

# 大秦铁路 (601006.SH)

## 业绩高位增长，运量景气持续

### 核心观点：

2018年中报，公司营业收入同增 36.10%至 372.33 亿元，营业成本同增 49.98%至 277.50 亿元，归母净利润同增 7.48%至 81.92 亿元。

#### ● 上半年运量保持高位增长，受基数效应影响 Q2 增速有所放缓

18H1，受益于“三西”地区煤炭产量集中度提升、火电需求景气延续、“公转铁”政策大力推进，公司管内货物运量实现高位增长。分季度看，基数效应影响 Q2 大秦线运量增速由 9.85%回落至 4.77%，同时收入端受 17 年 3 月提价带来的翘尾效应影响导致增速有所退坡，而成本端受季节性成本支出及清算付费的影响增速下降不大，Q2 归母净利润由此同比下滑 8.2%。

#### ● 综合货运收入及成本端变化，新清算办法整体影响预计不大

综合发送端运费收入及服务费支出以及接运端路网清算服务费收入的变化，18H1 新清算办法下，公司货运清算盈余约 19.25 亿元，较去年同期货运收入增长 7.04%。根据公司关联交易中披露的全年预计完成金额，全年清算盈余预计约增收 56 亿元，相比去年货运收入同比增长约 13%。

#### ● 侯禹、太兴盈利显著改善，朔黄业绩增长稳健

受益新清算办法带来的积极影响，侯禹 H1 盈利增长 1.44 亿元，太兴减亏 1.77 亿元。参股公司朔黄铁路贡献投资收益 15.72 亿元，同增 0.87%。

#### ● 盈利预测与投资建议

铁路货运供需景气持续，考虑到新清算办法影响相对中性，相应调整盈利预测如下：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.96、1.00、1.01 元/股，对应最新股价 PE 为 8.70、8.35、8.29x。公司近年股息率维持在 50%以上，高股息增厚防御价值，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济影响运量下滑，其他煤运线路替代效应加强，火电替代能源占比提升导致煤炭运输需求下滑。

### 盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	44,624.88	55,636.50	75,348.84	78,772.23	80,255.67
增长率(%)	-15.05%	24.68%	35.43%	4.54%	1.88%
EBITDA(百万元)	12,011.78	20,122.93	20,571.95	21,150.84	21,112.80
净利润(百万元)	7,168.49	13,349.52	14,254.88	14,851.22	14,959.04
增长率(%)	-43.32%	86.23%	6.78%	4.18%	0.73%
EPS (元/股)	0.482	0.898	0.959	0.999	1.006
市盈率 (P/E)	14.68	10.10	8.70	8.35	8.29
市净率 (P/B)	1.17	1.36	1.16	1.09	1.02
EV/EBITDA	8.39	6.51	5.06	4.40	3.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格 8.34 元

前次评级 买入

报告日期 2018-09-04

### 相对市场表现



分析师： 关 鹏 S0260518080003



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

大秦铁路 (601006.SH)：6 2018-07-11  
月日均运量维持满载，看好全年运量高位上行

大秦铁路 (601006.SH)：4 2018-05-08  
月运量相对饱和，看好 18 年景气延续

大秦铁路 (601006.SH)：Q1 2018-05-05  
表现超出预期，看好 18 年景气延续

联系人： 孙瑜

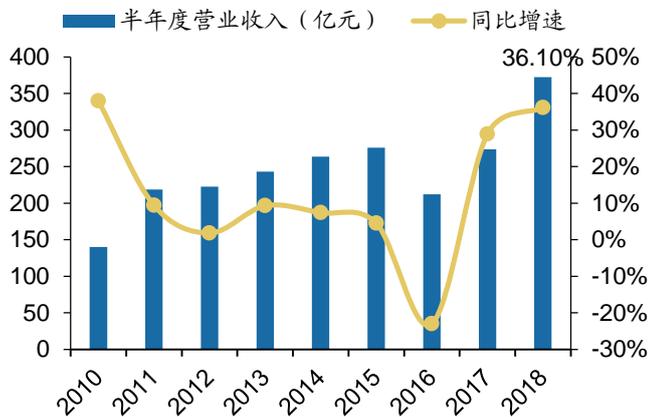
suny@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

### 公司公布 2018 年中报，业绩高位稳中有增

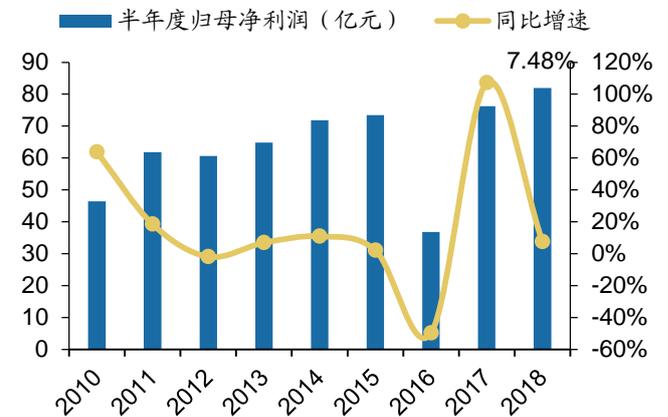
2018年中报，公司营业收入同增36.10%至372.33亿元，营业成本同增49.98%至277.50亿元，归母净利润同增7.48%至81.92亿元。业绩增长主要源于运量高位增长，新清算办法对收入及成本带来的整体影响预计不大。

图1：2018H1营业收入同比增长36.10%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：2018H1归母净利润同比增长7.48%



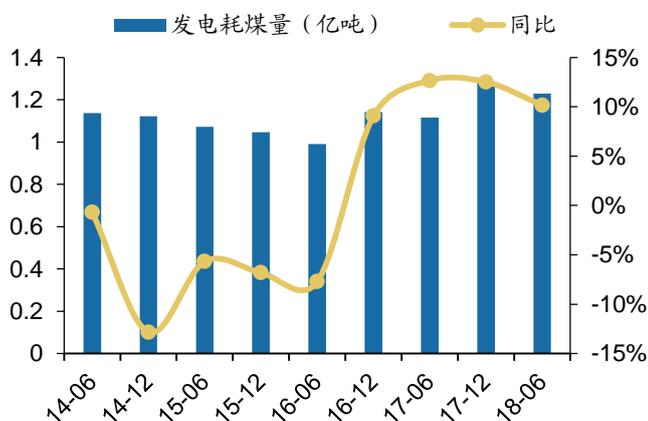
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 上半年运量保持高位增长，受基数效应影响 Q2 增速有所放缓

18H1，受益于“三西”地区煤炭产量集中度提升、火电需求景气延续、“公转铁”政策大力推进，公司管内货物运量实现高位增长。

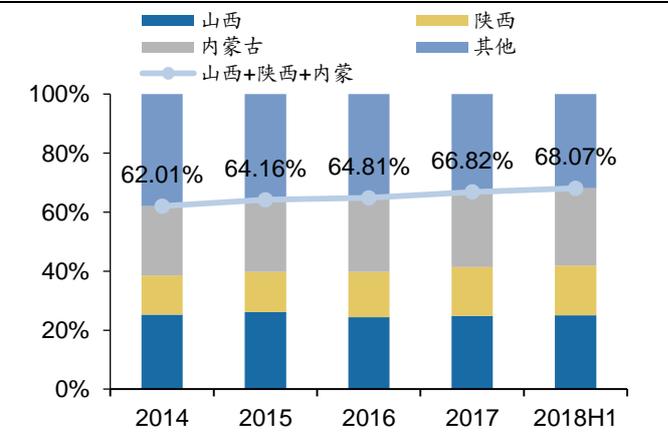
18H1，上游山西、陕西、内蒙地区煤炭产量同比增长1.52%至11.55亿吨，占比由66.82%提升至68.07%（煤炭产销协会数据）；下游火电需求在经济韧性支撑下，同比增长10.16%（秦皇岛煤炭网数据）；同时“公转铁”行动大力推行，提出截至2020年全国煤炭产运比将提升至75%（《2018-2020年货运增量行动方案》）。受此带动，公司货物运输量同比增长20.88%至4.65亿吨，货物发送量同比增长12.00%至3.11亿吨，大秦线完成货物运输量2.25亿吨，同比增长7.28%。

图3：上半年火电耗煤需求景气延续



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

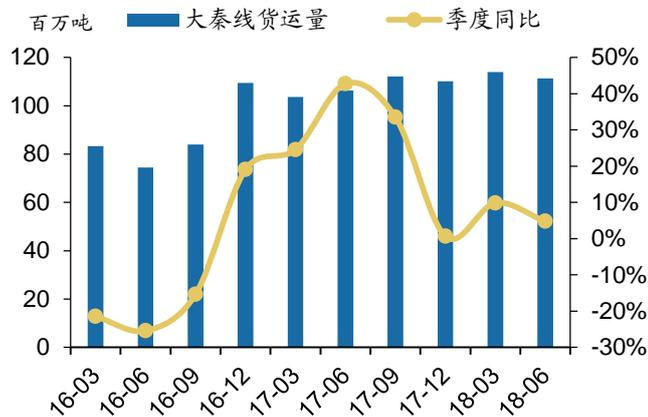
图4：山西、陕西、内蒙煤炭产量集中度进一步提升



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

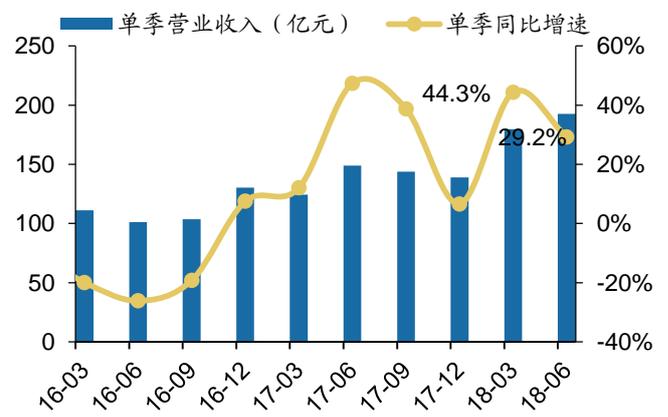
分季度看，基数效应下，Q2大秦线运量增速下滑，收入、成本端增速差距放大导致归母净利润同比下滑8.2%。18Q2大秦线运量增速由9.85%回落至4.77%，公司营业收入增速相应由44.3%回落至29.2%，而营业成本增速仅由51.3%略微回落至48.8%，Q2收入端增速下滑源于17年3月运价上提10%，Q1存在提价带来的翘尾效应；成本端增速下降不大主要源于季节性成本支出及清算付费的影响。

图5：2018Q2大秦线运量增速有所回落



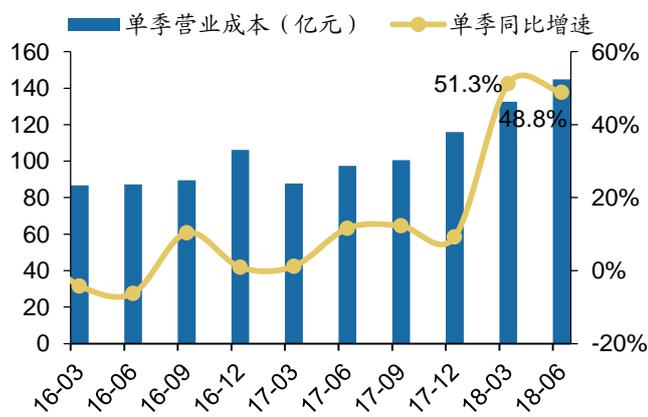
数据来源：公司经营月报，广发证券发展研究中心

图6：2018Q2公司营业收入增速有所回落



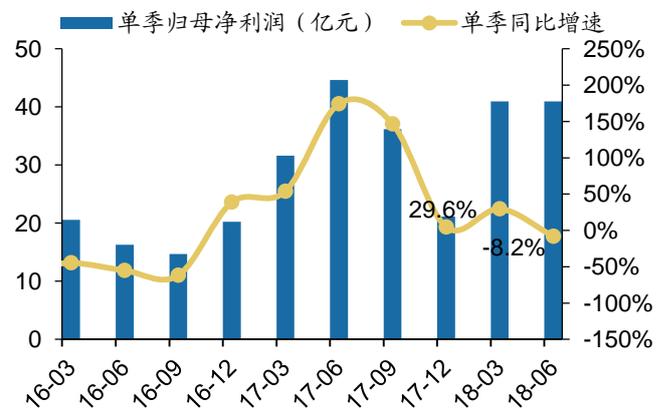
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：2018Q2公司营业收入增速略有回落



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：2018Q2公司归母净利润同比出现下滑



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 综合货运收入及成本端变化，新清算办法整体影响预计不大

综合发送端运费收入及服务费支出以及接运端路网清算服务费收入的变化，18H1新清算办法下，公司货运清算盈余约19.25亿元，较去年同期货运收入增长7.04%。

2018年1月1日起，全国铁路货运由以往的“管直清算”模式改为“承运清算”模式——针对管内发送的货物，公司按全段计费取得运费收入，同时向沿途其他路企支付服务费用；针对管内接运和到达的货物，公司不再按照分段计费模式取得运费收入，而是按照内部清算标准取得服务费收入。

根据公司关联交易中披露的全年预计完成金额，2018年路网服务费支出（含客

运服务费) 预计达264.19亿元, 同增178.89亿元, 若客运服务费下半年增量与上半年一致, 则全年路网货运服务费支出预计同增约167亿元; 服务费收入预计达75.47亿元, 同增38.98亿元; 若货运收入端维持2018H1增速, 预计全年货运收入增量为148.50亿元。相当于在原口径下, 全年清算盈余预计增收约56亿元, 相比去年货运收入同比增长约13%。

**表 1: 18H1 路网清算服务费支出对比**

单位: 百万元	2018H1 发生金额	2017H1 发生金额	2018 全年 预计完成额	2017 全年 完成额	18-17 H1 增量金额	18-17 全年增量金额
路网服务支出合计	12,347	4,187	26,419	8,530	8,160	17,889
线路使用费	3,217	1,014	6,702	2,026	2,203	4,676
机车牵引费	2,394	604	5,094	1,213	1,790	3,881
接触网使用费	815	732	1,941	1,584	83	357
货车使用费	1,823	1,619	3,962	3,486	204	476
其他服务费	4,099	218	8,720	221	3,880	8,499

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**表 2: 18H1 路网清算服务费收入对比**

单位: 百万元	2018H1 发生金额	2017H1 发生金额	2018 全年 预计完成额	2017 全年 完成额	18H1-17H1 增量金额	18-17 全年 全年增量金额
路网服务收入合计	3,543	1,573	7,547	3,650	1,970	3,898
线路使用费	671	34	1,636	71	637	1,565
机车牵引费	1,150	792	2,805	1,919	358	886
接触网使用费	129	169	445	345	-40	100
货车使用费	580	543	1,235	1,166	37	69
其他服务费	1,013	34	1,427	149	979	1,278

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 侯禹、太兴盈利显著改善, 朔黄业绩增长稳健

侯禹、太兴线路里程较短, 发送端受益新清算办法带来的积极影响, 其中侯禹上半年实现盈利高增, 增收1.44亿元, 太兴减亏1.77亿元。参股公司朔黄铁路实现利润38.20亿元, 同增0.87%, 业绩增长稳健, 贡献15.72亿元投资收益。

**表 3: 18H1 公司旗下重要控股、参股公司财务信息**

单位: 百万元	权益比例(%)	18 年 H1 营收	同比	18H1 净利润	同比	投资收益
主要控股公司 侯禹公司	92.5	965.88	282.50%	153.08	1789.46%	-
主要控股公司 太兴公司	74.4	765.04	425.80%	-37.04	82.70%	-
主要控股公司 中鼎物流	83.4	33.72	-25.80%	-77.6	-27.23%	-
主要参股公司 朔黄铁路公司	41.2	9,584.54	1.60%	3,820.28	0.87%	1,572.43

