

铁路运输 II
大秦铁路 (601006. SH) / 7.17 元
短期看朔黄、中长期看提价和资产注入
事 项

九月底，我们就公司经营情况调研了大秦铁路。

主要观点
1. 大秦线运能即将进入缓慢增长期。

铁路煤炭运输是公司营业收入的主要构成部分。2010 年公司大秦线完成 4.05 亿吨运量，今年计划完成 4.4 亿吨，其中上半年已经完成 2.16 亿吨。大秦线运能已经超过了当初 4 亿吨的设计运能。虽然通过不断发展重载技术和提高组织效率等方式，大秦线有继续提高运输能力的空间，但未来提升空间并不大，预计其运能在达到 4.5 亿吨后将进入缓慢增长期。

2. 朔黄铁路投资收益是公司近期内主要看点。

朔黄线主要承担中国神华煤炭外运工作，上游货源充足，是“西煤东运”的另外一条重要通道。此外，朔黄线毛利率和净利率明显高于大秦线。2010 年收购太原局资产后，公司持有朔黄公司 41.16% 的股权。朔黄线业绩快速增长带来的投资收益将极大促进公司业绩提升，成为公司短期内业绩增长的主要看点。根据 2011 年半年报显示，公司上半年营业利润增加 11.93 亿元。其中，朔黄线投资收益贡献了 9.19 亿元，占公司半年度新增营业利润的 77%。

3. 货运运价存在上涨预期。

铁路系统普货运价最近一次上调发生在 2011 年 4 月，曾上调 0.002 元/吨公里，且近年几乎每年都在上调。随着未来通胀持续及铁道部经营不佳现状，普货运价有望继续上调。目前，公司特殊运价为 0.751 元/吨公里，已经持续八年没有调整过。若普货运价持续上涨，特殊运价也可能出现上调，则公司业绩有望得到提升。但目前价格调整的决定权在铁道部及价格司，尚未有确定的时间表。

4. 铁路系统资产进一步注入值得期待。

高位的资产负债率和高额的利息使铁道部经营举步维艰。长期以来，铁道部的三家上市公司被默认定位于铁道部的融资平台。2010 年公司通过收购太原局为铁道部带来 328 亿元的资金收入。在目前其资金缺口巨大的情况下，进一步的资产注入值得期待。具体来看，山西局附近的呼和浩特局、西安局及北京局等都很有可能成为接下来的资产注入对象，公司的运输网络将得到进一步完善。

5. 多元化经营、货运运力释放亦值得关注。

公司 2010 年收购太原局资产后，已经从单一的货运公司转型为客、货运输公司。2010 年公司客运收入占比 11%，在铁路体制改革及铁道部放权于铁道局的背景下，综合运营收入亦有提高的可能性。政策层面上，铁道部也多次强调未来铁路运输将实现多元化经营，倡议服务向铁路运输的两端延伸，并大力发展高附加值服务。公司上市并收购太原局资产后，增加了自主经营权，更有利于向综合业务转型。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

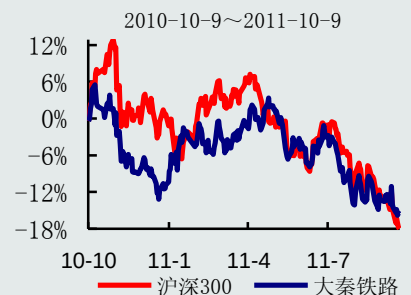
联系人：陈娟、周玉华
Tel: 0755-82828557
Email: zhouyuhua@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	1486679
流通 A 股/B 股(万股)	1486679/0
资产负债率(%)	42.23
每股净资产(元)	3.86
市盈率(倍)	17.24
市净率(倍)	1.86
12 个月内最高/最低价	9.65/7.11

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

此外，如果高铁及客运专线能够顺利按期开通，尤其是京广、京九线开通后，铁路货运运力可得到一定释放，将更有利促进公司转型，公司运能也会得到提升。但具体进程要取决于铁道部的整体规划。

