

公司研究/季报点评

2019年10月31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): 7.60
合理价格区间(元): 8.93~9.40

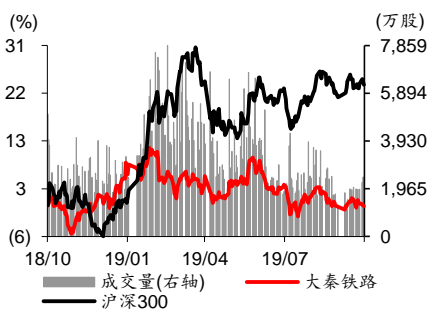
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《大秦铁路(601006 SH,增持): 因秋季检修错期, 9月运量同比下降》2019.10
- 2《大秦铁路(601006 SH,增持): 增资蒙华公司, 拓展北煤南运布局》2019.09
- 3《大秦铁路(601006 SH,增持): 受台风影响, 8月运量同比下滑》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩略超预期, 成本管控得当

大秦铁路(601006)

3Q19, 收入基本持平, 盈利同比增长 2.69%, 业绩略超预期

10月29日, 大秦铁路发布2019年三季报: 1) 按重述前报表测算, 7-9月, 收入同比降低0.12%, 归母净利润同比增长2.69%; 2) 按重述后报表测算, 7-9月, 收入、盈利同比降低3.46%、0.15%; 3) 3Q19业绩高于我们盈利预测4.95%。据10月30日业绩会, 公司成本管控效益显现, 3Q19材料维修等可控成本的减少, 部分弥补了大秦线运量降低的负面影响; 因折旧会计政策变更, 3Q19所得税费用同比降幅达36%, 对利润有正面贡献, 此为一次性影响。我们上调2019-2021年EPS至0.94、0.93、0.91元, 上调目标价至8.93-9.40元, 维持“增持”评级。

下游用煤需求不佳, 秋季检修提前, 大秦线运量小幅下滑

3Q19, 公司大秦线货运量同比下滑7.81%。7-8月, 电煤需求旺季不旺, 东南沿海六大电厂煤炭日耗量同比下降8.09%; 同期, 大秦线运量同比降低6.38%。9月, 电煤需求转入淡季, 公司提前启动秋季例行检修, 因检修错期(2019年为9月15日至10月8日, 2018年为9月29日至10月23日), 9月大秦线运量同比下降10.69%。大秦线运量下滑, 但其他线路发运量增加, 在二者综合影响之下, 总收入的降幅远小于大秦线运量的降幅。公司的固定成本占比较高, 因对变动成本的节支措施得当, 3Q19营业成本同比降低0.53%, 使毛利率小幅增加0.31pp。

增资蒙华公司, 拓展北煤南运布局

大秦铁路于10月21日再度增资蒙华公司, 持股比例增至10%, 成为第四大股东。投资蒙华是对煤炭铁路布局的有力拓展; 项目具有良好长期回报, 公司预计项目IRR为6.22%。我们预计, 1) 浩吉线在开通后将经历亏损期, 而后达到盈亏平衡点(可研报告估计时点2023年); 2) 浩吉线对大秦线存在分流影响, 但幅度不大。据可研报告测算, 1) 供给端: 浩吉线与大秦线煤源基本没有重叠; 2) 需求端: 大秦线目的地主要东南沿海, 浩吉线为中部地区; 在海进江方面, 与浩吉线直达对比, 蒙西、晋北通过大秦线海进江, 至长江下游有优势, 至长江中游持平, 而至长江上游存在劣势。

高股息具有吸引力, 上调目标价至 8.93-9.40 元, 维持“增持”评级

我们维持大秦线运量预测不变, 预计2019/20/21年运量为4.31/4.40/4.45亿吨。考虑成本管控和检修提前对4Q19成本的影响, 我们小幅上调2019/20/21年归母净利润预测至139.64、137.64、135.49亿元(前次135.03、132.95、130.68亿元)。2019/20/21年度股息率预计为6.18%、6.09%、6.00%(假设分红率为50%, 基于2019/10/30收盘价)。公司历史PE中枢为10x, 我们基于9.5-10.0x 2019PE不变, 上调目标价至8.93-9.40元。公司股息率较高, 具备防御配置价值。维持“增持”评级。

风险提示: 经济快速下行, 浩吉、蒙冀、瓦日铁路分流, 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)	7.45-8.96
总市值(百万元)	112,988
总资产(百万元)	147,982
每股净资产(元)	7.49

