



陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120022

基础数据(14Q3)

报告日股价(元)	10.06
12mth A股价格区间(元)	11.33/6.32
总股本(百万股)	477.38
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(百万元)	4,802.44
每股净资产(元)	2.81
PBR(X)	3.58
DPS(Y13,元)	0.08

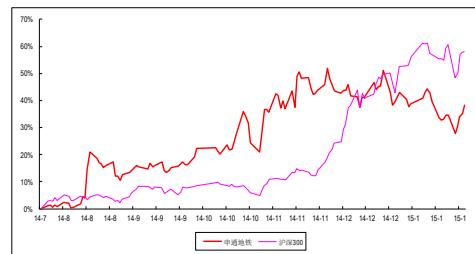
主要股东(14Q3)

上海公司集团有限公司	58.43%
上海城投控股股份有限公司	1.75%
石莹	0.21%
正德人寿保险股份有限公司-	0.15%
顾宇方	0.14%

收入结构(14Q2)

地铁一号线	100.00%
-------	---------

最近6个月股价与沪深300指数比较



相关报告:

首次报告时间: 2015年1月25日

业务单一, 或成集团改革的新载体

■ 主要观点:

参与地铁上盖和融资租赁业务, 培育利润新增长点

公司作为我国唯一的轨道交通上市公司, 拥有上海市地铁1号线28列6节编组电动客车、售票系统等资产所有权, 收入来源主要为地铁1号线的票务收入。

公司处于轨道交通行业, 其母公司申通集团负责上海市城市轨道交通的建设、运营、管理等工作。公司立足于主业, 同时借助母公司的资源、优势, 积极向地铁上盖业务拓展。同时, 公司还向融资租赁业务进军。

在国企改革的新常态下, 或成集团改革的重要载体

公司目前的经营模式简单, 收入利润来源单一, 业务性质分类应该归属为公共服务类。这和作为实现股东价值最大化的上市公司是有所背离的。

相对于港铁, 地铁物业、零售和广告等非票务收入是港铁收入的重要组成部分, 而且在经营利润方面甚至已经超过票务业务。目前, 港铁总股本58亿股, 市值达1826多亿港币。但是公司现总股本是4.77亿, 市值52多亿, 收入来源主要为部分线路的票务收入。

因此, 向港铁看齐, 除了票价市场化浮动或者市场化补贴的改革可能滞后外, 更重要的是目前可以通过国企改革, 改善股权结构, 提高市场化经营模式, 创新和扩大业务类型和覆盖面, 加大地铁相关资产的运营效率。

■ 投资建议

在相关政策的支持下, 公司积极参与车辆基地的“上盖”业务, 开拓融资租赁业务, 改变收入来源单一, 实现收入多元化。在国企改革的大背景下, 公司作为申通集团唯一上市公司, 或成为申通集团改革的重要承接平台, 以实现相关国有资产运营的经济效率和社会效益的双提升。所以, 对公司首次投资评级为未来6月内“谨慎增持”。同时, 注意国企改革的进程和具体措施的不确定性风险。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	716.86	737.65	774.53	867.47
年增长率(%)	-0.37	2.90	5.00	12.00
归属于母公司所有者的净利润	120.56	127.08	136.50	154.39
年增长率(%)	8.59	5.41	7.41	13.11
每股收益(按最新股本摊薄, 元)	0.25	0.27	0.29	0.32
PER(X)	40.24	37.26	34.69	31.44

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所(对应股价为2015-01-23日收盘价)

1. 占据黄金线路，具备垄断特性，经营稳定单一

公司作为我国唯一的轨道交通上市公司，拥有上海市地铁 1 号线 28 列 6 节编组电动客车、售票系统等资产所有权，收入来源主要为地铁 1 号线的票务收入（只包括本线段，不包含延伸段）。公司通过向大股东申通集团租赁地铁 1 号线轨道、车站、通信系统等设施，将运营管理委托给上海地铁运营有限公司。同时，公司向申通集团支付设施租赁费以及向上海地铁运营有限公司支付委托费、车辆修理费等。

地铁 1 号线本线段起于锦江乐园终于上海火车，共计 16 站，途径闵行、徐汇、卢湾、黄浦、静安以及闸北等多个区位，包含锦江乐园、人民广场、上海南站等多个人流聚集客运站点，能与 2 号线、3 号线、4 号线、8 号线等多条地铁线实现同站换乘。地铁 1 号线本线段所覆盖的徐汇区、静安区、卢湾区为上海市中心城区，是上海市主要的经济地段，人口密集。因此，地铁 1 号线本线段占据了上海市轨道交通线路的黄金地段，拥有稳定的乘客流量。

