

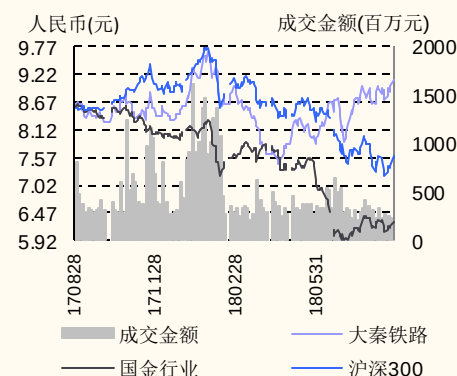
大秦铁路 (601006.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.11 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)	135,436.47
年内股价最高最低(元)	9.68/7.45
沪深 300 指数	3400.17
上证指数	2777.98



相关报告

- 1.《多重利好因素提振业绩, 低值高息静待修复-大秦铁路: 多重利好因...》, 2018.7.13
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

货运清算办法变更致使成本短期承压, 高运量预计常态化

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	0.967	1.033	1.108
每股净资产(元)	6.04	6.69	7.15	7.67	8.26
每股经营性现金流(元)	0.42	1.18	1.35	1.33	1.38
市盈率(倍)	14.68	10.10	8.95	8.37	7.80
净利润增长率(%)	-43.32%	86.23%	7.64%	6.87%	7.30%
净资产收益率(%)	7.98%	13.43%	13.52%	13.47%	13.42%
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

业绩简评

- 2018H1, 大秦铁路实现营业收入 372.33 亿元, 同比增长 36.10%; 归母净利 81.92 亿元, 同比增长 7.48%; 归母扣非净利 82.09 亿元, 同增 7.29%。上半年, 公司货物运输量完成 4.65 亿吨, 同增 20.9%。

经营分析

- **运量维持高位运行, 推动营收保持高增速。**受益于下游用煤企业的补库存意愿较强及“公转铁”政策的持续推行, 公司货物发送量完成 3.11 亿吨, 同增 12%, 高出行业平均增速 4.4pcts; 大秦线日均运量 124.49 万吨, 接近历史最高值 141 万吨 (2014 年)。受益于发送量和货运量的增加, 以及货运清算办法由分段清算转为承运清算, 推动营收保持较高增速, 同增 36.1%。考虑公路煤炭回流, 朔黄线分流清, 预计下半年大秦线运量有望持续高位。
- **货运清算办法改变, 致使客运及货运服务费用大幅增加。**今年开始, 公司执行“承运清算”模式, 由此使得公司需按票向通过及到达企业支付相关费用, 以弥补相应的运输成本。上半年, 公司货运及客运服务费分别为 83.52 亿元和 21.53 亿元, 同步增速分别为 867% 和 36%。新清算办法体现出铁路货运市场的市场化激励导向, 长期利好承运企业经营灵活性; 但由于成本端增速大幅提升, 毛利率由去年同期的 32% 下滑至 25%, 短期业绩或承压。
- **运价仍存上调空间, 铁路改革渐行渐近。**公司自今年以来执行新的《铁路货物运输进款清算办法》, 年初公司将电气化附加费纳入国铁统一运价, 约相当于涨价 7%, 距离基准上调幅度仍有 8% 的上涨空间。但目前政策方向强调降低物流成本、调控煤炭价格, 上涨空间有待观察。目前, 铁总改革方案已上报, 2018 年铁路工作会议强调未来要扩大铁路市场份额, 以效益为导向, 有利于进一步灵活公司经营机制, 长线利好公司降本增效。

投资建议

- 考虑到清算体制执行的影响, 我们调整公司 18-20 年的净利润至 143.69 亿元、153.57 亿元和 164.78 亿元, 对应 EPS 为 0.97 元、1.03 元和 1.11 元, 对应 PE 分别为 8.95 倍、8.37 倍和 7.8 倍。预计公司下半年运量有望维持高位, 新货运清算办法长期利好承运企业经营灵活性, 维持“买入”评级。