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	57,839	78,345	81,763	84,358	86,553
+/-%	29.61	35.45	4.36	3.17	2.60
归属母公司净利润(百万元)	13,345	14,544	13,964	13,764	13,549
+/-%	86.16	8.99	(3.99)	(1.43)	(1.56)
EPS(元, 最新摊薄)	0.90	0.98	0.94	0.93	0.91
PE(倍)	8.47	7.77	8.09	8.21	8.34

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



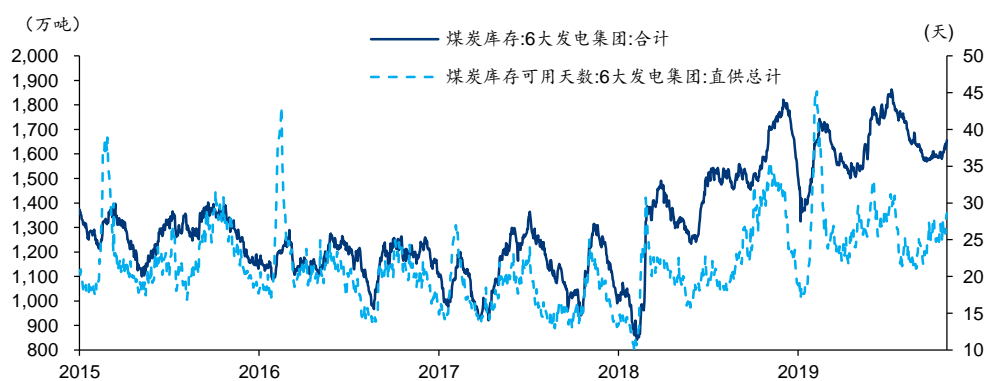
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：秦皇岛港煤炭库存



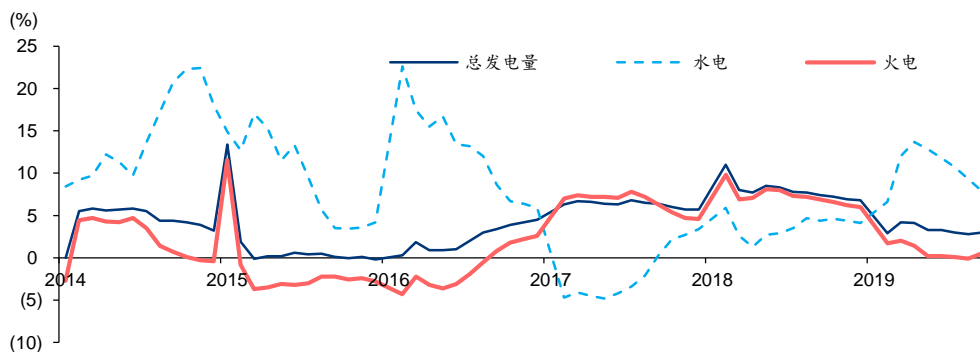
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：6大发电集团煤炭库存



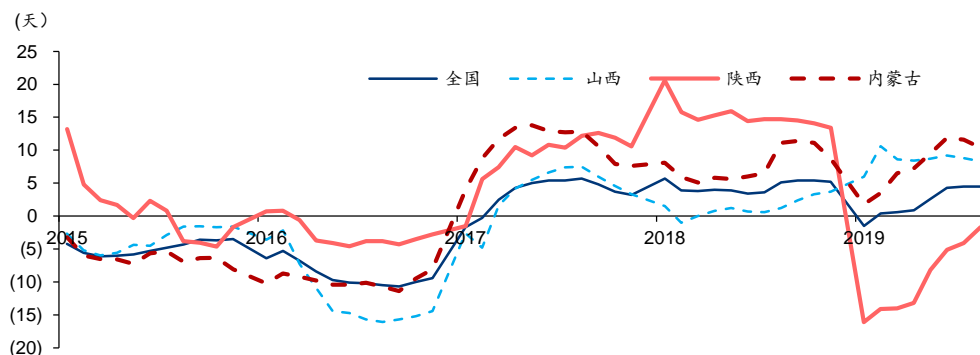
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4: 发电量累计同比增速



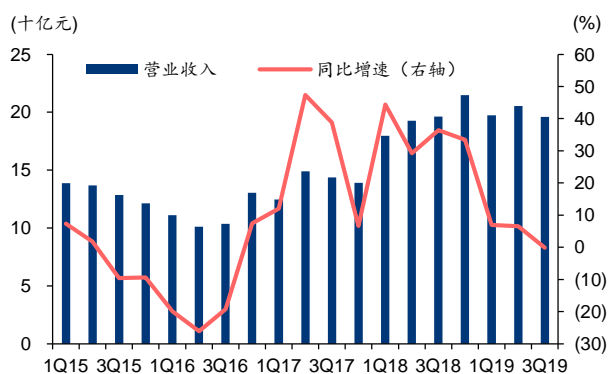
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 原煤产量累计同比增速



