

公司研究 | 点评报告 | 大秦铁路 (601006.SH)

大秦线运量逐步恢复，周期底部股息率 4%

报告要点

2024 年，受山西煤炭减产影响，大秦线的运量和利润大幅下滑；2025Q1，大秦线的发运量依旧负增长，但山西煤炭已经开启增产，我们预计大秦线的运量恢复正常，2025Q2 运量同比增长。按照大秦铁路的分红承诺，2024 年周期底部对应的 4% 的股息收益率，依然具备红利属性。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵超

SAC: S0490520020001

大秦铁路 (601006.SH)

2025-05-07

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

大秦线运量逐步恢复，周期底部股息率 4%

事件描述

大秦铁路发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 746.27 亿元，同比下降 7.9%；实现归属净利润 90.39 亿元，同比下降 24.2%。2025 年一季度公司实现营业收入 178.01 亿元，同比减少 2.6%；实现归属净利润 25.71 亿元，同比下滑 15.6%。大秦铁路拟实施 2024 年末期分红 28.20 亿元，结合 2024 年 10 月 24 日实施完毕的中期分红 23.60 亿元，2024 年度现金分红总额 51.80 亿元，股利分配率为 57.31%，当前股价的股息收益率约为 4%。

事件评论

- **2024 年货运明显下滑，经营业绩承压：**2024 年，大秦铁路货运业务明显下滑，客运业务和委托运营管理有所增长，依然难掩经营业绩下滑。公司实现客运量 4641 万人次，同比增长 8.3%，客运收入同比增加 12.2%至 100.10 亿元；大秦线实现货运量 3.92 亿吨，同比下滑 7.1%，公司货运收入同比下降 12.7%至 534.41 亿元；公司实现营业收入 746.27 亿元，同比下降 7.9%。成本端，大秦铁路的折旧成本相对刚性；人工成本长期持续上涨，公司员工数量同比减少 1.7%，但是平均薪酬上涨 5.0%，全年人力成本 225.45 亿元；客运服务费、货运服务费、电力及燃料以及机器车租赁费等随业务量有所下降；营业成本同比下降 1.7%至 632.08 亿元。费用端，财务费率、销售费率、管理费率 and 研发费率明显下降，期间费用总计 6.67 亿元，同比大幅下滑 46.2%，主要是转债转股以及福利精算调整影响。由于收入降幅远远大于成本，公司实现归属净利润 90.39 亿元，同比下降 24.2%。
- **2025Q1 货运量继续下滑，但是周期拐点显现：**2024 年，煤炭市场供需双双转弱，上游“三西”地区减产，下游北方七港煤价下行，2024Q1~2024Q4 大秦线运量同比分别下降 6.0%、8.1%、13.2%和 1.1%。2025Q1，由于煤炭高库存，大秦线的发运量继续下滑 5.6%，公司实现营业收入 178.01 亿元，同比下滑 2.6%；公司营业成本同比上涨 3.6%至 149.02 亿元，受益于财务费用下降，公司期间费用同比下降 75.7%至 0.29 亿元，朔黄铁路和浩吉铁路发运正常，公司实现投资收益微降 1.0%至 7.58 亿元，最终实现归属净利润 25.71 亿元，同比 2024Q1 减少 15.6%。在《山西煤炭减产拖累业绩，关注港口和坑口煤价倒挂》中，我们指出：山西煤炭或许已经开启增产，大秦线的市场煤运量有望恢复，2025 年 4 月 28 日，大秦线春季检修结束，发运量上升到 120 万吨/日，预计运量逐步恢复。
- **周期底部股息率 4%：**我们在《长期逆向资产，稳定复合收益》强调：中国煤炭自给自足为主，但区域不平衡带来长途运输需求，借助不同运输方式的优点，构筑了“西煤东运”+“北煤南运”的运输通道。“西煤东运”4 条通道，大秦铁路天生具备低成本的优势，预计运量长期保持高位。压制大秦铁路长期回报的因素有望扭转：1) 伴随着外延和内生投资，大秦铁路已经构筑了集疏运一体的运输网络，低效的投资有望减少；2) 铁路货运价格受政策监管，具有逆周期调控的特征，伴随着人工成本上升和国铁集团巨亏，国家铁路货运价格调整的可能性放大。考虑到下游煤炭需求高景气，上游山西煤炭逐步增产，转债赎回压降财务费用，我们预计大秦铁路的运量依然维持在高位，预计 2025~2027 年归属净利润分别为 99.5、111.1 和 121.3 亿元，对应 PE 分别为 13.3、11.9 和 10.9 倍，公司承诺 2023~2025 年分红比例不低于 55%，高股息低估值特征凸显，维持“买入”评级。

