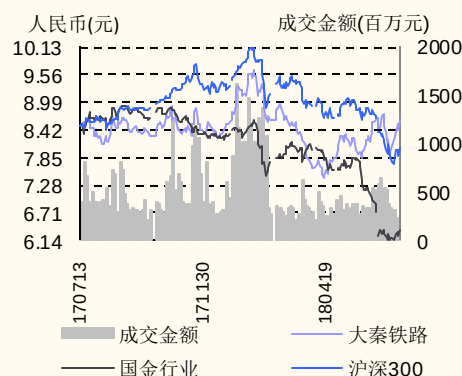


大秦铁路 (601006.SH) 买入 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 8.65 元
目标价格 (人民币): 11.00-12.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 14,866.79
总市值(百万元) 128,597.75
年内股价最高最低(元) 9.68/7.45
沪深 300 指数 3481.06
上证指数 2837.66

**相关报告**

1. 《量价齐升保障业绩高增长，估值存在修复空间-大秦铁路公司点评》，2018.5.2
2. 《业绩趋于稳健增长，估值存在修复空间-大秦铁路公司点评》，2018.1.23
3. 《量价齐升促业绩持续高增长，冬季煤炭传统旺季将来临-大秦铁路公...》，2017.10.26
4. 《货运量价齐升，运营规模扩大提升盈利能力-大秦铁路公司点评》，2017.8.30
5. 《7月大秦线日均运量117万吨，夏日旺季将持续推升运煤需求-大...》，2017.8.11

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

多重利好因素提振业绩，低值高息静待修复**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.898	1.005	1.072	1.113
每股净资产(元)	6.04	6.69	7.19	7.75	8.34
每股经营性现金流(元)	0.42	1.18	1.30	1.35	1.40
市盈率(倍)	14.68	10.10	8.61	8.07	7.77
净利润增长率(%)	-43.32%	86.23%	11.90%	6.69%	3.86%
净资产收益率(%)	7.98%	13.43%	13.98%	13.84%	13.35%
总股本(百万股)	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **17年量价双升业绩迎拐点，18年一季度增速超预期：**17年公司迎来业绩拐点，实现营业收入556.37亿元(+24.68%)，主要是受益于公司运量大幅增加和17年3月底运价的恢复，实现归母净利润133.50亿元(+86.23%)，扣非归母净利润134.08亿元(+84.64%)；18年一季度公司实现营业收入179.73亿元(+44.35%)，实现归母净利润40.97亿元(+29.59%)，扣非归母净利润41.13亿元(+29.53%)，业绩小幅超预期。
- **运量重回巅峰，18年有望创新高：**2018年6月，大秦线完成货物运输量3884万吨，同比增加8.64%，日均运量129.47万吨。2018年1-6月，大秦线累计完成货物运输量22533万吨，同比增长7.28%。继5月日均运量超130万吨达到近4年峰值后，6月运量继续维持高位，上半年运量同比增长7个百分点，大秦线处于满负荷状态，下半年旺季需求更盛，全年运量有望创新高。
- **多重利好因素共振，18年高运量有保障：**发电量持续增长，煤炭需求不断回升；“公转铁”持续推进，国常会计划三年实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨(增长30%)和沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨的目标，进一步推动汽运煤回流铁路；货运增量行动开展，大秦线将显著受益；煤源不断向“三西”地区集中，占比从15年的64%上升至17年67%，为大秦线提供货源增量基础，18年大秦铁路运量增长具备高确定性。
- **低估值高股息具备修复空间，承运清算提升业绩：**承运清算利好发货企业，有望拉动大秦铁路业绩提升；公司2017年股息率接近6%，市净率1.24倍，估值水平不到9X，已经处于上市11年来的中枢水平，而历史平均估值10.6X，目前估值处于历史低位，具备安全边际。从2016年51.85%和2017年52.34%的股利支付率来看，未来股利支付率有望维持50%左右的高水平，高股息极具吸引力，估值存在修复空间。

投资建议

- 预计2018-2020年EPS分别为1.01、1.07、1.11元，对应PE为9、8、8倍，目前估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示

- 运量不及预期；货运增量行动开展进程不及预期；公路治超放松；进口煤限制放松；其他运煤线路分流风险增加；承运清算办法导致成本超预期增长。

内容目录

1. 西煤东运中流砥柱	4
1.1 西煤东运上市平台，核心资产大秦线	4
1.2 动力煤运输是最主要的收入来源	5
1.3 公司在全国铁路煤运市场龙头地位稳固	6
2. 17 年量价双升业绩迎拐点，18 年一季度增速超预期	6
2.1 受益量价双升，17 年业绩迎拐点	7
2.2 成本增速远低于收入，盈利能力明显提升	7
2.3 期间费率把控良好，财务费用增长较多	8
2.4 经营性现金流重回高位，盈利质量有保障	9
3. 多重利好因素共振，看好 18 年景气延续	10
3.1 煤炭运输需求持续向好，进口煤受限，大秦线运量重回巅峰	10
3.2 “公转铁”政策持续推进，货运增量行动开展，大秦线显著受益	12
3.3 煤源向“三西”地区集中，大秦线高运量有保障	13
4. 市场化改革打开运价增长空间	15
4.1 浮动上限上调，运价存在增长空间	15
4.2 承运清算利好发货企业，有望拉动大秦铁路业绩提升	16
5. 大秦线晋北地区优势明显，黄骅港限制朔黄分流	16
6. 高股息极具吸引力，低估值存在修复空间	18
7. 盈利预测与投资建议	19
8. 风险提示	21

图表目录

图表 1：大秦铁路股权结构（截至 2018 年一季末）	4
图表 2：大秦铁路十大股东明细（截至 2018 年一季末）	4
图表 3：大秦线线路图	5
图表 4：大秦铁路重要资产	5
图表 5：大秦铁路主要业务结构图	6
图表 6：大秦铁路货物发送量结构图	6
图表 7：大秦铁路在全国铁路货运市场占有率	6
图表 8：大秦铁路在全国铁路煤运市场占有率	6
图表 9：大秦铁路 2013-2017 年营收和归母净利润增长情况	7
图表 10：大秦铁路营业成本具有刚性	7
图表 11：大秦铁路 2013-2017 年盈利能力变化情况	8
图表 12：大秦铁路 2013-2017 年期间费用变化情况	9
图表 13：大秦铁路 2013-2017 年现金流状况	10
图表 14：秦皇岛港近期铁路调入量（万吨/日）	10
图表 15：大秦线日均运量重回巅峰（万吨）	11

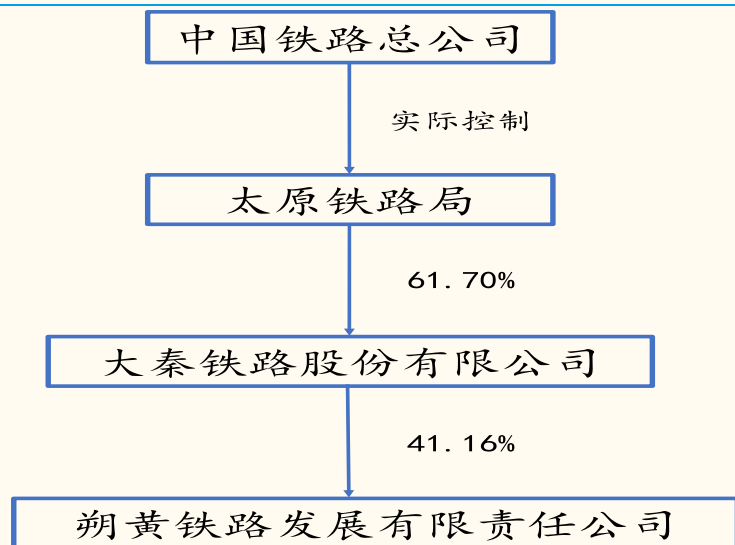
图表 16: 大秦线货运量恢复高位.....	11
图表 17: 2018 年 1-5 月国家铁路主要指标完成情况.....	13
图表 18: 《煤炭工业发展“十三五”规划》优化生产开布局.....	14
图表 19: 《煤炭工业发展“十三五”规划》预期 2020 年地区产量变化.....	14
图表 20: 《煤炭工业发展“十三五”规划》煤炭跨区调运平衡.....	15
图表 21: 2017 年各省煤炭年产量 (万吨)	15
图表 22: 煤炭生产重心不断向“三西”地区集中.....	15
图表 23: 清算机制由分段清算转为承运清算.....	16
图表 24: 大秦线年货运量变动情况 (万吨)	17
图表 25: 黄骅港月煤炭运量 (万吨)	18
图表 26: 大秦铁路近 5 年股利支付率维持高水平	18
图表 27: 大秦铁路历史 PE Band	19
图表 28: 大秦铁路历史 PB Band	19
图表 29: 18 年大秦铁路主要收入指标预测.....	20

1. 西煤东运中流砥柱

1.1 西煤东运上市平台，核心资产大秦线

大秦铁路股份有限公司是服务于西煤东运的大型铁路企业，2004年由北京铁路局联合其他六家发起人共同发起成立，成立之初资产为我国最大的西煤东运通道——大秦线。2005年控股股东变更为太原铁路局，同年收购了丰沙大、北同蒲等资产。2006年7月公司在上交所上市，2010年以公开增发+自有资金收购太原局运输主业资产及相关主权，并获得了太原局持有的朔黄铁路发展有限责任公司41.16%的股权，实现了太原局运输主业的整体上市。公司第一大股东为中国铁路太原局集团有限公司，直接控股61.70%，实际控制人为中国铁路总公司。

图表 1：大秦铁路股权结构（截至 2018 年一季末）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：大秦铁路十大股东明细（截至 2018 年一季末）

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例(%)
1	太原铁路局	917209.4	61.70
2	中国证券金融股份有限公司	72845.2	4.90
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	37091.1	2.49
4	中央汇金资产管理有限责任公司	20415.5	1.37
5	全国社保基金一零六组合	16292.3	1.10
6	河北港口集团有限公司	15870.3	1.07
7	中国中煤能源集团有限公司	9751.6	0.66
8	国泰君安证券股份有限公司	9623.0	0.65
9	中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	8175.1	0.55
10	中国银行股份有限公司-招商丰庆灵活配置混合型发起式证券投资基金	8064.0	0.54
	合计	1115337.3	75.03

来源：Wind、国金证券研究所

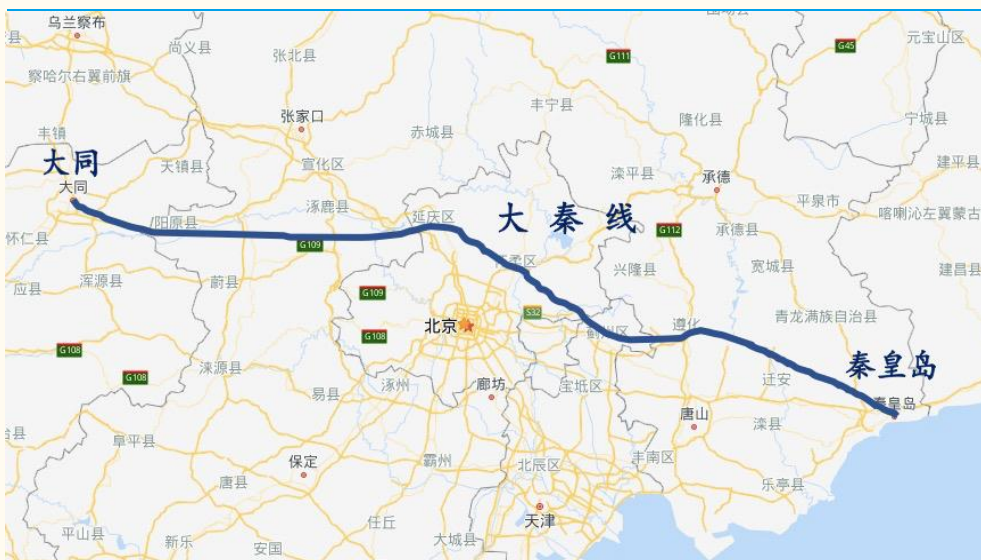
我国煤炭供需存在地域不匹配的问题，就煤炭资源而言，产量主要集中在“三西”地区（山西、陕西和内蒙古西部），2017年占全国煤炭产量的66.82%，而存在较大煤炭需求的地区主要位于环渤海、华东和华南地区。为了应对煤炭供需的地域错位，我国形成了“西煤东运、北煤南运”的运输格局。

产自“三西”的煤主要通过大秦、朔黄、张唐和瓦日四条通道运至环渤海港口，再经水运运至华东和华南港口。

大秦线作为西煤东运最大也是最重要的一条通道，一直是大秦铁路的核心资产，设计产能 4.5 亿吨，配套下水港为秦皇岛港和曹妃甸港，两个港口的设计产能分别为 2.4 亿吨和 3.5 亿吨。

除了大秦线外，大秦铁路也同时管辖京包、北同蒲等铁路干线，以及口泉、云冈、宁岗、平朔四条支线，衔接神朔、大准、宁静、蓟港四条地方铁路，区跨山西、河北、北京、天津两省两市。

图表 3：大秦线线路图



来源：百度地图、国金证券研究所

图表 4：大秦铁路重要资产

线路	起止	营运里程（公里）	运能（亿吨）
大秦线	大同-秦皇岛	658	4.5
北同蒲线	大同-太原	347	3.37
南同蒲线	太原-风陵渡	528	0.8
丰沙大线	北京丰台区-张家口	106	0.6

来源：Wind、国金证券研究所

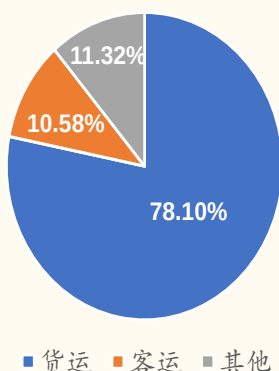
1.2 动力煤运输是最主要的收入来源

大秦铁路主要经营铁路客、货运输业务，同时向国内其他铁路运输企业提供服务。

货运业务一直是公司业务收入的主要来源，2017 年货运收入占公司主营业务收入的 78.10%。公司运输的货品以动力煤为主，2017 年煤炭在货运中占比达到 86.6%。运输的其他货品还包括焦炭、钢铁等大宗货物，及集装箱、零散批量货物。可见，动力煤的运输贡献了公司绝大部分的收入，是营收的最主要来源。

此外，公司担当开行多列以太原、大同等为始发终到的旅客列车，通达全国大部分省市、自治区，2017 年客运收入占公司主营业务收入的 10.58%。公司同时向国内其他铁路运输企业提供服务，主要包括机车牵引、货车使用、线路使用、货车修理等，并为大西高铁、石太客专等提供委托运输管理服务，这些服务划为其他类业务，营收占比为 11.32%。

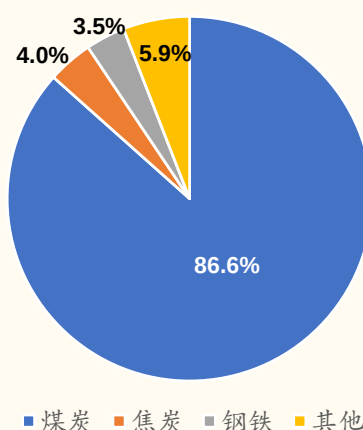
图表 5：大秦铁路主要业务结构图



■ 货运 ■ 客运 ■ 其他

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：大秦铁路货物发送量结构图



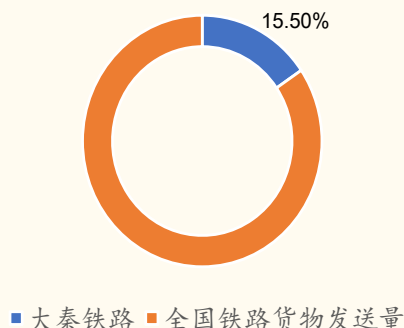
■ 煤炭 ■ 焦炭 ■ 钢铁 ■ 其他

来源：公司公告、国金证券研究所

1.3 公司在全国铁路煤运市场龙头地位稳固

2017 年，全国铁路货运业务回暖，完成货物发送量 36.89 亿吨，同比增长 10.7%。其中，全国铁路煤炭发送量 21.55 亿吨，同比增长 13.3%。报告期内，公司完成货物发送量 5.73 亿吨，占全国铁路货物发送总量的 15.5%。完成煤炭发送量 4.96 亿吨，占全国铁路煤炭发送总量的 23.0%，分别较上年提升 2.1 个百分点和 2.5 个百分点，继续在全国铁路货运市场中占有重要地位，在区域煤炭运输方面具有较强的竞争优势。

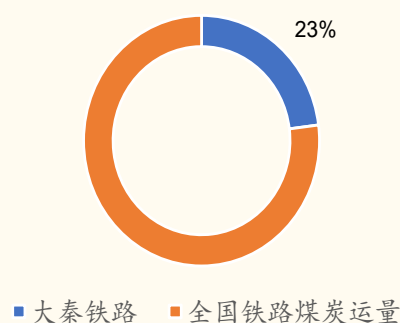
图表 7：大秦铁路在全国铁路货运市场占有率



■ 大秦铁路 ■ 全国铁路货物发送量

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：大秦铁路在全国铁路煤运市场占有率



■ 大秦铁路 ■ 全国铁路煤炭运量

来源：公司公告、国金证券研究所

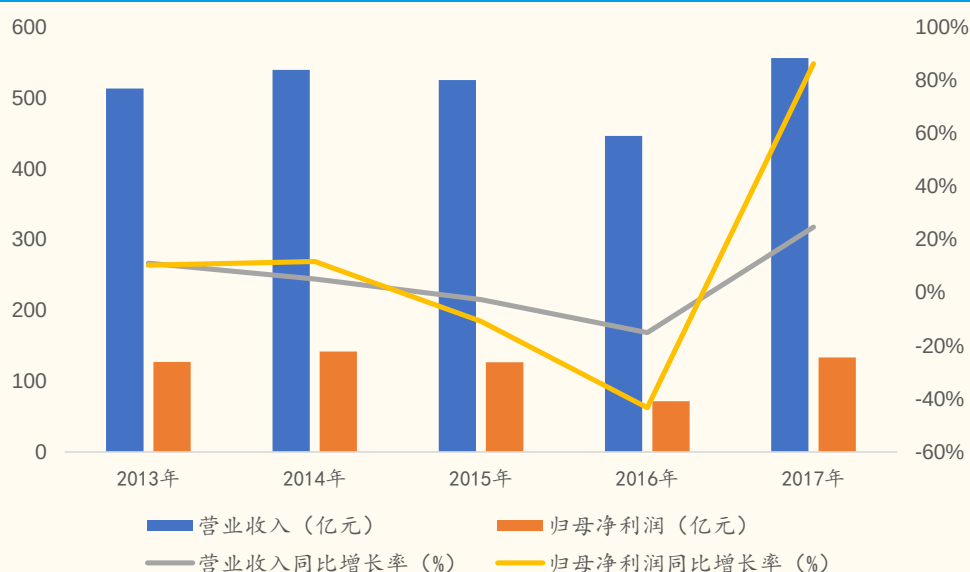
2. 17 年量价双升业绩迎拐点，18 年一季度增速超预期

根据公司 17 年年报及 18 年一季报显示，17 年公司实现营业收入 556.37 亿元，同比增长 24.68%，主要是受益于公司运量、周转量等指标的大幅增加以及公司煤炭运价于 17 年 3 月底恢复至基准价，实现归母净利润 133.50 亿元，同比增长 86.23%，扣非归母净利润 134.08 亿元，同比增长 84.64%；实现基本 EPS0.90 元，同比增长 87.50%，加权平均 ROE 为 13.5%，同比提升 5.75 个百分点。17 年业绩较上年明显改善，基本符合预期。18 年一季度公司实现营业收入 179.73 亿元，同比增长 44.35%，实现归母净利润 40.97 亿元，同比增长 29.59%，扣非归母净利润 41.13 亿元，同比增长 29.53%，实现基本 EPS0.28 元，加权平均 ROE 为 4.04%，同比提升 0.58 个百分点，业绩小幅超预期。

