

大秦铁路(601006)

深度报告

行业公司研究——铁路II行业

证券研究报告

# 运量跳出周期之外，高分红带来确定收益

## ——大秦铁路深度报告

✍️：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001  
☎️：021-80108129  
✉️：jiangnan@stocke.com.cn

### 报告导读

本报告主要从大秦铁路的供需价格逻辑以及板块布局扩张出发，分析公司的长期运量前景与业绩催化因素。

### 投资要点

#### □ 铁路货运龙头企业，坐拥西煤东运干线业绩稳健现金流充裕

作为国铁集团旗下货运龙头，以大秦线为核心，公司拥有9条运输干线、8条运输支线，合计营业里程达2724.6公里，主营货运业务，2019年公司完成货运发送量6.84亿吨，占全国铁路货物发送总量的15.58%，其中煤炭发送量5.67亿吨，占全国铁路煤炭发送总量23.05%，公司归母净利润及经营性净现金流企稳在百亿规模，充裕流动性有保证。

#### □ 短期看：运量回升超预期，有望带来估值修复催化

短期看大秦线运量波动受下游电煤需求及港口库存量影响，受新冠疫情影响，1-4月份大秦线日均运量分别101万吨、82万吨、104万吨、99万吨，市场悲观预期大秦线日运量继续维持100万吨左右低位。但当前时点火电复苏超预期，六大电5月日均煤耗环比提升13.2%，同时5月底秦皇岛、曹妃甸两港库存合计环比降低33.4%，同比降低36.9%，库存处于底部，我们认为有望带动大秦线日运量回升至130万吨以上，短期运量回升超预期，将进一步催化估值修复。

#### □ 长期看：运量及运价存在双重预期差

1) **运量方面**，市场长期将大秦线运量与电煤需求周期关联，但从格局角度分析，电煤需求仅带来大秦线运量的短期波动，大秦线“三层安全垫”仍在，煤源结构调整、运输结构改革叠加大秦线低成本优势保障长期运量需求脱离电煤周期，将保持高位维稳。

2) **运价角度**，在物流去成本大环境下，市场对大秦线运费仍存下调悲观预期，但从前期铁路杂费调整来看，大秦线当前实行基准运费已无下调空间，且铁路货运定价市场化程度不断提高背景下，单线运价仍有上调权限可供调动。

#### □ 投资价值：从绝对收益出发布局，或有估值修复的超额收益

1) **绝对收益**：公司2019年每股分红0.48元，同时承诺2020-2022年每股分红0.48元，对应当前股价看股息率6.9%，具有确定性高股息绝对收益投资价值。

2) **估值修复**：受前4月份运量走低悲观情绪影响，PB降至0.89倍，远低于近3年均值1.21倍PB及近5年均值1.27倍PB。随着5月6月运量超预期回升，及“三层安全垫”对需求维稳作用的体现，估值有望得到修复。

#### □ 盈利预测及估值

在不考虑运价调整的前提下，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为118.21亿元、139.43亿元、142.84亿元，当前PB仅0.89倍，较近3年、近5年均值仍分别有35.75%、42.24%的空间，同时公司承诺每股分红0.48元，股息率6.9%左右，具有确定性绝对收益，给予“增持”评级。

□ **风险提示**：宏观经济波动导致煤炭需求不及预期；公转铁政策推进不及预期；并表子公司业绩不及预期。

### 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥6.96

### 单季度业绩

元/股

1Q/2020

0.17

4Q/2019

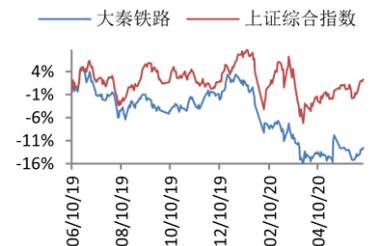
0.11

3Q/2019

0.27

2Q/2019

0.27



### 公司简介

中国第一家以铁路网核心主干线为公司主体的股份公司，管辖京包、北同蒲、大秦三条铁路干线，口泉、云冈、宁肯、平朔四条支线，衔接神朔、大准、宁静、晋港四条地方铁路，区跨山西、河北、北京、天津两省两市。

### 相关报告

1 《对铁路公路行业投资机会的专题思考：利率下行周期内，铁路公路高股息标的投资价值更优》2020.05.14

2 《19年归母净利润137亿元，未来三年分红有保障——大秦铁路2019年报及2020一季报点评》2020.04.29

报告撰写人：姜楠

数据支持人：姜楠

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	79917	80029	87601	92147
(+/-)	2.01%	0.14%	9.46%	5.19%
归母净利润	13669	11821	13943	14284
(+/-)	-6.02%	-13.52%	17.96%	2.44%
每股收益(元)	0.92	0.80	0.94	0.96
P/E	7.57	8.75	7.42	7.24

## 正文目录

<b>1. 铁路货运龙头企业，百亿利润现金流充足</b>	<b>5</b>
<b>2. 大秦线供需相对平衡，长看运量高位维稳</b>	<b>8</b>
2.1. 需求：“三层安全垫”仍存，需求端有保障，脱离煤电周期	8
2.2. 供给：当前运力仍足，未来扩产仍有空间	12
2.3. 运费：实行政府指导原则，当前执行基准运价	14
<b>3. 现金流充足，稳健投资，适时扩大煤炭运输板块布局</b>	<b>18</b>
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
4.1. 业绩利空出尽，预期进入回升期	20
4.2. PB 托底股价配合高分红，具有绝对收益属性	21
4.3. 投资建议及评级	23
4.4. 风险提示	23

## 图表目录

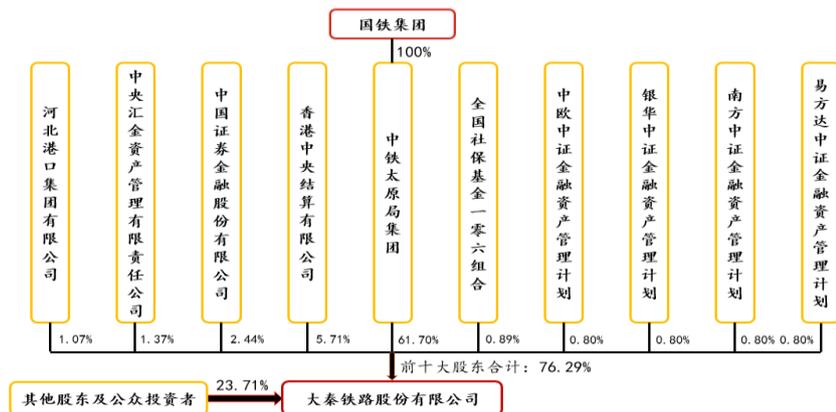
图 1: 公司第一大股东中铁太原局集团系国铁集团全资子公司	5
图 2: 大秦铁路历史沿革大事记	5
图 3: 公司货运业务贡献主要营业收入	6
图 4: 公司近 3 年毛利在百亿规模以上	6
图 5: 公司百亿现金流保障稳健流动性	7
图 6: 公司近年归母净利润在百亿规模以上	7
图 7: 大秦线 1988 年开通运营，全长 658 公里	8
图 8: 铁路货运结构中煤炭占据主要地位	9
图 9: 下游火力发电需求增长与出港煤炭增长高度正相关	9
图 10: 煤炭产能逐渐向山西、陕西及内蒙古集中	9
图 11: 17 年推进“公转铁”后铁路货运量回升	11
图 12: 17 年推进“公转铁”后铁路煤炭发运量回升	11
图 13: 西煤东运四大干线一览	11
图 14: 列车出发追踪间隔示意图	12
图 15: 重载货运列车在大秦铁路开行	13
图 16: 2 万吨重载列车是运载主体	13
图 17: 按 14 年月运量峰值看大秦线年运能可达 4.65 亿吨	14
图 18: 对应近年运量看大秦线运力无忧	14
图 19: 新铁路货运清算办法计费规则	15
图 20: 我国铁路货运费率政策不断放开	16
图 21: 公司充足的经营现金流量足以应对扩张性板块投资需求	18
图 22: 西煤东运主要干线股权关系一览	19
图 23: 公司当前 PB(LF)已在历史底部	22
图 24: 贷款市场报价利率下行	23

