

湘财证券研究所
交通运输研究小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

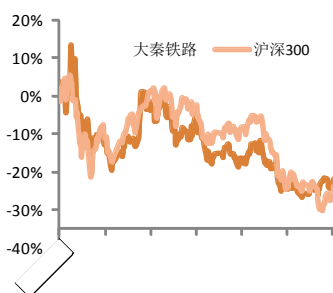
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: ljy2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	8.46
目标价格	11.73
52周波动区间	13.15
	7.90
流通A股(亿股)	129.77
总市值(亿元)	1097.83
日均成交量(百万股)	50.24

最近一年股价表现

投资要点
□ 受益业务量增长, 2010 年业绩有望提升 34%, 首次“增持”评级

不考虑资产收购, 大秦铁路 2010 年业绩有望提升 34%, 这主要得益于煤炭运量的显著增长。我们预计 2010 年大秦线煤炭运量可达 3.9 亿吨, 比 2009 年提升 18%。根据我们的业绩预测, 大秦铁路 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 12 倍和 10 倍, 而根据湘财证券的 DCF 估值模型, 其绝对估值为 11.73 元, 我们首次给予“增持”评级。

□ 大秦铁路未来 10 年仍是我国核心的煤运通道

我们坚信大秦线在未来 10 内, 其作为煤炭核心通道的地位不会改变。主要原因是山西和蒙西及山西等主要集煤地仍是南方煤炭需求的主要供给地, 且蒙西和陕西煤炭产量的快速增长为大秦线提供了充足的货源。但我们还是提请注意的是, 煤炭进口替代和新能源替代仍对“西煤东运”构成长期威胁, 未来 10 年我国新增风能和核能装机容量年发电量约为 7.78 亿吨标准煤。

□ 拟收购太原局运输主业资产盈利有提升空间

我们较看好拟注入的太原局运输主业资产的盈利增长空间, 因为随着客运专线的建成, 原有线路的运能将会得到释放, 货物周转量有望得到提升; 且 2010 年 1 月起, 太原局将对货物运输基准价上调 0.007 元/吨公里, 此一项约增加货物运输收入 4.2 亿元, 太原局运价上调后仍与大秦线运输基价有较大的差距, 未来仍有持续的上调空间。

□ 未来驱动公司业绩提升的因素仍较多

未来 3 年, 业务量的稳定增长、基准运价可能的提升和资产的再注入均是驱动公司业绩提升的关键因素。总体来看, 我们倾向于判断后两个因素驱动力更大, 同样不确定性也更大。

□ 风险提示: 进口煤炭替代风险; 新能源替代风险

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,860	22,595	23,123	27,228	41,141	43,198
增长率(%)	25.89%	8.32%	2.34%	17.75%	51.10%	5.00%
归属母公司股东净利润	6,109	6,680	6,530	8,749	10,342	10,816
增长率(%)	38.37%	9.33%	-2.23%	33.97%	18.21%	4.58%
每股收益(EPS)	0.47	0.51	0.50	0.67	0.80	0.83
净资产收益率(ROE)	16.28%	16.57%	15.20%	18.30%	14.85%	14.24%
市盈率(P/E)	17.57	16.07	16.43	12.27	10.38	9.92
市净率(P/B)	2.86	2.66	2.50	2.24	1.54	1.41

1、核心能源通道地位 10 年内难以撼动

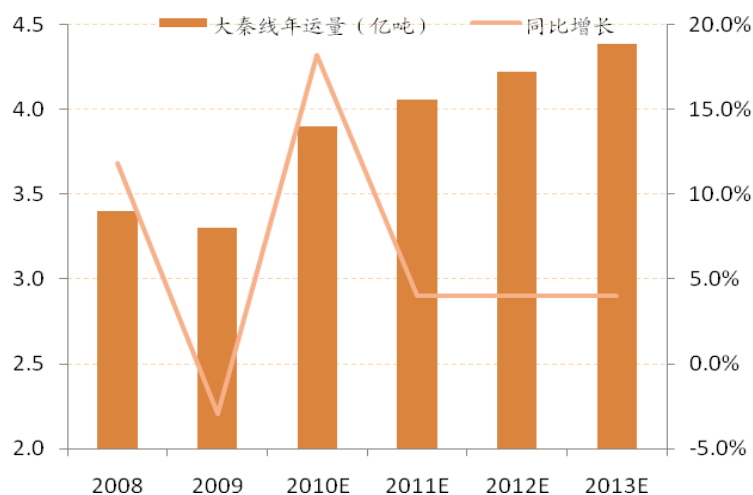
大秦线 2009 年完成煤炭运输量 3.3 亿吨，占全国煤炭运输总量的 26%。预计 2010 年能够完成 3.9 亿吨左右的煤炭运输量，接近大秦线 4 亿吨的设计能力，同比增长 18%。

我们坚信大秦线在未来 10 内，其作为煤炭核心通道的地位不会改变。本判断主要基于：

1) 山西煤炭资源整合告一段落，较长时期内山西、蒙西和陕西仍是东南沿海煤炭需求的主要来源；2) 尚没有其他煤炭资源通道对大秦线形成明显替代；3) 煤炭进口仍会进一步增长，但对国内煤炭的挤出效应短期内难以显现；4) 陕西和蒙西煤炭产量的快速增长给大秦线带来充足的煤炭货源。

我们预测大秦线未来 3 年煤炭运量的复合增速为 4% 左右，2013 年可达到 4.4 亿吨。大秦运量的稳定增长和满负荷的运营是未来大秦铁路盈利稳定的基石。

图 1 大秦线煤炭运量未来 3 年仍将保持稳定增长



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2、运能增长驱动将转向需求增长驱动

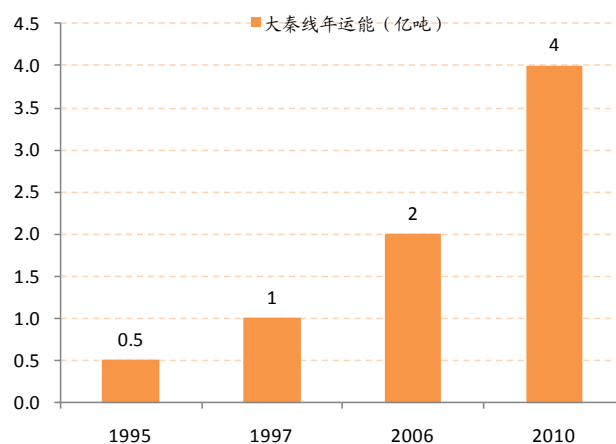
随着大秦线 2006 年 2 亿吨扩能的完成，来自运输能力的提高对公司业务量增长的驱动作用趋于下降。因为，一是运输能力的再提高已经比较困难；二是需求已经得到较大程度的释放，目前年运量尚未达到 4 亿吨。

表 1 大秦铁路主要煤运线路资产

线路名称	区间	营业里程（公里）	级别
大秦线	韩家岭（不含）-柳村南	658	复线电气化
北同蒲线	大同-宁武	170.4	复线电气化
丰沙大线	大同-郭磊庄	155.5	复线电气化
口泉支线	平旺-口泉	9.8	复线电气化
宁苛支线	宁武-苛岚	95.3	单线内燃

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 2 大秦线煤炭运能的快速增长



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

根据大秦线煤炭来源的结构，蒙西地区的比重明显上升，2009 年来自大包线和大准线的煤炭合计超过 1.4 亿吨，占比 43%，比 2008 年大幅度提升了 12 个百分点。我们认为这与 2009 年山西煤炭资源整合有关，但长期来看，这种比例有可能进一步提高，但再显著提升的可能性较小。

