

申通地铁(600834) 7.90/元

票价上调、大修费用不均匀致业绩大增

王旭东
86-21-68407681
wangxd8@ccs.com.cn

交通运输·客运

估值区间: 7.14-8.36 元 (未考虑对价)

谨慎推荐 A (首次评级)

9 月份上海地铁票价上调, 及大修等因素致业绩预期大增, 为此首次进行实地调研, 并撰写本报告。

- 上海地铁票价上调后, 申通地铁 05 年的平均票价将上涨为 2.5 元, 06 年及以后增均票上涨为 3.4 元。收入因此相应大幅增长。
- 首批 16 列于 05 年 8 月修完, 下一批 12 列列车的大修要到 99-10 年才大修, 06-08 年因为无大修而成本大减。为便于估值, 本文假设第二次大修发生的起点 (99 年) 起, 大修费用此后每年均匀发生。
- 申通集团与政府的关系、其与政府共同摸索的地铁投资、建设、运营模式、以及集团对股份公司的定位和经营思路是分析申通股份未来发展的关键因素。

● 风险因素

- 1、一号经营权到期后集团是否愿意再次无偿转让是个问题。
- 2、申通集团一号线之外的资产不能或不愿装入股份公司的风险。
- 3、票价上调后, 运营管理费、过路费是否上调及上涨幅度不明。
- 4、06-08 年净资产收益高于 20%, 是否会产生负面作用: 比如政府优惠的减少或其它未知的潜在关联交易 (降低公司盈利能力) 的风险。

● 投资建议

- 1、对已有仓位的投资机构给予持有的建议, 享受利好环境下的最大利润, 包括对价利润;
- 2、对无仓位的投资机构, 面对累计升幅近 100%后缩量上涨的局面, 建议不宜追涨介入。

上证指数: 1207.16

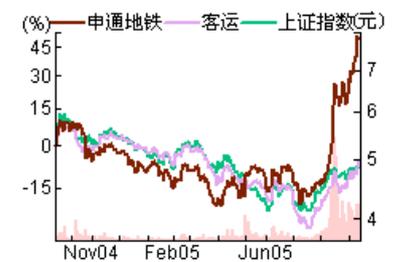
股本数据

A 股总股本(万)	47738.2
流通 A 股(万)	9684.8
流通市值(亿)	7.65

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	50.2%	37.6%
6 个月(%)	53.1%	64.0%
1 年(%)	34.8%	40.7%
52 周波动(元)	4.41-8.14	

股价走势



相关研究

《申通地铁调研简报》

9/8/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	58,223.35	68,223.47	92,783.92	95,567.43
同比增长率(%)	16.16%	17.18%	36.00%	3.00%
营业利润(万元)	8,047.53	14,785.74	28,005.25	29,724.15
同比增长率(%)	-8.63%	83.73%	89.41%	6.14%
净利润(万元)	7,192.71	12,567.88	23,804.46	25,265.52
同比增长率(%)	-6.21%	74.73%	89.41%	6.14%
主营利润率(%)	23.08%	29.88%	36.94%	37.66%
营业利润率(%)	13.82%	21.67%	30.18%	31.10%
净利润率(%)	12.35%	18.42%	25.66%	26.44%