图 25: 国债到期收益率处于相对低位 .....	23
表 1: 大秦铁路拥有 9 条干线, 8 条支线 .....	7
表 2: 大秦线相关参数指标情况 .....	8
表 3: “三西地区”煤炭产能扩建情况(截止 2018 年 12 月 31 日) .....	10
表 4: “公转铁”政策不断推进 .....	10
表 5: 受外部短期突发事件影响, 19 年及 20 年 1-5 月大秦线运量同比下滑 .....	12
表 6: 大秦铁路 2 万吨与 3 万吨重载编组主要技术参数比较 .....	14
表 7: 铁路货运价格相关政策变革一览 .....	15
表 8: 铁路货运定价表 .....	16
表 9: 2012 年以来大秦铁路共经历 6 次运价调整 .....	17
表 10: 公司历年有序扩大煤炭运输板块布局 .....	19
表 11: 收费拆分(亿元、亿吨) .....	20
表 12: 成本拆分(亿元) .....	21
表 13: 简易利润表(亿元) .....	21
表 14: 公司现金分红情况及预测(收盘价截止 2020/06/05) .....	22
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1. 铁路货运龙头企业，百亿利润现金流充足

大秦铁路是国铁集团旗下货运龙头企业。作为我国铁路货运龙头，大秦铁路股权结构集中度高、稳定性强，股东主体为机构投资者。国铁集团全资子公司中铁太原局是公司的第一大股东，持股 61.70%，公司的实际控制人仍为国铁集团。公司前十大股东中，除中铁太原局集团外，其余股东主要是中央汇金、中国证金等“国家队”及公募金融资产资产管理计划，彰显对公司发展的信心。同时，公司下设太兴铁路、唐港铁路、晋云现代物流等 6 个子公司。

图 1：公司第一大股东中铁太原局集团系国铁集团全资子公司

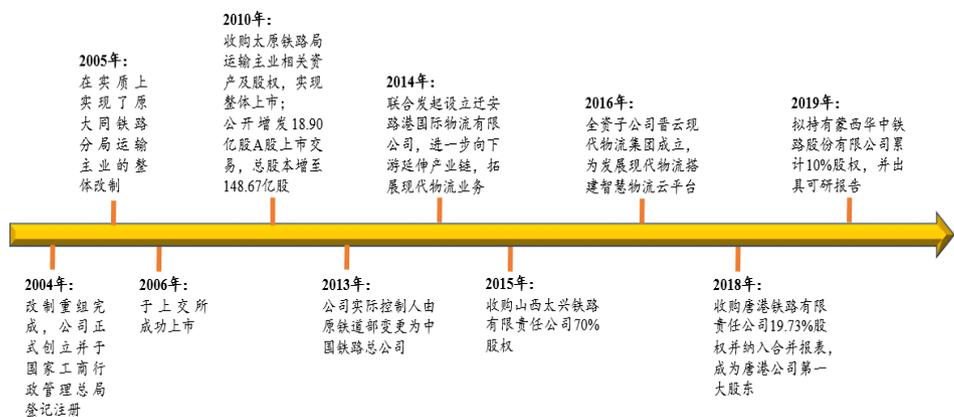


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：数据截止 2020 年一季报

公司发展进程与我国铁路改革趋势整体切合。2004 年大秦线运输资产率先进行改制重组，原北京铁路局集团联合其余 6 家发起人设立大秦铁路股份有限公司；2005 年公司通过对丰沙大线、北同蒲线的资产收购实现原大同铁路分局运输主业的整体改制；2006 年随着股权分置改革推进，公司成功登陆 A 股市场；2010 年公司再度公开增发 A 股，用于收购太原局运输主业站段和相关直属单位；此后，公司数次开展铁路参控股收购，实现运输资源整合与布局拓展。大秦铁路从改制到上市、再到路产扩张，相应反映我国铁路运输改革政企分开、引入民间资本开展良性竞争以及优质资产证券化的推进思维。

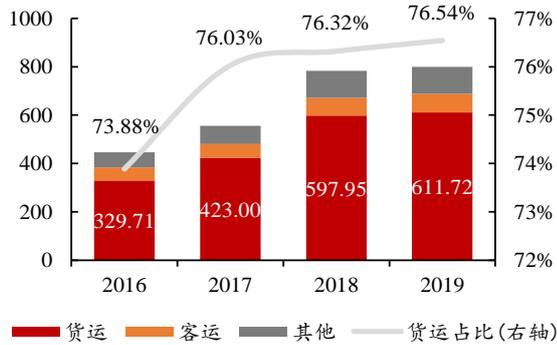
图 2：大秦铁路历史沿革大事记



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

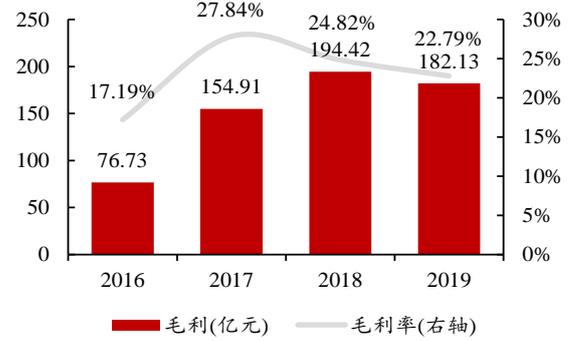
**煤炭运输业务为主，兼顾西安局部分客运业务。**近几年公司货运收入占总营收比重维稳于70%以上，2019年，公司发送货物6.84亿吨，录得货运收入611.72亿元，占总营业收入比重76.54%。货运结构中煤炭发运5.67亿吨，占公司货运总量比重82.89%。同时，公司兼营西安局客运业务，担当开行数列始发终到太原、大同的客列，2019年录得客运收入76.14亿元，近几年客运收入占比维稳于10%左右。此外，公司还向其他铁路运输企业提供委托运输管理服务、场站设备维修等业务。

图 3：公司货运业务贡献主要营业收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司近 3 年毛利在百亿规模以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**以大秦线为核心资产，坐拥多条煤运专线。**公司是中国第一家以铁路网核心主干线为公司主体的股份公司，基于核心资产大秦线向外拓张多条煤炭运输线路。公司依托晋北、蒙西地区煤炭资源腹地开展煤运主业，目前所辖线路包括大秦线等运输干线9条，口泉线、宁岢线等运输支线8条，合计营运里程达2724.6公里。其中，北同蒲线是大秦线、丰沙大线上游最主要的煤炭装车线路，煤炭经核心干线大秦线运往秦皇岛港、曹妃甸港，下水后大多数发运东南沿海地区，部分出口日韩等东亚地区，其余则运往天津、辽宁、河北等地。

表 1: 大秦铁路拥有 9 条干线, 8 条支线

干支线	线路	起点	终点	里程数(km)	级别	正线数目	牵引种类
干线	大秦线	韩家岭	柳村南	658.0	I 级	双线	电气化
	丰沙大线	大同	郭磊庄	155.5	I 级	双线	电气化
	北同蒲线	大同	宁武	335.5	I 级	双线	电气化
	南同蒲线	榆次	风陵渡	478.6	I 级	双线	内燃
	京原线	原平	灵丘	184.6	II 级	单线	内燃
	太焦线	修文	夏店	190.8	II 级	单线	内燃
	侯月线	侯马北	嘉峰	150.6	I 级	双线	电气化
	侯西线	侯马	禹门口	76.1	II 级	单线	内燃
	石太线	赛鱼	皇后园	123.9	I 级	双线	电气化
支线	口泉线	平旺	口泉	9.8	I 级	双线	电气化
	宁崤线	宁武	崤岚	95.3	I 级	单线	电气化
	太岚线	太原北	镇城底	55.4	II 级	单线	电气化
	西山线	太原北	白家庄	23.6	III 级	单线	电气化/内燃
	兰村线	汾河	上兰村	12.7	III 级	单线	内燃
	忻河线	忻州	河边	39.7	III 级	单线	内燃
	介西线	介休	阳泉曲	46.9	II 级	单线	内燃
	联络线			87.6			
合计				2724.6			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 大秦线营业里程 658 公里中含秦皇岛区内秦皇岛东-秦皇岛南 6 公里的联络线; 丰沙大线、北同蒲线、口泉支线和宁崤支线还有 81.7 公里的枢纽线和联络线, 收购的太原局所辖线路有 5.9 公里的联络线

