

太原局整体上市增厚2010年业绩15%，未来关注运价调整

——大秦铁路（601006）重大事件点评

2009 年 11 月 12 日

推荐/维持

大秦铁路

事件点评

周宁

交通运输行业分析师

zhouning@dxzq.net.cn 010-6650 7318

事件：

公司今日公告了关于公开发行股票方案的议案，公司拟向不特定对象公开发行股票不超过 20 亿股，拟募集资金不超过 165 亿元，用于收购太原铁路局运输主业相关资产和股权。

评论：

1. 太原局以 14.7 倍动态市盈率拟整体上市

公司此次拟公开增发 A 股募集资金收购的资产为太原局运输主业资产业务及相关股权，收购方案本质上即太原铁路局拟整体上市。

太原局运输主业资产包括太原局下属 20 个运输主业站段及相关直属单位，共管辖 7 条铁路干线（南同蒲、北同蒲、京原、石太、太焦、侯月、侯西）和 5 条铁路支线（太岚、西山、兰村、忻河、介西），承担上述相关线路的铁路客运、货物运输业务，担负晋中、晋东南及晋南地区的煤炭外运任务，在“西煤东运”中占据重要地位。截至 2008 年底，太原局管辖营业里程 1,724.3 公里，配属机车 540 台，配属客车 1,146 辆。运输主业相关股权为太原局持有的朔黄铁路发展有限责任公司（下简称朔黄公司）41.16% 股权，以及太原局持有的太原铁路巨力装卸有限公司 90.2% 股权。朔黄公司下辖朔黄铁路于 2001 年投入运营，是我国“西煤东运”第二大通道，其将陕北、内蒙古西部和山西的大型煤炭基地与渤海出海口联结起来，在全国路网中占有重要地位。朔黄铁路运营里程 594 公里，西起山西省神池县境内神池南站，与神朔线接轨，东至河北省境内的黄骅港口车场，是继大秦线之后我国又一条双线电气化重载铁路。朔黄铁路主要承担神华集团神东矿区和陕北、晋北地方煤矿的煤炭运输任务，2006-2008 年朔黄铁路货物运输量分别为 1.12 亿吨、1.33 亿吨和 1.35 亿吨，2009 年 1-6 月货物运输量为 0.73 亿吨。

上述全部资产账面价值为 164.5 亿元，评估价值为 327.9 亿元，根据评估价值拟定的收购价格对应市净率为 1.99 倍。公司预计的拟收购资产 2009 年和 2010 年净利润分别为 22.3 亿元和 29 亿元，收购价格对应 09 年和 10 年市盈率分别为 14.7 倍和 11.3 倍，收购价格基本合理。本次公开发行 A 股拟募集资金不超过 165 亿元（未扣除发行费用），募集资金相对于募集资金投资项目不足部分（预计为 165 亿元左右）将由公司通过自筹资金弥补。

表 1：拟收购资产合并资产负债表数据

项目（单位：千元）	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2009 年 6 月 30 日
流动资产合计	1,318,104	1,627,015	1,292,324
非流动资产合计	11,900,228	12,373,716	19,324,407
其中：长期股权投资	-	100	5,931,963
资产总计	13,218,332	14,000,731	20,616,731

流动负债合计	3,071,729	3,481,219	3,590,860
非流动负债合计	563,256	552,037	564,486
负债合计	3,634,985	4,033,256	4,155,346
少数股东权益	6,659	6,139	6,738
净资产	9,576,688	9,961,336	16,454,647

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：拟收购资产评估结果及增值情况

项目（单位：亿元）	账面值	评估值	评估增值	增值率%
太原局运输主业资产	104.5	186.2	81.7	78.26%
朔黄公司 41.16% 股权	59.3	140.6	81.3	137.10%
巨力公司 90.2% 股权	0.7	1.1	0.4	57.14%
拟收购资产合计	164.5	327.9	163.4	99.34%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：拟收购资产合并利润表及盈利预测数据

项目（单位：千元）	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月	预计 2009 年	预计 2010 年
营业收入	9,592,659	10,458,307	4,946,983	11,047,423	12,741,260
营业利润/（亏损）	327,721	(73,441)	1,159,354	2,492,473	3,374,270
其中：投资收益	-	-	927,956	1,464,956	1,499,000
净利润/（亏损）	106,309	(51,850)	1,100,354	2,230,000	2,900,000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 1 太原局辖内铁路及朔黄铁路分布示意图



