

大秦铁路(601006)

报告日期: 2023年05月09日

春季修错期 4月大秦线运量同比-9%，看好运量及业绩稳健性

——大秦铁路4月经营数据分析

投资要点

□ 春季修错期，4月大秦线运量同比下降8.8%

4月份大秦线日均运量102.0万吨，同比下降8.8%，主要系运量受到力度大于常年的春季修错影响以及去年同期春季修错期所致。据山西省交通运输厅，此次春季修（4.6-5.5）为历年来时间最长、施工量最大的一次集中检修，日均施工任务量超出以往约20%，但春季修结束后大秦线日运量或迅速回升至125万吨。2023年全年看，防疫显著优化后铁路煤炭运输供需三维度向好，大秦线运量有望稳健回升。

□ 预计2023年大秦线运量回升至4.3-4.4亿吨

1) **供给端**，据光明网，2023年山西省能源工作会议要求山西煤炭增产不低于5%，力争达到13.65亿吨以上，坚决完成国家下达的电煤保供任务；另据 CCTD 网，为完成煤炭增产保供工作，山西焦煤召开专题会议强调要加强生产组织，科学合理安排采掘衔接和生产计划，稳定提升日产量；要采取相关工作保障、达产稳产、产能核增、基建投产、停缓建处置、资源配置等措施，进一步释放先进产能。

2) **需求端**，工业需求预期方面，在政府工作报告建议中扩内需被置为23年首要重点工作，工业和制造业用电量将稳步提升，此外5-6月下游电厂传统备煤期临近，下游经济链修复带来发电需求增量有望带动煤炭日耗回升；**基建发力预期方面**，根据浙商建筑团队2023年3月6日《两会定调延续稳增长，财政政策提效助力，看好基建增长空间》报告观点，2023年尤其是上半年基建投资仍系稳住经济大盘的主要抓手。此外，3月28日召开的中国煤炭工业协会新闻发布会表示2023年全年煤炭需求将保持适度增加，其中电煤消费作为主要动力预计仍将平稳增长，冶金、建材和化工等行业煤炭消费将保持稳健增长。

伴随疫后煤炭供应保障能力增强，经济运行好转下工业及基建发力预期，有望对煤炭运输需求形成向好支撑，市场供需将保持平衡态势，我们预计大秦线2023年运量或可恢复至4.3-4.4亿吨。

□ 三层安全垫支撑，远期大秦线运量需求无忧

结构上长远看大秦线运量仍有“三层安全垫”支撑：1) **煤源结构调整**，煤产地持续向三西地区集中，区位优势巩固大秦铁路主业护城河；2) **运输结构调整**，公转铁持续推进，国铁集团与各地方政企合作推动铁路货运增量行动；3) **竞争线路分流较弱**，西煤东运四大干线比较下，大秦线运输成本优势仍存。煤源集中、大宗运输公转铁及低运输成本共振，大秦线在需求端保障充足。

□ 国企改革推进叠加中国特色估值体系构建或将带动公司估值修复

2023年3月16日，国务院国资委党委发表文章题为《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》，重点圈定新一轮国企改革深化提升行动的五大方向，明确以增强产业引领力、科技创新力、安全支撑力、打造现代新国企、围绕营造公平竞争市场环境为方向，旨在进一步提高国有资本和国有企业的核心竞争力。叠加此前提出的中国特色估值体系构建，考虑公司当前PB(LF)仅0.90倍，仍存在较大估值及情绪修复空间。

□ 绝对金额分红承诺脱钩利润，绝对收益形成托底

根据公司2020-2022年分红回报规划，每年每股派发现金分红不低于0.48元/股，对应2023/5/9收盘价的股息收益可达6.1%，托底绝对收益。基于业绩稳增长及股息高防御，建议关注公司稳健配置价值。

□ 盈利预测与估值

投资评级：增持(维持)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003

kuangpeiqin@stocke.com.cn

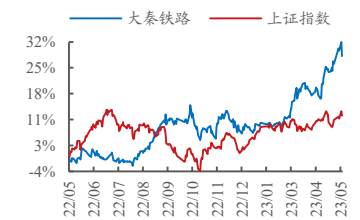
研究助理：冯思齐

fengsiqi@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|------------|
| 收盘价 | ¥ 7.83 |
| 总市值(百万元) | 116,408.32 |
| 总股本(百万股) | 14,866.96 |