6. 投资建议与盈利预测：短期看，朔黄铁路业绩快速增长将为公司贡献重要利润；中长期看，提价和资产注入及高铁运力释放值得期待。撇去业绩角度，公司稳定的分红及低估值亦是目前优质的投资标的。预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别是 0.85 元、0.94 元、1.03 元，对应的 PE 分别为 8.44 倍、7.63 倍和 6.96 倍。首次关注，给予“推荐”评级。

风险提示

1. 宏观经济整体下滑
2. 铁路安全事故影响
3. 资产注入进度滞后
4. 铁路运价调整受阻

目 录

一、铁路煤炭运输是公司营业收入的主要构成部分.....	5
二、大秦线运能即将进入缓慢增长期	6
三、朔黄铁路投资收益是公司近期内主要看点.....	7
四、货运运价存在上涨预期	8
五、铁路系统资产进一步注入值得期待	8
六、多元化经营、货运运力释放亦值得关注.....	9
七、投资建议与盈利预测.....	9
风险提示	9

图表目录

图表 1	煤炭运输量占据公司货物运输量的绝对比重（2010 年包括太原局数据）	5
图表 2	货运收入是公司营业收入构成的主要部分（2010 年数据）	5
图表 3	煤炭是公司货物发送量的最主要品种（2010 年数据）	6
图表 4	人工、电力和折旧是公司主要营业成本（2010 年数据）	6
图表 5	大秦线运量增速逐年放缓	7
图表 6	朔黄铁路在“西煤东运”中的地位仅次于大秦线	7
图表 7	太原铁路局资产及其临边铁路局情况	9

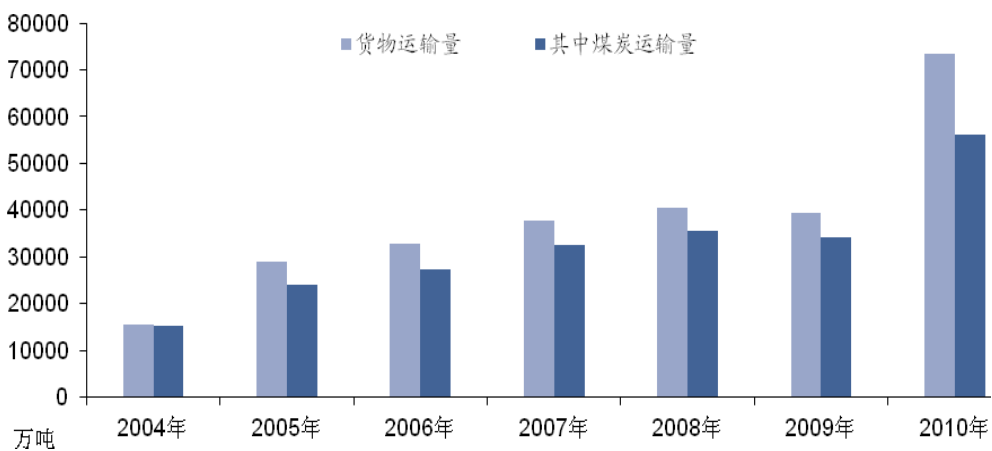
一、铁路煤炭运输是公司营业收入的主要构成部分

公司成立于 2004 年，2006 年完成 A 股市场 IPO。公司目前拥有北同蒲、南同蒲、侯月、石太、丰沙大、太焦、京原、侯西等 9 条铁路干线，及口泉、云冈、宁岢、平朔、忻河、兰村、西山、介西、太岚等 9 条支线。

公司是我国“西煤东运”战略的重要企业，主要承运山西、陕西、及蒙西“三西”地区的煤炭外运工作。“三西”地区煤炭储量约占全国煤炭储量的 70%左右。而煤炭需求则集中在东南等地，供需不平衡导致大量煤炭外运需求。铁路运输承担了煤炭外运 90%左右的运输量，运力紧张一直是制约煤炭外运的制约因素。

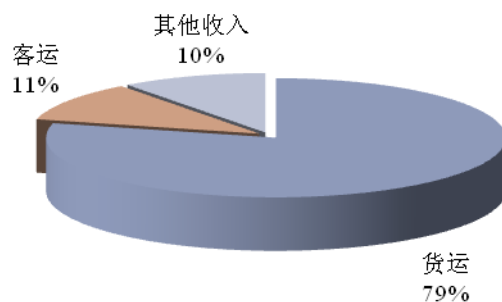
铁路煤炭运输是公司的主营业务。今年上半年，公司实现货物运输量 3.7 亿吨，其中煤炭运输量占比 76.24%，其他主要货物运输品种分别为焦炭、钢铁及矿石等。公司上半年实现营收 218.52 亿元，同比增 9.39%。

图表 1 煤炭运输量占据公司货物运输量的绝对比重（2010 年包括太原局数据）



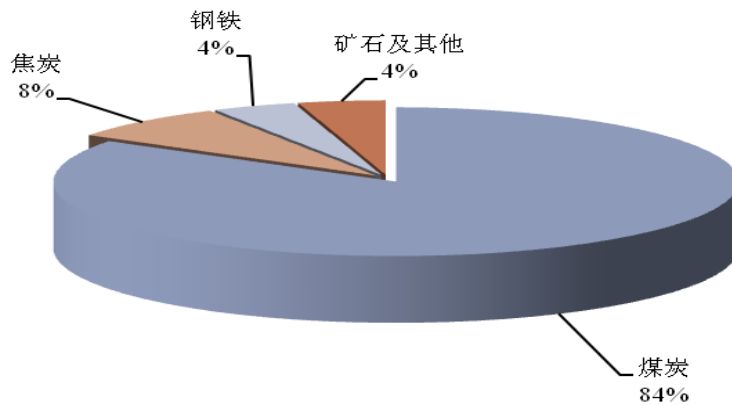
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 2 货运收入是公司营业收入构成的主要部分（2010 年数据）



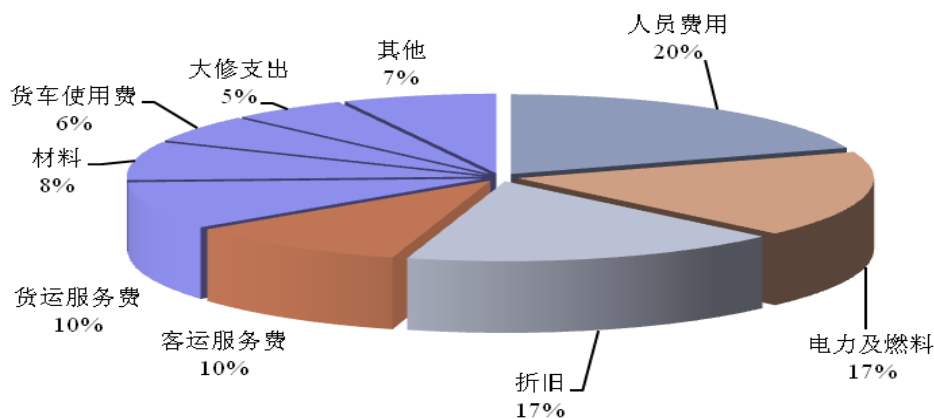
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 3 煤炭是公司货物发送量的最主要品种（2010 年数据）



