

分析师： 吴云英 (8621) 68751160 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

补贴收入增厚业绩，注资还需等待

报告要点

- 由于上海市地铁逐渐成网络化运营状态，换乘乘客比例逐渐增加，只拥有地铁一号线经营权的申通地铁票价收入增速放缓，平均票价水平有所下降。
- 由于换乘优惠和老年人优惠减少了公司的营业收入，公司在 2009 年可能收到政府给予的补贴收入，从而增厚公司 2009 年的业绩。这种补偿性质的收入可能在以后各年都会由政府直接拨给公司。
- 我们测算世博带来的客流增加可以增厚公司 2010 年 EPS 约 0.04 元，增厚幅度约 20%。
- 考虑到地铁成网络化运营，单独的线路上市存在难度，我们判断短时间内新的线路注入可能性不大。

预测 2009-2010 年 EPS 为 0.285 元和 0.289 元，2010 年估值为 49 倍，考虑到短期估值偏高，而注入资产还未有确定，我们给予“中性”评级。

公司收入增速放缓，毛利率水平下降

公司拥有的资产

申通地铁股份有限公司目前拥有上海地铁一号线 202 节电动客车、售检票系统、安全门等资产的所有权，但不拥有地铁线路所有权；这些资产约占整个地铁一号线全部资产的 23%，按地铁一号线 56 亿资产（包括大股东在一起）折算，公司目前拥有资产约 13 亿元。

公司虽然不拥有线路所有权，但拥有地铁一号线资产的经营权和使用权。经营权公司无偿使用，但使用权采取公司向集团支付租金的方式。租金支付方式为：公司租用大股东隧道、轨道、车站、机电设备等资产，按通行一次 1250 元计算，每年付给大股东 2.5 亿的资产使用费。除此之外，公司每年还要付给大股东约 6530.68 万元的车辆租赁费。到 2011 年，公司与大股东 2001 年签署的 10 年期无偿经营权与有偿资产使用权将到期，在公司不出现重大变化的前提下，大股东与公司的这种合作关系在 2011 年以后依然会延续。

