

**CICC****中国国际金融有限公司**CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009 年 1 月 12 日

铁路行业

中金公司研究部

分析员：郑栋 CFA zhengd@cicc.com.cn

联系人：任重 renzhong@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

逆境中成长

铁路行业 2009 年投资策略

投资要点：

- ◆ **2008 年回顾：需求下滑，增速回落，投资加速。**2008 年铁路货运和客运周转量在国内经济增长放缓的影响下增速有所回落，其中货运增速下降更为明显：货运周转量全年增长 4.9%，增速较 07 年下滑 3.5 个百分点；客运周转量全年增长 7.6%，增速较 07 年下滑 1.4 个百分点。08 年前 11 个月铁路煤炭运输量同比增长 11.6%，增速较 07 年上升了 2.4 个百分点，但从 11 月开始出现了大幅回落趋势。2008 年铁路基础建设投资完成 3300 亿元，同比增长 86.3%，高于铁道部年初 3000 亿元的目标。
- ◆ **2009 年铁路运营展望：客强货弱，以客补货。**展望 2009 年，我们预计将出现客强货弱的局面。货运方面，由于主要运输货种与经济周期高度相关，我们预计 09 年运量将出现零增长，运距也将出现小幅同比下降，导致铁路货运周转量出现 1%左右的负增长。相较货运疲弱的表现，客运运输的能力瓶颈更为明显，运量受经济放缓影响也相对较小，我们预计 09 年客运运量将同比增长 10%左右，而运距 3.4%左右的结构性的下降将使得铁路客运周转量同比增幅下降到 6%。我们认为中国铁路费率存在长期上升趋势，预计 09 年货运平均费率将保持稳定，客运平均费率存在结构性上升机会。
- ◆ **时事造英雄，铁路建设迎来爆发式增长时期。**根据铁道部于 2009 年全国铁路工作会议提出的工作目标，2009-2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上，铁路建设在今后 4 年将迎来爆发式增长。根据铁道部公布的项目和工程进度推算，2012 年我国铁路运输即可以实现繁忙干线客货分线并基本形成区际干线网，运输紧张状况可以得到基本消除，2015 年我国中长期铁路路网规划就有望提前完成。由于大部分新建项目要在 2009 年下半年才能竣工，09 年我国铁路路网运输能力将不会有显著提高，铁路运输瓶颈、尤其是客运瓶颈尚无法得到有效缓解。
- ◆ **未来两年西煤东运通道利用率下降，大秦线安全系数更高。**由于需求下滑明显，我国西煤东运下水煤量已经由依靠能力扩张带来的供给方推动增长转变为了需求拉动增长。我们预计 09 年三西下水煤量将同比下降 2.4%至 4.78 亿吨，西煤东运产能利用率也将由 2007 年的 97%逐年下滑至 94%和 83%。相对于其他西煤东运线路利用率将出现明显下滑，预计大秦线 09 年仍能保持 3.8 亿吨的运量和 95%的产能利用率，这主要是由其较低的运输成本决定的。“西煤东运”第三条煤炭外运通道将于 2009 年开工建设，对大秦铁路短期没有影响，长期影响则取决于中国煤炭需求和准曹线费率制定的情况。
- ◆ **估值讨论：**我们认为，下降周期中应采用相对估值法进行估值，并辅以 DCF 和重置成本法检验安全边际。大秦铁路应参照大市平均估值予以适当溢价以反应其基本面防御性以及资产注入增厚效应，其合理价格交易区间为 7.6 元~10.5 元。广深铁路的 A 股的合理价格交易区间应该在 2.78 元~3.62 元，而广深铁路 H 股股价仅对应 0.79 倍 2009 年每股净资产，其合理交易区间应该在 2.94~3.68 港元。
- ◆ **2009 年投资策略：在股价波动中把握安全边际。**鉴于铁路行业坚实的基本面以及跨越式发展所带来的成长机会，我们维持铁路行业“跑赢大市”投资评级。我们看好大秦铁路的长期投资价值，认为公司在整个煤炭乃至能源运输格局中的龙头地位以及在铁道部市场化过程中所占据资产扩张先发优势仍将构成公司最主要的投资主题，而未来两年充沛的现金流、稳定的盈利增长仍将使其具备较高的配置价值。维持“推荐”投资评级，建议投资者在合理交易价格区间 7.6 元~10.5 元之间进行波段操作。广深铁路面临着经济下滑和平行线路分流带来的负面影响，但铁路大发展仍将给公司带来外延式资产扩张机会，在估值合理的情况下有一定的投资价值。目前广深铁路 A 股股价高于我们合理交易区间的上限，如果跌至每股净资产（3.32 元）附近，则有一定的介入价值；H 股估值仅相当于 0.79 倍 09 年净资产值，低于我们合理交易价格区间的下限，重申“推荐”投资评级，长期投资者可以适当收集。

目录

2008 年回顾：需求下滑，增速回落，投资加速	5
货运周转量受需求下滑影响较大	5
客运周转量增速有所下降，但相对较为平缓	5
全年煤炭运输增速上升，但 11 月开始出现显著回落	6
国家铁路运输总收入增速亦出现下滑	6
扩张性财政政策下铁路建设规模加大、速度加快	7
2009 年展望：客强货弱，以客补货	9
2009 年货运周转量将出现 1%左右的负增长	9
2009 年客运周转量将同比增长 6%左右	12
2009 年货运费率将保持稳定，客运费率存在结构性上升机会	15
2009 年展望：铁路建设迎来爆发式增长	17
2009 年铁道部计划完成铁路基本建设投资 6000 亿元，客运专线仍为投资的重点	17
铁路建设迎来高峰，中长期铁路网规划有望提前完成	17
预计 09、10 年分别完成 5000 亿元和 6000 亿元投资	18
铁路建设提速对 09 年路网运输能力的贡献有限	18
2009 年展望：西煤东运通道利用率下降，大秦线安全系数更高	19
需求方分析：需求不足，供给方推动型增长时代结束	19
需求下降将使得铁路运输挤压部分公路运输需求	20
供给方分析：西煤东运通道利用率出现下降	20
成本比较：大秦线利用率保障优先程度较高	21
西煤东运第三通道：短期没有影响，长期影响取决于第三通道费率制定情况	22
2009 年投资策略：在股价波动中把握安全边际	23
铁路行业整体跑赢大盘，	23
估值讨论：下降周期中采用相对估值法进行估值	24
09 年策略：推荐大秦铁路和广深铁路 H 股，关注广深铁路 A 股超跌投资机会	27
大秦铁路 (601006/8.53 元)：推荐	29
广深铁路 (601333/3.89 元)：中性	32

表格

表 1: 中金公司对主要原材料/能源产量、消费量预测	10
表 2: 主要干线的客货周转量及占比 (2007 年)	12
表 3: 我国主要铁路客运专线建设情况	13
表 4: 铁路货运价格历史变动情况	15
表 5: 铁道部明年重点建设项目	17
表 6: 2020 年中长期铁路网规划目标与 2012 年拟实现的目标相比较	18
表 7: 根据现有项目对铁路建设目标竣工历程预测	18
表 8: 西煤东运需求方分析	19
表 9: 西煤东运供给方分析	21
表 10: 主要铁路公司投资要点	25
表 11: 铁路上市企业重置成本法估值	26
表 12: 主要铁路公司估值表	27
表 13: A 股交通基础设施估值表	28
表 14: H 股交通基础设施估值表	28
表 15: 大秦铁路主要假设	30
表 16: 大秦铁路盈利预测调整	30
表 17: 大秦铁路 2009 年盈利对大秦线运量压力测试	30
表 18: 大秦铁路 DCF 计算	30
表 19: 广深铁路 2008 年前 11 月客运运营情况	33
表 20: 广深铁路 2008 年前 11 月货运运营情况	33
表 21: 广深铁路 DCF 计算	33
表 22: 广深铁路盈利预测调整	34

插图

图 1: 2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降	5
图 2: 2008 年客运周转量增速小幅下滑	6
图 3: 08 年煤炭运输增速上升, 11 月出现明显下降	6
图 4: 历年国家铁路运输总收入	7
图 5: 2008 年铁路基础建设投资年末爆发式增长	7
图 6: 2008 年铁路基础建设投资较 2007 年大幅上升	8
图 7: 2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降	9
图 8: 铁路货运量明细 (2007 年)	10
图 9: 2004 年以来铁路货运运距逐年下降	11
图 10: 2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降	12
图 11: 2008 年前 11 个月铁路客运平均运距出现较为明显的下滑	14
图 12: 中美货运吨公里费率对比	15
图 13: 中美客运人公里费率对比	16
图 14: 我国铁路基本建设投资及预测数据	18
图 15: 全国主要港口煤炭库存量	20
图 16: 煤炭铁路运输和公路运输成本比较 (公路运输成本未考虑过路过桥费)	20
图 17: 北通道主要线路运输成本比较	21
图 18: 蒙西煤炭外运运输成本比较	22
图 18: 大秦铁路股价与大市跑平	23
图 19: 广深铁路 A 股跑赢指数	24
图 20: 广深铁路 H 股亦跑输指数	24
大秦铁路主要财务指标及近期股价表现	29
大秦铁路财务预测简表	31
广深铁路主要财务指标及近期股价表现	32
广深铁路财务预测简表	35

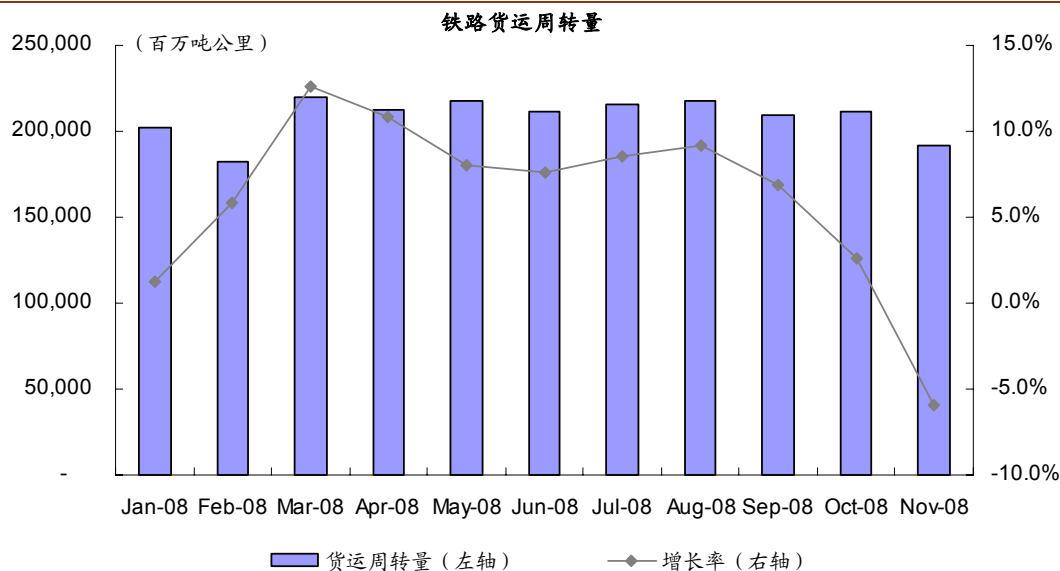
2008 年回顾：需求下滑，增速回落，投资加速

2008 年铁路货运和客运周转量在国内经济增长放缓的影响下增速有所回落，其中货运增速下降更为明显：货运周转量全年增长 4.9%，增速较 07 年下滑 3.5 个百分点；客运周转量全年增长 7.6%，增速较 07 年下滑 1.4 个百分点。08 年前 11 个月铁路煤炭运输量同比增长 11.6%，增速较 07 年上升了 2.4 个百分点，但从 11 月开始出现了大幅回落趋势。2008 年铁路基础建设投资完成 3300 亿元，同比增长 86.3%，高于铁道部年初 3000 亿元的目标。

货运周转量受需求下滑影响较大

2008 年前 11 个月，中国铁路完成货物发送量 30.4 亿吨，同比增长 5.8%；完成货运周转量 23167.8 亿吨公里，同比增长 4.9%，较 2007 年全年 8.4% 的增速下滑 3.5 个百分点，较 2008 年上半年 6.3% 的增速亦下滑 2.3 个百分点。货运周转量在 08 年初受雪灾影响增长低迷，随着雪灾因素的消除，3 月份有明显回升，并在随后的半年里一直保持在 8.0% 以上的增长水平。然而，8 月份以后全球金融危机进一步升级，国内经济增长显著放缓，货运需求下滑明显。铁路货运周转量也随之进入下行通道，11 月份更是录得了 5.9% 的同比负增长（图 1）。

图 1：2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降

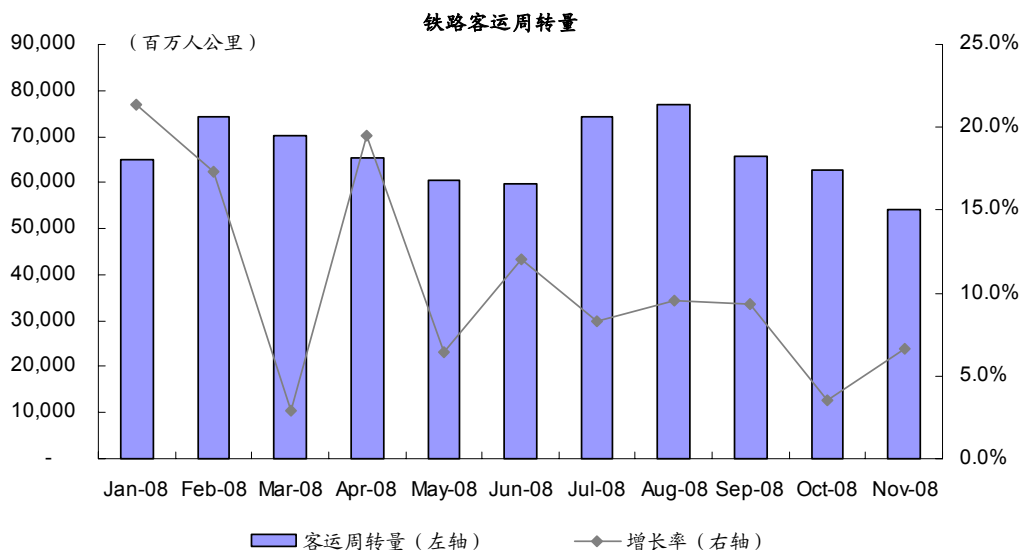


资料来源：铁道部、中金公司研究部

客运周转量增速有所下降，但相对较为平缓

2008 年前 11 个月，中国铁路完成旅客发送量 13.5 亿人次，同比增长 11.4%；完成客运周转量 7223 亿人公里，同比增长 7.6%，较 2007 年全年 9.0% 和 08 年上半年 9.1% 的增速出现了 1.4 和 1.5 个百分点的回落，下滑幅度小于同期货运周转量（图 2）。

图 2：2008 年客运周转量增速小幅下滑

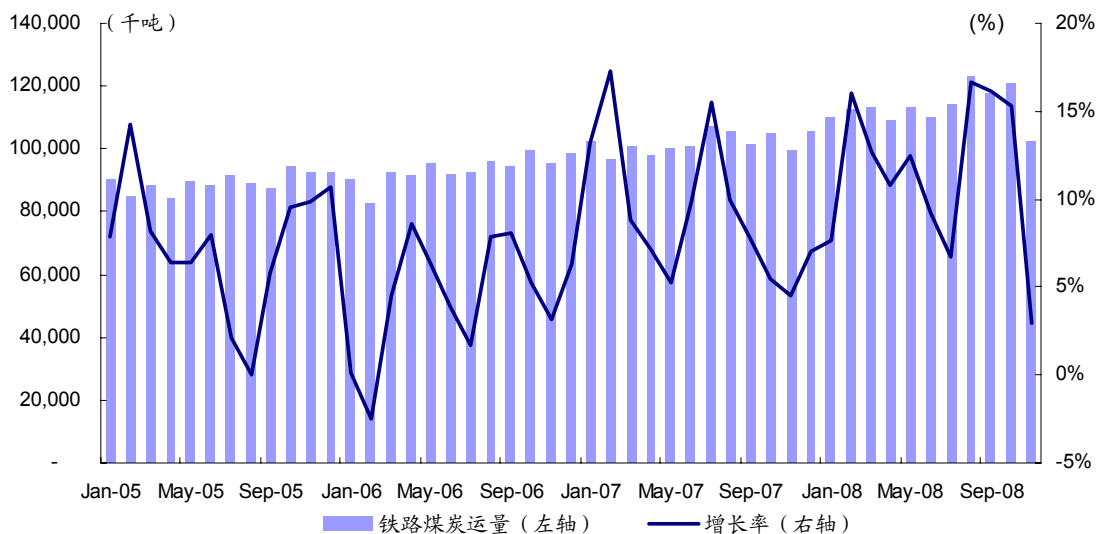


资料来源：铁道部、中金公司研究部

全年煤炭运输增速上升，但 11 月开始出现显著回落

2008 年前 11 个月，中国铁路共运输煤炭 12.47 亿吨，同比增长 11.6%，增速较 2007 年全年的 9.2% 上升 2.4 个百分点。四季度实体经济下滑、重工业萎缩带来了煤炭需求的显著下降（11 月我国单月发电量同比剧降 9.6%），煤炭运输需求出现了大幅回落，导致 11 月煤炭运输量环比下降 15.2%，同比增速亦由 10 月的 15.3% 骤然下滑至 2.9%（图 3）。

图 3：08 年煤炭运输增速上升，11 月出现明显下降

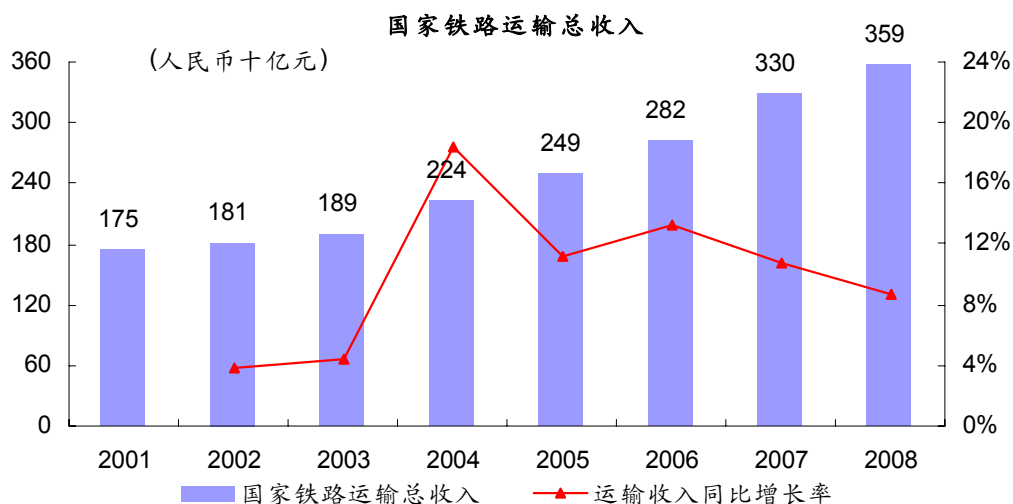


资料来源：中国煤炭资源网、中金公司研究部

国家铁路运输总收入增速亦出现下滑

2008 年，中国铁路预计完成运输总收入 3585 亿元，同比增加 287 亿元，增长 8.7%，低于 2007 年 10.7% 的增速 2.0 个百分点。其中第四季度因经济回落较快，客货运收入随运量下降下滑明显。

图 4: 历年国家铁路运输总收入

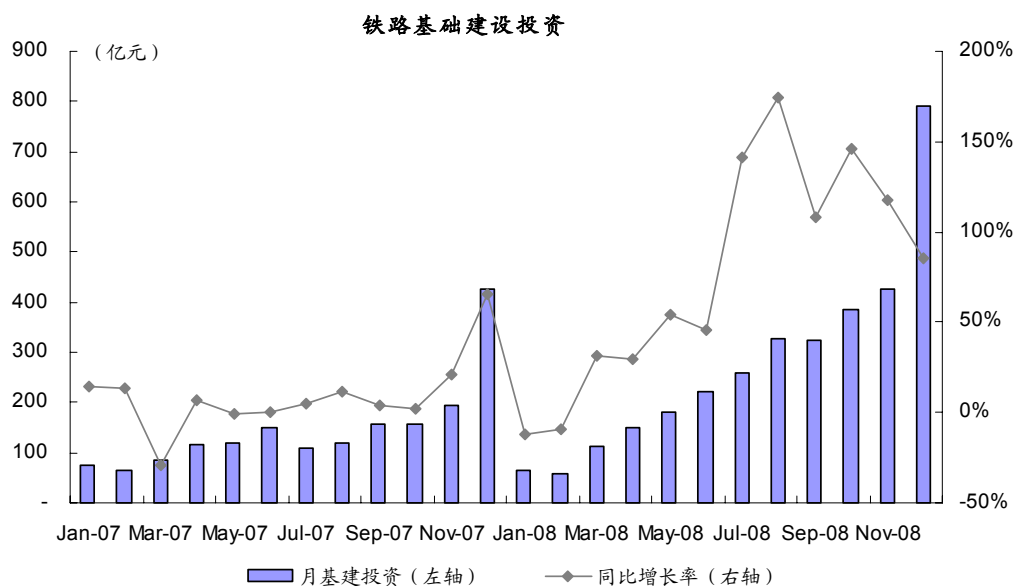


资料来源：铁道部、中金公司研究部

扩张性财政政策下铁路建设规模加大、速度加快

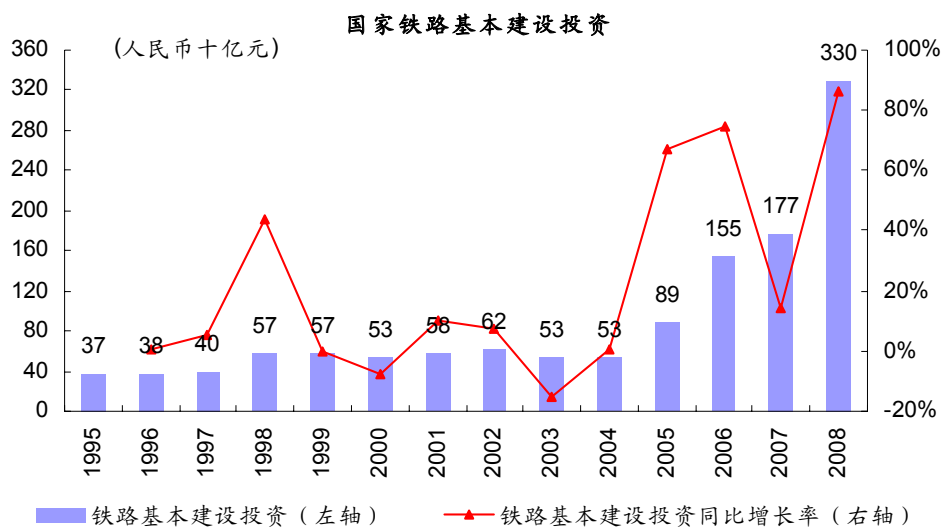
2008 年中国铁路完成基础建设投资 3300 亿元，同比增长 86.3%（图 6），高于铁道部年初 3000 亿元的目标，但仍低于 11 月提出的力争全年完成 3500 亿的目标。我们认为投资额未达到 3500 亿元目标的主要原因在于部分项目前期准备不足，导致施工进度慢于预期所致。在外需放缓、房地产投资下降的情况下，政府采取了扩张性的财政政策，做出了扩大内需保持经济增长的决策；而有力的政策环境和相对较低的建设成本为中国铁路带来了跨越式发展的黄金时期。

图 5: 2008 年铁路基础建设投资年末爆发式增长



资料来源：铁道部、中金公司研究部

图 6：2008 年铁路基础建设投资较 2007 年大幅上升



资料来源：铁道部、中金公司研究部

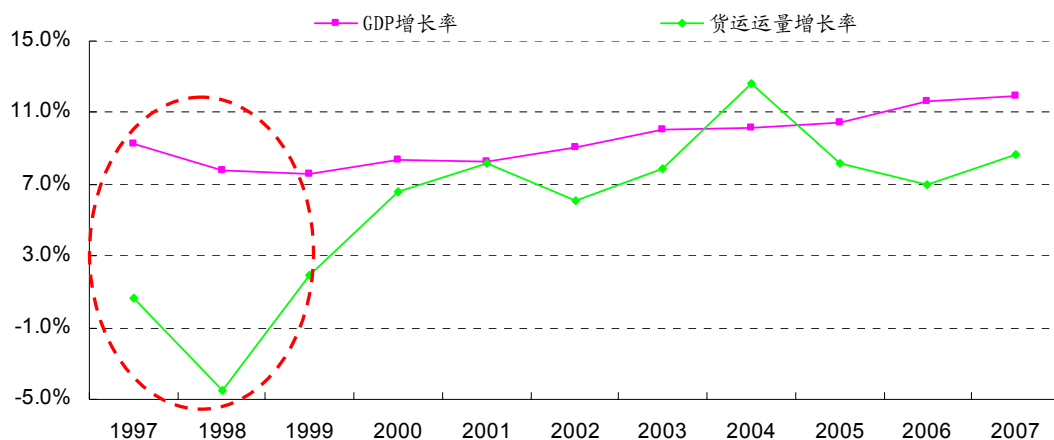
2009 年展望：客强货弱，以客补货

展望 2009 年，我们预计将出现客强货弱的局面。货运方面，由于主要运输货种与经济周期高度相关，我们预计 09 年运量将出现零增长，运距也将出现小幅同比下降，导致铁路货运周转量出现 1%左右的负增长。相较货运疲弱的表现，客运运输的能力瓶颈更为明显，运量受经济放缓影响也相对较小，我们预计 09 年客运运量将同比增长 10%左右，而运距 3.4%左右的结构性下降将使得铁路客运周转量同比增幅下降到 6%。我们认为中国铁路费率存在长期上升趋势，预计 09 年货运平均费率将保持稳定，客运平均费率存在结构性上升机会。

2009 年货运周转量将出现 1%左右的负增长

- **货运运量受经济放缓影响显著：**历史经验表明，97、98 年亚洲金融危机时，铁路货运运量同比下降 4.6%，受经济放缓影响较大（图 7）。

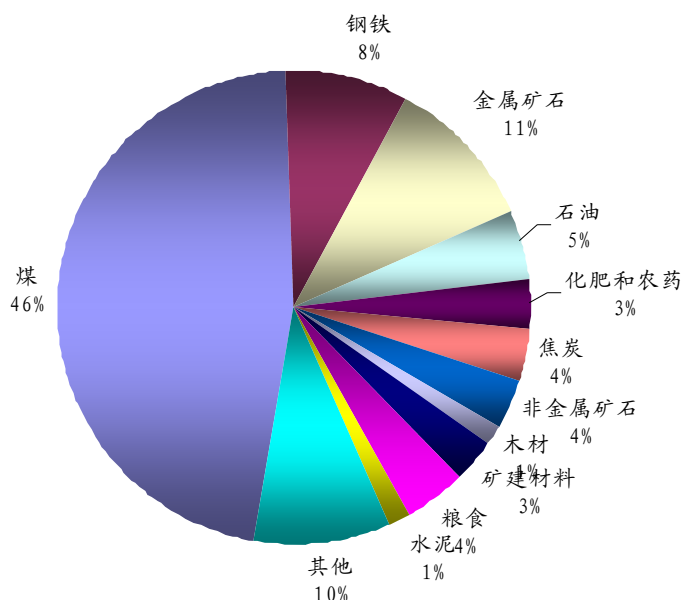
图 7：2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降



资料来源：铁道部、CEIC，中金公司研究部

- **主要货种与经济周期高度相关是运量较大波动的主要原因：**铁路货运以大宗原材料为主，煤炭、钢铁、金属矿石、焦炭和非金属矿石等货种与经济周期高度相关，合计运量占比高达 73%（图 8）。当经济景气程度下降时，货运需求也将显著下滑。

图 8：铁路货运量明细（2007 年）



资料来源：中国铁道年鉴、中金公司研究部

- **09 年货运运量将出现零增长：**根据 07 年数据，煤炭、钢铁、金属矿石和石油分别占铁路货运量的 46%、8%、11%和 5%，合计达到了总运量的 70%。根据中金公司煤炭、石油和钢铁行业研究员对 09、10 两年各主要货种产量和消费量的预测，即使在经济下滑、内需不足的情况下，09 年各主要货种的产量仍将具有 4.0%~7.1%的增长；考虑 09 年煤炭和铁矿石等货种面临着消耗库存的过程，我们预计 09 年铁路货运运量将很有可能出现零增长。

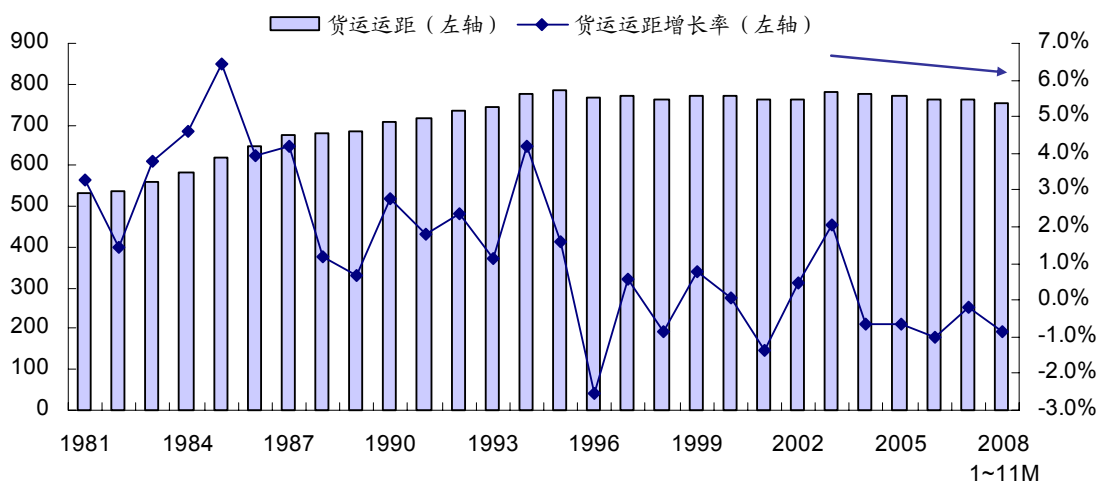
表 1：中金公司对主要原材料/能源产量、消费量预测

(百万吨)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
煤炭产量	2,373	2,612	2,768	2,965	3,208
煤炭消费量	2,370	2,580	2,704	2,778	2,835
原油进口量	139	159	174	186	n.a.
成品油产量	204	218	237	254	n.a.
粗钢产量	421	489	503	523	550
铁矿石消耗量	674	783	805	837	879
铁矿石消耗量/粗钢产量	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
(同比增长率)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
煤炭产量	7.6%	10.1%	5.9%	7.1%	8.2%
煤炭消费量	n.a.	8.9%	4.8%	2.8%	2.1%
原油进口量	16.7%	14.8%	9.4%	6.8%	n.a.
成品油产量	3.9%	6.8%	8.7%	6.9%	n.a.
粗钢产量	18.4%	16.1%	2.9%	4.0%	5.0%
铁矿石消耗量	18.4%	16.1%	2.9%	4.0%	5.0%