**百亿利润现金流充足。**2016 年我国煤炭行业供给侧改革及能源结构调整导致公司利润及现金流整体较低, 但后续股权合作推进叠加供给端产量收紧、铁路货运增量行动落实及需求端火电增长、电厂补库存, 公司业绩由此回暖。2017 年以来公司归母净利润回升企稳在百亿规模, 2019 年录得归母净利润 136.69 亿元, 现金流量债务比为 58.18%, 现金流稳健充足。

图 5: 公司百亿现金流保障稳健流动性



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 公司近年归母净利润在百亿规模以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2. 大秦线供需相对平衡，长看运量高位维稳

大秦线是西煤东运的大动脉，以 0.47% 的全国铁路营业里程撬动 23.05% 的全国铁路煤炭运量。大秦铁路作为国内首条重载铁路，以及华北地区连接山西大同与河北秦皇岛的国铁 I 级货运专线铁路，承担着山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的重任。从干线起止里程看，西起韩家岭、东至柳村南，区跨山西、河北、北京、天津两省两市，全长 658 公里的大秦线营业里程仅占 2019 年 13.9 万公里全国铁路营业里程的 0.47%，却承担起 2019 年全国 24.05% 的煤炭运输任务（2019 年全国铁路煤炭发运量完成 24.6 亿吨，其中大秦线 5.67 亿吨，占比 24.05%）。

图 7：大秦线 1988 年开通运营，全长 658 公里



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 2：大秦线相关参数指标情况

	大秦线
竣工时间	1992 年
线路全长(km)	658
货运站点数(个)	37
列车重载营运速度(km/h)	80
设计速度(km/h)	120
最大牵引质量(万吨)	2
试验成功牵引质量(万吨)	3
轨道规模	双线电气化
轨道类型	有砟轨道、无缝钢轨

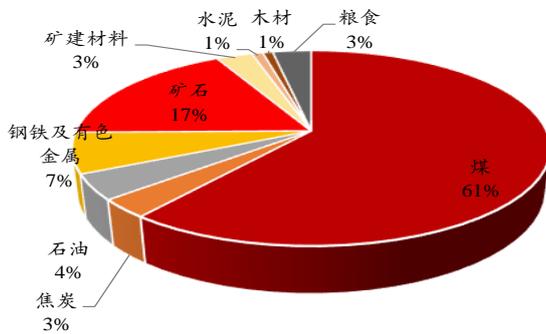
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 2.1. 需求：“三层安全垫”仍存，需求端有保障，脱离煤电周期

行业整体需求看火电，线路自身需求看煤源。全行业看，我国能源结构以煤炭为主，这在根本上决定了铁路货运的重心在于煤运，而煤运业务需求主要与下游火电需求（向内）及煤炭出口需求（向外）挂钩，下游向内需求与向外需求高度相关；但是，具体到单个煤炭运输线路看，某一干线是否拥有运输需求取决于煤源地的产销情况。大秦线所依托

的煤源地分布于山西、陕西及蒙西地区，其中以山西煤矿为主。综合来讲，大秦线运量需求逻辑仍是跳出电煤需求周期，在“三层安全垫”支撑下高位稳增。

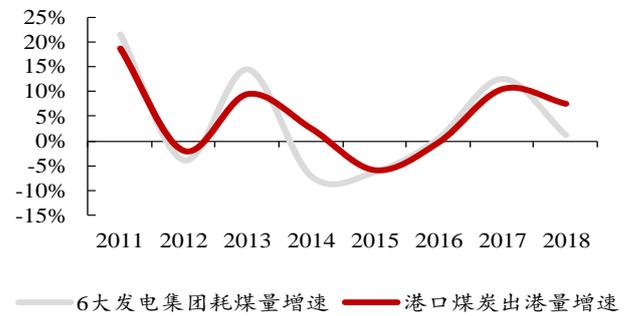
图 8：铁路货运结构中煤炭占据主要地位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：货运数据为 2018 年国家铁路口径数据

图 9：下游火力发电需求增长与出港煤炭增长高度正相关

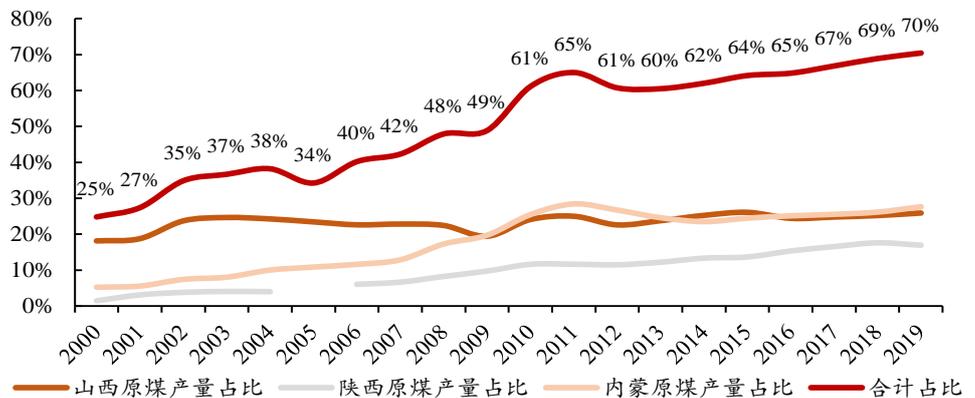


资料来源：Wind，浙商证券研究所

“三层安全垫”稳定支撑大秦线高运量：

- 1) 煤源结构调整-煤源地继续向“三西”集中：产煤地与用煤地错位带来煤炭运输需求，近年来我国原煤产能持续归拢于山西、陕西及蒙西地区，2019 年三西地区原煤产量合计 26.40 亿吨，占全国原煤产量比重由 2000 年的 25% 高增至 70%。煤源地集中化锁定大秦铁路区位优势，进一步巩固主业护城河，凸显自然垄断优势。

图 10：煤炭产能逐渐向山西、陕西及内蒙古集中



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 3：“三西地区”煤炭产能扩建情况(截止 2018 年 12 月 31 日)**

省份	新建矿井			其中联合试运转		
	煤矿数量	建设规模(万吨/年)	新增产能(万吨/年)	煤矿数量	建设规模(万吨/年)	新增产能(万吨/年)
内蒙	81	28495	24552	27	12050	11492
山西	277	31225	18239	57	7450	4294
陕西	153	17571	15237	67	10930	9849
合计	511	77291	58028	151	30430	25635

资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

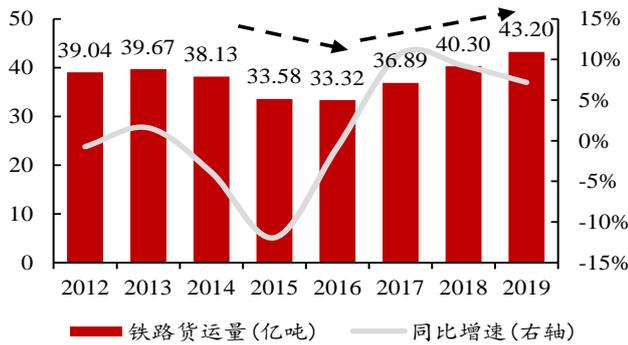
2) **运输结构调整-“公转铁”继续推进**：自 2017 年 4 月份天津港禁止汽运煤进港开始，“公转铁”政策逐渐落地。2019 年，国铁集团与 1058 家企业签订互保协议运量 25.35 亿吨、同比增长 20%，其中煤炭中长期合同运量为 8.62 亿吨、同比增长 24%，政策东风下煤炭铁路运输需求高位维稳。运输结构调整行动计划奠定政策基调，国铁集团与各地方政企合作推动铁路货运增量叠加公路治超倒逼煤炭运输回流铁路，长期看有望改变我国大宗货物公路运输主导的格局，为铁路煤运需求刚性强化营造良好条件。

