

净利润增长近 20%，朔黄扩能改造值得期待

——大秦铁路中报点评

报告关键点：

- 上半年净利润同比增长18.5%，二季度业绩略低于预期；
- 人工费用、大修费用等导致成本上涨11%；
- 朔黄铁路3.5亿吨改造平稳推进。

报告摘要：

- **上半年净利润同比增长18.5%。**上半年公司实现营业收入218.5亿元，同比增长9.4%；营业利润81.7亿元，同比增长17.1%；归属母公司所有者净利润61.8亿元，同比增长18.5%；基本每股收益0.42元，其中一季度实现每股收益0.23元、二季度实现每股收益0.19元，二季度业绩略低于预期，主要是由于二季度毛利率较一季度下降5.3个百分点，我们认为4月份大秦线大修可能是导致毛利率下降的主要原因之一。
- **煤炭运量增速好于平均水平。**上半年公司货运收入为173.3亿元，同比增长10.1%；客运收入23.5亿元，同比增长9.4%。从业务量来看，上半年公司货物运量和周转量分别为3.70亿吨（煤炭2.82亿吨，占比76.2%）、1757亿吨公里（煤炭1554亿吨公里，占比88.4%），同比分别增长3.8%、8.8%，煤炭增量高于平均水平。公司主要收入和利润来源大秦线实现煤炭运量2.16亿吨，同比增长8.3%，7月份大秦线运量为3812万吨，同比增长5%，预计全年有望实现4.4亿吨的运输目标。
- **人员费用、大修支出等大幅上涨导致成本上涨11%。**上半年公司成本上涨11.1%，略高于收入增幅，导致毛利率略有下降至43.9%；成本中增幅较大的是土地房屋租赁费、供暖供热及房屋维修费、大修支出、人员费用等，其中人员费用增量占成本增量的32.2%，大修支出增量占比达到16.5%、土地房屋租赁费增量占比达到14.1%，多项成本的上涨导致公司成本上涨略超预期。
- **朔黄铁路贡献投资收益占净利润近15%。**上半年朔黄铁路贡献投资收益9.2亿元，占公司净利润的14.9%，上半年朔黄铁路实现煤炭运量8794万吨，同比增长9.6%；朔黄铁路3.5亿吨改造平稳推进，改造完成后对公司的投资收益贡献将明显提升。
- **维持公司“买入-A”投资评级。**预计公司2011-2013年每股收益分别为0.86元、1.01元、1.17元，当前股价对应动态市盈率分别为8.9倍、7.6倍、6.5倍，估值已经处于历史底部，明显低于国际市场铁路上市公司估值水平，并且公司股息收益率为5.5%，公司现金流状况良好为后期分红提供保障，从长期来看公司将作为北方地区铁路资产整合平台，后续仍有资产注入的可能，铁路行业处于基本面持续改善的起点，铁路市场化改革也有望在十八大后取得实质性进展，综合考虑我们维持公司“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**煤炭需求增长低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	23,123.1	42,013.8	46,005.6	50,157.5	54,584.4
Growth(%)	2.3%	81.7%	9.5%	9.0%	8.8%
净利润	6,530.4	10,410.8	12,725.8	15,000.5	17,463.1
Growth(%)	-2.2%	59.4%	22.2%	17.9%	16.4%
毛利率(%)	48.4%	42.4%	42.3%	44.4%	46.1%
净利润率(%)	28.2%	24.8%	27.7%	29.9%	32.0%
每股收益(元)	0.44	0.70	0.86	1.01	1.17
每股净资产(元)	2.89	3.79	4.22	4.72	5.31
市盈率	17.3	10.9	8.9	7.6	6.5
市净率	2.6	2.0	1.8	1.6	1.4
净资产收益率(%)	15.2%	18.5%	20.3%	21.4%	22.1%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

13.60 元

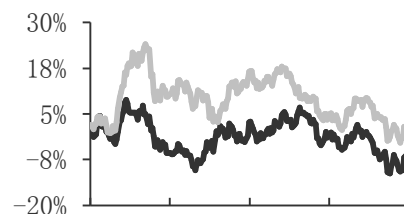
期限： 12 个月 上次预测： 13.60 元

现价（2011 年 08 月 30 日）： 7.57 元

报告日期： 2011-08-30

总市值(百万元)	113,284.95
流通市值(百万元)	113,284.95
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	7.12/9.65 元
十大流通股东(%)	71.16%
股东户数	

12 个月股价表现



08/10 12/10 03/11 06/11

—— 大秦铁路 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.24	(0.61)	(7.06)
绝对收益	0.23	(4.34)	(7.26)

汪立

行业分析师

执业证书编号

wangli1@essence.com.cn
S1450511050002

吴莉

高级行业分析师

010-66581623
执业证书编号

wuli@essence.com.cn
S1450511020019

前期研究成果

大秦铁路：业绩说明会纪要	2011-05-03
大秦铁路：被低估的铁路龙头	2011-04-29
大秦铁路：煤运巨无霸，潮平岸阔帆正劲	2011-04-18

1. 上半年净利润同比增长 18.5%

上半年公司实现营业收入 218.5 亿元，同比增长 9.4%；营业利润 81.7 亿元，同比增长 17.1%；归属母公司所有者净利润 61.8 亿元，同比增长 18.5%；基本每股收益 0.42 元，其中一季度实现每股收益 0.23 元、二季度实现每股收益 0.19 元，略低于预期，主要是由于二季度毛利率较一季度下降 5.3 个百分点。我们认为 4 月份大秦线大修可能是导致毛利率下降的主要原因，一方面导致运量减小，另一方面导致成本比一季度提升，所以毛利率环比下降较多。

从期间费用来看，财务费用大幅提升 56.9% 至 5.44 亿元，管理费用同比增长 12.6% 至 10.90 亿元，财务费用率、管理费用率分别提升 0.14 个百分点、0.75 个百分点。

表 1：大秦铁路中期业绩一览

项目 (万元)	2011H	2010H	同比变化
营业收入	2,185,219	1,997,630	9.39%
毛利率	43.94%	44.81%	下降 0.88 个百分点
营业成本	1,225,123	1,102,407	11.13%
管理费用	108,977	96,821	12.56%
管理费用率	4.99%	4.85%	提升 0.14 个百分点
财务费用	54,379	34,667	56.86%
财务费用率	2.49%	1.74%	提升 0.75 个百分点
投资净收益	91,947	0	不可比
利润总额	811,977	697,222	16.46%
所得税	193,454	175,127	10.46%
实际所得税率	23.83%	25.12%	下降 1.29 个百分点
净利润	618,523	522,095	18.47%
净利润率	28.30%	26.14%	提升 2.17 个百分点
归属于母公司所有者的净利润	618,474	522,058	18.47%
基本每股收益 (元)	0.42	0.35	20.00%
净资产收益率	10.56%	9.35%	提升 1.21 个百分点

数据来源：公司中报、安信证券研究中心

2. 煤炭运量增速好于平均水平，大秦线有望实现 4.4 亿吨年度目标

上半年公司货运收入为 173.3 亿元，同比增长 10.1%；客运收入 23.5 亿元，同比增长 9.4%；货运业务收入增速略好于客运。

从业务量来看，上半年公司货物运量和周转量分别为 3.70 亿吨（煤炭 2.82 亿吨，占比 76.2%）、1757 亿吨公里（煤炭 1554 亿吨公里，占比 88.4%），同比分别增长 3.8%、8.8%，煤炭增量高于平均水平。

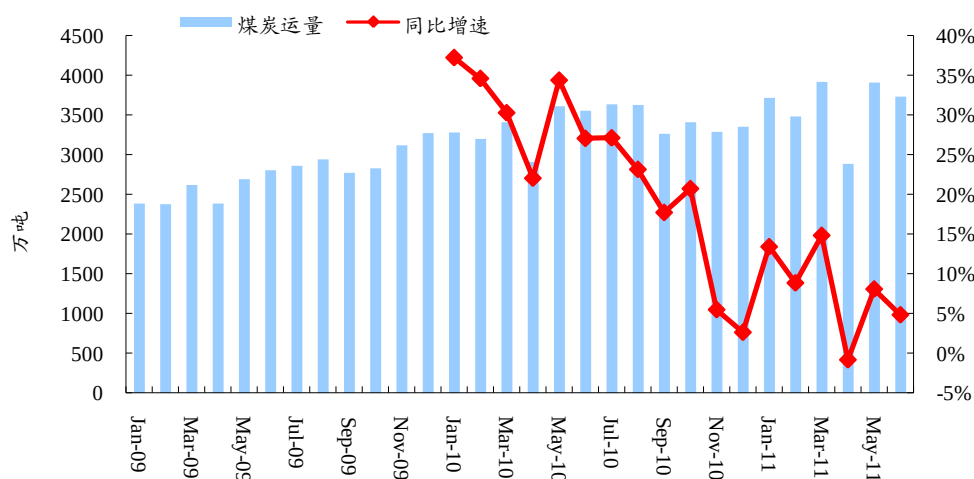
公司主要收入和利润来源大秦线实现煤炭运量 2.16 亿吨，同比增长 8.3%，7 月份大秦线运量为 3812 万吨，同比增长 5%，预计全年有望实现 4.4 亿吨的运输目标。

表 2：公司各项业务量一览

项目	2011H	2010H	同比增长
旅客发送量（万人）	2,797	2,705	3.40%
货物发送量（万吨）	25,382	23,455	8.22%
其中：煤炭	21,683	19,686	10.14%
煤炭占比	85.43%	83.93%	提升 1.5 个百分点
货物到达量（万吨）	16,710	16,368	2.09%
其中：煤炭	13,742	13,623	0.87%
煤炭占比	82.24%	83.23%	下降 0.99 个百分点
货物运输量（万吨）	37,034	35,692	3.76%
其中：煤炭	28,233	26,852	5.14%
煤炭占比	76.24%	75.23%	提升 1 个百分点
货物周转量（亿吨公里）	1,757	1,615	8.79%
其中：煤炭	1,554	1,391	11.72%
煤炭占比	88.45%	86.13%	提升 2.32 个百分点
大秦线运输量（万吨）	21,607	19,947	8.32%

数据来源：公司中报、安信证券研究中心

图 1：大秦线各月运量及增速



数据来源：煤炭资源网、安信证券研究中心

3. 成本增幅略高于收入增幅

上半年公司成本上涨 11.1%，略高于收入增幅，导致毛利率略有下降至 43.9%；成本中，增幅较大的是土地房屋租赁费、供暖供热及房屋维修费、大修支出、人员费用等，其中人员费用增量占成本增量的 32.2%，大修支出增量占比达到 16.5%、土地房屋租赁费增量占比达到 14.1%，多项成本的上涨导致公司成本上涨略超预期。

表 3：成本构成及增量分析

项目	2011H	占比	2010H	同比增长	增量	增量占比
人员费用	274,606	23.06%	236,884	15.92%	37,722	32.18%
其他	66,411	5.58%	38,559	72.23%	27,852	23.76%
大修支出	64,540	5.42%	45,264	42.59%	19,276	16.45%
土地房屋租赁费	21,000	1.76%	4,492	367.45%	16,508	14.08%
电力及燃料	207,699	17.44%	197,404	5.21%	10,295	8.78%
供热、供暖费及房屋维修费	17,372	1.46%	7,135	143.48%	10,237	8.73%
货运服务费	111,565	9.37%	104,258	7.01%	7,306	6.23%
折旧	197,415	16.58%	190,450	3.66%	6,965	5.94%

通信服务费	16,095	1.35%	10,628	51.43%	5,466	4.66%
外购劳务	791	0.07%	598	32.19%	193	0.16%
材料	53,922	4.53%	57,579	-6.35%	-3,657	-3.12%
客运服务费	99,565	8.36%	104,422	-4.65%	-4,857	-4.14%
货车使用费	60,000	5.04%	76,094	-21.15%	-16,094	-13.73%
合计	1,190,980	100.00%	1,073,768	10.92%	117,212	100.00%

数据来源：煤炭资源网、安信证券研究中心

4. 朔黄线 3.5 亿吨改造值得期待

上半年朔黄铁路贡献投资收益 9.2 亿元，占公司净利润的 14.9%，上半年朔黄铁路实现煤炭运量 8794 万吨，同比增长 9.6%；朔黄铁路 3.5 亿吨改造平稳推进，改造完成后对公司的投资收益贡献将明显提升。

5. 维持“买入-A”投资评级

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.86 元、1.01 元、1.17 元，当前股价对应动态市盈率分别为 8.9 倍、7.6 倍、6.5 倍，估值已经处于历史底部，明显低于国际市场铁路上市公司估值水平，并且公司股息收益率为 5.5%，公司现金状况良好为后期分红提供保障，从长期来看公司将作为北方地区铁路资产整合平台，后续仍有资产注入的可能，铁路行业处于基本面持续改善的起点，铁路市场化改革也有望在十八大后取得实质性进展，综合考虑我们维持公司“买入-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-8-29		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	23,123.1	42,013.8	46,005.6	50,157.5	54,584.4	成长性					
减: 营业成本	11,932.5	24,218.8	26,532.4	27,904.9	29,419.0	营业收入增长率	2.3%	81.7%	9.5%	9.0%	8.8%
营业税费	759.2	1,370.3	1,513.6	1,650.2	1,795.8	营业利润增长率	-1.1%	56.5%	19.0%	18.0%	16.1%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-2.2%	59.4%	22.2%	17.9%	16.4%
管理费用	1,220.9	2,211.0	1,513.6	1,650.2	1,795.8	EBITDA 增长率	6.2%	53.2%			
财务费用	443.4	1,077.1	1,150.6	1,000.6	950.6	EBIT 增长率	2.2%	60.6%			
资产减值损失	0.5	-0.7	-0.3	0.6	0.0	NOPLAT 增长率	2.1%	64.7%	18.3%	15.9%	15.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.7%	42.8%	-14.1%	4.6%	-8.8%
投资和汇兑收益	1.5	582.7	-	-	-	净资产增长率	6.5%	31.2%	11.3%	12.0%	12.4%
营业利润	8,768.2	13,720.1	16,323.5	19,267.6	22,379.2	利润率					
加: 营业外净收支	-42.2	-33.9	10.0	10.0	10.0	毛利率	48.4%	42.4%	42.3%	44.4%	46.1%
利润总额	8,726.0	13,686.1	16,333.5	19,277.6	22,389.2	营业利润率	37.9%	32.7%	35.5%	38.4%	41.0%
减: 所得税	2,195.6	3,275.2	3,606.7	4,276.0	4,925.0	净利润率	28.2%	24.8%	27.7%	29.9%	32.0%
净利润	6,530.4	10,410.8	12,725.8	15,000.5	17,463.1	EBITDA/营业收入	53.4%	45.0%	46.0%	47.0%	48.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	39.8%	35.2%	38.0%	39.0%	40.0%
货币资金	9,017.2	10,153.2	16,999.8	21,927.2	36,648.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	738	476	487	435	384
应收账款	2,615.6	2,810.8	3,275.8	3,571.0	3,886.3	流动营业资本周转天数	-190	-76	-125	-116	-92
应收票据	-	1.0	0.4	0.5	0.8	流动资产周转天数	154	115	142	177	230
预付账款	24.2	114.7	164.4	234.2	313.7	应收帐款周转天数	25	20	17	18	18
存货	826.3	1,174.0	1,551.1	1,638.8	1,624.5	存货周转天数	12	9	11	11	11
其他流动资产	-	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	1,015	720	801	757	740
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	670	525	524	455	408
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	65.2	13,574.9	13,574.0	13,574.0	13,573.9	ROE	15.2%	18.5%	20.3%	21.4%	22.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	10.4%	12.2%	14.1%	14.8%
固定资产	48,289.6	62,829.2	61,602.0	59,556.5	57,017.1	ROIC	19.6%	22.8%	18.8%	25.4%	28.1%
在建工程	2,357.9	4,696.7	2,818.6	1,691.8	1,015.7	费用率					
无形资产	4,644.6	4,542.2	4,239.5	3,956.9	3,693.2	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	103.6	249.5	251.4	250.7	250.2	管理费用率	5.3%	5.3%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	67,944.1	100,146.2	104,477.0	106,401.5	118,024.1	财务费用率	1.9%	2.6%	2.5%	2.0%	1.7%
短期债务	3,100.0	12,450.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.2%	7.8%	7.6%	7.0%	6.7%
应付账款	6,779.3	13,756.2	25,534.8	19,519.8	21,867.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	36.8%	43.7%	40.0%	34.0%	33.1%
其他流动负债	1,626.2	2,926.8	1,312.9	1,541.5	1,843.3	负债权益比	58.2%	77.7%	66.5%	51.5%	49.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.08	0.49	0.81	1.28	1.76
其他非流动负债	13,444.9	14,576.1	14,653.6	14,762.1	14,916.7	速动比率	1.01	0.45	0.76	1.20	1.69
负债总额	24,986.3	43,804.6	41,721.2	36,174.4	39,064.2	利息保障倍数	20.78	13.74			
少数股东权益	-	7.9	8.9	10.0	11.2	分红指标					
股本	12,976.8	14,866.8	14,866.8	14,866.8	14,866.8	DPS(元)	0.26	0.26	0.43	0.50	0.59
留存收益	29,981.1	41,467.0	47,829.9	55,330.1	64,061.7	分红比率	59.6%	37.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	42,957.8	56,341.7	62,705.5	70,206.9	78,939.7	股息收益率	3.4%	3.4%	5.6%	6.6%	7.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6,530.4	10,410.9	12,725.8	15,000.5	17,463.1	EPS(元)	0.44	0.70	0.86	1.01	1.17
加: 折旧和摊销	3,139.3	4,117.7	3,406.4	3,457.7	3,481.9	BVPS(元)	2.89	3.79	4.22	4.72	5.31
资产减值准备	0.5	-0.7	-0.3	0.6	0.0	PE(X)	17.3	10.9	8.9	7.6	6.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	443.4	992.3	1,150.6	1,000.6	950.6	P/FCF	13.8	-61.6	10.9	9.3	4.9
投资收益	-1.5	-582.7	-	-	-	P/S	4.9	2.7	2.5	2.3	2.1
少数股东损益	-	0.0	1.0	1.1	1.2	EV/EBITDA	11.4	7.0	6.5	6.0	5.5
营运资金的变动	-1,487.6	3,135.8	9,447.6	-6,000.3	2,509.0	CAGR(%)	31.9%	18.8%	15.3%	14.0%	11.7%
经营活动产生现金流量	8,634.9	16,915.8	26,731.1	13,460.3	24,405.7	PEG	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-17,043.2	-35,948.8	-1.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	2.1	2.4	2.0	2.7	3.0
融资活动产生现金流量	12,747.8	20,094.7	-19,933.5	-8,500.9	-9,682.1	REP	1.3	0.8	0.9	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介:

汪立：安信证券交通运输行业分析师。北京交通大学交通工程本科，中国科学院研究生院管理学硕士。3年交通运输行业研究经验，2011年4月加入安信证券，之前先后任职于天相投顾、国都证券。

分析师声明

汪立、吴莉分别声明，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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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