

年报符合预期，一季报超预期

华泰研究

2023年4月26日 | 中国内地

年报点评

铁路运输

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

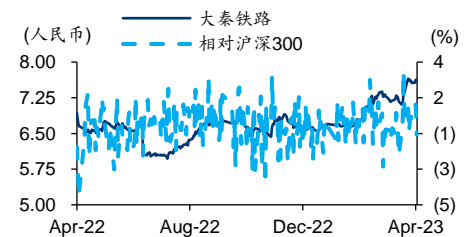
8.28

研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+ (86) 21 2897 2088
研究员	林霞颖
SAC No. S0570518090003	linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840	+ (86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	8.28
收盘价(人民币 截至4月26日)	7.58
市值(人民币百万)	112,692
6个月平均日成交额(人民币百万)	211.07
52周价格范围(人民币)	5.97-7.65
BVPS(人民币)	8.88

股价走势图



资料来源: Wind

22年净利符合预期, 1Q23 净利高于预期

公司22年实现收入758亿元(同比下降3.7%); 归母净利112亿元(同比下降8.1%), 符合我们预期(114亿元)。公司1Q23实现归母净利36.5亿元(同比增长23.2%), 高于我们预期(30.8亿元)。2022年盈利下滑主因Q4大秦线运输秩序受疫情影响。1Q23盈利增长主因出行复苏提振客运收入。公司拟派发2022年度股息0.48元/股, 折股息率6.3%(分红比例64%)。考虑出行复苏影响, 我们上调23/24年归母净利预测1.9/2.8%至134/129亿元, 并且引入25年预测124亿元。考虑“中特估”的影响, 以及“资产荒”下高股息配置需求增加, 我们将公司估值基础提高至9.2x 2023E PE(公司2018-2022年平均PE 8.6x之上加1倍标准差), 前值为8.6x 2023E PE; 提高目标价8.2%至8.28元(前值: 7.65元)。维持“买入”评级。

2022年回顾: 疫情影响Q4铁路运力

公司22年收入同比下降3.7%, 主因疫情影响Q4大秦线运输秩序。大秦线22年运量3.97亿吨, 同比减少5.8%; 其中, 1-3Q22运量同比增长2.8%, 但4Q22同比下降29.8%。朔黄铁路贡献投资收益26.8亿元, 同比下降16.2%。浩吉铁路则首次扭亏。需求侧利好铁路运输。22年全国煤炭消费量同比增长4.3%, 原煤产量同比增长10.5%(统计局), 晋陕蒙集中度进一步提高, 同时进口煤同比下降9.2%(海关总署)。但从供给侧看, 浩吉/瓦日/蒙冀铁路运量大幅增长, 铁路竞争更加激烈, 对大秦线产生分流影响。

1Q23回顾: 货运供需弱平衡, 出行复苏提振客运表现

大秦线1Q23货运量同比增长0.6%。Q1全国煤炭产量同比增长5.5%(Wind)。但下游用煤需求疲弱。Q1全国总发电量同比增长2.4%, 其中火电仅同比增长1.7%(Wind)。进口煤放量使竞争更加激烈。海外煤炭价格下跌刺激进口需求增多, Q1全国进口煤数量同比增长97%(国家能源局)。综上, Q1大秦铁路运输供需弱平衡, 3月底秦港库存高于21-22年同期水平; 公司Q1投资收益同比下降12.6%, 或因朔黄铁路运量不佳。客流恢复成为Q1亮点。1/2/3月全国铁路客运量恢复到2019年同期的83/94/101%。

2-4Q展望: 经济复苏力度是关键变量

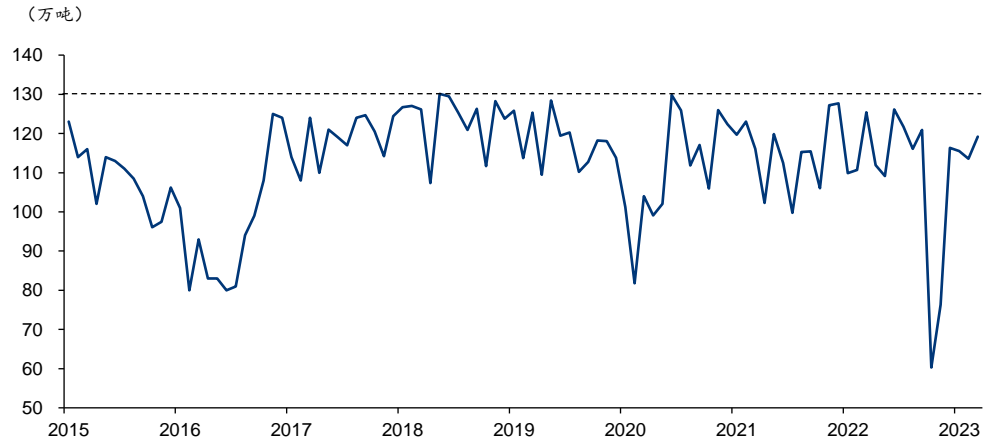
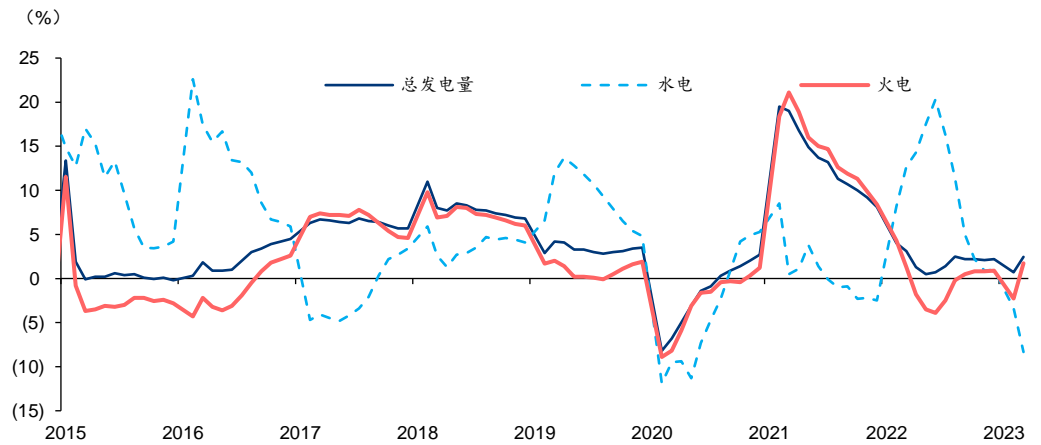
当前铁路煤炭运输处于淡季。据新华社, 大秦线自4月6日起实施“加长版”春季集中修, 为期30天, 日运量目标为102万吨。往年, 大秦线春季集中修时间为20-25天。经济复苏力度是大秦线2-4Q运量的核心驱动力, 需关注地产投资与出口对下游用煤需求的影响。同时, 来水偏枯或对铁路运量也产生影响。我们预计大秦线2023/24/25年运量为4.3/4.3/4.3亿吨。

风险提示: 经济持续低迷, 浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量, 铁路运费下调。

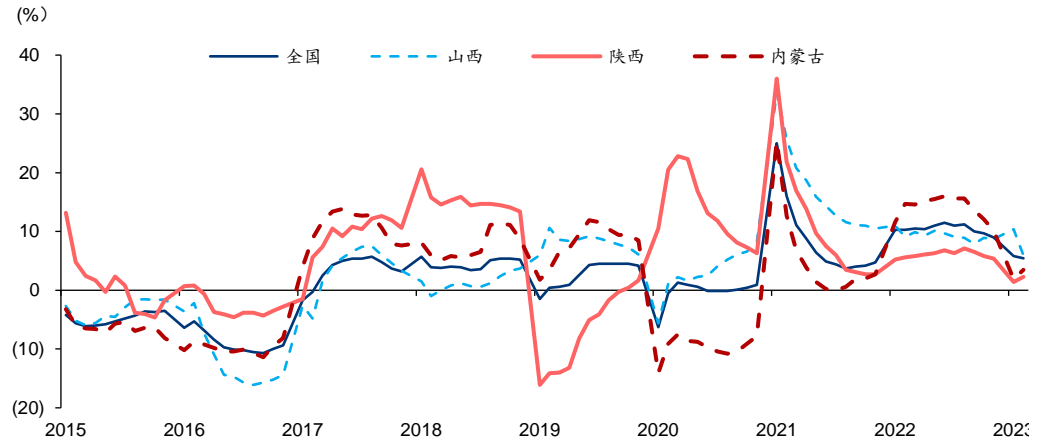
经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	78,682	75,758	84,542	85,677	86,742
+/-%	8.79	(3.72)	11.60	1.34	1.24
归属母公司净利润(人民币百万)	12,181	11,196	13,448	12,895	12,354
+/-%	11.80	(8.09)	20.11	(4.11)	(4.20)
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.82	0.75	0.90	0.87	0.83
ROE(%)	9.79	8.73	9.99	9.19	8.49
PE(倍)	9.25	10.07	8.38	8.74	9.12
PB(倍)	0.91	0.88	0.84	0.80	0.77
EV EBITDA(倍)	4.69	4.83	4.22	5.33	5.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

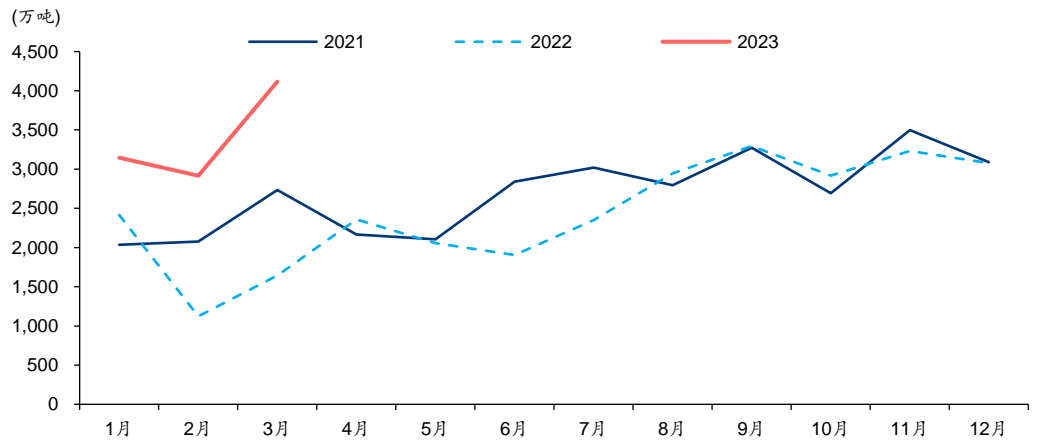
图表1：大秦线日均货运量**图表2：秦皇岛港煤炭库存****图表3：发电量累计同比增速**

图表4: 原煤产量累计同比增速



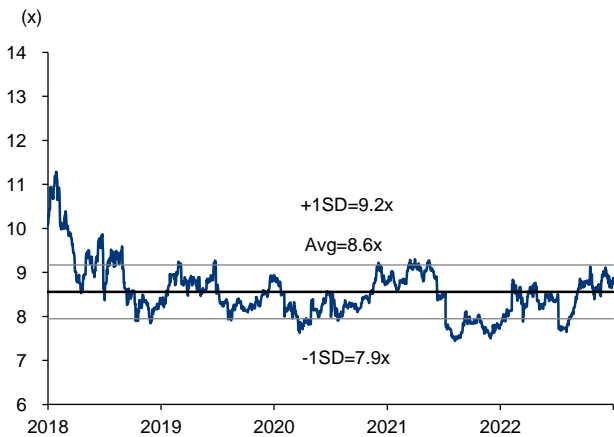
资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 进口煤数量



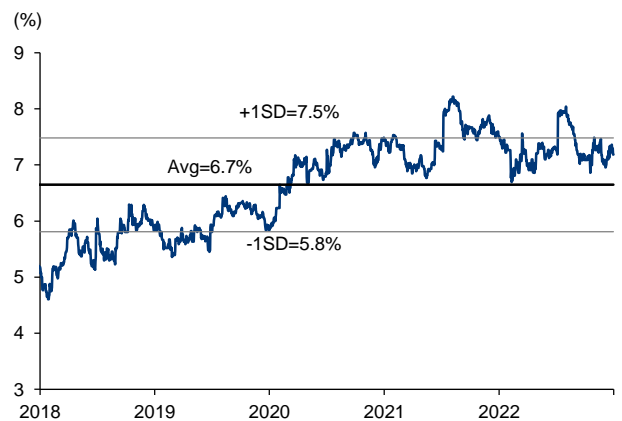
资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 大秦铁路-forward PE



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 大秦铁路-forward 股息率

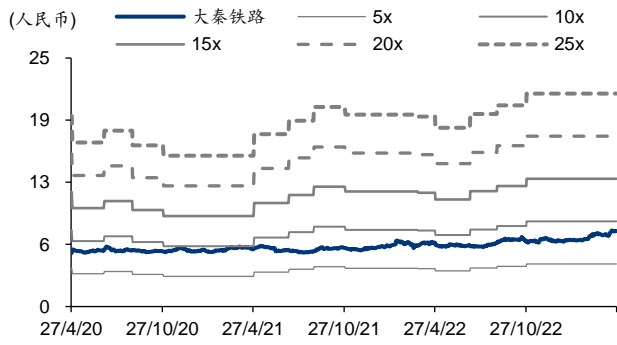


资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

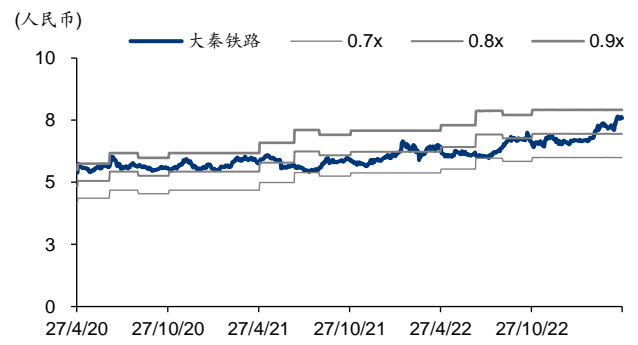
经济持续低迷, 浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量, 铁路运费下调。

图表8: 大秦铁路 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 大秦铁路 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	72,132	78,033	79,145	51,320	51,149
现金	59,416	62,603	62,067	33,978	33,555
应收账款	6,198	7,997	8,924	9,044	9,156
其他应收账款	3,163	4,159	4,642	4,704	4,762
预付账款	170.69	323.25	360.73	365.58	370.12
存货	1,693	1,837	1,973	2,022	2,070
其他流动资产	1,492	1,113	1,179	1,207	1,236
非流动资产	126,414	124,264	131,282	166,141	172,575
长期投资	26,515	23,938	24,482	25,049	25,615
固定投资	86,899	87,062	93,098	99,086	105,027
无形资产	9,407	9,270	8,990	36,705	35,986
其他非流动资产	3,593	3,994	4,713	5,301	5,948
资产总计	198,546	202,297	210,427	217,461	223,725
流动负债	18,173	17,417	18,314	18,810	19,128
短期借款	922.02	223.52	223.52	223.52	223.52
应付账款	3,260	4,498	4,832	4,951	5,070
其他流动负债	13,990	12,696	13,258	13,635	13,834
非流动负债	45,045	44,691	43,623	42,494	41,394
长期借款	11,822	11,041	9,937	8,833	7,729
其他非流动负债	33,223	33,649	33,686	33,661	33,665
负债合计	63,218	62,108	61,937	61,304	60,522
少数股东权益	10,927	11,906	13,895	15,803	17,631
股本	14,867	14,867	14,867	14,867	14,867
资本公积	23,346	23,350	23,350	23,350	23,350
留存公积	82,721	86,639	93,884	100,495	106,485
归属母公司股东权益	124,401	128,284	134,595	140,354	145,572
负债和股东权益	198,546	202,297	210,427	217,461	223,725

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	18,898	16,102	17,217	18,697	18,130
净利润	13,772	12,853	15,438	14,803	14,182
折旧摊销	5,097	5,282	5,184	5,611	5,602
财务费用	338.45	154.53	309.55	868.62	1,129
投资损失	(2,993)	(2,704)	(2,719)	(2,837)	(2,837)
营运资金变动	1,755	159.42	(956.60)	232.51	65.18
其他经营现金	928.87	357.87	(38.69)	18.83	(9.93)
投资活动现金	(3,333)	(2,878)	(9,444)	(37,652)	(9,189)
资本支出	(3,609)	(7,123)	(11,418)	(39,849)	(11,426)
长期投资	(3.50)	0.00	(543.26)	(566.90)	(566.90)
其他投资现金	279.56	4,245	2,517	2,764	2,804
筹资活动现金	(8,236)	(10,037)	(8,310)	(9,134)	(9,364)
短期借款	800.92	(698.50)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,958	(780.67)	(1,104)	(1,104)	(1,104)
普通股增加	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(551.78)	3.73	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,444)	(8,561)	(7,205)	(8,030)	(8,260)
现金净增加额	7,329	3,187	(536.67)	(28,089)	(423.17)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	78,682	75,758	84,542	85,677	86,742
营业成本	61,509	60,635	65,145	66,744	68,344
营业税金及附加	292.63	65.46	314.43	318.65	322.61
营业费用	223.97	226.53	252.80	256.19	259.38
管理费用	777.49	825.74	867.03	910.38	955.90
财务费用	338.45	154.53	309.55	868.62	1,129
资产减值损失	(49.84)	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	2,993	2,704	2,719	2,837	2,837
营业利润	18,212	16,901	20,489	19,559	18,698
营业外收入	23.48	48.88	36.18	42.53	39.36
营业外支出	132.54	149.61	141.08	145.34	143.21
利润总额	18,103	16,800	20,384	19,456	18,594
所得税	4,330	3,947	4,946	4,654	4,412
净利润	13,772	12,853	15,438	14,803	14,182
少数股东损益	1,591	1,657	1,990	1,908	1,828
归属母公司净利润	12,181	11,196	13,448	12,895	12,354
EBITDA	23,461	22,161	25,794	25,852	25,238
EPS (人民币, 基本)	0.82	0.75	0.90	0.87	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.79	(3.72)	11.60	1.34	1.24
营业利润	15.63	(7.20)	21.23	(4.54)	(4.40)
归属母公司净利润	11.80	(8.09)	20.11	(4.11)	(4.20)
获利能力 (%)					
毛利率	21.83	19.96	22.94	22.10	21.21
净利率	17.50	16.97	18.26	17.28	16.35
ROE	9.79	8.73	9.99	9.19	8.49
ROIC	16.67	14.89	16.98	12.53	11.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.84	30.70	29.43	28.19	27.05
净负债比率 (%)	(10.03)	(12.46)	(11.98)	5.87	5.21
流动比率	3.97	4.48	4.32	2.73	2.67
速动比率	3.81	4.31	4.15	2.56	2.50
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.38	0.41	0.40	0.39
应收账款周转率	12.45	10.67	9.99	9.54	9.53
应付账款周转率	19.54	15.63	13.96	13.64	13.64
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.75	0.90	0.87	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.08	1.16	1.26	1.22
每股净资产(最新摊薄)	8.37	8.63	9.05	9.44	9.79
估值比率					
PE (倍)	9.25	10.07	8.38	8.74	9.12
PB (倍)	0.91	0.88	0.84	0.80	0.77
EV EBITDA (倍)	4.69	4.83	4.22	5.33	5.50

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司