注：绿色线路为太原局辖内铁路线路（含大秦铁路部分），黑色双线为朔黄铁路。

资料来源：铁道部，东兴证券研究所

2. 实现铁路煤运通道资源整合，丰富公司货物运输品类和收入来源

此次太原铁路局若顺利完成资产注入，公司所辖线路营业里程将从目前的 1,170.7 公里扩大至 2,895 公里（未含朔黄铁路部分），本次收购进一步将太原局管辖的运输主业资产与公司整合，有利于拓宽煤炭运输货源区域。公司新增加侯月线、南同蒲线、石太线等新的煤炭输出通道，公司煤炭运输业务将从山西北部扩展到山西全境，形成东起能源大港秦皇岛，西至黄河禹门口，北到煤都大同，南至古迹风陵渡，纵贯三晋南北，横跨晋冀京津两省两市的煤炭货运铁路网，公司的煤炭运输和市场覆盖能力将大大提升。

太原局主要承担以煤炭、焦炭、钢铁为主的货物运输任务，运输的货物品种还包括集装箱、非金属矿石和金属矿石等，本次收购也将使公司的业务范围将从铁路煤炭运输为主转向货运、客运全面发展，从而形成较为平衡的业务格局，公司的业务区域将从单一线路为主转向区域经营，市场空间进一步扩大。

3. 预计增厚 2010 年业绩 15% 左右，未来财务费用将减缓公司业绩增长的步伐

由于此次公开增发 A 股募集资金收购太原局相关资产的不足部分由公司自筹解决，我们预计公司将为此增加资金需求 165 亿元左右，考虑公司自有现金部分，公司或将为此次新增负债 120 亿元左右，由于公司未来经营现金流较为充裕，我们认为公司通过贷款筹到资金难度不大。假设此项新增贷款利率约为 6%，公司未来将为此新增财务费用约 7 亿元。假设公司公开发行 20 亿股融资 165 亿元，贷款融资 120 亿元，2010 年初完成资产收购，基于公司预计拟收购资产贡献 29 亿元净利润，以及我们预期的大秦现有资产 2010 年每股收益 0.525 元，2010 年全面摊薄后每股收益增厚幅度约 15% 左右。

若公司公开发行股份低于 20 亿股，或负债融资资金成本更低，则 2010 年业绩增厚幅度更高。我们预计的 2010 年全面摊薄后每股收益为 0.60 元左右，较 2009 年大秦铁路现有资产预计每股收益约 0.48 元增长 25%。

表 4：收购完成后 2010 年 EPS 及业绩增厚幅度敏感性测试

2010 年		假设贷款利率水平					2010 年		假设贷款利率水平				
EPS 测算		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	EPS 增厚幅度		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
假设 发行 股数	20 亿股	0.6088	0.6048	0.6008	0.5968	0.5927		20 亿股	15.88%	15.12%	14.35%	13.59%	12.83%
	19 亿股	0.6129	0.6088	0.6048	0.6008	0.5967		19 亿股	16.66%	15.89%	15.12%	14.35%	13.59%
	18 亿股	0.6170	0.6129	0.6089	0.6048	0.6008		18 亿股	17.45%	16.67%	15.90%	15.13%	14.35%
	17 亿股	0.6212	0.6171	0.6130	0.6089	0.6049		17 亿股	18.25%	17.47%	16.69%	15.91%	15.13%
	16 亿股	0.6255	0.6214	0.6172	0.6131	0.6090		16 亿股	19.06%	18.27%	17.49%	16.71%	15.92%

资料来源：东兴证券研究所

完成收购后，我们预计公司 2010 年总负债将达到 380 亿元，公司 2010 年财务费用将超过 10 亿元，较目前财务费用水平将大幅增加。由于公司总资产规模同步增长，公司资产负债率将保持在 38% 的水平（或 40% 以下），尽管公司财务费用将吞噬一部分利润，但由于公司良好的经营现金流，负债及利息不会对公司信用评级及支付能力产生较大影响。同时，值得关注的是由于财务费用水平较高，我们预期公司 2010 年后业绩增速将明显放缓。

4. 未来的业绩增长更取决于货运调价

此次资产注入的启动实施，意味着大秦铁路外延式增长预期即将兑现，公司未来业绩增长一方面取决于运量的增长，另一方面取决于运价的提升。从运量来看，煤炭运输方面，我们认为煤炭在未来相当长的时期内仍将会是我国的最主要能源，随着经济持续增长，对煤炭的需求及运输需求增长应该是不容置疑的。但这种增

长将是一种自然增长，从可供运力增长速度及国内煤炭需求增长速度来看，预计未来铁煤运输量更多的是保持在个位数的年度增速。铁路客运方面，此次注入太原局铁路客运资产让公司从一定意义上摆脱了对单一的煤炭运输业务的依赖，近年不断开行的动车推动的客运业务的盈利能力提升也有望为公司带来新的业绩增长点，但由于铁路客运收入占比仍相对较小（铁路客运业务占太原局主营业务收入 25% 左右），对公司整体收入和业绩增长贡献相对有限。相比运量增长而言，我们认为未来运价的提升对公司业绩的影响更加直接，目前大秦线和朔黄铁路均执行特殊运价，而太原局其他线路仍执行的普通运价，有一定的提升空间。相比国外铁路的运费水平，国内铁路的运价也相对较为便宜，我们建议重点关注后续铁道部对铁路运输价格的改革进展。

5. 业绩预测与估值

基于公司 2010 年初完成资产收购的假设，预计公司 2009 年至 2011 年实现销售收入分别为 206.46 亿元、359.17 亿元和 380.75 亿元，实现净利润分别为 62.54 亿元、89.84 亿元和 93.63 亿元，每股分别为 0.48 元、0.60 元和 0.63 元。当前股价对应市盈率分别为 23.5 倍、18.9 倍和 18.2 倍。

从绝对估值来看，基于公司 8% 的加权资本成本、表 6 的基本假设，公司未来自由现金流折现值为 13.30 元左右。

6. 投资建议

虽然公司此次资产注入基本符合我们及市场多数预期，但公司当前股价仍具有一定估值优势，公司充裕稳定的现金流也为公司股价增添了较高的安全边际，我们将公司目标价上调至 13.30 元，对应公司 2010 年市盈率水平为 22 倍，考虑到近期累计的涨幅以及可预期的未来业绩增长速度有可能放缓，我们仍维持公司“推荐”评级。

表 5：公司业绩预测与估值

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	20,860.26	22,595.32	20,646.05	35,917.12	38,075.58
主营收入增长率	25.89%	8.32%	-8.63%	73.97%	6.01%
EBITDA（百万元）	11,041.67	11,624.02	11,490.70	16,136.29	16,977.16
EBITDA 增长率	26.96%	5.27%	-1.15%	40.43%	5.21%
净利润（百万元）	6,109.41	6,679.52	6,254.95	8,984.95	9,362.96
净利润增长率	38.37%	9.33%	-6.36%	43.65%	4.21%
ROE	16.28%	16.57%	14.82%	14.64%	14.58%
EPS（元）	0.470	0.510	0.482	0.600	0.625
P/E	24.15	22.25	23.55	18.92	18.16
P/B	3.92	3.65	3.49	2.77	2.65
EV/EBITDA	12.63	12.27	13.53	12.02	11.18

资料来源：东兴证券研究所

表 6：公司绝对估值基本假设

假设	数值
第二阶段 (2013-2020) 年数	8
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.00%
β	0.69
Rm	10.80%
Ke	8.38%
税率	25.00%
Kd	3.75%
Ve	147,286.19
Vd	13,500.00
WACC	7.99%

资料来源：东兴证券研究所

表 7：公司股票绝对估值结果

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	13.28	9.74	—	20.22	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	13.43	10.50	—	18.92	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	9.60	7.77	—	13.00	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	12.31	8.82	—	19.12	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
AE	9.32	8.16	—	11.49	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	10.60	9.03	—	13.79	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
平均	11.43	9.00	—	16.09	

资料来源：东兴证券研究所

表 8：公司利润表测算结果

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
营业收入	20,860.26	22,595.32	20,646.05	-8.63%	35,917.12	73.97%	38,075.58	6.01%
营业成本	10,061.19	11,708.83	10,476.06	-10.53%	21,001.57	100.47%	22,336.08	6.35%
营业费用	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
管理费用	882.32	1,128.53	1,032.30	-8.53%	2,190.94	112.24%	2,284.53	4.27%
财务费用	(48.54)	152.55	118.55	-22.29%	997.34	741.31%	1,272.53	27.59%
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	1,499.00	N/A	1,618.92	8.00%
营业利润	9,272.06	8,862.10	8,339.94	-5.89%	11,979.94	43.65%	12,483.94	4.21%
利润总额	9,198.89	8,920.03	8,339.94	-6.50%	11,979.94	43.65%	12,483.94	4.21%
所得税	3,089.49	2,240.51	2,084.98	-6.94%	2,994.98	43.65%	3,120.99	4.21%
净利润	6,109.41	6,679.52	6,254.95	-6.36%	8,984.95	43.65%	9,362.96	4.21%
归属母公司所有者净利润	6,109.41	6,679.52	6,254.95	-6.36%	8,984.95	43.65%	9,362.96	4.21%
NOPLAT	6,125.76	6,750.38	6,343.86	-6.02%	9,732.96	53.42%	10,317.35	6.00%

资料来源：东兴证券研究所

表 9：公司资产负债表测算结果

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
货币资金	7,789.55	4,677.75	5,363.08	14.65%	4,406.68	-17.83%	4,564.25	3.58%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	918.49	656.21	1,696.94	158.60%	2,460.08	44.97%	2,294.97	-6.71%
预付款项	1.73	1.56	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
存货	190.22	675.10	717.54	6.29%	1,324.68	84.61%	1,469.36	10.92%
流动资产合计	8,995.01	7,290.73	8,947.23	22.72%	10,226.28	14.30%	10,485.70	2.54%
非流动资产	42,112.58	55,133.61	55,354.85	0.40%	89,695.33	62.04%	88,552.22	-1.27%
资产总计	51,107.59	62,424.34	64,302.08	3.01%	99,921.62	55.39%	99,037.92	-0.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	1,187.30	1,918.30	1,456.07	-24.10%	3,156.32	116.77%	3,230.69	2.36%
预收款项	167.33	108.51	207.61	91.33%	164.51	-20.76%	202.58	23.15%
流动负债合计	13,571.65	22,103.26	8,605.10	-61.07%	10,181.46	18.32%	10,488.87	3.02%
非流动负债	1.94	0.59	13,500.00	2279650%	28,347.70	109.98%	24,347.70	-14.11%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	37,534.00	40,320.49	42,196.97	4.65%	61,392.46	45.49%	64,201.34	4.58%
净营运资本	(4,576.64)	(14,812.53)	342.12	N/A	44.82	-86.90%	(3.17)	N/A
投入资本 IC	15,619.29	21,517.58	36,208.74	68.28%	71,208.31	96.66%	83,984.80	17.94%

资料来源：东兴证券研究所

表 10：公司现金流量表测算结果

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
净利润	6,109.41	6,679.52	6,254.95	-6.36%	8,984.95	43.65%	9,362.96	4.21%
折旧摊销	1,818.16	2,609.36	0.00	N/A	3,159.01	N/A	3,220.69	1.95%
净营运资金增加	(6,424.59)	(10,235.89)	15,154.66	N/A	(297.30)	N/A	(47.99)	N/A
经营活动产生现金流	9,132.97	8,747.38	(4,976.45)	N/A	10,983.22	N/A	12,442.81	13.29%
投资活动产生现金流	(3,506.73)	(7,906.84)	(3,340.62)	N/A	(36,000.50)	N/A	(458.65)	N/A
融资活动产生现金流	(4,274.19)	(3,952.35)	9,002.40	N/A	24,060.89	167.27%	(11,826.60)	N/A
现金净增（减）	1,352.04	(3,111.80)	685.33	N/A	(956.39)	N/A	157.56	N/A

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

周宁

管理学硕士，已通过 CFA（特许金融分析师）三级考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。