2.1 受益量价双升，17 年业绩迎拐点

运量方面，首先 17 年全国经济继续复苏，下游火电及钢铁产业持续回暖，其中火电发电量同比增长 5.1%，粗钢产量同比增长 3.0%，主要耗煤行业产量增加，推升煤炭消费量止跌回升，同比增长 0.4%，进而促进西煤东运的需求增长。同时，公路治超政策延续，华北地区环境治理力度不断加强，汽车禁运范围由天津港扩大至环渤海湾主要港口，由此带来的汽运煤回流也为公司贡献了额外的部分运量。此外，宏观经济回暖也推高了钢铁、焦炭等大宗货物的运输需求，公司 17 年钢铁及冶炼相关的焦炭等货品的发运量同比分别增长 10.9% 和 39.8%。受多重因素影响，公司主要货运指标较上年大幅回升。公司 2017 年实现货物发送量 5.73 亿吨（+28%），货物运输量 8.28 亿吨（+32.4%），换算周转量 3542 亿吨公里（+24.4%）。其中大秦线货物运输量达 4.32 亿吨，同比增长 23.1%。运价方面，17 年 3 月 24 日起，公司对管内铁路煤炭运价提升 1 分/吨公里至基准价。17 年量价双升使得公司收入利润显著改善，业绩迎来拐点。

图表 9：大秦铁路 2013-2017 年营收和归母净利润增长情况



来源：Wind、国金证券研究所

2.2 成本增速远低于收入，盈利能力明显提升

17 年公司营收大幅增长 24.68%，而营业成本同比仅增长 8.64%，成本增速远低于营收，直接推动公司盈利能力的提升，公司的毛利率从 16 年的 17.19% 提升至 17 年的 27.84%，提升了 10 个百分点。净利率和 ROE 也较上年有明显提升。公司成本增速较低是因为主要成本具有刚性，随业务量变动的波动程度较小。公司为重资产企业，其中 65% 的成本每年波动不大，脱离于业务表现，另外 35% 成本为变动成本，与经营业务量直接相关。

图表 10：大秦铁路营业成本具有刚性

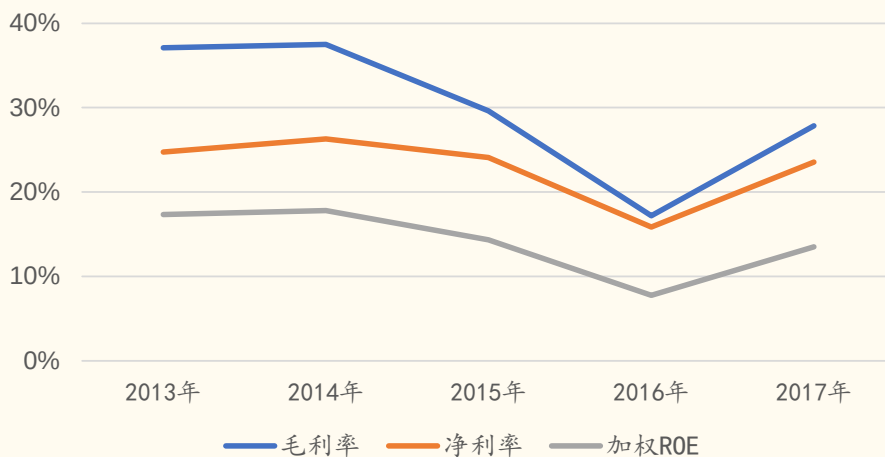
成本项目	2017 年	占总成本比例 (%)	2016 年	占总成本比例 (%)	金额同比变动 (%)
货车使用费	3,485,870,568	8.68	3,091,761,339	8.37	12.75
客运服务费	3,161,638,416	7.88	3,044,418,274	8.24	3.85
货运服务费	1,858,597,425	4.63	1,386,650,421	3.75	34.04
机客租车租赁费	545,626,814	1.36	568,782,294	1.54	-4.07
材料	1,801,262,172	4.49	1,381,406,625	3.74	30.39
电力及燃料	2,807,947,194	6.99	2,684,293,283	7.26	4.61

成本项目	2017 年	占总成本比例 (%)	2016 年	占总成本比例 (%)	金额同比变动 (%)
折旧	5,428,443,140	13.52	5,085,023,603	13.76	6.75
大修支出	762,651,759	1.90	1,284,578,211	3.48	-40.63
人员费用	15,148,962,006	37.74	13,813,807,908	37.38	9.67
土地房屋租赁费	398,844,360	0.99	398,844,360	1.08	0.00
供热、供暖费及房屋维修费	370,126,604	0.92	368,055,722	1.00	0.56
通信服务费	326,762,324	0.81	309,473,810	0.84	5.59
和谐机车检修费	292,311,359	0.73	245,057,098	0.66	19.28
其他	3,756,437,804	9.36	3,289,896,228	8.90	14.18
变动成本	13,660,942,589	34.03	12,157,312,236	32.90	12.37
固定成本	26,484,539,356	65.97	24,794,736,940	67.10	0.07

来源：公司年报、国金证券研究所

分开来看，主营业务成本中最主要的项目包括人员费用、折旧、货车使用费和客运服务费，这四项目费用占总成本的比例达到 67.82%，而同比增速分别为 9.67%、6.75%、12.75%和 3.85%，远低于收入增速。变动比例较大的费用包括货运服务费 18.59 亿（+34.04%），主要由于业务量上升使得跨局机车牵引费、接触网使用费均有所增加，材料成本 18.01 亿（+30.39%），主要原因是业务量上升导致本期维修所用材料增加，以及大修支出 7.63 亿（-40.63%），主要是公司费用化的大修支出减少所致。而这三项成本占总成本的比例仅为 11.02%。公司成本增速维持在较低水平使得公司业绩可以随业务量提升而同步改善。

图表 11：大秦铁路 2013-2017 年盈利能力变化情况



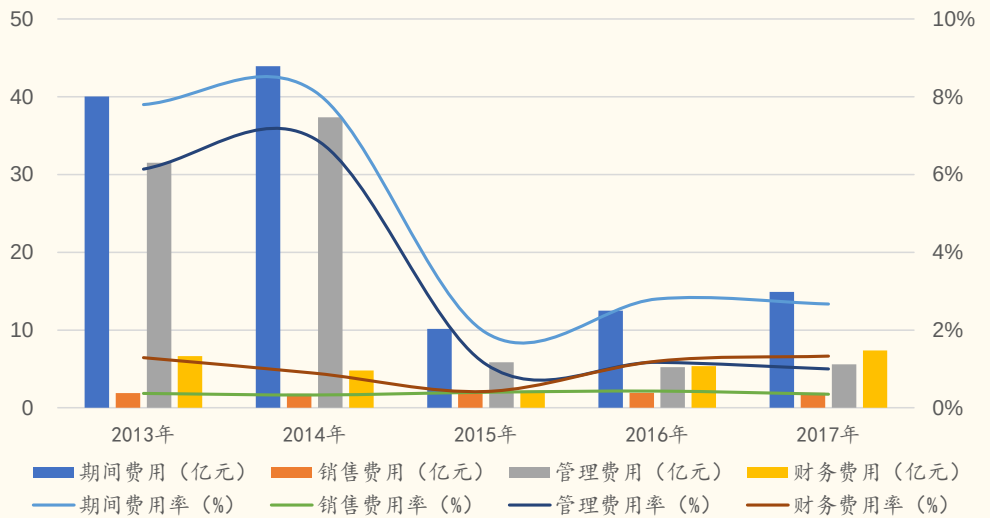
来源：Wind、国金证券研究所

2.3 期间费率把控良好，财务费用增长较多

除了营业成本保持了较低的增速外，公司 17 年期间费用率也维持在近年来的较低水平，较上年降低 0.13%至 2.67%，主要是营收增速高于期间费用增速所致。总体来看，期间费用从 16 年的 12.49 亿上升至 14.88 亿，同增比例为 19.14%，低于营收增速。分开来看，销售费用基本和上年持平，销售费率从 0.43%下降至 0.35%，管理费用同比小幅上升 6.9%，管理费从 1.17%下降至 1.00%。而财务费用增长较多，从 5.35 亿增长至 7.38 亿，同比增长 37.90%，超过营收增速，财务费用率也从 1.20%提升至 1.33%，达到近年来最高值，主要是子公司借款增多导致利息支出增加所致。但公司 17 年末的资产负债率仅

为 20.97%，融资空间充足，且在手货币资金充足，财务费用占比较小，短期内财务费用的增长对整体业绩表现无大碍。

图表 12：大秦铁路 2013-2017 年期间费用变化情况

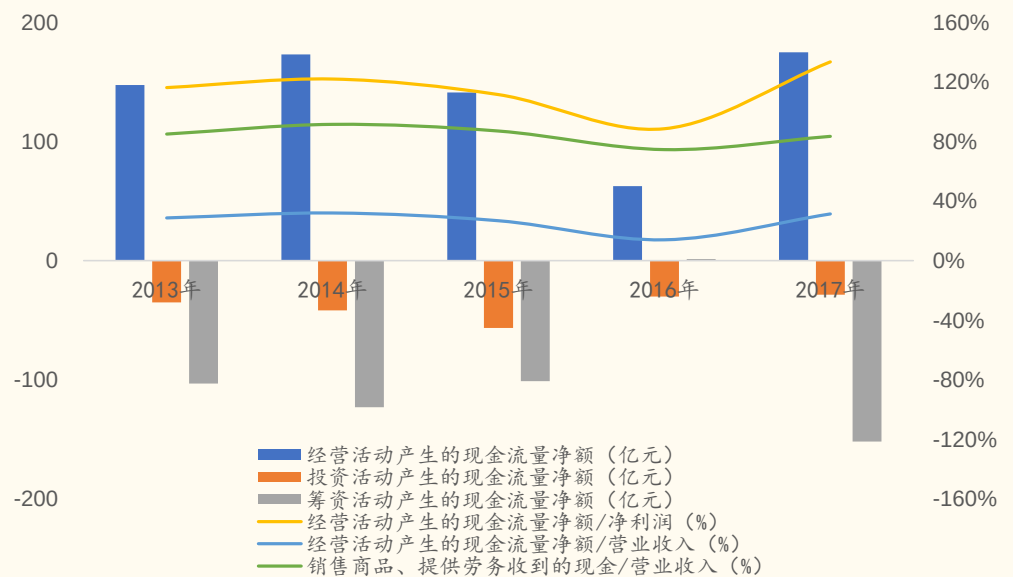


来源：Wind、国金证券研究所

2.4 经营性现金流重回高位，盈利质量有保障

17 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年大幅改善，在经历了 16 年的大幅下跌后，17 年经营活动现金流重回高位，达到 174.94 亿元，同增 178.80%，远高于 130.98 亿元的净利润，两者比值达到 1.34，净利润含金量很高。经营活动现金流占营业收入的比例也从 14.06% 大幅提升至 31.44%。此外，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 39.56%，达到 464.74 亿，高于营收增速，占营收的比例也从 74.62% 提升至 83.53%，虽然比值不足 1，但仍然处于较高水平，公司的盈利质量有保障。投资活动现金净流出同比小幅减少 5.23%，降至 -28.52 亿元，经营活动产生的现金流完全能够满足投资需求。而筹资活动现金流量净额从上年的 1.35 亿转为负值，净流出 151.80 亿元，主要是偿付短期融资券导致偿还债务支付的现金大幅增加所致。总现金流量净额为 -5.38 亿元，货币资金有小幅下降。但 17 年末公司在手货币资金仍有 111 亿元，十分充沛。总体来看，公司的现金流状况比较健康，经营活动能够提供充足的现金流，盈利质量较高。

图表 13：大秦铁路 2013-2017 年现金流状况



来源：Wind、国金证券研究所

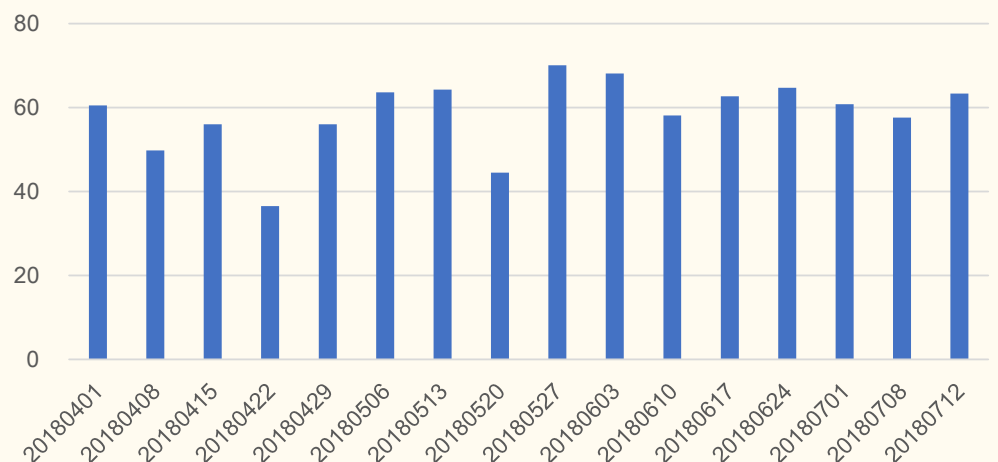
3.多重利好因素共振，看好 18 年景气延续

3.1 煤炭运输需求持续向好，进口煤受限，大秦线运量重回巅峰

2016 年下半年以来，宏观经济回暖拉动电力需求不断上升。根据国家能源局数据，2017 年，全社会用电量同比增长 6.4 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速比上年增加 1.6 个百分点；发电量 6.42 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，其中火电同比增长 5.2%；2018 年 1-5 月，全社会用电量 26628 亿千瓦时，同比增长 9.8%，发电量 22832 亿千瓦时，同比增长 11.0%。

此外，2017 年 5 月，国务院会议讨论了限制进口煤，要求将进口量控制在 2015 年的 2 亿吨，但由于国内煤价暴涨，政策被迫转向大量进口煤炭，今年以来进口煤数量显著增长，一季度国内进口原煤 7541 万吨，同比增长 16.6%。但 4 月份，国内二级口岸和部分一级口岸陆续启动新一轮进口煤限制，进口煤有了大幅下降，同时秦皇岛港煤炭铁路调入量也有明显增加，目前已从 4 月 22 日的 36.5 万吨低点恢复至 7 月 12 日的 63.3 万吨。

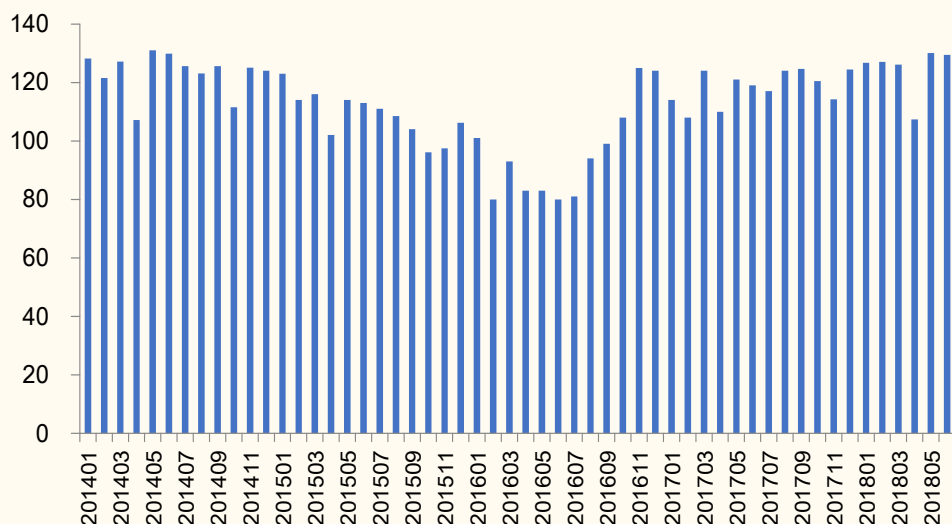
图表 14：秦皇岛港近期铁路调入量 (万吨/日)



来源：Wind、国金证券研究所

发电量的持续增长以及进口煤受限带动内贸动力煤需求不断回升，大秦线货运量强势恢复高水平。根据公司公告，2018年5月，大秦线完成货物运输量4033万吨，同比增加7.12%，日均运量130.10万吨。大秦线日均开行重车90.5列，其中：日均开行2万吨列车65列。2018年6月，大秦线完成货物运输量3884万吨，同比增加8.64%，日均运量129.47万吨。大秦线日均开行重车90.9列，其中：日均开行2万吨列车65列。2018年1-6月，大秦线累计完成货物运输量22533万吨，同比增长7.28%。大秦线例行检修于4月底完成，5月秦港补库存带动运输产能恢复，日均运量超130万吨，是近4年来的最高水平，6月日均运量也维持在近130万吨的高位，表明大秦线处于满负荷状态，运量重回巅峰，全年运量有望创新高。

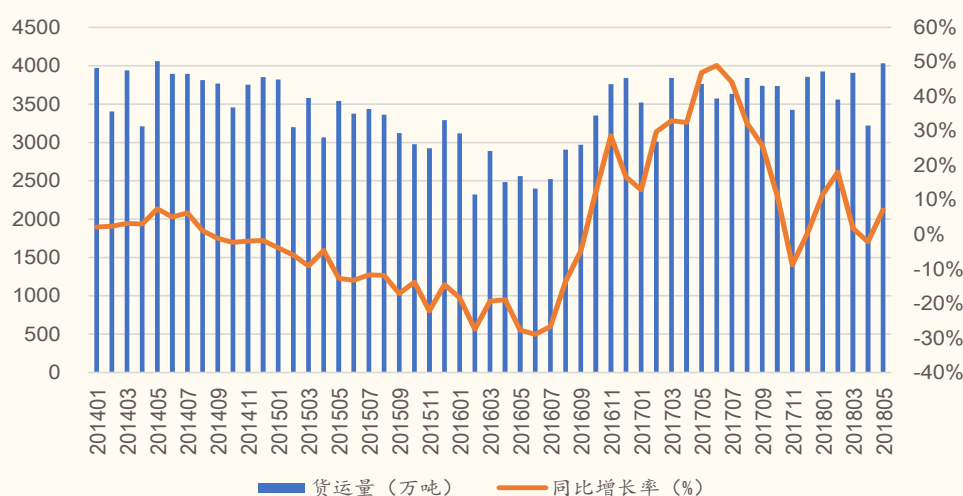
图表 15：大秦线日均运量重回巅峰（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

根据发改委和统计局数据，5月全社会用电量5534亿千瓦时，同增11%，发电量5443亿千瓦时，同增9.8%，增速较上月提升2.9个百分点，其中火电发电量同增10.3%，比上月提升3个百分点。7-8月，由于工业用电复苏和高温天气的持续，电力供应紧张现象或将出现，备货需求将直接带动煤炭运量的上升，预计大秦线运量仍能维持高位。

