



中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



联系人：扈世民

核心观点

电厂日均耗煤重回 65~70 万吨叠加春季检修临近，3 月日运量或 120 万吨以上。2019 年唐港铁路或贡献权益 3.4 亿，唐铁收益对冲分流风险，并表后预计公司净利润同增 1.1%。假设分红率维持 50%，股息率近 6%，投资吸引力增强。

■ 2 月日运量符合预期，春季检修临近或加快抢运。2019 年 2 月公司核心资产大秦线完成货运量 3185 万吨，同比减少 10.5%。日均运量 113.8 万吨，基本符合我们之前预期。预计 4 月大秦线将进入 23 天左右春季检修期，或倒逼煤炭企业加速抢运。同时考虑发电集团日均耗煤重回高位，3 月运量有望恢复。

■ 日均耗煤量或重回高位，3 月日均运量或 120 万吨以上。截至 2 月 28 日，6 大发电集团日均耗煤量 49.22 万吨，环比 1 月减少 29.9%；6 大发电集团煤炭库存 1709 万吨，环比 1 月增长 12.0%；秦港煤炭库存 545 万吨，环比 1 月增加 1.5%。截至 3 月 8 日，6 大发电集团和秦港煤炭库存调整至 1648 万吨、561 万吨，预计近期 6 大发电集团日均耗煤量重回 65~70 万吨。年后煤炭价格上行，煤炭企业发运意愿增强，3 月大秦线日运量或 120 万吨以上。

■ 唐港铁路并表持股 19.73%，优质资产并入提升盈利能力。国投交通、曹妃甸港务和河北建投出具确认函，承诺行使股东表决权时会与公司保持一致，4 家合计持股权 61.6%，纳入财务报表合并范围。唐港铁路主要负责迁曹线、曹西线、京唐港线等铁路货运业务，营业里程 237.6 公里。2017 年唐港铁路完成货运量 2.13 亿吨，其中迁曹线占比 84%。港口禁汽运背景下，集港铁路区位优势强化、盈利能力显著提升，或为高铁、重载外铁路新优质资产。2018 年 1-9 月唐港铁路净利率提升至 39.3%，较大秦铁路高 18.0pcts，优质资产注入提升盈利能力。

■ 煤炭分流运量提升加速，唐铁或贡献权益 3.4 亿。秦港股份投资曹妃甸港区煤炭码头六期、七期工程，年化设计吞吐量合计 1 亿吨。煤炭港口南移确定性提升，迁曹线作为曹妃甸和京唐港区临港铁路区位优势提升。2018 年 1-9 月唐港铁路实现净利润 13.8 亿，考虑煤炭分流曹妃甸港区加速，预计 2019 年或实现净利润 17 亿左右。收购唐港铁路一方面提升集疏运体系完整性和独立性，另一方面 2019 年或贡献权益 3.5 亿，预计秦港分流至曹妃甸港 1000 万吨，公司净利润减少 7500 万，唐铁收益或对冲分流风险，并表后预计公司净利润同增 1.1%。

■ 风险因素：动力煤需求不及预期，进口煤超预期，煤炭港口南移扰动超预期。

■ 盈利预测、估值及投资评级。2 月日均运量 113.8 万吨，基本符合预期。近期 6 大发电集团日均耗煤量重回 65~70 万吨叠加春季检修临近，3 月日运量或 120 万吨以上。考虑唐铁并表后权益或对冲分流风险，我们调整 2018-2020 年净利润预测为 145.2 亿/146.7 亿/147.5 亿元(原预测 2018-20 年 147 亿/142 亿/140 亿元)，对应 EPS0.98/0.91/0.91 元（原预测为 0.99/0.95/0.94 元）。2019 年铁路工作会议强调深入实施货运增量行动，受益格局重构大秦或维持满载，高股息吸引力增强。维持“买入”评级。

