

分析师： 吴云英 (8621) 68751781 wuyy@cjsc.com.cn

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

补贴收入增厚业绩

事件描述

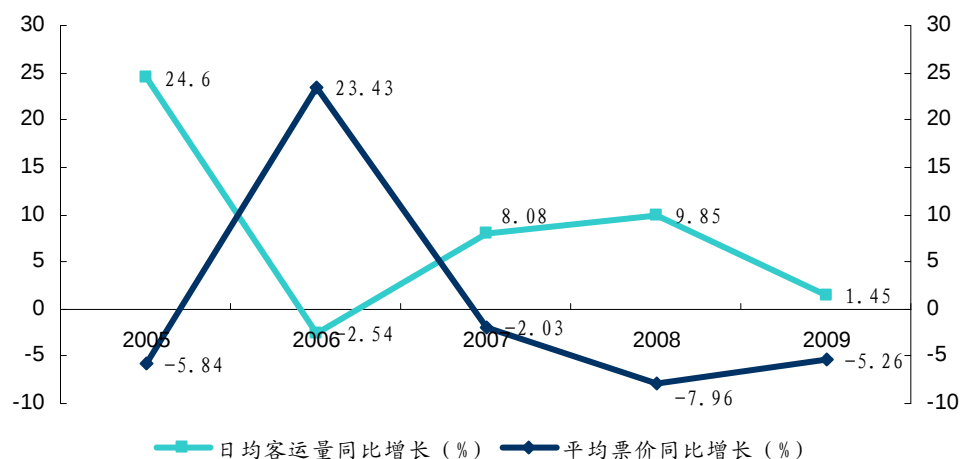
申通地铁于 2010 年 2 月 25 日披露 2009 年全年业绩。公司共实现营业收入约 8.4 亿元，同比减少 4.72%；营业利润约为 0.5 亿元，同比下降 48.47%；期末净利润约为 1.02 亿元，同比上升 29.42%；每股 EPS 为 0.21 元，业绩低于预期。

事件评论

第一，平均票价下降和大修费用增加导致毛利率低于预期

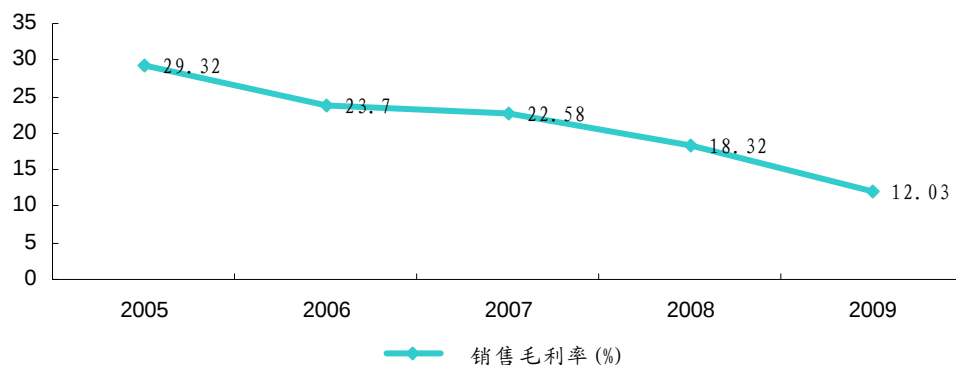
由于网络化运营后换乘客流比例升高和地铁票价优惠政策的实施，公司 09 年的平均票价比 08 年下降了 0.14 元，下降幅度为 5.26%。另一方面，公司今年有 72 节车辆进入大修阶段，使得主营业务成本较 08 年明显增加。因此，公司 09 年的全年毛利只有 12.03%，较 08 年下降了 6.29 个百分点。