资料来源：公司年报, 华创证券研究所

图表 4 人工、电力和折旧是公司主要营业成本（2010 年数据）



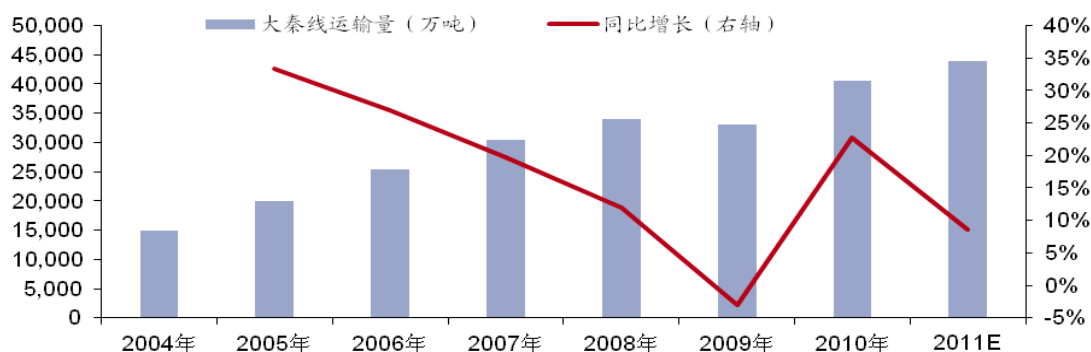
资料来源：公司年报, 华创证券研究所

二、大秦线运能即将进入缓慢增长期

铁路煤炭运输是公司营业收入的主要构成部分。大秦线 2010 年完成 4.05 亿吨运量，今年计划完成 4.4 亿吨，其中上半年已经完成 2.16 亿吨。其运能已经超过了当初 4 亿吨的设计运能。大秦线运能从 2004 年的 1.5 亿吨提升至 2010 年 4.05 亿吨，预计 2011 年运能达到 4.4 亿吨，已经是期初的三倍水平。

虽然通过不断发展重载技术和提高组织效率等方式，大秦线有继续提高运输能力的空间，但未来提高空间不大，预计大秦线运能在达到 4.5 亿吨后将进入缓慢增长期。

图表 5 大秦线运量增速逐年放缓



资料来源：公司年报，华创证券研究所

三、朔黄铁路投资收益是公司近期内主要看点

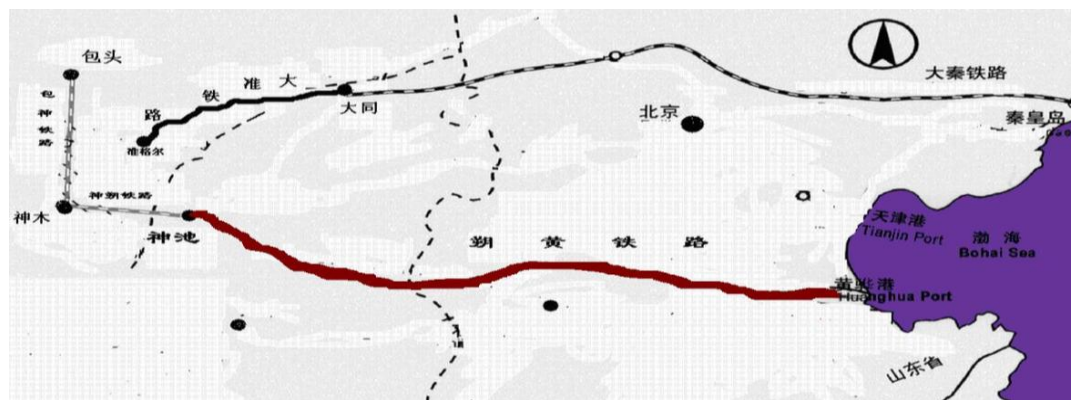
朔黄线主要承担中国神华煤炭外运工作，上游货源充足，是“西煤东运”的另外一条重要通道。另外，朔黄线毛利率和净利润率明显高于大秦线。2010年收购太原局资产后，公司持有朔黄公司41.16%股权。朔黄线业绩快速增长带来的投资收益将极大促进公司业绩提升，成为公司短期内增长的主要看点。根据2011年半年报显示，公司上半年营业利润增加11.93亿元，其中，朔黄线投资收益贡献了9.19亿元，占公司半年度新增营业利润的77%。

朔黄铁路西起山西省朔州，东至河北省境内的黄骅港，是继大秦线之后我国又一条双线电气化重载铁路。其主要承担神华集团神东矿区和陕北、晋北地方煤矿的煤炭运输任务。07至09年朔黄铁路货物运输量分别为1.33亿吨、1.35亿吨和1.49亿吨。