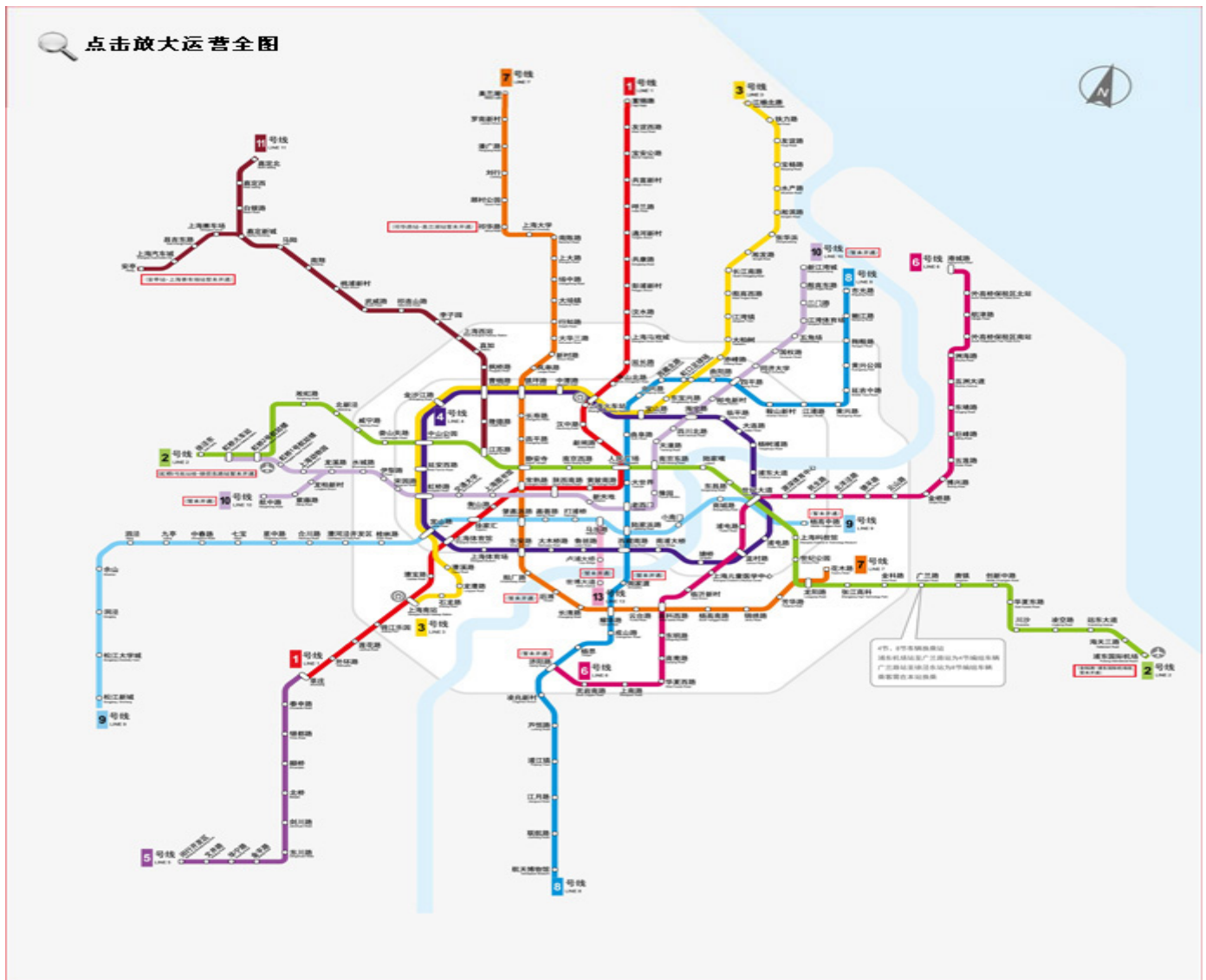
由于换乘乘客增加，平均票价呈现下降趋势

公司的主营业务收入来自地铁一号线南段（莘庄-上海火车站）的票务收入，这段黄金线路总长约 20 公里，占地铁一号线全长的近 40%，在公司拥有的这段线路中，地铁车辆每 3 分钟开行一趟，是上海客流量最为集中的轨道交通线路。

公司的收入增速从 06 年的 20.4% 逐年下降至 09 年前三季度的 -4.5%，毛利率也由 03 年的 30% 逐年减低至 09 年前三季度的 17%，主要由于：

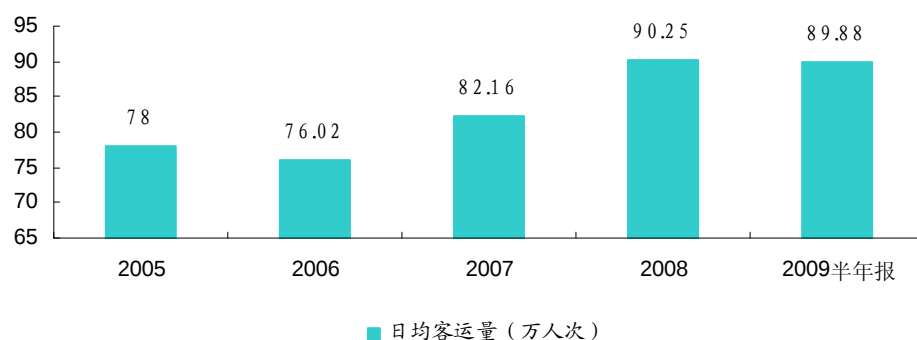
- ✓ 随着地铁其他线路的开通运营，分流了原先乘坐轨道一号线的部分客流，2009年中期，地铁一号线日均客流量89.88万人次，比2008年的90.25万人次有所下降。网络效应在最初的时候对客流是增进的，比如在2006-2008年，年日均客流是逐渐上升的，从76万人次上升到90万人次。
- ✓ 地铁因为是准公共性质的产品，而且受北京地铁票价07年下调的影响，地铁一号线短期提价的可能性非常小；相反，因为上海实行了地铁公交换乘优惠、老年人在高峰时段票价全免等利民便民的政策，导致公司的平均票价从06年的2.95元逐年下降到09年中期的2.53元。
- ✓ 近年来，电力、人工成本有所上升。在车辆维修方面，公司除了每年约7000万元的日常维修费用外，还有一块大修和架修的费用。按照规定，公司对每节列车实行每10年一次大修、每5年一次架修，随着车辆数的增加，公司的车辆维修费用也在增加。出于稳定业绩的考虑，这些列车的大修及架修费用不可能集中在个别年份一次性扣除，而会根据每年的效益情况进行分摊，效益好的年份大修和架修的费用会相应增加，最高到达7000万元；效益不佳的年份大修和架修的费用会相应减少，最低可至3000万元。

