

申通地铁 股票代码：600834.SH

国改猜想，潜在的城市综合运营商——企业变革猜想系列研究（一）

独到见解：

公司是典型的“大集团，小公司”，资产规模不足集团的 1%，运营里程不足 5%。我们研究香港地铁，“轨交+物业”模式成就了港铁 2500 亿港币市值，深圳地铁则是内地领先的试水者，鉴于国企改革东风以及同行公司的发展，我们做出五大猜想：1）集团非票业务注入；2）效仿深铁，土地资源注入，深入实践“轨交+物业”模式；3）其他地铁线路是否会注入？4）壳为他用？5）内生发展，发力融资租赁及投资。

投资要点

1. 典型的“大集团，小公司”

大股东申通地铁集团持有公司股权 58.43%。1）从资产规模看，集团总资产约 3000 亿，净资产约 1800 亿，规模分别为上市公司的 122 倍和 125 倍；从运营里程看，上市公司运营里程不足集团的 5%。2）公司主营包括地铁运营、融资租赁及投资业务。营收平稳，成本上升导致毛利下滑。

2. 他山之石：如何玩转“轨交+物业”？

香港地铁：“轨交+物业”模式的典范，成就 2500 亿港币市值。多元化业务保证收入稳定增长、持续盈利，物业发展及投资相关业务利润占比约 30%。

深圳地铁：积极资本运作与探索。1）拟注入万科的土地增值可观，未来利润空间广阔。2）土地储备丰富，确立“轨交+物业”的开发模式，2015 年集团净利 5.34 亿元。

京投发展：1）地铁上盖物业的毛利率超过 50%，远高于其他地产项目。2）地铁开通带来周边土地显著升值。

3. 申通地铁集团：从地铁建设到城市综合运营

1）资产规模超过深圳地铁，盈利能力大幅落后。2）客票收入依旧是主要来源，但非票业务不可忽视。3）集团实践上盖物业开发，具备拿地优势，未来可以打通低价拿地，二次出让，获取回报，反哺轨交建设的链条。

4. 申通地铁国改五大猜想：

1）猜想一：集团非票业务注入。2014 年集团轨道交通延伸业务、技术咨询服务及地铁广告收入 15.9 亿、毛利 10.4 亿，是上市公司的 2.1 倍和 11.3 倍。

目标价：- RMB

当前股价：14.39RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

证券分析师



证券分析师：吴一凡

执业编号：S0360516090002
电话：021-20572560
邮箱：wuyifan@hcyjs.com



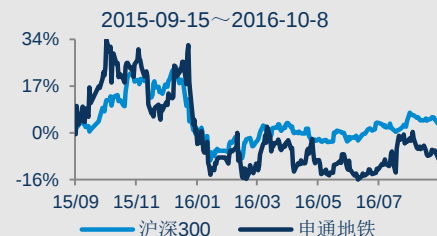
联系人：刘阳

电话：021-20572578
邮箱：liuyang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	47,738
流通 A 股/B 股(万股)	47,738/-
资产负债率(%)	42.0
每股净资产(元)	3.0
市盈率(倍)	94.18
市净率(倍)	4.88
12 个月内最高/最低价	21.42/12.19

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

- 2) 猜想二：效仿深圳地铁，土地资源注入。探索“轨交+物业”的港铁模式，双赢的资产升值，同时上市公司获取新的持续盈利增长点。
- 3) 猜想三：路产注入可能有几何？上市公司体内路产营运里程不足集团的 5%，但其余路产盈利能力不佳。
- 4) 猜想四：壳为他用？参考上海国资曾经对公共交通类资产做过的资产重组，跨集团资产置换亦有可能。
- 5) 猜想五：不考虑资产重组，内生发展。通过轨交上盖投资基金模式开拓业务；大力发展融资租赁增强上市公司竞争力。

5 盈利预测及估值：首次覆盖给予“推荐”评级

- 1) 不考虑资产重组，预计 2016-2018 年公司实现 EPS 分别为 0.15、0.16、0.22 元，对应 PE 分别为 97X、90X、63X。
- 2) 集团资产证券化率偏低，上市公司的盈利能力偏弱，我们分析认为借国改东风，上市公司有望依托集团，打造盈利能力更强的可持续经营业务。而对标港铁公司，公司未来若将战略定位于“轨交+物业”模式，则可以打开长期增长空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 3) 催化剂：上海国企改革推进，深圳地铁资本运作进一步推进。
- 4) 风险点：国企改革低于预期。

主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	774	810	862	934
同比增速(%)	4.0%	4.6%	6.4%	8.4%
净利润(百万)	69	70	76	107
同比增速(%)	-34.4%	1.6%	8.1%	41.7%
每股盈利(元)	0.14	0.15	0.16	0.22
市盈率(倍)	100	97	90	63

资料来源：公司报表、华创证券

目 录

一、典型的大集团、小公司.....	7
(一) 集团资产证券化率不足 1%，是典型的“大集团，小公司”	7
(二) 公司业务：营收平稳，成本上升，净利下滑	7
1、地铁业务为主，融资租赁增速较快	8
2、地铁一号线业务：运量稳定，毛利走低	9
3、融资租赁业务：处于快速成长期，但规模尚小	9
4、推进投资板块：试水上盖物业股权投资，逐步打造开发平台	10
二、他山之石，如何玩转“轨交+物业”	11
(一) 香港地铁：“轨交+物业”模式的典范	11
1、2500 亿港币市值，最赚钱的地铁公司	11
2、多元化经营保证了营收稳定、持续盈利	12
3、“轨交+物业”模式的典范	14
4、港铁模式成功的三大因素	16
(二) 深圳地铁：积极资本运作与探索	17
1、土地资源拟注入万科	17
2、试水“地铁+物业”的城市轨交运营者	19
(三) 京投发展，地铁上盖毛利高于其他地产项目	21
1、京投发展：上盖物业开发商	21
2、地铁上盖项目毛利率显著高于非上盖	21
3、增值速率：地铁上盖物业远高于非地铁物业	22
三、申通地铁集团：从地铁建设到城市运营	24
(一) 资产规模胜于深铁，盈利远不如对方	24
(二) 地铁运营贡献主要收入，但非票业务不可忽视	25
(二) 从地铁建设到城市综合运营	27
1、TOD 模式典范：莘庄地铁上盖项目	27
2、申通地铁集团在地铁上盖物业获取方面拥有得天独厚优势	29
3、低价拿地，二次转让，获取回报，反哺地铁建设	30
四、借东风，国企改革五大猜想	33
(一) 猜想一：集团非票业务注入	34
(二) 猜想二：效仿深圳地铁，土地资源注入	34
(三) 猜想三：路产注入？	35
(四) 猜想四：壳为他用？	36
(五) 猜想五：内生发展：大力推进融资租赁及投资业务	37
五、盈利预测及估值	37

图表目录

图表 1	上海国资委是公司实际控制人.....	7
图表 2	上市公司运营里程不足集团的 5%	7
图表 3	集团资产规模百倍于上市公司.....	7
图表 4	营收平稳，净利有所下滑	8
图表 5	毛利率及净利率下滑	8
图表 6	2015 年，公司收入占比.....	8
图表 7	收入同比增速	8
图表 8	融资租赁业务毛利率远高于地铁	9
图表 9	2015 年公司税前利润构成	9
图表 10	一号线客运量维持平稳	9
图表 11	成本上升导致毛利率走低	9
图表 12	公司融资租赁业务保持快速增长	10
图表 13	公司现有融资租赁项目	10
图表 14	轨交上盖物业投资基金出资结构	11
图表 15	香港营运网络及未来支线.....	11
图表 16	港铁公司建设/管理/拟建的香港外线路.....	12
图表 17	香港地铁营收保持稳定	12
图表 18	车站商务收入连年增长	12
图表 19	各项业务收入增速.....	12
图表 20	近 5 年各项业务收入.....	13
图表 21	利润有所波动，但维持了盈利.....	13
图表 22	各项业务利润占比（未计物业发展折旧摊销及每年非定额付款前经营利润）	13
图表 23	车站商店总数	14
图表 24	零售设施总面积	14
图表 25	车站商务收入分类.....	14
图表 26	港铁“轨道交通+物业”发展模式.....	15
图表 27	世界各国地铁投资及运营模式.....	15
图表 28	港铁投资物业规模庞大	16
图表 29	租金净收入稳步提升	16
图表 30	物业发展及投资物业重估占利润比重.....	16
图表 31	投资物业重估占税前利润比例的 20%左右	16
图表 32	港铁模式的成功有多方面原因.....	17

图表 33	万科深铁重组方案涉及土地	18
图表 34	前海枢纽项目及安托山项目区位图	18
图表 35	深圳地铁集团资产总额	19
图表 36	深圳地铁集团营业收入逐年攀升	19
图表 37	深圳地铁集团净利润	19
图表 38	深圳地铁日客运量	19
图表 39	深铁集团土地储备情况	20
图表 40	深圳地铁集团轨道交通开发模式	20
图表 41	京投发展营收	21
图表 42	京投发展净利润	21
图表 43	京投发展毛利率维持在约 20%	21
图表 44	京投发展上盖项目毛利率显著高于非上盖项目	22
图表 45	地铁通车对周边物业带来大幅增值	22
图表 46	长征和真光地区相对位置	23
图表 47	浦江镇和吴泾地区相对位置	23
图表 48	普陀区及部分地区房价涨幅	23
图表 49	闵行区及部分地区房价涨幅	23
图表 50	申通地铁集团资产 3026 亿	24
图表 51	深圳地铁近年资产增速快于申通	24
图表 52	日均客流量对比	24
图表 53	申通集团与深圳地铁营业收入对比	24
图表 54	深圳地铁净利润对比	25
图表 55	申通地铁与深圳地铁的对比	25
图表 56	申通地铁集团营收及净利	25
图表 57	2014 年，集团收入中地铁运营占比 75%	25
图表 58	港铁车站商务毛利率极高	26
图表 59	申通轨道交通延伸业务毛利率	26
图表 60	联营广告公司	26
图表 61	上海地铁非票务业务内容	26
图表 62	集团体内涉及车站商务子公司	27
图表 63	申通集团/上市公司经营地铁上盖物业三大优势	27
图表 64	莘庄地铁上盖规划	28
图表 65	莘庄地铁上盖项目合作方	28
图表 66	2010-2011 年闵行区出让部分地块	29

图表 67	上海轨交停车场规划建设情况.....	30
图表 68	公司土地获取成本极低	31
图表 69	三块土地后续合作开发	31
图表 70	吴中路上盖项目效果图	32
图表 71	徐泾地铁上盖物业效果图.....	33
图表 72	徐泾镇徐盈路西侧地块位置	33
图表 73	2014 年非票业务收入、成本及毛利	34
图表 74	前述地块转让后对应的价值	35
图表 75	集团持有土地价值约 341 亿元.....	35
图表 76	集团持有土地每年贡献 10.58 亿元利润.....	35
图表 77	申通集团旗下部分线路资产持股比例较低	36
图表 78	融资租赁渗透率	37
图表 79	全国融资租赁合同余额	37
图表 80	公司收入成本预测（2016-2018）	38
图表 81	股权投资收益分红.....	38

