

## 业绩稳健，潜在国改标的！

■申通地铁披露 16 年半年报，报告期内公司实现收入 3.69 亿元，同比略减 0.43%；实现归属上市公司股东净利润 0.35 亿元，同比增 12.75%，扣非净利润 0.35 亿元，同比增 11.5%。

■主业经营较为稳健：报告期内一号线客运量为 1.72 亿人次，同比略增 0.5%，其中换乘入量为 47 万人次，同比增 9.37%。16 年地铁营业收入 3.43 亿元，同比降 3.71%，主要是因为 2015 年末一号线增加了多个换乘站点，使地铁路网客流流向有所改变，换乘入客流和比例持续上升，使本线客流量有所下降。16 年上半年地铁一号线成本 3.23 亿元，其中列车大修成本 2772 万元，占全年总金额的 31.28%，预计剩余部分 6091 万元将于下半年发生。16 年上半年地铁一号线毛利率为 5.86%，同比降 4.34 个百分点。

融资租赁板块实现收入 0.26 亿元，同比增加 79.76%，营业成本 0.08 亿元，同比降 7.05%，毛利率 67.83%，同比增 30.05 个百分点。主要是因为新增加了长春管网项目及礼兴酒店项目的租金收入，部分新增项目投入为自有资金，成本降低。

■投资收益成 1H2016 主要利润来源：1H2016 公司收到了上盖物业股权投资基金投资收益合计 0.14 亿元，占报告期营业利润为 0.23 亿元的 60.87%。

■集团公司资产证券化率较低，国企改革背景下存在资产注入预期：上市公司背靠承担上海全地铁运营的申通地铁集团，目前申通地铁集团共运营地铁线路（包含磁悬浮）15 条，线路总长度为 617 公里，预计 2018 年地铁网络线路总长度将达到 700 公里，2020 年达到 800 公里。目前申通地铁集团注入上市公司的地铁线路资产仅有一号线一条，集团资产证券化率较低，是最典型的“大集团小公司”，我们认为在部分线路运营逐渐成熟、盈利能力有望达到上市水平的情况之下，未来也有接受母集团资产注入的可能性存在。考虑到 2010 年后建设的线路鉴于人工、材料费用、拆迁费用上涨，成本较高，盈利能力堪忧，因此若有注入，可能的对象可能会是建设时间较早的线路（如 2 号线与 6 号线等）。

■投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 3.8%、4.9%、5.8%，净利润增速分别为 7.3%、11.2%、22.2%，考虑上海本地国改超预期可能，维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 16.40 元。

■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	803.8	842.8	891.6
净利润	105.2	69.0	74.0	82.3	100.6
每股收益(元)	0.22	0.14	0.16	0.17	0.21
每股净资产(元)	2.86	2.95	3.04	3.15	3.29

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	66.1	100.9	94.0	84.5	69.2
市净率(倍)	5.1	4.9	4.8	4.6	4.4
净利润率	14.1%	8.9%	9.2%	9.8%	11.3%
净资产收益率	7.7%	4.9%	5.1%	5.5%	6.4%
股息收益率	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	4.4%	4.3%	16.3%	8.7%	12.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

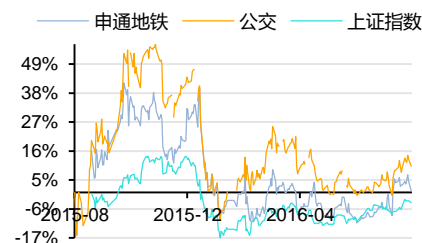
6 个月目标价：**16.40 元**

股价 (2016-08-22) **14.57 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,955.45
流通市值(百万元)	6,955.45
总股本(百万股)	477.38
流通股本(百万股)	477.38
12 个月价格区间	12.87/20.59 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.92	1.28	-2.32
绝对收益	6.43	10.46	-14.04

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002  
jiangming@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