图 1: 上海地铁运行线路图



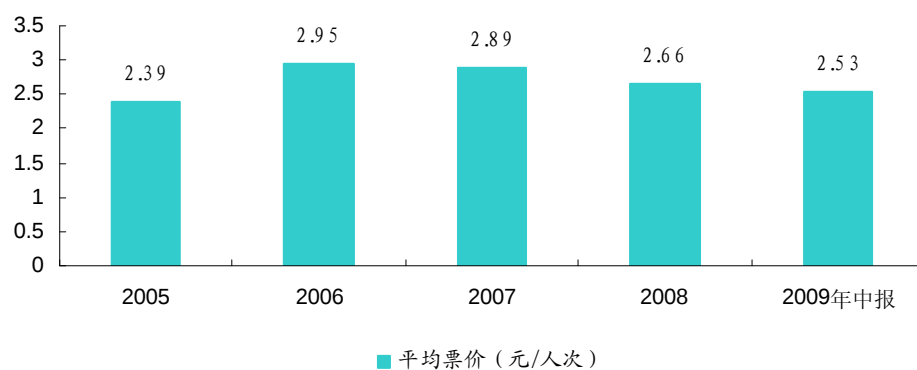
资料来源：Shmetro, 长江证券研究部

图 2: 2009 年中期公司日均客流量因地铁线路分流而有所下降



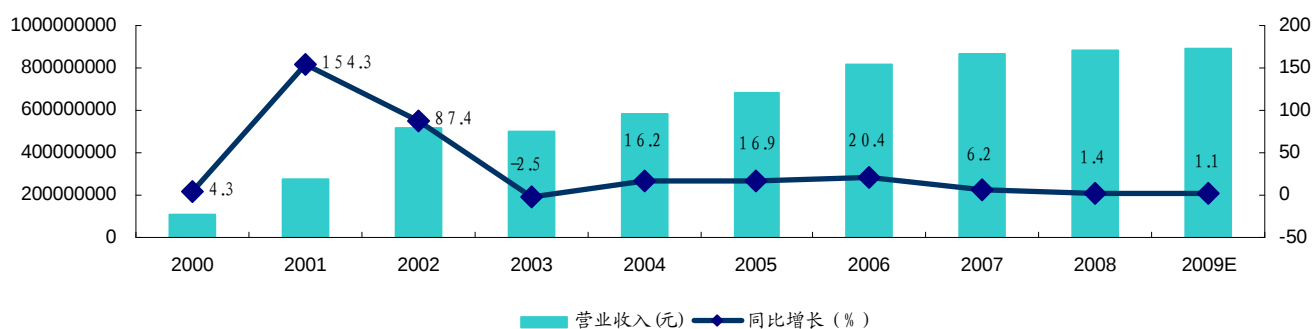
资料来源: 公司报表, 长江证券研究部

图 3: 公司平均票价因优惠换乘增加而有所下降



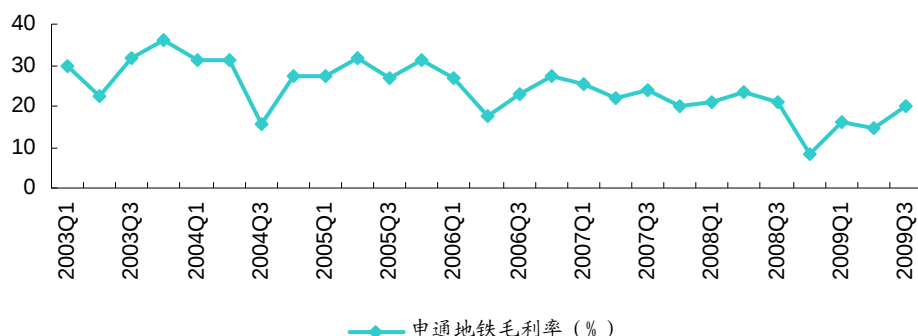
资料来源: 公司报表, 长江证券研究部

图 4: 公司营业收入增速放缓



资料来源: 公司报表, 长江证券研究部

图 5: 公司毛利率水平有所下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

政府补贴可增厚公司 09 年业绩

因为受到地铁公交换乘优惠及老年人高峰时段票价全免的影响, 公司平均票价下降, 为此, 政府在 2009 年给予公司相应的补贴收入, 其中部分是对 07 年后三个月和 08 年全年的补贴, 部分是对 2009 年的补贴收入; 总计约几千万元。若完全体现在 2009 年, 则将增厚 2009 年 EPS 接近 0.10 元。同时, 政府口头承诺今后会每月对公司实施补贴, 这样, 可部分弥补由于换乘和优惠给公司带来的票价损失。

2010 年受益世博会客流增加, 预计增厚 EPS 约 0.04 元

虽然地铁 1 号线没有直达世博园区, 但考虑到它的沿线有火车站和上海最繁华的商业中心地带等旅客必经之地, 所以将间接受益于世博会客流的增加, 具体测算请参考我们 2010 年 1 月 6 日发出的世博概念专题系列报告第一篇《短期世博受益+中期资产整合, 主题性投资机会显现》, 预计 2010 年这部分客流的增加将增厚 EPS 约 0.04 元。

测算逻辑: 按照预测的世博会日均客流 38.04 万人次, 其中约 50% 的客流将采用轨道交通的疏散方式, 再其中 30% 将乘坐 1 号线, 则 1 号线日均客流可能因此增加 5.71 万人次, 184 天共计增加 1050 万人次。考虑到外地和国际来的参展人员一般还会进行其它的旅游、商业活动, 我们分别假定这些人员会乘坐地铁 1 号线出行 3-4 次。最后再考虑平均票价约在 3-3.5 元的水平, 我们得出世博会客流增加将增厚公司业绩 20% 左右。