一、典型的大集团、小公司

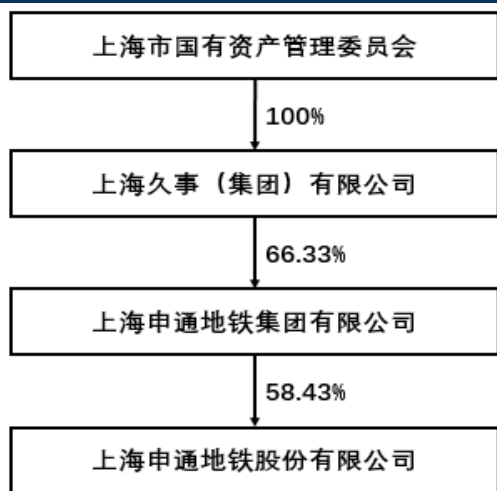
申通地铁主营业务为上海地铁一号线(莘庄站-上海火车站)的运营以及融资租赁业务，是我国第一家从事轨道交通投资经营的上市公司。

上海国资委是公司实际控制人，大股东申通地铁集团持有股权 58.43%。

（一）集团资产证券化率不足 1%，是典型的“大集团，小公司”

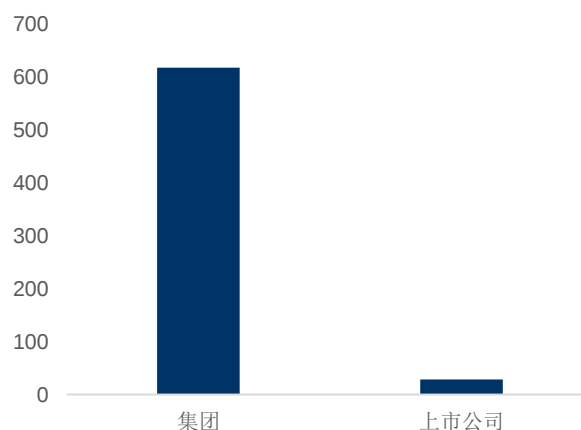
- 1) 从资产规模看，申通集团总资产约 3000 亿，净资产约 1800 亿，规模分别为上市公司的 122 倍和 125 倍；
- 2) 从运营里程看，截至 2015 年底集团共运营地铁线路（含磁悬浮）15 条，线路总长度为 617 公里，预计 2018 年地铁网络线路总长度将达到 700 公里，2020 年达到 800 公里，上市公司运营里程不足集团的 5%。

图表 1 上海国资委是公司实际控制人



资料来源：公司年报，华创证券

图表 2 上市公司运营里程不足集团的 5%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 集团资产规模百倍于上市公司

	申通集团	上市公司	倍数
总资产	3026	24.79	122.06
净资产	1801	14.38	125.24

资料来源：公司公告，华创证券

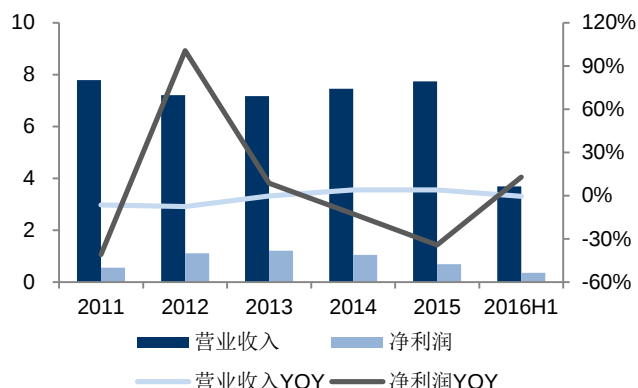
（二）公司业务：营收平稳，成本上升，净利下滑

上市公司的营收及利润分为三部分：

- 1) 地铁运营：从事上海地铁一号线(莘庄站-上海火车站)运营（排他性经营权）；
- 2) 融资租赁业务；
- 3) 投资业务：上海轨交上盖物业投资基金。

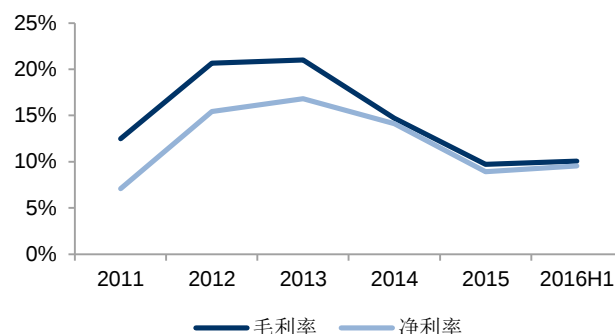
2015 年实现营收 7.74 亿元，同比增长 3.96%，实现归属净利 0.69 亿元，同比下降 34.43%；2013 年起，毛利及净利率连续下滑，2015 年毛利率 9.72%，净利率 8.91%。

图表 4 营收平稳，净利有所下滑



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 毛利率及净利率下滑

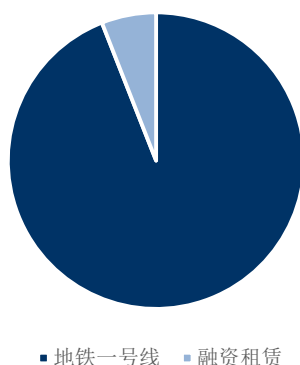


资料来源: Wind, 华创证券

1、地铁业务为主，融资租赁增速较快

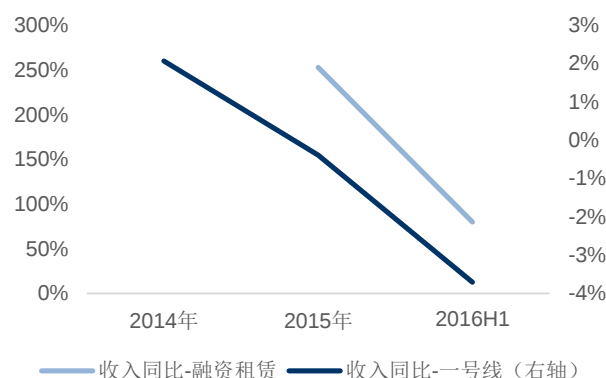
- 1) 从收入看，一号线是主要收入来源。2015 年，一号线业务收入占比 94%，融资租赁业务收入占比 6%。
- 2) 从增速看，融资租赁处于快速发展期，2015 年及 2016 年中报同比分别增长 253%及 80%。
- 3) 从利润构成看，融资租赁业务占比提升。融资租赁毛利率远高于地铁业务。融资租赁毛利率高达 60%以上，而地铁业务仅为 7%左右。2015 年及 2016 年中报，融资租赁业务贡献税前利润的 32%及 35%。
- 4) 投资收益是利润的重要补充。上海轨交上盖物业基金每半年分红一次，计入投资收益，2015 年及 2016 年中报，分别占税前利润的 16%及 28%。

图表 6 2015 年，公司收入占比



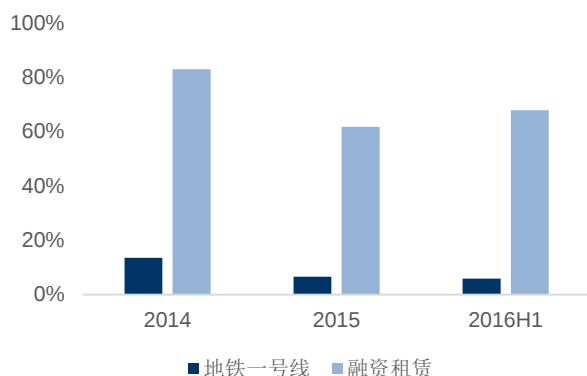
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 收入同比增速



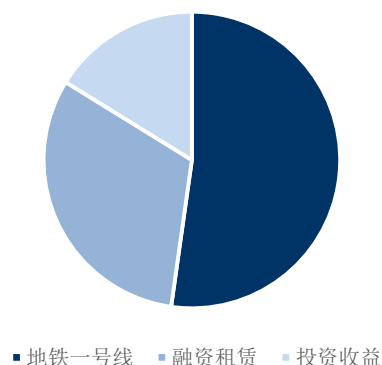
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 融资租赁业务毛利率远高于地铁



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 2015 年公司税前利润构成



资料来源: Wind, 华创证券

2、地铁一号线业务：运量稳定，毛利走低

地铁业务的收入=票价*运量。

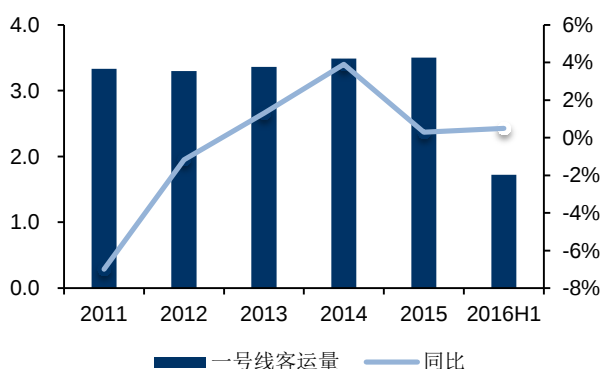
地铁 1 号线在路产中经济效益最好，但全线途经上海最繁华地段，人口导入饱和，高峰期线路运能完全饱和弹性小；而地铁具备社会公益属性，票价受限较多；因此近年来营收较为稳定。

客运量基本稳定。2015 年一号线客运总量为 3.5 亿人次，比上年同期上升 0.3%；2016 年上半年客运总量同比上升 0.5%至 1.7 亿人次。

收入有所下滑。受换乘客流增多摊薄单票价格，2015 年实际结算票务收入 7.5 亿元，同比下降 0.4%；2016 年中报同比下降 3.71%

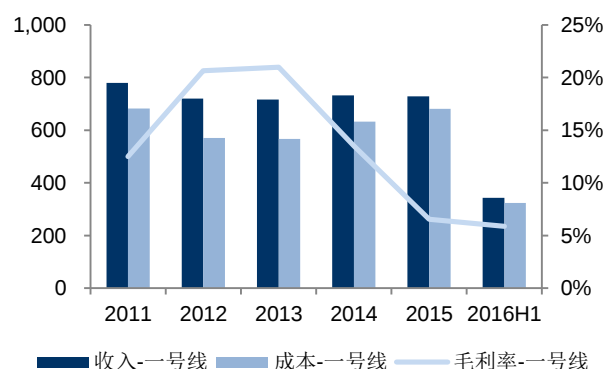
成本上升导致毛利率下降。成本端，线路运营成本的刚性、大修开支增加，人工成本上升，2015 年和 2016 年上半年营业成本分别增加 7.63%和 0.7%，导致整体毛利率分别较上年同期下滑 5 个百分点和 1 个百分点。