目前其运输瓶颈主要来自2个方面：一方面是朔黄线的运能设计。朔黄线运能设计为1亿吨，目前已经超过运能设计。拓能工程完工后其运能将超过2亿吨，远期产能将达到3.5亿吨；另一方面是其下游黄骅港吞吐量的限制。2010年黄骅港和天津码头完成煤炭下水量1.09亿吨，一定程度上制约朔黄线的运输。黄骅港二期和三期扩容工程完成后，将分别具备1亿吨和1.5亿吨下水能力。制约朔黄铁路的两个瓶颈正在逐渐打破，上游货源充足，再考虑随着高铁建设铁路运力的逐渐释放，其发展前景让人期待。

由于朔黄铁路是合资铁路，不需要缴纳铁路建设基金，因此在运价上比大秦铁路高20%左右，毛利率和净利率均高于大秦铁路。朔黄公司2007年、2008年、2009年和2010年上半年净利润分别为33.9亿元、30.7亿元、38.9亿元和22.33亿元，全面摊薄净资产收益率分别为36.8%、26.5%和29.9%。净利润增速和净资产收益率均高于大秦铁路。

图表 6 朔黄铁路在“西煤东运”中的地位仅次于大秦线



资料来源：华创证券研究所

四、货运运价存在上涨预期

铁路系统普货运价最近一次 2011 年 4 月曾上调 0.002 元/吨公里，且近年几乎每年都在上调。随着未来通胀持续及铁路部经营不佳现状，普货运价有望继续上调。目前，公司特殊运价为 0.751 元/吨公里。我们认为在铁路普货运价持续上涨的背景下，特殊运价亦有上调可能，则公司业绩有望得到提升。但目前价格调整的决定权在铁道部及价格司，尚未有确定的时间表。

铁路运价一直是长期的话题，虽然铁道部对运价调整一直非常谨慎。但从近年的情况看，铁路价格调整存在两个方面特征：

一是铁路运价上调时点滞后于 CPI 上涨时点。运价上调通常发生在通胀回落后，涨价经常是迫于压力，为了补贴在通胀背景下的材料、燃料和电力等成本上涨。伴随着中国长期进入高通胀时代，货运价格调整是可以期待的。

二是高铁系统的定价将逐步导致整个铁路价格系统的松动。客运价格已经发生调整，呈现一种“新线路新价格、老线路老价格”的趋势，如目前运行的武广客运专线定价为 0.458 元/人公里，远高于普通客运价格。而大秦线作为一种不断进行固定资产投资、扩能改造的线路，一定程度上也是货运中的“高铁”线路，也有望在货运线路率先实施“高铁价格”进行调整。

五、铁路系统资产进一步注入值得期待

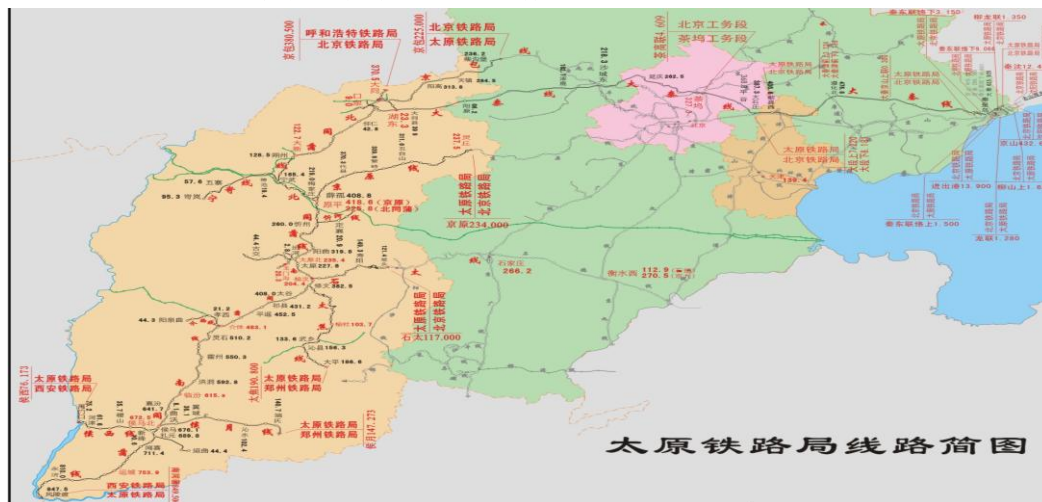
当前铁路建设的资金来源主要为自身经营现金流、税后铁路建设基金、银行贷款、融资债券等。然而，铁道部目前自身经营现金流、税后铁路建设基金和其他资金来源总计约 1100 亿左右，考虑铁道部投资计划及即将到期的债务本息，其资金缺口仍高达 6000 亿元。目前，铁道部债务融资占比从 2005 年的 33% 上升至 2011 年的 79%，资产负债率由 2005 年底的 37.53% 攀升至今年一季度的 58.24%。高位的资产负债率和高额的利息使得其经营举步维艰，债务融资甚至出现流标。