资料来源：中金公司研究部

- **铁道部亦表示将力保 09 年货物发送量同比持平：**刘志军部长在 09 年初全国铁路工作会议上表示，铁路部将力保 2009 年完成货物发送量 33 亿吨，和 08 年持平。刘部长同时表示，将通过加大货运营销力度、提高机车车辆运用效率、努力提高货运服务水平等几个方面来保证全年运输任务的达成。我们认为，由于铁路较公路运输有价格优势，如果铁路部门能够进一步加大营销力度并努力提高货运服务水平，将可以有效提升部分潜在运输需求；而提高机车车辆运用效率也将使部分繁忙干线的通行能力进一步上升，减少因为能力不足造成的货运需求损失。
- **09 年货运平均运距将继续下降：**自 2004 年以来，我国铁路平均货运运输距离年均下降 0.7%，已经由 2003 年的平均 780 公里下降到了 08 年前 11 个月的 754 公里左右。我们认为，这是由于路网的不断完善和能力的持续提升，使得铁路运输对运距较短的公路运输产生了部分替代效应所致。铁道部也明确提出了在 08、09 年加大营销力度，抢占部分公路货源的措施，我们预计铁路货运平均运距下降的趋势将在未来几年得到保持。我们预计，随着铁路路网不断完善，货运平均运距下降幅度将有所上升，预计 09 年平均运距下降 1% 至 746 公里。

图 9：2004 年以来铁路货运运距逐年下降



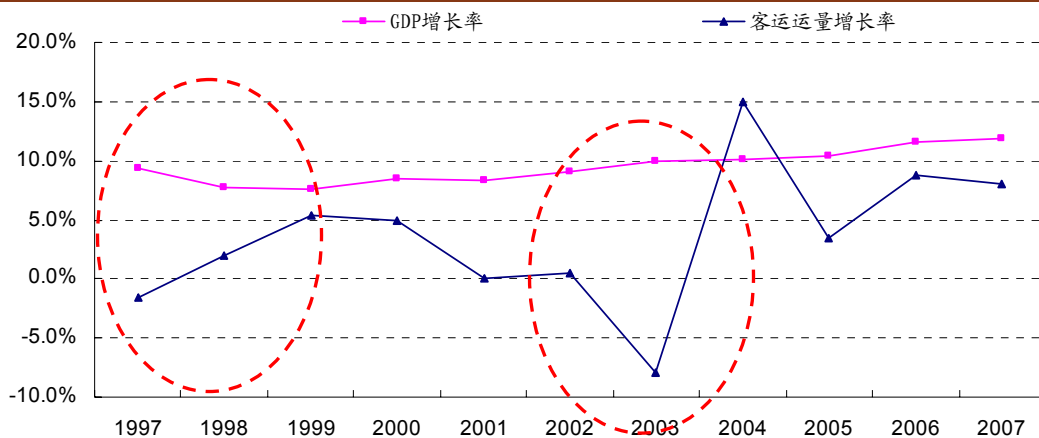
资料来源：铁道部、CEIC，中金公司研究部

- **我们预计 09 年铁路货运周转量将同比下降 1% 左右：**综合我们对 09 年运量（零增长）和运距（下降 1%）的判断，我们预计 09 年我国铁路货运周转量将出现 1% 左右的负增长。

2009 年客运周转量将同比增长 6%左右

- **客运运量受经济放缓影响较小：**97、98 年亚洲金融危机发生时，铁路客运运量分别同比下降 1.6%和同比增长 1.9%，受经济放缓影响小于货运运量。中国铁路客运运量主要和国内区域经济发展的差异、地区人口、资源和生产力布局的不平衡导致的人员流动广泛有关，而人民生活条件改善，生活水平的提高又催生了假日旅游、休闲旅游和探亲访友等需求，客运运量近十年以来较低的运量增长主要是由于铁路运能增长缓慢所致。相对于经济放缓导致的差旅需求、旅游需求和外出打工需求的下降，2003 年非典和 2008 年初雪灾等不可抗力对铁路客运运量的影响更大（图 10）。

图 10：2008 年货运周转量增速 8 月份以后出现显著下降



资料来源：铁道部、CEIC、中金公司研究部

- **客运能力瓶颈较货运更为明显：**根据 2007 年数据，货运前六大繁忙干线总长 10760.8 公里，占全国铁路里程的 13.6%，而货物周转量合计达到全国铁路的 29.1%，是全国平均货物运输密度的 2.1 倍；而客运前六大繁忙干线总长 10238.8 公里，仅占全国铁路里程的 12.9%，而旅客周转量合计达到全国铁路的 53.8%，是全国平均客运运输密度的 4.2 倍，客运干线的能力瓶颈较货运更为明显。

表 2：主要干线的客货周转量及占比（2007 年）

线路名称	货物周转量 (百万吨公里)	占比	线路名称	旅客周转量 (百万人公里)	占比
1 京广线	135,254	5.7%	1 京广线	119,576	16.6%
2 大秦线	131,446	5.5%	2 京沪线	69,963	9.7%
3 陇海线	116,242	4.9%	3 京九线	56,028	7.7%
4 京九线	109,407	4.6%	4 陇海线	55,653	6.5%
5 津沪线	100,075	4.2%	5 沪杭、浙赣线	46,555	7.8%
6 兰新线	99,362	4.2%	6 京哈线	40,214	5.6%
7 京沈线	83,578	3.5%	7 兰新线	23,316	3.2%
8 哈大线	81,182	3.4%	8 湘黔线	19,968	2.8%
9 太焦柳线	91,940	3.9%	9 宝成、成渝线	14,447	2.0%
10 京包线	65,336	2.7%	10 襄渝线	14,071	1.9%
合计	2,379,700	42.6%	合计	721,715	72.3%

资料来源：交通年鉴，中金公司研究部

- **第六次大面积提速效应显现，客运专线建成将舒缓能力瓶颈：**尽管受到雪灾、地震和经济下滑等因素的负面影响，2008 年中国铁路仍完成旅客发送 14.6 亿人次，同比增长 10.9%，较 2007 年 8.0% 的增速有 2.9 个百分点的提升。我们判断这主要是由于 2007 年 4 月开始的全国铁路第六次大面积提速有效地提升了运力供给，客运需求得到了进一步释放所致。然而，根据发改委对 09 年春运的预测，春运期间全国旅客发送量将同比增长 3.5% 至 23.2 亿人次，其中通过铁路发送量将同比增长 8.0% 至 1.88 亿人次，仅占整个春运发送旅客量的 8.1%，春运期间一票难求的局面仍较为严峻。我们认为，随着 08 年胶济、合宁、石太以及合武客运专线投入使用，以及温福、甬台温、郑西、福厦和武广客运专线也将于 09 年建成（表 3），部分线路和区域的能力瓶颈有望得到舒缓，但整体客运能力瓶颈在 2012 年高速客运路网基本完善前仍将继续存在。

表 3：我国主要铁路客运专线建设情况

客运专线	里程 (公里)	开工时间	投入运营
秦沈客运专线	405	1999.8	2003.7
京津城际铁路	115	2005.7	2008
胶济客运专线	363	2007.1	2008.7
合宁客运专线	156	2005.7	2008 年 4 月
石太客运专线	190	2005.6	2008 年底
合武客运专线	357	2006	2008 年底
温福客运专线	321	2004.12	2009 年
甬台温客运专线	268	2005.10	2009 年
郑西客运专线	457	2005.8	2009 年
福厦客运专线	273	2005.9	2009 年
武广客运专线	995	2005.6	2009 年

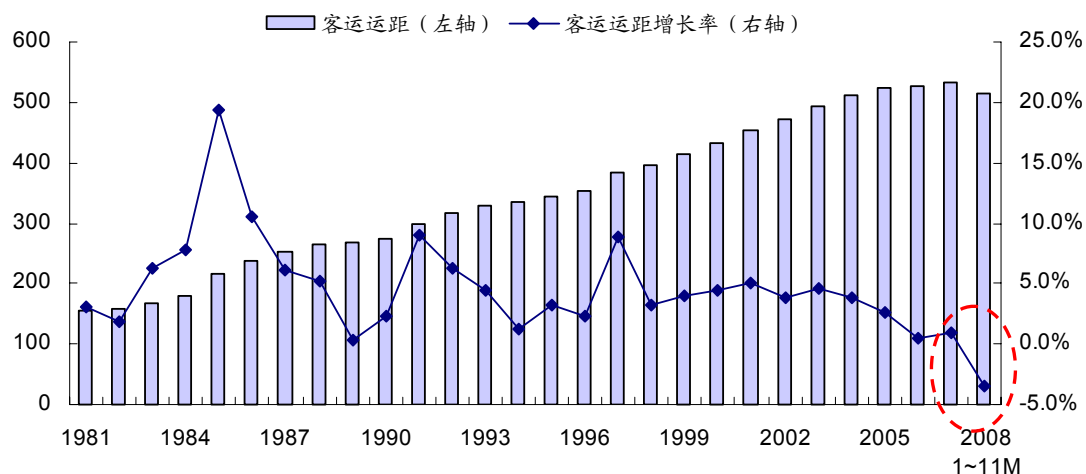
资料来源：铁道部，中金公司研究部

- **铁道部提出“以客补货”战略，力保 09 年旅客发送量同比增长 10.3%：**刘志军部长在 09 年初全国铁路工作会议上表示，铁路部将力保 2009 年完成旅客发送量 16.1 亿人，较 08 年增长 1.5 亿人，同比增长 10.3%。铁道部着重提出了在货运市场需求不足的情况下，将加大客运增运增收力度，通过增加干线动车组对数、充分利用新投产客运专线能力、优化客运产品结构、增加旅客列车牵引辆数以及抓好节假日客运组织等方法来更好地满足客运需求。

我们认为，由于铁路客运运量受经济放缓影响相对较小并且我国客运运输能力瓶颈明显，客运运量的增长仍在于供给方的能力扩张。如果铁道部有效贯彻“以客补货”战略，有效提升铁路客运运输能力，09 年全年旅客发送量 10% 的增长是可以达到的。

- **09 年客运平均运距将继续下降：**2008 年前 11 个月，铁路客运平均运距与去年同期相比出现了 3.4% 的下滑，由平均 532 公里下降到 514 公里左右。我们认为，这主要是由于 08 年新投入使用的客运专线长度均小于 532 公里所致（表 3）。由于 08 年投入使用的客运专线在 09 年将开始全年运营，而 09 年新建成的客运专线除武广客运专线外长度也均短于 500 公里，我们预计铁路 09 年客运平均运距将进一步下降 3.4% 到 496 公里。

图 11：2008 年前 11 个月铁路客运平均运距出现较为明显的下滑



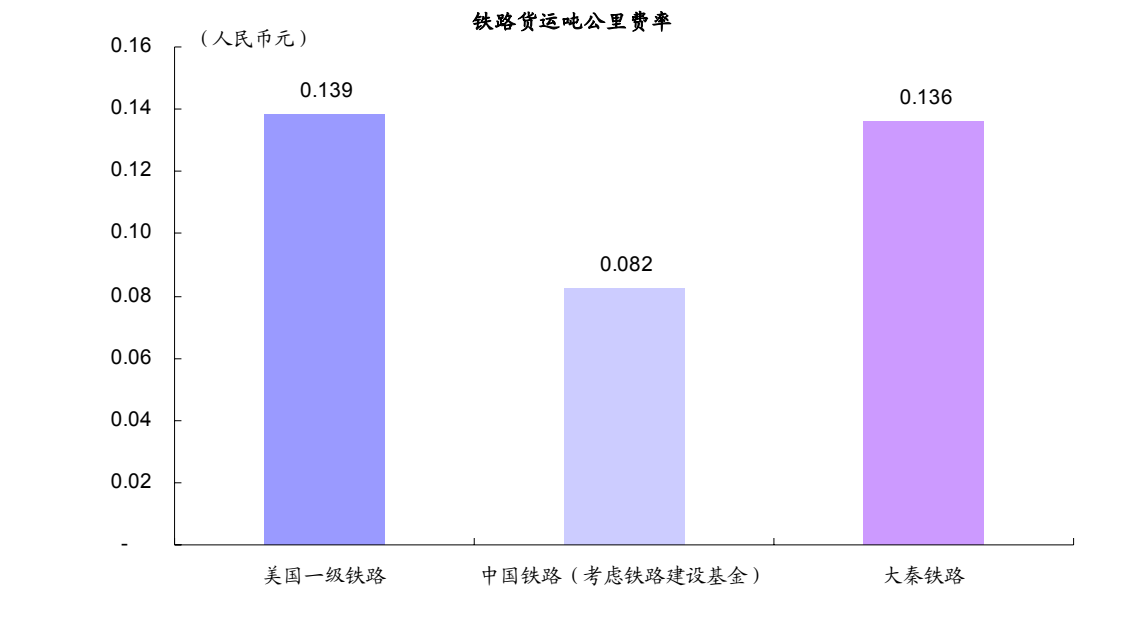
资料来源：铁道部、CEIC, 中金公司研究部

- **我们预计 09 年铁路客运周转量将同比增长 6%左右：**综合我们对 09 年运量（同比增长 10%）和运距（同比下降 3.4%）的判断，我们预计 09 年我国铁路客运周转量将同比增长 6%左右。

2009 年货运费率将保持稳定，客运费率存在结构性上升机会

➤ 中国铁路货运费率 09 年大幅上升的可能性并不高：2007 年我国铁路货运平均费率为每吨公里 0.082 元，低于美国一级铁路平均费率折合人民币每吨公里 0.139 元约 41%，运价相对偏低。而大秦线由于执行煤炭特殊运价，吨公里费率与美国平均水平相若（图 12）。我们注意到，近几年国铁货运费率基价保持逐年上升趋势，而煤炭特殊运价自 04 年起保持稳定（表 4），体现了铁道部保本微利的经营方针。我们认为，面临大规模投资建设的资金压力，从铁道部的角度是希望提高货运费率的，铁道部官员也再三强调过要逐步理顺运输价格，向市场传达了货运运价将逐步提升的远景预期。然而，由于 09 年 PPI 将很可能出现负增长，各项经营成本均不会有大幅提升，在保本微利的经营方针制约下，铁路运价大幅提升的可能性并不高。

图 12：中美货运吨公里费率对比



资料来源：铁道部、BTS, 中金公司研究部

表 4：铁路货运价格历史变动情况

	2002/1/1~ 2003/12/15	2003/12/16~ 2004/12/31	2005/1/1~ 2005/4/1	2005/4/1~ 2006/4/10	2006/4/10起	2008/7/1起
发、到方均在本 公司管内的煤炭	单价为7元/吨	单价为7.3元/吨	同左	单价为8.6元/吨	单价为9.3元/吨	同左
基价1收入 ¹	发送或到达方一方不在大秦股份管内的煤炭	单价为7元/吨；在发送方和到达方之间按照7:3的比例分配	对发送量收取5.5元/吨，到达量收取2.3元/吨	同左	同左	同左
基价2收入 ²	单价为0.0319元/吨公里	同左	单价为0.0348元/吨公里	单价为0.0395元/吨公里	单价为0.0434元/吨公里	单价为0.0464元/吨公里
煤炭特殊运价收入 ³	单价为0.074元/吨公里	单价为0.0751元/吨公里	同左	同左	同左	同左
电气化附加费收入	0.012元/吨公里	同左	同左	同左	同左	同左

