

公司研究/公告点评

2020年08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): 6.54  
目标价格(元): 7.80

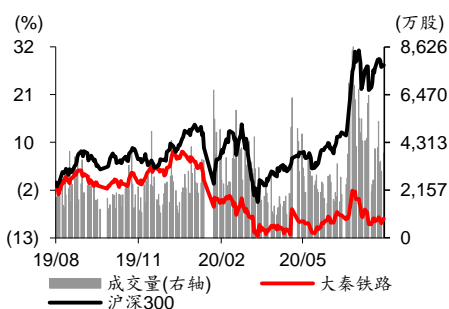
沈晓峰 SAC No. S0570516110001  
研究员 SFC No. BCG366  
021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 SAC No. S0570518090003  
研究员 SFC No. BIX840  
0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《大秦铁路(601006 SH,增持): 运煤旺季+补库存, 6月运量超预期》2020.07
- 2《大秦铁路(601006 SH,增持): 电煤迎峰度夏, 运输旺季来临》2020.06
- 3《大秦铁路(601006 SH,增持): 分红承诺强化类债属性》2020.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 受益进口煤管制, 大秦运量处高位

## 大秦铁路(601006)

### 受益于进口煤管制与电煤旺季累库存, 大秦线7月运量维持高位

7月, 大秦线完成货运量 3903 万吨, 同比增长 4.67%; 日均运量 125.9 万吨 (高于我们预测的 115-120 万吨) (公司公告 2020/8/10)。夏季用煤高峰期来临, 港口与电厂累库存, 叠加进口煤管控, 大秦线7月运量维持高位 (2014 年以来, 仅有 13 个月突破 126 万吨/日)。展望 8 月, 电煤旺季已进入后半程, 汛期过后水力发电量或将提升, 且港口和电厂库存不低; 但在大秦线开展秋季例行检修前, 我们认为下游仍有刚性运输需求, 预计 8 月大秦线日均运量维持在 120-125 万吨。我们预计 2020/21/22 年 EPS 为 0.78/0.88/0.86 元, 目标价为 7.8 元。维持“增持”评级。

### 受长江流域水灾的影响, 7月沿海用煤需求较弱

我们认为, 7月长江流域水灾拖累了东部地区的用煤需求, 主要因为: 1) 降雨天气使夏季气温上升慢; 2) 汛期影响工业生产进度。年初至 6 月三峡水库入库流量同比降低 5.9%, 但 7 月同比提高 44.7%。目前, 国内矿企已全面恢复生产, 1-6 月, 我国原煤产量同比增长 0.6%, 大秦线主要货源地山西省的煤炭产量同比增加 2.3%。7 月港口煤炭吞吐量较 6 月峰值略有回落。7 月, 秦港、黄骅港、曹妃甸港、京唐东港的煤炭铁路调入量同比变动 -4%、+13%、+17%、-1%, 环比变动 -7%、+4%、-14%、-7%。(Wind)

### 但是受益于进口煤管制与旺季累库存, 7月铁路运量高位运行

夏季用煤旺季来临, 电厂和贸易商加快补货。秦港库存从 7 月初 490 万吨提高到 7 月末的 509 万吨 (2019 年均值 605 万吨)。7 月, 全国主要电厂煤炭可用天数稳定在 25 天以上 (国家铁路局)。进口煤管控在 7 月继续收紧, 大秦线的竞争压力得以减轻。7 月, 全国进口煤同比下降 20.6%; 1-6 月, 进口煤同比增加 12.6%。(数据来源: Wind)

### 展望 8 月, 迎峰度夏步入后半程, 预计运量 120-125 万吨

我们预计, 大秦线 8 月的日均运量维持在 120-125 万吨, 基于: 1) 大秦线下游地区处于电煤旺季后半程 (传统旺季为 7 月中旬-9 月中旬); 2) 汛期过后水电发电量或有所提高, 但气温提升也将提振整体用电量; 3) 经历 2 个月的补库存后, 港口和电厂库存并不低, 但考虑 9 月下旬为大秦线秋季例行检修期 (库存去化时期), 我们认为电厂和贸易商仍有刚性运输需求。