今年七月，铁道部发行 200 亿元的一年期短期债券，居然出现了罕见的流标现象，实际中标量只有 187.3 亿元。去年，铁道部一年期短期债券共发行五期，发行利率维持在 2.56%—2.64% 之间。而今年已经发行前两期的一年期短期融资债，利率分别升至 4.10% 和 4.35%，直至本次的 5.18%。融资债券票面利息迅速飙升，大大提高了其融资成本。这对资金缺口巨大的铁道部无疑是雪上加霜。

长期以来，铁道部的三家上市公司被默认定位于铁道部的融资平台。2010 年公司通过收购太原局为铁道部带来 328 亿的资金收入。在目前其资金缺口巨大的情况下，进一步的资产注入值得期待。具体看，山西周边的呼和浩特局、西安局、北京局等西北、华北区路局都有可能成为下一步资产注入对象。

铁路运输的典型特征表现为网络效应带来的优势：即运距越长效益越高。但我国铁路运输目前的情况是各个铁路局缺乏有效整合，较难形成有效的网络效应，铁路货运运力的组织效率有待提高。若资产按期注入后，则公司的运输网络将得到进一步完善，运输效率和组织效率有望得到提高。

图表 7 太原铁路局资产及其临边铁路局情况



资料来源：公司网站，华创证券研究所

六、 多元化经营、货运运力释放亦值得关注

公司 2010 年收购太原局资产后，已经从单一的货运公司转型为客、货运输公司。2010 年公司客运收入占比 11%，虽然目前客运收入占比比较小，在铁路体制改革及铁道部放权于铁路局的背景下，综合运营收入亦有提高的可能性。

政策层面上，铁道部也多次强调未来铁路运输将实现多元化经营，倡议服务向铁路运输的两端延伸，并大力发展高附加值服务。公司上市并收购太原局资产后，增加了自主经营权，更有利于向综合业务转型。

货运方面，除了传统的单一煤炭运输，公司正在向焦炭、钢铁和矿石等运输领域拓展。围绕商贸物流业、制造加工业、工程施工业、房地产开发及物业服务业、现代服务业、铁路专业服务业 6 大核心产业，公司努力打造开发具有比较优势的经营项目，全方位拓展铁路市场。公司还准备开拓机车与施工机械租赁、电器设备维修检测、新线货场机车车辆检修等 15 个具有比较优势的铁路相关市场。若上述多元化经营项目顺利开展，将增强公司盈利水平和竞争力，符合未来铁路运输发展的大趋势。

原太原局的客运业务也为公司多元化发展提供了一定提升空间。通过优化列车运行开行方案，改造客运站基础设施及完善购买票务流程、开发电子商务平台等精细化管理等方式，可以大大提高客运服务的满意度。山西及周边城市的旅游景点也为公司实现客运多元化经营获取一定加分项。

此外，如果高铁及客运专线能够顺利按期开通，尤其是京广、京九线开通后，铁路货运运力可得到释放，将更有利促进公司转型，公司运能也会得到提升。但具体进程要取决于铁道部的整体规划。

七、 投资建议与盈利预测

短期看，朔黄铁路业绩快速增长将为公司贡献重要利润；中长期看，提价和资产注入及高铁运力释放值得期待。撇去业绩角度，公司稳定的分红及低估值亦是目前优质的投资标的。预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别是 0.85 元、0.94 元、1.03 元，对应的 PE 分别为 8.44 倍、7.63 倍和 6.96 倍。首次关注，给予“推荐”评级。

