

公司研究

国内煤炭需求快速增长，公司盈利重回增长轨道

——大秦铁路（601006.SH）2021年中报点评

要点

◆**事件：公司发布2021年上半年业绩。**公司21年上半年实现营业收入约386亿元，同比增长14.9%（调整后）；实现归母净利润约74.6亿元，同比增长35.9%（调整后）；实现扣非归母净利润约74.8亿元，同比增长36.0%（调整后）。公司2021年半年度不分红派息。

◆**煤炭需求快速增长，货运业务收入快速恢复。**公司2021年上半年完成货物发送量3.4亿吨，较20年同期增长12.4%，较19年同期增长2.0%；完成货物换算周转量1,941亿吨公里，较20年同期增长12.8%，较19年同期上涨0.2%。其中，完成煤炭发送量2.9亿吨，较20年同期增长13.9%，较19年同期上涨1.6%。主要原因是2021年上半年国内煤炭消费快速增长（较20年同期增长10.7%，较19年同期增长8.1%），在煤炭进口出现快速下降的背景下，煤炭市场供需两旺，公司执行“以货补客”的经营策略，通过增加集装箱、敞顶箱运量，试点推行入厂焦炭、煤炭、矿石、出厂钢铁一体化打包服务等方式开发新增量。综合以上因素，公司2021年上半年实现货运业务收入309亿，较20年同期增长14.3%，较19年同期下降0.9%。

◆**客运需求恢复落后于货运需求。**公司2021年上半年完成旅客发送量1,880万人，较20年同期增长61.6%，较19年同期下降33.0%，完成旅客换算周转量为15.7亿人公里，较20年同期增长36.5%，较19年同期下降55.1%。由于国内疫情出现反复，客运需求恢复仍落后于货运需求恢复，公司2021年上半年共实现客运收入约31亿，较20年同期增长71.0%，较19年同期下降16.8%。

◆**固定资产折旧年限延长，铁路运输业务毛利率快速恢复。**公司2021年上半年铁路运输业务营业成本同比上涨8.4%，其中折旧成本同比减少23亿（同比下降33.7%），主要原因是公司从2021年1月1日起延长部分固定资产折旧年限。综合以上，公司21年上半年铁路运输业务毛利率为25.9%，较20年同期增长5.2pct，较19年同期下降0.5pct。由于公司延长固定资产折旧年限，测算21-25年净利润可分别增加22.93亿、16.56亿、15.65亿、11.54亿、7.28亿元。

◆**国内煤炭需求有望延续增长态势。**国内宏观经济延续稳定复苏态势，经济基本面向好将对全社会电力、煤炭需求形成良性支撑。随着冬用煤等季节性传统用煤高峰来临，在电煤库存不高的背景下，国内煤炭需求有望延续增长态势。

◆**投资建议：**随着“公转铁”、“散改集”的持续推进，煤炭等大宗货物向铁路运输集中的趋势更加明显，在国内煤炭需求延续增长的背景下，公司盈利将重回增长轨道；根据股东分红回报计划，2020年-2022年公司现金分红原则上不低于0.48元/股（对应目前股息率约8%）。我们维持公司21-23年净利润预测分别为134亿元、139亿元、143亿元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济下行或能源消耗结构变化导致煤炭需求下降；新建铁路分流公司业务；公路等运输方式分流公司业务；现金分红低于市场预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	79,917	72,322	80,648	84,438	87,996
营业收入增长率	2.01%	-9.50%	11.51%	4.70%	4.21%
净利润（百万元）	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
净利润增长率	-6.02%	-20.29%	23.35%	3.72%	2.59%
EPS（元）	0.92	0.73	0.90	0.94	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.00%	9.01%	10.56%	10.43%	10.19%
P/E	7	8	7	6	6
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-26

增持（维持）

当前价：5.99元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

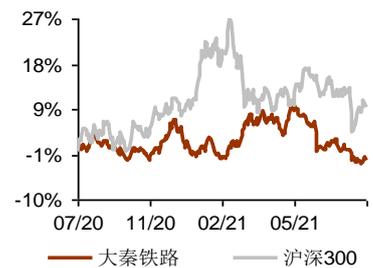
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	148.67
总市值(亿元)	890.53
一年最低/最高(元)	6.25/7.11
近3月换手率	14.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.56	11.80	0.02
绝对	2.04	2.04	2.04

资料来源：Wind

相关研报

国内疫情防控措施逐步升级，暑运需求恢复受负面冲击——交通运输行业周报 20210808 (2021-08-08)

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业 2021 年中期投资策略 (2021-07-15)

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述 (2021-05-05)

生产经营稳健，会计估计变更提升净利润——大秦铁路（601006.SH）2020 年报及 2021 年一季报点评 (2021-04-29)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	79,917	72,322	80,648	84,438	87,996
营业成本	61,704	58,226	61,824	64,822	67,968
折旧和摊销	7,291	6,979	5,111	5,132	5,198
税金及附加	291	216	290	304	317
销售费用	198	197	219	229	239
管理费用	717	646	645	676	704
研发费用	9	6	7	7	7
财务费用	142	62	847	967	913
投资收益	2,989	2,665	2,600	2,700	2,800
营业利润	19,975	15,750	19,513	20,234	20,753
利润总额	19,791	15,659	19,373	20,094	20,613
所得税	4,621	3,362	4,456	4,622	4,741
净利润	15,171	12,297	14,917	15,472	15,872
少数股东损益	1,501	1,401	1,477	1,532	1,571
归属母公司净利润	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
EPS(按最新股本计)	0.92	0.73	0.90	0.94	0.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15,023	12,529	19,247	19,411	19,649
净利润	13,669	10,896	13,440	13,941	14,301
折旧摊销	7,291	6,979	5,111	5,132	5,198
净营运资金增加	5,856	570	1,639	648	651
其他	-11,794	-5,915	-944	-309	-501
投资活动产生现金流	-7,958	1,488	-2,400	-2,325	-2,200
净资本支出	-5,178	-1,889	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	26,533	26,362	0	0	0
其他资产变化	-29,313	-22,985	2,600	2,675	2,800
融资活动现金流	-10,193	22,696	-8,052	-8,376	-8,599
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,441	27,777	-70	50	50
无息负债变化	-4,224	-1,221	1,347	610	1,154
净现金流	-3,129	36,713	8,794	8,711	8,850

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.8%	19.5%	23.3%	23.2%	22.8%
EBITDA 率	30.6%	27.9%	28.4%	28.0%	27.3%
EBIT 率	21.4%	18.2%	22.0%	21.9%	21.4%
税前净利润率	24.8%	21.7%	24.0%	23.8%	23.4%
归母净利润率	17.1%	15.1%	16.7%	16.5%	16.3%
ROA	10.2%	6.7%	7.8%	7.7%	7.6%
ROE (摊薄)	12.0%	9.0%	10.6%	10.4%	10.2%
经营性 ROIC	11.5%	9.4%	12.2%	12.7%	12.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	17%	29%	28%	27%	27%
流动比率	2.05	5.03	5.23	5.58	5.75
速动比率	1.94	4.89	5.11	5.46	5.63
归母权益/有息债务	11.73	3.23	3.40	3.57	3.74
有形资产/有息债务	14.16	4.58	4.84	5.08	5.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	148,044	182,203	191,261	199,934	209,275
货币资金	15,346	52,059	60,853	69,564	78,414
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,975	6,439	6,602	6,944	7,425
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,002	1,534	2,016	1,689	1,760
存货	1,501	1,846	1,696	1,803	1,970
其他流动资产	4,110	5,590	5,590	5,590	5,590
流动资产合计	29,034	67,620	76,900	85,731	95,319
其他权益工具	136	121	121	121	121
长期股权投资	26,533	26,362	26,362	26,362	26,362
固定资产+使用权资产	79,944	76,521	76,971	73,948	71,644
在建工程	1,821	1,060	795	3,971	6,353
无形资产	8,972	8,865	8,570	8,284	8,008
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	30	43	43	43	43
非流动资产合计	119,009	114,582	114,360	114,203	113,955
总负债	25,821	52,376	53,653	54,312	55,517
短期借款	39	121	0	0	0
应付账款	3,121	3,034	3,567	3,466	3,699
应付票据	115	2	0	0	0
预收账款	1,174	0	0	0	0
其他流动负债	0	184	184	184	184
流动负债合计	14,170	13,441	14,716	15,375	16,580
长期借款	8,983	7,864	7,864	7,864	7,864
应付债券	0	28,650	28,650	28,650	28,650
其他非流动负债	2,458	2,246	2,246	2,246	2,246
非流动负债合计	11,650	38,936	38,937	38,937	38,937
股东权益	122,223	129,826	137,608	145,622	153,758
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
公积金	39,934	41,032	41,033	41,033	41,033
未分配利润	59,000	61,661	67,965	74,447	81,012
归属母公司权益	113,881	120,929	127,234	133,716	140,280
少数股东权益	8,342	8,898	10,374	11,906	13,477

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.25%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用率	0.90%	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用率	0.18%	0.09%	1.05%	1.15%	1.04%
研发费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	23%	21%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.48	0.48	0.50	0.52	0.53
每股经营现金流	1.01	0.84	1.29	1.31	1.32
每股净资产	7.66	8.13	8.56	8.99	9.44
每股销售收入	5.38	4.86	5.42	5.68	5.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	7	8	7	6	6
PB	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.0	4.4	3.7	3.4	3.1
股息率	8.0%	8.0%	8.4%	8.7%	8.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE