

大秦铁路：电话会议纪要

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

13.60 元

期限： 6 个月 上次预测： 13.60 元

现价(2011 年 01 月 26 日)： 8.57 元

报告日期：

2011-01-27

报告关键点：

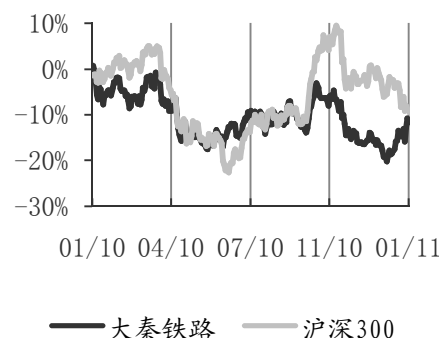
- 现有业务稳定增长，受益于高铁建设和客货分流。
- 外延成长空间广阔。

报告摘要：

- 大秦线2010年实际完成4亿吨运量。2011年在不增加固定资产投资的情况下，可以增加4千-5千吨运量，做到4.4-4.5亿吨。达到4.5亿吨后，大秦线运能继续增加从技术上看没有瓶颈，但实际增长空间要看市场的需求情况。
- 太原局既有线路货运能力和盈利水平将随着整个高铁网络的建成而提升。未来铁路既有线客运业务将向高铁转移，既有线货运能力将大幅度提高，货运业务的效益显著好于客运。通常减少1列客车可增开2列货车，京津高铁开通后，京津既有线货运能力提高60%。客运专线网络形成之后，既有线货运能力及效益的提高是可以预期的。在客运业务转移至高铁的过程中，铁路货运价格趋势也将是向上的，货运价格将逐步趋于合理，既有线盈利能力将有较大提高。
- 朔黄铁路增长前景好。朔黄线的主要货源是陕西。未来中国煤炭主要增量区域将是内蒙和陕西，山西的增速会慢一些。朔黄线原来的制约因素是黄骅港码头，目前从黄骅-天津的铁路已修通，朔黄线增长是可以预期的。
- 普货运价2011年上调的可能性较大。铁路普货运价2005-2009年几乎每年都调整，原来预期2010年4季度将调整普货运价，但到目前为止都还没调。预计2011年普货运价上调的可能性较大。中国目前的铁路运价和国际相比偏低。
- 公司外延式扩张空间。大秦铁路定位于铁道部最重要的融资平台。2010年收购太原局资产后，往西北接大同-包头线，往南接陇海线（陇海线是欧亚大陆桥的组成部分），往东接北京铁路局及天津出海口，这三块资产都可能成为潜在的收购标的。
- 在建煤运通道不会对大秦形成分流。煤炭有三条国家级战略通道—大秦线、朔黄线、及正在修建的晋中南煤运通道。这三条线路货源地非常清晰，大秦线货源地是晋北蒙西、朔黄线是陕西、在建晋中南通道是山西中部和南部。中国铁路在未来一段时间面临的不是竞争的问题，是满足需求、解决瓶颈制约的问题，未来一段时间铁路煤炭运能还是比较紧张的。
- 近年来公司分红比例在50%以上，2010年每股分红超过3毛概率较大。
- 风险提示：经济增速大幅回落。

总市值(百万元)	126,516.40
流通市值(百万元)	126,516.40
总股本(百万股)	14,866.79
流通股本(百万股)	14,866.79
12个月最低/最高	7.68/10.15 元
十大流通股东(%)	68.64%
股东户数	273,890

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.16	9.43	(2.31)
绝对收益	6.07	(5.79)	(11.69)

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450210090011

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22,595.3	23,123.1	41,793.9	46,452.5	48,543.7
Growth(%)	8.3%	2.3%	80.7%	11.1%	4.5%
净利润	6,679.5	6,530.4	10,735.3	13,457.4	14,531.6
Growth(%)	9.3%	-2.2%	64.4%	25.4%	8.0%
毛利率(%)	48.2%	48.4%	44.2%	44.8%	44.9%
净利润率(%)	29.6%	28.2%	25.7%	29.0%	29.9%
每股收益(元)	0.45	0.44	0.72	0.91	0.98
每股净资产(元)	2.71	2.89	3.59	4.32	5.10
市盈率	18.0	18.4	11.2	8.9	8.3
市净率	3.0	2.8	2.3	1.9	1.6
净资产收益率(%)	16.6%	15.2%	20.1%	21.0%	19.2%
ROIC(%)	23.0%	19.6%	22.6%	30.8%	34.8%
EV/EBITDA	8.7	9.2	6.3	4.7	3.9
股息收益率	0.0%	3.2%	1.8%	2.2%	2.4%

前期研究成果

大秦铁路：全球最好的铁路，全球最低的估值

2011-01-12

会议时间：2011 年 1 月 25 日

主讲人：大秦铁路副总经理、董秘黄松青先生

一、公司情况介绍

1、公司业务由大秦线、收购的太原局线路和朔黄铁路 40%的股权三部分构成。

大秦本线。2010 年初预测预测大秦线全年的运量是 3.8 亿吨，2010 年实际完成 4 亿吨。2011 年在基本不增加固定资产投资情况下，可以增加 4 千-5 千吨的运量，做到 4.4-4.5 亿吨。达到 4.5 亿吨后，大秦线运能继续增加从技术上看没有瓶颈，但实际增长空间要看市场的需求情况。这么多年来大秦线一直是不断突破上限发展的。

收购的太原铁路局路产。2010 年收购了太原局 7 条国铁干线线路，主要是南同蒲线、北同蒲线的一部分、石太线、煤运南通道侯月线，这些线路加起来整个的运输能力是 2 亿吨。当初收购的时候预测太原局的这部分路产 2010 年利润贡献能达到 14 亿元、42%的朔黄股权有 15 亿元的利润贡献，目前看是能达到这样的预测。

收购朔黄铁路 40%的股权。朔黄铁路增长前景比较好。中国铁路未来的发展方向就是客运高速+货运重载，目前国内主要的重载铁路是大秦线和朔黄线。大秦线的主要货源是山西北部 and 内蒙西部，朔黄线的主要货源是陕西。未来中国煤炭主要增量区域将是内蒙和陕西，山西的增速会慢一些。朔黄线原来的制约因素是黄骅港码头，目前从黄骅-天津的铁路已修通，朔黄线的增长是可以预期的。

2、客运专线建设将提高既有铁路线的货运能力及效益水平。

从中国铁路的发展方向看，高铁在 2011-2012 年将形成网络。高铁是国家战略，高铁在未来 20 年甚至更长时间，在国家经济结构调整、产业转移过程中将发挥重要作用。高铁建成之后，可以预期的是产业从沿海向内陆转移的速度会加快。武广高铁建成后，产业从珠三角向内地发展趋势是比较明显的。未来在中国产业转移的过程中，在内地会形成重量级的制造业基地，在这个过程中铁路会发挥重要作用。

未来铁路既有线有相当一部分客运业务会转移至高铁上，既有线的货运能力会大幅度提高，货运业务的效益是明显好于客运的。通常每开 1 列客车要影响 2 列货车，京津高铁开通后，既有线的货运能力提高 60%。当然京津线由其特殊性，它过去客运比重比较大。但是可以预期的是，一旦客运网络形成之后，既有线货运能力及既有线效益的提高是可以预期的。同时在客运业务转移至高铁的过程中，未来铁路货运价格的趋势也将是向上的，货运价格将逐步趋于合理，既有线的盈利能力将有比较大的提高。

目前和公司关系比较密切、已经开通的是石太客运专线，但由于整个京广线没有开通，从石家庄-北京、石家庄-郑州、及石家庄-青岛都没有开通，没有形成网络，因此 09 年-10 年石太线既有线货运能力的提升不是很明显。但随着 2011 年京沪线开通、2012 年京广线开通、随着整个高铁网络的建成，既有线的能力将显著提高。

3、普货运价 2011 年上调的可能性较大

目前整个社会的物价水平涨的比较快。铁路普货运价 2005-2009 年几乎每年都调整，原来预期 2010 年 4 季度调整普货运价，但到目前为止都还没调。预计 2011 年普货运价上调的可能性比较大。中国目前的铁路运价和国际相比都是偏低的。

4、公司外延式扩张方向

按照铁道部的要求，大秦铁路作为铁道部最重要的融资平台，铁道部明确表示要存量换增量，继续进行融资。2010 年收购完太原局资产后，往西北接大同-包头线，往南接陇海线（陇海线是欧亚大陆桥的组成部分），往东接北京铁路局及天津出海口，这三块资产都可能成为潜在的收购标的。

二、问答环节

1、未来公司是否面临新修铁路的竞争？

目前有三条国家级的战略通道——大秦线、朔黄线、及正在修建的晋中南煤运通道，这三条大能力通道是其他线路没法比的。这三条线路的货源地是非常清晰的，大秦线货源地是晋北蒙西、朔黄线货源地是陕西、新增的晋中南通道货源地是山西中部和南部。中国铁路在未来一段时间面临的不是竞争的问题，是满足需求、解决瓶颈制约的问题，未来一段时间运能还是比较紧张的局面。

2、高铁建成后，既有线货运能力释放是否会对大秦线造成冲击？

既有线货运能力释放出来后，不会改变目前三西煤炭通过大秦线运至秦皇岛、再船运往华东、华南的格局。主要是因为铁路运输是比水路运输的成本更经济的，并且目前既有的煤炭运输格局也是非常完善和成熟的。

3、未来铁路改革的进程是否会加快？

铁路改革的方向是政企分开，实行市场化。但中国铁路目前看，未来几年最重要的任务还是高铁建设。在高铁发展成一定规模后，才是改革。

4、公司是否有再融资需求？

公司目前负债主要是 135 亿的中期票据，收购的时候借了 110 个亿。公司目前每年刨去分红，净现金流有七八十亿。未来如果有再融资一定是有新的收购项目。

5、电价上调对公司毛利的影响？

公司现在第一大成本是折旧、第二大成本是电力，电价如上调对公司成本有一定影响。

6、公司的分红政策？

近年来公司分红比例在 50%以上，2010 年每股分红超过 3 毛概率较大。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-1-11		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22,595.3	23,123.1	41,793.9	46,452.5	48,543.7	成长性					
减: 营业成本	11,708.8	11,932.5	23,327.9	25,642.0	26,747.0	营业收入增长率	8.3%	2.3%	80.7%	11.1%	4.5%
营业税费	743.3	759.2	1,435.0	1,594.8	1,670.5	营业利润增长率	-4.4%	-1.1%	61.4%	22.9%	8.1%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	9.3%	-2.2%	64.4%	25.4%	8.0%
管理费用	1,128.5	1,220.9	2,507.1	2,783.2	2,926.6	EBITDA 增长率	5.3%	6.3%	44.9%	17.3%	4.0%
财务费用	152.6	443.4	872.4	712.6	152.6	EBIT 增长率	-2.3%	2.2%	63.1%	20.5%	4.7%
资产减值损失	-0.0	0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	12.7%	2.1%	63.3%	22.8%	4.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.8%	41.7%	-9.9%	-7.4%	-7.2%
投资和汇兑收益	-	1.5	497.0	1,669.4	1,748.3	净资产增长率	7.4%	6.5%	24.4%	20.2%	18.1%
营业利润	8,862.1	8,768.2	14,148.5	17,389.4	18,795.3	利润率					
加: 营业外净收支	57.9	-42.2	-	-	-	毛利率	48.2%	48.4%	44.2%	44.8%	44.9%
利润总额	8,920.0	8,726.0	14,148.5	17,389.4	18,795.3	营业利润率	39.2%	37.9%	33.9%	37.4%	38.7%
减: 所得税	2,240.5	2,195.6	3,411.7	3,930.0	4,261.8	净利率	29.6%	28.2%	25.7%	29.0%	29.9%
净利润	6,679.5	6,530.4	10,735.3	13,457.4	14,531.6	EBITDA/营业收入	51.0%	52.9%	42.4%	44.8%	44.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	39.9%	39.8%	35.9%	39.0%	39.0%
货币资金	4,677.7	9,017.2	7,946.2	22,064.0	36,710.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	642	738	416	365	331
应收账款	1,936.3	2,615.6	4,730.6	5,257.9	5,494.6	流动营业资本周转天数	-254	-190	-52	-57	-59
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	130	154	116	169	272
预付帐款	1.6	24.2	68.4	117.1	167.8	应收帐款周转天数	13	25	31	37	39
存货	675.1	826.3	1,615.4	1,775.6	1,852.1	存货周转天数	7	12	11	13	13
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	904	1,015	581	566	632
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	521	670	413	340	301
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	65.2	65.2	-	-	-	ROE	16.6%	15.2%	20.1%	21.0%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.7%	9.6%	16.0%	17.0%	15.9%
固定资产	46,452.2	48,289.6	48,246.2	45,840.3	43,434.3	ROIC	23.0%	19.6%	22.6%	30.8%	34.8%
在建工程	3,798.4	2,357.9	-	-	-	费用率					
无形资产	4,726.6	4,644.6	4,335.0	4,046.0	3,776.3	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	91.2	103.6	0.0	0.0	0.0	管理费用率	5.0%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	62,424.3	67,944.1	66,941.9	79,100.8	91,435.6	财务费用率	0.7%	1.9%	2.1%	1.5%	0.3%
短期债务	-	3,100.0	-	-	-	三费/营业收入	5.7%	7.2%	8.1%	7.5%	6.3%
应付帐款	20,502.9	6,779.3	13,253.5	14,568.3	15,196.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	35.4%	36.8%	20.2%	18.8%	17.1%
其他流动负债	1,600.4	1,626.2	215.1	291.4	371.2	负债权益比	54.8%	58.2%	25.3%	23.2%	20.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.33	1.08	1.06	1.96	2.83
其他非流动负债	0.6	13,444.9	0.5	0.5	0.5	速动比率	0.30	1.01	0.94	1.84	2.72
负债总额	22,103.9	24,986.3	13,505.0	14,896.0	15,603.6	利息保障倍数	59.09	20.78	17.22	25.40	124.18
少数股东权益	-	-	1.5	3.5	5.5	分红指标					
股本	12,976.8	12,976.8	14,866.0	14,866.0	14,866.0	DPS(元)	-	0.26	0.14	0.18	0.20
留存收益	27,343.7	29,981.1	38,569.3	49,335.2	60,960.5	分红比率	0.0%	59.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	40,320.5	42,957.8	53,436.8	64,204.7	75,832.0	股息收益率	0.0%	3.2%	1.8%	2.2%	2.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6,679.5	6,530.4	10,735.3	13,457.4	14,531.6	EPS(元)	0.45	0.44	0.72	0.91	0.98
加: 折旧和摊销	2,616.2	3,139.3	2,715.6	2,695.0	2,675.7	BVPS(元)	2.71	2.89	3.59	4.32	5.10
资产减值准备	-0.0	0.5	-	-	-	PE(X)	18.0	18.4	11.2	8.9	8.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.3	1.9	1.6
财务费用	-48.5	152.6	443.4	872.4	712.6	P/FCF	153.8	14.6	-146.9	7.2	6.9
投资收益	-	-1.5	-497.0	-1,669.4	-1,748.3	P/S	5.3	5.2	2.9	2.6	2.5
少数股东损益	-	-	1.5	2.0	2.0	EV/EBITDA	8.7	9.2	6.3	4.7	3.9
营运资金的变动	-645.8	-1,487.6	2,215.3	654.9	343.6	CAGR(%)	26.3%	30.6%			
经营活动产生现金流量	8,747.4	8,634.9	16,043.2	15,852.4	15,957.2	PEG	0.7	0.6	-0.3	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-7,906.8	#####	562.1	1,669.4	1,748.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-3,952.3	12,747.8	#####	-3,404.1	-3,058.9	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034