股票走势图



相关报告

- 1 《23Q1 归母净利润同比增长23%，看好高股息稳健绝对收益》 2023.04.26
- 2 《一季度大秦线运量同比稳增0.6%，关注4月春季修错影响》 2023.04.08
- 3 《1-2月合计运量同比稳增4%，关注复工需求回升驱动》 2023.03.08

考虑运量增长趋势，暂不考虑费率调整，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 132.15 亿元、135.08 亿元、137.67 亿元。公司为西煤东运国铁龙头，安全边际充足具备稳健增长属性，维持“增持”评级。

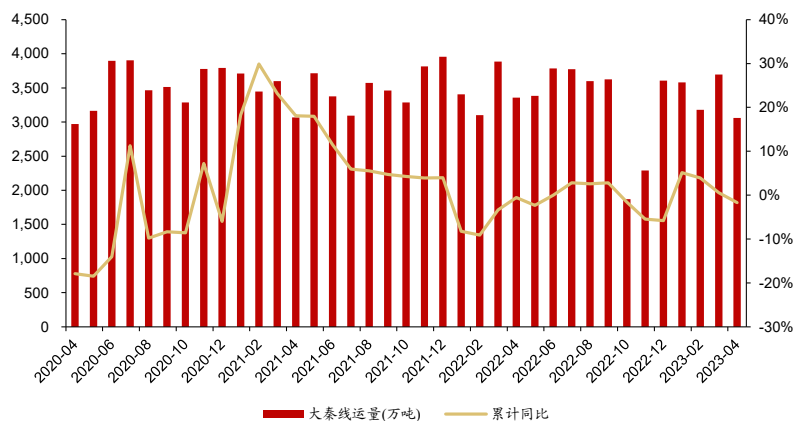
- **风险提示：煤炭需求恢复不及预期；大宗公转铁难以持续；竞争性线路上量分流。**

财务摘要

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 75758 | 85364 | 88635 | 91533 |
| (+/-) (%) | -3.72% | 12.68% | 3.83% | 3.27% |
| 归母净利润 | 11196 | 13215 | 13508 | 13767 |
| (+/-) (%) | -8.09% | 18.03% | 2.21% | 1.92% |
| 每股收益(元) | 0.75 | 0.89 | 0.91 | 0.93 |
| P/E | 10.40 | 8.81 | 8.62 | 8.46 |

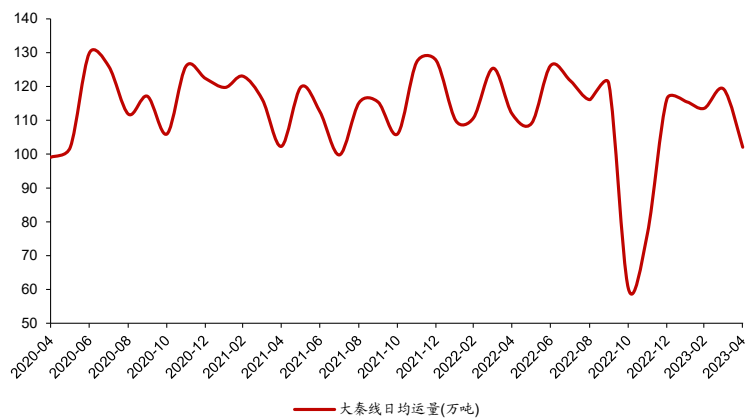
资料来源：浙商证券研究所

图1: 2023年4月大秦线运量同比下降8.8%



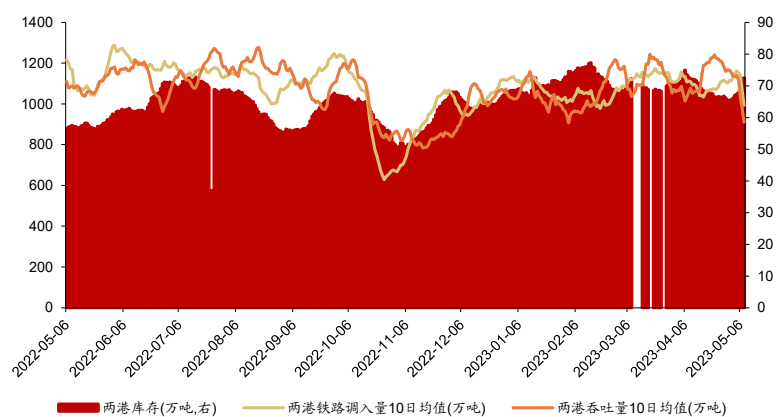
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 2023年4月大秦线日均运量 102.0 万吨



