运量7086亿吨, 同比减少5.33%。我们认为, 1-2月运量低于预期, 主要因为: 1) 春节煤炭日耗较低; 2) 前期电厂库存较高。铁总拟执行新一轮减税降费, 我们测算对公司盈利有小幅拖累。调整目标价至9.40-9.90元, 维持“增持”评级。

### 下游电厂日耗低、库存高, 使铁路煤炭运输需求不足

2019年1-2月, 大秦线日均运量为120.10万吨, 同比降低5.33%。回顾2018年日均运量, 除4月和10月受检修影响不足120万吨外, 其他月份均超过120万吨。我们认为, 1-2月运量下滑的主因是: 1) 电厂库存较高; 2) 煤炭日耗较低。1-2月, 6大发电集团日均耗煤量为60.27万吨, 同比降低10.21%。展望3月, 我们认为, 1) 随着下游逐步开工, 工业用电需求预计将提高; 2) 大秦线春季例行检修临近, 电厂和港口补库存需求预计将提升; 3) 大秦线3月运量预计回升至120万吨以上。

### 电厂库存逐渐垒高, 秦港库存小幅降低

2018年底至2019年初的气候偏向于暖冬暖春。据中国气象社报道, 2018年冬季首个寒潮预警发生在12月初, 为近十年最晚, 而2017年发生在11月初。因气温同比较高, 电厂煤炭日耗较低, 库存逐渐垒高。6大发电集团煤炭库存从1月初1495万吨, 逐渐攀升至2月末1709万吨。秦港库存从1月初577万吨, 小幅降低至2月末546万吨。去年9月以来, 受秦港限产事件的影响, 秦港库存波动与需求的关联性已下降。

### 减税降费可能带来小幅拖累

2019年政府工作报告提出增值税降税率方案。中铁总总经理陆东福表示: 1) 针对增值税率由10%降至9%, 铁总将跟进下浮铁路货物运价, 将减税税额等额传递给下游企业; 2) 拟从4月起陆续降低或取消一批货运杂费项目, 拟从7月起降低专用线代运营代维护服务收费、降低自备车检修服务收费。我们认为, 1) 减税对铁路货运企业的影响呈中性, 减税利好将向下游传导至制造业; 2) 降费对铁路货运公司略有负面影响。

### 调整目标价至9.40-9.90元, 维持“增持”评级

基于大秦线1-2月运量, 我们将2019/20年运量假设由4.51/4.51亿吨调整至4.47/4.51亿吨。综合考虑运量下调以及减税降费的影响, 我们调整2019/20年盈利预测至146.70/142.94亿元(前值: 149.50/144.49亿元)。基于9.5-10.0x2019PE不变, 调整目标价至9.40-9.90元(前次: 9.60-10.10元)。公司股息率较高, 假设2018年、2019年分红率为52.3%, 与2017年持平, 2018年、2019年股息率预计为6.02%、6.11%(基于2019/3/8收盘价)。维持“增持”评级。

风险提示: 经济快速下行, 蒙冀和瓦日铁路运能加速释放, 公路治超放松。

公司基本资料

总股本(百万股)	14,867
流通A股(百万股)	14,867
52周内股价区间(元)	7.59-9.25
总市值(百万元)	125,624
总资产(百万元)	132,926
每股净资产(元)	7.04

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	44,625	55,636	74,976	77,957	81,280
+/-%	(15.05)	24.68	34.76	3.98	4.26
归属母公司净利润(百万元)	7,168	13,350	14,456	14,670	14,294
+/-%	(43.32)	86.23	8.29	1.47	(2.56)
EPS(元, 最新摊薄)	0.48	0.90	0.97	0.99	0.96
PE(倍)	17.52	9.41	8.69	8.56	8.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：大秦线日均货运量**