图表 10 一号线客运量维持平稳



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 成本上升导致毛利率走低



资料来源: Wind, 华创证券

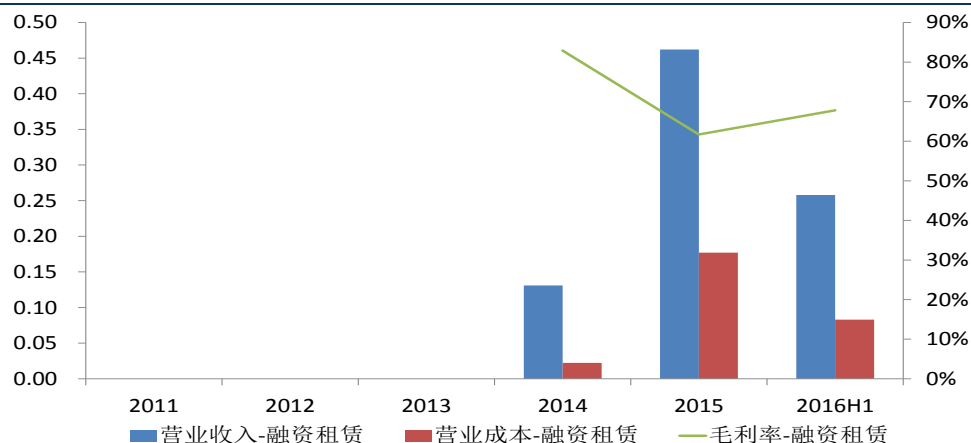
3、融资租赁业务：处于快速成长期，但规模尚小

公司融资租赁业务主要由全资子公司上海地铁融资租赁有限公司开展。公司于 2014 年 7 月被确定为第十二批内资融资租赁试点企业，获得融资租赁业务资格，并从 2014 年 8 月起正式开展融资租赁业务。

公司融资租赁业务保持快速增长。2015 年，融资租赁业务收入 4620 万，同比大幅增加 253%。2016 年上半年营收同比增长 79.8%至 2579 万元；

公司部分利用自有资金投入以降低融资成本，毛利率升至 67.83%。截至 2016 年中报，公司执行中的融资租赁项目共有 8 个，对外合同金额累计 12.04 亿元。

图表 12 公司融资租赁业务保持快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 公司现有融资租赁项目

性质	交易金额(亿元)	年利率	合同期限	项目	出租人	承租人
融出资金	4	8.50%	2015.04-2020.04	地下管网售后回租	地铁融资租赁公司	上实融资租赁有限公司
	1.66	7.80%	2016.02-2019.02	盾构融资租赁(6台土压平衡式隧道挖掘机)		上海地铁盾构设备工程有限公司
	0.78	7.50%	2015.12-2018.11	部分酒店资产售后回租		上海礼兴酒店
	4	6%	2014.08-2019.08	十号线江湾体育场站地下空间售后回租		地铁资产经营公司
	1.6	6.55%	2014.09-2024.08	部分酒店资产售后回租		至尊酒店公司
对外融出资金小计	12.04					
内部交易	1.6		2014.08-2019.08	22 节一号线地铁车厢售后回租项目	地铁融资租赁公司	一号线公司
融入资金	1.6	6.40%	2014.08-2019.08	22 节一号线地铁车厢售后回租项目	上实租赁	地铁融资租赁公司
	3.45	5.75%	2015.04-2020.04	50 节一号线地铁车厢售后回租项目		一号线公司
融入资金小计	5.05					

资料来源: 公司公告, 华创证券

4、推进投资板块: 试水上盖物业股权投资, 逐步打造开发平台

2014 年 11 月, 股东会审议通过公司投资上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业。基金总出资额 40 亿元, 公司认缴出资 7 亿元, 预期年化收益率 7.8%。项目分为两期, 2015 年 3 月完成第一笔出资 3.5 亿元的缴纳。

图表 14 轨交上盖物业投资基金出资结构

出资方	地位	出资额（亿元）	份额
上海地铁资产管理有限公司	普通合伙人	0.2	0.5%
上海申通地铁股份有限公司	有限合伙人	7	17.5%
上海申通地铁资产经营管理有限公司	有限合伙人	3.8	9.5%
交银国际信托有限公司	有限合伙人	25.5	63.75%
上实融资租赁有限公司	有限合伙人	3	7.5%
上海善卓投资管理合伙企业	有限合伙人	0.5	1.25%

资料来源：公司公告，华创证券

基金旨在积极参与轨交场站及周边土地开发，既拓展了上盖开发资金来源，又为公司提供新的利润来源，并为未来从事轨交物业开发打下基础。2015 年和 2016 年上半年分别收到投资收益 1479 万和 1388 万，成为利润的重要补充。

二、他山之石，如何玩转“轨交+物业”

（一）香港地铁：“轨交+物业”模式的典范

1、2500 亿港币市值，最赚钱的地铁公司

地铁作为公共交通服务项目，建设投资额巨大，运营维护成本高，世界上除香港等少数城市外地铁极少有真正意义盈利的公司，像纽约地铁长期面临资金缺口，2015 年几乎要花费 25 亿美元用于偿还债务。

港铁公司 2015 年实现营收 417 亿港元，实现利润 130 亿港元，截至 2016 年 10 月 8 号，市值约 2500 亿港币，PB1.74，PE20 倍。

香港轨交运营：截至 2015 年底，港铁公司运营香港 9 条市区铁路线及一条机场快线，并在新界西北提供轻轨服务，总长约 221 公里，工作日日均运量超过 556 万人次，占香港公共交通总运量的 48.5%。

海外轨交建设经营输出：港铁凭借世界领先的管理和经营优势，已分别在内地和海外共 6 个城市建设和经营 7 条轨交线路。其中参与的北京地铁 4 号线建设是内地城市轨道交通领域的首个 PPP 项目。

图表 15 香港营运网络及未来支线

线路状态	数量	线路
现有网络	11	机场快线、迪士尼线、东铁线、港岛线、观塘线、轻铁、马鞍山线、将军澳线、荃湾线、东涌线、西铁线
兴建中项目	5	广深港高速铁路、观塘线沿线、东港岛线（东段）、沙田至中环线（第一阶段）、沙田至中环线（第二阶段）
根据《铁路发展策略 2014》的未来可建支线	7	北环线及古洞线、屯门南延线、东九龙线、东涌西延线及可能兴建的东涌东站、洪水桥站、南港岛线（西段）、北港岛线

资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 港铁公司建设/管理/拟建的香港外线路

中国内地	北京	4 号线、大兴线、14 号线、16 号线
	深圳	4 号线
	杭州	1 号线、5 号线
海外	伦敦	London Overground
	瑞典	斯德哥尔摩地铁、来往斯德哥尔摩和歌德堡的高速铁路服务
	澳大利亚	墨尔本铁路、悉尼西北铁路、悉尼城市及西南铁路线

资料来源：公司公告，华创证券

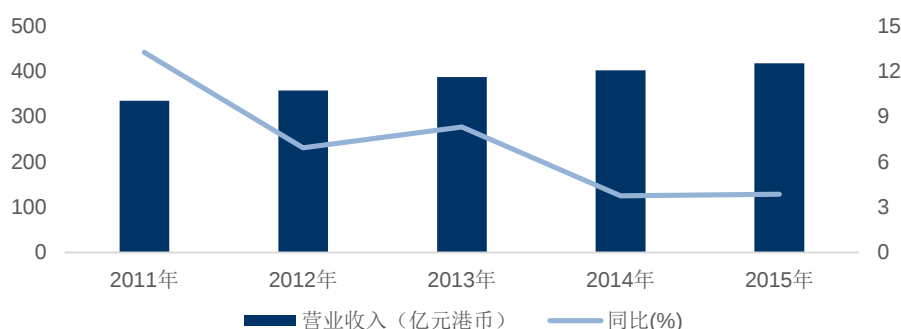
2、多元化经营保证了营收稳定、持续盈利

1) 多元化经营使得香港地铁营业收入保持了稳定上涨。

港铁公司财报披露的收入主要有香港客运业务、内地及国际附属公司收入、香港车站商务、物业租赁及管理、其他业务等 5 项分类，2015 年各项业务占比分别为 41%、30%、13%、11%及 6%。

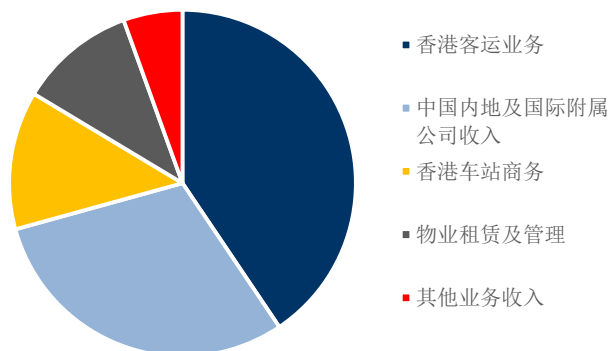
近五年各项业务占比基本保持稳定，其中中国内地及国际附属公司收入占比由 2011 年的 37%下降到 30%左右；而车站商务由 10%上升到 13%。

图表 17 香港地铁营收保持稳定



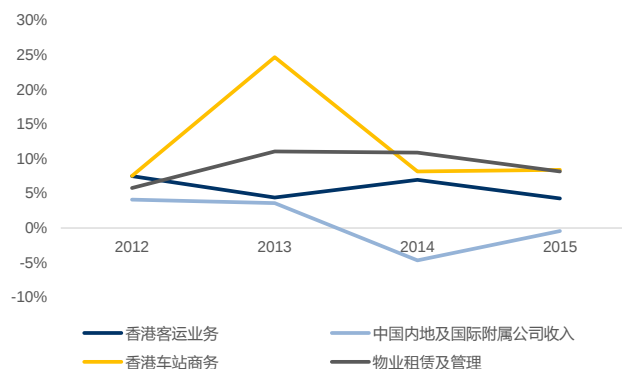
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 车站商务收入连年增长



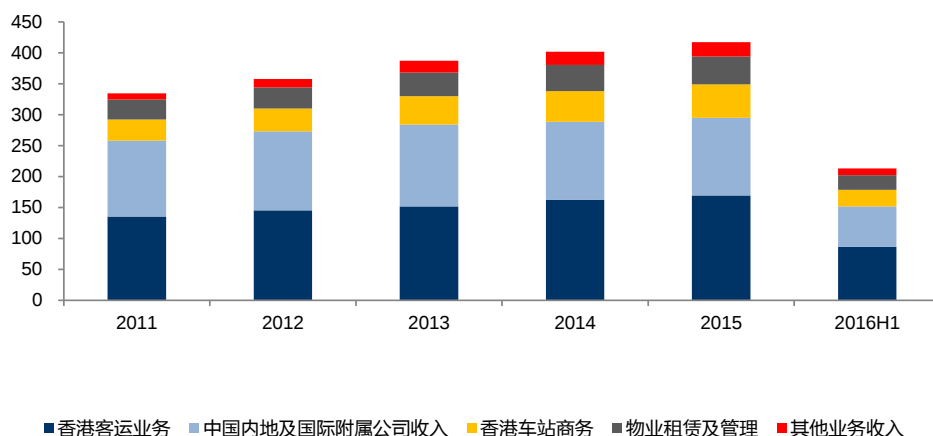
资料来源：公司年报，华创证券

图表 19 各项业务收入增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 20 近 5 年各项业务收入



