

曾宁花
交通运输行业研究员
021-58764426-8041
zengninghua@jhzqrs.com

大秦铁路 601006.SH

交通运输行业

期待资产注入后的“大秦帝国”

投资建议: 买入

当前价格: 10.02 元
目标价格: 13.40 元
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股) 12,976.76
A 股总市值(百万元) 1,271.72
A 股流通比例(%) 100%
12 月最高/最低价(元) 13.15/7.53
近三个月换手率(%) 32.2%
上一年度股息率(%) 0
第一大股东 太原铁路局

2009 年 12 月 29 日

近 12 个月股价表现



投资要点:

- ◆ **大秦线的业绩增长来源于运量的恢复性增长。**大秦线的煤炭运输实行特殊运价, 享受不到国铁运价提升的利好。随着全球用煤需求的回暖, 大秦线明年将保持满负荷运转, 恢复 15% 以上的正常增长, 2010 年预计可达到 3.88 亿吨, 2011 年冲击 4 亿吨的规模。
- ◆ **其他线路货运运能提升, 客货运业务盈利能力提升。**同实施特殊运价的广深铁路和大秦铁路, 后者的毛利率远高于前者, 说明了客运业务的毛利率低于货运业务。随着铁路客运专线的逐步开通运营, 由此释放公司现有及新注入的资产部分货运能力。铁路货运价格提升以及动车组客运业务的陆续开通, 公司的该部分资产盈利能力大幅提升。
- ◆ **朔黄铁路公司股权的收购将使投资收益大幅增长。**朔黄铁路公司于前两年每年贡献太原铁路局 13 亿左右的投资收益, 公司的业绩稳定增长, 目前运量相对于其 3.5 亿吨的远期规划运能还有很大的增长空间。预计未来两年仍将保持 15% 以上的增长, 贡献投资收益分别可达 16.96 亿元和 19.50 亿元, 增厚每股收益分别 0.09 元和 0.10 元。
- ◆ **估值与投资建议:**考虑资产注入, 公司未来两年摊薄后的 EPS 分别为 0.67 元和 0.76 元, 考虑公司的历史估值区间, 给予 20 倍 PE, 2010 年的目标价 13.40 元, 给予公司“买入”投资评级。
- ◆ **风险提示:**大秦线运能逐步提升造成运距将有所下降, 集张铁路的客运分流风险以及未来建设准格尔-张家口-唐山的煤运铁路所带来的煤炭运输分流风险。

财务预测(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	22,860.26	22,595.32	21,551.99	35,463.61	39,725.56
增长率(%)	25.89%	8.32%	-4.62%	64.55%	12.02%
净利润	6,109.41	6,679.52	6,976.66	9,796.9	11,113.93
增长率(%)	38.37%	9.33%	4.31%	40.61%	13.44%
ROE(%)	16.28%	16.57%	15.58%	14.54%	14.94%
EPS(元)	0.41	0.51	0.54	0.67	0.76
P/E	21.67	19.82	19.00	13.51	11.91
P/B	3.53	3.28	2.96	1.96	1.78
EV/EBITDA	11.57	11.07	9.49	8.40	7.10

正文目录

1 铁路货运走出低谷，蓄势待发.....	1
1.1 铁路货运已恢复正常增长.....	1
1.2 铁路煤炭运输明年将快速增长.....	2
2 资产注入前的大秦铁路业绩分析.....	4
2.1 原有经营线路资产.....	4
2.2 大秦线业绩的成长性来源于运量的恢复性增长.....	6
2.2.1 运量明年将恢复 18%的正常增长.....	6
2.2.2 运距有下降的风险.....	8
2.3 丰沙大线的货运将因客运专线的开通释放部分运能.....	9
3 新收购的线路资产.....	10
3.1 太原铁路局运输主业资产.....	10
3.2 朔黄铁路股权的收购将使公司投资收益提升.....	11
4 盈利预测及估值分析.....	12
5 投资风险提示:	12
附录	13

图表目录

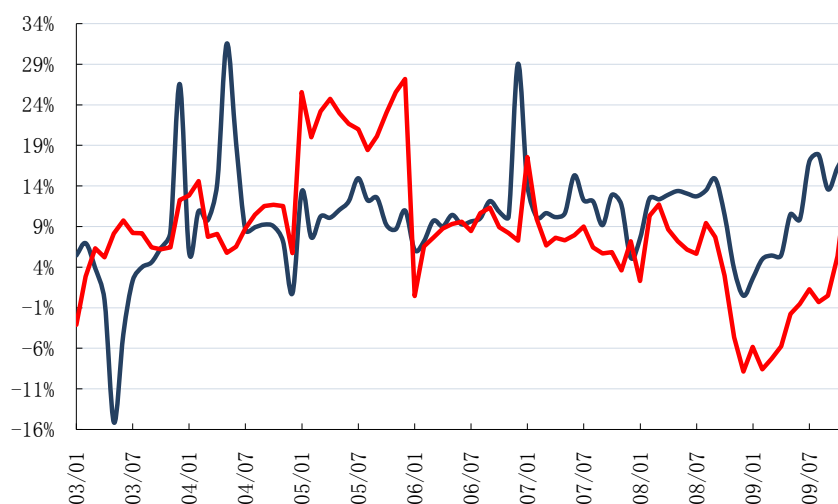
图 1、全国货运量及铁路货运量的同比增速情况.....	1
图 2、全国货运周转量及铁路货运周转量的同比增速情况.....	1
图 3、我国铁路货运 2008 年各货种构成.....	2
图 4、铁路煤炭运量在铁路货运中占比 40%以上 单位：亿吨.....	2
图 5、我国全社会用电量月同比增速，近 2 月强劲回升.....	3
图 6、近几月以来我国的煤炭价格运行情况.....	3
图 7、今年以来我国煤炭主要进口国的煤价与国内煤价的价差.....	4
图 8、大秦铁路公司原有经营线路网络.....	5
图 9、晋陕蒙宁地区货运的三大通道分布图.....	7
图 10、大秦线日均运量 单位：万吨.....	8
图 11、大秦线煤炭疏导线路图 单位：亿吨.....	9
图 12、丰沙大线的货物运输 单位：亿吨.....	10
表 1、公司原有营运资产.....	5
表 2、公司的货物运营数据.....	7
表 3、大秦线运距分析.....	8
表 4、太原铁路局运输主业货运情况.....	11
表 5、太原铁路局运输主业营业收入预测.....	11
表 6、朔黄铁路公司的盈利预测.....	12