注：1、发送站和到达站均在大秦铁路、丰沙大线本线的煤炭不收取基价1；

2、大秦铁路及丰沙大线运输煤炭不适用基价2；

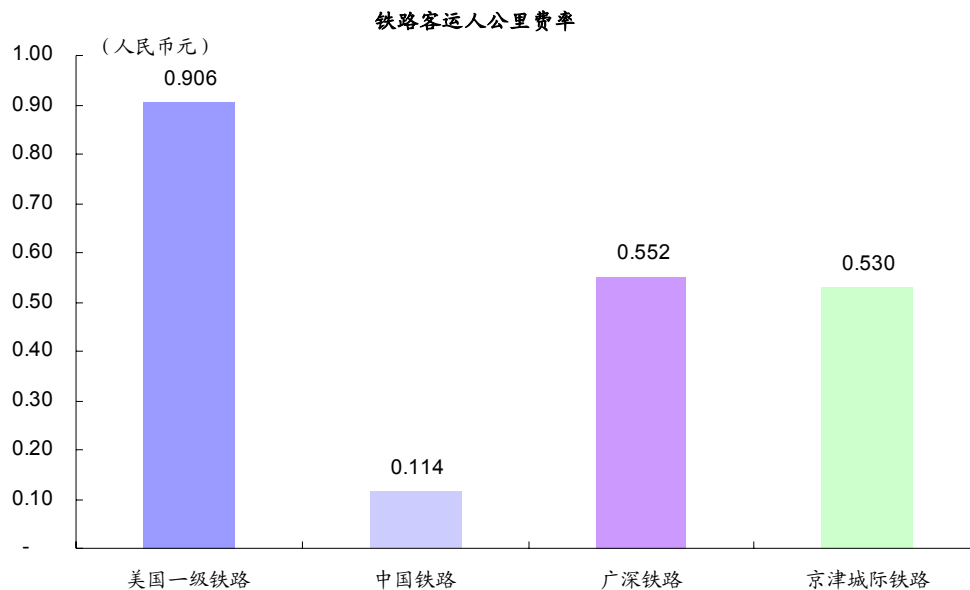
3、除大秦铁路、丰沙大线外，其他线路均不适用煤炭特殊运价

资料来源：交通年鉴，中金公司研究部

- **中国铁路客运费率 09 年将出现结构性上升:** 2007 年我国铁路客运平均费率为每人公里 0.114 元，大幅低于美国一级铁路平均费率折合人民币每吨公里 0.906 元，运价存在严重低估。然而，考虑到客运运输和中国百姓的生活以及中国经济的发展模式息息相关，基本费率的上调的阻力很大。面临 09 年国内经济出现下滑、百姓收入下降的情况，铁道部已经宣布 09 年春运票价不上浮，这也预示着 09 年客运费率上调的可能基本为零。

我们认为，在铁路基本费率不变的情况下，铁道部将通过加快将动车组和高速客运路网投入使用来结构性上调客运费率。从图 13 可以看出，广深高速铁路和新开通的京津城际铁路平均费率尽管仍低于美国客运费率，但大幅高于国铁平均费率。09 年将有 10 条以上的客运专线投入运营，参照广深铁路和京津城际铁路的收费水平，客运费率也将大幅高于国铁平均收费水平；铁道部也将通过调整车次结构，淘汰部分落后车辆和加开动车组的方式来提高平均客运费率。所以，根据我们的判断，09 年中国铁路客运基准费率将保持稳定，但整体客运费率将出现结构性上升。

图 13：中美客运人公里费率对比



资料来源：铁道部、BTS, 中金公司研究部

2009 年展望：铁路建设迎来爆发式增长

根据铁道部于 2009 年全国铁路工作会议提出的工作目标，2009-2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上，铁路建设在今后 4 年将迎来爆发式增长。根据铁道部公布的项目和工程进度推算，2012 年我国铁路运输即可以实现繁忙干线客货分线并基本形成区际干线网，运输紧张状况可以得到基本消除，2015 年我国中长期铁路路网规划就有望提前完成。由于大部分新建项目要在 2009 年下半年才能竣工，09 年我国铁路路网运输能力将不会有显著提高，铁路运输瓶颈、尤其是客运瓶颈尚无法得到有效缓解。

2009 年铁道部计划完成铁路基本建设投资 6000 亿元，客运专线仍为投资的重点

根据铁道部于 2009 年全国铁路工作会议提出的工作目标，09 年全年铁道部计划完成基本建设投资 6000 亿元，将安排新开工项目 70 项，完成新线铺轨 5148 公里，复线铺轨 3462 公里，新线投产 5849 公里，复线投产 4662 公里，电气化投产 5606 公里。根据铁道部提及的主要建设项目来看（表 5），大力发展客运专线仍是明年铁路建设工作的重点。

表 5：铁道部明年重点建设项目

	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	完工时间
2009 年审批和拟新开工项目				
杭长客运专线	880	n.a.	2009	2,012
长昆客运专线	1,200	n.a.	2009	n.a.
徐郑客运专线	343	500	2009	2012
西兰客运专线	n.a.	n.a.	2009	n.a.
兰新客运专线	1,700	1,200	2009	三年工期
京沈客运专线	684	700	2009	n.a.
合肥至福州客运专线	n.a.	n.a.	2009	n.a.
2008 年底开工, 09 年加快征地拆迁项目				
兰渝铁路	820	789	2008	2012
贵阳-广州铁路	857	858	2008	2012
南宁-广州铁路	577	410	2008	2012
2009 年在建主要项目				
京石客运专线	281	439	2008.10	2012
石郑客运专线	353	325	2008.10	2012
郑武客运专线	485	418	2008.10	2011
津秦客运专线	244	248	2008.11	2012
哈大客运专线	906	923	2007.8	2012
厦深客运专线	502	417	2008.1	2011
沪宁城际	300	395	2008.7	2010
太中(银)铁路	944	300	2006	2010
2009 年开通运营项目				
武广客运专线	995	930	2005.6	2009
甬台温客运专线	268	170	2005.10	2009
温福客运专线	321	180	2004.12	2009
福厦客运专线	273	124	2005.9	2009
郑西客运专线	457	370	2005.8	2009

资料来源：铁道部，中金公司研究部

铁路建设迎来高峰，中长期铁路网规划有望提前完成

除了强调 09 年完成 6000 亿投资以外，铁道部在工作会议上首次提出 2010-2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上，预示着铁路建设将迎来连续四年的高速发展时期。根据铁道部的远景规划，2012 年全国铁路营业里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率分别达到 50% 以上。其中，时速 200 公里及以上客运专线及城际铁路里程达到 1.3 万公里，繁忙干线实现客货分线，区际干线网基本

形成。届时，铁道部提出的铁路中长期路网规划 2020 年目标已经完成大半，路网规模和质量实现了重大跨越，运输紧张状况可以得到基本消除。根据中金公司建筑研究员的判断，按照目前进度，截至 2015 年我国竣工完成的铁路线长度就已经可以达到 12 万公里，中长期铁路路网规划有望提前完成。

表 6：2020 年中长期铁路网规划目标与 2012 年拟实现的目标相比较

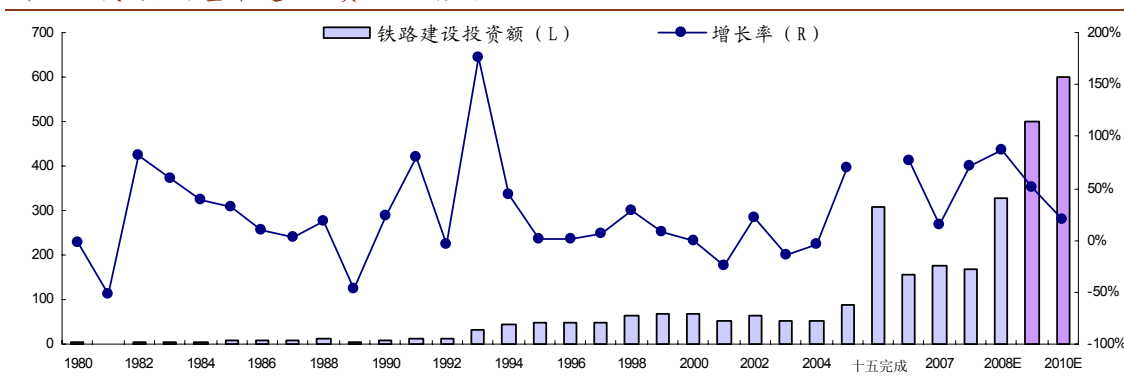
	2008年	11月24日铁路中长期铁路网规划2020年目标	铁路工作会议上提出的2012年目标
铁路营业里程	7.96万公里	12万公里以上	11万公里
其中：客运专线	927公里	1.6万公里	1.3万公里
复线	2.89万公里	6万公里	5.5万公里
电气化	2.81万公里	7.2万公里	5.5万公里

资料来源：铁道部，中金公司研究部

预计 09、10 年分别完成 5000 亿元和 6000 亿元投资

根据中金公司建筑研究员的预测，尽管铁道部提出了 2009~2012 年年均投资达到 6000 亿元的投资，但考虑到建设资金、工程施工能力和工程安全等多方面考虑，保守起见预计 2009、2010 年分别实现投资额 5000 亿元和 6000 亿元的预测，分别同比增长 52%和 20%（图 14）。

图 14：我国铁路基本建设投资及预测数据



资料来源：铁道部，中金公司研究部

铁路建设提速对 09 年路网运输能力的贡献有限

由于新建铁路项目的建设工期一般为 3~5 年，根据铁道公布的现有项目推算，大部分新建项目要在 2009 年下半年才能竣工，而且项目竣工后还要经历半年左右的试运营期。也就是说，尽管 2009 年有 6882 公里的线路可以竣工，但能够投入正常商业运营的还只是其中的一小部分。因此，我们认为铁路建设的爆发式增长对 09 年路网运输能力的贡献有限，铁路运输瓶颈、尤其是客运瓶颈尚无法得到有效缓解。

表 7：根据现有项目对铁路建设目标竣工历程预测

里程(公里)	客运专线	城际轨道交通	货运路网	合计
2008	1,075	-	734	1,809
2009	2,314	143	4,425	6,882
2010	0	811	7,348	8,158
2011	3,137	91	2,947	6,175
2012	5,610	735	6,260	12,605
截至2012年累计竣工	12,656	1,780	99,275	113,710

资料来源：铁道部，中金公司研究部

2009 年展望：西煤东运通道利用率下降，大秦线安全系数更高

我们认为，由于需求下滑明显，从 2008 年开始，我国西煤东运下水煤量已经由依靠能力扩张带来的供给方推动增长转变为了需求拉动增长。我们预计 09 年三西下水煤量将同比下降 2.4%至 4.78 亿吨，西煤东运产能利用率也将由 2007 年的 97%逐年下滑至 94%和 83%。相对于其他西煤东运线路利用率将出现明显下滑，预计大秦线 09 年仍能保持 3.8 亿吨的运量和 95%的产能利用率，这主要是由其较低的运输成本决定的。我们认为“西煤东运”第三条煤炭外运通道将于 2009 年开工建设对大秦铁路短期没有影响，长期影响则取决于中国煤炭需求和准曹线费率制定的情况。

需求方分析：需求不足，供给方推动型增长时代结束

分析思路：西煤东运的主要消费省份为广东、福建、上海、江苏及浙江。根据这些省份的发电量需求分析得出其对下水煤的需求，并综合考虑北方主要港口出口需求的变化，以分析西煤东运的能力扩张是否有需求保障。结果显示（表 8），2007 年西煤东运下水煤运输仍存在 3300 万吨的需求缺口；而在 2008 年，金融海啸影响下中国内需外需同时下滑，南方地区煤炭需求出现同比倒退，北方主要港口下水煤量由不足转为过剩，具体体现在了港口高企的库存上（图 15）。

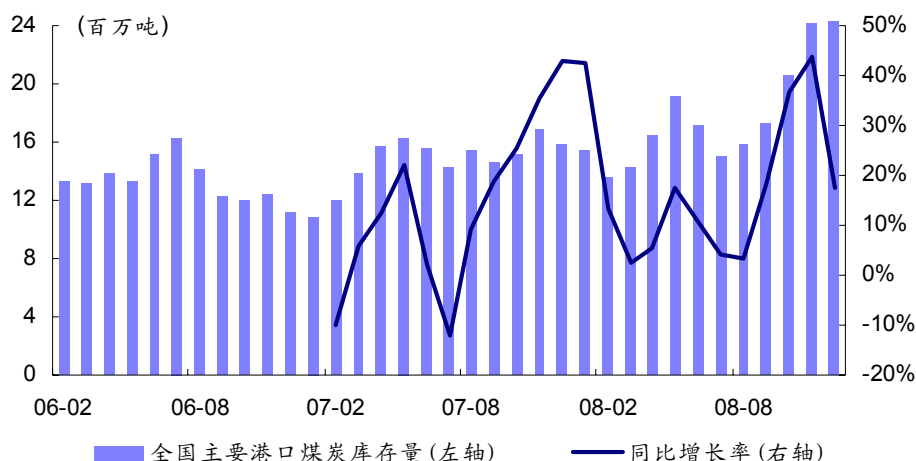
我们认为，由于煤炭需求下滑明显，从 2008 年开始，我国西煤东运下水煤量已经由依靠铁路运输能力和港口装卸能力的提高带来的供给方推动型增长转变为了下游需求拉动型增长。展望 2009 年，由于经济放缓所带来的高耗能产业产能利用率下降将使得电厂需求放缓，而且“西电东送”也将进一步影响南方的火电需求，我们预计下水煤需求将同比下降 1.6%至 4.80 亿吨。而考虑到 09 年港口库存将得到部分消化，三西下水煤量约为 4.78 亿吨。

表 8：西煤东运需求方分析

(百万吨)	沿海五省煤炭消费量	沿海五省煤炭产量(按发热量调整)	沿海五省外运煤炭需求	南方其它地区外运煤炭需求	南方煤炭进口量	西煤东运总需求	北方煤炭出口需求	三西煤炭下水总需求	三西煤炭下水需求增量	增速	三西下水煤量	增量	增速	煤炭缺口增量变化	煤炭缺口存量变化
2004A	394	101	293	20	26	287	86	372							
2005A	466	102	364	22	26	360	72	431	59	15.9%	355				
2006A	514	104	410	25	38	397	63	460	28	6.6%	398	43	12.1%	-14	62
2007E	565	102	463	27	51	438	53	492	32	6.9%	458	60	15.2%	-29	33
2008E	559	102	457	28	42	443	45	488	-4	-0.7%	490	31	6.8%	-35	-2
2009E	553	102	451	29	38	442	38	480	-8	-1.6%	478	-12	-2.4%	4	2
2010E	559	102	456	29	38	448	38	486	6	1.2%	488	10	2.1%	-4	-2

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 15: 全国主要港口煤炭库存量

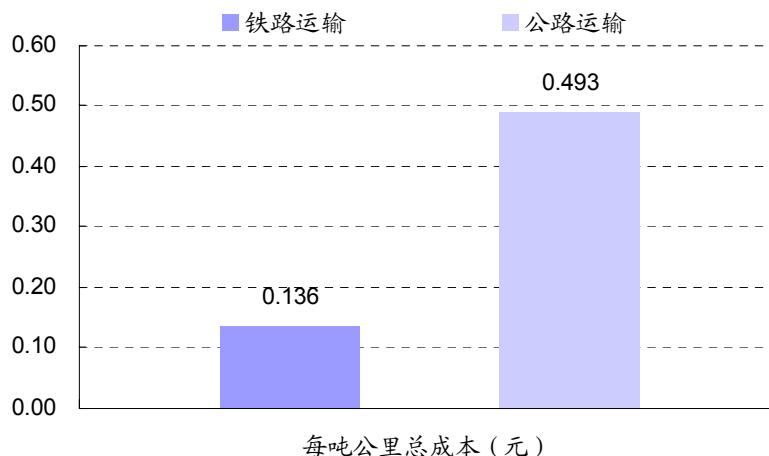


资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

需求下降将使得铁路运输挤压部分公路运输需求

根据发改委综合运输研究所的数据，2007 年“三西”地区煤炭外运量为 8.84 亿吨，其中铁路外运量为 7.11 亿吨，其他的 1.73 亿吨要通过其他方式（主要是公路）完成。鉴于铁路运输相对公路运输较大的成本优势（图 16），我们认为，在南方煤炭需求出现下降，导致下水煤需求减少时，西煤东运多余的运力将部分挤压原来公路运输需求，使得下水煤占“三西”外运量比例出现下降。

图 16: 煤炭铁路运输和公路运输成本比较（公路运输成本未考虑过路过桥费）



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

供给方分析：西煤东运通道利用率出现下降

分析思路：由于 08 年以后我国西煤东运运量已经由能力提升带来的供给方推动型增长转变为了需求拉动型增长，我们从下水煤需求的角度出发，假定下水煤占“三西”外运量比例年均下降 2% 从而计算出 2008~2010 年煤炭外运量，参照西煤东运的扩能情况对运煤通道的利用率进行分析。结果表明（表 9），由于 2008 年下水煤需求不足，西煤东运通道产能利用率由 2007 年的 97% 下滑到了 94%，而 2009 年和 2010 年更是随着铁路运力的进一步释放下滑到了 83% 的水平。

表 9: 西煤东运供给方分析

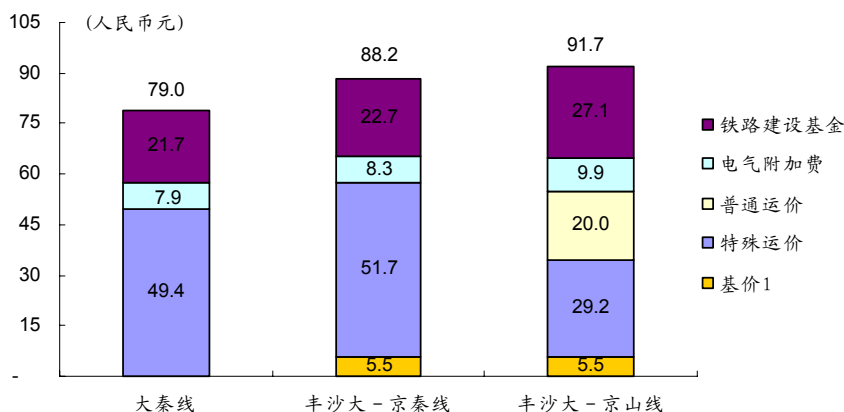
(百万吨) *	2005	2006	2007	2008	2009	2010
北通道运能	367	423	484	548	633	674
大秦	200	250	300	350	400	400
朔黄	120	120	130	139	169	200
丰沙大	25	30	30	35	39	48
京原	18	18	19	19	20	20
集通	4	4	5	5	6	6
南通道运能	130	163	196	229	262	270
太焦	30	38	46	54	62	70
侯月	100	125	150	175	200	200
中通道运能	38	45	52	59	66	73
石太	30	37	44	51	58	65
邯长	8	8	8	8	8	8
合计运能	535	631	732	836	961	1017
增速		17.9%	16.0%	14.3%	15.0%	5.8%
*注: 除大秦铁路和侯月铁路外, 暂无西煤东运其他主要线路十一五期间分年度能力增长情况。我们假定各线路十一五期间运输能力按年度均匀增长。						
三西地区煤炭产量	963	1062	1103	1179	1275	1392
增速		10.3%	3.9%	7.0%	8.1%	9.2%
三西煤炭铁路外运量	540	635	711	790	797	841
增速		17.6%	12.0%	11.1%	0.8%	5.6%
煤炭下水量	355	398	458	490	478	488
增速		12.1%	15.2%	6.8%	-2.4%	2.1%
估算煤炭外运量	540	635	711	790	797	841
比率及假设						
铁路外运量占产量比	56%	60%	64%	67%	62%	60%
铁路外运量占运能比	101%	101%	97%	94%	83%	83%
煤炭下水量/煤炭外运量	66%	63%	64%	62%	60%	58%

资料来源: CEIC, 发改委综合运输研究所, 交通运输协会, 中金公司研究部

成本比较: 大秦线利用率保障优先程度较高

铁道部 09 年工作会议将大秦线 2009 年的运输目标由 4 亿吨调整到了 3.8 亿吨, 调整后的大秦线产能利用率仍高达 95%, 大幅高于西煤东运通道整体 83% 的水平。目前市场存在误解, 认为大秦线较高的运量和利用率是铁道部行政指令的结果。我们有别于市场的认识是: 大秦线运力的优先保证是有经济效益考虑的。作为连接中国最大的煤炭集散地——山西和中国最大的煤炭下水港——秦皇岛港的运煤通道, 大秦线的运距比其他线路选择 (丰沙大——京秦线、丰沙大——京山线) 要短 31 公里及 163 公里。所以, 即便大秦线实施较高的特殊运价, 每吨煤的运输成本仍比其他两条线路要低 10.4% 及 13.8%。

图 17: 北通道主要线路运输成本比较



资料来源: 铁道部, 中金公司研究部

西煤东运第三通道：短期没有影响，长期影响取决于第三通道费率制定情况

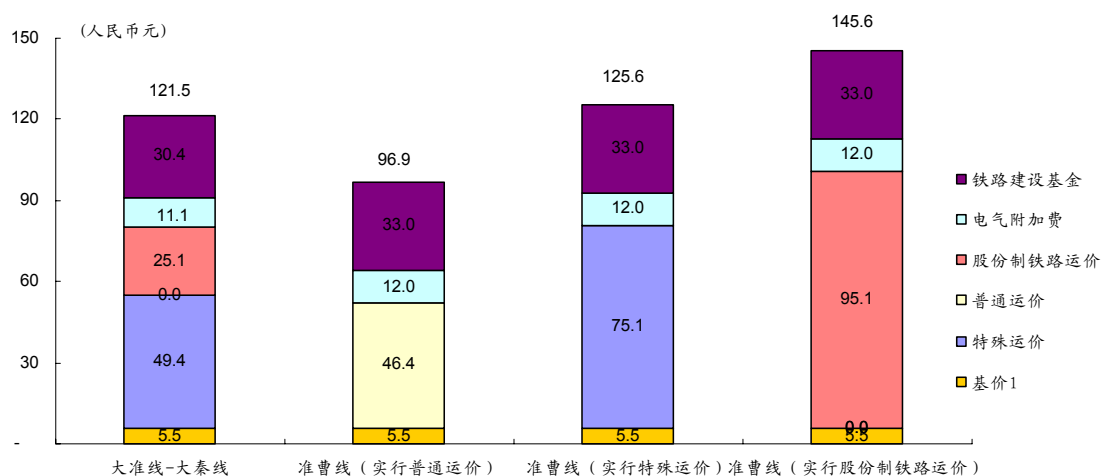
据内蒙古发改委官员透露，酝酿多年的“西煤东运”第三条煤炭外运通道，已经开始实质性运作，一期工程将于 2009 年开工建设。大通道起点设在鄂尔多斯的准格尔，终点入海港口在唐山曹妃甸，全长 1000 余公里，远期设计运能 2 亿吨/年。我们认为，西煤东运第三通道（准曹线）的建设短期对大秦铁路没有影响，长期影响则取决于煤炭需求和准曹线费率制定的情况。

➤ **竣工时间最早在三年以后，对大秦铁路短期没有影响。**据“唐山政府网”报道 (<http://www.tangshan.gov.cn/news.php?id=3526>)，西煤东运第三通道全部工程将分两段建设：一期张家口到唐山的张唐铁路预计将在 2009 年开工；二期准格尔到张家口铁路将在 2009 年开展前期工作，最快 2010 年动工。考虑到煤运大通道的建设周期一般在 3 年以上，一期的张唐铁路最早也只能在 2012 年投入运营。而一期张唐线建成后，鄂尔多斯煤炭可以通过现有的呼准线转张唐铁路，二期工程修建的开工时机将取决于大包线扩能改造以后的运力紧张程度。我们认为在 2009 年煤运运输需求不足的情况下，二期工程将很有可能推迟到 2010 年后才能动工，西煤东运整体运能的大幅提升也会进一步推迟到 2013 年以后。

➤ **对大秦线长期影响取决于煤炭需求和准曹线费率制定的情况。**

内蒙古煤源丰富，目前限制产量的主要因素是运能不足。我们预计大秦线 2010 年约有 1 亿吨左右的煤源来自内蒙古西部，如果 2012 年以后煤炭需求恢复，大秦线在不扩能的情况下和准曹线均将满负荷运营；但如果 2012 年以后经济仍未能复苏，下游煤炭需求仍然不足的话，届时大秦线和准曹线将就内蒙古煤源产生一定程度的竞争关系。我们就准格尔下水煤铁路运费做了如下测算：从准格尔经大准线、大秦线下水煤吨公里运价在 121.5 元左右；如果假定准曹线的运距为 1000 公里，执行普通运价每吨煤运输成本为 96.9 元，低于大秦线运价 20.2%；如果参照大秦铁路执行特殊运价运输成本为 125.6 元，高于大秦线运价 3.4%，而参照大准线实行股份制铁路定价运输成本则高达 145.6 元，高于大秦线运价 19.9%（图 18）。

图 18：蒙西煤炭外运运输成本比较



资料来源：铁道部，中金公司研究部

由于准曹线为大能力重载铁路，建设和维护成本较高，我们判断其建成后采取普通运价收费的可能性较低，更可能的情况是参照大秦铁路适用特殊运价或者参照大准铁路适用相对更高的股份制铁路运价。所以，我们更倾向于认为即使煤运需求在 2012 年以后也未能恢复，大秦线在与准曹线的竞争中仍将有一定的优势。

2009 年投资策略：在股价波动中把握安全边际

2008 年铁路行业表现略微好于大盘，其中大秦铁路基本与 A 股大盘跑平，广深铁路 A、H 股分别跑赢大市 5.3 及 2.7 个百分点。我们运用多种办法对铁路行业两家公司进行估值讨论，结果显示大秦铁路的合理价格交易区间应该在 7.6 元~10.5 元，广深铁路 A 股的合理交易区间在 2.78 元~3.62 元，H 股在 2.94~3.68 港元之间。我们维持铁路行业“跑赢大市”投资评级。建议投资者继续关注大秦铁路，在合理交易价格区间内波段操作。目前广深铁路 A 股股价高于我们合理交易区间的上限，投资机会不是特别明显。若其股价跌至每股净资产（3.32 元）附近，则有一定介入价值。目前 H 股广深铁路仅相当于 0.79 倍 09 年净资产值，低于我们合理交易价格区间的下限，重申“推荐”投资评级。

铁路行业整体跑赢大盘，

2008 年，铁路行业股价表现略微好于大盘，其中大秦铁路基本与 A 股大盘跑平，广深铁路 A、H 股分别跑赢大市 5.3 及 2.7 个百分点。

图 18：大秦铁路股价与大盘跑平



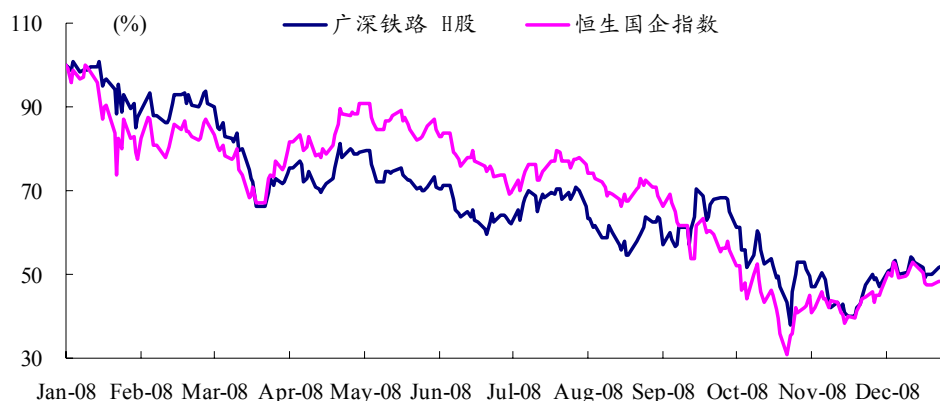
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图 19: 广深铁路 A 股跑赢指数



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 20: 广深铁路 H 股亦跑输指数



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

估值讨论：下降周期中采用相对估值法进行估值

我们运用了 DCF、PE/PB 估值办法以及重置成本法对中金公司所覆盖的两家铁路运营公司进行估值分析。我们认为，大秦铁路应参照大市平均估值予以适当溢价以反应其基本面防御性以及资产注入增厚效应，其合理价格交易区间为 7.6 元~10.5 元。广深铁路的 A 股的合理价格交易区间应该在 2.78 元~3.62 元，而广深铁路 H 股股价仅对应 0.79 倍 2009 年每股净资产，其合理交易区间应该在 2.94~3.68 港元。

DCF 讨论：大秦铁路和广深铁路 H 股安全边际较高。铁路公司由于现金流强，且具有较高的可预见性，DCF 可以较为合理的预测公司的长期投资价值。我们对于不同铁路公司采用不同的 WACC，以反应公司间在成长性、竞争风险以及经营管理等方面的区别。从 DCF 估值结果来看，大秦铁路和广深铁路 H 股相对 DCF 估值分别有 45.2%及 59.7%的折让，具有较高的安全边际，广深铁路 A 股相对 DCF 折让较小，安全边际较低。

表 10: 主要铁路公司投资要点

公司名称	评级	股价	永续增长率	WACC	09年底DCF每股价格	股价相对DCF估值上升空间
大秦铁路	推荐	RMB 8.53	2.0%	9.6%	RMB 12.39	45.2%
广深铁路 A	中性	RMB 3.89	2.0%	10.3%	RMB 4.07	4.7%
广深铁路 H	推荐	HK\$ 2.9	2.0%	10.3%	HK\$ 4.63	59.7%

资料来源：中金公司研究部

PE/PB 讨论：大秦铁路的合理估值为 7.6~10.5 元，广深铁路 A 股在 2.78 元~3.62 元，H 股在 2.94~3.68 港元之间。

我们认为，尽管大规模铁路建设将打破供给瓶颈，但铁路行业基本面仍然坚实：1. 我国能源、原材料、人员分布以及经济发展不均匀带来了大宗材料及人员大规模而且稳定的运输需求；2. 铁路相对于其他运输方式具备能力大、运价低和节能环保等优点，经营竞争优势和政策扶持优势并存，在各种运输方式中的份额有望大幅提升；3. 大规模铁路建设将发挥路网效应使出行和运输更为便捷，刺激新需求的产生。具体到上市公司，铁道部资金需求所带来的资产注入扩张机会是目前投资铁路股最主要的主题之一。尽管资产注入的时点及具体增厚效应难以把握，但其方向性是比较明确的。

综合以上分析，若从 P/E 角度分析，铁路运营商的 PE 估值上限应相对大市应该有一定的溢价，而 PE 估值下限也应当至少和大市持平。考虑到目前 A 股大市在 13.0~15.0 倍 2009 年市盈率水平徘徊，我们认为大秦铁路的合理估值应该在 13~18 倍 2009 年市盈率，约 7.6~10.5 元之间，最高对大市享有 20%的溢价。广深铁路的 A 股合理估值应该在 13~17 倍 2009 年市盈率，约 2.78~3.62 元之间，最高对大市享有 10%的溢价；如果 A 股股价跌到 1 倍净资产附近（每股 3.32 元），则有一定的介入价值。

目前国际可比公司 09 年市盈率为 12.0 倍左右，考虑到广深铁路拥有更为广阔的发展空间和资产注入机会，我们认为国际可比公司估值水平可以作为广深铁路 H 股估值的下限；从市净率角度考虑，公司目前估值仅相当于 0.79 倍 2009 年每股净资产，由于公司 09 年 ROE 仅有 6.6%，我们认为在当前的市场环境下，1 倍净资产可以成为其估值的上限。综合来说，其合理交易区间应该在 2.94~3.68 港元。

重置成本法讨论。作为重资产行业公司，铁路运营商亦适用重置成本法进行估值。我们分别选取了可比的新建客货专线作为重置成本的估值标准，并考虑大秦铁路新近资本开支所带来的资产增厚。结果显示大秦铁路的重置成本为每股 10.40 元，而广深铁路的重置成本为每股 4.30 元，均有较高的安全边际。