资料来源：公司年报、Wind、华创证券

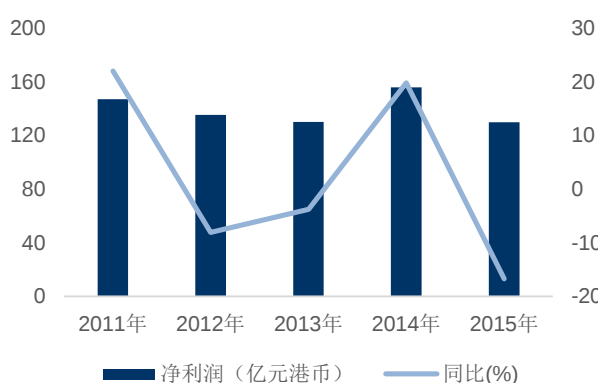
2) 维持良好的盈利水平

利润构成上，财报披露未计香港物业发展折旧摊销及每年非定额付款前经营利润，

2015 年该经营利润 161.2 亿港元，

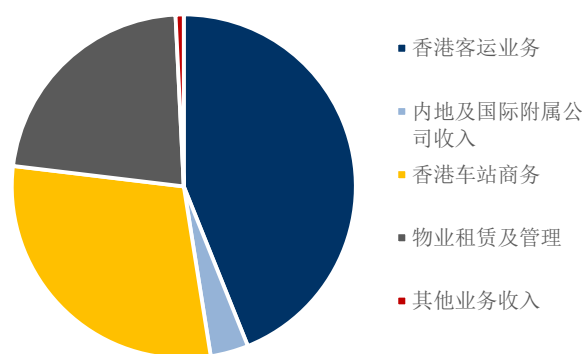
其中，香港客运、中国内地及国际附属业务、香港车站商务、物业租赁及管理、其他业务毛利分别为 72.14、5.86、48.3、36.68 及 1.26 亿港元，香港客运业务占比 44.8%，香港车站商务及物业租赁管理分别占比 30%及 22.8%。

图表 21 维持良好的盈利水平



资料来源：公司年报，华创证券

图表 22 各项业务利润占比（未计物业发展折旧摊销及每年非定额付款前经营利润）



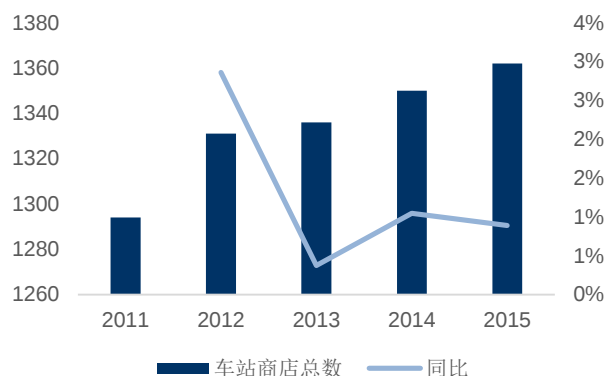
资料来源：公司年报，华创证券

3) 车站商务：利润的重要组成

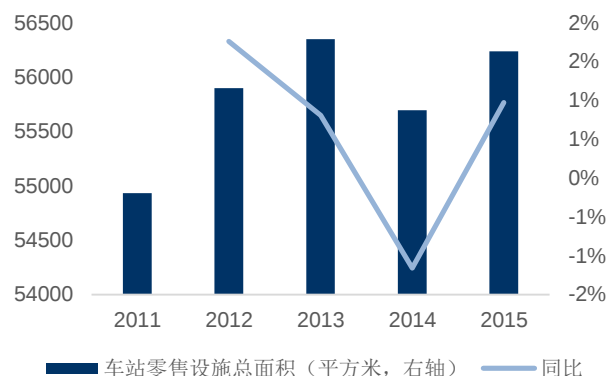
港铁在车站内大量开设、出租商铺，通过广告屏、电视屏等刊登广告并提供电讯服务等，近年收入不断提升，经营面积和业务规模不断扩大。

2011-15 年，车站商务业务毛利率平均高达 89.6%，2015 年收入占比 13%，但贡献营业利润 48.3 亿港元，占税前利润的 30%左右。

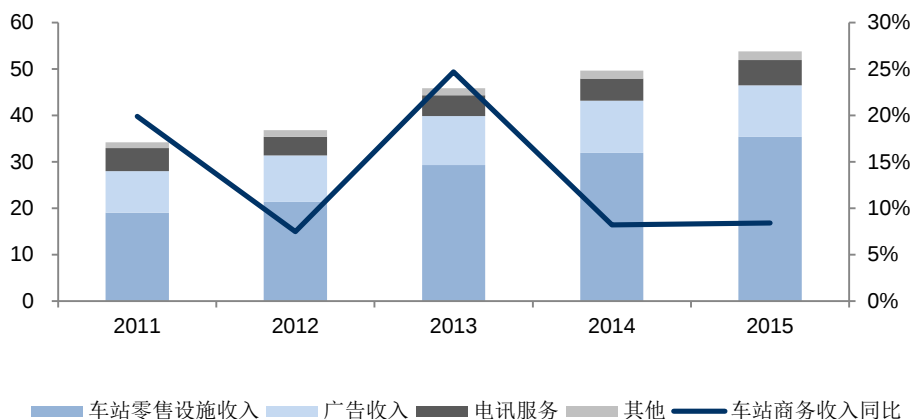
其中：零售设施收入、广告收入、电讯服务、以及其他业务收入占比分别为 66%、21%、10%及 3%。

图表 23 车站商店总数


资料来源：公司年报，华创证券

图表 24 零售设施总面积


资料来源：公司年报，华创证券

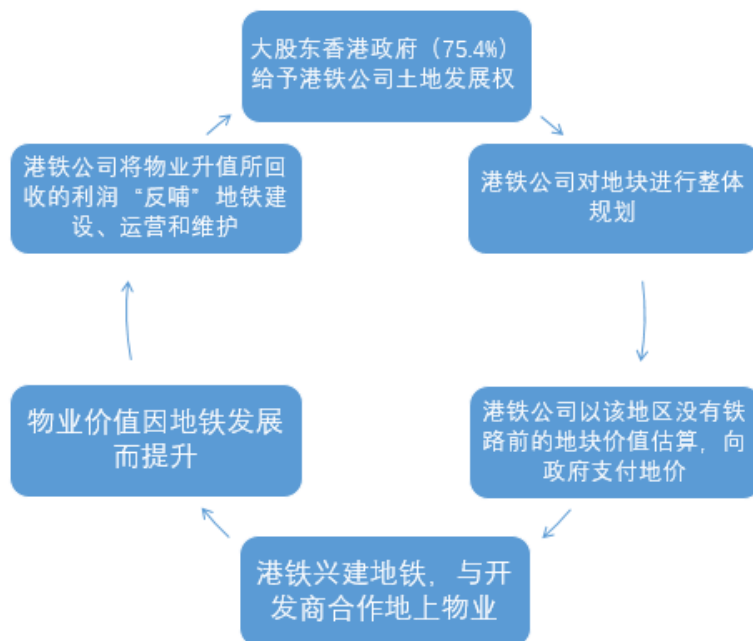
图表 25 车站商务收入分类


资料来源：公司年报、Wind、华创证券

3、“轨交+物业”模式的典范

我们分析认为，香港地铁能够保持 40 年持续盈利，最核心因素在于“以地养铁”的“轨交+物业”经营模式。上世纪 70 年代，香港政府决定以商业原则经营铁路，以铁路上盖及周围的土地发展来提供所需资金，即“轨道交通+物业”模式。其核心在于把轨道交通投资建设和沿线土地开发升值相紧扣，利用物业开发回收的增值部分填补轨道项目的资金缺口，达到合理回报。

图表 26 港铁“轨道交通+物业”发展模式



资料来源：公开资料，华创证券

图表 27 世界各国地铁投资及运营模式

地铁名称	投资结构	补贴模式
新加坡地铁	政府承担 100%	政府以其它公交盈利弥补运营亏损
首尔地铁	早年政府承担 100%投资；近年来投资新线政府承担 80%，私营机构承担 20%的机电设备投资	政府对运营亏损进行补贴
东京地铁	中央和地方政府共同承担 100%	隧道、轨道、车站等资产作为市政道路类资产，不计企业资产和计提折旧；辅以财政补贴等
巴黎地铁	政府投资 80%	政府对票价实现补贴
纽约地铁	政府承担 100%	

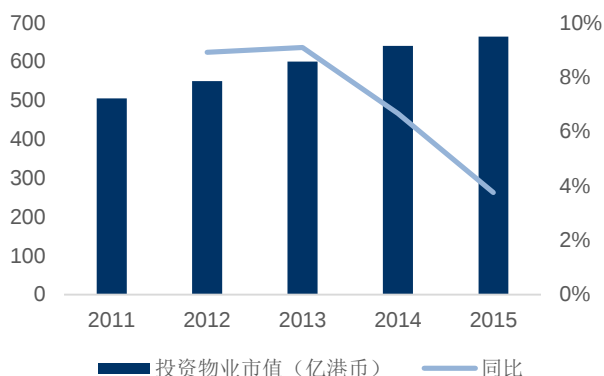
资料来源：互联网，华创证券

1) 持有物业规模庞大。根据港铁 2016 半年报，目前公司拥有/发展/管理的物业共有 40 处，发展中/计划中物业共有 5 处；

按可出租楼面面积计算，公司在香港的投资物业应占份额包括 21.23 万平方米的零售物业、3.94 万平方米的写字楼以及 1.53 万平方米的其他用途物业。

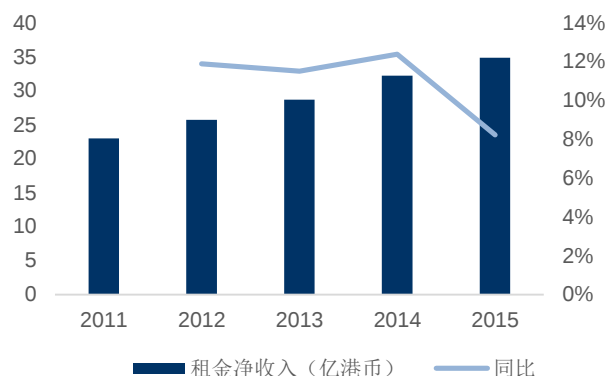
截至 2015 年底投资物业市值达到 664 亿港元，年租金净收入达到 34.87 亿。

图表 28 港铁投资物业规模庞大



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 租金净收入稳步提升



资料来源：公司公告，华创证券

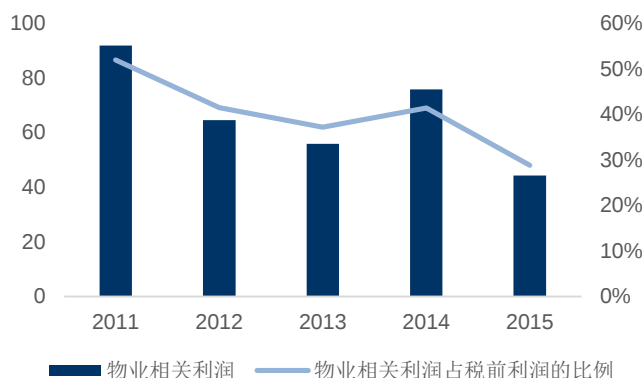
2) 物业贡献利润占比较高。

利润构成上，港铁公司将物业发展及投资物业重估计入了其他非经营性损益，其中，投资物业根据公允价值重估，计入损益，除 2008 年受金融危机影响外，近十年重估价值平均占税前利润的 20% 左右。