图表 16：大秦线货运量恢复高位



来源：Wind、国金证券研究所

3.2 “公转铁”政策持续推进，货运增量行动开展，大秦线显著受益

前几年由于铁路运价持续上涨、油价下跌，并且公路可以超载，致使铁路运煤比公路运煤的价格优势逐步减弱，并且公路运输具有灵活、门对门等优势，所以公路运煤量不断上涨。

公路运煤的单位成本虽然比铁路高，但是对于少量及运距较短的运输，公路运输由于收费环节及装卸环节比铁路少，所以会更具经济合理性。此外，2016 年油价大幅下跌，全年国内柴油市场价格约同比下降 10%；其中一季度及二季度的同比降幅达到 17%及 19%，此时公路运煤价格约下降 5%-10%；据中国煤炭市场网报道，2016 年上半年在油价低位时，天津港汽运煤集港的煤价比铁运煤价每吨便宜 5-10 元。油价下跌直接推动了上半年公路运煤量的大幅上升。2016 年天津港下水 5600 万吨汽运煤，同比增长约 40%。

而 16 年 9 月 21 日史上最严的《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始在全国范围内联合开展整治公路货车违法超限超载行为的专项行动。规定四轴货车总质量最多不能超过 36 吨，六轴车车货总重不超过 49 吨。相比较治超前，每车少装近 10 吨，不仅运输一定量货物所需要的车辆增加，同时运输公司为了降低少装货的损失也开始提升运价。据统计，在治超新规实施的 10 天内，煤炭公路运价上涨 7%-43%不等，且运距越短涨价幅度越大。至此，公路运煤失去成本优势，可以直接推动部分公路煤，特别是晋北煤的运输回流至大秦线。大秦 16 年 8 月份日均运量近 94 万吨，而 10 月增长到 108 万吨，表明公路回流效果较为明显。

继 17 年 4 月天津港禁止汽运煤集港和同年 9 月环渤海港口也禁收汽运煤后，18 年，公路治超政策仍在持续推进，并且力度不断加大。交通部和生态环境部等密集出台政策，继续严控公路超载运输，同时港口集疏运改为铁路运输的范围也在不断扩大。政策要求，2018 年 9 月底前，山东、长三角地区沿海港口煤炭集疏港全部改由铁路运输，2019 年底前，京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物禁止汽运集疏港，全部改由铁路运输。这将助推汽运煤和其他大宗商品进一步回归铁路，为大秦线带来一定的货运增量。

日前，国务院常务会议研究调整运输结构、提高综合运输效率等有关工作，计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨（增长 30%）、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨（增长 7.5%）、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标。本次会议旨在实现“铁路运能大幅提升”，推进“公转铁”政策实质性落实，一方面加快干线铁路建设和改造，提高既有铁路综合利用效率，加快铁路专用线建设，计划在 2020 年大宗货物年货运量在 150 万吨以上的工矿企业和新建物流园区接入比例达到 80%以上。另一方面完善内河水运网络，增强长江干线航运能力，大力推进集疏港铁路建设，促使 2020 年沿海重要港区铁路进港率达 60%以上。与此同时推动大宗物资集疏港运输向铁路和水路转移，在环渤海、山东、长三角地区，2018 年底前，沿海主要港口、唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020 年采暖季前，沿海主要港口、唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。此外，公路治超仍在继续，公路货运治理和多式联运提速并行，促使陆运格局优化。可以看出，相关政策已经着眼于“公转铁”的各个细节，未来铁路运输占比有望进一步提升，“公转铁”政策落实力度值得期待。

同时，为了落实中央关于调整运输结构的重要指示精神，深化运输供给侧结构性改革，降低全社会物流成本，巩固“蓝天保卫战”成果，铁总近期也在研究制定 2018-2020 年的《货运增量行动方案》，并大力推进货运增量行动的开展。货运增量行动主要聚焦供需矛盾最突出、调整结构最迫切、增量效果最显著的“六线六区域”，即大秦、唐呼、瓦日、侯月、宁西、兰渝六线和山西、陕西、蒙西、新疆、沿海、沿江六区域，同时聚焦煤炭、矿石、多式联运三大品类，促进铁路货运量实现快速增长。坚持“下水、直达、铁水联运”三管齐下，全力实施西煤东运、北煤南运战略，做大铁路煤运增量。

2018 年来，铁路货运量实现了较大幅度的增长，1-5 月完成货运总发送量 128921 万吨，同比增长 7.1%，货运总周转量 10286.66 亿吨公里，同比增长 4.7%。6 月上中旬铁路货运量继续保持高增态势，国家铁路日均装车 139860

车，同比增长 8.6%，货物发送量日均完成 862 万吨，同比增长 9.6%。可见，在货运增量行动的加持下，“公转铁”力度空前，铁路货运中期升势明确。

图表 17：2018 年 1-5 月国家铁路主要指标完成情况

指标	计算单位	完成	上年同期完成	比上年同期增减	比上年同期增减 (%)
货运总发送量	万吨	128921	120322	8599	7.1
货运总周转量	亿吨公里	10286.66	9824.13	462.53	4.7
总换算周转量	亿吨公里	16002.94	15365.15	736.79	4.2

来源：中国铁路总公司、国金证券研究所

为了打好货运增量行动攻坚战，中国铁路太原局集团已经采取相应措施。面对宁岢、神朔、孝柳等主要装车线通道能力几近饱和，管内部分区段通过能力紧张，大秦线部分港区接卸能力渐显不足的严峻形势，组织相关单位逐线路、逐区段、逐站点摸排“卡脖子”环节，着手筹划“短平快”项目扩能改造，打破瓶颈制约。预计随着货运增量行动的进一步推进，大秦线作为行动的重点内容将显著受益，运量有望维持高位。

3.3 煤源向“三西”地区集中，大秦线高运量有保障

《煤炭工业发展“十三五”规划》指出，我国煤炭产能过剩，同时结构性矛盾突出，一方面煤炭生产效率低，另一方面煤矿发展水平不均衡，先进高效的大型现代化煤矿和技术装备落后、安全无保障、管理水平差的落后煤矿并存，年产 30 万吨及以下小煤矿仍有 6500 多处，煤炭产业集中度低，通过供给侧改革去产能，提高产业集中度势在必行。

规划的主要目标包括淘汰落后产能 8 亿吨/年，增加先进产能 5 亿吨/年，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨，年均增速达到 0.8%。煤炭生产结构优化，煤矿数量控制在 6000 处左右，120 万吨/年及以上大型煤矿产量占 80%以上，30 万吨/年及以下小型煤矿产量占 10%以下。煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占 95%以上。产业集中度进一步提高，煤炭企业数量 3000 家以内，5000 万吨级以上大型企业产量占 60%以上。可以看出，煤炭生产结构的优化主要是关闭中小型煤矿，使得产量向大型煤炭基地集中。

同时，全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部。加快大型煤炭基地外煤矿关闭退出，降低鲁西、冀中、河南、两淮大型煤炭基地生产规模，以及控制蒙东（东北）、晋北、晋中、晋东、云贵、宁东大型煤炭基地生产规模，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设。到 2020 年，煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，14 个大型煤炭基地产量 37.4 亿吨，占全国煤炭产量的 95%以上。预计到 2020 年，全国煤炭产量 39 亿吨，其中山西产量基本保持稳定，而内蒙古和陕西的产量增幅较大。“三西”地区煤炭产量占比预计会进一步上升。

图表 18:《煤炭工业发展“十三五”规划》优化生产开发布局



来源:《煤炭工业发展“十三五”规划》、国金证券研究所

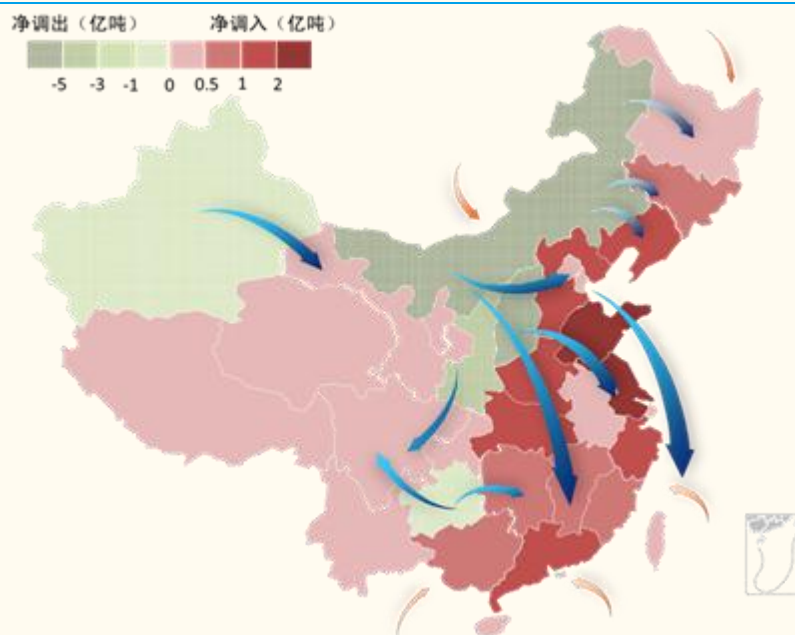
图表 19:《煤炭工业发展“十三五”规划》预期 2020 年地区产量变化

地区	2020 年煤炭产量 (亿吨)	占比 (%)	净调入量 (负数表示净调出) (亿吨)	地区产量变化
东部	1.7	4.4	11	北京退出煤炭生产, 河北、江苏、福建、山东煤炭产量下降
东北	1.2	3.1	2.4	黑龙江产量基本维持现有规模, 辽宁、吉林产量下降
中部	13	33.3	-2.4	山西、安徽、河南基本保持稳定, 江西、湖北、湖南产量下降
西部	23.1	59.2	-8.6	内蒙古、陕西、新疆产量增幅较大, 贵州、云南、甘肃、宁夏、青海产量适度增加, 重庆、四川、广西产量下降

