



运输/工业

大秦铁路 (601006)

运量超预期，估值有保障

公司调研简报

林园远
021-38676654
linyuan@gtjas.com
S0880108043322

本报告导读：

2010 年大秦铁路运量有望超 4 亿吨，其中煤运增量主要来自山西内蒙。主业上，大秦线煤运需求稳定，拟收购资产受益运价上调、货运释放。不考虑收购，预计 2010 年 EPS 0.64 元，PE 13.4 倍，PB 2.5 倍，股息率为 3.4%。如按考虑收购增发，则 2010 年 EPS 为 0.73 元。给予“增持”评级。

事件：

- 近期，我们走访了大秦铁路，调研了公司经营现状，及行业发展方向。
- **2010 年大秦铁路运量有望超过 4 亿吨：**受益下游需求回升，1-6 月大秦线完成运量 1.995 亿吨，占全年目标的 52.5%，预计在各方面技术的磨合下，2010 年大秦线运量有望超过设计上限的 4 亿吨。运量饱和后，大秦线收益趋于稳定。
- **2010 年煤运增量来自山西、内蒙：**山西煤炭整合初步完成，带来山西产煤量的增加，以及包线完工带来内蒙的煤运量，是今年煤运增量的主要构成。
- **大秦线煤运需求总体稳定：**经济的发展，以及北煤南运的天然需求，是铁路煤运需求的保障；山西、内蒙产煤量稳中有增，下游港口（秦皇岛、曹妃甸）配套卸货能力，可支撑公司长期煤运需求。经济的波动，影响的只是短期煤运需求。
- **运价上调、运能释放，是拟收购资产的未来的两大看点：**由于普通货运运价的上涨，拟收购资产的盈利能力在 09 年上半年扭亏。该业务未来的发展有 2 个看点，一是运价的继续上升，二是客运线开通后，货运能力的不断释放。
- **铁路行业改革是铁路业的主要契机，但短期难见：**行业改革是必然的，未来铁路改革的方向在于客运高铁化，货运重载化。由于高铁建设更多出于国家战略，因此其票价尚难被普通百姓接受，因此客运高铁化、货能释放可能低于预期。
- **盈利预测及估值：**不考虑收购，预计 2010 年公司可获 EPS 0.64 元，对应 PE 13.4 倍，PB 2.5 倍，假设分红维持去年 0.3 元/股的分红，则股息率为 3.4%。如按考虑收购增发，则 2010 年 EPS 为 0.73 元，PE 不足 12 倍，处于历史低位，给予“增持”评级。

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：14.00

上次预测：14.00

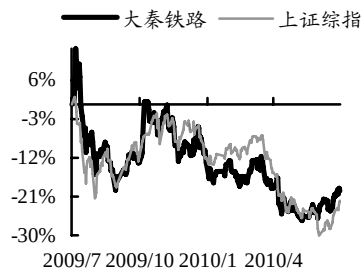
当前价格：8.70

2010.07.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.90-13.15
总市值 (百万元)	112,898
总股本/流通 A 股 (百万股)	12,977/12,9
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	23
日均成交值 (百万元)	200

52 周内股价走势图



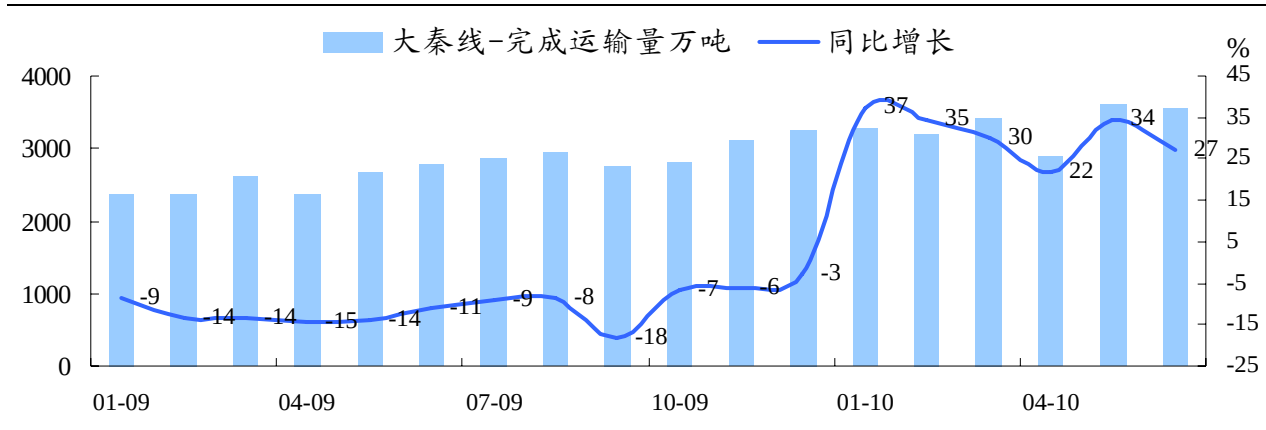
相关报告

- 《大秦铁路：发行方案与市场预期一致，...》
2009.11.12
- 《大秦铁路：三季度业绩环比好转》
2009.10.29
- 《大秦铁路：二季度业绩与一季度基本持平》
2009.08.28
- 《大秦铁路：一季度业绩环比增长 29%》
2009.04.29

1. 受益下游需求回暖，公司货运量回升

2010年，受益于下游需求回升，大秦线上半年完成运输量1.995亿吨，占全年目标的52.5%。预计2010年大秦线年运量将超过4亿吨。（从设计能力讲大秦线运能为4亿吨，但在机车、通信等多方面技术的磨合下，运能上限可能超过4亿吨）

图 1：大秦线货运量



数据来源：国泰君安证券研究

➤ 煤炭运输的增量部分在于山西、内蒙

一方面，今年山西煤炭整合已初步完成，山西煤炭产量有所增加，这部分增量基本由大秦铁路运；另一方面，大包线完成后，内蒙的煤量增长也很快（大包线总煤炭运量是1亿吨），两者是今年煤运的主要增量。

➤ 煤运需求总量长期稳定

煤炭依然是中国主要的能源，北煤南运在很长时间内依然不会改变。尽管新能源发展很快，进口煤应用也是趋势，但总量降的可能性不大，未来还会有一定幅度增长。

一方面煤炭需求总量仍将稳而有增，另一方面，山西、内蒙产煤量也仍有增量，因此大秦线煤炭货运可保持稳定。

➤ 下游港口卸货能力有保障

从规划上看，秦皇岛港、曹妃甸港的设施是为配合大秦线货量设计的，因此港口方面卸货没问题。

2. 收购资产仍有成长空间

由于普通货运运价的上涨，拟收购资产的盈利能力在09年上半年扭亏。该业务未来的发展有2个看点，一是运价的继续上升，二是货运能力的不断释放。

一、均价还有上调空间

普通货运运价近几年来一直在上涨，使拟收购资产的盈利能力不断提升。由于铁路普货运价低于公路、水路等其他运输方式，且目前的普货运输处于亏损状态，因此普货运价仍有上调空间。

二、货运能力逐步释放

客运专线开通，对解决原有“混跑”的铁路格局，释放铁路货运运能有很大的帮助。目前已开通了太原-石家庄的客运线，但太原-石家庄-青岛的客流在原有线路上混跑，因此，货运释放还有提升过程。

3. 客运高铁化，货运重载化是行业改革的方向

1、铁路货能释放进程，可能低于预期

高铁投放后，规划原有铁路将用于铁路货运。

但在中国率先大规模高铁建设，更多的是出自国家战略，而不是经济发展到一定阶段的产物，故高铁现有的票价水平高于部分国民承受能力，这意味着原运价较低的绿皮车在一定的时间内不会取消，特别是在经济相对不发达中西部地区。而这将抑制铁路货能释放进程，导致铁路货能释放低于市场预期。

2、铁路行业改革方向

高铁高昂的建造成本，是其亏损的主因。由于自由资金是逐利的，因此如果政府不进行补贴，以目前高铁盈利状况，自由资金不会因为行业改革而进入。

铁路行业迟迟未改革的原因，一方面在于其对社会稳定的作用，另一方面，改革还涉及到土地资源、财政税收等多方面的问题，而目前又没有更好的解决模式。但改革是迟早的问题，**未来铁路改革的方向，1 是客运高铁化，2 是货运重载化。**

4. 盈利预测及估值

不考虑收购增发，预计2010年公司现有业务可获EPS 0.64元，对应PE 13.4倍，PB 2.5倍，假设分红维持去年0.3元/股的分红，则股息率为3.4%。如考虑收购，按增发20亿股后的新股本（149.77亿股）测算，则2010年EPS为0.73元，PE不足12倍，处于历史低位，给予“增持”评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		