风险提示

1、再投资风险；2、运价调整风险；3、人力成本风险。

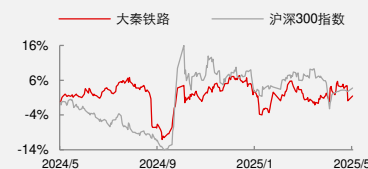
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.58
总股本(万股)	2,014,718
流通A股/B股(万股)	2,014,718/0
每股净资产(元)	8.21
近12月最高/最低价(元)	7.52/5.84

注：股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q3 经营业绩触底，Q4 发运已归正常》2024-11-04
- 《山西煤炭减产拖累业绩，关注港口和坑口煤价倒挂》2024-09-08
- 《货运运量下滑，分红比例提升》2024-05-04



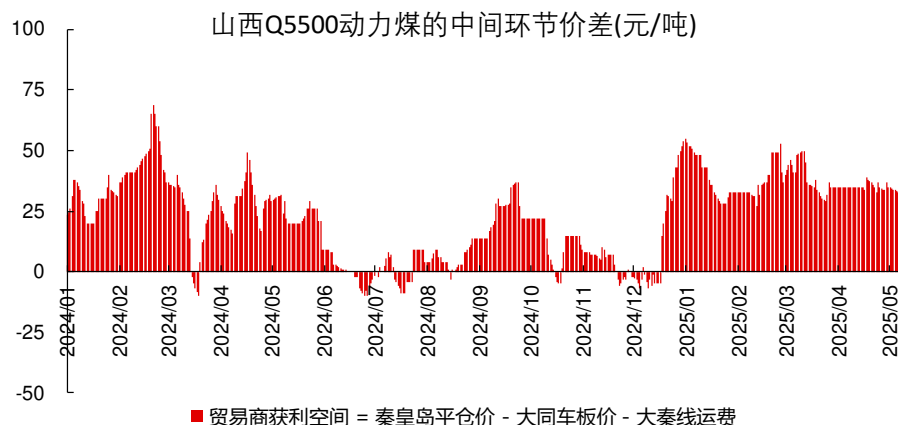
更多研报请访问
长江研究小程序

表 1：大秦铁路的季度业绩拆分

单位：亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
大秦线运量（万吨）	10454	10303	10769	10685	9824	9469	9352	9353	9354
YOY	0.6%	-2.1%	-2.1%	37.6%	-6.0%	-8.1%	-13.2%	-12.5%	-4.8%
营业收入	116	113	117	116	108	104	102	102	102
YOY	77	76	78	78	70	67	64	64	64
营业成本	198.39	206.02	203.56	202.23	182.68	183.38	186.08	194.13	178.01
YOY	8.7%	-0.3%	2.6%	19.0%	-7.9%	-11.0%	-8.6%	-4.0%	-2.6%
销售费用	148.37	153.19	156.34	184.88	143.90	145.58	153.61	188.98	149.02
销售费率	3.0%	4.5%	3.2%	12.6%	-3.0%	-5.0%	-1.7%	2.2%	3.6%
管理费用	0.52	0.50	0.56	0.73	0.49	0.22	0.23	0.33	0.11
管理费率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
研发费用	1.83	2.00	1.86	2.70	1.29	1.29	1.43	1.16	1.76
研发费率	0.9%	1.0%	0.9%	1.3%	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%	1.0%
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00