来源:《煤炭工业发展“十三五”规划》、国金证券研究所

同时,《规划》也指出,到 2020 年,预计煤炭调出省区净调出量 16.6 亿吨,其中晋陕蒙地区 15.85 亿吨,调出量占比达到 95.48%。煤炭调入省区净调入 19 亿吨,主要由晋陕蒙、贵州、新疆供应,沿海、沿江地区进口部分煤炭。

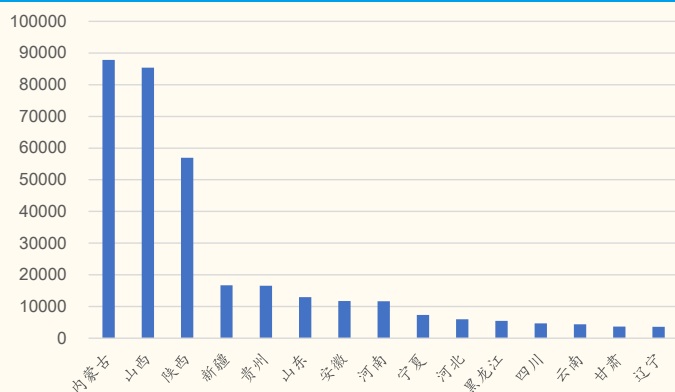
图表 20:《煤炭工业发展“十三五”规划》煤炭跨区调运平衡



来源:《煤炭工业发展“十三五”规划》、国金证券研究所

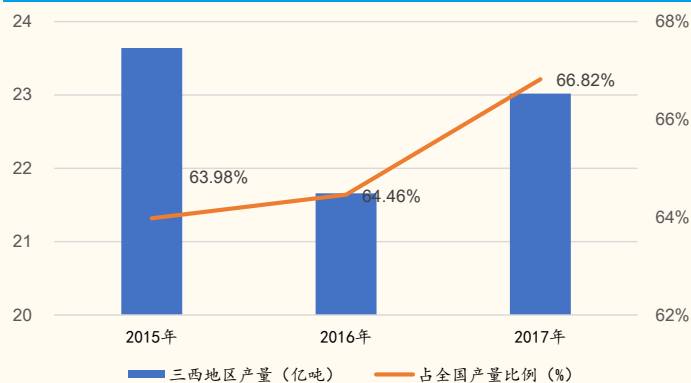
2017 年,全国煤炭产量 34.5 亿吨,同比增长 2.4%;晋陕蒙(“三西”)煤炭产量 23.0 亿吨,同比增长 6.3%,占比也从 2015 年的 64% 上升至 67%,随着煤炭生产集中度的不断提升以及淘汰落后产能的背景下,预计 2018 年煤炭生产重心将继续向“三西”等资源禀赋好、竞争能力强的地区集中,为大秦线提供货源增量基础,18 年大秦铁路运量增长具备高确定性。

图表 21: 2017 年各省煤炭年产量(万吨)



来源:中国产业信息网、国金证券研究所

图表 22: 煤炭生产重心不断向“三西”地区集中



来源:中国产业信息网、国金证券研究所

4.市场化改革打开运价增长空间

4.1 浮动上限上调, 运价存在增长空间

2017 年 12 月,发改委为了进一步推动铁路货运价格机制改革,将铁路货运运价上浮幅度从 10% 上调至 15%。而目前大秦线运价实际上浮 0.007 元/吨公里,即原电气化附加费,预计还有 10% 左右的提价空间。随着夏季煤炭需求旺季的来临,大秦铁路可能上调运价。但近期政策倾向于降低铁路货运成本,所以上调运价会面临一定的行政压力,上调的概率不能确定。

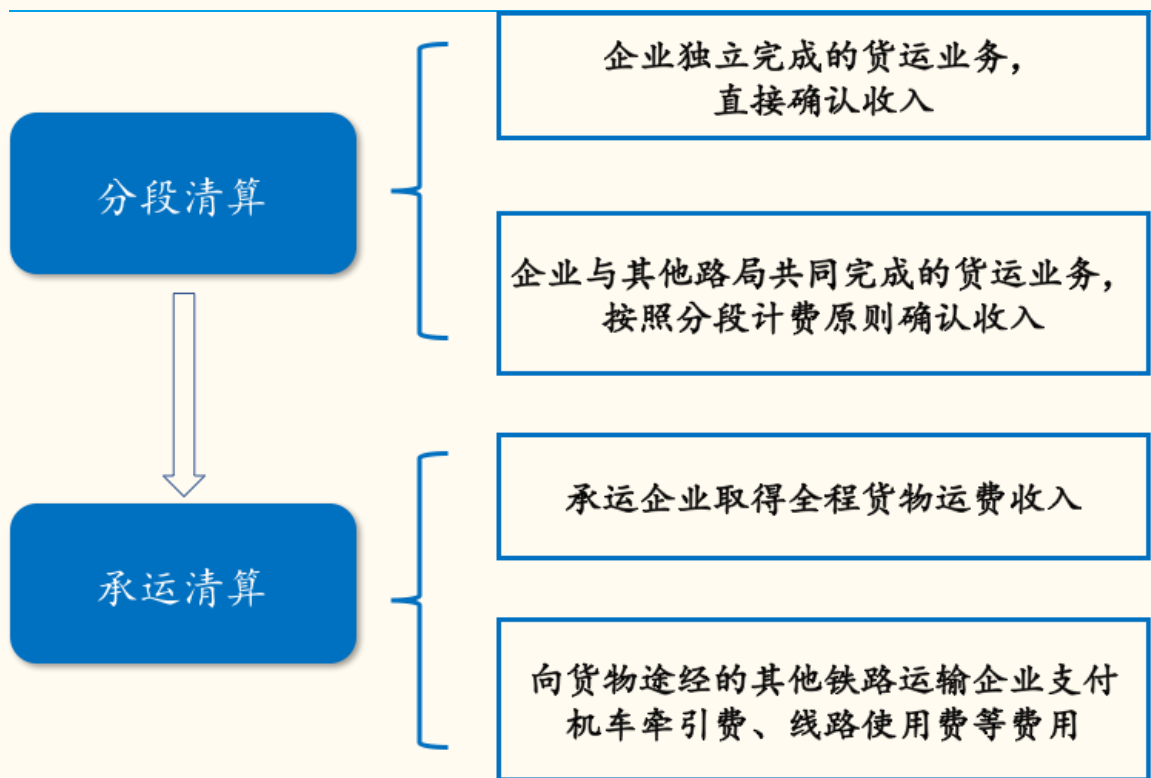
4.2 承运清算利好发货企业，有望拉动大秦铁路业绩提升

为建立公开、公平、公正的铁路货物运输清算秩序，依据国家发展改革委、财政部、国家铁路局等五部委相关文件，中国铁路总公司制定了《铁路货物运输进款清算办法（试行）》（简称《清算办法》）。适用范围为铁路局集团公司和中华人民共和国境内所有参与国家铁路联合运输的铁路运输企业，包括合资铁路公司、铁路上市公司、地方铁路公司。自 2018 年 1 月 1 日起执行。

《清算办法》规定，铁路货运实行承运清算，承运企业取得全程货物运费进款，按计费工作量和对应清算单价按票向其他路局支付机车牵引费、电费、线路使用费、管理费和到站费等。而之前的清算方式为分段清算，即公司自己完成的货运服务直接确认为本公司收入，而与其他路局共同完成的则按照分段计费的原则确认收入。

由分段清算变为承运清算，由于承运企业可以获得全部货运收入，对承运企业，特别是自有线路较短，需经由其他路局线路的企业来说会使得收入有较大幅度的提高，从而激发承运公司的揽货积极性，通过扩大货运规模来提升企业收入。新的清算办法可以提高以货运装车为主的企业的经营灵活性，使得企业收入和成本均有较大幅度的上升，对公司业绩有积极影响，大秦线主要是以“三西”地区煤炭货运装车为主，新清算办法对公司业绩的拉动作用值得期待。

图表 23：清算机制由分段清算转为承运清算

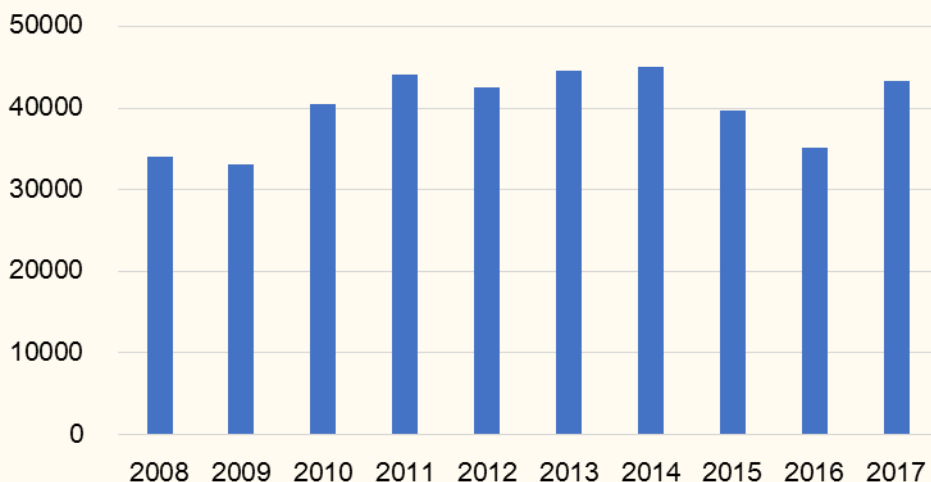


来源：Wind、国金证券研究所

5. 大秦线晋北地区优势明显，黄骅港限制朔黄分流

大秦线运输能力为 4.5 亿吨/年，大秦线在 2005-2014 年间由于煤炭市场需求良好一直处于满运能状态，并且不断连带配套港口进行扩能改造来提升最大运输能力。但自 2015 年开始，国内煤炭市场不景气，叠加大秦线周边新建铁路分流影响，过去供给不足的状况逐步转变为供给过剩。分流风险是影响大秦线收益的一个重要方面。