表 11：铁路上市企业重置成本法估值

广深铁路						
运营线路*	长度 (公里)	账面成本 (百万元)	工程投资 (百万元)	每公里成本 (百万元/公里)	重置成本 (百万元)	重置成本较账面 成本溢价
广深线	152	7,246	1,374	56.72	8,621	19.0%
广坪段	329	5,413	n.a.	16.44	15,253	181.8%
运营线路合计		12,659	1,374		23,874	88.6%
*注：广深线由于投入使用时间较短，重置成本以账面成本加广深四线未转固部分合计计算；广坪段线路资产路龄较长，并且途经地区属于广东省内经济较为落后地区，我们按照广东省十一五规划期间铁路每公里平均成本6619万元/公里折让30%计算重置成本。						
运营资产	数量 (辆)	账面成本 (百万元)	工程投资 (百万元)	设备单位重置成本 (百万元/辆)	重置成本 (百万元)	重置成本较账面 成本溢价
广深线合计		1,383	n.a.		1,386	0.2%
牵引内燃机车（160公里）	12			6.0	72	
牵引电力机车（170公里）	5			24.5	123	
内燃调车机车（100公里）	19			6.0	114	
准高速旅客车厢（160公里）	259			3.8	984	
快速旅客车厢（140公里）	38			2.5	93	
广坪段合计		3,112	n.a.		5,175	66.3%
牵引内燃机车（100~120公里）	109			6.0	654	
内燃调车机车（85公里）	34			6.0	204	
牵引电力机车（90~170公里）	139			8.7	1,211	
准高速旅客车厢（160公里）	196			3.8	745	
快速旅客车厢（140公里）	964			2.5	2,362	
运营资产合计		4,495	n.a.		6,561	46.0%
广深铁路合计		17,154	n.a.		30,435	77.4%
总股本（百万股）					7,084	
广深铁路每股重置成本（人民币元）					4.30	
广深铁路每股重置成本（港币元）					4.88	
大秦铁路						
运营线路	长度 (公里)	账面成本 (百万元)	工程投资 (百万元)	每公里成本 (百万元/公里)	重置成本 (百万元)	重置成本较账面 成本溢价
大秦铁路所属线路合计	1,089	18,565	n.a.	17	92,949	400.7%
大秦线	658				78,296	
丰沙大	156				5,287	
北同蒲	170				5,793	
口泉支线	10				333	
宁岢支线	95				3,240	
运营资产	数量 (辆)	设备投资(百万 元)	工程投资 (百万元)	设备单位重置成本 (百万元/辆)	重置成本 (百万元)	重置成本较账面 成本溢价
大秦铁路运营资产合计	45,535	35,195	n.a.		42,024	19.4%
SS4电力机车	40			8.7	348	
HXD机车	360			42.8	15,400	
电力机车	463			8.7	4,033	
内燃机车	80			6.0	480	
专用货车	24,846			0.6	13,665	
普通货车	19,227			0.4	6,826	
客车	519			2.5	1,272	
大秦铁路合计		53,760	n.a.		134,972	151.1%
总股本（百万股）					12,977	
大秦铁路每股重置成本（人民币元）					10.40	

资料来源：中金公司研究部

09 年策略：推荐大秦铁路和广深铁路 H 股，关注广深铁路 A 股超跌投资机会

鉴于铁路行业基本面的防御性以及铁路大发展所带来的成长机会，我们维持铁路行业“跑赢大市”投资评级。建议投资者继续关注大秦铁路和广深铁路 H 股。另外，若广深铁路 A 股股价跌 2009 年每股净资产（3.32 元）附近，则有一定介入价值。具体而言：

大秦铁路：在股价波动中把握安全边际

我们仍看好大秦铁路的长期投资价值，认为公司在整个煤炭乃至能源运输格局中的龙头地位以及在铁道部市场化过程中所占据资产扩张先发优势仍将构成公司最主要的投资要点。而未来两年公司充沛的现金流、稳定的盈利增长仍将使其具备较高的配置价值。维持“推荐”投资评级。在资产注入仍存在较多不确定性的前提下，建议投资者把握投资安全边际，在合理交易价格区间 7.6 元 ~ 10.5 元之间进行波段操作。

广深铁路：关注超跌所带来的长期投资机会

受雪灾、收入拉动不足的等负面因素的影响，公司 2008 年的业绩较为低迷。同时，由于短期内缺乏较为明显的股价刺激因素（资产注入预期），公司的股价在中报附近有可能面临较大的压力。然而，我们看好广深铁路的长期投资价值，认为铁路行业大发展仍将给公司带来较大的外延式资产扩张机会。若股价跌至每股净资产（3.21 元或 3.7 港元）附近，则有一定介入价值。目前 H 股股价已经跌破 2008 年 1 倍 PB 的水平，重申 H 股“推荐”投资评级，建议长期投资者可以适当收集。

表 12：主要铁路公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值 (USD mn)				市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率(%)				EV/EBITDA (X)				CAGR PEG		
				2009-1-9				07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-09	07A	
A股铁路上市公司																														
铁龙物流	600125.CH	CNY	5.86	861	17.4	20.3	13.9	10.8	2.3	2.5	2.2	1.9	13.0	12.3	15.9	17.4	0.0	1.7	1.7	1.7	9.0	9.0	6.5	5.1	12%	1.4				
广深铁路	601333.CH	CNY	3.89	3,752	19.3	18.8	18.2	19.3	1.3	1.2	1.2	1.1	6.6	6.5	6.4	5.8	2.1	2.1	2.2	2.1	10.2	10.3	9.2	9.0	3%	6.7				
大秦铁路	601006.CH	CNY	8.53	16,197	18.1	15.8	14.6	12.6	2.9	2.7	2.6	2.4	16.3	17.4	17.5	18.7	3.5	3.8	4.1	4.7	10.3	9.6	8.2	6.9	11%	1.6				
平均值					18.3	18.3	15.6	14.3	2.2	2.2	2.0	1.8	12.0	12.1	13.3	14.0	1.9	2.5	2.7	2.8	9.8	9.6	7.9	7.0	8%	2.2				
中值					18.1	18.8	14.6	12.6	2.3	2.5	2.2	1.9	13.0	12.3	15.9	17.4	2.1	2.1	2.2	2.1	10.2	9.6	8.2	6.9	11%	1.6				
H股铁路上市公司																														
广深铁路	525.HK	HKD	2.90	3,752	13.5	12.1	11.9	12.9	0.9	0.8	0.8	0.8	6.8	6.7	6.6	6.1	2.9	3.3	3.3	3.0	6.9	6.5	5.9	5.8	6%	2.2				
国际铁路公路上市公司																														
亚洲																														
地铁公司	66.HK	HKD	18.10	13,207	6.7	11.9	14.0	13.7	1.1	1.0	1.0	0.9	18.1	8.6	7.3	6.5	2.5	2.6	2.6	2.7	9.1	11.7	11.6	11.3	-31%	n.m.				
East Japan Railway	9020.JP	JPY	6,600	28,965	13.9	13.4	13.4	11.5	1.6	1.5	1.4	1.3	12.3	11.9	11.1	11.9	1.5	1.7	1.8	2.0	6.1	5.9	5.9	5.6	2%	6.9				
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	735,000	18,064	9.1	10.3	9.6	8.9	1.4	1.4	1.2	1.1	18.7	14.8	14.1	13.4	1.2	1.2	1.3	1.3	4.9	4.9	4.9	4.8	-3%	n.m.				
West Japan Railway	9021.JP	JPY	395,000	8,668	13.6	13.9	14.4	11.7	1.2	1.2	1.1	1.0	9.3	8.6	8.1	9.3	1.5	1.8	1.9	2.1	6.5	6.3	6.3	5.8	-3%	n.m.				
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	503	7,016	n.a.	n.a.	17.9	18.1	17.4	1.3	1.3	1.2	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	1.0	1.1	1.1	12.4	12.9	12.4	12.1	n.a.	n.m.			
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	735	1,959	13.0	11.1	9.9	9.8	3.0	2.5	2.1	1.8	n.a.	24.6	23.2	21.3	0.5	1.9	2.2	2.7	9.2	7.6	6.8	6.9	14%	0.9				
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.62	1,661	16.4	15.1	14.1	13.2	3.6	3.4	3.3	3.1	22.8	22.8	23.9	24.7	3.7	5.1	5.4	5.8	8.1	8.1	7.5	7.1	8%	2.1				
平均值					12.1	13.4	13.4	12.3	1.9	1.8	1.6	1.5	16.2	15.2	14.6	14.5	1.7	2.2	2.3	2.5	8.0	8.2	7.9	7.7	-5%	n.m.				
中值					13.3	13.4	14.0	11.7	1.4	1.4	1.2	1.2	18.1	13.3	12.6	12.7	1.5	1.8	1.9	2.1	8.1	7.6	6.8	6.9	-3%	n.m.				
北美洲																														
Burlington Northern Santa	BNI.US	USD	76.30	26,120	14.7	12.1	11.8	10.1	2.3	2.2	2.1	2.0	16.9	19.1	18.4	19.4	1.5	1.8	2.1	2.4	6.7	6.2	6.1	5.6	12%	1.2				
Union Pacific	UNP.US	USD	49.28	24,957	14.1	10.9	10.1	8.6	1.6	1.6	1.5	1.4	12.0	14.6	15.0	16.1	1.5	2.0	2.3	2.8	6.4	5.9	5.6	5.1	19%	0.8				
Norfolk Southern	NSC.US	USD	47.64	17,640	12.7	10.5	10.5	9.3	1.7	1.8	1.7	1.6	15.1	17.2	16.1	16.7	2.0	2.5	2.8	3.1	6.3	6.0	6.1	5.7	10%	1.3				
CSX Corp	CSX.US	USD	35.23	13,897	11.3	9.7	9.1	7.7	1.6	1.7	1.6	1.5	15.2	16.9	16.6	17.7	1.5	2.2	2.8	3.1	5.8	5.6	5.5	5.1	11%	1.0				
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	47.16	18,628	10.9	12.8	12.0	10.6	2.1	2.2	2.1	1.9	21.6	17.0	17.1	17.6	1.8	1.9	2.1	2.4	8.1	7.8	7.5	6.9	-5%	n.m.				
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	43.44	5,639	7.1	10.7	10.0	8.9	1.2	1.1	1.1	1.0	18.4	10.7	10.7	10.9	2.1	2.3	2.4	2.7	7.3	7.2	6.6	6.2	-16%	n.m.				
平均值					11.8	11.1	10.6	9.2	1.7	1.8	1.7	1.6	16.5	15.9	15.6	16.4	1.7	2.1	2.4	2.8	6.8	6.5	6.2	5.7	6%	2.1				
中值					12.0	10.8	10.3	9.1	1.6	1.7	1.6	1.6	16.0	16.9	16.3	17.1	1.7	2.1	2.3	2.8	6.6	6.1	6.1	5.6	8%	1.5				
*除大秦，广深铁路和铁龙物流数据为中金预测，其它数据均为市场预测数据，来自彭博资讯。																														

*除大秦、广深铁路和铁龙物流数据为中金预测，其它数据均为市场预测数据，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

表 13: A 股交通基础设施估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率				市净率				净资产收益率				现金分红收益率				EV/EBITDA			CAGR	PEG	
		(RMB)	(US\$ m)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)				
		2009-1-9		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-09	07A
A股港口上市公司																									
上港	600018.CH	3.42	10,504	19.8	15.0	17.5	15.2	2.5	2.2	1.0	1.9	13.8	13.9	14.6	15.2	2.2	3.2	2.3	2.1	11.7	9.5	8.7	7.6	6%	3.2
天津港*	600717.CH	9.40	2,303	13.5	13.4	13.1	12.0	2.3	2.1	1.9	1.7	17.1	15.4	14.2	14.0	0.9	2.2	2.3	2.5	9.1	9.7	8.9	7.9	1%	9.2
盐田港*	000088.CH	4.93	898	9.5	11.4	13.3	13.4	1.7	1.4	1.4	1.3	19.0	13.7	10.6	10.0	4.8	4.0	3.5	3.4	5.6	5.3	5.6	5.2	-15%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	9.74	820	9.5	10.7	12.4	12.4	2.4	2.3	2.2	2.1	25.7	21.4	17.8	16.8	7.0	6.1	5.3	5.3	5.7	6.1	7.0	6.7	-13%	n.m.
南京港	002040.CH	4.33	156	51.5	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	26.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.
日照港	600017.CH	4.12	760	29.4	16.3	11.8	10.0	2.0	1.7	1.6	1.4	7.5	10.9	12.8	13.3	1.2	0.9	1.6	1.9	17.3	10.4	7.7	6.5	58%	0.5
营口港	600317.CH	6.53	524	11.5	11.5	11.3	10.9	1.2	1.0	2.6	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	14.7	8.2	7.4	6.8	1%	18.7
A股港口平均				20.7	13.0	13.2	12.3	2.0	1.8	1.8	1.7	14.1	14.4	13.1	13.0	3.1	3.3	3.0	3.1	12.9	8.2	7.5	6.8	25%	0.8
A股机场上市公司																									
上海机场*	600009.CH	12.47	3,516	14.2	27.5	21.8	16.5	2.1	1.9	1.8	1.7	14.6	7.1	8.3	10.1	1.2	0.6	0.8	1.0	12.8	13.6	11.3	9.7	-19%	n.m.
深圳机场*	000089.CH	5.41	1,338	19.2	33.3	15.7	14.6	2.6	1.9	1.8	1.7	13.5	5.6	11.3	11.5	3.1	1.8	3.8	4.1	13.6	14.3	8.7	7.5	10%	1.8
白云机场*	600004.CH	7.54	1,269	24.0	17.8	15.1	13.6	1.6	1.5	1.4	1.3	6.5	8.3	9.1	9.4	1.2	1.7	2.0	2.2	9.4	8.2	7.8	6.6	26%	0.9
厦门空港*	600897.CH	12.80	558	23.0	19.5	15.7	14.2	3.3	3.4	3.1	2.8	14.2	17.6	19.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.3	11.7	9.2	8.4	21%	1.1
A股机场平均				20.1	24.5	17.1	14.7	2.4	2.2	2.0	1.9	12.2	9.6	12.1	12.8	1.4	1.0	1.6	1.8	12.5	12.0	9.3	8.1	8%	2.4
A股高速公路上市公司																									
宁沪高速*	600377.CH	5.65	4,055	17.8	17.7	18.5	18.3	1.8	1.8	1.8	1.7	10.2	10.1	9.5	9.5	4.8	4.8	4.6	4.6	9.4	9.6	10.3	9.9	-2%	n.m.
皖通高速*	600012.CH	3.88	867	12.4	9.5	11.8	13.4	1.4	1.3	1.3	1.2	11.2	14.0	10.8	9.2	5.2	6.8	5.4	4.8	5.5	6.2	7.2	6.9	3%	4.5
深高速*	600548.CH	4.81	1,301	15.6	18.0	17.8	17.3	1.4	1.4	1.3	1.3	9.3	7.7	7.5	7.4	3.3	2.8	2.8	2.9	9.1	13.3	12.6	11.0	-7%	n.m.
福建高速	600033.CH	5.05	1,093	11.9	9.7	9.5	12.8	2.1	1.9	1.7	1.6	18.0	16.7	16.5	11.3	5.0	5.2	4.1	2.7	7.9	6.4	6.5	8.0	12%	1.0
赣粤高速	600269.CH	8.19	1,399	8.7	8.8	8.1	7.9	1.5	1.2	1.0	0.9	18.8	13.6	13.4	13.7	2.8	2.9	3.2	3.5	6.4	6.2	5.7	5.2	4%	2.2
粤高速*	000429.CH	3.85	638	9.8	12.6	12.6	14.1	1.5	1.4	1.3	1.3	14.8	11.0	10.5	9.0	4.4	3.2	3.2	2.8	6.8	7.8	9.7	11.1	-12%	n.m.
A股高速公路平均				12.7	12.7	13.1	14.0	1.6	1.5	1.4	1.3	13.7	12.2	11.4	10.0	4.2	4.3	3.9	3.6	7.5	8.3	8.7	8.7	-1%	n.m.
A股铁路上市公司																									
铁龙物流*	600125.CH	5.86	861	17.4	20.3	13.9	10.8	2.3	2.5	2.2	1.9	13.0	12.3	15.9	17.4	0.0	1.7	1.7	1.7	9.0	9.0	6.5	5.1	12%	1.4
广深铁路*	601333.CH	3.89	3,752	19.3	18.8	18.2	19.3	1.3	1.2	1.2	1.1	6.6	6.5	6.4	5.8	2.1	2.1	2.2	2.1	10.2	10.3	9.2	9.0	3%	6.7
大秦铁路*	601006.CH	8.53	16,197	18.1	15.8	14.6	12.6	2.9	2.7	2.6	2.4	16.3	17.4	17.5	18.7	3.5	3.8	4.1	4.7	10.3	9.6	8.2	6.9	11%	1.6
A股铁路平均				18.3	18.3	15.6	14.3	2.2	2.2	2.0	1.8	12.0	12.1	13.3	14.0	1.9	2.5	2.7	2.8	9.8	9.6	7.9	7.0	8%	2.2
A股基础设施上市公司平均值				16.0	16.2	14.4	13.6	2.0	1.8	1.7	1.6	13.8	12.3	12.4	12.2	3.0	3.0	2.9	2.9	9.9	9.2	8.3	7.7	6%	2.8
A股基础设施上市公司中值				15.6	15.8	13.9	13.4	2.0	1.8	1.7	1.6	13.8	12.3	11.3	11.3	3.1	2.8	3.0	2.8	9.4	9.5	8.2	7.5	6%	2.6