从上海市轨道交通的现状以及未来规划来看，轨道交通 1 号线不存在并行线路的情况。现在修建一条轨道线路所耗费的成本远远大于前十几年，这其中的因素既包括物价因素，也包括拆迁成本上涨。所以，1 号线具备天然的垄断性，而这是公司票务收入利润得到基本保障的重要因素。

分析公司从 2004 年到 2013 年的财务年报可知，公司平均利润为 9817.9 万元，最低利润为 7192.7 万元，最高利润为 12054.9 万元，平均增长幅度为 11.62%，公司经营稳定。但同时也显示，公司的经营模式简单，收入利润来源单一。

2. 参与地铁上盖和融资租赁业务，培育利润新增长点

公司处于轨道交通行业，其母公司申通集团负责上海市城市轨道交通的建设、运营、管理等工作。

公司立足于主业，同时借助母公司的资源、优势，积极向地铁上盖业务拓展。公司将累计出资 7 亿人民币，与地铁资产、资产经营以及上实租赁等公司成立上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业（有限合伙），参与地铁轨道交通车辆基地上盖业务。

地铁上盖主要指对地铁场站以及地铁车辆基地进行开发，这种开发可以是物业的开发等。申通集团现管理线路总计 14 条，另有两条线路仍在建设中。据《城市轨道交通车辆基地物业开发模式的探索》资料显示，到 2020 年，上海市轨道交通车辆基地将由 9 个车辆段、14 个定修点、24 个停车场和辅助停车场组成。轨道交通车辆基地占地面积大，一般与市中心距离较远，但是有些车辆基地的地段较好，具备较大的开发价值。例如，上海轨道交通 4 号线的车

辆基地地处上海市徐汇区与闵行区的交界处，位于柳州路以西、桂林路以东、蒲汇塘以及高压走廊以北的地块，面积为 17.06 公顷。如果能对场站以及地铁车辆基地成功开发，那么将产生巨大的经济价值。

香港地铁已经做出良好的示范。香港地铁采取的是地铁建设与沿线物业开发相结合，以副业补充主业的模式，其一项重要收入就是物业开发。港铁联合长江实业等公司开发香港政府授予的地铁沿线未开发的土地，代表作包括柴湾车辆段物业开发、将军澳线车辆段“日出康城”开发（在建中）、九龙湾车辆段物业开发。据统计，香港地铁共有 21.3 万平方米零售物业，1.4 万平方米写字楼，物业发展利润为 14 亿港元。根据港铁公司 2013 年年报，2013 年港铁的营收为 387 亿港元，其中物业租赁及物业管理收入为 57 亿港元，占比为 14.73%，物业收入是港铁总收入的重要组成部分。

相对于港铁在物业的蓬勃发展，公司对物业的开发处于萌芽阶段，但现在已经得到了上海市政府以及母公司申通集团的大力支持。今年 4 月上海市发改委联合国土资源局发布了《关于推进上海市轨道交通场站及周边土地综合开发利用的实施意见（暂行）》，明确提出对轨道交通场站以及车辆基地进行综合开发，允许综合开发主体以协议方式取得土地使用权。实施意见还提出，既有轨道交通场站综合建设用地，在完成轨道交通场站本体工程后，由综合开发主体负责经营性“上盖”建设。

在市政府相关优惠政策的支持下，公司临时股东大会审议并通过了公司《关于投资上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业（有限合伙）的议案》。按照该议案，公司出资 7 亿元，与申通资产、上实租赁等公司组成上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业，参与轨道交通场站以及车辆基地的“上盖”业务，占认缴总额的 17.5%。作为该股权投资基金合伙企业的有限合伙人，公司每年能收到 7.8% 的固定收益，估计达 5460 万元。

因此，在市政府相关政策的支持下，依托母公司申通集团的实力，公司积极参与车场站以及车辆基地的“上盖”，市场前景广阔，将为公司带来可观利润。

同时，公司还向融资租赁业务进军。公司与下属子公司上海公司一号线发展有限公司共同成立上海地铁融资租赁有限公司，开展与地铁和运营相关的融资租赁业务。该业务与“上盖”业务将是公司开辟新的业务和利润增长点的重要举措，丰富了公司的收入来源。

3. 在国企改革的新常态下，或成集团改革的重要载体

党的十八大报告指出，“要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式，深化国有企业改革，完善各类国有资产管理体制，推动国有

资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。”