图表 24：大秦线年货运量变动情况（万吨）



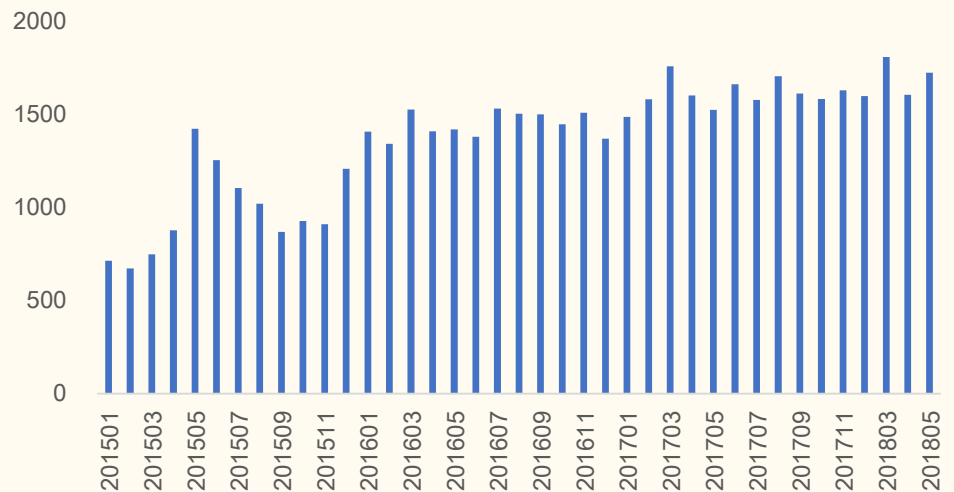
来源：Wind、国金证券研究所

大秦线始于山西省大同市，终于河北省秦皇岛市，全长 658 千米，是构成煤炭铁路运输东西通道中北通道的重要组成部分。与大秦线形成直接竞争关系的主要是相邻的朔黄线、蒙冀线和瓦日线，这四条铁路也构成了“三西”地区煤炭外运的四条主干道。

分地区来看，大秦线在晋北和陕北地区优势明显。大秦线与朔黄线至港口运距相当，约为 600-700 公里，从单价上看，大秦和朔黄并没有哪条线路有明显的价格优势，但由于大秦线投入使用时间较长，客户源相对稳定。同煤集团、中煤集团的平朔煤矿等均分布于大秦和北同蒲沿线，为大秦线提供了稳定的货源。陕北地区公司与神华的协议煤运量将保持稳定。而在晋中南地区大秦线主要受到瓦日线的分流影响，但是晋中南不是公司的核心市场，所以分流风险可控。朔黄线对大秦线的分流主要来自蒙西地区，从单价上来看，铁路相关运费包含运价和铁建基金等，各铁路局依然有运价调整自主权。大秦是国铁要多付 0.033 元/吨公里铁建基金，而朔黄执行 0.12 元/吨公里的特殊运价，不收取 0.033 元/吨公里的铁路建设基金，具有一定的成本优势。同时神华集团打通了从煤矿到电厂/煤化工的全产业链，保障了朔黄线的货源。朔黄线对大秦线的分流是后者 2015 和 2016 年运量大幅下滑的重要原因。

17 年朔黄线完成运量 3.04 亿吨，其中煤炭 2.93 亿吨，与设计产能 5 亿吨相比，运量仍有增长空间，但是配套下水港的疏运能力存在瓶颈，将极大地制约朔黄线的运输能力。朔黄线配套的下水港主要是黄骅港，17 年黄骅港下水 2.15 亿吨，而设计产能仅 1.83 亿吨，已经处于超负荷运行状态。天津港设计产能 3500 万吨，17 年实际下水 4100 万吨，通过黄万铁路与朔黄线相连，产能也已饱和。现黄骅港煤一期到煤四期工程拥有 17 个煤炭泊位，虽然目前正在规划扩建煤五期工程，设计能力达到 1 亿吨，但扩建工程迟迟未能开工。就算开工，建设周期也要很长一段时间。按煤四期建设周期来计算，工程设计吞吐量约 5000 万吨，2013 年 4 月工程开工、2013 年 11 月底码头施工完成、2014 年 12 月底工程通过竣工验收交付使用，整个工程周期约 2 年，那么煤五期预计工程周期预计将长达 3-4 年。所以短期黄骅港对朔黄线的疏运瓶颈不会消除，朔黄线运量难以大幅上涨，同时大秦铁路持股朔黄铁路 41.16% 的股权，也能对冲部分分流风险。所以总体上看，朔黄的短期分流影响不大。

图表 25：黄骅港月煤炭运量（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

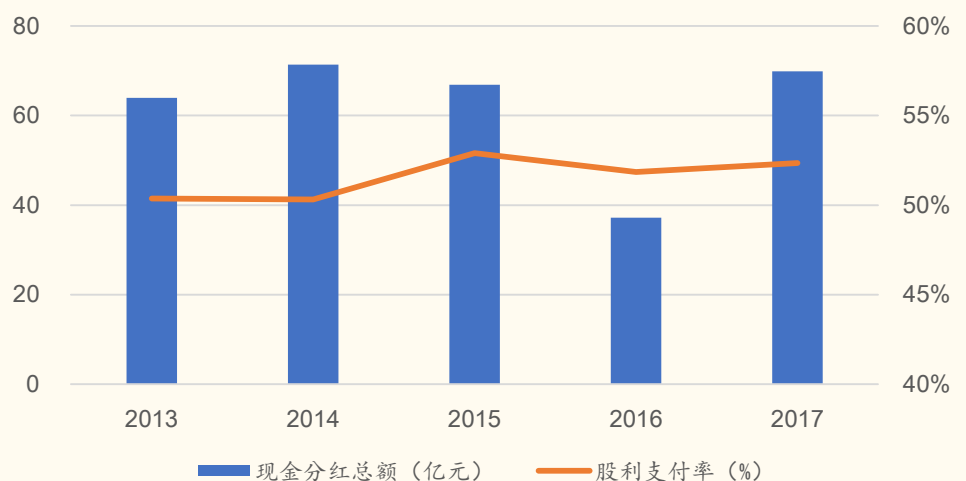
此外，铁总控制的蒙冀线和张唐线预计分流风险不大，蒙华线的主要目标市场为华中地区，与大秦线并不重合，并且目前还未建成，并无分流风险。

总体来看，其他线路对大秦线的分流风险均不大且可控，大秦线未来几年的运量有望保持高水平。

6.高股息极具吸引力，低估值存在修复空间

- **高股息极具吸引力，配置价值明显。**公司 2017 年股息率接近 6%，市净率 1.24 倍，估值水平不到 9X，已经处于上市 11 年来的中枢水平，而历史平均估值 10.6X，目前估值处于历史低位，具备安全边际。从 2016 年 51.85% 和 2017 年 52.34% 的股利支付率来看，未来股利支付率有望维持 50% 及以上的高水平，高股息极具吸引力，配置价值凸显。

图表 26：大秦铁路近 5 年股利支付率维持高水平



来源：Wind、国金证券研究所

图表 27：大秦铁路历史 PE Band



来源：Wind、国金证券研究所

图表 28：大秦铁路历史 PB Band



来源：Wind、国金证券研究所

- **对比美国铁路标的，估值存在修复空间。**美国铁路股平均 PE 估值约在 15-20 倍之间，PB 在 3-4 倍之间；美国铁路公司自 2011 年之后，运量及运价维持稳定增长，成本相对固定，盈利能力处于稳步提升状态，2016 年行业平均净利率水平约在 21%；股息支付率约为 30%-40%，对应现股价股息率为 1.5%左右。大秦铁路的盈利能力及股息率均高于美国铁路股：2017 年净利率水平在 24%，未来长期业绩趋于稳定；股息支付率为 52%，股息率约为 6%；而现对应 2018 年业绩 PE 为 9 倍，PB 为 1.2 倍，远低于美国铁路股的平均估值。我们认为，未来在电力需求持续推动，“公转铁”持续推进汽运煤回流，煤炭生产进一步向“三西”地区集中以及清算机制日益市场化的背景下，大秦铁路将迎来量价双升带来的业绩高景气，中长期风险已经下降，而目前的估值包含了一定的悲观预期，存在较大的修复空间。

7.盈利预测与投资建议

收入预测：2015-2017 年公司主营收入中货运收入占比分别为 81.31%、76.17%和 78.10%，货运业务一直是公司业务收入的主要来源，在 2018 年煤炭运输需求持续景气的背景下，我们预计货运收入占比可以达到 80%的水平。17 年公司货运量中 74.7%是煤炭，焦炭、钢铁和其他货物占比 25.3%，货运量

中煤炭占比近几年在下降，从 15 年的 81.7% 下降至 17 年的 74.7%，但 18 年煤炭运量会维持高位，我们预计，煤炭在未来可以占据公司货运总量约 75% 的比例，其他货物占比维持在 25%。

客运业务 16 年和 17 年增速分别为 6.93% 和 6.82%，预计未来增速维持在 6% 至 7% 的水平。其他业务收入（包括其他主营业务和其他业务）预计维持在总收入的 10% 左右。

随着社会用电量的持续增长，“公转铁”政策的持续推进，货运增量行动的开展，煤源进一步向“三西”地区集中以及货运清算机制的改革，2018 年在多重利好因素的共同提振下，大秦线高运量有保障。5 月，大秦线日均运量已达到近 4 年新高，突破 130 万吨，处于满负荷状态，6 月日均运量依旧维持高位。我们预计未来一段时间大秦线仍将满负荷运行，年货运量可达 4.5 亿吨上限，其中 3.4 亿吨（75%）为煤炭。根据历史数据，预计大秦线货运占总货运量的比例为 55% 左右。则其他货运占比 45%，约 3.7 亿吨，其中 2.8 亿吨（75%）为煤炭。

大秦铁路的运价分为执行国铁统一运价和执行特殊运价两部分。

国铁：整车原煤执行 4 号运价，包括基价 1、基价 2 和铁路建设基金，基价 1 为 16.3 元/吨，基价 2 为 0.098 元/吨公里，铁路建设基金为 0.033 元/吨公里。

大秦、京原和丰沙大本线（到发站均在本线上）：执行特殊运价和铁路建设基金，不收取基价 1，特殊运价为 0.1001 元/吨公里，铁路建设基金为 0.033 元/吨公里；跨线运输的除外，仍执行国铁统一运价。

预计大秦线执行特殊运价的部分每年约 0.1 亿吨，其余 3.3 亿吨均执行国铁统一运价。其他线路煤炭中 0.1 亿吨执行特殊运价，其余 2.7 亿吨为统一运价。

图表 29：18 年大秦铁路主要收入指标预测

货物运输量（亿吨）		运价	
大秦线	4.5	基价 1	16.3 元/吨
其中：煤炭	3.4	基价 2	0.098 元/吨公里
统一运价	3.3	铁路建设基金	0.033 元/吨公里
特殊运价	0.1	特殊运价	0.1001 元/吨公里
其中：其他货物	1.1	统一运价	基价 1&基价 2&铁路建设基金
其他货运内容	3.7	特殊运价	特殊运价&铁路建设基金
其中：煤炭	2.8	其他运价	0.12 元/吨公里
统一运价	2.7	客运收入增速	6.5%
特殊运价	0.1	其他业务比例	10%
其中：其他货物	0.9		

来源：国金证券研究所

由于大秦线高运量的带动，我们估测 18 年营收增速约为 13%，但由于 18 年大秦线已经达到运能上限，19 年和 20 年的货运收入增量主要由其他铁路线来支撑，收入增速将放缓并趋于稳定，预计 19 和 20 年收入增速降至 3%-5% 的区间。

毛利预测：由于公司营业收入大幅增长而成本具有一定的刚性，增速远低于收入增速，2017 年公司盈利能力大幅改善，毛利率回升至 27.84% 的较高水平（2016 年仅为 17.19%）。未来一段时间，在高运量的加持下，毛利率可望维持在较高水平。预计 2018-2020 年毛利率分别为 28%、29% 和 29%。

据此，我们预测大秦铁路 2018-2020 年 EPS 分别为 1.01、1.07、1.11 元，对应 PE 为 9、8、8 倍，目前估值处于历史低位，具备安全边际，高股息极具吸引力，维持“买入”评级。

8.风险提示

运量不及预期导致业绩增速下滑；铁路改革不及预期，货运增量行动开展进程不及预期，对大秦线运量拉动效果不明显；公路治超放松，进口煤限制放松，煤炭回流受阻；其他运煤线路分流风险增加；火电替代能源占比提升导致煤炭运输需求减弱；承运清算办法导致成本超预期增长。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	52,531	44,625	55,636	63,038	66,082	68,245
增长率		-15.1%	24.7%	13.3%	4.8%	3.3%
主营业务成本	-36,978	-36,952	-40,145	-44,971	-46,815	-48,288
%销售收入	70.4%	82.8%	72.2%	71.3%	70.8%	70.8%
毛利	15,553	7,673	15,491	18,066	19,267	19,956
%销售收入	29.6%	17.2%	27.8%	28.7%	29.2%	29.2%
营业税金及附加	-199	-186	-224	-252	-264	-273
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-210	-193	-193	-221	-231	-239
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-587	-522	-558	-630	-661	-682
%销售收入	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	14,557	6,773	14,516	16,963	18,110	18,762
%销售收入	27.7%	15.2%	26.1%	26.9%	27.4%	27.5%
财务费用	-219	-535	-738	-652	-526	-340
%销售收入	0.4%	1.2%	1.3%	1.0%	0.8%	0.5%
资产减值损失	0	-3	-33	-60	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2,098	2,678	3,130	3,100	3,100	3,100
%税前利润	12.8%	30.5%	18.6%	16.2%	15.2%	14.6%
营业利润	16,436	8,912	16,987	19,351	20,681	21,521
营业利润率	31.3%	20.0%	30.5%	30.7%	31.3%	31.5%
营业外收支	-80	-124	-189	-200	-250	-300
税前利润	16,355	8,788	16,798	19,151	20,431	21,221
利润率	31.1%	19.7%	30.2%	30.4%	30.9%	31.1%
所得税	-3,701	-1,710	-3,699	-4,213	-4,495	-4,669
所得税率	22.6%	19.5%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	12,655	7,078	13,098	14,938	15,936	16,552
少数股东损益	7	-91	-251	0	0	0
归属于母公司的净利润	12,648	7,168	13,350	14,938	15,936	16,552
净利率	24.1%	16.1%	24.0%	23.7%	24.1%	24.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12,655	7,078	13,098	14,938	15,936	16,552
少数股东损益	7	-91	-251	0	0	0
非现金支出	5,135	5,238	5,615	5,872	6,043	6,271
非经营收益	-1,790	-2,238	-2,558	-2,247	-2,266	-2,320
营运资金变动	-1,917	-3,807	1,314	702	318	342
经营活动现金净流	14,083	6,270	17,470	19,264	20,032	20,844
资本开支	-5,779	-3,072	-4,355	-4,042	-4,537	-4,590
投资	-1,696	-1,601	0	-1,501	-1,500	-1,500
其他	1,826	1,664	1,503	3,100	3,100	3,100
投资活动现金净流	-5,649	-3,009	-2,852	-2,443	-2,937	-2,990
股权募资	3	5	11	0	0	0
债权募资	-2,301	7,092	-10,869	-1,344	-1,000	-1,000
其他	-7,802	-6,963	-4,322	-8,194	-8,166	-8,210
筹资活动现金净流	-10,100	135	-15,180	-9,538	-9,166	-9,210
现金净流量	-1,666	3,396	-562	7,283	7,929	8,644

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,238	11,638	11,100	18,383	26,313	34,956
应收款项	4,291	7,378	6,835	7,634	8,003	8,265
存货	1,709	1,612	1,528	1,787	1,860	1,918
其他流动资产	1,631	1,482	2,981	2,703	2,712	2,718
流动资产	15,870	22,110	22,445	30,508	38,887	47,858
%总资产	13.9%	17.9%	17.6%	22.5%	27.1%	31.5%
长期投资	18,490	19,403	20,128	21,629	23,128	24,628
固定资产	74,690	73,071	75,791	74,129	72,242	70,130
%总资产	65.2%	59.2%	59.4%	54.8%	50.4%	46.2%
无形资产	4,024	4,522	5,962	6,049	6,183	6,316
非流动资产	98,679	101,373	105,242	104,807	104,553	104,075
%总资产	86.1%	82.1%	82.4%	77.5%	72.9%	68.5%
资产总计	114,549	123,483	127,687	135,315	143,440	151,932
短期借款	35	88	162	150	150	150
应付款项	9,077	8,354	12,215	13,154	13,706	14,139
其他流动负债	6,466	13,418	4,080	4,682	4,901	5,138
流动负债	15,578	21,860	16,457	17,985	18,757	19,427
长期贷款	5,590	7,037	7,112	6,112	5,112	4,112
其他长期负债	2,770	3,012	3,206	2,875	2,875	2,875
负债	23,938	31,909	26,776	26,972	26,744	26,415
普通股股东权益	89,112	89,828	99,402	106,833	115,187	124,009
少数股东权益	1,498	1,747	1,509	1,509	1,509	1,509
负债股东权益合计	114,549	123,483	127,687	135,315	143,440	151,932

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.851	0.482	0.898	1.005	1.072	1.113
每股净资产	5.994	6.042	6.686	7.186	7.748	8.341
每股经营现金净流	0.947	0.422	1.175	1.296	1.347	1.402
每股股利	0.450	0.250	0.470	0.500	0.510	0.520
回报率						
净资产收益率	14.19%	7.98%	13.43%	13.98%	13.84%	13.35%
总资产收益率	11.04%	5.81%	10.45%	11.04%	11.11%	10.89%
投入资本收益率	11.70%	5.53%	10.46%	11.55%	11.58%	11.28%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.67%	-15.05%	24.68%	13.30%	4.83%	3.27%
EBIT增长率	-9.59%	-53.47%	114.33%	16.86%	6.76%	3.60%
净利润增长率	-10.84%	-43.32%	86.23%	11.90%	6.69%	3.86%
总资产增长率	7.73%	7.80%	3.40%	5.97%	6.01%	5.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.5	29.5	32.3	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	16.8	16.4	14.3	14.5	14.5	14.5
应付账款周转天数	34.9	31.4	29.6	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	485.3	578.4	485.4	413.0	378.0	349.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.88%	-4.93%	-3.79%	-11.19%	-18.04%	-24.45%
EBIT利息保障倍数	66.4	12.7	19.7	26.0	34.4	55.3
资产负债率	20.90%	25.84%	20.97%	19.93%	18.64%	17.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	24
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.27

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-24	买入	6.76	7.80~8.00
2	2016-10-27	买入	6.81	N/A
3	2016-11-10	买入	6.84	N/A
4	2016-12-10	买入	7.35	N/A
5	2017-03-27	买入	7.15	N/A
6	2017-04-10	买入	7.71	N/A
7	2017-04-24	买入	8.00	10.00~12.00
8	2017-04-27	买入	7.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH