

量价齐升降本增效，政策助力业绩腾飞

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年度报告。2017 上半年实现营业收入 273.6 亿元，同比增长 28.9%；归母净利润 76.2 亿元，同比增长 107.1%；扣非后归母净利润 76.5 亿元，同比增长 106.1%；实现基本每股收益 0.51 元。Q2 单季营收 149.1 亿元，同比增长 47.4%，实现归母净利润 44.6 亿元，同比增长 174.4%，实现扣非后归母净利润 44.8 亿元。Q2 营收、归母净利润以及扣非后归母净利润情况均更好于 Q1。
- **受益煤炭需求回暖、公路治超严控汽运煤，公司运量高速增长。**上半年，下游电厂补库存意愿较强，推升了煤炭需求。同时钢铁、建材等主要耗煤行业需求恢复，煤炭价格上行，煤炭企业发运积极性高，加上公路治超政策持续，河北、天津及环渤海湾区域强化环境治理，严管汽运煤集疏港，加速公路运煤向铁路回流，致使公司在报告期内煤炭发送量同比增长 24.8%。公司煤炭发送量占全国铁路煤炭发送量的 22.7%，继续在全国铁路货运市场上占有重要地位。上半年，公司货物发送量完成 2.78 亿吨，同比增长 26.2%，货物运输量完成 3.85 亿吨，同比增长 29.9%，核心资产大秦线货物运输量 2.1 亿吨，同比增长 33.2%。
- **运价上调叠加降本增效，全年业绩高增长可期。**今年 3 月底，公司煤炭运价每吨公里上调 0.01 元，今年一季度业绩的提升主要来自运量的高增长，而二季度业绩的提升则主要是因为运量与运价齐增。报告期内，公司降本增效成果显著，营业收入增速接近 29%，成本同比增长 6.4%，三费基本与去年同期持平。下半年，国内宏观经济向好趋势未改，将继续对煤炭消费形成支撑，下半年为用煤旺季，加上环渤海区域港口汽运煤管制措施全面落实，以及公路治超政策的持续，公司下半年煤炭运输业务量有望保持在较高水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元、0.87 元、0.90 元，对应 PE 为 11 倍、11 倍、10 倍。A 股可对标公司有铁龙物流和广深铁路，同业 2017 和 2018 年估值中枢为 37 倍和 30 倍，公司无论是具体业务还是收入规模上都强于对标公司。考虑到公司今年量价齐升，业绩同比有望大幅增长，公司作为稳健白马龙头标的应给予一定溢价，综合考虑给予公司 2018 年 12 倍估值，对应目标价 10.44 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长或不达预期，煤炭需求量或大幅下滑。

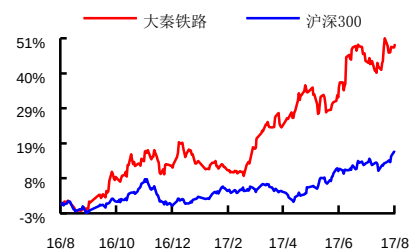
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	44624.88	53634.12	55801.99	57543.80
增长率	-15.05%	20.19%	4.04%	3.12%
归属母公司净利润 (百万元)	7168.49	12346.35	12863.97	13347.23
增长率	-43.32%	72.23%	4.19%	3.76%
每股收益 EPS (元)	0.48	0.83	0.87	0.90
净资产收益率 ROE	7.73%	11.91%	11.28%	10.70%
PE	19	11	11	10
PB	1.48	1.32	1.20	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 罗月江
 执业证号: S1250517010001
 电话: 021-68413373
 邮箱: lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	148.67
流通 A 股(亿股)	148.67
52 周内股价区间(元)	6.18-9.21
总市值(亿元)	1,352.88
总资产(亿元)	1,212.86
每股净资产(元)	6.30

相关研究

关键假设：

假设 1：公司 2017 年货运业务量价齐升，基本面好转。公司煤炭运输吨公里价格维持在现有水平上不变，即整车煤炭运价保持在 9.80 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平保持在 10.01 分/吨公里。