1 铁路货运走出低谷，蓄势待发

1.1 铁路货运已恢复正常增长

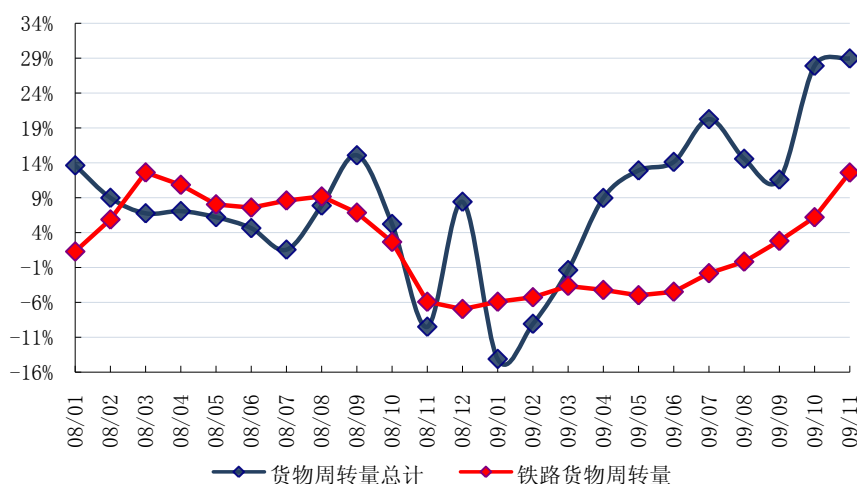
在货运方面，铁路运输承担了我国 15%左右的货运量及 30%以上的货物运输周转量。自去年全球金融危机全面爆发以来，我国的货运受到较大的影响。去年四季度至今年一季度我国的铁路货物运输一直处于近 10%的负增长局势。但是从近几月的数据显示，我国的铁路货运已经逐渐恢复，以及由于去年同期低基数呈现加速增长。11 月我国铁路货运同比增长 14.3%，增速为 06 年以来的新高。