上海市作为地方国资国企改革的重镇，出台了《关于进一步深化上海国资改革 促进企业发展的意见》，提出将国资集中于战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业；将国企分为三类：即竞争类、功能类和公共服务类。竞争类企业，以市场为导向，以企业经济效益最大化为主要目标，兼顾社会效益，努力成为国际国内同行业中最具活力和影响力的企业；功能类企业，以完成战略任务或重大专项任务为主要目标，兼顾经济效益；公共服务类企业，以确保城市正常运行和稳定、实现社会效益为主要目标，引入社会评价。功能类和公共服务类企业，按照市场规则，提高资源配置效率和公共服务能力。

申通集团作为上海市城市轨道交通建设、运营的主体，属于公共服务类企业，承担公共服务的社会责任。但是，在申通集团内部，也有很多应该属于非公共服务类的企业和资产。例如，申通集团另一子公司申通资产，其主要负责地铁“上盖”业务、地铁广告业务等等，这些都应该是竞争性业务。从国企改革提高国有资产经营效率的角度看，这些资产和业务应该从公共服务类中进行一定的剥离，在所有制和公众性方面做出改革。

从另一个角度看，公司目前的经营模式简单、垄断，收入利润来源单一，业务性质分类应该归属为公共服务类。这和作为上市公司追求股东利益最大化的意愿是有所背离的。

因此，按照上海国企改革《意见》，申通集团的非公共服务类业务应该和公共服务类业务进行适当的分离。例如，申通集团明确自身定位，专注于交通轨道建设运营，从服务社会角度出发，努力提高相应的公共服务类国有资产的社会效益。地铁“上盖”物业和地铁广告类等竞争性资产和业务，应该成为国企改革的重点，努力提高其经营效率。

相对于港铁，地铁物业、零售和广告等非票务收入是港铁收入的重要组成部分，而且在经营利润方面甚至已经超过票务业务。目前，港铁总股本 58 亿股，市值达 1826 多亿港币。但是公司现总股本是 4.77 亿，市值 52 多亿，收入来源主要为部分线路的票务收入。

因此，向港铁看齐，除了票价市场化浮动或者市场化补贴的改革外，更重要的是目前可以通过国企改革，改善股权结构，提高市场化经营模式，创新和扩大业务类型和覆盖面，加大地铁相关资产的运营效率。

4. 投资建议

2015 年 1 月 25 日

在相关政策的支持下，公司积极参与车辆基地的“上盖”业务，开拓融

资租赁业务，改变收入来源单一，实现收入多元化。在国企改革的大背景下，结合上海市国资国企改革意见，公司作为申通集团唯一上市公司，或成为申通集团改革的重要承接平台，实现相关国有资产运营的经济效率和社会效益的双提升。

所以，对公司首次投资评级为未来6个月内“谨慎增持”。

同时，注意国企改革的进程和具体措施的不确定性风险。

附表1 公司盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	716.86	737.65	774.53	867.47
增长率	-0.37%	2.90%	5.00%	12.00%
营业成本	566.38	586.43	611.88	683.57
二、营业毛利	150.48	151.22	162.65	183.90
增长率	1.30%	0.49%	7.56%	13.06%
毛利率	20.99%	20.50%	21.00%	21.20%
营业税金及附加	2.58	2.66	2.79	3.12
销售费用	6.38	7.08	7.36	8.15
管理费用	10.83	11.29	11.77	13.10
财务费用	17.69	14.75	15.49	17.35
资产减值损失	0.02			
三、主营业利润	112.98	115.44	125.24	142.18
增长率	18.66%	2.18%	8.49%	13.53%
收入比	15.76%	15.65%	16.17%	16.39%
公允价值变动净收益				
投资净收益	0.07	0.11	0.17	0.26
汇兑净收益				
四、营业利润	113.05	115.55	125.41	142.44
营业外净收益	51.22	53.85	56.54	63.33
五、利润总额	164.27	169.40	181.95	205.77
减：所得税	43.71	42.32	45.45	51.38
六、净利润	120.56	127.08	136.50	154.39
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	120.56	127.08	136.50	154.39
增长率	8.59%	5.41%	7.41%	13.11%
收入比	16.82%	17.23%	17.62%	17.80%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	477.38	477.38	477.38	477.38
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.32
增长率	8.70%	8.00%	7.41%	10.34%
PER(X)	40.24	37.26	34.69	31.44
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.32

2015年1月25日

增长率	8.70%	8.00%	7.41%	10.34%
PER(X)	40.24	37.26	34.69	31.44
净利润的年复合增长率				8.59%

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2015-01-23 日收盘价）

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。