

2016年04月28日

申通地铁 (600834.SH)

盈利能力下滑，期待国改迪士尼

■申通地铁披露15年年报：2015年公司实现收入7.7亿元，同比增3.96%；实现归属上市公司股东净利润0.69亿元，同比降34.43%，扣非净利润0.62亿元，同比降33.72%。公司拟每10股派发红利0.50元（含税）。

同日公司披露16年一季报：第一季度公司共实现收入1.8亿元，同比增0.53%；实现归属上市公司股东净利润0.19亿元，同比增34.26%，扣非净利润0.19亿元，同比增34.15%。

■成本提升毛利下滑为15年利润下行主因：地铁板块，由于一号线大修费用支出0.91亿元，致使地铁运营总成本同比增7.6%，板块毛利率下降至6.6%，较去年水平折半；加之融资租赁成本同比大增690.2%至0.18亿元，总营业成本同比增10%，毛利额大幅下滑至0.75亿元，同比降31.6%，全年总毛利率水平9.7%。同时，15年财务费用0.36亿元，同比增171.41%，以上因素共同导致利润大幅下跌。

■投资收益成1Q2016主要利润来源：1Q2016公司毛利率进一步下滑1.6个百分点至7.4%，营业利润同比降114.5%达负95万元，而公司收到持股的上盖物业投资基金分红，实现投资收益0.14亿元，为1Q净利主要来源。

■一号线或遇分流，融资租赁前景良好：15年度上海轨交新线开通扩容，线路与一号线相关性较强，可能对一号线造成分流，但短期看影响有限。融资租赁方面期待规模做大以提升公司盈利能力，15年公司融资租赁业务新增3个项目，截至年底业务累计合同金额12.0亿元，应收款净额7.7亿元。

■上海市本地国企，迪士尼带动标的。上市公司背靠承担上海全市地铁运营的申通地铁集团，在未来持续推进的地方国企改革过程中，具备一定想象空间；另外上海迪士尼乐园将在6月16日正式开业，公司作为上海本地公交企业，将能侧面受益迪士尼带来的人流利好。

■投资建议：我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为4.8%、5.5%、6.3%，净利润增速分别为16.4%、14.4%、13.8%，考虑上海本地国改超预期可能以及迪士尼开业前的催化，首次给予增持-A的投资评级，6个月目标价为16元，相当于2016年94倍市盈率。

■风险提示：上海市国企改革低于预期；迪士尼提振效果低于预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	744.6	774.0	811.5	856.3	910.5
净利润	105.2	69.0	80.2	91.8	104.4
每股收益(元)	0.22	0.14	0.17	0.19	0.22
每股净资产(元)	2.86	2.95	3.07	3.22	3.41

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	63.2	96.4	82.9	72.5	63.7
市净率(倍)	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
净利润率	14.1%	8.9%	9.9%	10.7%	11.5%
净资产收益率	7.7%	4.9%	5.5%	6.0%	6.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
ROIC	4.4%	4.3%	17.8%	9.8%	13.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

公交

投资评级 增持-A

首次评级

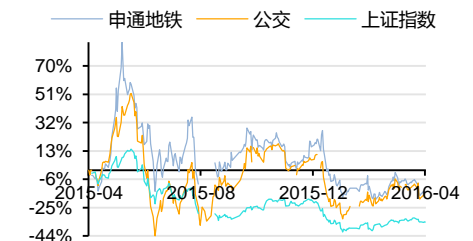
6个月目标价：16.00元

股价(2016-04-28) 13.93元

交易数据

总市值(百万元)	6,649.90
流通市值(百万元)	6,649.90
总股本(百万股)	477.38
流通股本(百万股)	477.38
12个月价格区间	12.91/29.79元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.93	-6.61	18.88
绝对收益	-9.79	0.81	-12.88