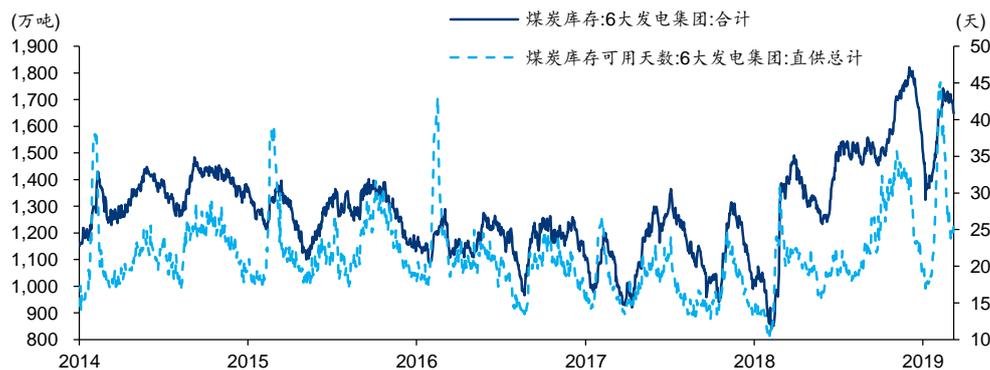
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2：秦皇岛港煤炭库存**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

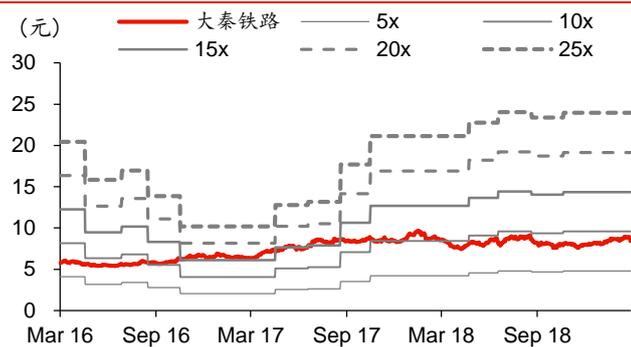
**图表3：6大发电集团煤炭库存**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

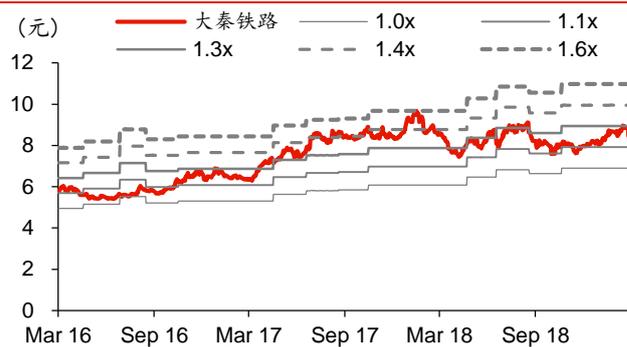
**PE/PB - Bands**

图表4: 大秦铁路历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 大秦铁路历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	22,110	22,445	28,037	31,470	38,257
现金	11,638	11,100	14,562	17,167	23,319
应收账款	4,510	5,344	6,753	7,313	7,554
其他应收账款	1,439	1,074	1,448	1,506	1,570
预付账款	118.98	172.51	203.81	225.47	249.50
存货	1,612	1,528	2,481	2,544	2,657
其他流动资产	2,792	3,225	2,589	2,714	2,909
非流动资产	101,373	105,242	110,770	111,017	111,418
长期投资	19,335	20,060	24,907	25,637	26,350
固定投资	70,714	73,992	74,032	73,507	72,657
无形资产	4,504	5,838	6,018	6,277	6,634
其他非流动资产	6,820	5,352	5,813	5,597	5,778
资产总计	123,483	127,687	138,807	142,487	149,675
流动负债	21,860	16,457	20,349	16,990	17,622
短期借款	0.00	0.00	4,375	0.00	0.00
应付账款	3,228	3,278	4,916	5,187	5,450
其他流动负债	18,632	13,180	11,058	11,803	12,172
非流动负债	10,049	10,318	10,170	10,200	10,231
长期借款	7,037	7,112	7,112	7,112	7,112
其他非流动负债	3,012	3,206	3,058	3,088	3,119
负债合计	31,909	26,776	30,519	27,190	27,853
少数股东权益	1,747	1,509	1,417	1,324	1,233
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	24,739	24,737	24,737	24,737	24,737
留存公积	51,240	60,873	67,267	74,370	80,985
归属母公司股东权益	89,828	99,402	106,871	113,974	120,589
负债和股东权益	123,483	127,687	138,807	142,487	149,675