**表 4：“公转铁”政策不断推进**

时间	事件
2017 年 4 月	天津港禁止汽运煤集港
2017 年 9 月	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018 年 2 月	铁路总公司组织北京局集团公司与唐山市政府签订《关于加强唐山地区铁路集疏港运输战略合作的框架协议》
2018 年 3 月	广西 10 家交通运输业与中铁南宁局集团公司签署“公转铁”运输协议
2018 年 4 月	中央财经委员会第一次会议要求调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量
2018 年 4 月	交通部召开运输结构调整工作组会议，以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进货物运输“公转铁”
2018 年 5 月	第八次全国生态环境保护大会召开，突出加强工业、燃煤、机动车“三大污染源”治理，坚决打赢蓝天保卫战
2018 年 7 月	国务院政策例行会议召开，强调到 2020 年实现全国铁路货运量达 47.9 亿吨，煤炭运量达 28.1 亿吨，铁路疏港矿石量达 6.5 亿吨
2019 年 1 月	自 2019 年 1 月 1 日起，青岛港、烟台港及日照港的煤炭集港全部改为铁路或水路运输
2019 年 2 月	北京局集团与首钢集团签订绿色物流战略合作协议
2019 年 11 月	山东港口集团与中铁济南局集团有限公司签署 2020 年度路港战略合作协议，进一步推动运输结构调整，扩大铁路运输份额
2020 年 1 月	郑州局集团与 21 家“白货”企业签订运量互保协议
2020 年 3 月	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，率先推进大宗货运公转铁

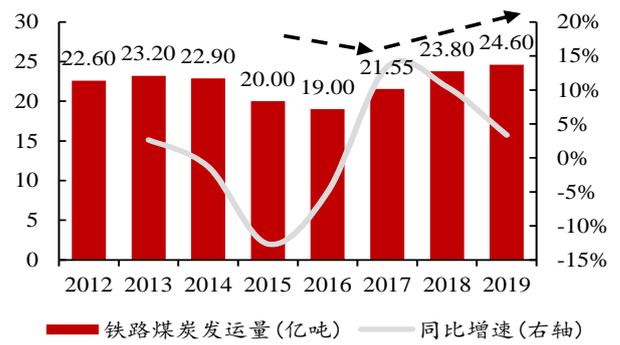
资料来源：中国政府网，交通运输部，生态环境部，国铁集团，山东省交通运输厅，新浪网，浙商证券研究所

图 11：17 年推进“公转铁”后铁路货运量回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：17 年推进“公转铁”后铁路煤炭发运量回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 分流影响较弱-大秦线运输成本相对较低：西煤东运的四条干线通道由北向南依次是张唐线（蒙冀线，1026km）、大秦线（658km）、朔黄线（598km）、瓦日线（1260km）。其中，朔黄线营运里程最短，2018 年运量 3.16 亿吨，仅为大秦线同年运量的 70%，但产能利用率已达 90.29%，且其下水港黄骅港产能扼制，难以持续给量；张唐线营运里程较长，为大秦线全长的 1.56 倍，对上游企业来说运输费率成本较高；瓦日线运营里程最长，为大秦线全长的 1.91 倍，运输成本同样较高，另一方面瓦日线和大秦线煤源区域重合度较低且集运站建设相对较缓。综合运输成本、产能空间与配套设施考虑，西煤东运其余三条干线对大秦线的分流影响较弱。

图 13：西煤东运四大干线一览



资料来源：百度地图，浙商证券研究所

**需求端有保障，脱离煤炭及火电周期。**长期看我国能源结构仍以煤炭为主，单个线路需求主要看煤源。煤源集中化趋势、铁路货运增量推进及低价运效益共振，大秦线在需求端保障充足，因此更需要考虑的是未来运能扩张问题。虽然大秦线 2019 年受矿难、水害、台风等外部突发短期事件影响，运量同比回落 4.48% 至 4.31 亿吨，2020 年一季度受新冠疫情影响运量也同比收缩，但低谷将过，国内疫情控制、复工复产推进及高速公路恢复收费持续释放积极信号。我们认为，短期消极因素消失后利空出尽，“三层安全垫”支撑叠加低基数效应，大秦线运量未来有望高位维增，刚性需求逻辑有望持续兑现，从而带来利润回暖。

表 5: 受外部短期突发事件影响, 19 年及 20 年 1-5 月大秦线运量同比下滑

时间	事件
2019 年 1 月	陕北矿难, 安全大检查影响作业
2019 年 2 月	内蒙古锡林郭勒矿难, 新一轮安全大检查影响作业
2019 年 3 月	两会, 煤矿作业推迟开工
2019 年 4 月	进入春季检修期
2019 年 5 月	水电骤增, 动力煤需求骤减
2019 年 6 月	水电影响动力煤需求, 大秦运量调整恢复
2019 年 7 月	水害影响
2019 年 8 月	上旬秦皇岛电缆事故, 中旬台风
2019 年 9 月	大秦线秋季检修提前至 9 月中旬开始
2019 年 10 月	大修错期影响
2019 年 11 月	曹妃甸港卸车影响
2020 年 1-4 月	突发新冠肺炎疫情影响
2020 年 5 月	进入春季检修期

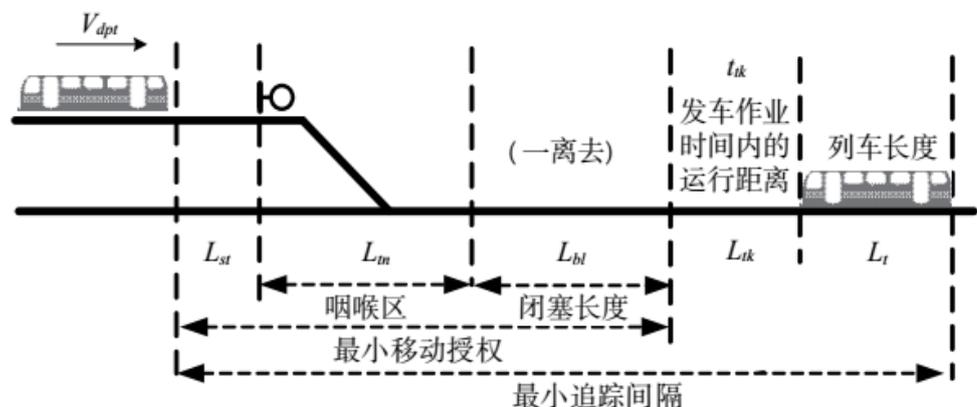
资料来源: 网络公开资料, 浙商证券研究所

## 2.2. 供给: 当前运力仍足, 未来扩产仍有空间

铁路货运运能来自发车间隔、列长、车重三方面:

1) **发车间隔:** 列车发车间隔是指前方列车从车站发车时起, 至该站同方向下一列车发车时止的最小时间间隔, 包含了前行列车出站至出清第一个闭塞分区的时间和办理后行列车出站作业的时间。发车间隔越短, 则单日可发车列次越多。2010 年以来, 公司加速机车车辆周转, 将 2 万吨、1.5 万吨列车平均追踪间隔时间压缩至 13 分钟以内, 万吨列车平均追踪间隔时间压缩至 10 分钟以内, 发车间隔持续缩短。

图 14: 列车出发追踪间隔示意图



资料来源: 《铁路运输与经济》, 浙商证券研究所

2) **列长:** 列车列长是指列车车身的长度。其他条件不变, 列车越长则单次运量越大。目前大秦线上开行的货列分为 2 万吨重载、1.5 万吨重载及 1 万吨重载 (单元万