假设 2：运营规模的扩张对营业成本影响较低，公司毛利率今年较去年有所回升，未来三年维持在 26% 左右。

假设 3：公司三费率逐年略有提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
货运	收入	32,970.55	41,213.19	42,861.72	44,147.57
	增速	-20.50%	25.00%	4.00%	3.00%
客运	收入	5,363.44	5,899.78	6,194.77	6,442.56
	增速	6.93%	10.00%	5.00%	4.00%
其他主营业务	收入	4,952.74	5,249.90	5,512.40	5,732.90
	增速	9.59%	6.00%	5.00%	4.00%
其他业务	收入	1,338.15	1,271.24	1,233.11	1,220.77
	增速	-12.04%	-5.00%	-3.00%	-1.00%
合计	收入	44,624.88	53,634.12	55,801.99	57,543.80
	增速	-15.05%	20.19%	4.04%	3.12%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：分项目成本及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
材料	成本	1,381.41	1,662.66	1,729.86	1,783.86
	成本/营业收入	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
电力及燃料	成本	2,684.29	3,218.05	3,348.12	3,452.63
	成本/营业收入	6.02%	6.00%	6.00%	6.00%
折旧	成本	5,085.02	5,631.58	5,915.01	6,157.19
	成本/营业收入	11.40%	10.50%	10.60%	10.70%
人员费用	成本	13,813.81	14,588.48	15,289.75	15,882.09
	成本/营业收入	30.96%	27.20%	27.40%	27.60%
大修支出	成本	1,284.58	1,233.58	1,283.45	1,323.51
	成本/营业收入	2.88%	2.30%	2.30%	2.30%
货车使用费	成本	3,091.76	3,486.22	3,627.13	3,740.35
	成本/营业收入	6.93%	6.50%	6.50%	6.50%
机客租赁费	成本	568.78	697.24	725.43	748.07
	成本/营业收入	1.27%	1.30%	1.30%	1.30%
和谐机车检修	成本	245.06	268.17	223.21	172.63