### 最低分红承诺稳定派息预期, 高股息率有较强吸引力

考虑 7 月运量高于我们预期, 我们上调大秦线 2020/21/22 年运量预测至 4.02/4.35/4.35 亿吨 (前次 3.97/4.35/4.35 亿吨), 因此上调归母净利润预测至 116/131/128 亿元 (前次 113/131/128 亿元)。公司 2020/21/22 年分红规划提出每年每股股息不低于 0.48 元, 对应每年股息率不低于 7.3% (收盘价 2020/8/10)。参考公司历史 PE 中枢 10x, 我们基于 10x 2020PE 给予目标价 7.8 元 (前次 7.6-8.0 元)。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)	6.44-8.22
总市值 (百万元)	97,229
总资产 (百万元)	148,807
每股净资产 (元)	7.82

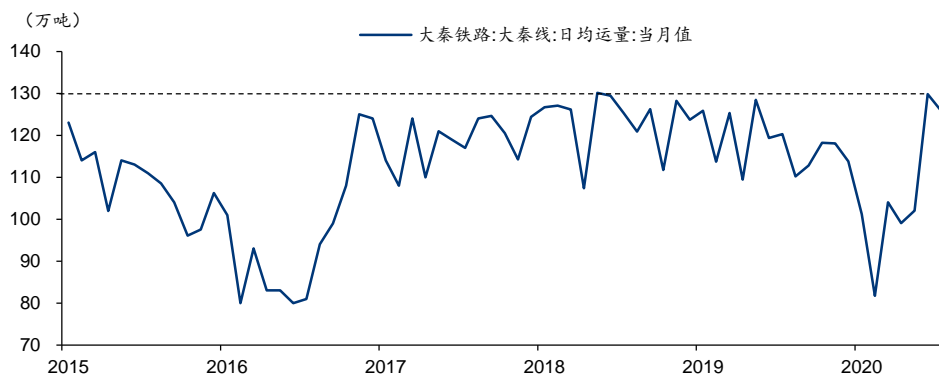
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	78,345	79,917	73,410	80,095	82,669
+/-%	35.45	2.01	(8.14)	9.11	3.21
归属母公司净利润 (百万元)	14,544	13,669	11,604	13,134	12,768
+/-%	8.99	(6.02)	(15.11)	13.19	(2.79)
EPS (元, 最新摊薄)	0.98	0.92	0.78	0.88	0.86
PE (倍)	6.69	7.11	8.38	7.40	7.61

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**



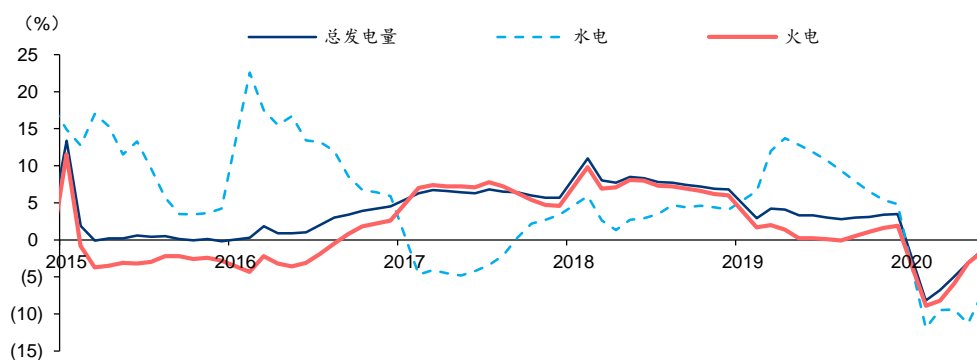
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2：秦皇岛港煤炭库存**