2015 年，物业发展利润及投资物业重估分别为 23.29 及 21 亿港元，合计占税前利润的 29%，2011-15 年相关利润占比平均为 40%，2015 年，由于近年线路拓展放缓，轨交建设运营相关支出减少，物业相关利润占比走低，但仍维持在 30% 左右。

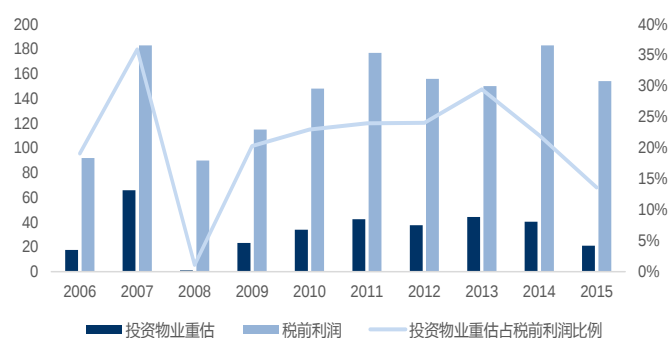
若考虑物业租赁及管理，则其与上述两项与物业相关的业务合计贡献税前利润 86.59 亿港元，占不计折旧摊销税前利润的 45%

图表 30 物业发展及投资物业重估占利润比重



资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 投资物业重估占税前利润比例的 20% 左右



资料来源：公司公告，华创证券

因此综合来看，物业相关收入共有三部分：物业发展、物业租赁和管理及投资物业重估，合计占净利润的一半左右，稳占第一大权重地位。这种利润结构对于维持港铁日常运营、摆脱财政补贴、可持续发展具有重大意义。

4、港铁模式成功的三大因素

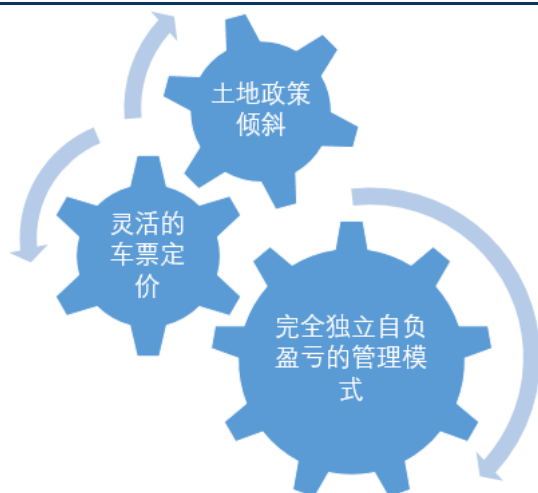
“地铁+物业”模式能够在香港取得成功，除了人口、经济、文化等客观因素外，还有几方面原因：

- ✓ **土地政策倾斜。**政府会将一定范围的土地及其开发权转让给港铁规划发展，为港铁推行地铁结合物业模式创造条件。此外在市政规划上也会听取港铁建议；

- ✓ **灵活的车票定价。**港府准许港铁全权制定车票价格，以尽可能覆盖运营成本等。港铁在平衡各方利益的基础上，根据经营情况、市场环境、通胀变动等操作，原则上票价涨幅略低于通胀率。定价过程受政府严格监管。
- ✓ **完全独立自负盈亏的管理模式。**在经营管理体制方面，港铁与世界上大多数国家和地方不同，采取两权分离、自主经营的模式。虽然香港政府作为唯一股东拥有 75.4% 的股份，但并不对其行使经营权，港铁作为独立的商业实体，不接受政府补贴，财政独立，自负盈亏。

此外港铁在灵活的投融资机制、良好的服务意识上也有独到之处。

图表 32 港铁模式的成功有多方面原因



资料来源：公司资料、华创证券

港铁模式一向是国内城市效仿的对象。但目前完全复制还存在一定的限制因素，如：内地**轨道建设运营主体与物业开发管理主体不同一**，会导致在前期规划很难统一与管理。

（二）深圳地铁：积极资本运作与探索

1、土地资源拟注入万科

根据万科重大资产重组方案，拟以每股 15.88 元价格发行 28.72 亿股份的方式购买深铁集团持有的前海国际 100% 股权，交易价格为 456.13 亿元。交易完成后，深圳地铁集团将持有万科 20.65% 股权，成为第一大股东。本次收购资产主要是前海国际旗下前海枢纽项目和位于安托山项目。

资产预估值较原作价的增值率分别为 123.30% 和 44.69%，但分析认为增值率在合理范围内。两块土地分别是依据于 2012 年 12 月和 2016 年 4 月签署的相关作价出资合同，由深圳市国资委注入地铁集团；而随着深圳地产市场的发展和前海区域的建设日趋成熟，截至预案签署日深圳市和南山区土地招拍挂的市场数据，2016 年以来成交楼面均价较 2012 年相比分别增长 353.77% 及 284.13%，较 2015 年分别增长 40.70% 及 34.12%。按照周边楼盘售价来看，评估价不足其 40%。

预计 2 个项目将于 2018 年开始销售，按照目前房价估计，**两块项目物业价值合计约 1700 亿，拥有巨大的利润空间。**

图表 33 万科深铁重组方案涉及土地

地块	土地面积(万平方米)	规划计容面积 (万平方米)	原价	楼面价	重组方案预估值	楼面价	增值率
前海枢纽地块	20.01	127.809	145.56	1.14	325.03	2.54	123.30%
安托山地块	26#	16.25	69.44	1.59	130.71	2.45	44.69%
	27#	1.28	20.896	2.7			

资料来源：万科深铁重组方案公告，华创证券

图表 34 前海枢纽项目及安托山项目区位图



资料来源：百度地图，华创证券

■ 前海项目：

- 1) 地理位置优越，位于前海金融核心区，可在 15 分钟抵达 CBD 和深港两大国际机场。
- 2) 项目业态主要以商办为主，建筑面积为 127.81 万平方米，其中：可销售面积 120.32 万平方米，包括办公 74.9 万平方米、酒店 12.6 万平方米、商务公寓 13 万平方米、商业 19.8 万平方米(另地下商业为 5.2 万平方米)，办公、酒店、公寓、商业占比分别为 62%、9.9%、10%、16%。
- 3) 深铁最初获取土地楼面价仅 1.14 万，拟注入万科楼面价约为 2.54 万，但参考周边目前 8 万元/平米左右的写字楼销售价，**预案评估楼面地价约为当前周边销售价格 30%。**

■ 安托山项目：

- 1) 两幅地块均位于南山核心区，双地铁交汇、10 分钟可达福 CBD
- 2) 业态较为丰富，其中 26#地块以住宅为主，住宅、人才安居房（建成后以成本价移交政府）占比分别为 52%、34%；27#地块主要为商办物业，办公、商务公寓占比分别为 66%、29%，
- 3) 目前周边二手房房价在 10-11 万。评估楼面地价占当前周边楼盘售价不到 40%。

2、试水“地铁+物业”的城市轨交运营者

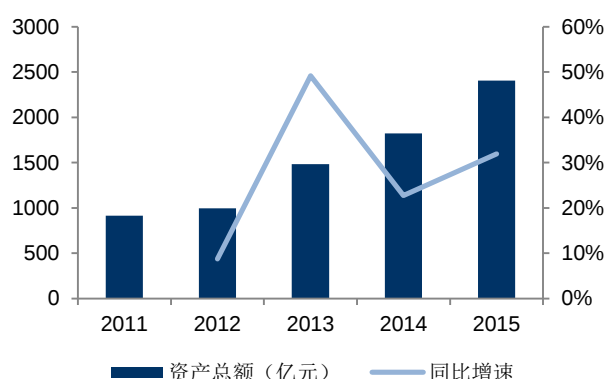
深圳市地铁集团现已形成集地铁“投融资、建设、运营、资源经营与物业开发”四位一体的产业链。目前总资产 2596 亿元，净资产 1721 亿元。

除地铁建设和运营外，公司主要业务还包括物业开发与管理、商业物业经营出租、广告运营、电讯、Wi-Fi 运营、工程勘察设计、国家铁路建设等方面。

近年公司营收规模逐步攀升，2015 年已突破 50 亿，且始终保持盈利状态。

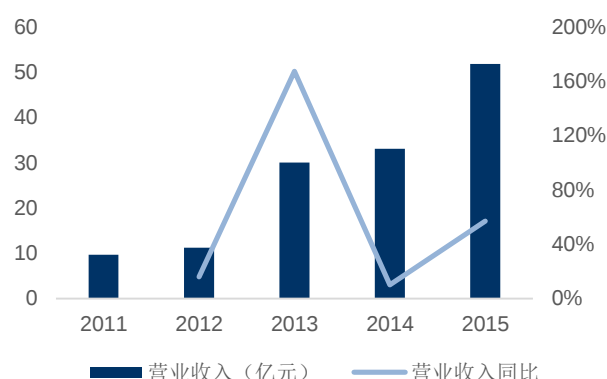
深圳运营的轨道交通线路总计 5 条，178 公里。集团承担着其中 4 条约 158 公里线路的运营任务，日均客运总量达 255 万人次（全网 300 万人次）。

图表 35 深圳地铁集团资产总额



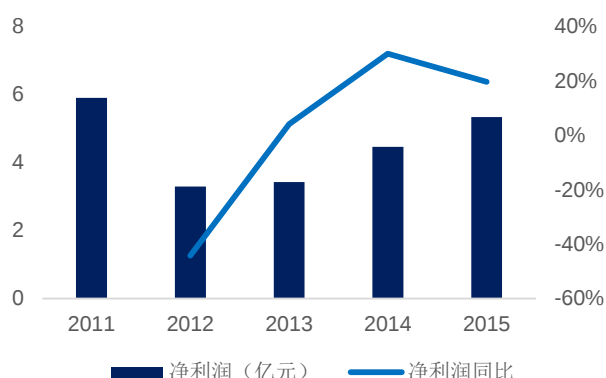
资料来源：公司年报、华创证券

图表 36 深圳地铁集团营业收入逐年攀升



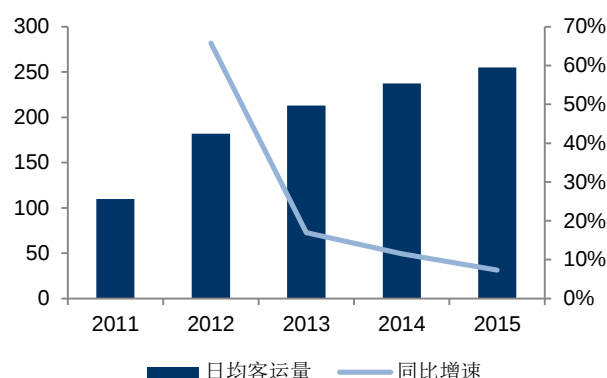
资料来源：公司年报、华创证券

图表 37 深圳地铁集团净利润



资料来源：公司年报、华创证券

图表 38 深圳地铁日客运量



资料来源：公司年报、华创证券

按照“建地铁、建城市”理念，深铁集团确立了“轨交+物业”发展模式，将轨道交通上盖物业及地下空间与轨道交通同步规划、同步设计、同步建设，将沿线物业增值最大限度地转化为企业内部效益，实现轨道交通的可持续发展。