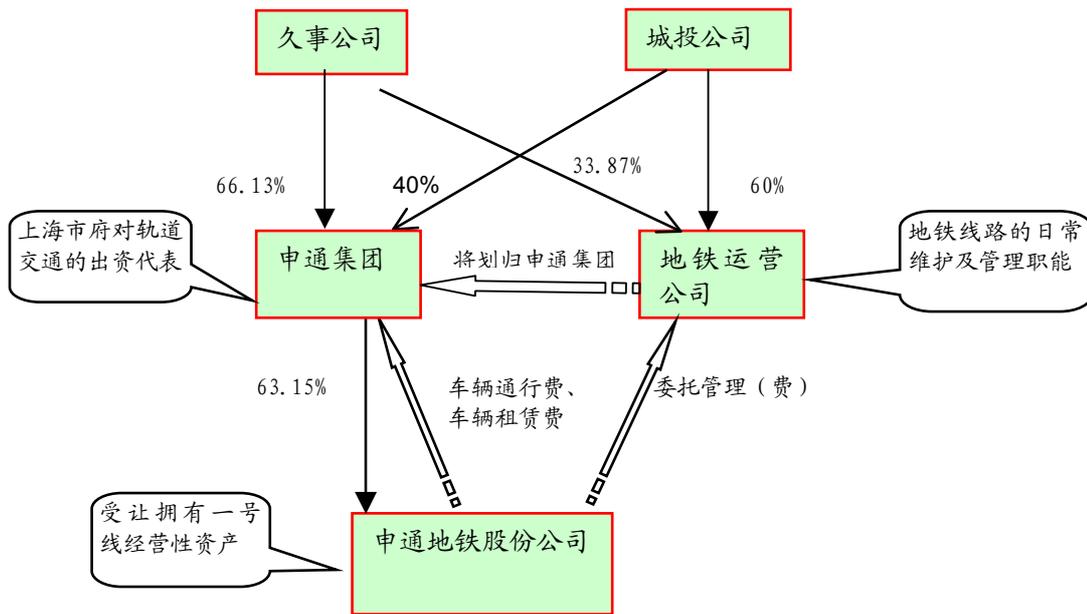
会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.17	0.26	0.50	0.53
每股净资产(元)	1.59	1.63	1.80	1.99
净资产收益率(%)	10.43%	16.18%	27.67%	26.63%
每股股息(元)	0.05	0.17	0.32	0.34
股息收益率(%)	0.65%	2.14%	4.05%	4.30%
负债率(%)	32.05%	24.43%	14.03%	12.86%
P/E(倍)	48.27	30.39	16.04	15.12
P/B(倍)	5.04	4.92	4.44	4.03
EV/EBITDA(倍)	31.52	20.49	12.61	12.00

一、公司简要情况

公司前身为上海凌桥自来水股份有限公司，2001年，为促进上海轨道交通投资经营的发展，申通集团入主凌桥股份并更名为申通地铁。主要从事地铁经营及相关综合开发、轨道交通投资、附设分支机构等，成为我国境内第一家从事轨道交通投资经营的上市公司。

公司目前拥有上海地铁一号线28列（01年收购初期是18列，03年花28184.16万元购买10列地铁运营车辆使自有列车总数达到28列）6节编组电动客车、售检票系统等资产的所有权和自2001年始10年的经营权，并受申通集团委托，管理一号线的其他非上市资产。目前，上海投入运营（包括试运营）的城市轨道线路共四条，一号线是其中投入运营最早、经济效益最好的一条黄金线路。

图 1: 申通地铁与相关公司关系图



资料来源：招商研发中心

上海久事公司是一家国有企业，经营范围为利用国内外资金，投资及综合开发经营。

申通集团成立于2000年4月28日，虽然大股东仍是久事公司和需投集团，但申通集团集地铁投资、建设、运营功能于一体，实际上已经直接归口上海市建设委员会，是上海市政府对轨道交通的出资代表，作为上海市轨道交通网络建设的市级投资主体，承担上海市政府在轨道交通领域的投融资职能。

目前,申通集团已经完成对地铁一号线、地铁二号线、轻轨明珠线、磁悬浮、辛闵线、明珠线二期、地铁一号线北延伸段等的建设并投入运营。

上海地铁运营有限公司于 2000 年 4 月成立,注册资金 3 亿元,是一家以城市轨道交通运营管理为主营业务的企业,主要经营地铁一号线和二号线。股份公司曾拟于 2000 年 12 月 8 日整体收购上海地铁运营公司,后受上海市轨道交通管理体制改革的影 响,经上海市有关部门同意,本公司资产重组方案改为收购上海地铁一号线经营性资产。目前地铁运营有限公司正在做股权变,将划归申通集团名下。