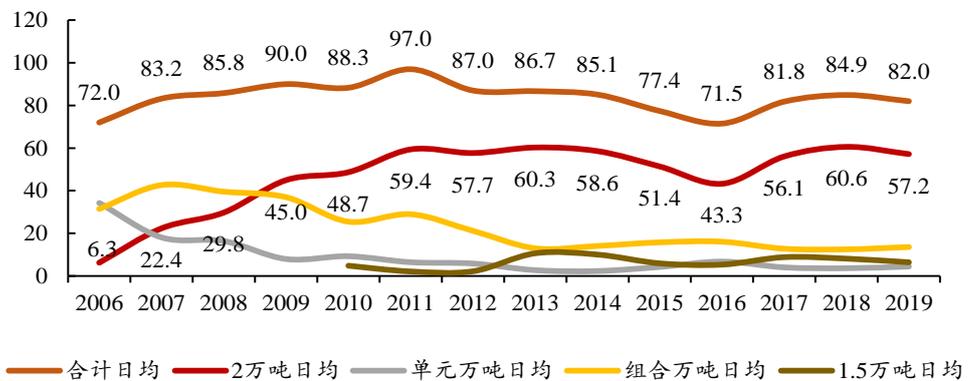
吨及组合万吨)三种类型,3万吨重载也已经于2014年运行试验成功,但尚未投运,2万吨重载车身总长2658米左右,尚未投运的3万吨重载车身总长则约3971米。挖潜提效战略带动下,公司不断增加重载列车开行对数,2万吨日均发车列次由2006年的6.3列高增至2019年的59.2列,占比由8.75%上升至69.76%,复合增速18.49%

图 15: 重载货运列车在大秦铁路开行



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 16: 2万吨重载列车是运载主体

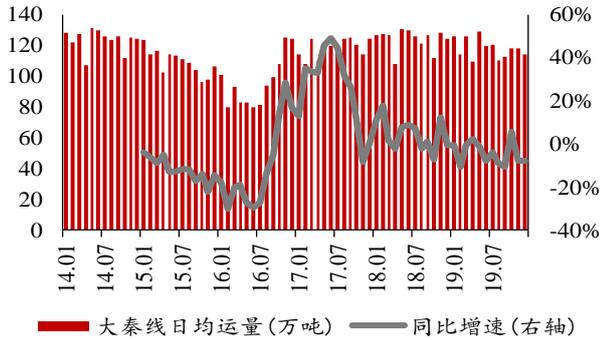


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3) **车重:** 列车车重是指单车载重。其他条件不变,列车单车载重越重则单次运量越大。目前大秦线主要列车为C80型煤矿专用敞车,单车载重80吨。与之对比,瓦日线已成功试运行C96型敞车,单车载重96吨。从长期角度考虑,若大秦线车辆升级,在其他条件不变情况下有望从根源提升运能20%。

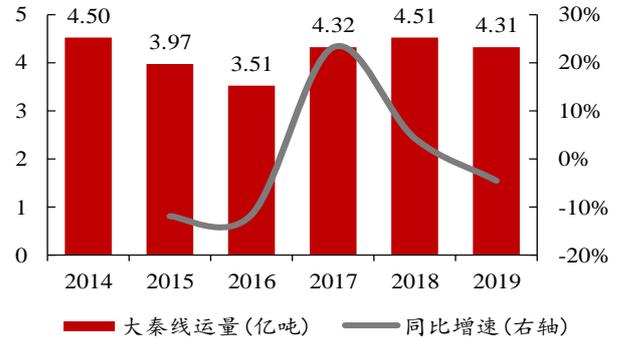
大秦线历史最大运能4.65亿吨左右,对应当前需求相对充足。大秦线设计年运能为4亿吨,按2014年中旬单月高峰情形推算,年化运能上限可达4.65亿吨,对应2019年全年4.31亿吨货运量,产能相对充足;对应近5年运量峰值4.51亿吨(2018年)也仍有3.1%的运力空间。

图 17：按 14 年月运量峰值看大秦线年运能可达 4.65 亿吨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：对应近年运量看大秦线运力无忧



资料来源：Wind，浙商证券研究所

对应车重及列长，大秦线未来仍有产能扩张空间。以 2019 年数据看，大秦线运量 4.31 亿吨，2 万吨编组日均发车 59.2 列、1.5 万吨编组日均发车 6.4 列、万吨编组日均发车 18.1 列。对应车重及列长我们对大秦线进行运能空间测算，保守假设 2 万吨与 1.5 万吨编组的发车间隔为 13 分钟、万吨编组的发车间隔为 10 分钟，若将线路上 1.5 万吨编组与万吨编组列车全部替换为 2 万吨编组(对万吨编组列车进行换算时根据发车间隔差异作出调整)，则年度货运量将在原 4.31 亿吨基础上提升 32.19%至 5.70 亿吨；若将线路上现有 1.5 万吨及万吨编组替换为尚未投运的 3 万吨编组（假设 3 万吨编组的发车间隔同为 13 分钟，对万吨编组列车进行换算时根据发车间隔差异作出调整），2 万吨编组数量维持不变，则年度货运量将在原 4.31 亿吨基础上提升 48.15%至 6.39 亿吨。

表 6：大秦铁路 2 万吨与 3 万吨重载编组主要技术参数比较

	2 万吨重载	3 万吨重载
车身总长(米)	2658	3971
机车数量(台)	4	4
机车型号	8 轴 SS4G 型电力机车	和谐号 HXD1 大功率交流传动电力机车
货车数量(节)	201	315

资料来源：中国科学院，新华网，浙商证券研究所

### 2.3. 运费：实行政府指导原则，当前执行基准运价

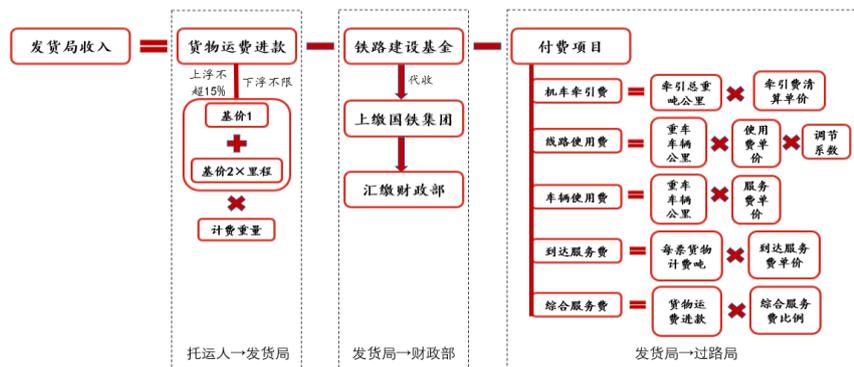
铁路货运定价逐步市场化。2014 年起，铁路货运由政府定价转变为政府指导价；2015 年，运价市场化方面进一步放权，铁路运输企业有权在基准价基础上 10%幅度内适当上浮运价，下浮不限；2017 年，国铁口径电气化附加费并入统一运价，上浮限制上调至 15%。此外，2018 年 1 月 1 日起，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式，发货局收取全段运费进款，并按照国铁集团定价标准向过路局支付机车牵引等服务费，从而提升运价调节的市场化水平。整体看我国铁路货运定价市场化程度在不断提高，价格形成机制趋于有效。

表 7：铁路货运价格相关政策变革一览

时间	事件
2020.03	国家发改委修改《中央定价目录》，删除 2015 年以来国家明确放开或取消的价格和收费项目，主要涉及铁路、民航、港口等行业，以巩固近年来价格和收费改革成果
2018.12	国家发改委进一步清理规范铁路货物运输相关收费，简化梳理铁路货物运输杂费、规范收费行为
2018.01	《铁路货物运输进款清算办法(试行)》实施，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式
2017.06	国家发改委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，对 12 个货物品类运输价格实行市场调节，将电力附加费并入国铁统一运价，铁路运输企业可以基准价为基础，在上浮不超过 15%，下浮不限的范围内自主决定运价水平
2016.11	国家发改委清理规范涉及铁路货物运输有关收费，重点在于清理地方政府附加收费、规范降低专用线产权或经营单位收费、规范铁路运输企业收费
2015.04	《铁路法》修订，从法律层面明确铁路杂费由铁路运输企业自定
2015.01	国家发改委发布《关于调整铁路货运价格、进一步完善价格形成机制的通知》，将货运统一价格由平均每吨公里 14.51 分钱提高到 15.51 分钱，并作为基准价，允许适当上浮，上浮幅度最高不超过 10%，下浮不限
2015.01	国家发改委放开散货快运、包裹运输等部分铁路运输产品价格，对社会资本投资控股新建铁路货物运价实行市场调节价
2014.01	国家发改委发布《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》，将国家铁路统一运价率由平均每吨公里 13.01 分钱提高至 14.51 分钱，铁路运价由政府定价改为政府指导价，下浮不限
2012.05	国家铁路货物统一运价平均每吨公里提高 1 分钱，即由现行平均每吨公里 10.51 分钱提高到 11.51 分钱。其中，运营价格由平均每吨公里 7.21 分钱提高到 8.21 分钱，铁路建设基金维持现行标准不变
2011.03	国家铁路货物统一运价平均每吨公里提高 0.2 分钱，即由现行平均每吨公里 10.31 分钱提高到 10.51 分钱。其中，货物运营价格由平均每吨公里 7.01 分钱提高到 7.21 分钱，铁路建设基金维持现行标准不变

