

大秦铁路 (601006.SH)

降本增效发力，2022 业绩微降，1Q23 业绩增 23.2%

增持

核心观点

大秦铁路披露 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 全年营收 757.6 亿 (-3.7%)，实现归母净利润 112.0 亿 (-8.1%)，其中 2022 年四季度营收 169.9 亿 (-19.3%)，实现归母净利润 3.9 亿 (-80.0%)。2023 年一季度公司营收 198.4 亿 (+8.7%)，实现归母净利润 36.5 亿 (+23.2%)。

运营整体保持稳定，4Q22 受外部冲击，1Q23 基本恢复正常。2022 年全国原煤需求保持稳定，供给结构有所变化，进口煤炭缩减 9.2%，国内原煤产量 45.6 亿吨，同比增 10.5%，煤炭生产集中度进一步提升。公司运输的货品主要以动力煤为主，2022 年完成货物发送量 5.3 亿吨，同比增长 4.5%，大秦线完成货物运输量 3.19 亿吨，同比增 2.8%。4Q22 公司运营受到疫情影响，四季度大秦线货量同比降 30%，拖累营收及利润表现。1Q23 伴随着客货运全面回归正轨，公司营收明显提升，单季度营业收入 198.4 亿，同比增 8.7%。

降本增效，2022 薪酬成本增速显著下降，1Q23 成本可控，业绩显著修复。公司严格成本管控，多措并举降低各类成本支出，2022 年营业成本 606.4 亿，同比下降 1.4%，在相当程度上对冲了不可抗力下客货运承压营收走低带来的不利影响。1Q23 公司成本延续节约态势，同比仅增长 3%，业绩显著修复。

运营有望回归正常，高股息率仍具备吸引力。2022 年公司股息分配率为 63.74%，每股股息 0.48 元，按照当前股价计算股息率为 6.3%，仍具备吸引力。公司年报中提出 2023 年公司经营目标为旅客发送量 5600 万人，货物发送量 6.8 亿吨，其中大秦线货物运输量 4.2 亿吨，分别为 2019 年同期的 97.9%、99.4%、97.5%，运营有望全面回归正常，但公司暂未披露 2023-2025 年股东分红回报规划，期待高分红率延续。

风险提示：客货运量不及预期、成本管控低于预期、分红低于预期。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司成本节约力度小幅超预期，我们小幅上调 2023-2024 年盈利预测，自 124.4 亿、125.5 亿分别上调 3.8%、4.3%至 129.2 亿、130.9 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司归母净利润 131.4 亿。不考虑可转债转股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 估值分别为 8.7X、8.6X、8.6X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,682	75,758	83,462	86,044	88,806
(+/-%)	8.8%	-3.7%	10.2%	3.1%	3.2%
净利润(百万元)	12181	11196	12915	13094	13140
(+/-%)	11.8%	-8.1%	15.4%	1.4%	0.3%
每股收益(元)	0.82	0.75	0.87	0.88	0.88
EBIT Margin	20.4%	18.7%	19.8%	19.4%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	8.7%	9.7%	9.5%	9.3%
市盈率 (PE)	9.3	10.1	8.7	8.6	8.6
EV/EBITDA	8.4	9.1	8.0	7.4	7.4
市净率 (PB)	0.91	0.88	0.85	0.82	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 铁路公路

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	7.58 元
总市值/流通市值	112692/112692 百万元
52 周最高价/最低价	7.75/5.95 元
近 3 个月日均成交额	231.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大秦铁路(601006.SH)-货量保持高位，3Q 业绩同比增 25.2%》——2022-10-28

《大秦铁路(601006.SH)-黑金动脉，通联大秦》——2022-07-14

《大秦铁路-601006-重大事件快评：10 月运量稳健，股息率具备吸引力》——2021-11-10

大秦铁路披露 2022 年年报及 2023 年一季度报

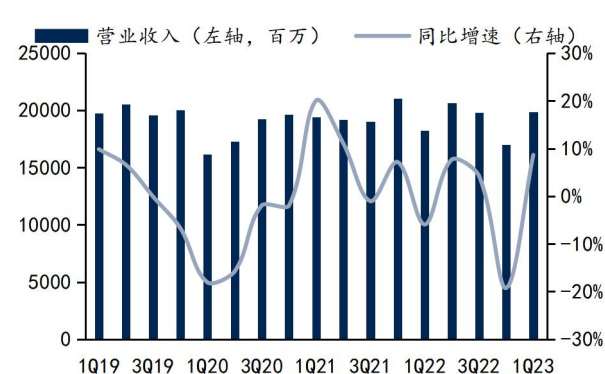
2022 全年营收 757.6 亿 (-3.7%)，实现归母净利润 112.0 亿 (-8.1%)，其中 2022 年四季度营收 169.9 亿 (-19.3%)，实现归母净利润 3.9 亿 (-80.0%)。2023 年一季度公司营收 198.4 亿 (+8.7%)，实现归母净利润 36.5 亿 (+23.2%)。