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资建议

铁路货运供需景气持续，“公转铁”行动下公司运线将充分挖潜提效，18年公司运量将实现高位上行，考虑到新清算办法影响相对中性，相应调整盈利预测如下：预计2018-2020年EPS分别为0.96、1.00、1.01元/股，对应最新股价PE为8.70、8.35、8.29x。公司近年股息率维持在50%以上，高股息增厚防御价值，维持“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济影响运量下滑，其他煤运线路替代效应加强，火电替代能源占比提升导致煤炭运输需求下滑。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	22110	22445	46751	57772	68299
货币资金	11638	11100	26220	36702	46733
应收及预付	7497	7008	15299	15725	16160
存货	1612	1528	2424	2537	2598
其他流动资产	1363	2808	2808	2808	2808
<b>非流动资产</b>	101373	105242	99831	96849	93839
长期股权投资	19335	20060	21342	22605	23868
固定资产	70714	73992	66633	60213	53505
在建工程	2357	1799	1459	2975	4696
无形资产	4522	5962	6392	7051	7764
其他长期资产	4445	3430	4006	4006	4006
<b>资产总计</b>	123483	127687	146582	154622	162138
<b>流动负债</b>	21860	16457	29187	30721	31615
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	10624	16293	29187	30721	31615
其他流动负债	11236	164	0	0	0
<b>非流动负债</b>	7380	10318	9625	8985	8408
长期借款	7037	7112	6401	5761	5185
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	343	3206	3224	3224	3224
<b>负债合计</b>	29240	26776	38812	39705	40023
股本	14867	14867	14867	14867	14867
资本公积	24739	24737	24737	24737	24737
留存收益	51240	60873	68001	75426	82906
归属母公司股东权益	89828	99402	106529	113955	121434
少数股东权益	1747	1509	1241	962	680
<b>负债和股东权益</b>	123483	127687	146582	154622	162138

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	44625	55636	75349	78772	80256
营业成本	36952	40145	58974	61733	63216
营业税金及附加	186	224	301	320	323
销售费用	193	193	296	307	302
管理费用	522	558	826	858	853
财务费用	535	738	185	20	-116
资产减值损失	3	33	2	-6	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2678	3130	3158	3158	3158
<b>营业利润</b>	8912	16987	17923	18698	18836
营业外收入	19	15	3	3	3
营业外支出	144	204	150	166	173
<b>利润总额</b>	8788	16798	17776	18535	18665
所得税	1710	3699	3790	3963	3987
<b>净利润</b>	7078	13098	13987	14572	14678
少数股东损益	-91	-251	-268	-279	-281
<b>归属母公司净利润</b>	7168	13350	14255	14851	14959
EBITDA	12012	20123	20572	21151	21113
EPS (元)	0.48	0.90	0.96	1.00	1.01

**现金流量表**

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	6275	17494	13546	18204	17887
净利润	7078	13098	13987	14572	14678
折旧摊销	5239	5607	5620	5597	5551
营运资金变动	-3807	1314	-3423	702	345
其它	-2234	-2526	-2637	-2666	-2686
<b>投资活动现金流</b>	-3009	-2852	2802	379	447
资本支出	-3072	-4355	926	-1515	-1448
投资变动	-85	1249	1876	1895	1895
其他	148	254	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	135	-15180	-1228	-8102	-8303
银行借款	160	300	-711	-640	-576
股权融资	5	11	0	0	0
其他	-6963	-4322	-372	-7462	-7727
<b>现金净增加额</b>	3400	-538	15120	10481	10031
期初现金余额	8238	11638	11100	26220	36702
期末现金余额	11638	11100	26220	36702	46733

**主要财务比率**

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-15.1	24.7	35.4	4.5	1.9
营业利润增长	-45.8	90.6	5.5	4.3	0.7
归属母公司净利润增长	-43.3	86.2	6.8	4.2	0.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	17.2	27.8	21.7	21.6	21.2
净利率	15.9	23.5	18.6	18.5	18.3
ROE	8.0	13.4	13.4	13.0	12.3
ROIC	8.1	14.7	17.7	19.9	21.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.2	21.0	26.5	25.7	24.7
净负债比率	-	-	-0.2	-0.3	-0.3
流动比率	1.01	1.36	1.60	1.88	2.16
速动比率	0.93	1.26	1.51	1.79	2.07
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.44	0.55	0.52	0.51
应收账款周转率	12.35	11.28	10.43	10.84	10.63
存货周转率	22.25	25.56	24.33	24.33	24.33
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.48	0.90	0.96	1.00	1.01
每股经营现金流	0.42	1.18	0.91	1.22	1.20
每股净资产	6.04	6.69	7.17	7.67	8.17
<b>估值比率</b>					
P/E	14.7	10.1	8.7	8.3	8.3
P/B	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	6.5	5.1	4.4	3.9

## 广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。  
孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。  
曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。