风险提示

宏观经济整体下滑；铁路安全事故影响；资产注入进度滞后；铁路运价调整受阻

交通运输组分析师介绍

陈娟，交运高级分析师，南开大学管理学硕士，深航七年工作经验；
周玉华，交运助理分析师，暨南大学经济学硕士，万向/沃尔玛两年工作经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	14254	41519	37879	46988
现金	10153	37257	33290	42088
应收账款	2024	1844	2002	2164
其它应收款	787	922	1001	1082
预付账款	115	58	62	67
存货	1174	1438	1523	1586
其他	1	0	1	1
非流动资产	85892	84072	82560	81219
长期投资	13575	15611	17953	20466
固定资产	62829	59157	55484	51811
无形资产	4542	4341	4143	3940
其他	4946	4963	4980	5001
资产总计	100146	125590	120438	128207
流动负债	29228	34900	34875	34538
短期借款	12450	16185	16428	16263
应付账款	2717	3948	4399	4857
其他	14061	14767	14048	13417
非流动负债	14576	13200	979	1061
长期借款	0	0	0	0
其他	14576	13200	979	1061
负债合计	43805	48099	35853	35599
少数股东权益	8	8	8	8
股本	14867	14867	14867	14867
资本公积金	23250	37035	37035	37035
留存收益	18217	25582	32676	40698
归属母公司股东权益	56334	77483	84577	92600
负债和股东权益	100146	125590	120438	128207

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	16916	17276	15906	17518
净利润	10411	12568	13911	15382
折旧摊销	4118	3783	3783	3783
财务费用	1077	1126	1026	957
投资损失	-583	-1981	-2080	-2174
营运资金变动	1987	1834	-600	-483
其它	-94	-55	-135	53
投资活动现金流	-35949	35	-174	-247
资本支出	4190	0	0	0
长期投资	-14060	2036	2342	2513
其他	-45818	2071	2168	2266
筹资活动现金流	20095	9793	-19699	-8472
短期借款	9350	3735	243	-164
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1890	0	0	0
资本公积增加	-5123	13785	0	0
其他	13978	-7727	-19941	-8308
现金净增加额	1062	27103	-3967	8798

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	42014	46089	50053	54107
营业成本	24219	26317	28380	30354
营业税金及附加	1370	1567	1691	1811
营业费用	0	0	0	0
管理费用	2211	2351	2553	2781
财务费用	1077	1126	1026	957
资产减值损失	-1	0	0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	583	1981	2080	2174
营业利润	13720	16709	18482	20378
营业外收入	79	87	63	76
营业外支出	113	98	93	101
利润总额	13686	16698	18452	20353
所得税	3275	4131	4541	4971
净利润	10411	12568	13911	15382
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	10411	12568	13911	15382
EBITDA	18915	21619	23292	25118
EPS（元）	0.70	0.85	0.94	1.03

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.4%	9.7%	8.6%	8.1%
营业利润	43.0%	21.8%	10.6%	10.3%
归属母公司净利润	45.7%	20.7%	10.7%	10.6%
获利能力				
毛利率	42.4%	42.9%	43.3%	43.9%
净利率	24.8%	27.3%	27.8%	28.4%
ROE	18.5%	16.2%	16.4%	16.6%
ROIC	18.9%	25.0%	29.1%	34.2%
偿债能力				
资产负债率	43.7%	38.3%	29.8%	27.8%
净负债比率	28.42%	33.65%	45.82%	45.69%
流动比率	0.49	1.19	1.09	1.36
速动比率	0.45	1.15	1.04	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.41	0.41	0.44
应收帐款周转率	18	24	26	26
应付帐款周转率	8.08	7.90	6.80	6.56
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.85	0.94	1.03
每股经营现金	1.14	1.16	1.07	1.18
每股净资产	3.79	5.21	5.69	6.23
估值比率				
P/E	10.24	8.48	7.66	6.93
P/B	1.89	1.38	1.26	1.15
EV/EBITDA	6	5	5	4

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558