1、与申通集团关系——过路费与车辆租赁费

2001 年 5 月 28 日签署《关于转让”地铁一号线经营权”的协议》,申通集团将地铁一号线(十年)经营权无偿转让给公司期限为本公司股东大会批准之日起十年,期满之日前 6 个月,经双方协商可展期。

同日,股份公司收购了一线号经营性资产:上海地铁一号线 18 辆列车,售、检票系统和上海地铁广告有限公司 51%的股权(后又转让回集团)。由于股份购买地铁一号线车辆及售、检票系统后,并不拥有地铁路网资产,在经营中将与申通集团签署《收取过路费协议》,每通行一车次,公司支付一定的过路费(130 元/车次)。该等交易构成持续关联交易。

经调研,票价上调后,交给集团的过路费可以上调,但涨幅应低于票价上调幅度。

2、与运营公司之关系——委托管理费

申通公司与运营公司通过签订《上海地铁一号线委托管理合同》,由运营公司对地铁一号线进行日常管理和维护。而股份公司需向运营公司支付运营管理等。

二、客流量及平均票价分析

表 1 申通地铁业务量情况分析

实际涨价后	2004 年	05 中期	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
日均客运量 (万人次/日)	62.0	78.7	74.8	74.8	77.0	79.7	82.9	85.4
平均票价(元)	2.57	2.26	2.50	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
当年票务收入	58223	32219	68223	92783	95567	98912	102868	106469

资料来源:招商研发中心

统计数字显示,上海轨道交通客运量已由 2000 年的 1.36 亿人次增加到 2004 年的 4.78 亿人次,年均递增 37%。目前,轨道交通承担的客运量已占全市公交客运总量的 10.9%。进入 2005 年,这一数字还在不断上升,今年一季度上海轨道交通日均客流量

达到了 155 万人次。客流结构中，乘 6 公里以内的短途客流占全天客流量的 38%，乘 16 公里以上的客流占 11%。在高峰时段有一部分并非必须高峰时段出行的乘客，也选择高峰时段出行，并且在工作日高峰时段出行人群中 30% 左右为短途客流。

一号线作为上海客运量最大的地铁线路（03 年占比 49%），也呈现上述的轨道交通特征。04 年 12 月 28 日一号线北延伸段（上海火车站—共富新村）正式开通运营，给一号线带来大量的短途客流，造成上两个影响：

（1）、上半年客流量同比大增 28.9%，超过 04 年的同比增长量 15.5%。

（2）、平均票价从 04 年的 2.57 元下跌至 05 年上半年的 2.26 元。

酝酿已久的上海地铁调价方案刚刚亮相，上海市政府发展和改革委员会 9 日宣布，上海轨道交通客运票价将启用全新票制，基准票价起价由 2 元统一调整为 3 元，进级里程每 10 公里增 1 元。

上海发改委公布的新票制，基准票价从 2 元调到 3 元，起乘里程维持目前的 6 公里，之后要每 10 公里进级，每段进级 1 元。上海的一、二、三号线，及以后新投入运营的线路都执行新票制。在“一票通”改造完成前，五号线仍维持原票价。

新票制体现“递远递减”的原则，即乘坐里程越长越划算。常旅客也可获得优惠。从今年 11 月起，经常使用交通卡的旅客，如在一个自然月内，刷卡款值满 70 元，可以打 9 折。