申通地铁：盈利能力下滑，期待国改迪士尼  
2016-04-29

## 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	803.8	842.8	891.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	635.1	698.8	713.3	734.4	758.7	营业收入增长率	3.9%	4.0%	3.8%	4.9%	5.8%
营业税费	3.7	3.9	4.0	4.2	4.5	营业利润增长率	-35.6%	-54.0%	65.5%	31.1%	35.9%
销售费用	7.3	6.1	8.0	8.4	8.9	净利润增长率	-12.8%	-34.4%	7.3%	11.2%	22.2%
管理费用	12.7	12.6	12.9	14.3	15.2	EBITDA 增长率	-22.1%	-11.5%	17.1%	12.7%	12.6%
财务费用	13.2	35.9	36.2	38.8	35.7	EBIT 增长率	-34.2%	-19.4%	32.0%	21.7%	20.6%
资产减值损失	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	-32.8%	-19.4%	28.6%	16.7%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-18.5%	-65.8%	117.7%	-18.7%	-21.4%
投资和汇兑收益	0.1	16.7	26.0	30.0	30.0	净资产增长率	5.1%	3.0%	3.2%	3.8%	4.4%
<b>营业利润</b>	<b>72.8</b>	<b>33.5</b>	<b>55.4</b>	<b>72.6</b>	<b>98.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	67.6	58.6	46.0	45.0	45.0	毛利率	14.7%	9.7%	11.3%	12.9%	14.9%
<b>利润总额</b>	<b>140.3</b>	<b>92.0</b>	<b>101.4</b>	<b>117.6</b>	<b>143.7</b>	营业利润率	9.8%	4.3%	6.9%	8.6%	11.1%
减:所得税	35.2	23.1	27.4	35.3	43.1	净利润率	14.1%	8.9%	9.2%	9.8%	11.3%
<b>净利润</b>	<b>105.2</b>	<b>69.0</b>	<b>74.0</b>	<b>82.3</b>	<b>100.6</b>	EBITDA/营业收入	21.8%	18.6%	21.0%	22.5%	24.0%
						EBIT/营业收入	11.5%	9.0%	11.4%	13.2%	15.1%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	723	661	604	551	499
						流动营业资本周转天数	-39	-136	-156	-104	-120
						流动资产周转天数	83	21	103	186	217
						应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
						存货周转天数					
						总资产周转天数	944	1,056	1,038	951	948
						投资资本周转天数	647	375	292	346	262
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	7.7%	4.9%	5.1%	5.5%	6.4%
						ROA	5.1%	2.8%	3.4%	3.6%	4.2%
						ROIC	4.4%	4.3%	16.3%	8.7%	12.9%
						<b>费用率</b>					
						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%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	33.7%	43.4%	32.6%	34.6%	34.4%
						负债权益比	50.7%	76.6%	48.4%	52.9%	52.4%
						流动比率	0.09	0.08	1.18	0.99	1.45
						速动比率	0.09	0.08	1.18	0.99	1.45
						利息保障倍数	6.50	1.93	2.53	2.87	3.77
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.07	0.05	0.05	0.06	0.07
						分红比率	31.8%	34.6%	32.7%	33.0%	33.4%
						股息收益率	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

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	74.0	82.3	100.6	EPS(元)	0.22	0.14	0.16	0.17	0.21
加:折旧和摊销	76.6	74.6	77.0	78.5	79.6	BVPS(元)	2.86	2.95	3.04	3.15	3.29
资产减值准备	-0.0	0.0	-	-	-	PE(X)	66.1	100.9	94.0	84.5	69.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.9	4.8	4.6	4.4
财务费用	23.4	35.1	36.2	38.8	35.7	P/FCF	21.3	13.4	-29.9	34.0	35.3
投资损失	-0.1	-16.7	-26.0	-30.0	-30.0	P/S	9.3	9.0	8.7	8.3	7.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.7	57.3	38.0	32.5	27.8
营运资金的变动	-879.0	441.4	-279.2	3.6	85.6	CAGR(%)	-7.8%	13.4%	-15.0%	-7.8%	13.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-293.4</b>	<b>14.1</b>	<b>-118.0</b>	<b>173.2</b>	<b>271.4</b>	PEG	-8.4	7.5	-6.3	-10.8	5.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>160.0</b>	<b>10.8</b>	<b>375.1</b>	<b>-19.5</b>	<b>20.5</b>	ROIC/WACC	0.4	0.4	1.5	0.8	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-115.3</b>	<b>-29.8</b>	<b>110.9</b>	<b>-110.9</b>	<b>-129.1</b>	REP	9.5	49.8	4.7	10.4	8.6

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
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034