财务费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-利息费用	(0.06)	(0.35)	(0.16)	2.19	(0.58)	1.33	1.16	(1.78)	(1.58)
-利息收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	1.1%	-0.3%	0.7%	0.6%	-0.9%	-0.9%
期间费用	3.42	3.50	3.42	6.04	2.82	2.28	2.04	1.86	1.12
YOY	3.64	4.01	3.75	4.02	3.56	1.09	1.06	3.82	2.87
期间费率	2.28	2.14	2.26	5.73	1.21	2.85	2.82	(0.20)	0.29
YOY	-30.1%	-29.8%	-16.6%	78.4%	-47.0%	32.9%	24.8%	-103.6%	-75.7%
投资净收益	1.1%	1.0%	1.1%	2.8%	0.7%	1.6%	1.5%	-0.1%	0.2%
YOY	-0.6%	-0.4%	-0.3%	0.9%	-0.5%	0.5%	0.4%	-2.9%	-0.5%
营业利润	0.18	0.22	0.08	0.47	0.08	0.33	0.43	0.12	0.31
YOY	6.88	7.59	7.23	3.69	7.66	6.61	7.46	6.09	7.58
利润总额	-12.6%	5.0%	19.3%	-37.3%	11.4%	-12.9%	3.1%	65.0%	-1.0%
YOY	54.12	57.60	51.59	15.40	44.69	41.61	36.88	11.03	36.01
所得税	25.5%	-11.1%	1.2%	51.8%	-17.4%	-27.8%	-28.5%	-28.4%	-19.4%
所得税率	53.78	57.24	51.26	14.98	44.70	41.47	36.60	10.49	35.79
净利润	25.3%	-11.4%	0.6%	57.1%	-16.9%	-27.6%	-28.6%	-30.0%	-19.9%
少数股东损益	12.67	14.04	10.94	4.04	10.67	10.21	6.70	2.93	7.32
归属净利润	23.6%	24.5%	21.3%	27.0%	23.9%	24.6%	18.3%	28.0%	20.5%
YOY	36.55	38.83	35.74	8.19	30.46	28.17	27.40	4.36	25.71

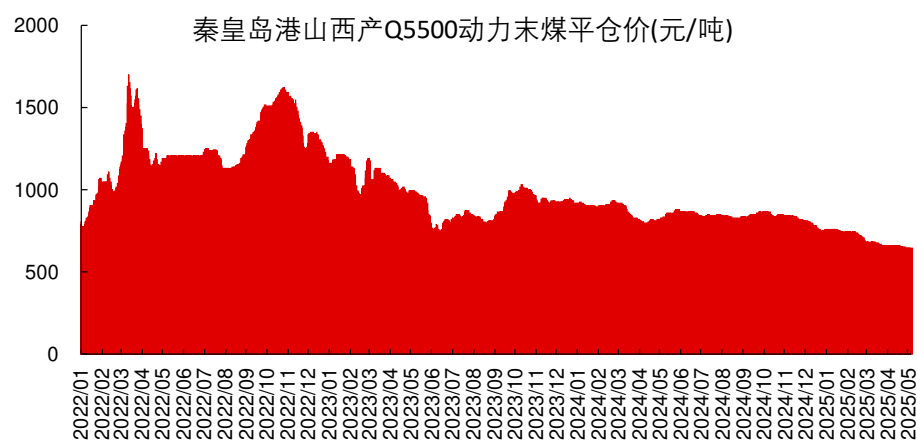
资料来源：wind，公司公告，长江证券研究所

图 1：坑口和港口煤炭价差维持在较高水平



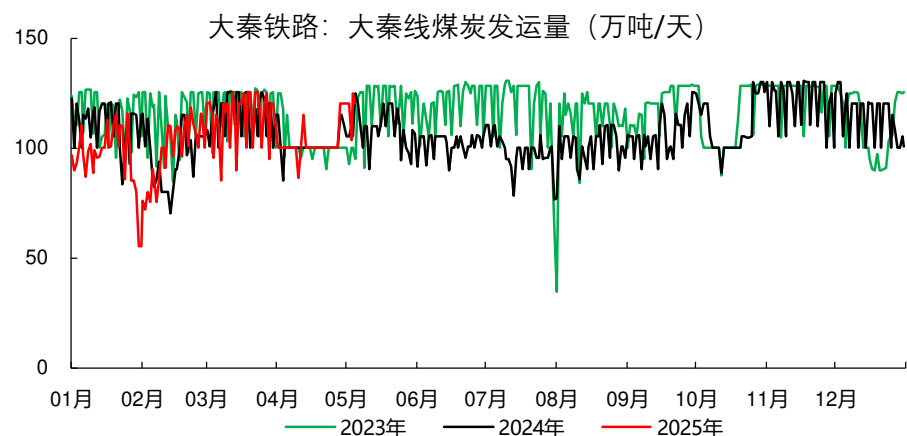
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：港口煤价持续下跌，但是坑口煤价跌跟随，山西煤炭持续增产