资料来源：国家发改委，国铁集团，浙商证券研究所

图 19：新铁路货运清算办法计费规则



新清算办法适用范围：铁路局集团公司、合资铁路公司、铁路上市公司、地方铁路公司

资料来源：国铁集团，浙商证券研究所

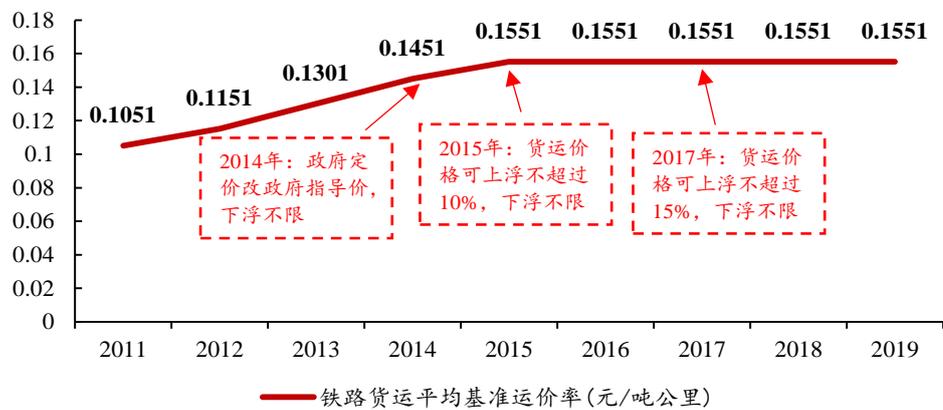
**铁路货运当前施行政府指导价。**国铁货物统一运价率实行政府指导价,各铁路运输企业可参考基准价在一定幅度之内根据实际市场需求调节定价标准。2011年以来,我国铁路货运平均基准运价率总体稳增,由10.51分/吨公里上调至15.51分/吨公里,涨幅48%。其中,国铁统一运费12.21分/吨公里、铁路建设基金普通整车费率3.3分/吨公里。至此铁路货运价格水平的调整基本到位,铁路与公路的合理比价关系基本实现,铁路货运企业的经营效益得到改善。

表 8: 铁路货运定价表

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		单位	标准	单位	标准
整车	2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
	4(适用煤炭)	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
	5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
	7			元/轴公里	0.525
	机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140
零担	21	元/10 千克	0.22	元/10 千克公里	0.00111
	22	元/11 千克	0.28	元/11 千克公里	0.00155
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500.00	元/箱公里	2.025
	40 英尺箱	元/箱	680.00	元/箱公里	2.754

资料来源: 国铁集团, 浙商证券研究所

图 20: 我国铁路货运费率政策不断放开



资料来源: 国家发改委, 国铁集团, 浙商证券研究所

**大秦线执行基准运价, 仍有上调空间。**自2011年以来, 公司货运价格有所调整, 累计变动6次。其中, 2012-2015年间公司运价整体上调4次, 带来货运收入增量; 2016年2月, 公司运价回调, 但2017年3月又上调恢复至原有水平。大秦线实行国铁货物统一运价, 上浮权限仍未使用, 价格仍有上调空间。

**表 9：2012 年以来大秦铁路共经历 6 次运价调整**

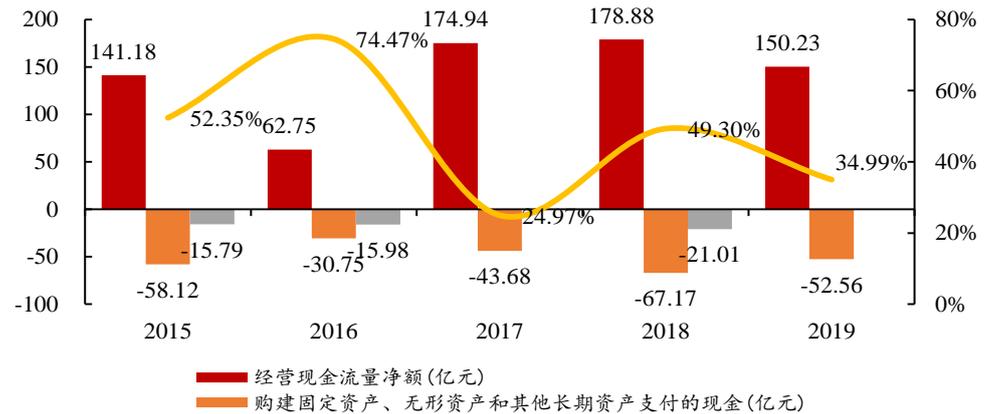
时间	调整方向	调整情况	对年度营业收入影响
2012.05	上调	货物平均运价水平每吨公里上调 1 分。其中，煤炭运价基价 1 由 10.80 元/吨上调至 12.20 元/吨，基价 2 由 0.0553 元/吨公里上调至 0.0629 元/吨公里。公司管内实行特殊货物运价的大秦、丰沙大、京原三线煤炭现行运价不变。	导致公司 2012 年营业收入增加约 8 亿元
2013.02	上调	货物平均运价水平每吨公里上调 1.5 分。其中，煤炭运价基价 1 由 12.20 元/吨上调至 13.80 元/吨，基价 2 由 0.0629 元/吨公里上调至 0.0753 元/吨公里。公司管内大秦、丰沙大、京原三线煤炭现行运价不变。	导致公司 2013 年营业收入增加约 16 亿元
2014.02	上调	货物平均运价水平每吨公里提高 1.5 分。其中，煤炭运价基价 1 由 13.80 元/吨上调至 15.50 元/吨，基价 2 由 0.0753 元/吨公里上调至 0.089 元/吨公里。公司管内大秦、京原、丰沙大三线本线煤炭运输运价率每吨公里提高 1.5 分。	导致公司 2014 年营业收入增加约 43 亿元
2015.02	上调	国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱，即由现行 14.51 分提高到 15.51 分，其中，煤炭运价基价 1 由 15.50 元/吨上调至 16.30 元/吨，基价 2 由 0.089 元/吨公里上调至 0.098 元/吨公里；大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭（指发、到站均在本线的煤炭）运价率由现行 9.01 分提高到 10.01 分。	导致公司 2015 年营业收入增加约 24.1 亿元
2016.02	下调	煤炭运价每吨公里下调 1 分钱	导致公司 2016 年营业收入减少约 24 亿元
2017.03	上调	对管内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率 9.80 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平（指发、到站均在本线的煤炭）恢复至基准运价率 10.01 分/吨公里。	经浙商交运测算，导致 2017 年营业收入增加约 26.9 亿元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3. 现金流充足，稳健投资，适时扩大煤炭运输板块布局

经营性现金流充足，板块对外投资能力较强。资产流动性方面，公司2020年一季度末账面货币资金146.79亿元；现金流方面，2015年至2019年，公司“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”及“取得子公司以及其他营业单位支付的现金净额”两项投资现金流量明细项的绝对值占经营现金流量净额比重波动下行至34.99%。总体来说，公司流动性较为充裕，经营现金流足以应对潜在的板块对外投资事项。