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

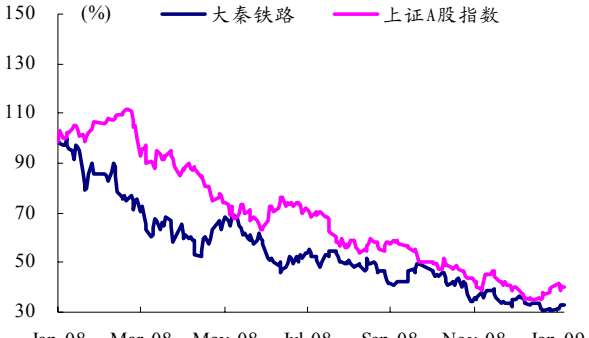
表 14: H 股交通基础设施估值表

公司名称	股票代码	股价 (HKD)	市值 (US\$ mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG
				2009-1-9				07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E		
H股港口上市公司																									
中远太平洋*	1199.HK	8.53	2,468	5.8	8.2	8.3	8.0	0.9	0.9	0.8	0.8	17.5	11.0	10.3	10.2	8.5	6.0	5.9	6.2	4.3	6.0	7.0	7.0	-17%	n.m.
招商局国际*	144.HK	15.36	4,798	10.4	9.7	9.1	10.0	1.4	1.3	1.2	1.2	13.2	13.3	13.1	12.0	4.2	4.6	4.8	4.4	8.6	7.9	8.4	8.3	7%	1.5
大连港*	2880.HK	2.22	837	10.0	6.5	8.6	8.7	1.1	0.9	0.8	0.8	10.6	13.5	9.7	9.4	3.8	5.0	3.8	3.8	7.5	5.4	7.0	6.0	8%	1.3
厦门港*	3378.HK	0.88	309	6.0	5.7	7.7	7.4	0.6	0.5	0.5	0.5	10.4	9.6	6.9	7.1	6.9	7.3	5.4	5.6	4.3	5.0	5.2	4.8	-12%	n.m.
天津港发展*	3382.HK	1.91	440	14.3	11.8	14.6	12.3	1.0	1.0	0.9	0.9	7.1	8.1	6.3	7.2	2.8	3.4	2.7	3.3	8.0	6.4	6.7	5.7	-1%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	6.80	820	6.2	6.5	7.6	7.8	1.6	1.4	1.3	1.3	25.7	21.4	17.8	16.8	10.6	10.2	8.7	8.4	3.9	4.0	4.6	4.5	-10%	n.m.
H股港口平均				9.3	8.4	9.7	9.3	1.0	0.9	0.9	0.8	11.8	11.1	9.3	9.2	5.3	5.3	4.5	4.6	6.5	6.1	6.9	6.3	-2%	n.m.
H股机场上市公司																									
北京首都机场*	694.HK	4.04	2,255	13.6	227.0	140.8	53.8	1.4	1.2	1.2	1.2	10.5	0.5	0.9	2.3	3.5	0.2	0.3	0.9	5.7	12.0	4.6	4.4	-69%	n.m.
海南美兰机场	357.HK	3.03	185	10.4	6.7	6.5	5.9	0.8	0.8	0.7	0.7	8.3	12.2	11.8	12.1	9.2	7.0	7.5	7.5	2.9	2.8	2.5	2.3	27%	0.4
H股机场平均				12.0	116.8	73.6	29.8	1.1	1.0	1.0	1.0	9.4	6.4	6.4	7.2	6.4	3.6	3.9	4.2	4.3	7.4	3.6	3.3	-60%	n.m.
H股高速公路上市公司																									
浙江沪杭甬*	576.HK	4.97	2,782	8.4	10.8	13.0	11.4	1.5	1.4	1.3	1.3	18.3	12.6	10.4	11.5	6.6	5.1	4.6	5.3	3.9	5.3	5.9	5.4	-20%	n.m.
江苏宁沪高速公路*	177.HK	5.72	4,055	16.5	15.0	15.5	15.9	1.9	1.7	1.7	1.7	11.5	11.3	11.0	10.9	5.0	5.7	5.5	5.3	8.5	7.9	8.6	8.6	3%	5.1
深圳高速公路股份*	548.HK	3.03	1,301	9.2	9.8	10.0	9.7	0.9	0.8	0.7	0.7	9.3	7.8	7.5	7.6	5.6	5.1	5.0	5.2	9.5	11.4	8.5	6.2	-4%	n.m.
安徽皖通高速公路*	995.HK	3.23	867	10.7	6.4	7.4	8.0	0.9	0.8	0.8	0.8	8.7	12.4	10.6	9.7	6.6	9.4	7.4	6.4	3.5	3.9	4.7	4.5	20%	0.5
合和公路基建	737.HK	4.45	1,701	6.6	10.5	10.7	11.4	1.1	1.2	1.1	1.1	17.7	11.0	11.0	10.8	6.7	7.5	7.8	8.0	7.3	6.2	5.8	5.6	-22%	n.m.
四川成渝	107.HK	1.42	468	7.4	6.3	5.5	4.7	0.7	0.7	0.6	0.6	9.6	9.5	9.6	10.4	0.4	4.4	5.3	5.9	4.2	4.4	4.1	3.7	17%	0.4
粤高速B*	200429.CH	2.81	638	6.7	7.9	8.1	9.4	1.0	0.9	0.9	0.8	14.8	11.0	10.5	9.0	6.4	5.0	4.9	4.3	4.7	4.8	5.4	7.7	-9%	n.m.
H股高速公路平均				9.8	9.8	10.3	10.2	1.2	1.1	1.1	1.0	12.5	10.8	10.0	10.2	5.1	6.2	5.9	6.0	6.1	6.5	6.3	5.7	-3%	n.m.
H股铁路上市公司																									
广深铁路	525.HK	2.90	3,752	13.5	12.1	11.9	12.9	0.9	0.8	0.8	0.8	6.8	6.7	6.6	6.1	2.9	3.3	3.3	3.0	6.9	6.5	5.9	5.8	6%	2.2
H股基础设施上市公司平均值				10.2	9.2	9.9	9.7	1.1	1.0	0.9	0.9	11.4	10.7	9.6	9.6	5.3	5.7	5.3	5.4	6.1	6.1	6.2	5.7	1%	7.1
H股基础设施上市公司中值				10.0	9.7	9.1	9.7	0.9	0.9	0.8	0.8	10.5	11.0	10.3	10.2	5.6	5.1	5.3	5.3	5.7	6.0	5.9	5.6	5%	2.2
MSCI China				11.7	10.9	10.6	10.0	2.0	1.7	1.5	1.4	16.9	15.2	14.5	14.3	3.2	3.5	3.5	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5%	2.4

大秦铁路 (601006/8.53 元): 推荐

在股价波动中把握安全边际

大秦铁路主要财务指标及近期股价表现

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	A股	
营业收入	16,571	20,860	23,090	25,609	27,556	当前股价	人民币8.53
(+/-%)	26.4	25.9	10.7	10.9	7.6	股票代码	601006.CH
净利润	4,415	6,109	7,006	7,578	8,759	日成交量 (百万股)	21.43
(+/-%)	24.0	38.4	14.7	8.2	15.6	52周最高价/最低价	人民币27.86/7.53
经常性损益净利润	4,451	6,176	7,037	7,605	8,743	总市值 (百万元)	110,692
(+/-%)	22.0	38.7	13.9	8.1	15.0	发行股数 (百万股)	12,977
每股盈利(元)	0.340	0.471	0.540	0.584	0.675	其中: 流通股 (百万股)	3,511
每股经营现金流(元)	0.393	0.704	0.771	0.888	0.961	主要股东 (持股比例)	太原局(72.94%)
市盈率(X)	25.1	18.1	15.8	14.6	12.6		
市净率(X)	3.1	2.9	2.7	2.6	2.4		
EV/EBITDA	12.4	10.3	9.6	8.2	6.9		
现金分红收益率(%)	3.5	3.5	3.8	4.1	4.7		
净资产收益率(%)	12.5	16.3	17.4	17.5	18.7		

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ **重申大秦铁路基本面防御性。**根据中金公司煤炭研究员的预测, 2009 年中国煤炭产量和消费量仍将维持 7.1% 和 2.8% 的增长, 我们预计三西铁路煤炭外运量仍可有 0.8% 的同比增长。作为铁道部重点煤炭运输企业, 大秦铁路无论从运价竞争力、政策扶持和经营倾斜上较公路运输或者北通道其他煤运线路均具有一定的优势, 我们认为 09 年大秦线有很高的可能可以实现铁道部规划的 3.8 亿吨运量规划。而铁路部规划的西煤东运第三通道最早也要于 2012 年竣工, 对大秦铁路影响有限。
- ◆ **分别下调 08、09 和 10 年盈利预测 6.7%、12.2% 和 2.6%。**根据全国铁路工作会议公布的大秦线运营数据及计划, 我们将大秦线 2008 和 2009 年煤炭运输量分别由 3.5 亿吨和 4.0 亿吨下调至 3.4 亿吨和 3.8 亿吨, 维持 2010 年 4.0 亿吨运量假设不变。考虑到铁道部将进一步优化大秦线集疏运方案, 由于秦皇岛港库存仍未降低到历史平均水平, 我们预计 09 年大秦线秦皇岛下水煤量将较 08 年下降 2000 万吨至 1.8 亿吨, 而有约 8000 万吨煤炭将从迁曹线分流到曹妃甸和唐山水, 这将对大秦线平均运距产生不利影响。我们分别下调大秦铁路 08、09 和 10 年煤炭运距 0.5%、2.9% 和 3.4% 至 557 公里、534 公里和 536 公里。综合而言, 我们下调大秦铁路 08、09 和 10 年盈利预测 6.7%、12.2% 和 2.6% 至每股 0.540 元、0.584 元和 0.675 元, 对应 08、09 和 10 年盈利增速将分别达到 14.7%、8.2% 和 15.6%。
- ◆ **压力测试显示大秦线 09 年运量下滑至 3.65 亿吨盈利开始出现下降。**根据我们对大秦线运量进行的压力测试(表 17), 当 09 年运量下滑至 3.65 亿吨时每股盈利与 08 年水平基本持平。而在最差的情况下, 假定大秦线的运量为 3.5 亿吨, 则 09 年每股盈利将较 08 年下滑 8.4% 至 0.495 元。
- ◆ **维持“推荐”投资评级, 关注长期投资价值。**根据调整后的盈利预测我们将 09 年底 DCF 估值下调到 12.39 元。我们仍看好大秦铁路的长期投资价值, 认为公司在整个煤炭乃至能源运输格局中的龙头地位以及在铁道部市场化过程中所占据资产扩张先发优势仍将构成公司最主要的投资要点。而未来两年公司充沛的现金流、稳定的盈利增长仍将使其具备较高的配置价值。维持“推荐”投资评级。在资产注入仍存在较多不确定性的前提下, 建议投资者把握投资安全边际, 在合理交易价格区间 7.6 元~10.5 元之间进行波段操作。

表 15：大秦铁路主要假设

	重要假设			同比增长率		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
煤炭运输量（千吨）	376,160	417,968	441,765	16%	11%	6%
大秦线	340,000	380,000	400,000	12%	12%	5%
丰沙大	36,160	37,968	41,765	71%	5%	10%
煤炭平均运距（公里）	557	534	536	-3%	-4%	0%
煤炭货运费率（元/吨公里）	0.066	0.065	0.063	-2%	-2%	-2%
白货周转量（10亿吨公里）	8.058	8.058	8.219	2%	0%	2%
白货运输费率（元/吨公里）	0.071	0.072	0.074	2%	2%	2%
旅客周转量（10亿人公里）	3.122	3.216	3.281	3%	3%	2%
客运费率（元/人公里）	0.203	0.199	0.195	-2%	-2%	-2%

资料来源：中金公司研究部

表 16：大秦铁路盈利预测调整

		2008E	2009E	2010E			2008E	2009E	2010E
大秦线煤炭运输量 （千吨）	调整前	350,000	400,000	400,000	财务费用	调整前	(527)	(431)	(192)
	调整后	340,000	380,000	400,000	（人民币百万元）	调整后	(530)	(554)	(251)
	(+/-%)	(2.9)	(5.0)	0.0		(+/-%)	0.6	28.5	30.7
煤炭平均运距 （公里）	调整前	560	550	555	净利润	调整前	7,509	8,626	8,991
	调整后	557	534	536	（人民币百万元）	调整后	7,006	7,578	8,759
	(+/-%)	(0.5)	(2.9)	(3.4)		(+/-%)	(6.7)	(12.2)	(2.6)
营业收入 （人民币百万元）	调整前	24,293	27,873	27,933	每股盈利	调整前	0.579	0.665	0.693
	调整后	23,090	25,609	27,556	（人民币元）	调整后	0.540	0.584	0.675
	(+/-%)	(5.0)	(8.1)	(1.3)		(+/-%)	(6.7)	(12.2)	(2.6)
营业成本 （人民币百万元）	调整前	(11,096)	(12,952)	(12,876)					
	调整后	(10,652)	(12,134)	(12,737)					
	(+/-%)	(4.0)	(6.3)	(1.1)					

资料来源：中金公司研究部

表 17：大秦铁路 2009 年盈利对大秦线运量压力测试

2009	基本情景	下降3%	下降4%	下降5%	下降8%
大秦线运量（百万吨）	380	369	365	361	350
每股盈利（人民币元）	0.584	0.550	0.539	0.528	0.495
盈利变化 %	n.a.	-5.7%	-2.0%	-9.6%	-15.3%
较08年盈利增长 %	8.2%	2.0%	-0.1%	-2.2%	-8.4%
对应09市盈率	14.6	15.5	15.8	16.2	17.2

资料来源：中金公司研究部

表 18：大秦铁路 DCF 计算

无风险利率	4.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.00						
股权成本	12.5%	8.6%	12.57	13.34	14.34	15.70	17.66
税前债务成本	7.0%	9.1%	11.81	12.46	13.29	14.40	15.94
税率	25.0%						
税后债务成本	5.3%	9.6%	11.14	11.69	12.39	13.30	14.53
目标负债率	40%	10.1%	10.54	11.01	11.59	12.35	13.35
加权资本成本	9.6%	10.6%	9.99	10.40	10.90	11.53	12.35