深圳地铁目前在深圳储备 10 块土地，开发建面 427 万平方米，其中通过招拍挂方式取得 4 宗 128 万方，作价出资方式取得 6 宗 299 万方。从土地区位看，全部位于深圳核心枢纽地段，土地储备规模和质量都位居行业前列。

2013 年 9 月，设立物业开发总部，对物业开发业务板块实施模拟法人运作。集团 6 个项目已入市销售，累计销售额超过 180 亿元。

图表 39 深铁集团土地储备情况

项目名称	取得方式	占地面积（万平）
蛇口西车辆段	招拍挂	6.37
塘朗车辆段	招拍挂	4.36
前海车辆段	招拍挂	33.72
深大站	招拍挂	0.98
横岗车辆段	作价出资	14.62
红树湾站	作价出资	6.83
深圳北站综合体	作价出资	3.96
前海枢纽	作价出资	20.01
车公庙枢纽	作价出资	0.66
安托山停车场	作价出资	21.73
	合计	113.24

资料来源：公司公告、华创证券

深圳地铁的轨交开发模式。深铁物业开发明确以合作开发为主，自主开发及合作开发并举的多元化商业物业开发模式，具体类型主要分为自主开发、代开发+BT、协议+法人型及法人型等。

代开发+BT 模式主要是由地铁公司负责全部投资委托开发商进行物业开发建设，完成后移交给地铁公司；

协议+法人型模式主要是以地铁公司的名义与开发商成立合资公司，共同开发地铁公司的轨道上盖资源；

法人型模式则是以地铁公司和开发商共同的名义合作拿地开发。

图表 40 深圳地铁集团轨道交通开发模式

开发模式	模式特征	模式优势	模式劣势	代表项目
自主开发	适用于项目规模小、开发难度小、以销售型物业为主的项目	1、可获得项目全部收益；2、对项目开发可控。	1、承担全部投资及市场风险；2、运作效率不高	深大站地铁上盖综合体物业项目
代开发+BT	适用于项目预期收益大的项目	1、可获得全部收益；2、通过专业开发商，提升项目品质，提高售价；3、减少工程环节招标，提高开发效率。	1、承担全部投资及市场风险；2、增加开发成本；3、存在合作管理风险。	前海车辆段上盖物业项目
协议+法人型	在土地所有权不转移的情况下，项目具体运作由双方授权合资成立的法人管理公司进行，合作方共同投资	对项目可控	存在管理授权与运作效率控制的矛盾	红树湾地铁上盖项目
法人型	土地所有权转移至项目公司，双方作为股东，共同投资、共同开发	1、与合作方共同投资，可提前回收部分成本；2、市场化运作，项目效率高；3、同专业开发商合作，提升项目品质，提高售价	1、仅获取部分项目收益；2、土地流转或股权转让环节产生成本	塘朗山车辆段上盖物业项目

资料来源：公开资料，华创证券

（三）京投发展，地铁上盖毛利高于其他地产项目

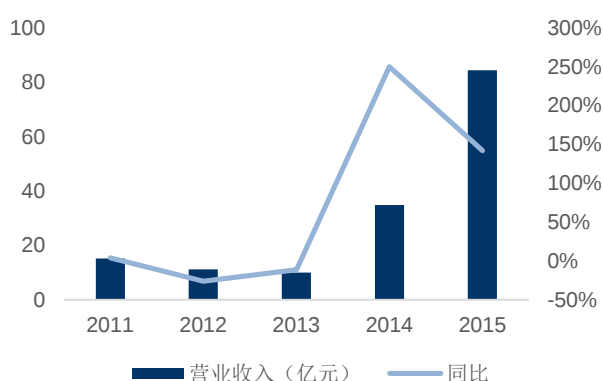
1、京投发展：上盖物业开发商

鉴于申通地铁集团和深圳地铁都是非上市公司，其物业开发项目收入及利润情况难以获取，我们以房地产上市公司京投发展为例说明地铁上盖物业项目的高毛利。

京投发展大股东为北京市基础设施投资有限公司，是由北京国资委出资成立的国有独资公司。现阶段公司大力发展轨道物业，主要是在地铁停车库库顶和紧邻的落地区域及轨道沿线进行民用建筑开发建设。

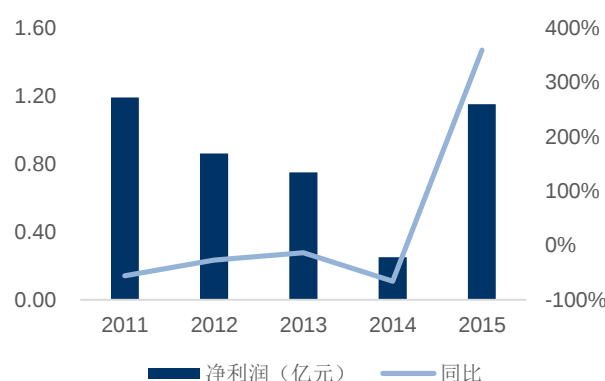
公司依托股东支持，积极争取轨道物业开发资源，目前开发的轨道物业项目均位于北京。

图表 41 京投发展营收



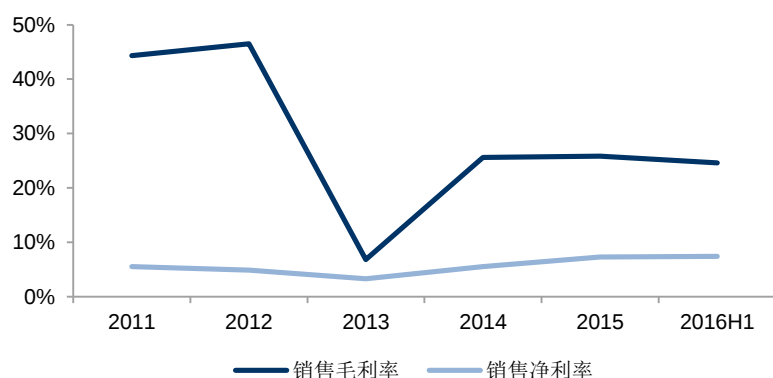
资料来源：公司年报、华创证券

图表 42 京投发展净利润



资料来源：公司年报、华创证券

图表 43 京投发展毛利率维持在约 25%



资料来源：公司年报、华创证券

2、地铁上盖项目毛利率显著高于非上盖

目前公司在建/在售项目共有 6 个，其中 3 个上盖项目，3 个非上盖项目。地铁上盖项目毛利率均在 50%以上，而非上盖项目毛利率在 25%左右，地铁上盖项目具有更高的毛利率。

轨道交通是非常好的项目资源，轨交会带来巨大的人流量。从实践来看，轨道物业经营表现比非轨道物业更好，盈利更高，溢价能力更好。

图表 44 京投发展上盖项目毛利率显著高于非上盖项目

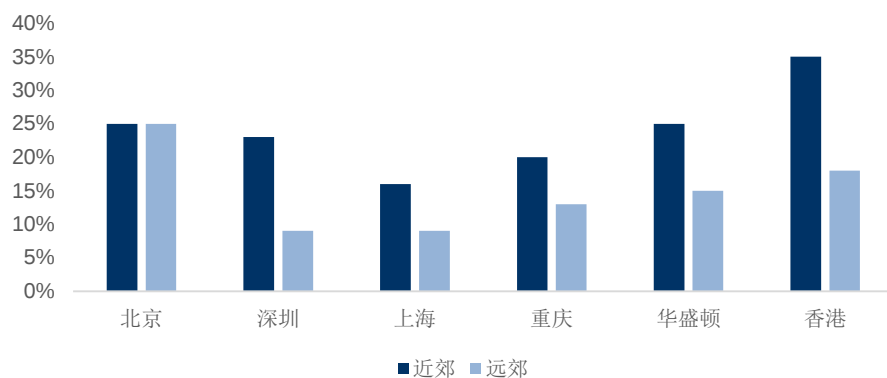
	项目	区域	物业类型	预 计 总 投 资	用 地 面 积(万平 方米)	规 划 计 容 面 积 (万平 方米)	预 计 总 可 售 面 积 (万 平方米)	售 价 (元)	预计总营 收 (亿元)	毛利率
上 盖 项 目	西华府	丰台	住宅, 保障房, 写 字楼, 商业	84.36	23.32	62.92	50.91	55153	280.78	69.96%
	琨御府	海淀	住宅, 保障房, 写 字楼, 商业	90.65	15.91	32.99	27.37	82753	226.49	59.98%
	公园悦 府	昌平	住宅, 保障房, 商 业	90.3	25.94	51.65	43.55	42000	182.91	50.63%
非 上 盖 项 目	檀香府	门头沟	洋房、别墅、保障 房	93.73	23.62	27.85	25.69	45000	115.61	18.92%
	新里程	房山	住宅、保障房	20.72	7.78	14.77	14.19	23700	33.63	38.39%
	无锡鸿 墅	无锡惠 山	住宅, 洋房及别墅	23.91	24.16	34.13	37.91	8500	32.22	25.80%

资料来源: 公司年报、华创证券

3、增值速率: 地铁上盖物业远高于非地铁物业

一般认为地铁对于沿线楼市价格可以产生直接影响, 距离不同, 房价、升值空间也不一样。通常距离地铁越近, 受到地铁影响程度越高, 价格水平越高。

《城市轨道交通资源经营年报》显示, 地铁通车后, 周边物业价值均得到大幅度的提升, 国内如北京、上海等城市近郊区物业价值提升 25%、16%, 远郊区物业价值提升 15%、9%; 海外如华盛顿等城市近郊区和远郊区物业价值提升分别达到 35%和 18%。

图表 45 地铁通车对周边物业带来大幅增值


资料来源: 《城市轨道交通资源经营年报》, 华创证券

我们选取上海闵行和普陀两区部分统计数据展示地铁物业升值状况。

普陀区主要考察地铁 13 号线对周边房价影响, 闵行区则主要考察地铁 8 号线。长征和真光, 以及浦江镇和吴泾分别为普陀区和闵行区所辖区域。其中轨交 13 号线穿过长征地区, 轨交 8 号线穿过浦江镇地区, 大致方位如下。

图表 46 长征和真光地区相对位置



资料来源：百度地图，华创证券

图表 47 浦江镇和吴泾地区相对位置

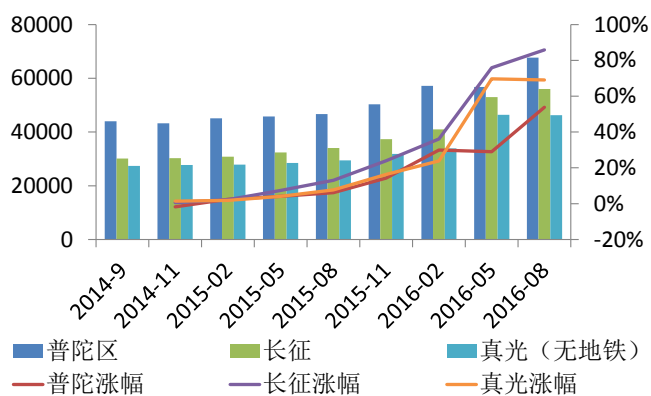


资料来源：百度地图，华创证券

我们分别统计了上述两区近两年的平均房价走势，结果显示 13 号线穿过的长征地区近两年涨幅为 85.9%，而真光地区为 69.1%，普陀区涨幅为 53.87%；8 号线穿过的浦江镇涨幅 80.24%，吴泾地区涨幅 54.1%，闵行区整体涨幅 55.48%。由此可以得出：