表 2 大秦铁路煤炭主要来源

来源构成	2008年	2009年	增长
北同蒲线	15,289	12,557	-17.87%
大同枢纽	6,563	4,304	-34.42%
大包线	6,608	9,000	36.20%
大准线	3,814	5,174	35.66%
神朔线	1,752	1,982	13.13%
合计	34,026	33,017	-2.97%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2008 年和 2009 年，大秦线运量仅增长 4.62% 和下滑 2.94%，明显低于我国同期的原煤产量，更低于内蒙古和陕西的煤炭增速。我们认为大秦线运量的增长缓慢主要是自身运能的限制，同时也主要受到山西煤炭产量增长乏力，以及 2009 年我国煤炭大量的进口替代。如果没有来自蒙西地区的煤炭增长，大秦线运量增长的压力会更大。

表 3 大秦线运量情况与我国煤炭产量及进口量对比

	煤炭产量、进口量和大秦线运量 (亿吨)						煤炭产量、进口量和大秦线运量增长					
	大秦线运量	中国	山西	内蒙	陕西	进口量	大秦线运量	中国	山西	内蒙	陕西	进口
2003年	1.22	17.22	2.92	1.16	0.74	0.11	n.a	18.35%	20.20%	33.72%	22.06%	-0.50%
2004年	1.53	19.92	3.72	1.71	0.81	0.19	25.41%	15.68%	27.42%	47.19%	9.51%	73.00%
2005年	2.03	18.24	4.37	2.18	1.12	0.26	32.68%	-8.42%	17.59%	27.60%	37.98%	40.10%
2006年	2.73	20.66	4.96	2.95	1.48	0.38	34.48%	13.25%	13.31%	35.13%	32.27%	46.10%
2007年	3.25	22.95	5.66	3.62	1.81	0.38	19.05%	11.07%	14.28%	22.83%	22.70%	46.10%
2008年	3.40	26.22	5.96	4.57	2.21	0.40	4.62%	14.26%	5.19%	26.41%	22.04%	-20.80%
2009年	3.30	29.65	5.88	6.17	2.86	1.26	-2.94%	13.08%	-1.30%	34.85%	29.21%	211.90%

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

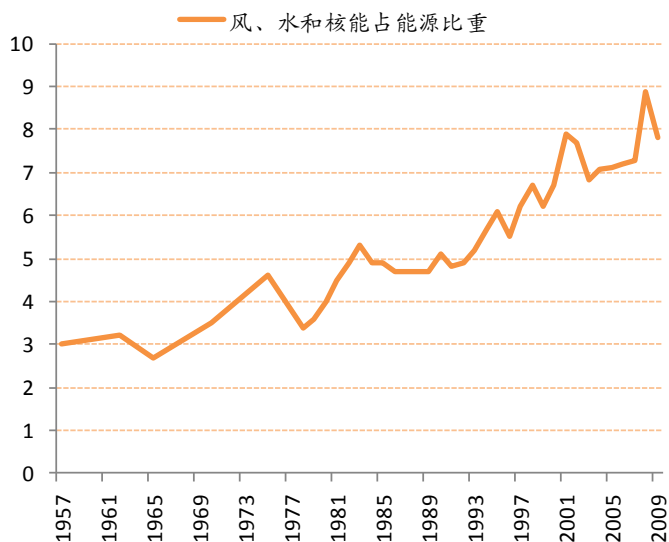
目前山西煤炭资源整合已经基本完成，制约山西煤炭产量增长的因素得到缓解。此外，陕西和蒙西地区快速增长的煤炭产量能够为大秦线带来充足的货源。在此背景下，未来大秦线煤炭运量的增长主要取决于下游需求状况。

南方对北方的煤炭需求受到来自新能源和煤炭进口替代的威胁

市场比较一致的看法是，煤炭的需求在一定时期内将保持增长，但在我国能源结构中的比例将趋于下降。

值得关注的是，我国新能源投资汹涌，预计至 2020 年，核电和风电新增发电能力达 2.3-2.5 亿千瓦时，新增年发电量约相当于 7.78 亿吨标准煤，核电和风能的大量投资将势必对电煤形成替代（注：风电投资多位于西北地区，未来对南方煤炭需求的挤出效应有待进一步分析）。

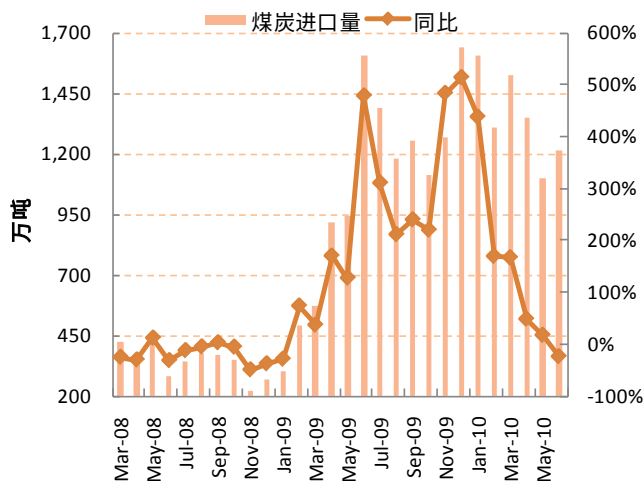
图 3 清洁能源在我国能源结构中的比例料将进一步攀升



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

在新能源的快速发展之外，我们还不难发现，煤炭进口出现了爆发式增长。尽管年进口量占整个煤炭消费比例 5% 左右，但 2009 年煤炭进口量占到大秦线煤炭运量的 36%，也即对北煤南运的替代作用还是比较明显的。我们坚信未来 5 年煤炭进口量将保持快速增长态势，预计对“西煤东运”的影响会趋于加大。

图 4 我国煤炭进口量爆发式增长对北煤南运形成一定替代



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

3、资产收购进入实施阶段，增厚业绩 10%

大秦铁路通过公开增发募集资产购买大股东资产已经获得证监会批准，预计将在未来 6 个月内实施。

3.1 太原局主要资产盈利更有提升空间

大秦铁路本次拟收购的资产主要包括两部分：1）太原局运输主业相关资产；2）41.16%朔黄铁路和巨力公司 90.2%的股权。

太原局运输主业资产包括 7 条铁路干线和 5 条铁路支线，营业里程合计 1724.3 公里，这些线路“主要承担晋中、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，其中南北同蒲线、侯月线和石太线是重要的煤炭外运通道”，但从运营数据看，货物周转量增长并不明显，旅客周转量增速略好。

表 4 太原局运输主业资产概况

线路类别	线路	起终点	运营里程（公里）	线路等级
铁路干线	南同蒲线	榆次-风凌渡	478.90	复线内燃，国铁 I 级
	北同蒲线	宁武-太原北	70.00	复线电气化，国铁 I 级
	京原线	原平-灵丘	181.00	单线内燃，国铁 I 级
	石太线	太原北-赛鱼	172.90	复线电气化，国铁 I 级
	太焦线	修文-夏店	190.80	单线内燃，国铁 I 级
	侯月线	侯马北-嘉峰	150.70	复线电气化，国铁 I 级
	侯西线	侯马-禹门口	76.20	单线内燃，国铁 I 级
铁路支线	太岚线	太原-镇城底	51.70	单线电气化，国铁 II 级
	西山线	太原北-白家庄	23.60	国铁电气化
	兰村线	汾河-上兰村	12.90	国铁
	忻河线	忻州-河边	40.00	国铁电气化
	介西线	介休-阳泉曲	46.60	国铁
合计			1495.30	

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 5 太原局主要运营数据及增速

	货物发送量		其中：煤炭		货物周转量	旅客周转量	增速		
	亿吨	亿吨	亿吨	公里	亿吨公里	亿人公里	货物发送量	其中：煤炭	货物周转量 旅客周转量
2006	1.87	1.16	603.00	77.30					
2007	1.93	1.20	617.00	86.60	3.21%	3.45%	2.32%	12.03%	
2008	1.92	1.23	637.00	95.50	-0.52%	2.50%	3.24%	10.28%	
2009E	1.75	1.08	610.00	95.00	-8.85%	-12.20%	-4.24%	-0.52%	

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

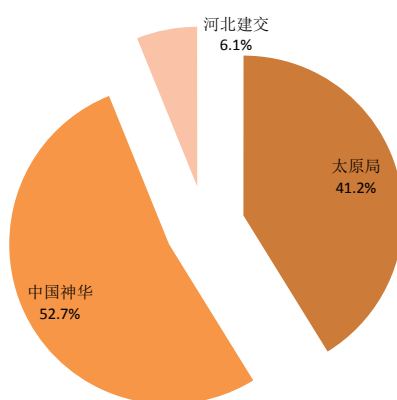
我们较看好拟注入的太原局运输主业资产的盈利增长空间，主要原因是：1）随着客运专线的建成，原有线路的运能将会得到释放，货物周转量有望得到提升；2）2010 年 1 月起，太原局将对货物运输基准价上调 0.007 元/吨公里，此一项约增加货物运输收入 4.2 亿元，净利润约 3.2 亿元；3）太原局运价上调后，仍与大秦线运输基价有较大的差距，未来仍有持续的上调空间。

3.2 朔黄铁路——被打包注入的优质资产

朔黄铁路 2001 年投入运营，运营里程 594 公里，是我国“西煤东运”的第二大通道，主要承担神府东胜煤田等煤炭基地的东运任务，2009 年煤炭运输量达 1.5 亿吨。

朔黄铁路股权结构看，中国神华（601088）为控股股东，占朔黄铁路 52.7%的股权。也是这样的原因，朔黄铁路执行的运价高出大秦线 30%以上。

图 5 朔黄铁路股权结构



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

除此之外，朔黄铁路运量增长情况良好，如 2009 年并没有出现运量的下降，反而增长了 10.37%。此外，2006 年投入运营的黄万铁路也达到了 3000 万吨的年运量。我们判断朔黄铁路的运量未来 3 年能保持 5-8%的复合增速。

表 6 朔黄铁路业务概况

单位（亿吨）		2006	2007	2008	2009
朔黄铁路	货物运输量	1.12	1.33	1.35	1.49
	YOY%		18.75%	1.50%	10.37%
黄万铁路	货物运输量		0.19	0.25	0.31
	YOY%			31.58%	24.00%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

3.3 拟购买资产 2011 年可增厚公司 EPS 约 10%

根据公司估算的资料，2010 年拟购买资产的净利润 29 亿元。考虑到业务量的自然增长和铁路货运能力的上升，我们认为 2011 年拟购买资产净利润增长 10%至 32 亿元是可以实现的。

如果公开增发 20 亿股募集资金 165 亿元，公司自有资金 60 亿元，贷款 100 亿元计算，我们认为今年年底前完成资产的购买，可于 2011 年增厚 EPS 约 10%。

4、盈利预测、估值和投资建议

4.1 盈利预测

我们认为未来驱动大秦铁路盈利增长的主要因素包括：大秦线以及拟购买资产业务量的稳定增长；基准运价的调升；后续铁路资产的再注入。

基准运价的调升需要发改委等政府相关部门的审批，我们无法准确的把握调升的节奏，因此在盈利预测时未考虑运价调升因素。但这种调升的可能是存在的。此外，我们假设资产的购买在年底完成，对业绩的影响将在 2011 年显现。

此外，应该关注的是，随着 2 亿吨扩能工程的完成，大秦铁路在购买大股东资产外，在未来 2 年里无重大资本支出计划，铁路大修等费用压力亦较轻。而随着大秦线运量达到 4 亿吨，甚至超出 4 亿吨，铁路利用效率的明显提高将带来业绩的显著提升。

综合考虑业务增长和资产注入等因素，我们预计 2010-2012 年收入增速分别为 17.75%、51.10%和 5.00%，净利润分别增长 33.97%、18.21%和 4.58%，每股收益分别为 0.67 元、0.80 元和 0.84 元。

表 7 大秦铁路财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,860	22,595	23,123	27,228	41,141	43,198
增长率 (%)	25.89%	8.32%	2.34%	17.75%	51.10%	5.00%
归属母公司股东净利润	6,109	6,680	6,530	8,749	10,342	10,816
增长率 (%)	38.37%	9.33%	-2.23%	33.97%	18.21%	4.58%
每股收益 (EPS)	0.47	0.51	0.50	0.67	0.80	0.83
每股经营现金流	0.70	0.67	0.67	0.74	0.80	0.80
销售毛利率	51.77%	48.18%	48.40%	53.00%	38.00%	38.00%
销售净利率	29.29%	29.56%	28.24%	32.13%	25.14%	25.04%
净资产收益率 (ROE)	16.28%	16.57%	15.20%	18.30%	14.85%	14.24%
市盈率 (P/E)	17.57	16.07	16.43	12.27	10.38	9.92
市净率 (P/B)	2.86	2.66	2.50	2.24	1.54	1.41
股息率 (分红/股价)	3.63%	0.00%	3.63%	3.63%	4.19%	4.19%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

4.2 估值和投资建议

从相对估值看，大秦铁路 2010 年和 2011 年动态市盈率为 12 倍和 10 倍，处于历史估值的低端。我们认为大秦铁路的估值可参考港口类上市公司，与港口上市公司 22 倍的整体市盈率比，大秦铁路估值颇具吸引力。如果给予大秦铁路 2011 年 15 倍的市盈率，合理估值为 12 元。

表 8 可比港口类公司估值

股票代码	公司名称	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000022.SZ	深赤湾	16	15	14	2.59	2.38	2.20
600317.SH	营口港	23	17	17	2.02	1.92	1.81
600017.SH	日照港	17	14	14	1.90	1.76	1.61
600717.SH	天津港	19	16	14	1.34	1.27	1.19
600190.SH	锦州港	35	33	31	2.00	1.91	1.82
600018.SH	上港集团	20	19	18	2.43	2.28	2.14
平均		21.82	19.16	18.26	2.05	1.92	1.79

数据来源：湘财证券研究所

从绝对估值看，我们采用 WACC7.22%，永续增长率 2%，则 DCF 估值为 11.73 元。综合来看，大秦铁路的合理估值区间为 11.73-12.00 元，相对当前的 8.27 元的股价有 45% 的空间。

不过，我们还是对大秦铁路的煤运业务长期增长空间表示一定的担忧，在低碳经济逐渐升温的背景下，南方对北方的煤炭需求增长或将不再那么强劲。鉴于此，

我们给予大秦铁路首次“增持”评级，目标价 11.73 元。

风险提示

进口煤炭替代的风险。正如我们前文所分析，我国从煤炭出口国变成煤炭进口国，且年进口量正迈向 2 亿吨，这种增长趋势在未来或将延续，对大秦铁路煤运业务形成的替代作用有可能增加。

新能源的替代风险。我国正在规划的风能和核能项目较为庞大，如果得到实施，至 2020 年间，相当于增加 7.78 亿吨的能源供给，对煤炭形成替代。

基准运价难以持续提升的风险。我国铁路运价为政府管制，基准运价未来能否得到提升存在不确定性。

表 9 大秦铁路利润表

利润表 (单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,860	22,595	23,123	27,228	41,141	43,198
减: 营业成本	10,061	11,709	11,932	12,797	25,507	26,783
营业税金及附加	693	743	759	894	1,351	1,418
营业费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	882	1,129	1,221	1,438	2,172	2,281
财务费用	-49	153	443	434	521	695
资产减值损失	0	0	1	0	0	0
加: 投资收益	0	0	2	0	1,650	1,800
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	9,272	8,862	8,768	11,665	13,239	13,821
加: 其他非经营损益	-73	58	-42	0	0	0
利润总额	9,199	8,920	8,726	11,665	13,239	13,821
减: 所得税	3,089	2,241	2,196	2,916	2,897	3,005
净利润	6,109	6,680	6,530	8,749	10,342	10,816
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	6,109	6,680	6,530	8,749	10,342	10,816

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。