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	6,275	17,494	13,081	17,848	17,260
净利润	7,078	13,098	14,364	14,576	14,203
折旧摊销	5,239	5,607	5,784	6,199	6,609
财务费用	534.96	737.72	164.45	187.12	3.73
投资损失	(2,678)	(3,130)	(3,224)	(3,650)	(3,568)
营运资金变动	(3,807)	1,039	(3,387)	246.24	126.02
其他经营现金	(91.67)	141.63	(620.79)	288.92	(114.29)
投资活动现金	(3,009)	(2,852)	(6,895)	(3,085)	(3,442)
资本支出	3,075	4,368	5,689	5,536	5,621
长期投资	3.00	0.00	4,847	729.99	713.52
其他投资现金	69.25	1,516	3,641	3,181	2,892
筹资活动现金	134.84	(15,180)	(2,725)	(12,158)	(7,667)
短期借款	0.00	0.00	4,375	(4,375)	0.00
长期借款	1,447	75.12	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(1.67)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,312)	(15,253)	(7,100)	(7,783)	(7,667)
现金净增加额	3,400	(537.89)	3,462	2,606	6,151

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	44,625	55,636	74,976	77,957	81,280
营业成本	36,952	40,145	58,190	61,383	65,241
营业税金及附加	185.67	224.33	307.12	316.83	331.64
营业费用	192.51	192.68	224.93	251.93	253.25
管理费用	521.65	557.66	674.78	701.62	731.52
财务费用	534.96	737.72	164.45	187.12	3.73
资产减值损失	3.43	32.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,678	3,130	3,224	3,650	3,568
营业利润	8,912	16,987	18,638	18,766	18,287
营业外收入	19.18	15.36	10.01	14.85	13.40
营业外支出	143.52	204.29	150.00	150.00	150.00
利润总额	8,788	16,798	18,498	18,631	18,150
所得税	1,710	3,699	4,134	4,055	3,947
净利润	7,078	13,098	14,364	14,576	14,203
少数股东损益	(90.94)	(251.13)	(92.49)	(93.16)	(90.75)
归属母公司净利润	7,168	13,350	14,456	14,670	14,294
EBITDA	14,686	23,331	24,587	25,153	24,900
EPS (元, 基本)	0.48	0.90	0.97	0.99	0.96

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(15.05)	24.68	34.76	3.98	4.26
营业利润	(45.78)	90.60	9.72	0.69	(2.56)
归属母公司净利润	(43.32)	86.23	8.29	1.47	(2.56)
获利能力 (%)					
毛利率	17.19	27.84	22.39	21.26	19.73
净利率	16.06	23.99	19.28	18.82	17.59
ROE	7.98	13.43	13.53	12.87	11.85
ROIC	10.49	17.44	17.65	17.90	17.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.84	20.97	21.99	19.08	18.61
净负债比率 (%)	22.33	27.17	38.09	26.69	26.05
流动比率	1.01	1.36	1.38	1.85	2.17
速动比率	0.94	1.27	1.26	1.70	2.02
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.44	0.56	0.55	0.56
应收账款周转率	12.35	11.25	12.32	11.01	10.86
应付账款周转率	11.64	12.34	14.20	12.15	12.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.90	0.97	0.99	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.18	0.88	1.20	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.69	7.19	7.67	8.11
估值比率					
PE (倍)	17.52	9.41	8.69	8.56	8.79
PB (倍)	1.40	1.26	1.18	1.10	1.04
EV_EBITDA (倍)	6.89	4.34	4.12	4.02	4.06

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com