

大秦铁路 (601006)

证券研究报告

2017年03月26日

运价恢复助升业绩，客票预期同步升温

事件：大秦铁路公告：自2017年3月24日18时起，对管内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率9.80分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平（指发、到站均在本线的煤炭）恢复至基准运价率10.01分/吨公里。

业绩大幅受益提价，净利润弹性13.1亿。本次提价之后，大秦铁路管内与三条主线运价上浮绝对值均为1分/吨公里。我们以大秦本线全年运量3.8亿吨、全公司货运周转量3138亿吨公里的假设进行弹性测算，预计公司年化收入增厚23.7亿元，由于提价时点处于3月底，对应到17年收入与净利润增厚分别为17.3亿与13.12亿。

17年运量获得修复，短期景气度将维持。大秦线运量在16年上半年经历了水电冲击、朔黄分流、煤运需求下滑等多项负面影响之后，随着16年下半年各项风险逐步释放，公路超载治理、煤炭供给侧改革见效刺激运量，进入17年后，1-2月运量景气度较高，日均运量分别为114万吨/日与108万吨/日，考虑公路治超严格执行力度不减、天津港环保治理、下游港口库存较低等因素，我们判断3月份运量将继续维持高景气度。

股息率提供安全边际，现金与未分配利润充沛。本次提价业绩增厚之后，按照公司往年50%分红率，17年股息率将达到4.6%，股价具备充分的安全边际。同时本次神华高分红、两会期间国资委主任表示央企应建立健全分红机制之后，市场对于资产负债率较低、在手现金充沛、未分配利润高的国有企业的分红预期亦在提升，考虑大秦3Q16数字，自身货币资金83亿元，未分配利润388亿元，不排除公司在未来提升分红率回馈股东。

铁路定价灵活度提升，带动客票涨价预期。大秦铁路的本次提价具有几个背景：宏观背景，下游需求复苏提升煤炭货主的盈利能力，使之能够承受一定的运价上浮；改革上，铁路系统从2016年至今，与改革相关事项逐步推进，我们认为，其长期主线可以归纳为定价市场化、资产证券化与存量资产盘活。本次大秦的提价、先沿海高铁价格调整均释放出铁总定价更为灵活信号，我们认为在此之下，市场对发改委就铁路普客价格调整的预期也将升温，广深铁路为最受益标的。

投资建议预计公司2016-2018收入分别为431.7、481.1与500.9亿元，同比增速分别为-17.8%、11.4%与4.1%，净利润分别为63.7、94.3与106.1亿元，增速分别为-49.7%、48.2%与12.5%，17年股息率为4.6%。给予买入评级，目标价8.9元。

风险提示：下游煤炭需求下滑；朔黄线分流超出预期

投资评级

行业	交通运输/铁路运输
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	7.15元
目标价格	8.9元
上次目标价	7.6元

基本数据

A股总股本(百万股)	14,866.79
流通A股股本(百万股)	14,866.79
A股总市值(百万元)	106,297.56
流通A股市值(百万元)	106,297.56
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	25.13
一年内最高/最低(元)	7.69/5.98

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《大秦铁路-公司点评:同比运量显著改善，期待铁改释放红利》2017-03-09

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	53,970.73	52,531.37	43,166.52	48,105.82	50,093.61
增长率(%)	5.12	(2.67)	(17.83)	11.44	4.13
EBITDA(百万元)	23,567.93	21,789.88	17,197.99	21,423.59	22,983.94
净利润(百万元)	14,184.74	12,647.73	6,365.94	9,431.82	10,606.85
增长率(%)	11.77	(10.84)	(49.67)	48.16	12.46
EPS(元/股)	0.95	0.85	0.43	0.63	0.71
市盈率(P/E)	7.49	8.40	16.70	11.27	10.02
市净率(P/B)	1.27	1.19	1.14	1.08	1.03
市销率(P/S)	1.97	2.02	2.46	2.21	2.12
EV/EBITDA	6.52	5.76	5.24	3.83	2.88

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

大秦铁路公告：自 2017 年 3 月 24 日 18 时起，对管内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平恢复至基准运价率 9.80 分/吨公里；大秦、京原、丰沙大铁路本线煤炭运价水平（指发、到站均在本线的煤炭）恢复至基准运价率 10.01 分/吨公里。

2. 点评

■ 业绩大幅受益提价，净利润弹性 13.1 亿

本次提价之后，大秦铁路管内国铁统一运价线路的整车煤炭运价水平由 2016 年 2 月至今的 8.80 分/吨公里提至 9.80 分/吨公里，上浮 11.4%；实行煤炭特殊运价的大秦、京原、丰沙大价格由于在去年 2 月下调至 9.01 分/吨公里，本次调价后恢复基准运价至 10.01 分/吨公里，上浮 11.1%，**上浮绝对值均为 1 分/吨公里。**

