

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘江渝

Tel: 021-68634518-8278

ljy2775@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-2775

lz2941@xcsc.com

□ 事件

我们近期对申通地铁进行了调研，主要调研内容及我们的看法如下：

□ 公司主营线路为黄金线路

公司主要从事地铁经营及相关综合开发，是我国境内第一家从事轨道交通投资经营的上市公司。地铁一号线是上海的第一条地铁，为上海轨道交通最为繁忙、最重要的线路。1号线一共有37公里的长度，日均客运量在上海所有轨道交通线中位列第一，而公司拥有从莘庄——上海火车站部分一共21.35公里线路的部分，为其中最繁忙、客流量最大的线路。

□ 公司收入比较稳定

公司收入增长主要来自于客流量的增长和票价的提升，在票价提升不大甚至有所降低的情况下，客流量的提升比较重要。由于公司的客流在高峰时段比较拥挤，因此缩短高峰时段的发车间隔和增加每列车车厢数为两个重要途径。1号线在高峰时段间隔已达到2分45秒，继续提高需要整个地铁调度系统的升级，难度比较大，因此近期不大可能。公司今年将把所有6节车厢编组改为8节编组，目前8节编组占公司车辆总数80%，因此6改8后可提高运力6%左右。

世博会目前估计对公司影响不大，由于公司线路不是世博线路，世博可能会增加一些换乘客流，但整体对公司影响不大。

□ 集团整体上市难度较大，有可能逐步上市

公司目前未有资产注入计划，整体上市比较复杂，地铁造价比较高，主业盈利能力不是很高，虽然可参照世界上其他公司上市模式，例如香港地铁上市包括了相关地铁沿线地产及物业管理，因此盈利能力较高，我国如果参照该模式则牵涉的问题较多，因此整体上市困难较大。目前盈利增长较快的有2、4号线等，其中1、2号线没有财务费用压力，随着线路运营成熟，估计相对来说逐步上市更有可能。

预计公司2010-2012年每股收益分别为0.25元、0.28元、0.30元，对应动态市盈率分别为49倍、42倍、39倍，考虑到未来长期公司资产注入和收入的稳定性，我们给与“增持”投资评级。

事件

我们近期对申通地铁进行了调研，主要调研内容及我们的看法如下：

□ 公司主营线路为黄金线路

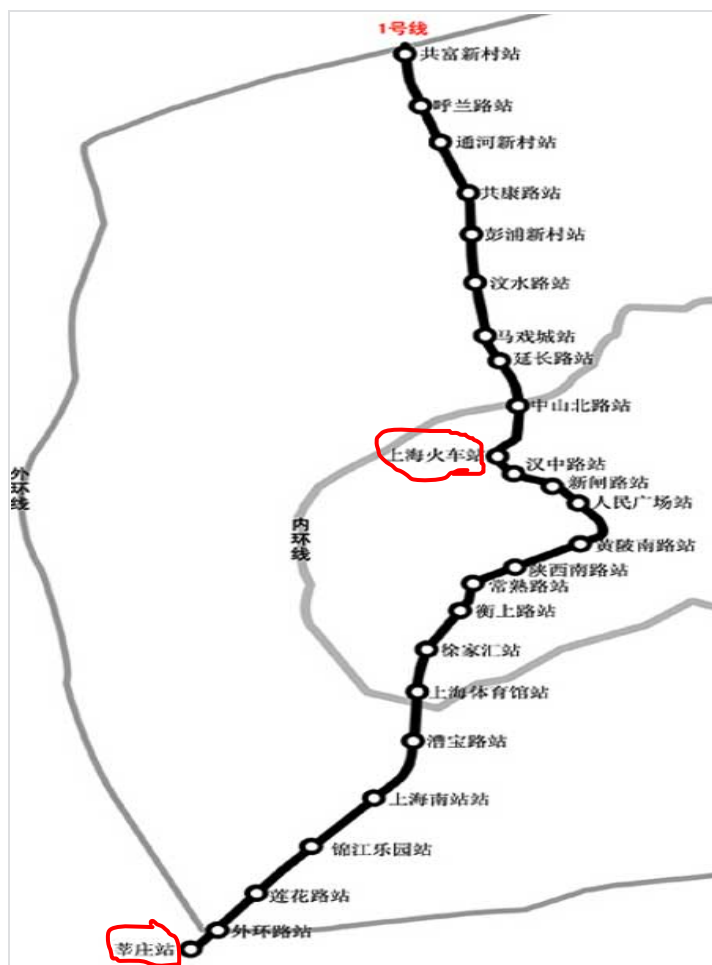
公司主要从事地铁经营及相关综合开发，是我国境内第一家从事轨道交通投资经营的上市公司。地铁一号线是上海的第一条地铁，为上海轨道交通最为繁忙、最重要的线路，最早于 1993 年 5 月 28 日开始试运营。

一期工程（锦江乐园—上海火车站）于 1995 年 4 月 10 日全线通车试运营，7 月正式投入运营，后又陆续实施了多次延伸工程：南延伸段（莘庄——锦江乐园）、北延伸段一期（上海火车站——共富新村）、北延伸段二期（共富新村——富锦路），使一号线南起闵行区莘庄站，北至宝山区富锦路站，全长近 37 公里，共设 28 个车站及 2 个车辆段。