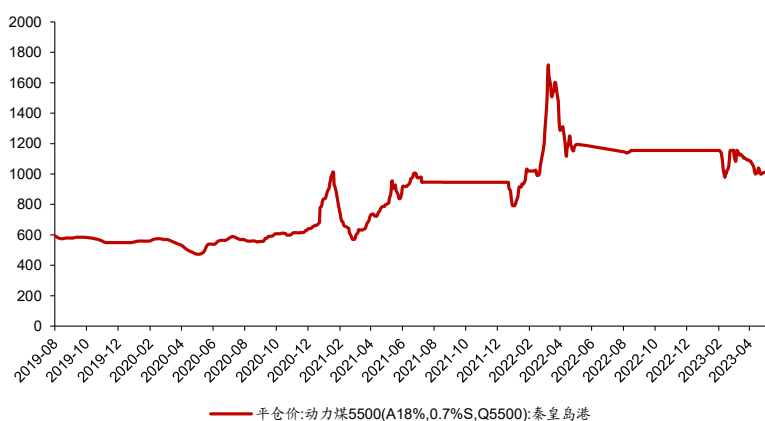
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 秦皇岛港及曹妃甸港煤炭库存及吞吐情况



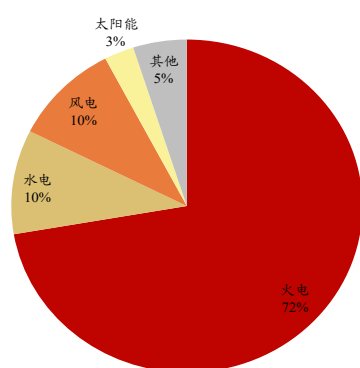
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: CCTD 秦皇岛港 Q5500 动力煤市场价走势 (元/吨)



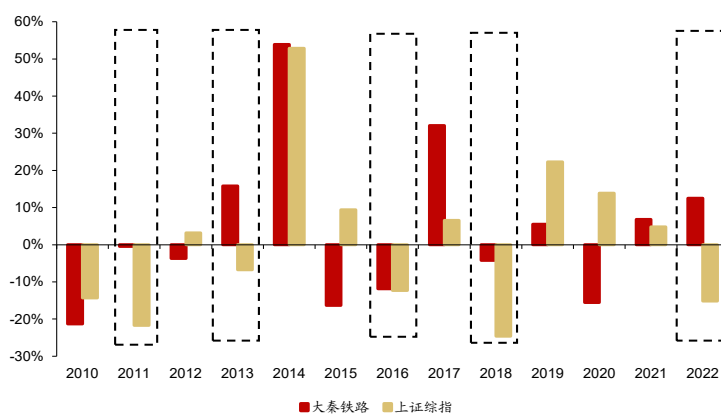
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 2023年前3月全国火电发电量占比72%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2010-2022年上证综指年度收益率6次为负, 其中大秦铁路5次超额跑赢