此次地铁 9 月中旬调价后，对一号线也有两个影响：

（1）、一号线的四季度客流量会有短暂的小幅下降，预计降幅在 10% 以内。06-07 年将再度恢复自然增长。

（2）、平均票价将上涨，而且受新票制体现“递远递减”原则的影响，短途客减少，长途客占比会增长。

四、成本分析

表 2 申通地铁成本分析

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
委托管理费(万元)	26875	28219	36685	36685	36685	36685	36685
其中计入营业费用数	2827	2827	2827	2827	2827	2827	2827
车辆大修、整改及改造费用	12200	10000	0	0	0	4200	4200
1、计入主管成本的总管理费	36248	35392	33858	33858	33858	38058	38058
委托运营总成本占比(%)	84.6%	83.4%	81.1%	80.8%	80.6%	82.2%	82.1%
2、车辆通行费(万元)	2403	2643	3436	3539	3610	3646	3682
通行费单价(元/车)	130	130	169	169	169	169	169
通行费占比(%)	5.6%	6.2%	8.2%	8.4%	8.6%	7.9%	7.9%
3、集团车辆租赁费(万元)	545	545	545	545	545	545	545
租赁单价(万元/年车)	545	545	545	545	545	545	545
租赁费占比	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
4、折旧	3670	3854	3931	3970	4010	4050	4090
折旧占比	8.6%	9.1%	9.4%	9.5%	9.5%	8.7%	8.8%
总成本=1+2+3+4(万元)	42866	42434	41769	41912	42022	46298	46375
占比总计(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公告、调研、招商研发中心

公司的成本构成有：外包给运营公司的费用（含管理费和大修费）、车辆通行费（给集团）、（向集团）租赁车辆费、折旧。

1、外包给运营公司的费用

(1)、委托管理费

由两部分组成，一是管理费 1500 万元相对固定（进管理费用），一是与委托管理成本相关的费用。

据调研票价上调后，委托管理费也会上调，但上调比例会低于票价涨幅，本文假设上调幅度为 30%。

(2)、车辆大修、整改及改造费用

据调研，车辆大修、整改及改造费用绝大部分是车辆大修，其它是消防设施、残疾人通道等。

据调研，首批 16 列于 05 年 8 月修完，下一批 12 列列车的大修要到 99-10 年才大修，因为是十年修一次，这剩下的新购 16 列列车主要是 2000 年生产的。预计 05 年的车辆等大修费用约 9000 万元（不超过 04 年的 1.22 亿元）。

经调研，公司一辆车的大修成本约 1500 万元，申通地铁共 28 列车，每列平均十年修一次，如果申通地铁的大修是均匀发生的话，则其大修费用为 4200 万元=1500*28/10。

关于大修费用不规则发生的问题，调研中公司解释说：按现行规定大修费用不能预

计，也不能作为长期费用来摊销。据此分析，大修费用会造成成本大幅波动和业绩波动也难免，为便于估值，本文假设第二次大修发生的起点（99年）起，大修费用此后每年均匀发生。

2、车辆通行费

按01年重组时的协议，因为轨道、通信设备等未进入股份公司，股份公司需按130元/车次支付给申通集团车辆通行费。

该通行费协议06年到期，预计票价上调后，通行费会有上涨，涨幅低于票价上涨幅度。

3、租赁车辆费

目前股份公司仍向集团租有一辆列车，按协议，租赁价格是545万元/每车每年。

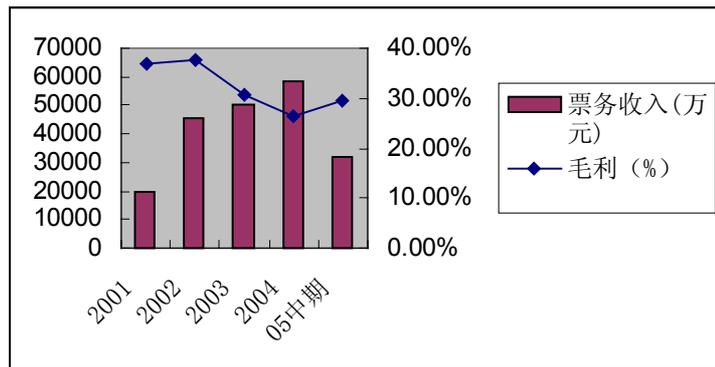
4、折旧

因为近期股份公司不会再大举购新车，因此折旧水平波动不会太大。

5、其它： 公司总共22名员工，人员费用等其它费用进管理成本或营业成本。

此外，公司还积极与同济大学运输系、上海财经大学金融学院等共同研究降低一号线路成本问题，经调研主要研究的是成本核算、成本打包等问题，会在一定程度上降低成本，但目前并无大的举措出来，所以财务假设中分析成本时未作主要考虑。

图2 申通地铁历年地铁票务收入及毛利情况



资料来源：招商研究中心

五、其它问题讨论

2004年4月，上海证管办通知兴业证券，申通地铁重大资产重组的验收通过。这意味着公司重大资产重组的后续工作完成，同时意味着再融资工作得以启动。但据调研，

公司目前尚无进一步扩张的举措计划，申通集团也正在非票务收入业务方面借鉴香港地铁的运营模式进行尝试，不排除将来成熟后，股份公司作为集团唯一的上市公司会有融资扩张机会。

公司正在积极地运作解决股权分置的计划。方案可能简单的送股方式，申通集团不会放弃控股地位。由于该股历史上发行时非流通股和流通股的认股价分别是 1 元和 1.5 元，双方成本比较接近而且历史上大股东未放弃过配股，因此大股东的“欠债”也不是很多。对价比例不会太高也不会太低，应该在 10 送 3 左右。

六、风险因素

- 1、2001 年 5 月 28 日，申通集团将地铁一号线（十年）经营权无偿转让给公司，至 2010 年到期。到期后集团是否愿意再次无偿转让一号经营权是个问题，本文自由现金流分析中未对此作假设。
- 2、申通集团一号线之外的资产不能或不愿装入股份公司的风险，公司失去高速扩张的机会。
- 3、票价上调后，运营管理费（合同规定不超过收入增幅）、过路费（自调增幅不超过收入增幅），但上涨幅度不明。
- 4、票价上调及 06-08 年无大修费用等利好因素下，按目前静态经营格局，06-08 年净资产收益高达 7 %，这大大偏离了公用事业类公司的正常净资产收益水平，是否会产生负面作用：比如政府优惠的减少或其它未知的潜在关联交易（降低公司盈利能力）的风险。

七、估值

主要财务假设为：

- 1、地铁票价上调后预测 05 年四季度的日均客流量较 05 上半年较高的客流量下降 15%。06 年较 05 上半年较高的客流量下降 5%（实际相对于 05 四季度是增长的）。07 年起恢复自然增长。
- 2、综合长途客占比上升及票价上调情况，假设 05 年四季度及以后的涨价后平均票价为 3.4 元。并且假设此次涨价后中长期内不再二次涨价。
- 3、涨价后，假设运营公司的委托管理费及申通集团的过路费都有略低于票价涨幅的提高---假设为 30%。
- 4、2009-2010 年开始大修剩下的 12 辆车后，假设自此时均匀修理所有的 28 列列车，平均每年的大修费用是 4200 万元（见前述分析）。
- 5、在申通地铁依附于申通集团融资扩张计划明朗前，假设公司按现状持续经营一号线。

表 3 申通地铁主营业务收入及成本预测

单位: 万元

	2004 年			2005 年			2006 年			2007 年		
	收入	增长	毛利率	收入	增长	毛利率	收入	增长	毛利率	收入	增长	毛利率
一号线	58223	16.16%	26.38%	68223	17.18%	33.18%	92783	36.00%	40.24%	95567	3.00%	40.96%

资料来源: 招商研发中心

表 4 申通地铁主要财务指标预测

会计年度:	2004	2005	2006	2007
盈利能力				
销售毛利率	26.38%	33.18%	40.24%	40.96%
销售净利率	12.35%	18.42%	25.66%	26.44%
净资产收益率	10.43%	16.18%	27.67%	26.63%
负债能力				
流动比率	0.17	0.34	0.70	1.63
速动比率	0.17	0.34	0.70	1.63
资产负债比率	0.32	0.24	0.14	0.13
现金流量				
每股经营现金流	0.17	0.35	0.58	0.64
净利润现金含量	1.05	1.34	1.16	1.20
营运能力				
应收账款周转率	2234.15%	2264.84%	2479.37%	2213.11%
发展能力				
主营业务收入增长率	16.16%	17.18%	36.00%	3.00%
净利润增长率	-6.21%	74.73%	89.41%	6.14%
净资产增长率	4.32%	12.67%	10.72%	10.28%
总资产增长率	-3.90%	1.31%	-2.67%	8.80%

资料来源: 招商证券研发中心

根据以上财务假设及表 5 的参数假设, 申通地铁的 DCF 估值区间为 7.14-8.36 元。

表 5 估值参数假设

无风险利率	3.9%
真实利率	3.0%
隐含通胀率	0.9%
Equity Beta	91.0%
风险溢价	7.0%
权益成本 Ke	10.3%
债务溢价	1.7%
法定税率	15.0%
债务成本	4.7%
当期债务权益比 D/E	8.2%
WACC	9.8%
名义长期增长率	3.0%

资料来源: 招商证券研发中心

表 6 DCF 估值敏感性分析

		WACC				
		8.85%	9.35%	9.85%	10.35%	10.85%
长期增长率	1.00%	7.60	7.12	6.69	6.30	5.96
	2.00%	8.24	7.65	7.14	6.69	6.29
	3.00%	9.09	8.36	7.73	7.19	6.71
	4.00%	10.29	9.32	8.52	7.84	7.26
	5.00%	12.12	10.73	9.63	8.74	7.99

资料来源：招商证券研发中心

从综合考虑了票价上调及大修等重要因素之后的估值结果看，目前价格已经处于 7.14-8.36 元的估值区间中。考虑到该公司 10 送 3 左右的对价预期，股价仍有一定的炒作空间。但综合考虑前面分析的风险因素，如：

- (1)、一号经营权到期后是否还能无偿从申通集团受让；
- (2)、盈利大增后是否有来自政府支持下降，等等

对已经有仓位的投资机构给予持有的建议，享受利好环境下的最大利润，包括对价利润。但无仓位的投资机构，该股牌累计升幅 80%后缩量上涨阶段，建议不宜追涨介入。

资产负债表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
货币资金	3319	1074	3000	3000
应收帐款	2396	2816	3208	4276
其他应收款	327	7	0	0
预付帐款	0	1750	2252	2566
应收补贴款	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
流动资产合计	6041	5647	8460	9842
长期投资合计	372	295	295	295
固定资产净值	101820	98176	94047	89919
减: 减值准备	2649	2649	0	0
固定资产净额	99171	95527	94047	89919
在建工程	0	0	0	0
固定资产合计	99171	95527	94047	89919
无形资产	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他资产合计	0	0	0	0
资产总计	105584	101469	102802	100056
短期借款	36000	31500	21619	10085
应付票据	0	0	0	0
应付帐款	3206	635	2324	2772
预收帐款	0	0	0	0
应付福利	25	29	22	29
应付股利	55	56	0	0
应交税金	138	242	1083	1083
其他应付款	6	6	6	6
其他应付款	61	54	63	63
流动负债合计	39491	32523	25118	14039
长期借款	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	39491	32523	25118	14039
少数股东权益	0	0	0	0
股本	43398	43398	47738	47738
资本公积金	7974	7974	7974	7974
留存收益	14721	17573	21972	30304
股东权益合计	66093	68946	77685	86016
负债和股东权益	105584	101469	102802	100056

利润表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	50124	58223	68223	92784
减: 主营业务成本	34817	42866	45584	55443
主营业务税金及附加	1654	1921	2251	3062
主营业务利润	13652	13436	20388	34279
加: 其他业务利润	13	11	11	0
营业费用	3088	3309	3684	4760
管理费用	959	737	738	973
财务费用	809	1353	1192	541
营业利润	8808	8048	14786	28005
加: 投资收益	-9	30	0	0
营业外收入	56	2	0	0
减: 营业外支出	83	0	0	0
利润总额	8946	8314	14786	28005
减: 所得税	1277	1121	2218	4201
减: 少数股东损益	0	0	0	0
净利润	7669	7193	12568	23804

现金流量表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
经营性流量净额	12297	7895	16885	27548
投资性流量净额	-26437	0	0	0
筹资性流量净额	10107	-3619	-14958	-27548
现金期末余额	3319	7595	3000	3000
现金期初余额	7350	3319	1074	3000
现金净增加额	-4032	4276	1926	0

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归招商证券所有。