公司目前拥有上海地铁一号线从莘庄——上海火车站部分一共 21.35 公里线路的运营收入，公司目前拥有 202 节电动客车及售检票系统等资产的所有权，而一号线车站、机电设备、隧道以及轨道等资产属于申通地铁集团公司。

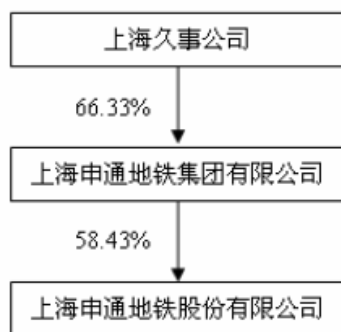
公司需向申通地铁集团公司支付资产使用费，根据公司与上海申通地铁集团有限公司签订的《关于资产使用协议》，公司自 2006 年 7 月 1 日起至 2011 年 6 月 30 日止，因使用上海地铁一号线车站、机电设备、隧道以及轨道等资产，向申通集团支付资产使用费，每通行一次列车支付 1250 元资产使用费，而据我们目前了解，该协议到期后公司仍会与申通地铁集团有限公司继续签署相同的协议，目前估计收取的资产使用费没有大的变化。

此外一号线一共有 37 公里的长度，日均客运量在上海所有轨道交通线中位列第一，而公司目前拥有的部分为其中最繁忙、客流量最大的线路，具体线路情况可参见下图：



数据来源：湘财证券研究所收集

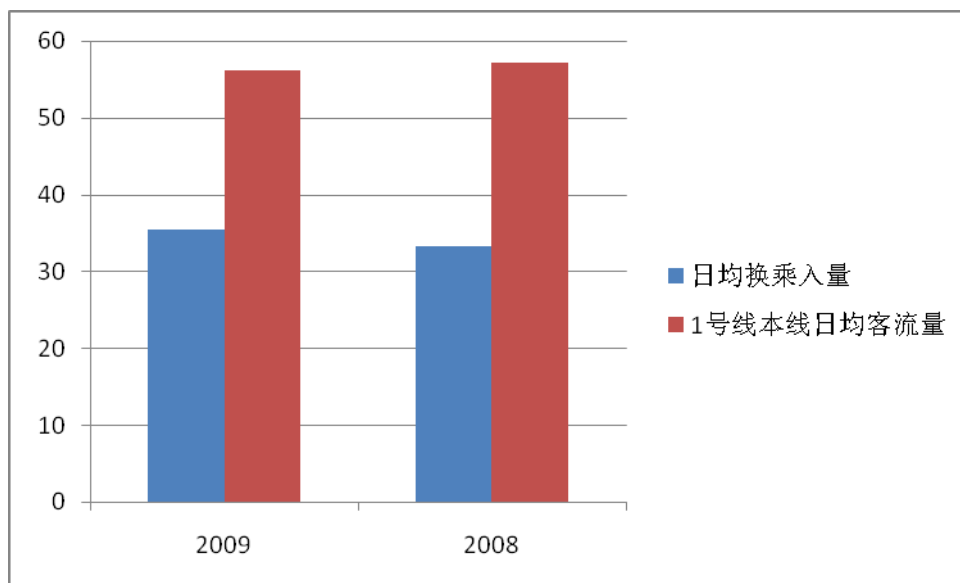
公司实际控制人如下：



数据来源：WIND

□ 公司收入比较稳定

公司收入来自一号线部分线路的票务收入，上海地铁目前有 420 公里的线路，公司的线路为经济效益最好的一条黄金线路，不仅在高峰时段的客流量非常大，超载率达到 40%，非高峰时段的客流量也比较大，公司客流量有两个来源，一个是一号线本线路的客流，另一个是换乘客流。其中本线路收入直接计算，而换乘客流则按照可能路径按比例计算，例如从其他线路的 A 站点到本线路的 B 站点，中间可能有各种乘车路线，收入则按照各种路线的可能性进行分配，该方法大致比较公平，为国际上很多公司采用。我们看到上海地铁票价的基本价为 3 元，但公司 2009 年平均票价为 2.52 元，与 2008 年相比年平均票价下降了 0.14 元，导致日均票务收入为 230.28 万元，比上年减少 9.97 万元，这主要由于换乘客流增多和各种乘车优惠政策所导致。下图为 2008 和 2009 年 1 号线本线日均客运量和换乘入量的情况：



数据来源：上市公司

从上图看到本线客运量日均为 56.2 万人次，比上年同期日均减少 0.91 万人次，降低 1.59%，而由其他线路换乘入量日均为 35.4 万人次，比上年同期日均增加 2.2 万人次，增幅为 6.63%，综合来看 2009 年全年客流量 3.342 亿人次，比上年度增长 1.2%，但营业收入下降 4.72%。

在政策优惠方面主要有老人免费及各种折扣优惠如每月消费到一定额度就打 9 折以及公车换乘地铁优惠等，这些也导致平均票价低于基本票价，但该部分通过政府补助可得到补偿。