风险提示

- 铁路改革不及预期; 进口煤管控超预期; 清算管理办法改变贡献不及预期

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	69,383	74,394	76,212
增长率		-15.1%	24.7%	24.7%	7.2%	2.4%
主营业务成本	-36,978	-36,952	-40,145	-51,935	-55,735	-56,219
%销售收入	70.4%	82.8%	72.2%	74.9%	74.9%	73.8%
毛利	15,553	7,673	15,491	17,448	18,660	19,993
%销售收入	29.6%	17.2%	27.8%	25.1%	25.1%	26.2%
营业税金及附加	-199	-186	-224	-278	-298	-305
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-210	-193	-193	-243	-260	-267
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-587	-522	-558	-694	-744	-762
%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	16,234	17,358	18,660
%销售收入	27.7%	15.2%	26.1%	23.4%	23.3%	24.5%
财务费用	-219	-535	-738	-645	-515	-332
%销售收入	0.4%	1.2%	1.3%	0.9%	0.7%	0.4%
资产减值损失	0	-3	-33	-67	-5	-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%	16.8%	15.7%	14.7%
营业利润	16,436	8,912	16,987	18,622	19,938	21,426
营业利润率	31.3%	20.0%	30.5%	26.8%	26.8%	28.1%
营业外收支	-80	-124	-189	-200	-250	-300
税前利润	16,355	8,788	16,798	18,422	19,688	21,126
利润率	31.1%	19.7%	30.2%	26.6%	26.5%	27.7%
所得税	-3,701	-1,710	-3,699	-4,053	-4,331	-4,648
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	14,369	15,357	16,478
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	14,369	15,357	16,478
净利率	24.1%	16.1%	24.0%	20.7%	20.6%	21.6%

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	14,369	15,357	16,478
少数股东损益	7	-91	-251	0	0	0
非现金支出	5,135	5,238	5,615	5,878	6,045	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	2,082	700	126
经营活动现金净流	14,083	6,270	17,470	20,083	19,835	20,555
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	8,102	7,733	8,354

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	19,202	26,935	35,289
应收账款	4,291	7,378	6,835	8,403	9,010	9,230
存货	1,709	1,612	1,528	2,063	2,214	2,233
其他流动资产	1,631	1,482	2,981	2,735	2,752	2,754
流动资产	15,870	22,110	22,445	32,403	40,911	49,506
%总资产	13.9%	17.9%	17.6%	23.6%	28.1%	32.2%
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%	54.0%	49.7%	45.7%
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%	76.4%	71.9%	67.8%
资产总计	114,549	123,483	127,687	137,209	145,464	153,581
短期借款	35	88	162	150	150	150
应付款项	9,077	8,354	12,215	15,097	16,200	16,373
其他流动负债	6,466	13,418	4,080	5,202	5,578	5,775
流动负债	15,578	21,860	16,457	20,449	21,928	22,298
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	29,436	29,915	29,285
普通股股东权益	89,112	89,828	99,402	106,264	114,039	122,787
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	137,209	145,464	153,581

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.851	0.482	0.898	0.967	1.033	1.108
每股净资产	5.994	6.042	6.686	7.148	7.671	8.259
每股经营现金净流	0.947	0.422	1.175	1.351	1.334	1.383
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%	13.52%	13.47%	13.42%
总资产收益率	11.04%	5.81%	10.45%	10.47%	10.56%	10.73%
投入资本收益率	11.70%	5.53%	10.46%	11.10%	11.21%	11.32%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.67%	-15.05%	24.68%	24.71%	7.22%	2.44%
EBIT增长率	-9.59%	-53.47%	114.33%	11.83%	6.92%	7.50%
净利润增长率	-10.84%	-43.32%	86.23%	7.64%	6.87%	7.30%
总资产增长率	7.73%	7.80%	3.40%	7.46%	6.02%	5.58%
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	375.2	335.8	312.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.88%	-4.93%	-3.79%	-12.01%	-18.76%	-24.96%
EBIT利息保障倍数	66.4	12.7	19.7	25.2	33.7	56.2
资产负债率	20.90%	25.84%	20.97%	21.45%	20.57%	19.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	14	20	38
增持	0	2	3	6	15
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.18	1.23	1.35

来源：朝阳永续

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

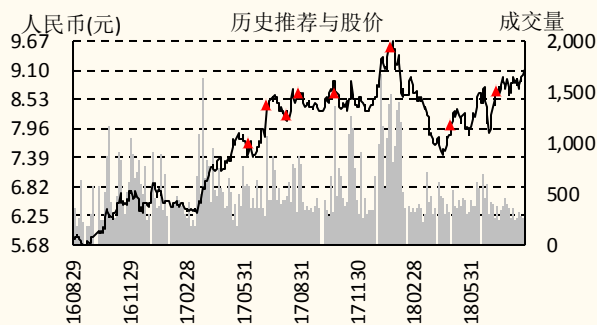
来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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