



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@sigchina.com

运量降折旧增，经营压力显现

■ 报告背景:

公司公布 2008 年年报和 2009 年一季报，就此作动态分析。

■ 主要观点:

第四季度运量增幅下降

第四季度随着国际金融危机影响加剧，电煤需求急剧下降，公司煤炭运输业务受到较大影响，大秦线完成运输量 8,171.2 万吨，同比增长 1.3 个百分点，增速明显回落；因此大秦线全年完成运量 34,025.5 万吨，增长 12.0%，第四季度运量增幅下降拉低了全年运量增幅。

从运力瓶颈到需求不足

从上年四季度开始的煤炭需求下降，使得运力相对富余。因此，2009 年公司运量将随煤炭供需形势波动，一季度运输情况与四季度基本持平，预计公司全年总体运量较 2008 年将有所减少（公司已调整运量目标至 3.1 亿吨），而折旧、大修等成本的增加，会给公司经营带来较大压力，业绩会出现下降状况。

■ 投资建议:

未来六个月内，调低公司评级为“大市同步”评级。

我们对公司 2009-2010 年的业绩予以测算，得出营业收入分别下降 11.39% 和增长 13.5%，归属于公司股东的净利润分别下降 18.36% 和增长 17.38%，相应的每股收益为 0.42 元和 0.49 元，动态市盈率为 22.94 倍和 19.54 倍。2009 年公司的运量会有所下降，而折旧的增加，使得公司的经营压力加大，调低公司评级为：未来六个月内，大市同步。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	22,595.32	20,022.25	22,725.26
年增长率 (%)	18.51	-11.39	13.50
归属于母公司的净利润	6,679.52	5,453.13	6,401.12
年增长率 (%)	9.33	-18.36	17.38
每股收益 (元)	0.51	0.42	0.49
PER (X)	18.90	22.94	19.54

注: 有关指标按最新总股本计算

基本数据 (09Q1)

报告日股价 (元)	9.64
12mth A 股价格区间 (元)	18.24/7.53
总股本 (百万股)	12976.76
无限售 A 股/总股本	27.05%
流通市值 (百万元)	33848.93
每股净资产 (元)	3.22
PBR (X)	2.99
DPS (Y08, 元)	0.30 元(含税)

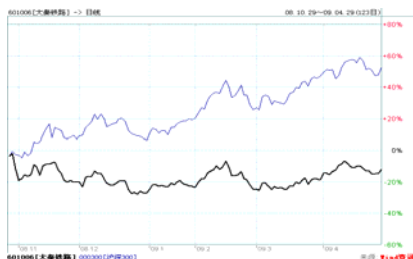
主要股东 (09Q1)

太原铁路局	72.94%
中国华能集团公司	1.29%
中国中煤能源集团公司	1.09%

收入结构 (09Q1)

货运业务	93.2%
------	-------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ09—CT14

一、年报情况

1、业绩低于预期

2008 年，公司实现营业收入 219.34 亿元，同比增长 8.38%；营业成本 117.09 亿元，同比增长 16.38%；利润总额 89.20 亿元，同比下降 3.03%；净利润 66.80 亿元，同比增长 9.33%；每股收益 0.51 元。业绩低于预期。运量增长带来收入增长；折旧增加使得成本增幅高于收入增幅；企业所得税率下降使得净利润实现增长。

2009 年第一季度实现营业收入 48.59 亿元，同比下降 11.76%；净利润 14.62 亿元，同比下降 30.01%；每股收益 0.11 元。煤炭运量的下降，以及折旧费用的增加，使得公司净利润大幅下降。

2、2009 年经营计划

2009 年公司主要经济辐射区的煤炭需求将继续在低位运行，公司的主要经营目标为：大秦线年运量目标 3.1 亿吨，预计实现主营收入 190 亿元。

二、分析点评

1、第四季度运量增幅下降

2008 年前三季度，公司煤炭运量保持稳步增长，1-9 月大秦线累计完成运输量 25,854.3 万吨，同比增长 15.9%；第四季度随着国际金融危机影响加剧，外部经营形势发生较大变化，电煤需求出现了急剧下降，公司煤炭运输业务受到较大影响，大秦线完成运输量 8,171.2 万吨，同比增长 1.3 个百分点，增速回落明显；因此大秦线全年完成运量 34,025.5 万吨，增长 12.0%，第四季度运量增幅下降拉低了全年运量增幅。