大秦铁路	601006
评级	买入（维持）
当前价	8.45 元
目标价	- 元
总股本	14,867 百万股
流通股本	14,867 百万股
52 周最高/最低价	9.25/7.59 元
近 1 月绝对涨幅	-2.87%
近 6 月绝对涨幅	2.67%
近 12 月绝对涨幅	-0.74%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	44,625	55,636	76,453	77,842	78,784
增长率 YoY%	-15.1	24.7	37.4	1.8	1.2
净利润(百万元)	7,168	13,350	14,517	14,673	14,754
增长率 YoY%	-43.3	86.2	8.7	1.1	0.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.90	0.98	0.91	0.91
毛利率%	17.2	28.0	22.6	22.5	22.3
PE	17.5	9.4	8.7	9.3	9.3
PB (倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 03 月 08 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	44,625	55,636	76,453	77,842	78,784
营业成本	36,952	40,145	59,198	60,357	61,195
毛利率	17.19%	28.00%	22.57%	22.46%	22.33%
营业税金及附加	186	224	306	311	315
营业费用	193	193	344	350	355
营业费用率	0.43%	0.35%	0.45%	0.45%	0.45%
管理费用	522	558	917	934	945
管理费用率	1.17%	1.00%	1.20%	1.20%	1.20%
财务费用	535	738	434	444	429
财务费用率	1.20%	1.33%	0.57%	0.57%	0.54%
投资收益	2,678	3,130	2,881	2,881	2,881
营业利润	8,912	16,876	18,135	18,327	18,426
营业利润率	19.97%	30.33%	23.72%	23.54%	23.39%
营业外收入	19	15	20	20	20
营业外支出	144	204	300	300	300
利润总额	8,788	16,687	17,855	18,047	18,146
所得税	1,710	3,699	3,482	3,519	3,538
所得税率	19.46%	22.17%	19.50%	19.50%	19.50%
少数股东损益	-91	-251	-144	-145	-146
归属于母公司股东的净利润	7,168	13,350	14,517	14,673	14,754
净利率	16.06%	23.99%	18.99%	18.85%	18.73%
每股收益(元)(摊薄)	0.48	0.90	0.98	0.91	0.91

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	11,638	11,100	12,177	9,549	17,954
存货	1,612	1,528	2,368	2,414	2,448
应收账款	4,510	5,344	7,645	7,784	7,878
其他流动资产	4,350	4,520	5,154	5,241	5,300
流动资产	22,110	22,493	27,344	24,988	33,580
固定资产	70,714	73,992	72,432	79,356	77,616
长期股权投资	19,335	20,060	20,060	20,060	20,060
无形资产	4,504	5,838	5,838	5,838	5,838
其他长期资产	6,820	5,305	5,305	5,305	5,305
非流动资产	101,373	105,194	103,635	110,558	108,819
资产总计	123,483	127,687	130,979	135,546	142,398
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,228	3,278	4,736	4,829	4,896
其他流动负债	18,632	13,180	8,114	5,691	5,541
流动负债	21,860	16,457	12,850	10,520	10,436
长期负债	7,037	7,112	7,112	7,112	7,112
其他长期负债	3,012	2,131	2,131	2,131	2,131
非流动性负债	10,049	9,243	9,243	9,243	9,243
负债合计	31,909	25,700	22,093	19,763	19,679
股本	14,867	14,867	14,867	16,201	16,201
资本公积	24,739	24,737	24,737	23,403	23,403
股东权益合计	91,106	100,477	107,520	114,563	121,645
少数股东权益	1,747	1,509	1,365	1,220	1,074
负债股东权益总计	123,483	127,687	130,979	135,546	142,398

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,168	13,350	14,517	14,673	14,754
少数股东损益	-91	-251	-144	-145	-146
折旧和摊销	5,234	5,583	4,560	4,680	4,740
营运资金变动	-3,855	966	-7,382	-2,602	-270
其他	-2,234	-2,153	-2,447	-2,438	-2,452
经营现金流	6,223	17,494	9,104	14,167	16,624
资本支出	-3,075	-4,368	-3,000	-11,603	-3,000
投资收益	-82	1,249	2,881	2,881	2,881
资产变卖	148	254	0	0	0
其他	1	13	0	0	0
投资现金流	-3,009	-2,852	-119	-8,722	-119
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	11,320	370	0	0	0
股息支出	-7,122	-4,381	-7,474	-7,630	-7,672
其他	-4,063	-11,169	-434	-444	-429
融资现金流	135	-15,180	-7,908	-8,073	-8,101
现金净增加额	3,349	-538	1,077	-2,628	8,405

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	-15.1	24.7	37.4	1.8	1.2
营业利润	-45.8	89.4	7.5	1.1	0.5
净利润	-43.3	86.2	8.7	1.1	0.5
利润率 (%)					
毛利率	17.2	28.0	22.6	22.5	22.3
EBIT Margin	15.2	26.1	20.5	20.4	20.3
EBITDA Margin	26.9	36.1	26.5	26.4	26.3
净利率	16.1	24.0	19.0	18.8	18.7
回报率 (%)					
净资产收益率	7.9	13.3	13.5	12.8	12.1
总资产收益率	5.8	10.5	11.1	10.8	10.4
其他 (%)					
资产负债率	25.8	20.1	16.9	14.6	13.8
所得税率	19.5	22.2	19.5	19.5	19.5
股息率	5.3	3.0	5.8	5.8	5.6

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）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。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。