图1: 大秦铁路营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



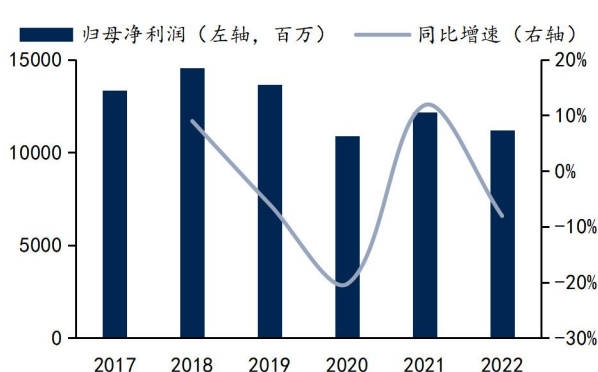
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 大秦铁路季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



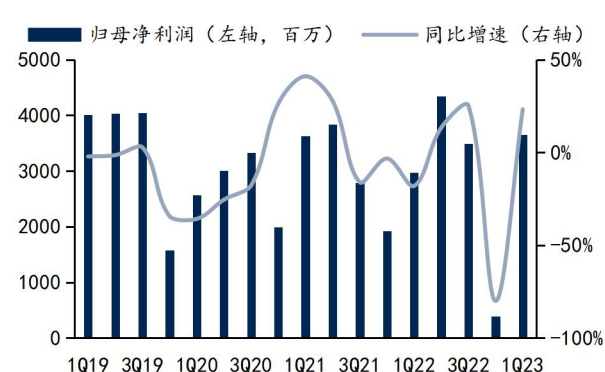
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 大秦铁路归母净利润及同比增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 大秦铁路季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营整体保持稳定, 4Q22 受外部冲击, 1Q23 基本恢复正常

2022 年全国原煤需求保持稳定, 供给结构有所变化, 进口煤炭缩减 9.2%, 国内原煤产量 45.6 亿吨, 同比增 10.5%, 煤炭生产集中度进一步提升。公司运输的货品主要以动力煤为主, 2022 年完成货物发送量 5.3 亿吨, 同比增长 4.5%, 大秦线完成货物运输量 3.19 亿吨, 同比增 2.8%。4Q22 公司运营受到疫情影响, 四季度大秦线货量同比降 30%, 拖累营收及利润表现。1Q23 伴随着客货运全面回归正轨, 公司营收明显提升, 单季度营业收入 198.4 亿, 同比增 8.7%。

图5: 大秦线月度货运量



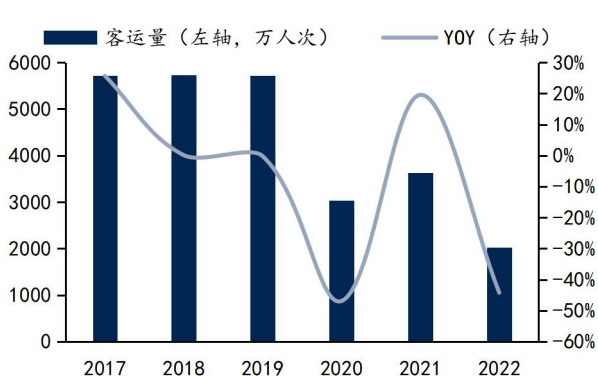
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 大秦铁路货运量及同比增速



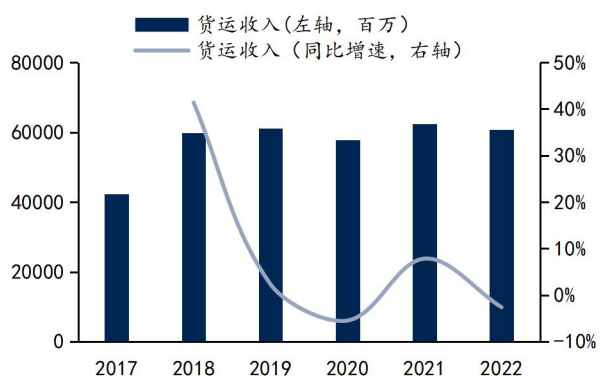
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 大秦铁路客运量及同比增速