表 1 公司主要业务量指标 单位：万吨

	2008 年	2007 年	同比增幅
货物发送量	27,179	27,168	0.04%
其中：煤炭	26,732	26,693	0.15%

货物到达量	22,828	21,975	3.88%
其中：煤炭	22,232	21,436	3.71%
货物运输量	40,588	37,866	7.19%
其中：煤炭	35,451	32,500	9.08%
货物周转量（亿吨公里）	2,166	1,948	11.19%
其中：煤炭	2,136	1,869	14.29%
大秦线运输量	34,025	30,380	12.00%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2、折旧增大，盈利水平进一步下降

2008 年，公司的综合毛利率为 48.18%，较上年下降 3.59 个百分点。主要是固定资产规模扩大（2008 年，购置并投入使用 327 台 HXD 型电力机车和 5340 辆 C80B 型专用敞车）导致折旧增加，折旧增幅为 46.7%；加上与运量相关的货车使用费增加以及新增排空车费用使得主营业务成本支出同比增长 16.91%。

2009 年还将有 33 台 HXD 型电力机车和 2660 辆 C80B 型专用敞车购置并投入使用，因此折旧费用会进一步增加。第一季度毛利率为 52.69%，同比下降 6.92 个百分点，预计全年毛利率水平会随着折旧费用增大而继续降低。

3、从运力瓶颈到需求不足

过去几年，由于煤炭运输需求的持续增长，大秦线一直致力于运力的提升，即在 2010 年达到 4 亿吨的运能。目前来看，4 亿吨扩能改造在线路上、车辆上都已达到基本要求，运力瓶颈基本解决。而运输需求出现了较大幅度的下滑，需求的不足使得运力相对富余，短期来看煤炭运输需求的变化决定了公司的业绩情况。

因此，2009 年公司运量将随煤炭供需形势波动，一季度运输情况与四季度基本持平，不过营业成本减少 30.46%（我们认为可能是大修费用未计入的缘故），所以一季度业绩好于上年四季度业绩。预计公司全年总体运量较 2008 年将有所减少（公司已调整运量目标至 3.1 亿吨），而折旧、大修等成本的增加，会给公司经营带来较大压力，业绩会出现下降状况。

三、投资建议

1、公司业绩预测

我们认为，2009 年公司的运量会有所下降，而折旧的增加，使得公司的经营压力加大。我们对公司 2009-2010 年的业绩予以测算，得出营业收入分别下降 11.39%和增长 13.5%，归属于公司股东的净利润分别下降 18.36%和增长 17.38%，相应的每股收益为 0.42 元和 0.49 元，动态市盈率为 22.94 倍和 19.54 倍。调低公司评级为：未来六个月内，大市同步。

市场对于公司最大的预期——资产注入，在短期内实施的可能性很小；而且近期呼声很高的运价调整也不会对公司有大的利好（因为公司执行特殊运价，已高于普通货运运价，加上煤炭运输需求的下降，运价调升的可能性不大）。

表 3 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	22,595.32	20,022.25	22,725.26
二、营业总成本	13,733.22	12,751.42	14,190.43
营业成本	11,708.83	10,411.57	11,839.86
营业税金及附加	743.33	658.73	749.93
销售费用	0.00		
管理费用	1,128.53	1,001.11	1,022.64
财务费用	152.55	680.00	578.00
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00		
投资净收益	0.00		
四、营业利润	8,862.10	7,270.84	8,534.83
加：营业外收入	161.10		
减：营业外支出	103.17		
五、利润总额	8,920.03	7,270.84	8,534.83
减：所得税	2,240.51	1,817.71	2,133.71
六、净利润	6,679.52	5,453.13	6,401.12
减：少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	6,679.52	5,453.13	6,401.12
每股收益(元)	0.51	0.42	0.49

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。