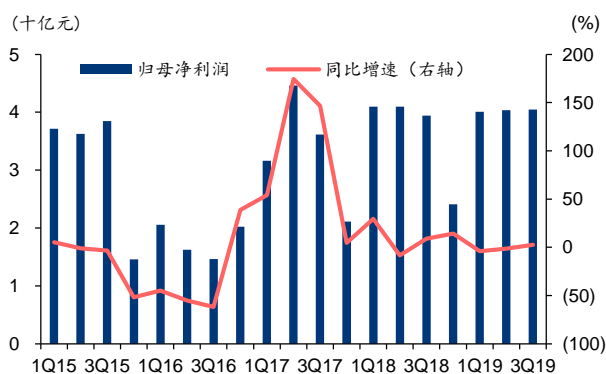
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 大秦铁路季度营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 大秦铁路季度归母净利润



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8：利润简表

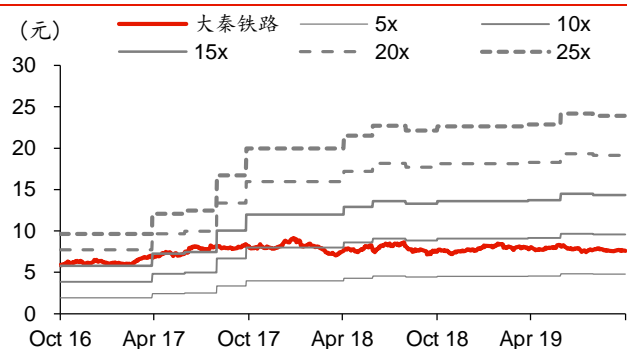
	2019年	2018年	同比	2019年	2018年	同比
	1-9月	1-9月	增速	7-9月	7-9月	增速
	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%
营业收入	59,873	56,862	5.30	19,606	19,628	-0.12
营业成本	44,626	42,764	4.36	14,934	15,014	-0.53
毛利润	15,246	14,098	8.15	4,671	4,615	1.22
毛利率 (%)	25.46	24.79	0.67	23.83	23.51	0.31
税金及附加	211	199	5.94	68	74	-7.44
销售费用	132	142	-7.01	47	52	-9.15
管理费用	435	455	-4.27	159	175	-9.37
财务费用	91	98	-6.90	45	21	116.28
加：其他收益	50	80	-36.82	7	14	-49.50
投资净收益	2,426	2,381	1.88	782	805	-2.89
营业利润	16,856	15,669	7.57	5,145	5,112	0.65
加：营业外收入	68	4	/	48	2	/
减：营业外支出	101	114	-11.50	41	32	27.34
利润总额	16,823	15,559	8.12	5,153	5,082	1.40
减：所得税	3,602	3,441	4.69	736	1,143	-35.59
净利润	13,221	12,118	9.10	4,416	3,938	12.14
减：少数股东损益	1,132	-16	/	368	-4	/
归属于母公司所有者的净利润	12,088	12,134	-0.38	4,048	3,942	2.69

注：2018年数据为重述前报表数值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

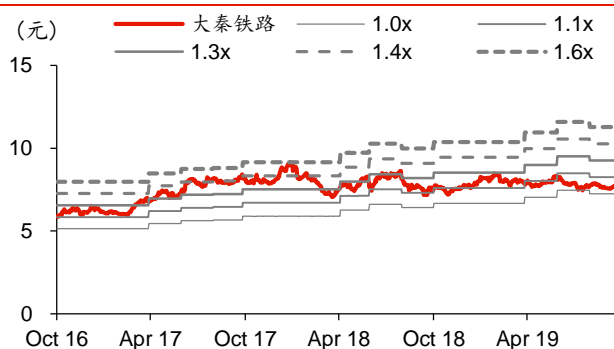
PE/PB - Bands

图表9：大秦铁路历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,789	30,588	35,226	44,279	53,189
现金	11,783	18,476	22,230	31,161	39,911
应收账款	5,837	6,253	7,359	7,451	7,571
其他应收账款	3,579	2,582	2,695	2,780	2,853
预付账款	186.47	157.77	221.75	237.56	223.99
存货	1,566	1,547	2,293	2,229	2,205
其他流动资产	837.46	1,572	426.97	420.98	425.61
非流动资产	114,961	115,362	119,057	119,086	117,965
长期投资	20,022	20,332	24,317	24,317	24,317
固定投资	82,033	81,910	80,862	79,818	77,502
无形资产	6,759	8,915	9,729	10,751	12,023
其他非流动资产	6,147	4,205	4,149	4,200	4,123
资产总计	138,751	145,950	154,283	163,366	171,154
流动负债	17,831	18,308	18,750	19,828	19,634
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,333	5,648	6,131	6,605	6,707
其他流动负债	13,498	12,660	12,619	13,223	12,927
非流动负债	13,167	13,177	12,799	12,436	12,005
长期借款	9,919	10,095	9,695	9,295	8,895
其他非流动负债	3,248	3,083	3,104	3,141	3,111
负债合计	30,999	31,485	31,549	32,263	31,639
少数股东权益	7,016	7,969	9,411	10,998	12,743
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	25,935	23,898	23,898	23,898	23,898
留存公积	61,001	68,502	74,558	81,340	88,007
归属母公司股东权益	100,736	106,495	113,323	120,105	126,772
负债和股东权益	138,751	145,950	154,283	163,366	171,154

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	20,081	17,888	18,681	20,145	18,995
净利润	13,986	16,147	15,406	15,350	15,294
折旧摊销	6,611	7,155	6,635	7,070	7,488
财务费用	900.56	276.16	136.11	(2.04)	(187.65)
投资损失	(3,130)	(3,089)	(3,159)	(3,192)	(3,300)
营运资金变动	1,495	(3,675)	(357.07)	953.92	(326.02)
其他经营现金	218.63	1,074	21.13	(35.74)	25.92
投资活动现金	(4,076)	(3,277)	(7,164)	(3,864)	(3,140)
资本支出	5,536	6,717	5,434	5,871	5,015
长期投资	0.00	35.13	3,985	0.00	0.00
其他投资现金	1,460	3,475	2,255	2,007	1,875
筹资活动现金	(16,356)	(7,919)	(7,763)	(7,350)	(7,104)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,882	175.70	(400.00)	(400.00)	(400.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,196	(2,036)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20,434)	(6,058)	(7,363)	(6,950)	(6,704)
现金净增加额	(350.86)	6,692	3,755	8,931	8,750

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	57,839	78,345	81,763	84,358	86,553
营业成本	40,768	58,902	63,523	66,339	68,916
营业税金及附加	229.96	283.15	295.50	304.88	312.82
营业费用	194.40	200.29	179.88	185.59	190.42
管理费用	629.12	659.35	613.22	632.69	649.15
财务费用	900.56	276.16	136.11	(2.04)	(187.65)
资产减值损失	63.75	(92.51)	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	3,130	3,089	3,159	3,192	3,300
营业利润	18,288	21,311	20,174	20,091	19,972
营业外收入	15.37	65.81	70.00	65.00	65.00
营业外支出	205.49	670.18	200.00	200.00	200.00
利润总额	18,098	20,706	20,044	19,956	19,837
所得税	4,112	4,560	4,639	4,605	4,543
净利润	13,986	16,147	15,406	15,350	15,294
少数股东损益	641.36	1,602	1,442	1,586	1,745
归属母公司净利润	13,345	14,544	13,964	13,764	13,549
EBITDA	25,800	28,742	26,945	27,159	27,273
EPS (元, 基本)	0.90	0.98	0.94	0.93	0.91

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.61	35.45	4.36	3.17	2.60
营业利润	105.20	16.53	(5.33)	(0.42)	(0.59)
归属母公司净利润	86.16	8.99	(3.99)	(1.43)	(1.56)
获利能力 (%)					
毛利率	29.51	24.82	22.31	21.36	20.38
净利率	23.07	18.56	17.08	16.32	15.65
ROE	13.25	13.66	12.32	11.46	10.69
ROIC	16.72	18.20	16.75	16.76	16.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.34	21.57	20.45	19.75	18.49
净负债比率 (%)	34.50	35.41	33.77	31.88	31.21
流动比率	1.33	1.67	1.88	2.23	2.71
速动比率	1.25	1.59	1.76	2.12	2.60
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.55	0.54	0.53	0.52
应收账款周转率	11.14	12.84	11.87	11.26	11.39
应付账款周转率	10.78	11.80	10.79	10.42	10.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.98	0.94	0.93	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.20	1.26	1.36	1.28
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.16	7.62	8.08	8.53
估值比率					
PE (倍)	8.47	7.77	8.09	8.21	8.34
PB (倍)	1.12	1.06	1.00	0.94	0.89
EV_EBITDA (倍)	3.61	3.24	3.46	3.43	3.41

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