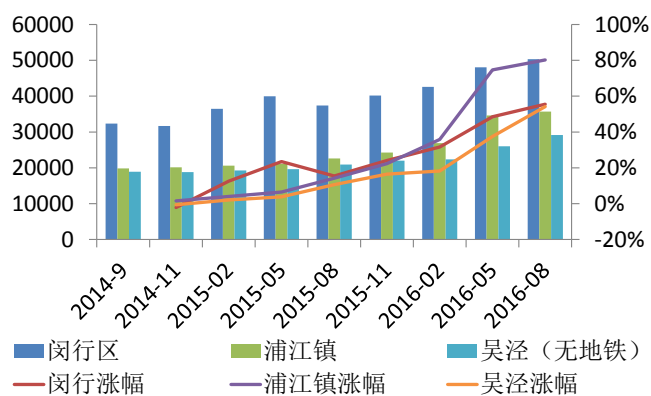
- 1) 地铁对沿线房价有极大提升作用，沿线房价同期增速远高于非地铁物业增速；
- 2) 增速无视房价基数高低。如长征相比真光，以及浦江镇相比吴泾均有更高的房价，但依然拥有更高的增速。

图表 48 普陀区及部分地区房价涨幅



资料来源：搜房网，华创证券

图表 49 闵行区及部分地区房价涨幅



资料来源：搜房网，华创证券

越来越多的房企开始重视地铁上盖资源的价值并参与地铁上盖项目的开发。在万科 2015 年度业绩会上，总裁郁亮表示，“轨道交通是非常好的项目资源，在每个城市里面最稀缺的土地资源，都是地铁上盖，在城市圈中，轨道交通扮演了非常重要的角色，带来巨大的人流量。从实践来看，轨道物业经营表现比非轨道物业更好，盈利更高，溢价能力更好。”

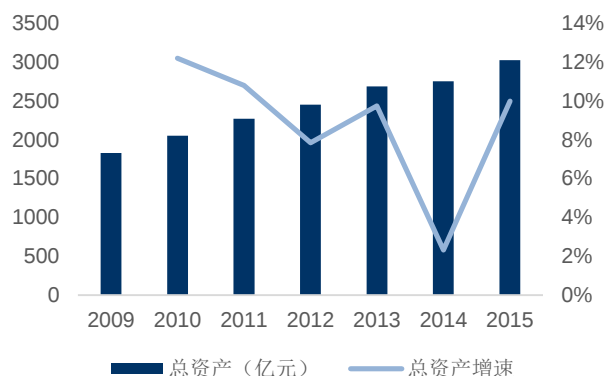
三、申通地铁集团：从地铁建设到城市运营

（一）资产规模胜于深铁，盈利远不如对方

从总资产来看，申通地铁集团约 3000 亿资产，是深铁集团的 1.26 倍，但近年来深铁资产增速快速申通集团。

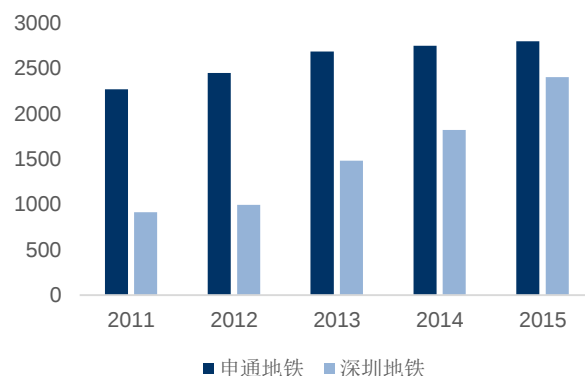
从日均客流量看，申通地铁集团是深圳地铁的 3 倍。

图表 50 申通地铁集团资产 3026 亿



资料来源：公司年报，华创证券

图表 51 深圳地铁近年资产增速快于申通



资料来源：公司年报，华创证券

图表 52 日均客流量对比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 53 申通集团与深圳地铁营业收入对比

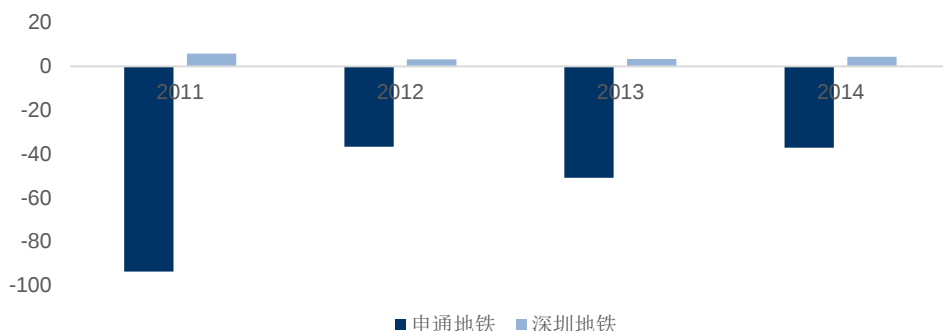


资料来源：公司年报，华创证券

从收入看，申通地铁集团是深圳的 1.68 倍，

从利润看，深铁能够盈利而申通地铁集团连年亏损需要依靠政府补贴

因此，找到可持续发展道路是摆在申通地铁集团面前的一个问题

图表 54 深圳地铁净利润对比


资料来源：公司年报，华创证券

图表 55 申通地铁与深圳地铁的对比

	申通地铁集团	深圳地铁	申通/深圳
资产 (亿元)	3026	2404	126%
净资产 (亿元)	1801	1481	122%
营业收入 (亿元)	87	52	168%
净利润 (亿元)	-37	4	
全年客运量 (亿人次)	31	9	329%
日均客运量 (万人次)	839	255	329%

注：净利润为 2014 年数值，申通地铁 2015 年收入为预测值

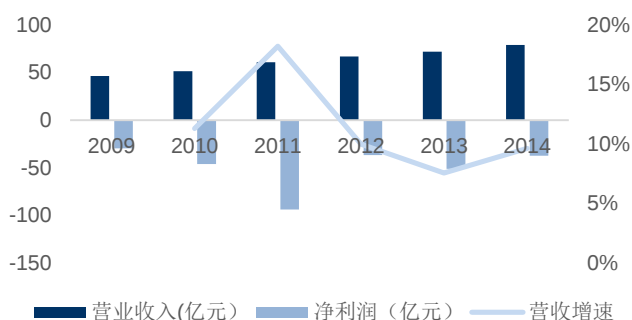
资料来源：公司公告，华创证券

(二) 地铁运营贡献主要收入，但非票业务不可忽视

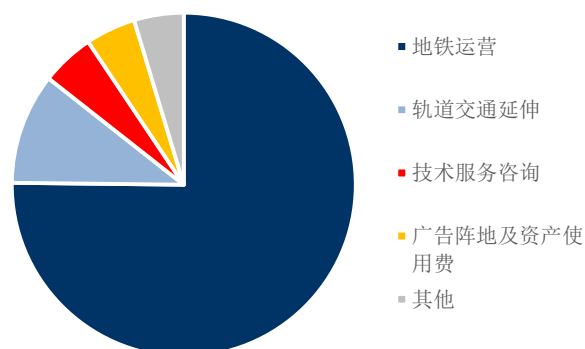
2015 年，上海地铁全路网日均客流量 840 万人次、占城市公交出行比例达到 46% 左右，2016 年上半年占比已达 49%。

2015 年，集团实现营收 88.12 亿元，较 2014 年的 79.09 亿元增长 11%。

分业务情况来看，2014 年，集团地铁运营收入 59.5 亿元，占比 75%，轨道交通延伸业务收入 8.2 亿元，占比 10%，技术咨询收入 4 亿元，占比 5%，广告阵地及资产使用费 3.7 亿元，占比 4.7%。

图表 56 申通地铁集团营收及净利


资料来源：公司年报，华创证券

图表 57 2014 年，集团收入中地铁运营占比 75%


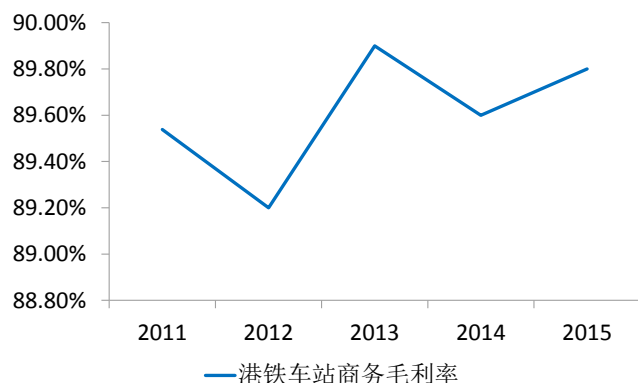
资料来源：公司年报，华创证券

不可忽视的非票业务

香港地铁和深圳地铁的业务构成中均有车站商务业务，毛利率极高。申通地铁将这部分业务被归为“轨道交通延伸”，与物业开发管理等归为一类。

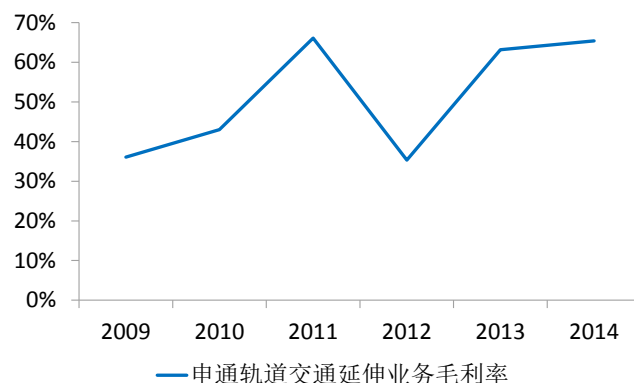
未来上海地铁将培育发展以地铁物业开发为重点，传媒、信息、商业齐头并进的资源经营新格局。目前集团非票务收益已基本达到票务收入的 20%，预计至 2020 年将达到票务收入的 35% 左右。

图表 58 港铁车站商务毛利率极高



资料来源：公司年报，华创证券

图表 59 申通轨道交通延伸业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 60 联营广告公司

2014 年	申通德高地铁广告有限公司	上海地铁时代传媒发展有限公司
投资比例	49%	35%
营业收入（亿元）	7.51	0.43
净利润	0.64	0.01
确认股利	0.196	
资产	4.12	0.29
净资产	1.26	0.26

资料来源：公司公告，华创证券

图表 61 上海地铁非票务业务内容

非票务业务	具体内容
物业开发	有序推进以停车场上盖为主要形式的地铁物业开发，逐步形成具有上海特色的地铁物业开发模式，提高地铁土地的综合集约化利用水平，进一步增强地铁物业开发项目在城市布局优化与功能提升上的作用。
传媒经营	以平面媒体、流媒体资源价值增量提升为重点，以地铁纪念品等增量资源拓展为焦点，深入发掘各种传媒资源的经营价值，进一步提高地铁传媒资源的网络经营效益。
商业开发	按照“网络化、连锁化、品牌化”的要求，合理规划商业经营业态，实现地铁商业经营设施、经营业态、服务形象与地铁网络服务能级的合理匹配。
信息发展	探索信息增值服务内容在地铁网络的应用与研究，有效提升信息资源经营的网络效益，进一步增强对地铁网络运营服务的总体能力。

