



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 11 月 12 日

铁路行业

研究部

郑栋 CFA

分析员

zhengd@cicc.com.cn

任重

分析员

renzhong@cicc.com.cn

推荐

大秦铁路 (601006.CH)

三年磨一剑，锋出锐气现

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	20,860	22,595	22,335	24,740	25,210
(+/-%)	25.9	8.3	(1.2)	10.8	1.9
净利润	6,109	6,679	6,229	7,263	7,765
(+/-%)	38.4	9.3	(6.7)	16.6	6.9
经常性损益净利润	6,176	6,636	6,219	7,199	7,688
(+/-%)	38.7	7.5	(6.3)	15.8	6.8
每股盈利(元)	0.471	0.515	0.480	0.560	0.598
每股经营现金流(元)	0.704	0.674	0.832	0.858	0.874
市盈率(X)	24.1	22.1	23.6	20.3	19.0
市净率(X)	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	13.6	13.7	12.8	10.9	10.1
现金分红收益率(%)	2.6	2.6	2.5	2.9	3.1
净资产收益率(%)	16.3	16.6	14.5	15.8	15.8

股票信息

	A股
当前股价	人民币11.35
股票代码	601006.CH
日成交量(百万股)	134.58
52周最高/最低价	人民币13.15/7.53
总市值(百万元)	147,286
发行股数(百万股)	12,977
其中:流通股(百万股)	3,511
主要股东(持股比例)	太原局(70.681%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601006.CH]	+8.72	+19.10	-5.42	+45.64
[上证A股指数]	+1.49	+8.13	-2.77	+63.82
[中金A股交通基础设施指数]	+6.64	+8.38	-6.38	+63.69

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

大秦铁路宣布以 328 亿元的对价收购太原局剩余营运资产及朔黄铁路 41.16% 股权。大秦铁路本次拟公开发行 A 股募集不超过 165 亿元支付收购代价, 不足部分通过自筹资金弥补。我们建议投资者买入大秦铁路, 目标价 15.0 元, 有 32.2% 的上升空间。

理由:

- 未来 3 年 EPS 增厚幅度达到 20.3%~30.4%, 高于市场预期的 10%~20%。超预期缘于优惠的收购价格及良好的目标资产盈利情况: 本次收购领先 P/E 较 A 股交通基础设施平均、大秦原有资产以及广深铁路 06 年的资产收购分别折让 46.2%、43.3% 及 8.0%。另外, 目标资产以历史成本计算的 2010 年 ROE 亦高达 14.2%, 远超出市场预期的单位数水平。我们认为, 这次收购将使得市场对于中国铁路上市公司外延式资产扩张前景的信心进一步增强。
- 预计目标资产净利润于未来 3 年年复合增长 20.2%, 使得大秦铁路整体净利润年复合增长率上升 2.9 个百分点至 12.9%。目标资产主要增长动力来自于客货运量的恢复性增长、客运实现费率的持续性改善以及朔黄股权收益的增长。
- 资产收购使得公司现金流进一步加强。预计未来 3 年资产收购将带来年均 32.25 亿元的自主现金流(经营现金流+股权投资分红), 使得同期大秦铁路年均的自主现金流上升 28.2% 至 146.57 亿元, 大秦铁路 10 年分红收益率亦将上升 0.6 个百分点至 3.5%。

估值:

我们采用分部门 DCF 估值办法进行估值, 预计 2010 年底大秦铁路资产收购后的 DCF 估值为 15.0 元/股(摊薄后)。目前股价相对应资产注入后 2010 年市盈率为 16.9 倍, 较 A 股交通基础设施估值中枢折让 21.0%。我们认为股价尚未完全反映资产注入的利好因素, 加上现有流通股东有优先配股的选择权, 对于股价有更强的支撑, 维持“推荐”投资评级。我们给予 15.0 元/股的目标价, 相当于我们 2010 年底的 DCF 估值。

风险:

公开增发定价及时点的变数以及铁路货运价格上调的不确定性。

预期三年的资产注入终于兑现。

大秦铁路宣布以 328 亿元的代价收购母公司太原局的运输主业相关资产以及太原局持有的朔黄铁路 41.16% 的股权及其他投资股权（详细介绍见图表 1、2）。大秦铁路本次拟公开发行 A 股募集不超过 165 亿元支付收购代价，不足部分通过自筹资金弥补。现有流通股东有优先配股权。

图表 1：主要收购资产及评估价值

(百万元)	账面值	评估值	评估增值	增值率%
太原局运输主业资产	10,450	18,620	8,170	78.3%
朔黄公司 41.16% 股权	5,930	14,060	8,130	137.1%
巨力公司 90.2% 股权	70	110	40	57.1%
拟收购资产合计	16,450	32,790	16,340	99.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：主要收购资产情况

	起点-终点	营业里程（公里）
主要干线	南同蒲线	榆次-风陵渡
	北同蒲线	宁武-太原北
	京原线	原平-灵丘
	石太线	太原北-赛鱼
	太焦线	修文-夏店
	侯月线	侯马北-嘉峰
	侯西线	侯马-禹门口
主要支线	太岚线	太原北-镇城底
	西山线	太原北-白家庄
	兰村线	汾河-上兰村
	忻河	忻州-河边
	介西	介休-阳泉曲
其他线路合计		229.0
太原铁路局所辖主要线路合计		1,724.3
	朔黄铁路	神池-黄骅
	黄万铁路	黄骅-万山
收购运输资产合计		2,385.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：太原局的运输主业相关资产货运运营数据

(百万吨)	2006	2007	2008	1H09
运输量	187	193	192	78
其中：煤炭	116	120	123	48
货物到达量	59	60	65	39
其中：煤炭	24	23	27	15
货物周转量（亿吨公里）	603	617	637	282
其中：煤炭（亿吨公里）	301	322	350	139

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：太原局的运输主业相关资产客运运营数据

(百万人)	2006	2007	2008	1H09
旅客发送量	25.0	29.1	33.2	17.8
旅客到达量	24.6	28.4	32.2	17.7
旅客周转量（亿人公里）	77.3	86.6	95.5	46.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：朔黄公司运营数据

(百万吨)	2006	2007	2008	1H09
朔黄铁路运输量	112	133	135	73
黄万铁路运输量	n.a.	19	25	15

资料来源：公司数据，中金公司研究部

资产收购估值吸引力高。

我们预计，资产收购价格相当于 2010 年市盈率 11.5 倍，相对大秦铁路现有资产估值折让 43.3%，相对 A 股交通基础设施折让 46.2%。从 P/B 角度考虑，资产收购价格相当于 2010 年市净率 1.62 倍，较大秦铁路现有资产及 A 股交通基础设施平均分别折让 49.5% 及 33.3%。另外，相比 2006 年广深铁路的资产收购，这次收购的领先 P/E 估值折让了 8.0%，收购 ROE（领先）亦高出 0.7 个百分点。

图表 6：资产收购估值分析

	领先	收购 ROE	ROE	市盈率	市净率
大秦铁路现有资产	n.a.	15.8	20.3	3.21	
A 股交通基础设施平均	n.a.	11.1	21.4	2.31	
广深铁路 2006 年收购广坪线资产	8.0	12.4	12.5	1.54	
大秦铁路拟收购资产合计	8.7	14.2	11.5	1.62	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

预计目标资产净利润将于未来 3 年年复合增长 20.2%。

业绩增长的动力主要来自于以下几个方面：

- **太原局客、货运业务量将从 2010 年开始恢复增长。**预计随着经济的回暖以及能力扩张，目标收购除朔黄股权外的资产货、客运量于未来 3 年年复合增长 7.3% 及 4.0%。
- **实现客货运费率的持续性改善。**货运方面，根据管理层的指引，普通铁路货运费率将于 2010 年上升 0.007 元/吨公里。2011 年开始，我们预计，铁路货运普通运价将有望随着 PPI 转正的年均上调 2%~3.5%。客运方面，2010 年公司计划将目标业务的非空调列车更换成新空调列车，列车等级有了提升。另外，随着石太客运专线建成并投入使用，2009 年 4 月 1 日开行了太原与北京之间的动车组列车，吸引部分高端客流。基于以上的分析，我们预计，即便不考虑基准费率的上升，目标客运业务平均费率将于 2010 年上升 12.2%。2011 年后，客流结构的改善将继续推动客运平均费率年均上升 2%~3%。
- **朔黄股权收益的增长。**作为神华集团运煤主干线，朔黄铁路的运量将有望随着神华集团煤炭产量的上升而快速增长。我们预计朔黄铁路的运量将由 2009 年的 1.42 亿吨上升至 2012 年的 1.9 亿吨。相应的，来自朔黄铁路的股权投资收益将由 2009 年的 14.6 亿元上升至 2012 年的 19.3 亿元。

图表 7: 收购资产盈利预测假设前提

	2009E	重要假设		
		2010E	2011E	2012E
煤炭运输量 (百万吨)				
太原局运输主业资产	108	124	130	135
YoY %		15.0%	5.0%	4.0%
朔黄铁路	142	152	170	190
YoY %		7.0%	11.8%	11.8%
煤炭平均运距 (公里)				
太原局运输主业资产	285	278	278	278
YoY %		-2.5%	0.0%	0.0%
朔黄铁路	487	487	487	487
YoY %		0.0%	0.0%	0.0%
煤炭货运费率 (元/吨公里)				
太原局运输主业资产	0.085	0.092	0.095	0.098
YoY %		7.7%	3.5%	3.5%
朔黄铁路	0.120	0.120	0.120	0.120
YoY %		0.0%	0.0%	0.0%
白货运输量 (百万吨)	70	77	81	85
YoY %		9.0%	5.0%	5.0%
白货运距 (公里)	453	440	440	436
YoY %		-3.0%	0.0%	-0.8%
白货运输费率 (元/吨公里)	0.105	0.116	0.119	0.123
YoY %		10.0%	3.0%	3.0%
旅客运输量 (百万人)	38	40	41	43
YoY %		3.9%	4.0%	4.0%
客运运距 (公里)	253	249	247	244
YoY %		-1.5%	-1.0%	-1.0%
客运费率 (元/人公里)	0.286	0.320	0.330	0.340
YoY %		12.2%	3.0%	3.0%
占主营业务收入的比例				
人员成本	24.0%	21.7%	21.1%	20.6%
电力及燃料成本	15.8%	14.0%	13.7%	13.5%
线路使用成本	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	8.6%	7.6%	7.6%	7.6%
所得税税率	10.3%	13.9%	13.9%	13.9%

资料来源: 中金公司研究部

图表 8: 收购资产盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	11,050	12,744	13,595	14,469
- 货物运输收入	5,972	7,036	7,627	8,232
- 旅客运输收入	2,761	3,171	3,363	3,566
- 提供服务收入	1,260	1,404	1,444	1,483
- 其他业务收入	1,057	1,133	1,161	1,189
减: 营业成本	8,612	9,340	9,835	10,355
主营业务税金及附加	414	480	512	545
主营业务利润	2,015	2,890	3,247	3,569
减: 营业费用	-	-	-	-
管理费用	946	973	1,033	1,100
财务费用	75	81	23	-43
加: 投资收益	1,464	1,491	1,710	1,929
营业利润	2,458	3,326	3,901	4,442
加: 营业外收支净额	-1	-1	2	0
税前利润	2,457	3,325	3,903	4,442
减: 所得税	254	463	544	618
少数股东损益	1	2	2	2
净利润	2,202	2,861	3,358	3,821
YoY %		29.9%	17.4%	13.8%

资料来源: 中金公司研究部

资产收购增厚未来 3 年 EPS 20.3%~30.4%，并使得业绩年复合增长率上升 2.9 个百分点。

重要假设前提包括:

- 在我们的基准情形下，发行价格为 11.0 元/股，对应发行后 2010 年市盈率 16.3 倍，新发行总股数为 15 亿股。

- 除去公开增发部分，剩余的 163 亿元的对价当中，大秦铁路自有资金解决 55.5 亿元，其余的 107.5 亿元以短期贷款的方式解决，税后利率约 3%。受益于公司强劲的现金流表现，2011 年该部分贷款余额将下降至 47.4 亿元，2012 年偿还完毕。另外，由于大秦铁路自有资金由于支付对价，因此减少的税后利息收入约每年 5800 万元。

我们预计资产收购对于 2010、2011、2012 年的 EPS 增厚幅度分别为 20.3%、26.1%及 30.4%，增厚幅度超出市场预期的 10%~20%的范围。同时，由于目标资产的成长性好于原有资产，资产注入将使得公司未来 3 年的业绩年复合增长率上升 2.9 个百分点至 12.9%。

图表 9: 资产注入增厚分析

(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E
大秦铁路净利润	7,263	7,765	8,278
大秦铁路股份 (百万股)	12,977	12,977	12,977
拟收购资产合计净利润	2,861	3,358	3,821
新增借款	10,742	4,742	-
新增股份 (百万股)	1,500	1,500	1,500
新增税后财务费用	(322)	(142)	-
减少税后利息收入	(58)	(58)	(58)
收购后合计净利润	9,744	10,924	12,041
收购后合计股份 (百万股)	14,477	14,477	14,477
收购前每股盈利	0.560	0.598	0.638
同比增长率	16.6%	6.9%	6.6%
收购后每股盈利	0.673	0.755	0.832
同比增长率	16.4%	12.1%	10.2%
每股盈利增厚	20.3%	26.1%	30.4%

资料来源: 中金公司研究部

我们同时做了资产注入 EPS 增厚幅度相对发行价格的敏感性分析。假定发行价格为 10.0 元/股~13.0 元/股，对应发行后 2010 年市盈率 15.0 倍~19.0 倍，相对 A 股交通基础设施估值中枢折让 11.2%~29.9%，则这次资产注入对于 2010 年 EPS 的增厚幅度为 19.0%~22.2%。

图表 10: 资产注入增厚相对发行价格敏感性分析

发行价 (人民币元)	发行市盈率		每股盈利增厚	
	2010E	2011E	2010E	2011E
10.0	15.0	13.4	19.0%	24.8%
11.0	16.3	14.6	20.3%	26.1%
12.0	17.7	15.8	21.3%	27.2%
13.0	19.0	17.0	22.2%	28.1%

资料来源: 中金公司研究部

另外，随着资产注入的完成，大秦铁路业绩相对铁路客货运费率的敏感程度亦有所上升。我们预计，若铁路客、货运价格在我们预测基础上再上调 10%，大秦铁路 2010 年的盈利将分别上升 2.9%及 6.0%，而注入之前，该幅度分别为 1.1%及 0.7%。

图表 11：资产注入后大秦铁路业绩相对运价敏感性分析

客运费率敏感性分析

客运费率上调 (%)	2010E	2011E
5%	1.4%	1.4%
10%	2.9%	2.8%
15%	4.3%	4.2%
20%	5.8%	5.5%

普通货运费率敏感性分析

普通货运费率上调 (%)	2010E	2011E
5%	3.0%	2.9%
10%	6.0%	5.9%
15%	9.0%	8.8%
20%	11.9%	11.8%

资料来源：中金公司研究部

资产收购的资产负债表分析

截至 2009 年 6 月 30 日，目标资产已预算而未完成投入的在建工程总金额约为 27.44 亿元（图表 12）。我们预计 2009 年、2010 年目标资产的资本开支分别为 14.51 亿元及 16.72 亿元。而目标资产 2009、2010 年的预测经营现金流和朔黄铁路股权预测股利分红合计分别为 12.5 亿元及 28.1 亿元，完全有能力通过自有自己完成剩余的资本开支，不会对大秦铁路造成资金压力。而我们预计，大秦铁路完成该次收购以及相应的增发及借款后，其 2010 年净负债/权益比例将上升 23.0 个百分点至 31.6%。然而，对于现金流较强的大秦铁路而言，其利息保障倍数 (EBIT/利息支出) 仍将高达 11.8 倍，整体负债状况仍处于健康状态。

图表 12：目标资产的资本开支预算

(人民币百万元)	预算金额	截至1H09 已完成投资	待完成 资本开支
南同蒲榆次至侯马北电气化改造工程	3,177	961	2,216
曲高联络线工程	189	4	184
1050站改工程	143	0	143
介西复线	123	0	123
南同蒲榆次至侯马栅栏封闭	30	22	8
介西立交桥工程	20	0	20
平改立工程	22	21	1
JT-C(2000)型机车信号改造	22	7	15
太北车辆段转向架检修库	12	10	2
其他	82	50	32
合计	3,820	1,075	2,744

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 13：资产收购的资产负债 (2010 年口径) 影响

(人民币 百万)	收购前	收购后	变化
货币资金	9,548	4,121	-5,427
有息负债	13,500	24,242	10,742
股东权益	45,949	63,642	17,693
净负债/权益	8.6%	31.6%	+23.0ppt
利息支出	-733	-1,138	-405
息税前利润	10,433	13,461	3,028
利息保障倍数 - EBIT (x)	14.2	11.8	-2.4

资料来源：中金公司研究部

资产收购将年增加 32.19 亿的自主现金流，使得

2010 年分红收益率将上升 0.6 个百分点。

我们预计，大秦铁路 2010~2012 年的经营现金流为 111.34 亿元~118.17 亿元。而太原局剩余的资产（不考虑朔黄股权）的经营现金流为 20.93 亿元~26.21 亿元。加上朔黄股权的股利分红，我们预计资产收购将带来年均 32.25 亿元的自主现金流（经营现金流+股权投资股利分红），使得大秦铁路的未来 3 年年均的自主现金流上升 28.2%达到 146.57 亿元。我们认为，强劲的现金流不仅为公司的派息提供了坚实的基础，亦为公司未来的进一步发展提供了良好的准备。若假定同样的 58%的分红比例，我们预计大秦铁路完成资产收购后，目前股价对应的 2010 年预测分红收益率将上升 0.6 个百分点至 3.5%。

图表 14：收购对于大秦铁路 2010 年现金流的影响

(人民币百万元)	经营现金流	取得投资收益收到的现金	自主现金流合计	现金分红收益率 (%)
收购前	11,134	0	11,134	2.9
收购后	13,227	721	13,948	3.5
增长	2,093	721	2,814	0.6

资料来源：中金公司研究部

维持“推荐”投资评级，给予 15.0 元/股的目标价。

我们采用 10.1%的 WACC 和 2.0%的永续增长率对资产注入后的大秦铁路进行分部分 DCF 估值。预计大秦铁路 2010 年底的 DCF 估值约 15.0 元/股。

横向比较而言，我们的 DCF 估值相对应 2010 年市盈率 22.3 倍，相比 A 股交通基础设施估值仅溢价 4.2%，合理反映了公司的龙头地位、业绩可预见性以及铁路行业改革所带来的长期增长前景。

目前股价相对应资产注入后 2010 年市盈率为 16.9 倍，较 A 股交通基础设施估值中枢折让 21.0%，2010 年的资产注入后预测分红收益率亦高达 3.5%。我们认为股价尚未完全反映资产注入的利好因素，加上现有流通股东有优先配股的选择权，对于股价有更强的支撑，维持“推荐”投资评级。给予 15.0 元/股的目标价，相当于我们 2010 年底的 DCF 估值。目前股价隐含 32.2%的上升空间。

图表 15：大秦铁路分部门估值分析

股权	估值方法	2010 (人民币 百万元)	每股价值 (人民币)	EV (%)
大秦铁路现有资产	100% DCF @ 10.1% WACC, g=2%	16,007	11.07	73.8
太原局运输资产	100% DCF @ 10.1% WACC, g=2%	22,932	1.58	10.6
朔黄公司股权	41.16% DCF @ 10.1% WACC, g=2%	34,027	2.35	15.7
净资产合计		16,007	15.00	100.0

资料来源：中金公司研究部

风险提示

- 目前的盈利预测隐含了 2010 年的铁路普通货运运价上升 0.007 元/吨公里的前提假设。若调价落空，预计将造成目标资产 2010 年净利润下降 3.6 亿元，相当于 2010 年合并后净利润的 3.7%。
- 大秦的大规模增发的定价及时点均存在一定的变数。这将影响隐含资产注入预期的股价表现。

图表 16: 大秦铁路原资产收购后 2010 年末 DCF 价格计算

无风险利率	4.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.00						
股权成本	12.5%						
税前债务成本	6.0%	9.1%	11.18	11.85	12.70	13.84	15.42
税率	25.0%	9.6%	10.54	11.11	11.83	12.77	14.04
税后债务成本	4.5%	10.1%	9.97	10.46	11.07	11.85	12.89
目标负债率	30%	10.6%	9.45	9.87	10.40	11.05	11.91
加权资本成本	10.1%	11.1%	8.98	9.35	9.80	10.35	11.07

资料来源: 中金公司研究部

图表 17: 太原局运输主业资产收购后 2010 年末 DCF 价格计算

无风险利率	4.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.00						
股权成本	12.5%						
税前债务成本	6.0%	9.1%	1.60	1.71	1.84	2.02	2.28
税率	25.0%	9.6%	1.50	1.59	1.70	1.85	2.06
税后债务成本	4.5%	10.1%	1.41	1.49	1.58	1.71	1.87
目标负债率	30%	10.6%	1.33	1.39	1.48	1.58	1.72
加权资本成本	10.1%	11.1%	1.25	1.31	1.38	1.47	1.59

资料来源: 中金公司研究部

图表 18: 朔黄铁路 41.16% 股权收购后 2010 年末 DCF 价格计算

无风险利率	4.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.00						
股权成本	12.5%						
税前债务成本	6.0%	9.1%	2.37	2.53	2.73	3.00	3.37
税率	25.0%	9.6%	2.22	2.36	2.53	2.75	3.05
税后债务成本	4.5%	10.1%	2.09	2.21	2.35	2.53	2.78
目标负债率	30%	10.6%	1.97	2.07	2.20	2.35	2.55
加权资本成本	10.1%	11.1%	1.87	1.95	2.06	2.19	2.36

资料来源: 中金公司研究部

图 19：拟收购资产历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,593	10,458	11,050	12,744	13,595	14,469
- 货物运输收入	5,395	5,707	5,972	7,036	7,627	8,232
- 旅客运输收入	2,135	2,336	2,761	3,171	3,363	3,566
- 提供服务收入	1,291	1,109	1,260	1,404	1,444	1,483
- 其他业务收入	772	1,307	1,057	1,133	1,161	1,189
减：营业成本	8,212	9,288	8,612	9,340	9,835	10,355
- 折旧	575	605	657	767	784	801
- 大修费用	863	969	638	761	812	864
- 电力及燃料	1,596	1,849	1,744	1,786	1,864	1,955
- 人员费用	2,192	2,629	2,655	2,762	2,872	2,987
- 线路使用费	1,278	1,287	1,280	1,534	1,636	1,741
- 机车牵引费	769	897	928	1,011	1,095	1,182
- 其他业务成本	939	1,052	709	721	772	825
主营业务税金及附加	339	379	414	480	512	545
主营业务利润	1,042	792	2,015	2,890	3,247	3,569
减：营业费用	-	-	-	-	-	-
管理费用	680	828	946	973	1,033	1,100
财务费用	33	38	75	81	23	-43
加：投资收益	-	-	1,464	1,491	1,710	1,929
营业利润	328	-73	2,458	3,326	3,901	4,442
加：营业外收支净额	-34	9	-1	-1	2	0
税前利润	293	-64	2,457	3,325	3,904	4,442
减：所得税	187	-12	254	463	544	618
少数股东损益	1	-1	1	2	2	2
净利润	106	-51	2,202	2,861	3,358	3,821
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	135	79	40	121	2,841	6,349
流动资产	1,318	1,627	1,495	1,849	4,637	8,277
固定资产净值	11,489	11,534	11,752	12,688	12,234	12,104
在建工程	195	610	1,917	1,917	1,917	1,478
无形资产	3	2	2	1	-0	-0
长期投资	-	0	5,932	6,702	7,648	8,595
非流动资产	11,900	12,374	19,605	21,310	21,801	22,178
总资产	13,218	14,001	21,099	23,159	26,438	30,456
短期借款	-	-	1,400	300	-	-
其他应付款	1,688	1,670	1,002	1,152	1,264	1,356
流动负债合计	3,072	3,481	3,191	2,388	2,307	2,501
非流动负债合计	563	552	564	564	564	564
负债合计	3,635	4,033	3,756	2,953	2,871	3,066
少数股东权益	7	6	7	8	10	12
股东权益	9,577	9,961	17,337	20,198	23,556	27,378
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	13	465	517	2,093	2,494	2,621
投资活动现金流	-393	-680	-1,451	-982	434	751
筹资活动现金流	428	158	896	-1,030	-209	137
现金及现金等价物净增加额	48	-56	-39	81	2,719	3,509
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
增长						
收入	n.a.	9.0%	5.7%	15.3%	6.7%	6.4%
息税前利润	n.a.	-106.0%	-13003.4%	34.6%	16.0%	13.4%
税前利润	n.a.	-121.9%	-3929.8%	35.3%	17.4%	13.8%
净利润	n.a.	-148.6%	-4389.5%	29.9%	17.4%	13.8%
利润率						
毛利率	9.6%	5.6%	28.9%	32.8%	34.9%	36.5%
息税折旧摊销前利润率	10.9%	7.6%	18.2%	22.7%	23.9%	24.7%
息税前利润率	3.4%	-0.2%	22.9%	26.7%	29.1%	31.0%
经营利润率	3.4%	-0.7%	22.2%	26.1%	28.7%	30.7%
净利润率	1.1%	-0.5%	19.9%	22.4%	24.7%	26.4%
收益率指标						
资产收益率	0.8%	-0.4%	10.4%	12.4%	12.7%	12.5%
净资产收益率	1.1%	-0.5%	12.7%	14.2%	14.3%	14.0%
债务指标						
杠杆比率(x)	27.5%	28.8%	17.8%	12.7%	10.9%	10.1%
净债务/净资产	4.5%	4.8%	11.1%	3.7%	-9.7%	-21.1%
利息保障倍数						
利息保障倍数 - 净利润 (x)	2.4	-1.2	29.0	34.6	65.5	85.8
利息保障倍数 - EBITDA (x)	21.3	13.2	42.0	50.5	92.4	118.8
利息保障倍数 - 现金 (x)	0.0	3.0	1.0	0.5	2.4	63.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 20：大秦铁路原资产历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	16,571	20,860	22,595	22,335	24,740	25,210
- 货物运输收入	14,940	18,963	20,525	20,432	22,816	23,248
- 旅客运输收入	567	627	711	744	743	758
- 其他服务收入	638	649	698	664	670	677
- 其他业务收入	426	621	661	496	511	526
减：主营业务成本	7,970	9,494	11,100	11,008	11,978	12,135
- 折旧	1,776	1,690	2,477	3,192	3,286	3,259
- 电力及燃料	1,504	1,719	1,706	1,670	1,924	2,036
- 材料	580	998	398	406	495	504
- 人员费用	1,383	1,655	1,793	1,675	1,855	1,891
- 大修费用	695	1,108	1,188	1,117	1,237	1,260
- 其他业务成本	2,031	2,325	3,538	2,948	3,181	3,185
主营业务税金及附加	549	693	743	735	814	829
其他业务成本	392	567	609	457	471	485
主营业务利润	7,661	10,106	10,143	10,136	11,478	11,761
加：其他业务利润	-	-	-	-	-	-
减：营业费用	-	-	-	-	-	-
管理费用	866	882	1,129	1,184	1,251	1,222
财务费用	222	-49	153	648	614	272
营业利润	6,573	9,272	8,862	8,305	9,613	10,267
加：投资收益	-	-	-	-	-	-
加：营业外收支净额	-44	-73	58	13	86	103
税前利润	6,529	9,199	8,920	8,318	9,700	10,370
减：所得税	2,113	3,089	2,241	2,089	2,436	2,605
净利润	4,415	6,109	6,679	6,229	7,263	7,765
资产负债表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	6,438	7,790	4,678	7,628	9,548	16,823
流动资产	7,606	8,995	7,291	9,581	12,034	16,823
固定资产净值	26,852	34,142	46,452	47,430	44,218	41,036
在建工程	1,624	3,050	3,798	3,619	2,413	1,610
无形资产	4,934	4,831	4,727	4,623	4,519	4,415
非流动资产	33,470	42,113	55,134	55,828	51,305	47,216
总资产	41,076	51,108	62,424	65,409	63,339	64,040
短期借款	-	-	-	5,500	-	-
其他应付款	2,990	9,995	18,585	-	-	-
流动负债合计	5,758	13,572	22,103	8,990	3,890	1,351
非流动负债合计	0	2	1	13,501	13,501	13,501
负债合计	5,759	13,574	22,104	22,491	17,391	14,852
股东权益	35,318	37,534	40,320	42,919	45,949	49,188
现金流量表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	5,103	9,133	8,747	10,803	11,134	11,346
投资活动现金流	-11,143	-3,507	-7,907	-3,990	1,133	726
筹资活动现金流	6,704	-4,274	-3,952	-3,862	-10,347	-4,797
现金及现金等价物净增加额	664	1,352	-3,112	2,950	1,920	7,275
主要经营和财务指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	46.2%	48.4%	44.9%	45.4%	46.4%	46.7%
净利润率	26.6%	29.3%	29.6%	27.9%	29.4%	30.8%
资产收益率	10.7%	12.0%	10.7%	9.5%	11.5%	12.1%
净资产收益率	12.5%	16.3%	16.6%	14.5%	15.8%	15.8%
投入资本收益率	12.5%	16.3%	16.6%	10.1%	12.2%	12.4%
杠杆比率(X)	14.0%	26.6%	35.4%	34.4%	27.5%	23.2%
净债务/净资产	-9.8%	5.9%	34.5%	26.5%	8.6%	-6.8%
利息保障倍数 - 净利润(X)	16.2	190.9	27.9	8.5	9.9	17.1
每股盈利(元)	0.34	0.47	0.51	0.48	0.56	0.60
每股分红(元)	0.30	0.30	0.30	0.28	0.33	0.35
每股净资产(元)	2.72	2.89	3.11	3.31	3.54	3.79
每股经营现金流(元)	0.39	0.70	0.67	0.83	0.86	0.87

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 21：大秦铁路原资产盈利预测主要假设

	重要假设					同比增长率			
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2007A	2008A	2009E	2010E
煤炭运输量（千吨）	272,970	325,000	354,506	367,968	391,765	19%	9.1%	3.8%	6.5%
其中大秦线	253,780	303,800	340,255	330,000	350,000	20%	12.0%	-3.0%	6.1%
煤炭平均运距（公里）	547	575	603	552	556	5%	4.8%	-8.4%	0.9%
煤炭货运费率（元/吨公里）	0.069	0.067	0.066	0.065	0.065	-2%	-2.0%	-1.0%	0.0%
白货周转量（10亿吨公里）	8.300	7.900	3.000	3.000	3.060	-5%	-62.0%	0.0%	2.0%
白货运输费率（元/吨公里）	0.068	0.069	0.071	0.076	0.080	2%	2.0%	7.0%	5.0%
旅客周转量（10亿人公里）	2.729	3.030	3.458	3.740	3.815	11%	14.1%	8.1%	2.0%
客运费率（元/人公里）	0.213	0.207	0.203	0.199	0.195	-3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
占主营业务收入的比例									
折旧与摊销成本	11.0%	8.4%	11.3%	14.6%	13.6%				
电力及燃料	9.3%	8.5%	7.8%	7.5%	7.8%				
人员费用	8.6%	8.2%	8.2%	7.5%	7.5%				
管理费用	5.2%	4.2%	5.0%	5.3%	5.1%				
所得税税率	32.4%	33.6%	25.1%	25.1%	25.1%				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 22：铁路上市公司可比公司估值

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	市盈率(X)			市净率(X)			净资产收益率(%)			现金分红收益率(%)			EV/EBITDA(X)			CAGR		PEG
				(USD mn)	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
A股铁路上市公司																						
铁龙物流	600125.CH	CNY	9.20	1,353	31.3	27.6	25.2	3.8	3.4	3.0	12.0	12.3	12.1	0.7	0.7	0.7	21.2	19.3	16.9	12%	2.7	
广深铁路	601333.CH	CNY	4.86	4,665	28.4	25.6	27.0	1.5	1.5	1.4	5.4	5.8	5.4	1.6	1.8	1.7	12.7	11.7	11.6	3%	11.1	
大秦铁路	601006.CH	CNY	11.35	21,575	22.1	23.6	20.3	3.7	3.4	3.2	16.6	14.5	15.8	2.6	2.5	2.9	13.7	12.8	10.9	4%	5.2	
平均值					27.3	25.6	24.1	3.0	2.8	2.6	11.3	10.9	11.1	1.6	1.6	1.8	15.9	14.6	13.1	6%	4.4	
中值					28.4	25.6	25.2	3.7	3.4	3.0	12.0	12.3	12.1	1.6	1.8	1.7	13.7	12.8	11.6	6%	4.5	
H股铁路上市公司																						
广深铁路	525.HK	HKD	3.47	4,665	17.3	15.9	17.3	1.0	1.0	1.0	5.6	6.0	5.5	2.7	2.9	2.7	7.8	7.3	7.4	0%	n.a.	
国际铁路公路上市公司																						
亚洲																						
地铁公司	66.HK	HKD	27.35	20,213	18.6	22.3	21.2	1.5	1.5	1.4	8.8	6.8	7.0	1.8	1.8	1.8	9.5	16.8	15.8	-6%	n.m.	
East Japan Railway	9020.JP	JPY	5,640	25,131	12.0	16.8	12.9	1.3	1.2	1.2	11.3	7.5	9.5	2.0	2.0	2.1	7.7	8.1	7.4	-3%	n.m.	
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	565,000	13,532	8.8	16.1	13.5	1.0	1.0	1.0	13.1	6.7	7.1	1.6	1.6	1.6	7.7	8.5	8.3	-19%	n.m.	
West Japan Railway	9021.JP	JPY	307,000	6,840	11.1	30.7	18.6	0.9	0.9	0.9	8.4	3.2	4.9	2.3	2.3	2.4	6.9	7.6	6.7	-23%	n.m.	
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	392	5,552	24.1	28.1	19.1	1.1	1.0	1.0	n.a.	3.6	5.1	1.3	1.3	1.3	13.4	13.1	12.6	n.a.	n.a.	
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	1,184	3,308	19.7	17.8	15.5	4.1	3.5	3.0	22.6	20.6	19.8	1.2	1.3	1.5	14.8	13.0	11.3	13%	1.5	
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.73	1,890	16.2	14.9	14.3	3.6	3.3	3.1	23.3	23.2	22.9	4.5	4.7	5.0	7.8	7.8	7.5	6%	2.5	
平均值					15.8	21.0	16.4	1.9	1.8	1.7	14.6	10.2	10.9	2.1	2.1	2.2	9.7	10.7	9.9	-2%	n.m.	
中值					16.2	17.8	15.5	1.3	1.2	1.2	12.2	6.8	7.1	1.8	1.8	1.8	7.8	8.5	8.3	2%	7.6	
北美洲																						
Burlington Northern Santa	BNI.US	USD	97.59	33,223	15.9	20.0	17.7	2.7	2.7	2.6	19.0	14.0	15.1	1.5	1.6	1.7	8.5	8.9	8.2	-5%	n.m.	
Union Pacific	UNP.US	USD	62.12	31,343	13.6	17.5	14.7	1.9	1.9	1.8	15.1	11.4	13.0	1.6	1.7	1.8	8.0	8.3	7.4	-4%	n.m.	
Norfolk Southern	NSC.US	USD	51.80	19,057	11.3	18.6	15.1	1.9	1.9	1.8	17.8	10.7	12.6	2.4	2.6	2.7	8.2	8.8	7.7	-14%	n.m.	
CSX Corp	CSX.US	USD	47.75	18,745	14.0	16.8	14.6	2.2	2.2	2.1	16.3	13.3	14.4	1.6	1.7	1.7	7.8	8.0	7.3	-2%	n.m.	
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	56.21	25,209	14.1	17.4	14.9	2.3	2.4	2.2	18.3	14.2	14.8	1.6	1.7	1.9	9.7	10.0	8.9	-3%	n.m.	
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	51.10	8,202	12.7	19.5	15.1	1.3	1.2	1.2	10.8	7.5	8.4	1.9	1.9	2.0	8.3	8.5	7.5	-8%	n.m.	
平均值					13.6	18.3	15.4	2.0	2.1	1.9	16.2	11.9	13.0	1.8	1.9	2.0	8.4	8.7	7.8	-6%	n.m.	
中值					13.8	18.0	15.0	2.0	2.1	2.0	17.0	12.4	13.7	1.6	1.7	1.8	8.3	8.6	7.6	-4%	n.m.	

*除大秦、广深铁路和铁龙物流数据为中金预测，其它数据均为市场预测数据，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

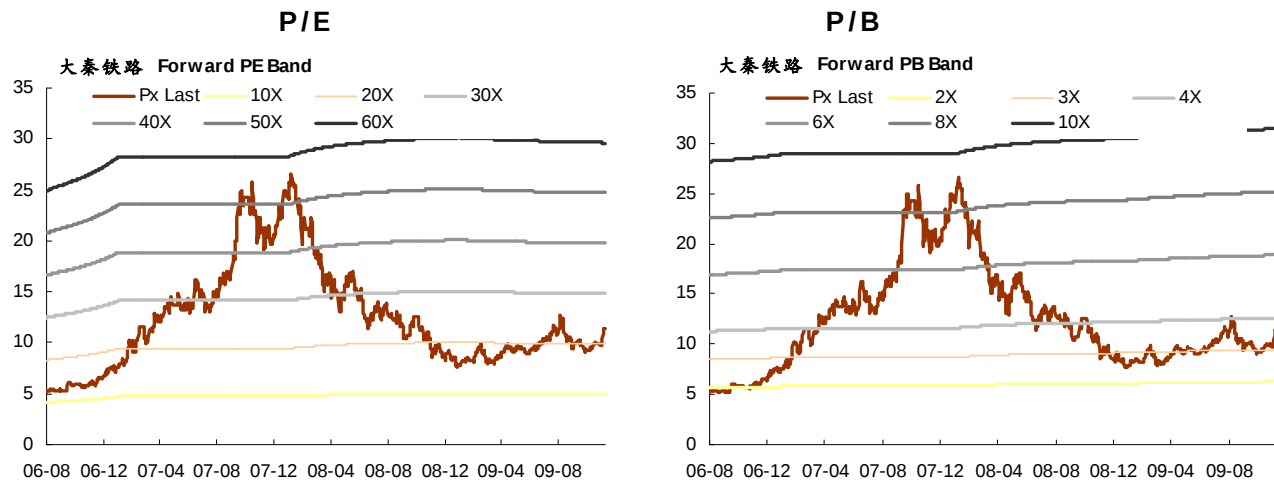
图表 23: A 股交通基础设施上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)			市净率 (X)			净资产收益率 (%)			现金分红收益率 (%)			EV/EBITDA (X)			CAGR	PEG
				09-11-11	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E		
A股港口上市公司																				
上港*	600018.CH	5.50	16,911	25.0	29.9	27.3	3.9	3.6	3.4	15.5	12.1	12.3	1.9	1.5	1.7	13.1	13.9	13.5	-4%	n.m.
天津港*	600717.CH	11.95	2,932	21.3	29.7	24.7	2.2	2.1	2.0	10.5	7.1	8.1	0.0	1.0	1.2	12.1	12.3	11.5	-7%	n.m.
盐田港*	000088.CH	8.03	1,464	17.4	22.7	21.8	2.6	2.3	2.2	15.3	10.7	10.2	3.0	2.2	2.3	19.6	14.9	14.1	-11%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	14.54	1,280	14.6	20.7	20.2	3.4	3.2	3.0	23.3	15.7	14.9	3.4	2.4	2.5	8.6	10.5	10.0	-15%	n.m.
南京港	002040.CH	8.54	308	173.6	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.	2.3	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	78.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
日照港	600017.CH	6.56	1,451	31.2	27.9	24.2	3.0	2.7	2.5	9.9	9.5	10.0	0.8	1.0	1.1	20.4	17.9	15.6	14%	2.3
营口港	600317.CH	7.84	1,260	28.5	31.4	28.0	2.8	2.4	2.3	9.6	8.0	8.5	4.0	n.a.	n.a.	16.7	20.4	13.9	1%	31.5
A股港口平均				44.5	27.0	24.4	3.1	2.7	2.6	12.3	10.5	10.7	1.9	1.6	1.8	24.2	15.0	13.1	-4%	n.m.
A股机场上市公司																				
上海机场*	600009.CH	15.35	4,333	34.4	46.5	26.3	2.4	2.3	2.1	7.0	4.9	8.1	0.3	0.2	0.4	17.1	16.6	12.9	14%	2.4
深圳机场*	000089.CH	7.26	1,798	51.2	23.2	20.0	2.7	2.4	2.2	5.2	10.5	11.1	0.4	0.8	0.9	21.9	13.5	10.7	60%	0.9
白云机场*	600004.CH	9.87	1,663	23.4	22.6	18.9	1.9	1.8	1.7	8.3	8.1	9.1	1.7	1.3	1.6	9.0	8.6	7.3	11%	2.1
厦门空港*	600897.CH	18.37	801	28.1	20.0	19.6	4.9	4.4	4.0	17.5	21.8	20.5	0.0	0.0	0.0	17.2	11.7	11.3	20%	1.4
A股机场平均				34.3	28.1	21.2	3.0	2.7	2.5	9.5	11.4	12.2	0.6	0.6	0.7	16.3	12.6	10.6	27%	1.3
A股高速公路上市公司																				
宁沪高速*	600377.CH	6.38	4,684	20.7	15.7	15.3	2.0	1.9	1.9	9.8	12.3	12.4	4.2	5.6	5.7	10.9	8.7	8.3	16%	1.3
皖通高速*	600012.CH	5.64	1,268	13.5	14.3	16.1	1.9	1.8	1.7	13.8	12.3	10.5	4.1	3.8	3.4	7.8	8.0	7.6	-8%	n.m.
深高速*	600548.CH	5.79	1,575	25.1	21.9	21.2	1.8	1.7	1.7	7.2	7.9	7.8	2.1	2.3	2.4	18.2	14.7	13.6	9%	2.9
福建高速	600033.CH	6.21	1,346	11.7	12.9	14.9	2.3	2.2	2.0	19.4	15.5	12.6	2.4	2.3	1.7	8.7	9.0	10.9	-11%	n.m.
赣粤高速	600269.CH	7.63	2,610	16.2	16.4	15.4	2.5	2.2	2.0	16.3	14.2	14.6	1.5	1.5	1.6	11.0	10.4	9.6	3%	5.9
粤高速*	000429.CH	5.15	858	16.3	17.9	20.0	1.9	1.7	1.6	11.6	9.4	8.0	1.9	1.8	1.6	11.5	13.0	13.8	-10%	n.m.
A股高速公路平均				17.3	16.5	17.2	2.1	1.9	1.8	13.0	12.0	11.0	2.7	2.9	2.7	11.3	10.6	10.6	0%	58.8
A股铁路上市公司																				
铁龙物流*	600125.CH	9.20	1,353	31.3	27.6	25.2	3.8	3.4	3.0	12.0	12.3	12.1	0.7	0.7	0.7	21.2	19.3	16.9	12%	2.7
广深铁路*	601333.CH	4.86	4,665	28.4	25.6	27.0	1.5	1.5	1.4	5.4	5.8	5.4	1.6	1.8	1.7	12.7	11.7	11.6	3%	11.1
大秦铁路*	601006.CH	11.35	21,575	22.1	23.6	20.3	3.7	3.4	3.2	16.6	14.5	15.8	2.6	2.5	2.9	13.7	12.8	10.9	4%	5.2
A股铁路平均				27.3	25.6	24.1	3.0	2.8	2.6	11.3	10.9	11.1	1.6	1.6	1.8	15.9	14.6	13.1	6%	4.4
A股基础设施上市公司平均值				24.2	23.7	21.4	2.7	2.5	2.3	12.3	11.2	11.1	1.9	1.8	1.8	14.3	13.1	11.8	6%	3.8
A股基础设施上市公司中值				23.4	22.7	20.3	2.5	2.3	2.1	11.6	10.7	10.5	1.9	1.7	1.6	13.1	12.8	11.5	7%	3.2

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 24: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。