表 1: 客流增加申通地铁收益增厚测算

	新增客运量 (万人)	假定单趟票价 (元)	新增票务收入 (万元)	毛利率 (%)	新增 EPS (元)	增厚幅度 (%)
假定人均乘坐 1 次	1050	3	3150	25	0.0117	5.9
	1050	3.5	3675	25	0.0137	6.8
	1050	4	4200	25	0.0157	7.8
	1050	4.5	4725	25	0.0176	8.8
	1050	5	5250	25	0.0196	9.8
假定人均乘坐 2 次	1050	3	6300	25	0.0235	11.7
	1050	3.5	7350	25	0.0274	13.7

	1050	4	8400	25	0.0313	15.7
	1050	4.5	9450	25	0.0352	17.6
	1050	5	10500	25	0.0391	19.6
假定人均乘坐 3 次	1050	3	9450	25	0.0352	17.6
	1050	3.5	11025	25	0.0411	20.5
	1050	4	12600	25	0.0470	23.5
	1050	4.5	14175	25	0.0528	26.4
	1050	5	15750	25	0.0587	29.4
假定人均乘坐 4 次	1050	3	12600	25	0.0470	23.5
	1050	3.5	14700	25	0.0548	27.4
	1050	4	16800	25	0.0626	31.3
	1050	4.5	18900	25	0.0704	35.2
	1050	5	21000	25	0.0783	39.1

数据来源：长江证券研究部

资产注入短期难以实施

大股东背景

公司股东为申通集团，出资比例达 56.6%。申通集团作为上海城市轨道交通网络建设的政府出资代表和市级投资主体，承担着市政府在城市轨道交通领域的投融资职能。集团目前的规划是在世博会前建成 400 公里的地铁运营线路，2012 年线路里程将扩展至 530 公里，远期目标是达到 800 公里。按地铁线路的建设成本每公里 5-6 个亿来计算，到 2012 年，集团每年光地铁线路建设的投资就高达 200 亿元，其中除了 42%来自资本金外，其余的 58%都来自银行贷款。