图 21：公司充足的经营现金流量足以应对扩张性板块投资需求



资料来源：Wind，浙商证券研究所

适时投资，扩大板块布局。公司自设立以来分批有序实施对铁路公司的参股或收购，设立初期主要是出资收购主煤源地山西境内的线路资产，以整合腹地货运资源；后续随着辅助业务多元化拓展的需要，公司收购太原铁路局运输主业，承担部分客运业务、获取旅客运输服务收入；近5年来公司整体收购太原局集团太原通信段资产并控股唐港铁路、参股蒙华铁路，同时近期计划公开发行不超过320亿元可转债，用于收购太原局集团国有授权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，在业务版图整体性、上下游运输协同性、板块范围权益扩张及经营独立性等方面有所推进。

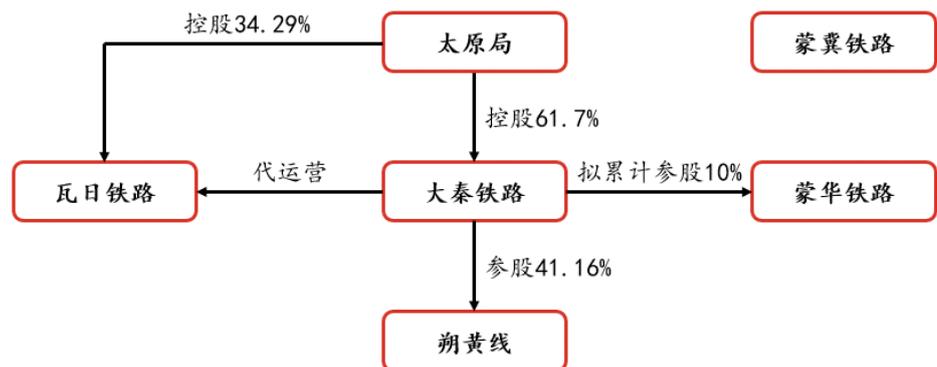
表 10：公司历年有序扩大煤炭运输板块布局

时间	板块投资扩张情况
2005.01	收购丰沙大线、北同蒲线等资产和大秦线专用货车
2010.10	通过贷款和公开增发相结合的方式，筹集资金 328 亿元，成功收购太原铁路局运输主业相关资产及股权，及朔黄铁路 41.16%的股权
2015.11	公司收购太原铁路局持有的太兴公司 70%股权，并以太古岚铁路既有线路资产向太兴公司增资
2018.12	支付对价 4.55 亿元整体收购中国铁路太原局集团有限公司太原通信段
2018.12	支付对价 17.47 亿元收购控股股东中国铁路太原局集团有限公司持有的唐港铁路有限责任公司 19.73%股权
2019.10	拟以自有资金 39.85 亿元再度出资蒙西华中铁路股份有限公司，本次出资完成后公司持有蒙华公司股权比例将增至 10%
2020.04	拟公开发行不超过 320 亿元（含 320 亿元）可转换公司债券，募集资金用于收购太原局集团公司国有授权经营土地使用权及西南环线有限责任公司 51%股权

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

**板块话语权增大，有助于未来板块整合。**目前看，公司第一大股东太原局持有瓦日铁路 34.29%股权，且公司自身在西煤东运及北煤南运的主要竞争分流线路上都已有股权合作布局，朔黄线已为公司贡献大额投资收益。同时公司旗下侯禹公司、太兴铁路及唐港公司也将继续贡献大幅利润增量。此外，公司最新公告拟公开发行可转债，用于收购太原局集团国有授权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，以此为起点，我们认为未来公司将持续推动板块整合，从而增大话语权以提升主业经营独立性。

图 22：西煤东运主要干线股权关系一览



资料来源：浙商证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 业绩利空出尽，预期进入回升期

收入端：

- 1) 假设大秦铁路旗下各线路运费不变；
- 2) 考虑到大秦线供需情况，假设 2020-2022 年运量分别为 4.00 亿吨、4.35 亿吨、4.45 亿吨；
- 3) 考虑到“公转铁”的推进，假设其他线路煤炭运量 2020-2022 年货物发送量分别为 2.68 亿吨、2.90 亿吨、3.10 亿吨；
- 4) 考虑到煤源的稳定性，假设各线路煤炭运距维持稳定；
- 5) 考虑到新冠疫情对客运的影响，假设 2020-2022 年客运收入分别同比-25%、+35%、+15%。

我们预计 2020 年-2022 年大秦铁路货运收入分别为 629 亿元、682 亿元、713 亿元，营业总收入分别为 800 亿元、876 亿元、921 亿元。

**表 11：收费拆分（亿元、亿吨）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	783	799	800	876	921
YOY		2.01%	0.14%	9.46%	5.19%
1、货运收入(亿元)	598	612	629	682	713
YOY		2.30%	2.84%	8.41%	4.54%
总发送量(亿吨)	6.42	6.84	6.68	7.25	7.55
大秦线运量(亿吨)	4.51	4.31	4.00	4.35	4.45
2、客运收入(亿元)	73.59	76.14	57.11	77.09	88.66
YOY		3.47%	-25.00%	35.00%	15.00%
3、其他收入(亿元)	112	111	114	117	120

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

成本端：

- 1) 假设人工成本维持 7%-8%同比增长；
- 2) 假设材料、燃料、货车使用费等成本与货运量增速维持一致；
- 3) 假设客运服务费、检修费、折旧及房屋租赁费等维稳，维持 1%-3%微增

预计公司 2020 年-2022 年营业成本分别为 645 亿元、692 亿元、732 亿元。

**表 12：成本拆分(亿元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业成本	589	620	645	692	732
YOY		5.25%	4.00%	7.32%	5.77%
1、主营业务成本	576	604	629	675	715
其中：人工成本	170	185	196	214	229
货运服务费	153	167	180	198	214
折旧摊销	69	71	72	74	75
2、其他业务成本	13	15	16	16	17

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 利润端：

在承运制清算改革后，收入及成本口径虽有扩大，但大秦铁路利润主要来源仍为大秦线利润及朔黄铁路投资收益，考虑到朔黄铁路运能接近饱和，此处假设朔黄铁路贡献投资收益与 2019 年持平为 31.34 亿元。

综合以上收入、成本及投资收益，预计大秦铁路 2020 年-2022 年归母净利润分别为 118.21 亿元、139.43 亿元、142.84 亿元。

**表 13：简易利润表(亿元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	783.45	799.17	800.29	876.01	921.47
YOY		2.01%	0.14%	9.46%	5.19%
营业成本	589.02	619.93	644.74	691.92	731.83
YOY		5.25%	4.00%	7.32%	5.77%
总毛利	194.42	179.24	155.55	184.09	189.63
YOY		-7.81%	-13.22%	18.35%	3.01%
朔黄投资收益	30.84	31.34	31.34	31.34	31.34
归母净利润	145.44	136.69	118.21	139.43	142.84
YOY		-6.02%	-13.52%	17.96%	2.44%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2. PB 托底股价配合高分红，具有绝对收益属性

公司承诺每股分红 0.48 元，实现分红与利润脱钩。根据公司未来三年（2020 年-2022 年）股东分红回报规划，各年每股派发现金股利 0.48 元，这意味着未来三年内现金分红与利润情况完全脱钩，固定股利数额保障投资者绝对回报。按当前收盘价计算，公司股息率在 6.9% 左右。

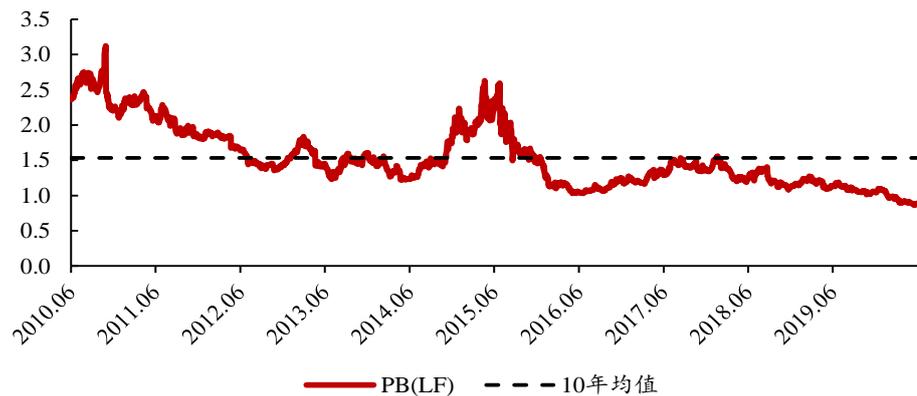
**表 14：公司现金分红情况及预测（收盘价截止 2020/06/05）**

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
归母净利润(亿元)	71.68	133.50	145.44	136.69	112.54	133.75	137.36
现金分红(亿元)	37.17	69.87	71.36	71.36	71.36	71.36	71.36
总股本(亿股)	148.67	148.67	148.67	148.67	148.67	148.67	148.67
每股分红(元)	0.25	0.47	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
分红比例	51.85%	52.34%	49.06%	52.20%	63.41%	53.35%	51.95%
股息率	3.59%	6.75%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：归母净利润预测值为万得一致预测

**PB 已在历史底部，托底股价。**当前，公司 PB 仅在 0.89 左右，估值已经见底。公司 3 年、5 年、10 年 PB 均值分别为 1.21、1.27、1.53，因此当前 PB 估值相对 3 年、5 年、10 年均值仍分别有 35.75%、42.24%、72.37% 的上行空间。目前 PB 托底，股价向下的空间已经不大。

**图 23：公司当前 PB(LF)已在历史底部**


资料来源：Wind，浙商证券研究所

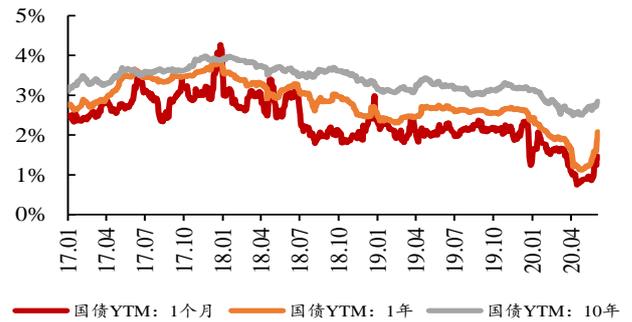
**从类债券角度看，具有绝对收益配置价值。**4 月我国央行定向降准、逆回购降息等逆周期政策宽松力度持续加码，引导 LPR 贷款报价利率下行，国债收益率仍在相对低位。外部流动性宽松环境下，市场层面对高股息资产更为偏好，个股层面大秦铁路绝对分红凸显自身类固收属性投资价值，当前股息收益率在 6.9% 左右，防守配置吸引力较强。

图 24：贷款市场报价利率下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：国债到期收益率处于相对低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3. 投资建议及评级

对于大秦铁路的投资思考，我们从收益率角度来看，看三年投资收益：

- 1) **股息收益**：根据公司分红承诺，未来三年每年每股分红 0.48 元，三年总分红 1.44 元，相对当前股价收益率 20.69%。
- 2) **股价收益**：考虑到当前业绩影响利空出尽，乐观假设未来三年 PB 估值回升至 3 年均值的 1.21 倍，则具有 35.75%空间；悲观假设 PB 估值回升至 1 倍 PB，则具有 12.42%空间。

结合股息收益及股价收益，乐观假设下三年总收益率 56.44%，年复合收益 18.81%，悲观假设下三年总收益率 33.11%，年复合收益 11.04%。

基于以上收益考虑，我们给予“增持”评级，建议做绝对收益配置。

### 4.4. 风险提示

- 宏观经济波动导致煤炭需求不及预期。
- 公转铁政策推进不及预期。
- 并表子公司业绩不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>29034</b>	<b>41096</b>	<b>49135</b>	<b>59732</b>
现金	15346	28057	35573	45540
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5975	6686	6953	7301
其它应收款	1953	1855	2115	1974
预付账款	100	144	134	126
存货	1501	1525	1525	1517
其他	4159	2828	2835	3274
<b>非流动资产</b>	<b>119009</b>	<b>115213</b>	<b>115706</b>	<b>113686</b>
金额资产类	0	67	34	51
长期投资	26533	23432	24983	24207
固定资产	79944	79690	79134	78294
无形资产	8972	8837	8699	8558
在建工程	1821	1457	1166	933
其他	1739	1729	1691	1643
<b>资产总计</b>	<b>148044</b>	<b>156309</b>	<b>164841</b>	<b>173418</b>
<b>流动负债</b>	<b>14170</b>	<b>15902</b>	<b>16077</b>	<b>15811</b>
短期借款	39	13	17	23
应付款项	3237	3968	4275	4234
预收账款	1174	1280	1239	1231
其他	9721	10641	10545	10323
<b>非流动负债</b>	<b>11650</b>	<b>11969</b>	<b>11895</b>	<b>11838</b>
长期借款	8983	8983	8983	8983
其他	2667	2985	2912	2854
<b>负债合计</b>	<b>25821</b>	<b>27870</b>	<b>27972</b>	<b>27649</b>
少数股东权益	8342	9873	11496	13248
归属母公司股东权	113881	118566	125373	132521
<b>负债和股东权益</b>	<b>148044</b>	<b>156309</b>	<b>164841</b>	<b>173418</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>15023</b>	<b>19307</b>	<b>16867</b>	<b>17796</b>
净利润	15171	13352	15566	16036
折旧摊销	7332	5287	5524	5751
财务费用	142	159	7	(124)
投资损失	(2989)	(3134)	(3134)	(3134)
营运资金变动	(5910)	3624	(1129)	(780)
其它	1277	20	33	47
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7958)</b>	<b>813</b>	<b>(2387)</b>	<b>(726)</b>
资本支出	2527	(4500)	(4500)	(4500)
长期投资	(6066)	3033	(1516)	758
其他	(4420)	2280	3629	3015
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10193)</b>	<b>(7408)</b>	<b>(6964)</b>	<b>(7103)</b>
短期借款	39	(26)	4	6
长期借款	(1111)	0	0	0
其他	(9120)	(7383)	(6968)	(7109)
<b>现金净增加额</b>	<b>(3129)</b>	<b>12711</b>	<b>7516</b>	<b>9967</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>79917</b>	<b>80029</b>	<b>87601</b>	<b>92147</b>
营业成本	61704	64474	69192	73183
营业税金及附加	291	291	319	335
营业费用	198	198	217	228
管理费用	717	718	786	827
研发费用	9	9	10	11
财务费用	142	159	7	(124)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2989	3134	3134	3134
其他经营收益	100	105	103	101
<b>营业利润</b>	<b>19975</b>	<b>17418</b>	<b>20307</b>	<b>20921</b>
营业外收支	(183)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>19791</b>	<b>17418</b>	<b>20307</b>	<b>20921</b>
所得税	4621	4067	4741	4884
<b>净利润</b>	<b>15171</b>	<b>13352</b>	<b>15566</b>	<b>16036</b>
少数股东损益	1501	1531	1623	1753
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13669</b>	<b>11821</b>	<b>13943</b>	<b>14284</b>
EBITDA	27344	22864	25838	26548
EPS (最新摊薄)	0.92	0.80	0.94	0.96
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.01%	0.14%	9.46%	5.19%
营业利润	-6.27%	-12.80%	16.59%	3.02%
归属母公司净利润	-6.02%	-13.52%	17.96%	2.44%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.79%	19.44%	21.01%	20.58%
净利率	18.98%	16.68%	17.77%	17.40%
ROE	11.55%	9.43%	10.51%	10.11%
ROIC	12.18%	10.28%	11.29%	11.00%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.44%	17.83%	16.97%	15.94%
净负债比率	37.60%	34.55%	35.01%	35.12%
流动比率	2.05	2.58	3.06	3.78
速动比率	1.94	2.49	2.96	3.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.53	0.55	0.54
应收帐款周转率	13.07	12.64	12.85	12.93
应付帐款周转率	16.98	20.20	20.47	20.32
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.92	0.80	0.94	0.96
每股经营现金	1.01	1.30	1.13	1.20
每股净资产	7.66	7.98	8.43	8.91
<b>估值比率</b>				
P/E	7.57	8.75	7.42	7.24
P/B	0.91	0.87	0.83	0.78
EV/EBITDA	4.65	4.28	3.56	3.15

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“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 29 层

北京地址：北京市西城区广安门外大街 1 号深圳大厦 4 层

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>