资料来源：中金公司研究部

大秦铁路财务预测简表

损益表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	16,571	20,860	23,090	25,609	27,556
- 货物运输收入	14,940	18,963	20,956	23,243	25,184
- 旅客运输收入	567	627	633	639	639
- 其他服务收入	638	649	657	664	670
- 其他业务收入	426	621	844	1,063	1,063
减: 主营业务成本	7,970	9,494	10,652	12,134	12,737
- 折旧	1,776	1,690	2,362	3,037	3,038
- 电力及燃料	1,504	1,719	1,753	1,970	2,119
- 材料	580	998	1,000	1,109	1,193
- 人员费用	1,383	1,655	1,842	1,992	2,143
- 大修费用	695	1,108	1,172	1,274	1,371
- 其他业务成本	2,031	2,325	2,523	2,753	2,872
主营业务税金及附加	549	693	767	851	916
其他业务成本	392	567	678	742	780
主营业务利润	7,661	10,106	10,993	11,882	13,124
加: 其他业务利润	-	-	-	-	-
减: 营业费用	-	-	-	-	-
管理费用	866	882	1,081	1,188	1,215
财务费用	222	-49	530	554	251
营业利润	6,573	9,272	9,382	10,140	11,658
加: 投资收益	-	-	-	-	-
加: 营业外收支净额	-44	-73	-41	-36	21
税前利润	6,529	9,199	9,341	10,104	11,678
减: 所得税	2,113	3,089	2,335	2,526	2,920
净利润	4,415	6,109	7,006	7,578	8,759
资产负债表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	6,438	7,790	3,188	10,081	17,495
流动资产	7,606	8,995	4,666	11,653	19,218
固定资产净值	26,852	34,142	45,168	43,349	40,319
在建工程	1,624	3,050	2,033	1,355	904
无形资产	4,934	4,831	4,727	4,623	4,519
非流动资产	33,470	42,113	52,018	49,417	45,830
总资产	41,076	51,108	56,684	61,069	65,048
短期借款	-	-	2,500	-	-
其他应付款	2,990	9,995	9,995	-	-
流动负债合计	5,758	13,572	16,348	4,202	4,677
非流动负债合计	0	2	1	13,501	13,501
负债合计	5,759	13,574	16,348	17,702	18,178
股东权益	35,318	37,534	40,336	43,367	46,871
现金流量表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	5,103	9,133	10,002	11,529	12,476
投资活动现金流	-11,143	-3,507	-12,371	-539	444
筹资活动现金流	6,704	-4,274	-2,233	-4,096	-5,507
现金及现金等价物净增加额	664	1,352	-4,602	6,893	7,414
主要经营和财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
毛利率	46.2%	48.4%	47.6%	46.4%	47.6%
净利率	26.6%	29.3%	30.3%	29.6%	31.8%
资产收益率	10.7%	12.0%	12.4%	12.4%	13.5%
净资产收益率	12.5%	16.3%	17.4%	17.5%	18.7%
投入资本收益率	12.5%	16.3%	16.4%	13.3%	14.5%
杠杆比率(x)	14.0%	26.6%	28.8%	29.0%	27.9%
净债务/净资产	-9.8%	5.9%	23.1%	7.9%	-8.5%
利息保障倍数 - 净利润(x)	16.2	190.9	11.1	11.0	14.4
每股盈利(元)	0.34	0.47	0.54	0.58	0.67
每股分红(元)	0.30	0.30	0.32	0.35	0.40
每股净资产(元)	2.72	2.89	3.11	3.34	3.61
每股经营现金流(元)	0.39	0.70	0.77	0.89	0.96

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

广深铁路 (601333/3.89 元): 中性

把握超跌带来的投资机会

广深铁路主要财务指标及近期股价表现

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,630	10,509	11,359	11,583	11,361
(+/-%)	13.0	189.5	8.1	2.0	(1.9)
净利润	744	1,431	1,465	1,514	1,428
(+/-%)	21.7	92.4	2.4	3.4	(5.7)
经常性损益净利润	723	1,435	1,467	1,516	1,429
(+/-%)	15.8	98.4	2.3	3.3	(5.7)
每股盈利(元)	0.105	0.202	0.207	0.214	0.202
每股经营现金流(元)	0.204	0.355	0.344	0.481	0.420
市盈率(X)	37.1	19.3	18.8	18.2	19.3
市净率(X)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	19.1	10.2	10.3	9.2	9.0
现金分红收益率(%)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.1
净资产收益率(%)	3.6	6.6	6.5	6.4	5.8

	H股	A股
当前股价	港币2.9	人民币3.89
股票代码	525.HK	601333.CH
日成交量(百万股)	2.44	18.80
52周最高价/最低价	港币5.83/2.0	人民币10.04/3.31
总市值(百万元)	4150.77	21987.058
发行股数(百万股)	1431.3	7083.5
其中:流通股(百万股)	1431.3	1817.1
主要股东(持股比例)	广州铁路(集团)公司(41.0%)	



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ **货运业务和广深城际车业务四季度下滑明显。**08 年前 11 个月公司货运量仅同比增长 0.9%至 6492.6 万吨, 10 月和 11 月更是出现了 14.9%和 21.6%的同比下滑(表 20), 差于预期。显然, 内外需放缓、经济减速对广东省铁路货运业务有较大的影响。客运业务方面, 前 11 个月公司客运总量同比增长 14.6%至 7645.2 万人(表 19), 基本符合预期, 但运量结构在四季度出现了明显的变化: 广深城际列车客运量前 11 个月同比增长 33.2%, 但 10 月和 11 月增速迅速下降到了 9.5%和 9.0%, 受经济下滑冲击较大; 而长途车客运量前 11 个月仅同比增长 5.8%, 但在农民工提前返乡潮的刺激下, 10 月和 11 月增速分别上升到了 12.8%和 15.7%。
- ◆ **武广客运专线将于 2009 年竣工, 分流影响提前至 2010 年。**根据铁道部铁路工作会议提出的 2009 年工作计划, 武广客运专线将提前至 2009 年竣工, 预计将对公司 2010 年长途客运业务造成较大冲击。我们认为, 虽然武广客运专线通车对公司长途客运业务影响较大, 但是部分客货分流也将充分释放京广线的货运能力, 有利于公司货运业务增长。
- ◆ **分别下调 08、09 和 10 年盈利预测 1.9%、7.1%和 17.7%。**根据广深铁路前 11 个月经营数据, 我们对公司 08 年客货运运量进行微调; 由于 09 年广东省铁路货运需求将不会有明显改善, 参照 10 月和 11 月情况, 我们将货运运量假设由增长 1%下调至同比下降 15%, 并将长途车客运量增长率由 5%小幅下调至 4%; 而考虑到 2010 年武广客运专线开始全面运营, 我们将 2010 年长途客运量由增长 3%下调至下降 15%, 同时上调货运量增速至 20%。综合而言, 我们下调广深铁路 08、09 和 10 年盈利预测 1.9%、7.1%和 17.7%至每股 0.207 元、0.214 元和 0.202 元。
- ◆ **维持 A 股“中性”及 H 股“推荐”投资评级。**根据调整后的盈利预测, 我们分别将公司 A 股和 H 股 09 年底 DCF 估值下调到人民币 4.07 元和港币 4.63 元。尽管公司面临着经济下滑和平行线路分流带来的负面影响, 但考虑到铁路行业大发展仍将给公司带来外延式资产扩张机会, 估值合理的情况下仍有一定的投资价值。目前 A 股股价高于 09 年每股净资产但低于 DCF 估值, 估值吸引力较低, 维持“中性”投资评级, 如果跌至每股净资产(3.32 元)附近, 则有一定的介入价值。H 股股价已经跌至 2009 年 0.79 倍 PB 的水平, 低于我们合理估值股价的下限, 重申“推荐”投资评级, 建议长期投资者可以适当收集。

表 19: 广深铁路 2008 年前 11 月客运运营情况

客运运量 (千人)	发送量合计			城际列车			直通车			其他车		
	2008	2007	YoY	2008	2007	YoY	2008	2007	YoY	2008	2007	YoY
Jan	8,928	6,713	33%	2,331	1,576	48%	291	280	4%	6,306	4,857	30%
Feb	5,433	6,791	(20%)	2,382	1,345	77%	213	220	(3%)	2,838	5,226	(46%)
Mar	6,800	5,267	29%	2,833	1,656	71%	276	276	-	3,690	3,334	11%
Apr	6,911	5,514	25%	2,812	1,681	67%	294	253	16%	3,805	3,580	6%
May	6,484	5,310	22%	2,680	1,832	46%	245	239	3%	3,560	3,239	10%
Jun	6,310	5,414	17%	2,528	2,039	24%	242	236	2%	3,541	3,139	13%
Jul	7,820	6,805	15%	2,952	2,380	24%	269	275	(2%)	4,599	4,149	11%
Aug	8,103	7,364	10%	2,863	2,437	18%	255	299	(15%)	4,986	4,628	8%
Sep	6,951	6,114	14%	2,639	2,192	20%	253	282	(10%)	4,059	3,640	12%
Oct	6,520	5,904	10%	2,846	2,599	10%	270	288	(6%)	3,404	3,017	13%
Nov	6,192	5,544	12%	2,596	2,382	9%	242	263	(8%)	3,354	2,899	16%
Total	76,452	66,739	15%	29,461	22,119	33%	2,850	2,912	(2%)	44,141	41,708	6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 20: 广深铁路 2008 年前 11 月货运运营情况

货运运量 (千吨)	货运量合计			货物接运			货物发送		
	2008	2007	YoY	接运到达	接运通过	YoY	2008	2007	YoY
Jan	4,598	5,797	(21%)	1,554	2,014	(23%)	1,768	2,188	(19%)
Feb	3,148	2,737	15%	1,074	866	24%	1,079	860	26%
Mar	7,142	5,163	38%	2,665	1,870	43%	2,780	1,880	48%
Apr	6,627	5,869	13%	2,407	2,072	16%	2,637	2,183	21%
May	6,739	6,172	9%	2,384	2,275	5%	2,619	2,111	24%
Jun	6,297	6,002	5%	2,375	2,038	17%	2,416	2,292	5%
Jul	6,516	6,405	2%	2,339	2,422	(3%)	2,616	2,276	15%
Aug	6,459	6,366	2%	2,457	2,505	(2%)	2,593	2,258	15%
Sep	6,392	6,405	(0%)	2,243	2,561	(12%)	2,812	2,355	19%
Oct	5,970	7,013	(15%)	2,081	2,761	(25%)	2,504	2,523	(1%)
Nov	5,038	6,428	(22%)	1,765	2,367	(25%)	2,098	2,351	(11%)
Total	64,926	64,357	0.9%	23,343	23,750	(2%)	25,922	23,275	11%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 21: 广深铁路 DCF 计算

无风险利率	4.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)					
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%	
Beta	1.00		9.5%	3.78	4.14	4.58	5.17	5.96
股权成本	12.5%		9.9%	3.60	3.92	4.32	4.83	5.51
			10.3%	3.43	3.72	4.07	4.53	5.12
			10.7%	3.27	3.53	3.85	4.26	4.78
税前债务成本	7.0%	11.1%	3.13	3.36	3.65	4.01	4.47	
税率	25.0%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(港币元)					
税后债务成本	5.3%		0%	1%	2%	3%	4%	
			9.5%	4.31	4.71	5.21	5.88	6.78
			9.9%	4.09	4.46	4.91	5.49	6.27
			10.3%	3.90	4.23	4.63	5.15	5.83
			10.7%	3.72	4.02	4.38	4.84	5.43
目标负债率	30%	11.1%	3.56	3.83	4.15	4.56	5.09	
加权资本成本	10.3%							

资料来源: 中金公司研究部

表 22: 广深铁路盈利预测调整

A股		2008E	2009E	2010E
营业收入 (人民币百万元)	调整前	11470	12173	12678
	调整后	11359	11583	11361
	(+/-%)	(1.0)	(4.8)	(10.4)
营业成本 (人民币百万元)	调整前	(8394)	(8682)	(9019)
	调整后	(8325)	(8323)	(8220)
	(+/-%)	(0.8)	(4.1)	(8.9)
管理费用 (人民币百万元)	调整前	(816)	(865)	(900)
	调整后	(809)	(865)	(869)
	(+/-%)	(0.9)	(0.1)	(3.5)
所得税费用 (人民币百万元)	调整前	(327)	(405)	(490)
	调整后	(321)	(379)	(403)
	(+/-%)	(1.7)	(6.6)	(17.9)
净利润 (人民币百万元)	调整前	1491	1621	1738
	调整后	1465	1514	1428
	(+/-%)	(1.7)	(6.6)	(17.9)
每股盈利 (人民币元)	调整前	0.210	0.229	0.245
	调整后	0.207	0.214	0.202
	(+/-%)	(1.7)	(6.6)	(17.9)
H股		2008E	2009E	2010E
营业收入 (人民币百万元)	调整前	11470	12173	12678
	调整后	11359	11583	11361
	(+/-%)	(1.0)	(4.8)	(10.4)
营业成本 (人民币百万元)	调整前	(8764)	(9094)	(9436)
	调整后	(8695)	(8747)	(8604)
	(+/-%)	(0.8)	(3.8)	(8.8)
管理费用 (人民币百万元)	调整前	(537)	(570)	(594)
	调整后	(532)	(572)	(582)
	(+/-%)	(1.0)	0.3	(2.0)
所得税费用 (人民币百万元)	调整前	(328)	(407)	(495)
	调整后	(322)	(378)	(407)
	(+/-%)	(1.9)	(7.1)	(17.7)
净利润 (人民币百万元)	调整前	1495	1627	1753
	调整后	1467	1511	1442
	(+/-%)	(1.9)	(7.1)	(17.7)
每股盈利 (人民币元)	调整前	0.211	0.230	0.248
	调整后	0.207	0.213	0.204
	(+/-%)	(1.9)	(7.1)	(17.7)

资料来源：中金公司研究部

广深铁路财务预测简表

损益表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,630	10,509	11,359	11,583	11,361
减: 主营业务成本	-2,321	-7,866	-8,325	-8,323	-8,220
主营业务税金及附加	-105	-239	-259	-264	-259
主营业务利润	1,204	2,403	2,775	2,997	2,883
加: 其他业务利润	-	-	-	-	-
减: 营业费用	-14	-1	-8	-8	-9
管理费用	-351	-707	-809	-865	-869
财务费用	15	-37	-169	-228	-172
营业利润	860	1,657	1,789	1,896	1,833
加: 投资收益	5	-1	-1	-1	-1
加: 营业外收支净额	21	-5	-3	-2	-2
税前利润	881	1,652	1,786	1,893	1,830
减: 所得税	-137	-222	-321	-379	-403
少数股东损益	-0	0	0	0	0
净利润	744	1,431	1,465	1,514	1,428
资产负债表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	6,036	2,352	961	841	604
流动资产	6,098	1,365	1,511	1,517	1,499
长期股权投资	171	171	170	168	167
固定资产净值	7,802	21,041	24,891	25,449	26,204
在建工程	4,295	1,423	2,238	2,128	1,028
无形资产	630	613	596	578	561
总资产	25,117	27,472	30,859	31,165	30,536
应付款项合计	1,543	1,345	934	1,217	1,064
应交税金	149	133	222	194	208
其他应付款	531	1,232	1,356	1,491	1,640
长期借款	1,860	2,850	4,050	3,550	2,550
股东权益	20,879	21,743	22,628	23,544	24,406
现金流量表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1,444	2,518	2,436	3,409	2,977
投资活动现金流	-8,594	-6,159	-5,780	-1,703	-976
筹资活动现金流	11,490	-40	1,951	-1,826	-2,238
现金及现金等价物净增加额	4,327	-3,684	-1,392	-120	-237
主要经营和财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
毛利率	33.2%	22.9%	24.4%	25.9%	25.4%
净利润率	20.5%	13.6%	12.9%	13.1%	12.6%
资产收益率	3.0%	5.2%	4.7%	4.9%	4.7%
净资产收益率	3.6%	6.6%	6.5%	6.4%	5.8%
投入资本收益率	3.3%	5.8%	5.2%	5.4%	5.2%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	n.m.	15.2	7.2	6.3	7.7
每股盈利 (元)	0.10	0.20	0.21	0.21	0.20
每股分红 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
每股净资产 (元)	2.95	3.07	3.19	3.32	3.45
每股经营现金流 (元)	0.20	0.36	0.34	0.48	0.42

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。