图 1、全国货运量及铁路货运量的同比增速情况



数据来源：WIND，江海证券研发部

图 2、全国货运周转量及铁路货运周转量的同比增速情况



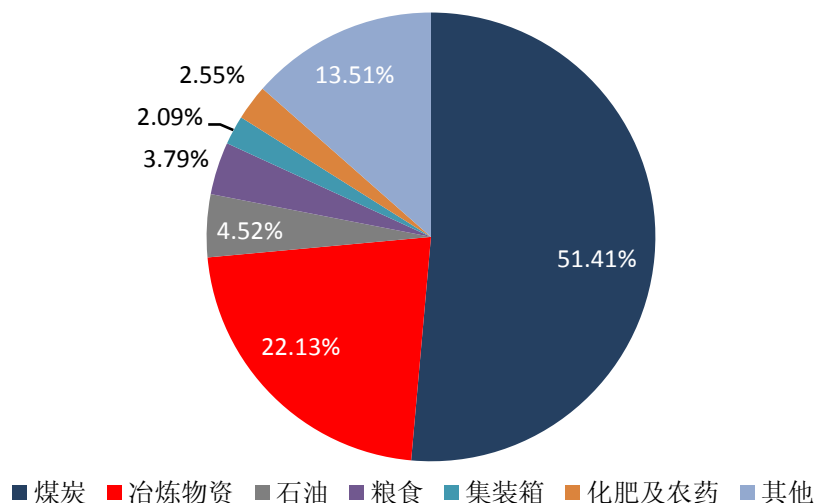
数据来源：WIND，江海证券研发部

在过去，铁路货运量与全国总货运量的增速变化几乎是同步的，增速都

保持在 10% 左右的水平。但是我们发现，今年以来这两者的变化趋势虽然同步，但是差距拉大了，即全国货运量的增速明显好于铁路货运量的增速。

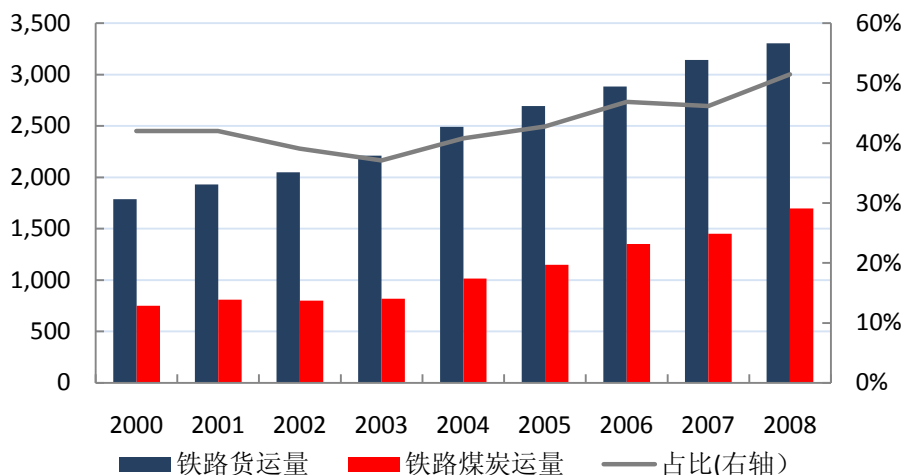
这主要是由于铁路运输的货物更多的是资源类的物品，其中有一半左右是煤炭运输。在经济下滑的环境中，首先受到影响的就是资源性产品的需求。

图 3、我国铁路货运 2008 年各货种构成



数据来源：中国铁路部，江海证券研发部

图 4、铁路煤炭运量在铁路货运中占比 40% 以上 单位：亿吨



数据来源：江海证券研发部，WIND

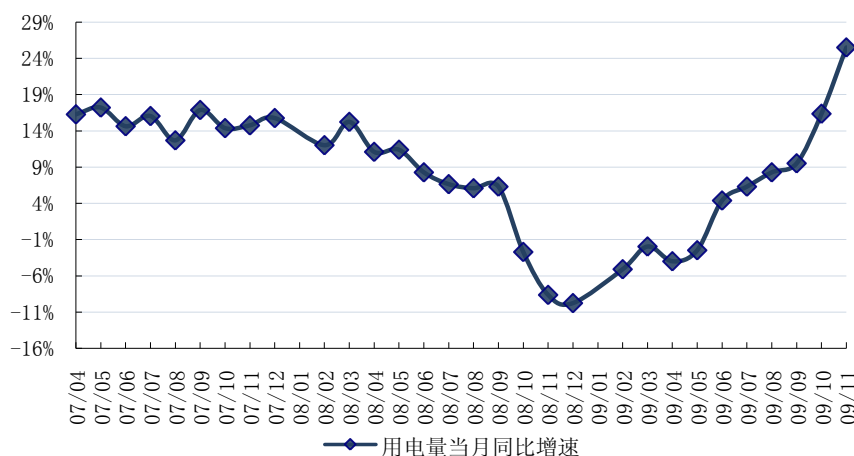
1.2 铁路煤炭运输明年将快速增长

火力发电的用煤占全国煤炭消费的 70% 左右。今年以来，由于全国社会用电量连续 6 个月同比负增长，以及国内外煤价倒挂等原因造成国内煤炭运输的需求降幅很明显，在很大程度上影响了今年铁路的煤炭运输。

(1) 社会用电量已出现强劲回升

近 2 月我国全社会用电量同比增速出现强劲上升，11 月同比增速高达 25.51%，创近 3 年来新高，主要是因为工业用电快速上升所致。11 月工业用电同比增长 31.1%，相比 10 月增速提升了 10.6 个百分点。这一方面是由于去年同期基数较低，但是从环比数据显示，工业用电量确实在持续改善。

图 5、我国全社会用电量月同比增速，近 2 月强劲回升

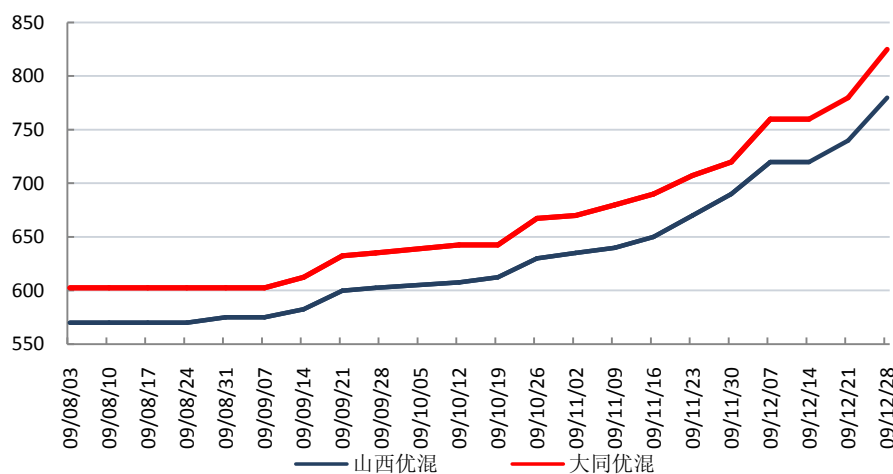


数据来源：江海证券研发部，WIND

（2）用煤旺季推动煤运需求上升

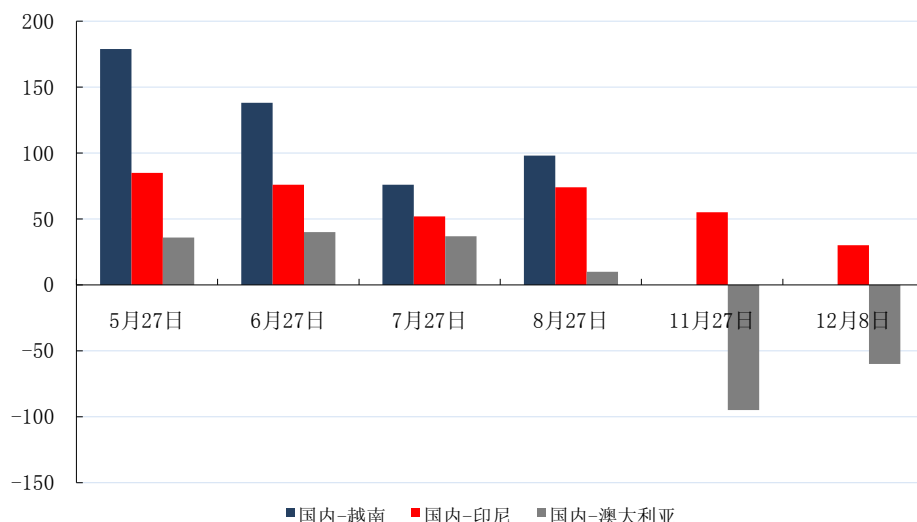
随着四季度全球供暖的需要，以及经济的逐步复苏，煤炭需求量必然提升，推高全球煤价及煤炭运费的上涨。截止到 12 月 28 日，我国秦皇岛港口的山西优混价格相比与 7 月底已经增长了 36.8%。而同期，我国煤炭的主要进口国澳大利亚煤炭的到岸价，在出口价及海运费的双双推动下，也呈现了快速的上涨。上半年出现的国内外煤价倒挂的现象在四季度已经基本消除，这也将减少国外煤炭进口的替代效应对煤炭运输的负面影响。

图 6、近几月以来我国的煤炭价格运行情况



数据来源：江海证券研发部，WIND

图 7、今年以来我国煤炭主要进口国的煤价与国内煤价的价差



数据来源：煤炭资源网，江海证券研发部

这些影响煤炭运输的负面因素都已消除，以及明年全球经济复苏的基调没有改变，这些因素将推动下半年及明年的铁路货运尤其是煤炭运输的货运需求。从铁道部的“四横四纵”的铁路客运专线规划及建设进程，明年铁路货运能力将因为铁路客运专线的陆续开通运营得到几大的提升，有效解决目前非常紧张的铁路货运状态。供需方面的改善，将使铁路货运下半年及明年较快增长。

2 资产注入前的大秦铁路业绩分析

2.1 原有经营线路资产

公司主要从事以煤炭运输为主的铁路货运兼顾旅客运输，货运收入约占公司营业收入的 94% 左右。主要运营线路有大秦线（大同一秦皇岛），是中国西煤东运的主要通道之一。2005 年 1 月，公司向其母公司收购丰沙大线（大同一郭磊庄段）、北同蒲线（大同一宁武段）2 条铁路干线及口泉、宁肯 2 条铁路支线相关资产。两条支线主要是负责将各煤田的货物集中运输到大同站，丰沙大线作为京包线重要的一段还承担着很大一部分的客运，货物运输的主要是白货。

表 1、公司原有营运资产

线路名称	起终点	营业里程（公里）	级别
大秦线	大同-秦皇岛	653.0	电气化国家 1 级双线
北同蒲线	大同-朔州	128.5	电气化国家 1 级双线
	朔州-宁武	37.5	电气化国家 2 级单线
丰沙大线	大同-郭磊庄	155.5	电气化国家 1 级双线
口泉支线	平旺-口泉	9.8	电气化国家 1 级双线
宁肯支线	宁武-岢岚	95.3	国家 2 级单线

数据来源：公司资料，江海证券研发部

图 8、大秦铁路公司原有经营线路网络



数据来源：江海证券研发部，公司资料

铁路运输公司的营业收入主要来自：

- （1）自有列车的客运或货运收入
- （2）对其他列车在本公司管辖的线路上行驶收取的路网收入
- （3）运输过程中提供其他配套服务的收入

由于公司原有主要资产——大秦线是我国煤炭运输的主动脉，其运价实施的是特殊运价标准，该线路上行驶的基本都是公司自有煤炭运输专用列车。而其他线路不仅要承担晋陕蒙宁地区的煤炭外调任务，更要承担其线路上的旅客运输业务，所以在分析公司的经营业绩时我们有必要分别讨论。

2.2 大秦线业绩的成长性来源于运量的恢复性增长

在铁路路网不发生变动的前提下，影响大秦线业务收入的主要是三大内生性因素：运量、运价和运距，外生因素主要是路网的扩张。在目前的形势下，我们分析已经实施特殊运价的大秦线资产运价提升的可能性几乎为 0，所以我们主要来分析运量和运距可能发生的变化。

2.2.1 运量明年将恢复 18%的正常增长

这会受到多方面的影响，一是煤炭运输的需求，其二是煤炭货源的供给状况，其三是公司现有的运能情况。

我国煤炭资源分布及消费的不均衡状况短期内难以改变保证了我国的煤炭“西煤东运”、“北煤南调”长期需求。

2005 年我国的煤炭产量约 22 亿吨，其中 45%分布在晋陕蒙宁地区。2005 年我国的煤炭消费量 21 亿吨，其中晋陕蒙宁地区消费了 16%。这就说明该地区的煤炭产量约有 30%需要调往煤炭消耗较大的华东、华南地区。从中国煤炭工业网上信息，显示这部分煤炭运输有 28%是纯铁路运输，17%是通过公路运输，55%是铁海联运，主要是通过铁路运输到沿海港口（秦皇岛、黄骅、青岛、日照）再通过海运到华东及华南地区。

在 08 年全球金融危机爆发以前，大秦线的煤炭运输需求不成问题，基本都是满负荷在运转。根据我们的分析，之前影响煤炭铁路运输的因素目前已消除，根据我们宏观策略组的分析，明年全球经济复苏更为明朗，煤炭的运输需求将因此而增强。

大秦线煤炭货源的追踪

目前晋陕蒙宁地区的煤炭外运铁路围绕山西境内的大同、太原、侯马枢纽形成了北、中、南三大运输通道。2005 年晋陕蒙宁地区的铁路完成货物外运量为 5.88 亿吨，北、中、南三大通道分布完成 3.85 亿吨、0.87 亿吨及 1.16 亿吨，可以看到运力主要集中在北通道，占了 65%的比例。

北通道主要由集通、大准、京包、大秦、包神、神朔、朔黄、北同蒲线组成，主要负责蒙西、陕北和山西北部煤炭外运。具体而言，蒙西的煤炭部分经过集通运往东北三省，部分经过大准、京包汇集到大同枢纽；山西北部的煤炭主要在北同蒲线进入大同枢纽；陕北的煤炭经过包神、神朔铁路，部分在朔州接入到北同蒲线进入大同枢纽，部分通过朔黄铁路直达黄骅港和天津港。煤炭在大同枢纽主要通过大秦线运往秦皇岛，少部分通过丰沙大线经北京到秦皇岛和天津港。

图 9、晋陕蒙宁地区货运的三大通道分布图



数据来源：江海证券研发部，中国铁路网

运能在 2010 或 2011 年达到 4 亿吨以后，运能增长将遭遇瓶颈

大秦线运力从 2002 年的 1 亿吨开始不断提升，2005 年达到 2 亿吨，2007 年突破 3 亿吨，2008 年计划达到 3.5 亿吨，2010 或 2011 年冲击 4 亿吨的规模。但是大秦线的运量不可能无限制增加下去。这主要是因为，目前大秦线的装备水平已经世界领先，短期内再有重大突破的可能性很小，其次重载、密度、速度并存，运输组织方式几乎是最优化的。

今年上半年由于长达 40 天的检修，大秦线完成煤炭运量 1.52 亿吨，相比去年同期下降了 11.1%。从目前已经掌握的数据来看，大秦线每日完成的煤炭运量相比上半年显著提高。11 月 11 日大秦铁路完成运量 110.3 万吨，创下历史最高水平，并且自 11 月 20 日至 30 日连续保持日运量 105 万吨以上，估计 11 月大秦铁路的日均运煤在 102 万吨的水平。如果 12 月依然能保持在较高的运量水平 100 万吨，全年大秦线完成煤炭运量 3.29 亿吨将不成问题，相比于去年 3.4 亿吨下降 3.2%。

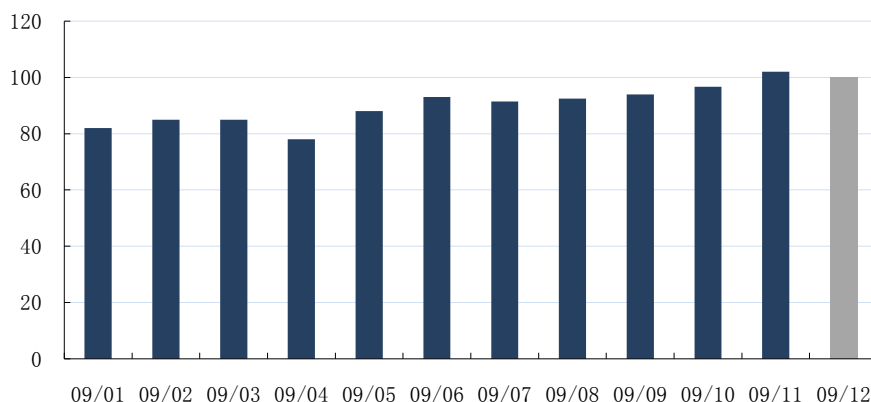
表 2、公司的货物运营数据

单位：万吨	2006	2007	2008	2009H1
货物发送量	22,846	27,168	27,179	11,085.5
其中煤炭	22,304	26,693	26,732	10,889
货物运输量	32,675	37,866	40,588	18,236.8
其中煤炭	27,297	32,500	35,451	15,876.9
货物周转量（亿吨公里）	1,577	1,948	2,166	911
其中煤炭	1,494	1,869	2,136	NA

大秦线运输量	25,071	30,380	34,025	15,243
--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：江海证券研发部，公司数据

图 10、大秦线日均运量 单位：万吨



数据来源：江海证券研发部，公司数据

从 05 年到 08 年，大秦线的运量年均复合增长 18.4%。如今影响煤炭运输的种种负面因素业已消除以及今年的基数较低，明年运量恢复正常增长，增速为 18% 应该不成问题，也即 2010 年大秦线运量达到 3.88 亿吨，2011 年冲击 4 亿吨。

2.2.2 运距有下降的风险

过去四年公司煤炭的平均运输距离有较快的增长，从 2005 年-2008 年分别为 524、547、575、602 公里，其中大秦线的运距分别为 586、582、604、622 公里，成为继运量之外又一推动公司业绩快速增长的动力。（这里假设丰沙大线的煤炭运输运距为 150 公里，即该线路的全长，测算出来的大秦线运距。）由于大秦线的不断扩能，煤炭的集运和疏通线路都发生了较大的变动，这直接影响到了平均运输距离。

表 3、大秦线运距分析

	2005	2006	2007	2008
煤炭总周转量（亿吨公里）	1,252	1,494	1,869	2,136
煤炭运量（亿吨）	2.39	2.73	3.25	3.55
平均运距（公里）	524	547	575	602
运量分布（亿吨）				
大秦线	2.05	2.51	3.04	3.40
丰沙大线	0.34	0.22	0.21	0.15
丰沙大线周转量（亿吨公里）	51	33	31	23
大秦线周转量（亿吨公里）	1,201	1,461	1,838	2,113
大秦线运距（公里）	586	582	604	622

数据来源：公司数据，江海证券研发部

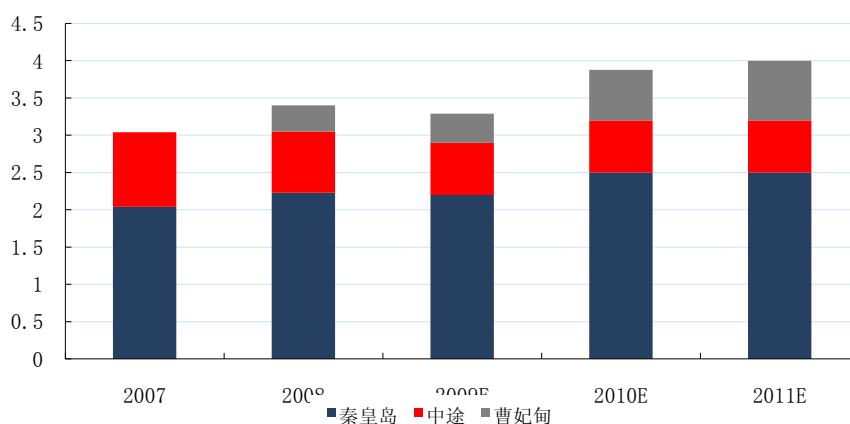
煤炭疏导变化对运距的影响

在 07 年以前，大秦线煤炭运量只有较少一部分会分流到北京、天津等地，大部分是在秦皇岛下水南运。但是随着大秦线的高速扩能，秦皇岛的煤炭吞吐量也达到极限（随着港口五期工程和煤四期扩容工程的建成，秦皇岛的煤炭吞吐能力 1.93 亿吨，08 年的下水量达到 2.58 亿吨，其中秦皇岛占了 2.23 亿吨）多余运量不得不在沿线进行分流。

按照公司规划，2008 年以后，新增煤炭主要通过迁曹铁路进入曹妃甸港。08 年公司有 0.35 亿吨的煤炭运量从曹妃甸港下水。从大同到迁安北站的距离是 555 公里，小于 08 年的运距，这将拉低煤炭未来的平均运距。

图 11、大秦线煤炭疏导线路图

单位：亿吨



数据来源：公司资料，江海证券研发部

煤炭集运对运距的变化

随着山西省煤炭资源的开发力度逐步增强，煤炭开采的难度逐步增强，生产能力将有所下降，按照“煤炭工业十一五发展规划”，十一五期间新增产能的 60%集中在内蒙和陕西两省，那么满足大秦线不断扩张的运力所需要的新增煤炭运量将主要来源于内蒙古和陕西北部，经由大同枢纽进入大秦线。这在一定程度上对大秦线的运距产生一定利好。

假设：1、经过大秦线的煤炭将在中途分流 0.7 亿吨；2、经秦皇岛下水的煤炭今年 2.2 亿吨，未来 2.5 亿吨左右，3、多余部分经曹妃甸港下水。

综合以上分析，我们测算 09-11 年大秦线的煤炭运距将分别为 588、590、589 公里。

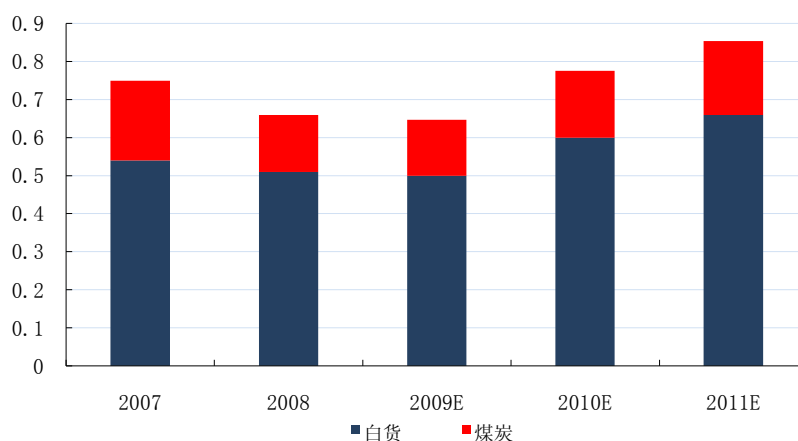
2.3 丰沙大线的货运将因客运专线的开通释放部分运能

该线路是京包线重要的组成部分，以满足该线路的旅客运输需求为主，兼顾货运。十一五期间没有扩能计划，货运能力将仍维持在目前的 8000 万吨/年的水平，随着白货运输需求的逐步提升，将对该线路的煤炭运输产生

一定的挤压效应，煤炭运输量逐年下降的趋势，05 年煤炭运输量为 0.34 亿吨，而到了 08 年仅为 0.15 亿吨。

从过去今年丰沙大线的货运量俩看，仅有 05 年实现总货运 0.84 亿吨，超过规划货运能力，其他年份都低于该水平，说明该线路的旅客运输挤占了部分的货运。随着集张铁路年底的通车运营，将有效缓解该部分的旅客运输，从而为货运释放更大的空间。预计 09-11 年该线路的货运量 0.65 亿吨，0.78 亿吨和 0.85 亿吨。

图 12、丰沙大线的货物运输 单位：亿吨



数据来源：公司资料，江海证券研发部

3 新收购的线路资产

3.1 太原铁路局运输主业资产

公司 11 月公告称以 328 亿元的价格收购其控股股东太原铁路局的其它相关运输主业资产以及 41.16% 的朔黄铁路公司股权、90.6% 的巨力铁路运输公司股权，合计增加权益营运里程 1785.1 公里，收购以后公司经营的总营运里程有 2874.6 公里（不包括朔黄铁路）。

截至 2008 年底，太原局铁路管辖的其它运输主业资产，配属机车 540 台，配属客车 1,146 辆。2008 年货物发送量 1.92 亿吨，货物周转量 637 亿吨公里，货运收入 57.07 亿元；旅客发送量 3,323.3 万人，客运周转量 95.5 亿人公里，客运收入 23.36 亿元，实现的总营业收入 104.58 亿元。

太原局主要承担以煤炭、焦炭、钢铁为主的货运，主要客户有山西焦煤集团，太原钢铁集团。2008 年太原局煤炭发送量 1.23 亿吨，占货运发送量比 64.1%，焦炭发送量 0.36 亿吨，占比 18.9%，钢铁 0.16 亿吨，占比 8.6%。今年上半年完成煤炭运输 0.48 亿吨，按照目前全国的用煤来看，下半年太原局铁路煤炭运量环比将可能提升 20%-25%，明年预计增长 20%；总货运量

也相应增长。随着国铁货运价格的如期提升，该部分资产的盈利能力将有较大的提升，这些因素推动该部分资产明年货运业务收入增长 20%-25%。客运业务随着京原线的动车组运行，以及未来可能其他线路列车等级的提升，该部分业务也将有较快的增长。

表 4、太原铁路局运输主业货运情况

单位：百万吨	2006	2007	2008	209H1
货物发送量	187	193	192	78
增速	NA	3.2%	-0.5%	NA
其中：煤炭	116	120	123	48
煤炭占比	62.3%	62.2%	64.1%	61.5%
货物到达量	59	60	65	39
增速	NA	1.7%	8.3%	NA
煤炭	24	23	27	15
货物周转量(亿吨公里)	603	617	637	282
增速	NA	2.3%	3.2%	NA
煤炭	301	322	350	139

数据来源：公司公告，江海证券研发部

表 5、太原铁路局运输主业营业收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	95.93	104.59	108.54	129.28	150.60
增长率		9.03%	3.77%	19.11%	16.49%
-货运收入	53.95	57.07	54.93	68.91	83.89
增长率		5.78%	-3.75%	25.46%	21.74%
-客运收入	21.35	23.36	26.86	30.36	34.00
增长率		9.41%	15.00%	13.00%	12.00%
-提供服务收入	12.91	11.09	11.89	13.08	14.39
-其他业务收入	7.72	13.07	13.85	15.93	18.32

数据来源：公司公告，江海证券研发部

3.2 朔黄铁路股权的收购将使公司投资收益提升

朔黄铁路公司是太原铁路局与神华能源集团合作经营的一家煤炭铁路运输公司，主要负责运营朔黄、黄万铁路，总营运里程达 594 公里。近 2 年货运量年复合增长 10%。上半年运输煤炭 0.73 亿吨，随着下半年煤炭运输需求的增加，将使公司 09 年仍维持较高的增长。朔黄铁路的远期规划运能是 3.5 亿吨，预计未来 2 年仍将保持 15%以上的增速水平，给公司带来丰厚的投资收益。

表 6、朔黄铁路公司的盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤运量（亿吨）	1.11	1.32	1.34	1.50	1.74	2.00
同比增长	N/A	18.71%	1.52%	11.94%	16%	15%
朔黄铁路净利润（亿元）	N/A	33.85	30.62	36	41.76	48.02
同比增长	N/A	N/A	-9.53%	17.60%	16.00%	15.00%
太原局的投资收益（亿）	N/A	13.95	12.62	14.82	17.19	19.77

数据来源：公司资料，江海证券研发部

4 盈利预测及估值分析

大股东相关运输主业资产的注入使公司能充分享受到国铁统一货运价格提升带来的利好。公司原有路产未来 2 年营业收入分别同比增长 4.6%和 9.5%，净利润分别同比增长，考虑资产注入以后，2011 年的收入增速将提升到 12%，净利润增速提升到 13.6%，EPS 分别提升到 0.67 元和 0.76 元，给予 20 倍 PE，2010 年目标价 13.4 元，给予“买入”评级。

5 投资风险提示：

新建铁路线对大秦线货源的分流影响

对大秦线威胁较大的通道有两个：包头-呼和浩特-集宁-张家口-唐山；准格尔-张家口-唐山。

集张铁路分流丰沙大线客流，但是利好货运

集张铁路将于年底通车，以客运为主，兼顾货运。规划运输能力为货运 6000 万吨/年，客车 45 对/日。该线路主要解决集宁、呼和浩特和包头方向的旅客运输问题。该线路的建成将使张家口到集宁的铁路运输距离缩短 126 公里，为蒙西及西北地区至京津冀及东北地区间客货交流增加新的便捷运输通道。由于该线路的定位，对公司的风沙大线的不少客流形成分流影响，但是由于风沙大长期以来的货运能力严重不足，此条铁路线的开通将释放部分货运能力增长空间。

张唐铁路如若通车将对公司主线大秦铁路造成冲击

张唐铁路最快于 2012 年通车，准张铁路至少在 2012 年后开工建设，规划是将建成我国西北煤东运、南运的第三条主要通道，具体的建设进程还取决于今后几年北方煤炭运输的供应能力而定。如若建成将对公司的主线大秦铁路的运输造成冲击。

附录

成长性	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入增长率	25.89%	8.32%	-4.62%	64.55%	12.02%	营业收入	20860.26	22595.32	21551.99	35463.61	39725.56
净利润增长率	38.37%	9.33%	4.31%	40.61%	13.44%	减：营业成本	10061.19	11708.83	10526.27	21522.89	23922.93
EBITDA 增长率	26.79%	6.54%	10.92%	35.31%	10.06%	营业税金及附加	693.03	743.33	709.01	1166.67	1306.87
EBIT 增长率	35.56%	-0.86%	2.27%	37.54%	13.87%	管理费用	882.32	1128.53	1038.05	1708.10	1913.37
EPS 增长率	20.5%	8.5%	5.3%	24.7%	13.4%	财务费用	-48.54	152.55	-11.66	264.64	363.69
						资产减值损失	0.20	-0.03	0.11	0.11	0.11
						加：投资收益	0.00	0.00	0.00	1696.00	1950.00
估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E	营业利润	9272.06	8862.10	9290.22	12497.20	14168.58
PE	21.67	19.82	19.00	13.51	11.91	加：其他非经营	-73.17	57.92	0.00	0.00	0.00
PB	3.53	3.28	2.96	1.96	1.78	利润总额	9198.89	8920.03	9290.22	12497.20	14168.58
EV/EBITDA	11.57	11.07	9.49	8.40	7.10	减：所得税	3089.49	2240.51	2322.55	2700.30	3054.64
EV/EBIT	13.87	14.26	13.26	11.55	9.44	净利润	6109.41	6679.52	6967.66	9796.90	11113.93
EV/NAPLAT	20.72	19.16	17.68	14.75	12.04	归属母公司净利润	6109.41	6679.52	6967.66	9796.90	11113.93
EV/Sales	6.08	5.72	5.71	4.16	3.45	资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EV/IC	3.95	3.47	3.48	2.25	2.20	货币资金	5649.46	3267.00	17070.83	17172.17	27485.99
盈利能力	2007	2008	2009E	2010E	2011E	应收和预付款项	1015.25	1937.88	381.90	3437.99	840.85
综合毛利率	51.77%	48.18%	51.16%	39.31%	39.78%	存货	190.22	675.10	-196.94	1174.62	-87.92
EBIT 率	43.86%	40.15%	43.05%	35.98%	36.58%	长期股权投资	0.00	65.16	65.16	15821.16	17771.16
税前净利润率	29.36%	29.87%	32.29%	28.18%	28.66%	固定资产和在建	37191.87	50250.65	50258.69	64731.46	60474.23
税后净利润率	29.3%	29.6%	32.3%	27.6%	28.0%	无形资产和开发支	4830.60	4726.64	4207.57	3688.50	3169.43
ROA	18.72%	14.89%	12.92%	12.03%	13.25%	其他非流动资产	8.36	10.01	5.00	0.00	0.00
ROE	16.28%	16.57%	15.58%	14.54%	14.94%	资产总计	48885.75	60932.44	71792.22	106025.9	109653.74
偿债能力	2007	2008	2009E	2010E	2011E	应付和预收款项	11349.81	20611.36	19578.55	23636.03	20257.37
净负债/权益	30.24%	51.12%	60.56%	57.33%	47.39%	长期借款	0.00	0.00	7500.00	15000.00	15000.00
资产负债率	23.22%	33.83%	37.72%	36.44%	32.15%	其他负债	1.94	0.59	0.59	0.59	0.59
流动比率	0.60	0.29	0.88	0.92	1.39	负债合计	11351.75	20611.95	27079.14	38636.62	35257.96
速动比率	0.59	0.25	0.89	0.87	1.40	股本	12976.76	12976.76	12976.76	14626.76	14626.76
每股指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E	资本公积	17130.22	17130.22	17130.22	31980.22	31980.22
EPS	0.47	0.51	0.54	0.67	0.76	留存收益	7427.02	10213.51	14606.10	20782.31	27788.81
每股红利	0.30	0.00	0.20	0.28	0.32	归属母公司股东权	37534.00	40320.49	44713.07	67389.28	74395.78
每股经营现金流	0.70	0.67	0.93	0.98	1.14	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.89	3.11	3.45	5.19	5.73	股东权益合计	37534.00	40320.49	44713.07	67389.28	74395.78
每股销售收入	1.61	1.74	1.66	2.73	3.06	负债和股东权益合	48885.75	60932.44	71792.22	106025.9	109653.74
						现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
						经营性现金净流量	9133.91	8748.81	12036.36	12774.80	14782.85
						投资性现金净流量	-3506.73	-7906.84	-3170.25	-32790.00	0.00
						筹资性现金净流量	-4274.19	-3952.35	4937.72	20116.54	-4469.03
						现金流量净额	1352.98	-3110.38	13803.84	101.34	10313.82

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

曾宁花，交通行业研究员

主要负责公司有宁沪高速、赣粤高速、深高速、楚天高速、大秦铁路、广深铁路等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。