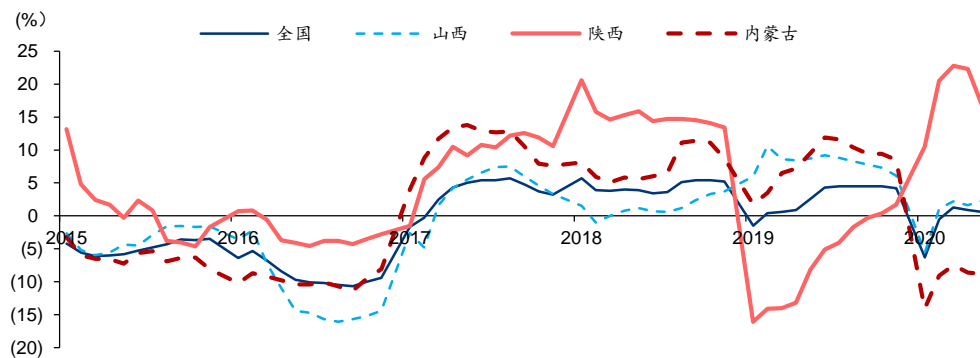
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3：发电量累计同比增速**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

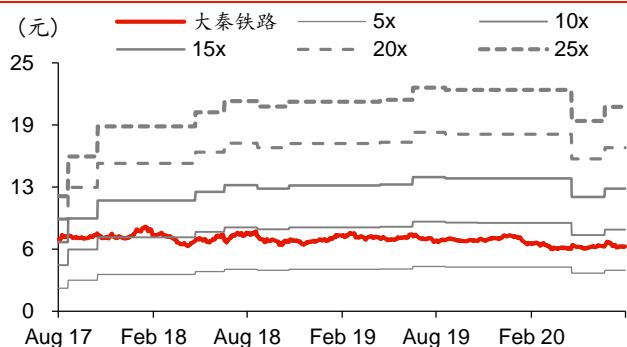
图表4: 原煤产量累计同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

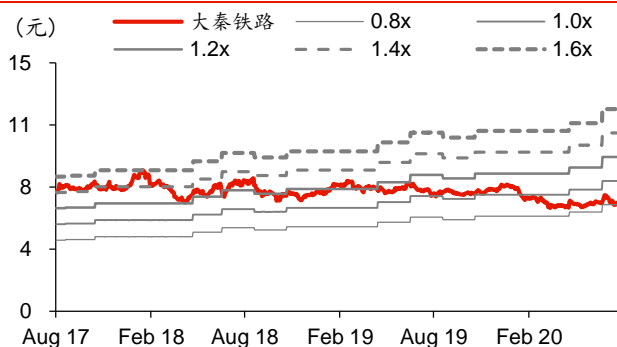
**PE/PB - Bands**

图表5: 大秦铁路历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 大秦铁路历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

经济快速下行，浩吉、蒙冀、瓦日铁路分流运量，公路治超放松。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	30,588	29,034	38,986	47,551	56,090
现金	18,476	15,346	25,577	33,636	41,683
应收账款	6,253	5,975	5,919	6,288	6,497
其他应收账款	2,582	2,002	2,149	2,176	2,333
预付账款	157.77	100.24	172.79	152.78	155.04
存货	1,547	1,501	1,732	1,688	1,787
其他流动资产	1,572	4,110	3,436	3,609	3,635
非流动资产	115,362	119,009	117,906	115,879	113,894
长期投资	20,332	26,533	26,533	26,533	26,533
固定投资	81,910	79,944	78,071	75,099	71,951
无形资产	8,915	8,972	9,813	10,868	12,060
其他非流动资产	4,205	3,560	3,489	3,380	3,351
资产总计	145,950	148,044	156,891	163,430	169,984
流动负债	18,308	14,170	17,307	16,839	16,638
短期借款	0.00	38.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,145	3,121	4,184	4,052	4,127
其他流动负债	14,163	11,011	13,123	12,787	12,511
非流动负债	13,177	11,650	11,542	11,063	10,626
长期借款	10,095	8,983	8,583	8,183	7,783
其他非流动负债	3,083	2,667	2,959	2,880	2,843
负债合计	31,485	25,821	28,849	27,903	27,264
少数股东权益	7,969	8,342	9,693	11,180	12,740
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	23,898	23,898	23,898	23,898	23,898
留存公积	68,502	75,035	79,584	85,583	91,215
归属母公司股东权益	106,495	113,881	118,349	124,348	129,980
负债和股东权益	145,950	148,044	156,891	163,430	169,984