申通集团成立至今，均无法保持年度主营业务盈利。年净亏损水平更是从 5 年前的几亿元上升至十几亿元，2008 年约 23 亿元。集团下属的已开放运营的轨道交通线路中，除了地铁 1、2 号线盈利外，其他线路都处于亏损中。目前，上海市轨道交通的整体收入达 100 亿元左右，但债务融资随着今后数年高达千亿的轨道交通总投入将从 08 年的 800 亿元攀升到 1600 亿元，按银行贷款基准利率下浮 10%，即 5.35%来计算，未来集团的财务费用就将高达 85.6 亿元，所以集团如何解决投融资缺口是当前最关键的问题。

申通集团的股东为上海久事集团，但久事集团对公司更多意义是代表国资委出资，在具体经营上不拥有控制权。因为申通集团的领导都是市委组织部任命，党的关系在建设委员会，集团的日常事务归轨道交通指挥部管理，集团的资产又都是国家的，所以久事更多时候充当申通集团向国资委提交报告的纽带。

资产注入未有定论

现在上海地铁已形成网络化效应，光是注入其中的 2 号线等个别线路不太现实，而且上市后怎么定位是现在首要考虑的问题。

自申通地铁借壳原凌桥股份，9 年以来，公司没有利用资本市场融过一次资。对于公司这个平台，有以下几个推断：（1）采取香港模式，由政府给政策，把所有的轨道交通资产都注入申通地铁的同时，把物业、地产等资源也一并注入；利

润的增长主要依靠房产和物业。(2) 采取新家坡模式, 将地铁资产注入, 但政府给予相应补贴。(3) 采取以前的巴士股份(现华域汽车)模式, 把地铁资产全部置换出去, 注入新的资产。短期还未有一个明确的意向和定位, 不过我们判断在全力保证世博召开之后, 对于这个平台的定位, 还是会有一些新的规划和考虑。

短期估值偏高, 资产注入未定, 给予“中性”评级

预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.285 元、0.289 元和 0.291 元, 同比增长分别为 72%、1.4%和 0.7%, 对应的 PE 分别为 50 倍、49 倍和 49 倍。考虑到公司短期估值偏高, 而注入资产还未有定论, 给予“中性”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	882	892	1000	900	货币资金	21	89	100	196
营业成本	721	722	789	702	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	162	170	211	198	应收账款	9	9	10	9
% 营业收入	18.3%	19.1%	21.1%	22.0%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	29	29	33	30	预付账款	1	1	1	1
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	12	12	13	12	流动资产合计	31	99	111	206
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	可供出售金融资产	3	3	3	3
管理费用	6	6	7	6	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	10	16	19	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.8%	1.9%	1.1%	固定资产合计	45244	45220	45198	45174
资产减值损失	6	6	6	6	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	1	1	1
营业利润	98	100	132	134	其他非流动资产	-43992	-43992	-43992	-43992
% 营业收入	11.1%	11.2%	13.2%	14.9%	资产总计	1293	1332	1322	1393
营业外收支	0	70	40	40	短期贷款	0	172	39	0
利润总额	98	170	172	174	应付款项	309	59	64	57
% 营业收入	11.1%	19.1%	17.2%	19.3%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	19	34	34	35	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	79	136	138	139	应交税费	3	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	79.1	136.1	137.9	139.0	其他流动负债	4	4	4	4
润					流动负债合计	316	239	112	65
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.17	0.29	0.29	0.29	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	187	-39	214	195	负债合计	316	239	112	65
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	977	1093	1210	1328
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	977	1093	1210	1328
固定资产投资	-35	-29	-30	-29	负债及股东权益	1293	1332	1322	1393
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-35	-29	-30	-29	EPS	0.166	0.285	0.289	0.291
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.05	2.29	2.53	2.78
股权融资	0	0	0	0	PE	85.73	49.80	49.16	48.78
银行贷款增加 (减少)	-89	172	-134	-39	PEG	4.15	2.41	2.38	2.36
筹资成本	58	-37	-40	-31	PB	6.94	6.20	5.60	5.10
其他	-116	0	0	0	EV/EBITDA	43.69	42.20	33.94	34.59
筹资活动现金流净额	-147	136	-174	-70	ROE	8.1%	12.5%	11.4%	10.5%
现金净流量	5	68	11	96					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士；2008年5月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究；曾在国元证券投资研究中心从事交通运输行业研究。2009年交通运输行业新财富第6名。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高等商学院金融硕士，从事铁路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。