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：春季检修过后，大秦线煤炭发运量回升到 120 万/日



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、再投资风险：大秦铁路几乎并购了山西省省内的所有货运铁路，同时股权投资了“西煤东运”的主干线路，如果未来并购客运的高铁线路，或者投资其它省份的货运铁路，公司的业绩和回报潜在承压。
- 2、运价调整风险：铁路货运的价格受到政策监管，虽然长期趋势上涨，但是近期政策趋势降低实体经济的物流费用，如果运价下调，公司的业绩会有负面影响。
- 3、人力成本风险：人工成本是大秦铁路的第一大成本，2024 年高达 225 亿元。虽然大秦铁路的员工数量呈现持续下降的趋势，但是人员薪酬刚性上涨仍然会给公司的经营业绩带来负面压力，尤其是在运量饱和，运价相对稳定的时候。

财务报表及预测指标

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	746	781	795	808	货币资金	613	839	997	1190
营业成本	632	659	662	668	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	114	121	133	140	应收账款	48	54	55	67
%营业收入	15%	16%	17%	17%	存货	17	18	18	19
营业税金及附加	3	3	3	3	预付账款	3	3	3	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	71	44	45	42
销售费用	1	2	2	2	流动资产合计	752	960	1119	1319
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	247	247	247	247
管理费用	5	6	6	7	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	883	852	820	771
研发费用	0	0	0	0	无形资产	105	104	103	101
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	0	-6	-11	-15	递延所得税资产	14	14	14	14
%营业收入	0%	-1%	-1%	-2%	其他非流动资产	69	69	69	69
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	2070	2245	2372	2521
信用减值损失	1	0	0	0	短期贷款	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	50	37	37	37
投资收益	28	29	30	31	预收账款	0	0	0	0
营业利润	134	148	165	176	应付职工薪酬	17	13	13	13
%营业收入	18%	19%	21%	22%	应交税费	7	8	8	8
营业外收支	-1	-1	-1	-1	其他流动负债	76	76	76	90
利润总额	133	147	164	175	流动负债合计	153	136	137	151
%营业收入	18%	19%	21%	22%	长期借款	95	95	95	95
所得税费用	31	34	38	40	应付债券	76	76	76	76
净利润	103	113	126	135	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	90	100	111	121	其他非流动负债	47	47	47	47
少数股东损益	12	14	15	13	负债合计	370	354	354	369
EPS (元)	0.51	0.49	0.55	0.60	归属于母公司所有者权益	1549	1727	1838	1959
现金流量表 (亿元)					少数股东权益	151	164	180	193
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1700	1891	2017	2152
经营活动现金流净额	93	155	156	169	负债及股东权益	2070	2245	2372	2521
取得投资收益收回现金	22	29	30	31	基本指标				
长期股权投资	-4	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-44	-21	-21	-1	每股收益	0.51	0.49	0.55	0.60
其他	-22	0	0	0	每股经营现金流	0.50	0.77	0.77	0.84
投资活动现金流净额	-48	8	9	30	市盈率	13.29	13.32	11.94	10.93
债券融资	-181	0	0	0	市净率	0.82	0.77	0.72	0.68
股权融资	0	85	0	0	EV/EBITDA	5.25	3.51	2.53	1.55
银行贷款增加 (减少)	-10	0	0	0	总资产收益率	4.4%	4.4%	4.7%	4.8%
筹资成本	-106	-7	-7	-7	净资产收益率	5.8%	5.8%	6.0%	6.2%
其他	192	-15	0	0	净利率	12.1%	12.7%	14.0%	15.0%
筹资活动现金流净额	-105	63	-7	-7	资产负债率	17.9%	15.8%	14.9%	14.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-60	226	158	192	总资产周转率	0.36	0.36	0.34	0.33

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。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。

本公司保留一切权利。