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002

jiangming@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	744.6	774.0	811.5	856.3	910.5	成长性					
减:营业成本	635.1	698.8	723.8	753.7	785.7	营业收入增长率	3.9%	4.0%	4.8%	5.5%	6.3%
营业税费	3.7	3.9	4.1	4.3	4.6	营业利润增长率	-35.6%	-54.0%	82.3%	24.2%	37.6%
销售费用	7.3	6.1	8.1	8.6	9.1	净利润增长率	-12.8%	-34.4%	16.4%	14.4%	13.8%
管理费用	12.7	12.6	13.0	14.6	15.5	EBITDA 增长率	-22.1%	-11.5%	21.2%	11.0%	13.7%
财务费用	13.2	35.9	36.5	39.4	36.4	EBIT 增长率	-34.2%	-19.4%	40.6%	18.1%	22.1%
资产减值损失	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	-32.8%	-19.4%	40.7%	19.6%	12.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-18.5%	-65.8%	117.3%	-18.7%	-21.7%
投资和汇兑收益	0.1	16.7	35.0	40.0	45.0	净资产增长率	5.1%	3.0%	4.1%	5.1%	5.9%
营业利润	72.8	33.5	61.0	75.8	104.2	利润率					
加:营业外净收支	67.6	58.6	46.0	45.0	45.0	毛利率	14.7%	9.7%	10.8%	12.0%	13.7%
利润总额	140.3	92.0	107.0	120.8	149.2	营业利润率	9.8%	4.3%	7.5%	8.8%	11.4%
减:所得税	35.2	23.1	26.7	29.0	44.8	净利润率	14.1%	8.9%	9.9%	10.7%	11.5%
净利润	105.2	69.0	80.2	91.8	104.4	EBITDA/营业收入	21.8%	18.6%	21.5%	22.6%	24.2%
						EBIT/营业收入	11.5%	9.0%	12.0%	13.4%	15.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	723	661	599	543	489
						流动资产周转天数	-39	-136	-155	-103	-119
						流动负债周转天数	83	21	105	193	232
						应收账款周转天数	2	2	2	2	2
						存货周转天数					
						总资产周转天数	944	1,056	1,032	947	948
						投资资本周转天数	647	375	289	340	256
						投资回报率					
						ROE	7.7%	4.9%	5.5%	6.0%	6.4%
						ROA	5.1%	2.8%	3.7%	3.9%	4.3%
						ROIC	4.4%	4.3%	17.8%	9.8%	13.6%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
						管理费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
						财务费用率	1.8%	4.6%	4.5%	4.6%	4.0%
						三费/营业收入	4.5%	7.1%	7.1%	7.3%	6.7%
						偿债能力					
						资产负债率	33.7%	43.4%	32.5%	34.1%	33.6%
						负债权益比	50.7%	76.6%	48.0%	51.8%	50.7%
						流动比率	0.09	0.08	1.22	1.07	1.58
						速动比率	0.09	0.08	1.22	1.07	1.58
						利息保障倍数	6.50	1.93	2.67	2.92	3.86
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	-	0.04	0.03	0.03
						分红比率	31.8%	0.0%	21.2%	17.6%	12.9%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	105.2	69.0	80.2	91.8	104.4	EPS(元)	0.22	0.14	0.17	0.19	0.22
加:折旧和摊销	76.6	74.6	77.0	78.5	79.6	BVPS(元)	2.86	2.95	3.07	3.22	3.41
资产减值准备	-0.0	0.0	-	-	-	PE(X)	63.2	96.4	82.9	72.5	63.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
财务费用	23.4	35.1	36.5	39.4	36.4	P/FCF	20.4	12.8	-29.6	31.1	32.9
投资损失	-0.1	-16.7	-35.0	-40.0	-45.0	P/S	8.9	8.6	8.2	7.8	7.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.7	57.3	34.8	30.1	25.4
营运资金的变动	-879.0	441.4	-277.6	3.5	87.0	CAGR(%)	-4.4%	14.8%	-12.7%	-4.4%	14.8%
经营活动产生现金流量	-293.4	14.1	-118.8	173.2	262.4	PEG	-14.2	6.5	-6.5	-16.3	4.3
投资活动产生现金流量	160.0	10.8	384.1	-9.5	35.5	ROIC/WACC	0.4	0.4	1.7	0.9	1.3
融资活动产生现金流量	-115.3	-29.8	117.8	-100.6	-109.7	REP	9.5	50.0	4.1	8.8	7.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

姜明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034