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	17,888	15,023	21,594	18,447	18,164
净利润	16,147	15,171	12,955	14,621	14,329
折旧摊销	7,155	7,332	7,481	7,642	7,778
财务费用	276.16	142.26	69.65	(122.57)	(293.22)
投资损失	(3,089)	(2,989)	(2,652)	(2,784)	(2,924)
营运资金变动	(3,675)	(4,951)	3,474	(890.48)	(653.32)
其他经营现金	1,074	317.58	265.74	(18.30)	(73.39)
投资活动现金	(3,277)	(7,958)	(3,795)	(2,941)	(2,898)
资本支出	6,717	5,256	5,442	4,500	4,459
长期投资	35.13	5,990	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,475	3,288	1,647	1,559	1,560
筹资活动现金	(7,919)	(10,193)	(7,569)	(7,446)	(7,219)
短期借款	0.00	38.50	(38.50)	0.00	0.00
长期借款	175.70	(1,111)	(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	(2,036)	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,058)	(9,120)	(7,131)	(7,046)	(6,819)
现金净增加额	6,692	(3,129)	10,230	8,059	8,047

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	78,345	79,917	73,410	80,095	82,669
营业成本	58,902	61,704	58,394	63,115	66,407
营业税金及附加	283.15	290.83	267.15	291.48	300.85
营业费用	200.29	197.98	161.50	176.21	181.87
管理费用	659.35	717.17	550.57	600.71	620.02
财务费用	276.16	142.26	69.65	(122.57)	(293.22)
资产减值损失	92.51	0.00	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	3,089	2,989	2,652	2,784	2,924
营业利润	21,311	19,975	16,740	18,941	18,498
营业外收入	65.81	62.72	63.75	63.41	63.52
营业外支出	670.18	246.20	250.00	250.00	250.00
利润总额	20,706	19,791	16,554	18,754	18,312
所得税	4,560	4,621	3,598	4,133	3,983
净利润	16,147	15,171	12,955	14,621	14,329
少数股东损益	1,602	1,501	1,351	1,486	1,561
归属母公司净利润	14,544	13,669	11,604	13,134	12,768
EBITDA	28,742	27,449	24,291	26,460	25,983
EPS (元, 基本)	0.98	0.92	0.78	0.88	0.86

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.45	2.01	(8.14)	9.11	3.21
营业利润	16.53	(6.27)	(16.19)	13.15	(2.34)
归属母公司净利润	8.99	(6.02)	(15.11)	13.19	(2.79)
获利能力 (%)					
毛利率	24.82	22.79	20.45	21.20	19.67
净利率	18.56	17.10	15.81	16.40	15.44
ROE	13.66	12.00	9.81	10.56	9.82
ROIC	18.20	16.05	14.44	16.37	16.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.57	17.44	18.39	17.07	16.04
净负债比率 (%)	35.41	37.60	32.55	32.08	31.41
流动比率	1.67	2.05	2.25	2.82	3.37
速动比率	1.59	1.94	2.15	2.72	3.26
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.54	0.48	0.50	0.50
应收账款周转率	12.84	12.90	12.18	12.94	12.76
应付账款周转率	14.77	16.98	15.99	15.33	16.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.92	0.78	0.88	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.01	1.45	1.24	1.22
每股净资产(最新摊薄)	7.16	7.66	7.96	8.36	8.74
估值比率					
PE (倍)	6.69	7.11	8.38	7.40	7.61
PB (倍)	0.91	0.85	0.82	0.78	0.75
EV_EBITDA (倍)	2.55	2.67	3.02	2.77	2.82

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限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

**香港:** 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: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 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

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 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