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 78033 | 86401 | 98122 | 108396 |
| 现金 | 62603 | 70931 | 82770 | 92149 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 7997 | 7778 | 8138 | 8802 |
| 其它应收款 | 1753 | 2150 | 2355 | 2086 |
| 预付账款 | 323 | 215 | 236 | 258 |
| 存货 | 1837 | 1792 | 1774 | 1801 |
| 其他 | 3520 | 3534 | 2849 | 3301 |
| 非流动资产 | 124264 | 124325 | 122168 | 120779 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 23938 | 25227 | 24583 | 24905 |
| 固定资产 | 87062 | 86286 | 85224 | 83889 |
| 无形资产 | 9270 | 9127 | 8983 | 8839 |
| 在建工程 | 1425 | 1140 | 912 | 730 |
| 其他 | 2569 | 2545 | 2467 | 2417 |
| 资产总计 | 202297 | 210726 | 220290 | 229175 |
| 流动负债 | 17417 | 17848 | 18500 | 18609 |
| 短期借款 | 224 | 422 | 523 | 389 |
| 应付款项 | 5935 | 6393 | 7063 | 6955 |
| 预收账款 | 10 | 6 | 7 | 8 |
| 其他 | 11249 | 11027 | 10908 | 11256 |
| 非流动负债 | 44691 | 44934 | 45782 | 46202 |
| 长期借款 | 11041 | 11541 | 12141 | 12641 |
| 其他 | 33649 | 33392 | 33641 | 33561 |
| 负债合计 | 62108 | 62782 | 64282 | 64811 |
| 少数股东权益 | 11906 | 13581 | 15273 | 16999 |
| 归属母公司股东权益 | 128284 | 134363 | 140735 | 147366 |
| 负债和股东权益 | 202297 | 210726 | 220290 | 229175 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 16102 | 15980 | 19307 | 18332 |
| 净利润 | 12853 | 14891 | 15200 | 15493 |
| 折旧摊销 | 5050 | 5766 | 5993 | 6221 |
| 财务费用 | 155 | 158 | 147 | 170 |
| 投资损失 | (2704) | (3249) | (3299) | (3201) |
| 营运资金变动 | (335) | (1406) | 923 | (291) |
| 其它 | 1083 | (179) | 343 | (59) |
| 投资活动现金流 | (2878) | (997) | (883) | (2037) |
| 资本支出 | (848) | (4500) | (4500) | (4500) |
| 长期投资 | 2577 | (1288) | 644 | (322) |
| 其他 | (4607) | 4792 | 2973 | 2785 |
| 筹资活动现金流 | (10037) | (6655) | (6585) | (6917) |
| 短期借款 | (699) | 199 | 100 | (133) |
| 长期借款 | (781) | 500 | 600 | 500 |
| 其他 | (8558) | (7354) | (7286) | (7284) |
| 现金净增加额 | 3187 | 8328 | 11839 | 9378 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 75758 | 85364 | 88635 | 91533 |
| 营业成本 | 60635 | 67713 | 70592 | 72943 |
| 营业税金及附加 | 65 | 74 | 77 | 79 |
| 营业费用 | 227 | 255 | 265 | 274 |
| 管理费用 | 826 | 930 | 966 | 998 |
| 研发费用 | 17 | 19 | 20 | 21 |
| 财务费用 | 155 | 158 | 147 | 170 |
| 资产减值损失 | (175) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2704 | 3249 | 3299 | 3201 |
| 其他经营收益 | 189 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 16901 | 19463 | 19868 | 20251 |
| 营业外收支 | (101) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 16800 | 19463 | 19868 | 20251 |
| 所得税 | 3947 | 4573 | 4668 | 4758 |
| 净利润 | 12853 | 14891 | 15200 | 15493 |
| 少数股东损益 | 1657 | 1675 | 1692 | 1726 |
| 归属母公司净利润 | 11196 | 13215 | 13508 | 13767 |
| EBITDA | 21585 | 26487 | 27008 | 27491 |
| EPS (最新摊薄) | 0.75 | 0.89 | 0.91 | 0.93 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -3.72% | 12.68% | 3.83% | 3.27% |
| 营业利润 | -7.20% | 15.16% | 2.08% | 1.93% |
| 归属母公司净利润 | -8.09% | 18.03% | 2.21% | 1.92% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 19.96% | 20.68% | 20.36% | 20.31% |
| 净利率 | 16.97% | 17.44% | 17.15% | 16.93% |
| ROE | 8.86% | 10.06% | 9.82% | 9.56% |
| ROIC | 8.81% | 10.56% | 10.21% | 9.90% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 30.70% | 29.79% | 29.18% | 28.28% |
| 净负债比率 | 19.59% | 20.39% | 21.00% | 21.43% |
| 流动比率 | 4.48 | 4.84 | 5.30 | 5.83 |
| 速动比率 | 4.37 | 4.74 | 5.21 | 5.73 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.38 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| 应收账款周转率 | 10.67 | 10.82 | 11.14 | 10.81 |
| 应付账款周转率 | 15.63 | 14.22 | 13.76 | 13.70 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.75 | 0.89 | 0.91 | 0.93 |
| 每股经营现金 | 1.08 | 1.07 | 1.30 | 1.23 |
| 每股净资产 | 8.63 | 9.04 | 9.47 | 9.91 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 10.40 | 8.81 | 8.62 | 8.46 |
| P/B | 0.91 | 0.87 | 0.83 | 0.79 |
| EV/EBITDA | 2.96 | 2.82 | 2.43 | 2.12 |

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“本公司”）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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>