就业绩弹性而言，我们以大秦本线全年运量 3.8 亿吨、全公司货运周转量 3138 亿吨公里的假设进行弹性测算，剔除公司去年已经上浮运价的管外货物影响，预计公司年化收入增厚 23.7 亿元，**由于提价时点处于 3 月底，对应到 17 年收入与净利润增厚分别为 17.3 亿与 13.12 亿。**同时我们分别计算了在 3.6-4.0 亿吨的运量假设下的业绩弹性。

表 1：大秦铁路提价弹性测试

假设	悲观 2	悲观 1	中性	乐观 1	乐观 2
当年大秦线货运量（亿吨）	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0
公司货运周转量（亿吨·公里）	2972.6	3055.1	3137.7	3220.3	3302.9
对应年化业绩增量（亿元）	16.63	17.10	17.49	18.01	18.48
对应 17 年业绩增量（亿元）	12.48	12.82	13.12	13.51	13.86

资料来源：wind，天风证券研究所

■ 17 年运量获得修复，短期景气度将维持

大秦线运量在 16 年上半年经历了水电冲击、朔黄分流、煤运需求下滑等多项负面影响之后，随着 16 年下半年各项风险逐步释放，公路超载治理、煤炭供给侧改革见效等影响显现，大秦本线煤炭运量已步入上升通道。进入 17 年后，1-2 月运量景气度较高，日均运量分别为 114 万吨/日与 108 万吨/日，考虑公路治超严格执行力度不减、天津港环保治理、下游港口库存较低等因素，我们判断 3 月份运量将继续维持高景气度。

图 1：2014-2017.2 大秦线日均运量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2015.1-2017.3 秦皇岛港煤炭库存（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

■ 股息率提供安全边际，现金与未分配利润充沛

根据我们的测算，本次提价业绩增厚之后，按照公司往年 50% 分红率，17 年股息率将达到 4.6%，股价具备充分的安全边际。同时本次神华高分红、两会期间国资委主任表示央企应建立健全分红机制之后，市场对于资产负债率较低、在手现金充沛、未分配利润高的国有企业的分红预期亦在提升，考虑大秦 3Q16 数字，自身货币资金 83 亿元，未分配利润 388 亿元，不排除公司在未来提升分红率回馈股东。

■ 铁路定价灵活度提升，带动客票涨价预期

大秦铁路的本次提价具有几个背景：宏观背景，下游需求复苏提升煤炭货主的盈利能力，使之能够承受一定的运价上浮；改革上，铁路系统从 2016 年至今，与改革相关事项逐步推进，我们认为，其长期主线可以归纳为定价市场化、资产证券化与存量资产盘活。本次大秦的提价、先前沿海高铁价格调整均释放出铁总定价更为灵活的信号，我们认为在此之下，市场对发改委就铁路普客价格调整的预期也将升温，广深铁路为最受益标的。

3. 投资建议

预计公司 2016-2018 收入分别为 431.7、481.1 与 500.9 亿元，同比增速分别为 -17.8%、11.4% 与 4.1%，净利润分别为 63.7、94.3 与 106.1 亿元，增速分别为 -49.7%、48.2% 与 12.5%，17 年股息率为 4.6%。给予买入评级，目标价 8.9 元。

4. 风险提示

下游煤炭需求下滑；朔黄线分流超出预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	9,638.52	8,237.91	24,348.03	29,729.60	45,567.12
应收账款	3,289.23	3,876.49	1,091.17	4,662.00	1,534.31
预付账款	190.46	110.59	278.32	113.41	256.60
存货	1,685.57	1,709.46	1,905.03	1,706.21	1,924.28
其他	1,646.46	1,935.11	1,533.72	1,665.11	1,640.43
流动资产合计	16,450.23	15,869.56	29,156.28	37,876.33	50,922.74
长期股权投资	17,735.15	18,425.07	19,108.63	19,595.18	19,971.83
固定资产	63,277.42	69,850.74	64,163.24	57,119.20	49,388.74
在建工程	3,344.02	4,839.48	2,425.86	1,218.10	616.71
无形资产	4,133.70	4,019.83	3,987.03	4,408.45	6,231.94
其他	1,393.82	1,544.10	1,422.43	1,471.78	1,517.40
非流动资产合计	89,884.11	98,679.22	91,107.19	83,812.70	77,726.63
资产总计	106,334.34	114,548.79	120,263.46	121,689.03	128,649.37
短期借款	0.00	0.00	501.33	501.33	501.33
应付账款	8,403.35	8,070.73	9,878.23	7,894.44	9,949.39
其他	10,336.76	7,507.68	9,206.07	9,323.90	8,451.08
流动负债合计	18,740.11	15,578.41	19,585.63	17,719.68	18,901.81
长期借款	1,013.28	5,590.27	1,821.30	1,332.10	1,832.36
应付债券	0.00	0.00	1,661.80	553.93	738.58
其他	2,583.21	2,769.55	2,239.85	2,530.87	2,513.43
非流动负债合计	3,596.49	8,359.82	5,722.95	4,416.91	5,084.37
负债合计	22,336.60	23,938.23	25,308.58	22,136.58	23,986.17
少数股东权益	199.13	1,498.32	1,501.93	1,507.27	1,513.27
股本	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79
资本公积	24,888.31	24,738.76	24,717.04	24,731.52	24,729.11
留存收益	70,138.61	75,500.74	78,586.16	83,178.39	88,283.14
其他	(26,095.09)	(25,994.05)	(24,717.04)	(24,731.52)	(24,729.11)
股东权益合计	83,997.74	90,610.56	94,954.88	99,552.45	104,663.20
负债和股东权益总	106,334.34	114,548.79	120,263.46	121,689.03	128,649.37