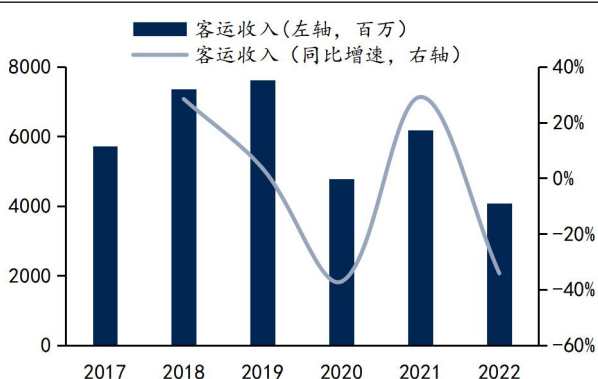
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大秦铁路货运收入及同比增速



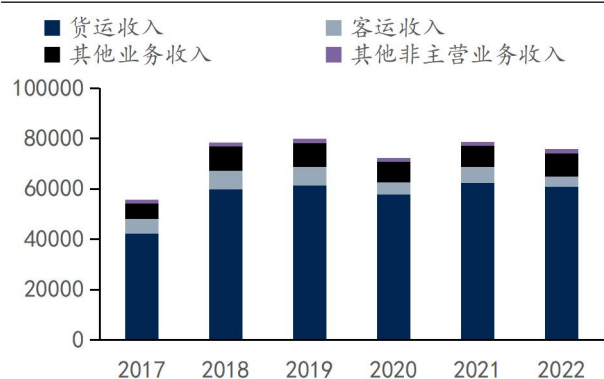
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 大秦铁路客运收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 大秦铁路收入构成

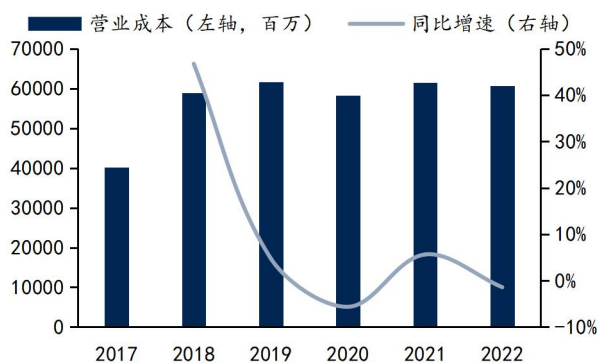


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

降本增效，2022 薪酬成本增速显著下降，1Q23 成本可控，业绩显著修复

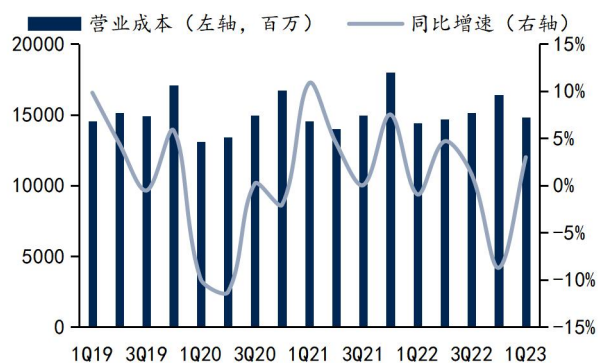
公司严格成本管控，多措并举降低各类成本支出，一是与运量相关的设备维修、材料及客运服务费等支出减少；二是推进完成两批次节支降耗清单，大力压减业务外包；三是推进劳动组织改革，在节约岗位和压缩用工总量上取得良好成效；四是加强物资管理，库存周转率等指标有所提升。2022 年公司营业成本 606.4 亿，同比下降 1.4%，在相当程度上对冲了不可抗力下客货运承压营收走低带来的不利影响。1Q23 公司成本延续节约态势，同比仅增长 3%，业绩显著修复。

图11：大秦铁路营业成本及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：大秦铁路季度营业成本及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营有望回归正常，高股息率仍具备吸引力

2022 年公司股息分配率为 63.74%，每股股息 0.48 元，按照当前股价计算股息率为 6.3%，仍具备吸引力。公司年报中提出 2023 年公司经营目标为旅客发送量 5600 万人，货物发送量 6.8 亿吨，其中大秦线货物运输量 4.2 亿吨，分别为 2019 年同期的 97.9%、99.4%、97.5%，运营有望全面回归正常，但公司暂未披露 2023-2025 年股东分红回报规划，期待高分红率延续。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司成本节约力度小幅超预期，我们小幅上调 2023-2024 年盈利预测，自 124.4 亿、125.5 亿分别上调 3.8%、4.3%至 129.2 亿、130.9 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司归母净利润 131.4 亿。不考虑可转债转股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 估值分别为 8.7X、8.6X、8.6X，维持“增持”评级。

风险提示

客货运量不及预期、成本管控低于预期、分红低于预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	59416	62603	38251	41078	45941	营业收入	78682	75758	83462	86044	88806
应收款项	9361	9749	9147	9665	10219	营业成本	61509	60635	65694	68041	70939
存货净额	1693	1837	1838	2056	1968	营业税金及附加	293	65	167	172	178
其他流动资产	1662	3843	2921	2581	2664	销售费用	224	227	225	232	240
流动资产合计	72132	78033	52157	55380	60792	管理费用	777	826	1066	1786	1814
固定资产	87640	88488	87276	86017	84766	研发费用	7	17	8	9	9
无形资产及其他	9407	9270	37038	36122	35206	财务费用	338	155	203	279	120
投资性房地产	2853	2569	2569	2569	2569	投资收益	2993	2704	2800	3000	3000
长期股权投资	26515	23938	24088	24238	24388	资产减值及公允价值变动	50	0	(70)	(100)	(70)
资产总计	198546	202297	203128	204326	207722	其他收入	(372)	346	373	1037	1037
短期借款及交易性金融负债	1693	1124	1000	1000	1000	营业利润	18212	16901	19211	19470	19482
应付款项	5932	5935	5848	5482	5368	营业外净收支	(109)	(101)	(110)	(130)	(100)
其他流动负债	10547	10359	11293	11579	12092	利润总额	18103	16800	19101	19340	19382
流动负债合计	18173	17417	18141	18061	18460	所得税费用	4330	3947	4508	4545	4535
长期借款及应付债券	41392	41269	36769	33269	30769	少数股东损益	1591	1657	1678	1701	1707
其他长期负债	3653	3422	2922	2522	2822	归属于母公司净利润	12181	11196	12915	13094	13140
长期负债合计	45045	44691	39690	35790	33590	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	63218	62108	57831	53851	52050	净利润	12181	11196	12915	13094	13140
少数股东权益	10927	11906	12493	13088	13686	资产减值准备	39	(50)	0	0	0
股东权益	124401	128284	132804	137387	141986	折旧摊销	4815	4993	4873	5686	5806
负债和股东权益总计	198546	202297	203128	204326	207722	公允价值变动损失	(50)	0	70	100	70
						财务费用	338	155	203	279	120
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	7046	(2897)	1871	(877)	150
每股收益	0.82	0.75	0.87	0.88	0.88	其它	493	448	587	596	598
每股红利	0.55	0.57	0.56	0.57	0.57	经营活动现金流	24524	13691	20316	18598	19763
每股净资产	8.37	8.63	8.93	9.24	9.55	资本开支	0	(5646)	(31500)	(3610)	(3710)
ROIC	8.15%	6.89%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9.79%	8.73%	10%	10%	9%	投资活动现金流	(153)	(3070)	(31650)	(3760)	(3860)
毛利率	22%	20%	21%	21%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	19%	20%	19%	19%	负债净变化	3958	(781)	(1500)	(1500)	(1500)
EBITDA Margin	26%	25%	26%	26%	25%	支付股利、利息	(8111)	(8502)	(8395)	(8511)	(8541)
收入增长	9%	-4%	10%	3%	3%	其它融资现金流	(8707)	11131	(124)	0	0
净利润增长率	12%	-8%	15%	1%	0%	融资活动现金流	(17014)	(7434)	(13019)	(12011)	(11041)
资产负债率	37%	37%	35%	33%	32%	现金净变动	7357	3187	(24353)	2827	4863
股息率	7.2%	7.5%	7.4%	7.6%	7.6%	货币资金的期初余额	52059	59416	62603	38251	41078
P/E	9.3	10.1	8.7	8.6	8.6	货币资金的期末余额	59416	62603	38251	41078	45941
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	7262	(12125)	13997	14926
EV/EBITDA	8.4	9.1	8.0	7.4	7.4	权益自由现金流	0	17613	(13903)	12283	13334

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032