公司收入增长主要来自于客流量的增长和票价的提升，在票价提升不大甚至有所降低的情况下，客流量的提升比较重要。由于公司的客流在高峰时段比较拥挤，因此缩短高峰时段的发车间隔和增加每列车车厢数为两个重要途径。1 号线在高峰时段间隔已达到 2 分 45 秒，继续提高需要整个地铁调度系统的升级，难度比较大，因此近期不大可能。公司今年将把所有 6 节车厢编组改为 8 节编组，目前 8 节编组占公司车辆总数 80%，因此 6 改 8 后可提高运力 6% 左右。

世博会目前估计对公司影响不大，由于公司线路不是世博线路，世博可能会增加一些换乘客流，但整体对公司影响不大。

□ 集团整体上市难度较大，有可能逐步上市

公司目前未有资产注入计划，整体上市比较复杂，地铁造价比较高，主业盈利能力不是很高，虽然可参照世界上其他公司上市模式，例如香港地铁上市包括了相关地铁沿线地产及物业管理，因此盈利能力较高，我国如果参照该模式则牵涉的问题较多，因此整体上市困难较大。目前盈利增长较快的有 2、4 号线等，其中 1、2 号线没有财务费用压力，随着线路运营成熟，估计相对来说逐步上市更有可能。

投资评级：

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.25 元、0.28 元、0.30 元，对应动态市盈率分别为 49 倍、42 倍、39 倍，考虑到未来长期公司资产注入和收入的稳定性，我们给与“增持”投资评级。

风险因素：公司资产注入的长期性

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	870.28	882.13	840.54	898.53	909.41	930.87
减：营业成本	673.73	720.57	739.39	731.23	732.07	747.67
营业税金及附加	29.27	29.17	27.74	29.65	30.01	30.72
营业费用	10.73	11.68	7.24	7.74	7.84	8.02
管理费用	6.72	6.28	7.22	7.72	7.81	8.00
财务费用	6.04	10.20	8.37	12.24	4.71	-0.51
资产减值损失	2.93	6.04	0.00	2.99	2.99	2.99
加：投资收益	0.08	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	140.93	98.23	50.62	106.96	123.98	133.98
加：其他非经营损益	0.00	-0.09	76.47	42.00	45.00	50.00

利润总额	140.93	98.14	127.08	148.96	168.98	183.98
减：所得税	18.03	19.06	24.75	29.79	33.80	36.80
净利润	122.90	79.08	102.34	119.17	135.18	147.19
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司 股东净利润	122.90	79.08	102.34	119.17	135.18	147.19
每股收益(EPS)	0.257	0.166	0.214	0.250	0.283	0.308
每股股利(DPS)	0.100	0.100	0.100	0.116	0.132	0.144
每股经营现金流	0.341	0.412	0.417	0.521	0.553	0.546
销售毛利率	22.58%	18.31%	12.03%	18.62%	19.50 %	19.68 %
销售净利率	14.12%	8.96%	12.18%	13.26%	14.86 %	15.81 %
净资产收益率(ROE)	12.95%	8.09%	9.91%	10.87%	11.57 %	11.80 %
投入资本回报率 (ROIC)	12.32%	7.73%	17.07%	7.44%	9.31%	11.57 %
市盈率(P/E)	47.23	73.41	56.72	48.71	42.94	39.44

市净率(P/B)	6.12	5.94	5.62	5.29	4.97	4.65
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	17.08	24.55	7.24	72.54	313.98	555.52
应收和预付 款项	46.48	9.64	7.50	15.54	7.76	16.09
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资 产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投 资	0.73	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
投资性房地 产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和 在建工程	1020.98	1251.2 7	1259.25	1094.7 1	930.17	765.62
无形资产和 开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动 资产	7.63	3.23	5.01	5.01	5.01	5.01
资产总计	1092.90	1289.3	1279.70	1188.50	1257.6	1342.9

			9			1	3
短期借款	89.00	0.00	158.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收 款项	55.06	312.43	88.80	92.02	89.01	95.80	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	144.06	312.43	246.80	92.02	89.01	95.80	
股本	477.38	477.38	477.38	477.38	477.38	477.38	477.38
资本公积	84.79	81.58	82.92	82.92	82.92	82.92	82.92
留存收益	386.66	418.00	472.60	536.18	608.30	686.83	
归属母公司 股东权益	948.84	976.96	1032.90	1096.4 8	1168.6 0	1247.1 3	
少数股东权 益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合 计	948.84	976.96	1032.90	1096.4 8	1168.6 0	1247.1 3	
负债和股东 权益合计	1092.90	1289.3 9	1279.70	1188.50	1257.6 1	1342.9 3	

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金 净流量	162.59	196.86	199.01	248.58	264.15	260.41
投资性现金 净流量	-48.43	-34.73	-298.54	33.60	36.00	40.00
筹资性现金 净流量	-95.38	-147.21	101.87	-216.89	-58.71	-58.88
现金流量净 额	18.78	14.92	2.34	65.30	241.44	241.54

数据来源：WIND 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。