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	14,189.08	12,654.89	6,365.94	9,431.82	10,606.85
折旧摊销	4,967.04	5,169.97	8,388.52	8,581.43	8,762.26
财务费用	375.01	112.19	388.50	384.85	400.75
投资损失	(2,540.27)	(2,098.08)	(2,400.00)	(2,350.00)	(2,450.00)
营运资金变动	2,816.55	404.88	1,758.12	(3,842.76)	4,550.05
其它	(2,494.17)	(2,126.20)	3.60	5.34	6.00
经营活动现金流	17,313.23	14,117.65	14,504.67	12,210.68	21,875.92
资本支出	4,219.01	13,593.33	1,467.86	946.58	2,648.01
长期投资	1,063.05	689.92	683.56	486.55	376.65
其他	(9,453.41)	(19,932.18)	(667.28)	(334.63)	(3,202.22)
投资活动现金流	(4,171.35)	(5,648.94)	1,484.14	1,098.50	(177.57)
债权融资	6,011.24	5,624.80	8,159.78	5,456.65	5,498.66
股权融资	(1,680.47)	(411.91)	850.39	(365.09)	(397.87)
其他	(16,619.26)	(15,312.60)	(8,888.87)	(13,019.17)	(10,961.62)
筹资活动现金流	(12,288.49)	(10,099.71)	121.30	(7,927.61)	(5,860.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	853.39	(1,630.99)	16,110.12	5,381.57	15,837.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	53,970.73	52,531.37	43,166.52	48,105.82	50,093.61
营业成本	33,735.44	36,978.47	35,980.05	36,699.65	37,470.34
营业税金及附加	219.63	199.04	172.67	192.42	200.37
营业费用	179.69	209.93	172.67	192.42	200.37
管理费用	3,734.76	586.96	431.67	529.16	450.84
财务费用	478.93	219.14	388.50	384.85	400.75
资产减值损失	4.95	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,540.27	2,098.08	2,400.00	2,350.00	2,450.00
其他	(5,080.54)	(4,196.16)	(4,800.00)	(4,700.00)	(4,900.00)
营业利润	18,157.61	16,435.90	8,420.97	12,457.32	13,820.93
营业外收入	43.96	20.64	30.00	20.00	12.00
营业外支出	132.22	101.10	70.00	60.00	50.00
利润总额	18,069.34	16,355.44	8,380.97	12,417.32	13,782.93
所得税	3,880.27	3,700.55	2,011.43	2,980.16	3,170.07
净利润	14,189.08	12,654.89	6,369.54	9,437.16	10,612.86
少数股东损益	4.34	7.16	3.60	5.34	6.00
归属于母公司净利润	14,184.74	12,647.73	6,365.94	9,431.82	10,606.85
每股收益(元)	0.95	0.85	0.43	0.63	0.71

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	5.12%	-2.67%	-17.83%	11.44%	4.13%
营业利润	12.12%	-9.48%	-48.76%	47.93%	10.95%
归属于母公司净利润	11.77%	-10.84%	-49.67%	48.16%	12.46%
获利能力					
毛利率	37.49%	29.61%	16.65%	23.71%	25.20%
净利率	26.28%	24.08%	14.75%	19.61%	21.17%
ROE	16.93%	14.19%	6.81%	9.62%	10.28%
ROIC	18.23%	16.32%	7.74%	12.62%	14.84%
偿债能力					
资产负债率	21.01%	20.90%	21.04%	18.19%	18.64%
净负债率	5.64%	7.38%	10.61%	-7.23%	-12.47%
流动比率	0.88	1.02	1.49	2.14	2.69
速动比率	0.79	0.91	1.39	2.04	2.59
营运能力					
应收账款周转率	18.64	14.66	17.38	16.72	16.17
存货周转率	31.09	30.95	23.89	26.64	27.60
总资产周转率	0.51	0.48	0.37	0.40	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.95	0.85	0.43	0.63	0.71
每股经营现金流	1.16	0.95	0.98	0.82	1.47
每股净资产	5.64	5.99	6.29	6.59	6.94
估值比率					
市盈率	7.49	8.40	16.70	11.27	10.02
市净率	1.27	1.19	1.14	1.08	1.03
EV/EBITDA	6.52	5.76	5.24	3.83	2.88
EV/EBIT	8.24	7.53	10.24	6.39	4.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com