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	成本/营业收入	0.55%	0.50%	0.40%	0.30%
客运服务费	成本	3,044.42	2,681.71	2,790.10	2,877.19
	成本/营业收入	6.82%	5.00%	5.00%	5.00%
货运服务费	成本	1,386.65	1,394.49	1,450.85	1,438.60
	成本/营业收入	3.11%	2.60%	2.60%	2.50%
供热、供暖费及房屋 维修费	成本	368.06	429.07	446.42	460.35
	成本/营业收入	0.82%	0.80%	0.80%	0.80%
通信服务费	成本	309.47	321.80	334.81	345.26
	成本/营业收入	0.69%	0.60%	0.60%	0.60%
土地房屋租赁费	成本	398.84	429.07	446.42	460.35
	成本/营业收入	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
其他	成本	2,203.66	2,145.36	2,232.08	2,301.75
	成本/营业收入	4.94%	4.00%	4.00%	4.00%
其他业务成本	成本	1,086.24	1,287.22	1,283.45	1,265.96
	成本/营业收入	2.43%	2.40%	2.30%	2.20%
合计	营业成本	36,952.05	39,474.71	41,126.07	42,409.78
	毛利率	17.19%	26.40%	26.30%	26.30%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	44624.88	53634.12	55801.99	57543.80	净利润	7077.55	12189.72	12700.78	13177.91
营业成本	36952.05	39474.71	41126.07	42409.78	折旧与摊销	5238.78	6034.60	6034.60	6034.60
营业税金及附加	185.67	223.15	232.17	239.42	财务费用	534.96	578.51	527.48	474.43
销售费用	192.51	252.08	279.01	304.98	资产减值损失	3.43	3.00	3.00	3.00
管理费用	521.65	654.34	691.94	725.05	经营营运资本变动	3386.39	-29.49	481.48	366.69
财务费用	534.96	578.51	527.48	474.43	其他	-9966.46	-2813.72	-2954.92	-3102.56
资产减值损失	3.43	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	6274.64	15962.63	16792.43	16954.06
投资收益	2677.65	2811.54	2952.11	3099.72	资本支出	1602.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4611.39	2811.54	2952.11	3099.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3009.14	2811.54	2952.11	3099.72
营业利润	8912.27	15259.87	15894.44	16486.86	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-124.34	-124.34	-124.34	-124.34	长期借款	1446.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	8787.93	15135.53	15770.09	16362.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1710.38	2945.81	3069.31	3184.61	支付股利	-6690.06	-1433.70	-2469.27	-2572.79
净利润	7077.55	12189.72	12700.78	13177.91	其他	5378.13	-648.58	-527.48	-474.43
少数股东损益	-90.94	-156.62	-163.19	-169.32	筹资活动现金流净额	134.84	-2082.28	-2996.75	-3047.22
归属母公司股东净利润	7168.49	12346.35	12863.97	13347.23	现金流量净额	3400.33	16691.89	16747.79	17006.56
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	11638.24	28330.13	45077.92	62084.48	成长能力				
应收和预付款项	7496.64	8994.22	9357.94	9650.04	销售收入增长率	-15.05%	20.19%	4.04%	3.12%
存货	1612.49	1722.57	1794.63	1850.65	营业利润增长率	-45.78%	71.22%	4.16%	3.73%
其他流动资产	1362.67	1637.78	1703.98	1757.16	净利润增长率	-44.07%	72.23%	4.19%	3.76%
长期股权投资	19334.51	19334.51	19334.51	19334.51	EBITDA 增长率	-32.71%	48.94%	2.67%	2.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	73071.22	67592.06	62112.90	56633.74	毛利率	17.19%	26.40%	26.30%	26.30%
无形资产和开发支出	4520.35	3965.09	3409.83	2854.57	三费率	2.80%	2.77%	2.69%	2.61%
其他非流动资产	4447.02	4446.84	4446.66	4446.47	净利率	15.86%	22.73%	22.76%	22.90%
资产总计	123483.13	136023.19	147238.37	158611.64	ROE	7.73%	11.91%	11.28%	10.70%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.73%	8.96%	8.63%	8.31%
应付和预收款项	6799.08	7631.04	7945.60	8193.61	ROIC	10.79%	19.57%	22.23%	25.66%
长期借款	7037.02	7037.02	7037.02	7037.02	EBITDA/销售收入	32.91%	40.78%	40.24%	39.96%
其他负债	18072.67	19006.57	19675.68	20195.82	营运能力				
负债合计	31908.77	33674.63	34658.30	35426.45	总资产周转率	0.37	0.41	0.39	0.38
股本	14866.79	14866.79	14866.79	14866.79	固定资产周转率	0.63	0.79	0.89	1.01
资本公积	24738.77	24738.77	24738.77	24738.77	应收账款周转率	12.35	10.79	10.08	10.04
留存收益	51240.41	62153.05	72547.76	83322.19	存货周转率	22.25	23.67	23.39	23.27
归属母公司股东权益	89827.79	100758.61	111153.31	121927.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.62%	—	—	—
少数股东权益	1746.57	1589.95	1426.76	1257.44	资本结构				
股东权益合计	91574.36	102348.56	112580.07	123185.18	资产负债率	25.84%	24.76%	23.54%	22.34%
负债和股东权益合计	123483.13	136023.19	147238.37	158611.64	带息债务/总负债	22.05%	20.90%	20.30%	19.86%
					流动比率	1.01	1.72	2.35	2.97
					速动比率	0.94	1.65	2.28	2.90
					股利支付率	93.33%	11.61%	19.20%	19.28%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.83	0.87	0.90
					每股净资产	6.16	6.88	7.57	8.29
					每股经营现金	0.42	1.07	1.13	1.14
					每股股利	0.45	0.10	0.17	0.17
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	14686.01	21872.98	22456.51	22995.89					
PE	18.87	10.96	10.52	10.14					
PB	1.48	1.32	1.20	1.10					
PS	3.03	2.52	2.42	2.35					
EV/EBITDA	8.60	5.01	4.13	3.30					
股息率	4.95%	1.06%	1.83%	1.90%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn