

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn
 联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

四季度运量高增长，资产注入将带来新的利润增长点

事件描述

大秦铁路公布 2009 年年报：

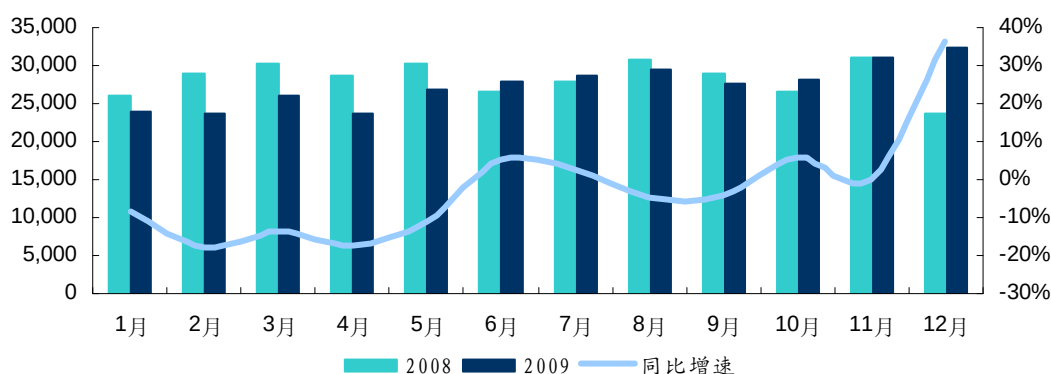
公司 2009 年实现收入 231.23 亿元，同比上升 2.33%；归属于母公司股东的净利润 65.22 亿元，同比下降 2.23%；扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.50 元，同比下降 1.96%。2009 年利润分配预案为每股派现金股利 0.30 元。

事件评论

第一，四季度大秦线煤炭运量好转，收入有所改善

2009 年四季度，受益于全国发电量的回升和山西省煤炭产量的复苏，大秦线四季度煤炭运量较上年同期增长 12.5%，扭转了前三季度同比下降的局面。而且进入四季度以后，大秦线单日运量多次刷新历史记录，最高日运量达到 111.35 万吨，较全年的日均运煤 90.5 万吨高出 23.04%。这种强劲的回升势头使大秦线 09 年完成货运量 3.3 亿吨，实现年收入约 194.67 亿元，占公司营业收入的 84%，带动下半年公司货运收入同比增幅相对上半年提升了 25 个百分点。

图 1：大秦线月度煤炭运量（千吨）

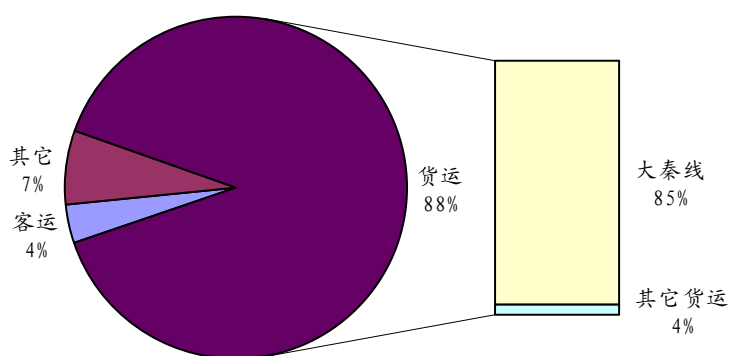


资料来源：公司数据，长江证券研究部

表 1: 大秦线运量与货运收入同比增幅

大秦线煤炭运量 (千吨)	2008	2009	同比增幅
1 季度	85,392	73,738	-13.65%
2 季度	85,573	78,692	-8.04%
3 季度	87,571	85,665	-2.18%
4 季度	81,657	91,905	12.55%
大秦线煤炭运量 (千吨)	2008	2009	同比增幅
上半年	170,965	152,430	-10.84%
下半年	169,228	177,570	4.93%
货运收入 (亿元)	2008	2009	同比增幅
上半年	108	93	-13.22%
下半年	98	110	12.44%

资料来源: 公司数据, 长江证券研究部

图 2: 2009 年公司营业收入构成


资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

第二, 利息支出上升阻碍盈利增长

2009 年, 公司财务费用为 4.43 亿元, 同比增长 191%, 主要系公司 09 年度应付机车购置款资金占用费资本化部分减少、短期借款和中期票据产生的利息支出所致。利息支出的上升使公司在 09 年毛利率与去年基本持平的基础上, 营业利润率较去年略微下降 1.3 个百分点。

表 2: 公司 09 年财务费用上升, 导致营业利润率同比下滑

	2005	2006	2007	2008	2009
财务费用 / 营业总收入(%)	3.34	1.34	-0.23	0.68	1.92

销售期间费用率(%)	8.7	6.56	4	5.67	7.2
销售毛利率(%)	53.76	49.54	51.77	48.18	48.4
营业利润 / 营业总收入(%)	41.86	39.67	44.45	39.22	37.92

资料来源：公司年报，长江证券研究部

第三，大股东资产注入将增厚 2010 年业绩

公司 09 年 11 月 12 日公告，将公开增发不超过 165 亿元用于收购太原铁路局运输主业资产、朔黄公司 41.16% 股权和巨力公司 90.2% 股权。我们认为，收购实施后大秦铁路的 ROE 虽面临下降的风险，但由于公司的煤炭运输业务规模由山西北部扩张至山西全境，所辖线路营业里程将从 1170.7 公里扩大至 2895 公里，这种规模扩张效应将带来煤炭运量的高增长，从而促进公司 2010 年业绩的提升。按收购资产 2010 年审计的盈利预测 29 亿元来测算，假设按 10 元的增发价增发股份 16.5 亿股，则增发后的 EPS 为 0.64 元，增厚幅度为 13.90%。

表 3：资产注入收益测算

注入后股本（亿股）	财务费用（亿元）	实际增加盈利（亿元）	注入后 EPS（元）	增厚幅度
146.27	8.15	20.85	0.64	13.90%

资料来源：长江证券研究部

第四，成长预期与估值优势兼备，维持“推荐”评级

大秦铁路 2010 年运量将达 3.8 亿吨，预计实现主营业务收入 248 亿元，不考虑资产注入，预计 2010 年 EPS 为 0.57 元，对应 PE 为 17 倍。考虑到 2010 年资产注入的实施在增厚公司业绩的同时，为公司煤炭运输的长期稳步增长奠定了基础，且估值安全边际较高，维持“推荐”评级。

表 4：最近 2 年单季度主要财务指标

	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4
每股收益(元)	0.1611	0.1256	0.1424	0.0857	0.1127	0.1058	0.1357	0.149
销售毛利率(%)	59.61	46.67	52.02	32.41	52.69	46.93	50.4	44.72
销售净利率(%)	37.95	26.72	30.3	22.73	30.1	25.89	28.93	28.13
净资产收益率 ROE(%)	5.42	4.23	4.83	2.8	3.56	3.39	4.39	4.61
总资产净利率 ROA(%)	4.08	3.04	3.24	1.84	2.33	2.12	2.65	2.87

资料来源：WIND，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	23123	24800	26598	28526	货币资金	9017	17538	27446	44795
营业成本	11932	12798	13725	14720	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	11191	12002	12872	13805	应收账款	2616	501	538	577
% 营业收入	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%	存货	826	886	950	1019
营业税金及附加	759	814	873	937	预付账款	24	26	28	30
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	12483	19076	29095	46563
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1221	1240	1330	1426	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	65	65	65	65
财务费用	443	153	185	224	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.6%	0.7%	0.8%	固定资产合计	50652	48238	45785	36387
资产减值损失	1	-2	0	0	无形资产	4645	4412	4192	3982
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	94	0	0	0
营业利润	8768	9797	10484	11219	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	37.9%	39.5%	39.4%	39.3%	资产总计	67944	71796	79142	87003
营业外收支	-42	0	0	0	短期贷款	3100	0	0	0
利润总额	8726	9797	10484	11219	应付款项	2442	2619	2808	3012
% 营业收入	37.7%	39.5%	39.4%	39.3%	预收账款	146	248	266	285
所得税费用	2196	2449	2621	2805	应付职工薪酬	592	635	681	730
净利润	6530	7348	7863	8414	应交税费	888	981	1050	1124
归属于母公司所有者的净利润	6530.	7347.	7863.	8414.	其他流动负债	4374	4666	5004	5367
润	4	6	3	1	流动负债合计	11541	9148	9810	10519
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.50	0.57	0.61	0.65	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	13445	13445	13445	13445
经营活动现金流净额	8635	13524	11938	19420	负债合计	24986	22593	23255	23964
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	归属于母公司所有者权益	42958	49203	55887	63039
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	42958	49203	55887	63039
固定资产投资	-17097	-648	-666	-585	负债及股东权益	67944	71796	79142	87003
其他	53	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17043	-648	-666	-585	EPS	0.503	0.566	0.606	0.648
债券融资	13500	0	0	0	BVPS	3.31	3.79	4.31	4.86
股权融资	0	0	0	0	PE	18.90	16.80	15.69	14.67
银行贷款增加 (减少)	3100	-3100	0	0	PEG	2.14	1.91	1.78	1.66
筹资成本	3952	-1255	-1364	-1486	PB	2.87	2.51	2.21	1.96
其他	-7804	0	0	0	EV/EBITDA	9.52	7.99	6.85	3.63
筹资活动现金流净额	12748	-4355	-1364	-1486	ROE	15.2%	14.9%	14.1%	13.3%
现金净流量	4339	8521	9908	17349					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

姜捷，同济大学管理学学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。