图 1：09 年客流量上升幅度不及平均票价降幅



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 2：毛利率近五年来逐年下降，09 年降幅最大

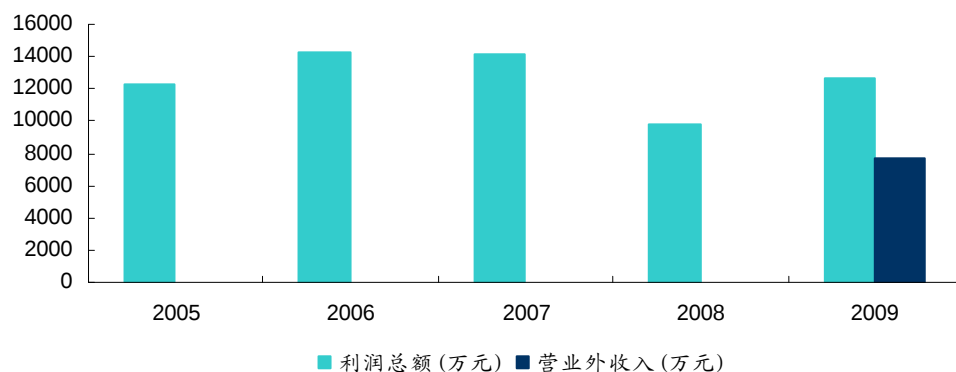


资料来源：Wind, 长江证券研究部

第二，补贴收入增厚业绩符合预期

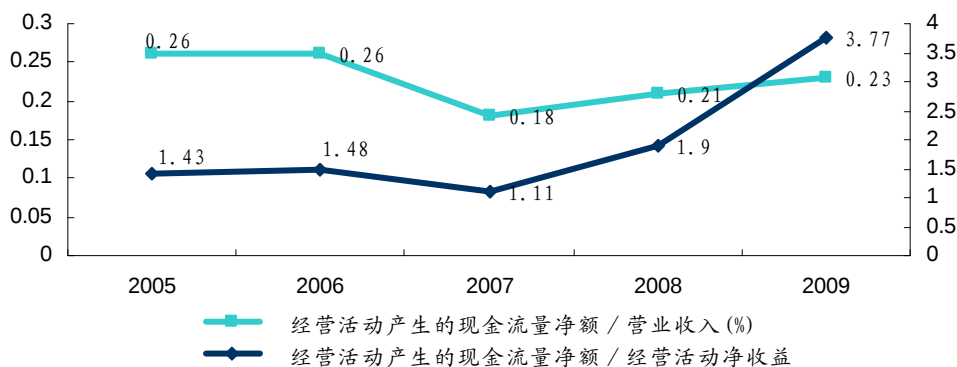
公司 09 年收到政府补贴 7646.92 万元，其中：07 年 10-12 月占 6%，08 年 1-12 月占 41%，09 年 1-11 月占 53%；这部分收益对税前利润的贡献高达 60.17%，对经营现金流净额的贡献为 40.11%。这部分政府补贴将在以后年度陆续发放，预计每年 4000 万元左右的水平，对公司今后每年的业绩起到持续增厚作用。

图 3：政府补贴收入是业绩增厚的主要原因



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 4：政府补贴提高公司经营现金流水平



资料来源：Wind, 长江证券研究部

第三，世博效应促进公司 2010 年的客流量增长

在单位票价收入上涨乏力的情况下，我们认为公司 2010 年营业收入增加主要将源于世博会对客流量的带动。虽然公司经营的地铁一号线不通世博园区，无法直接受益于世博会 7000 万客流的增长；但考虑到这些人次中有近 80% 是外来旅客，有逗留游览上海城市景区的需要，所以我们预计 2010 年的客流增长将有 20% 左右。

第四，上市平台的定位将趋于明朗化

为全力保证世博会顺利召开，公司短期以保持稳定发展为目标。但由于地铁一号线收益增长有限，申通集团很有可能会在世博会之后利用申通地铁这个上市平台做以下的定位：

- ✓ 参照香港模式，由政府给政策，把形成网络化效应的所有地铁线路都注入申通地铁，同时为提高上市公司的盈利能力，把地铁沿线的物业、地产等资源也一并注入。
- ✓ 借鉴新加坡模式，将地铁资产注入的同时，由政府给予相应补贴。
- ✓ 采取前巴士股份的资产置换模式，像城市公交那样把地铁资产全部剥离出去，注入新的资产。

第五，预计 2010 年 EPS 元，给予“中性”评级

预计公司 2010-2012 年的收入分别增长 20%、-10% 和 5%；EPS 分别为 0.236、0.217 和 0.225 元；相应的市盈率分别为 72 倍、78 倍和 75 倍。在明确上市公司具体定位前，公司的业绩增长主要依靠世博客流的增加和政府的补贴收入。但考虑到 2010 年的补贴收入较 2009 年将下降约 40%，世博会客流的增长不具有持续性，给予公司“中性”的评级。

表 1：2005-2009 年财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009
每股收益-基本(元)	0.22	0.25	0.26	0.17	0.21
每股收益-稀释(元)		0.25	0.26	0.17	0.21
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.22	0.2523	0.2574	0.1656	0.2144
每股净资产 BPS(元)	1.62	1.81	1.99	2.05	2.16
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.3676	0.4452	0.328	0.391	0.399
净资产收益率-摊薄(%)	13.53	13.98	12.95	8.09	9.91
净资产收益率-加权(%)	14.26	14.68	13.45	8.16	10.19
净资产收益率-平均(%)	14.3	14.67	13.52	8.21	10.18
总资产净利率-平均(%)	10.24	11.65	11.49	6.61	7.91
销售毛利率(%)	29.32	23.7	22.58	18.32	12.03
销售净利率(%)	15.35	14.69	14.12	8.96	12.18
资产负债率(%)	24.82	16.35	13.74	24.46	20.28
营业利润同比增长率(%)	51.78	15.98	-0.9	-30.3	-48.47
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	45.3	15.25	2.04	-35.66	29.42

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2: 2008-2009 单季度财务摘要

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
每股收益(元)	0.0509	0.0591	0.0456	0.01	0.0393	0.0281	0.0492	0.0978
销售毛利率(%)	21.03	23.55	21.13	8.06	16.15	14.53	20.23	-2.28
销售净利率(%)	11.61	12.94	9.64	2.09	9.15	6.47	11.08	21.57
ROE(%)	2.53	2.86	2.21	0.49	1.9	1.37	2.41	4.62
ROA(%)	2.2	2.56	1.8	0.36	1.45	1.03	1.79	3.58
营业收入(亿元)	2.09	2.18	2.26	2.29	2.05	2.07	2.12	2.16
营业利润(亿元)	0.32	0.39	0.29	-0.02	0.23	0.17	0.29	-0.19
利润总额(亿元)	0.32	0.39	0.29	-0.02	0.23	0.17	0.29	0.57
净利润(亿元)	0.24	0.28	0.22	0.05	0.19	0.13	0.23	0.47
经营现金流量(亿元)	0.20	0.43	0.47	0.77	0.12	0.52	0.25	1.01

资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	841	1009	908	953	货币资金	15	101	125	258
营业成本	739	850	765	803	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	101	159	143	150	应收账款	8	9	8	9
% 营业收入	12.0%	15.7%	15.7%	15.7%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	28	33	30	31	预付账款	0	0	0	0
% 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	7	9	8	8	流动资产合计	23	110	133	266
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	7	9	8	8	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	8	8	8	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产合计	45290	45254	45216	45180
资产减值损失	0	0	0	0	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	8	0	0	0
营业利润	51	100	89	94	其他非流动资产	-44031	-44031	-44031	-44031
% 营业收入	6.0%	9.9%	9.8%	9.8%	资产总计	1296	1339	1324	1421
营业外收支	76	40	40	40	短期贷款	158	91	0	0
利润总额	127	140	129	134	应付款项	87	100	90	94
% 营业收入	15.1%	13.8%	14.2%	14.0%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	25	27	25	26	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	102	112	104	108	应交税费	14	16	15	16
归属于母公司所有者的净利润	102.3	112.4	103.7	107.6	其他流动负债	2	3	2	3
润					流动负债合计	262	210	108	113
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.21	0.24	0.22	0.23	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	191	188	148	167	负债合计	263	210	108	113
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	1033	1128	1217	1308
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	1033	1128	1217	1308
固定资产投资	-299	-10	-9	-10	负债及股东权益	1296	1339	1324	1421
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-299	-10	-9	-10	EPS	0.214	0.236	0.217	0.225
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.16	2.36	2.55	2.74
股权融资	0	0	0	0	PE	79.21	72.10	78.14	75.30
银行贷款增加 (减少)	158	-67	-91	0	PEG	46.60	42.41	45.97	44.30
筹资成本	56	-25	-24	-25	PB	7.85	7.18	6.66	6.20
其他	-112	0	0	0	EV/EBITDA	78.36	52.45	55.57	52.84
筹资活动现金流净额	102	-92	-115	-25	ROE	9.9%	10.0%	8.5%	8.2%
现金净流量	-6	86	24	133					

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。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。