资料来源：公司公告，华创证券

我们筛选了目前集团体内涉及车站商务业务的子公司如下：

图表 62 集团体内涉及车站商务子公司

子公司	业务性质	实收资本（万元）
上海地铁商贸有限公司	商铺租赁	1500
上海地铁旅游文化发展有限公司	旅游商品销售	800
上海地铁广告有限公司	广告业	150
上海地铁电视有限公司	广告业	5000
上海地铁运营科技发展有限公司	咨询服务	500
上海地铁通信传输有限公司	咨询服务	100

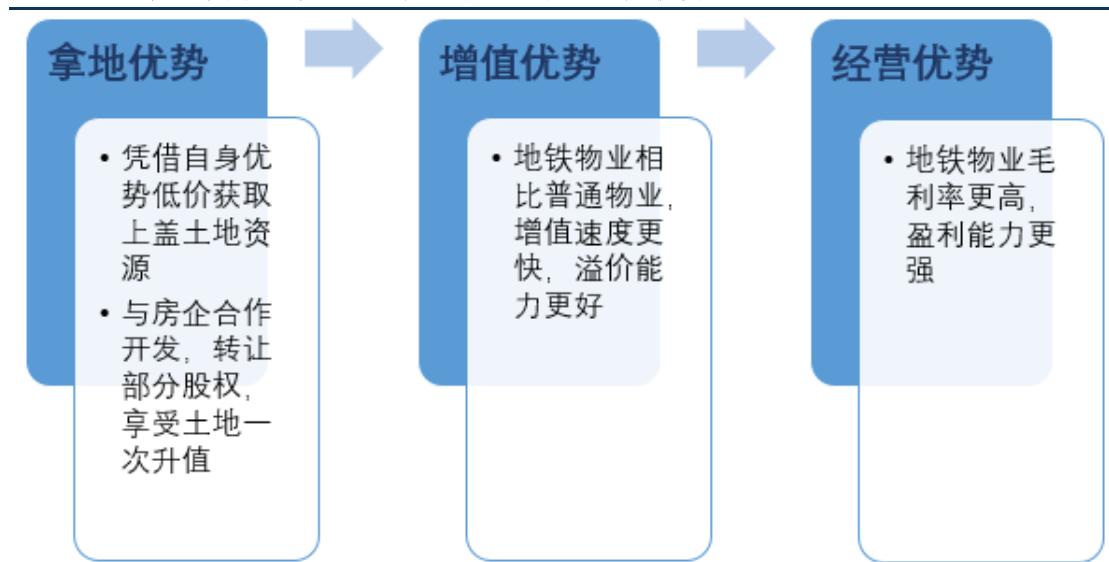
资料来源：公司公告，华创证券

（二）从地铁建设到城市综合运营

相比较深圳地铁在轨交物业开发上的如火如荼，上海地铁集团要安静许多，但我们认为申通集团具备经营优势，并且上盖物业具备多重优点：

- 1) 提高了城市土地的利用效率
- 2) 优化了城市空间布局，使地铁站点周边成为产城融合的最佳形式，还可提升商业、广告的价值
- 3) 弥补了部分轨道交通建设成本，轨道交通建设与上盖物业开发的结合可以节约停车场动迁成本
- 4) 上盖物业建成后，还可获得转让时可能的溢价收益，以及未来运营中稳定的收入

图表 63 申通集团/上市公司经营地铁上盖物业三大优势



资料来源：华创证券

1、TOD 模式典范：莘庄地铁上盖项目

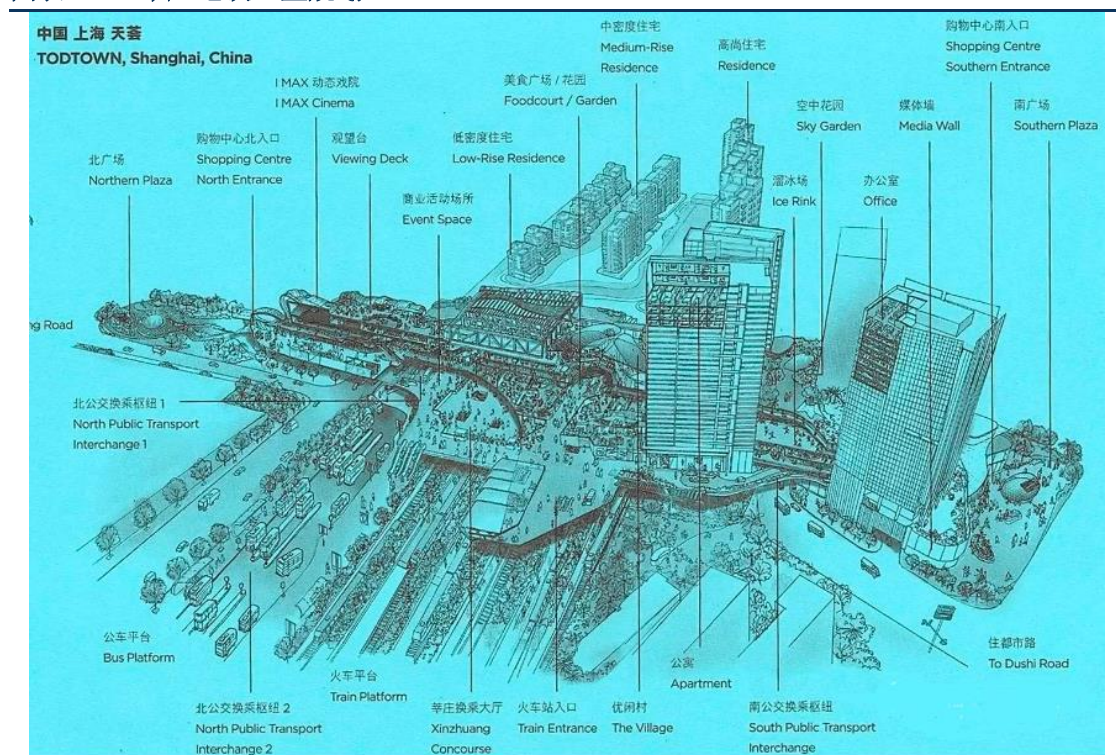
从全国范围来看，虽然我国轨道交通与城市综合体建设虽然尚处在起步期，但已经演变成当前城市建设与发展的一个重要趋势，随着人口密度越来越高，公共交通越来越密集，同时轨道交通又具备大规模人口吸聚效应，因此以各类交通枢纽为载体的 TOD 模式（Transit-Oriented Development，公共交通导向型发展模式）日益受重视。

TOD 模式核心是以公共站点（轨交、巴士等）为中心、400-800 米（步行 5-10 分钟）为半径建立集办公、商业、文娱教育、居住等多业态混合一体的城市综合体。**莘庄地铁上盖项目天荟 TODTOWN** 被认为是上海第一个真正意义上的 TOD 项目。

莘庄上盖地块坐落于横跨地铁 1 号线莘庄站的南、北广场，为市政、公共服务、商业、办公、居住综合开发用地；出让面积 11.78 万平方米，地上建筑面积高达 40.5 万平方米，地下建筑面积不小于 10 万平方米。

建成后不仅将接入轨道交通 1 号线、5 号线、17 号线（原规划）和众多公交线路，还将为沪杭高铁和金山铁路设站。地铁、公交、高铁、通勤铁路等不同类型的交通工具在这片区域内得到有效整合、实现无缝便捷的换乘，预计人流量未来可达 30 万。这种体量的综合交通枢纽和城市综合体融合的项目颇为罕见。

图表 64 莘庄地铁上盖规划



资料来源：互联网，华创证券

该地块 2010 年被香港新鸿基集团、上海城开及闵行区政府名下两家公司闵行城投有限公司、莘庄镇投资公司组成的联合体以底价 27 亿元收入囊中，各家约占三分之一，新鸿基在其中所占的股权比例最大（35%），综合楼面价约 6667 元。随后三家为该项目成立合资公司上海莘天置业有限公司。这种开发模式即法人型模式。

图表 65 莘庄地铁上盖项目合作方

合作方	简介
新鸿基地产	香港最大地产发展商之一，擅长兴建优质住宅及商业项目供销售及投资，在上海有国金中心、环贸广场、滨江凯旋门等案例。
上海城开	由上海实业控股有限公司和徐汇区国资委共同投资，以房地产为主业、集商业、贸易、工业、服务业等为一体的企业集团。
莘闵轻轨实业有限公司	于 2000 年注册成立，公司主要经营建设和开发莘闵轨道交通线，并从事与轨道交通线相关的房地产开发，经营配套及中介服务等业务。
上海莘庄投资经营有限公司	主要提供车辆配件、电线电缆等产品和服务。

资料来源：公开资料，华创证券

该地块位于莘庄镇中心，交通发达配套丰富，而楼面价远低于同期闵行区出让的其他地块，**闵行区政府旗下公司的参与使得联合体享有巨大的拿地优势**。目前闵行区整体房价平均已达到 50000，预计全部项目 2021 年竣工，届时将有巨大的盈利空间。

图表 66 2010-2011 年闵行区出让部分地块

地块	规划用途	成交时间	土地面积	规划建筑面积	成交额(亿)	楼面价(元)
浦江镇中心河以南 A-1、2 号地块	居住用地	20100507	132896	92420	15.28	16533
莘庄镇 222 号地块（莘庄地铁上盖）	市政、公共服务、商业、办公、居住综合开发用地	20100929	117825	405000	27	6667
梅陇南方商务区地块	商业、办公	20100929	87327	323108	24.29	7518
虹桥商务区核心区一期 06 地块	商业娱乐办公综合用地	20101008	62299	318617	31.88	10006
莘庄商务区 27A-05A 地块（莘庄商务区北 M02 地块）	商办	20110212	8066	25004	3.45	13798

资料来源：搜房网，华创证券

上海的 TOD 模式将主要依托轨道交通，在建设交通体系的同时倡导高效、混合的土地利用，将交通线路的投资与郊区新城的规划建设结合起来。

2、申通地铁集团在地铁上盖物业获取方面拥有得天独厚优势

我们认为随着上海轨交线路不断向郊区拓展，网络逐步加密，**TOD 模式将成为主要的发展模式**。作为地铁运营企业，效仿香港地铁或深圳地铁，进一步深度挖掘“地铁+物业”发展模式，成为城市综合运营商是未来的大战略。

申通地铁集团目前也不断探索该模式。截至 2015 年底，申通集团开发或参与项目共 15 个，其中 3 个停车场上盖、12 个站点上盖，总计用地面积约 214 公顷、合作开发面积近 391 万平方米(申通地铁集团按股权比例持有面积约 123 万平方米)

（来源：申通地铁集团总裁顾伟华，2016 年 9 月在国家发展改革委组织召开的城市轨道交通投融资机制创新研讨会上进行经验交流）

图表 67 申通地铁集团部分土地资源储备情况

项目名称	开发面积 (万平方米)	业态	合作模式	持有股权面积 (估算)
嘉定新城站	53.91	商办住	联合拿地，股权收益转为持有面积	/
嘉定城北路站	79.60	商办住	联合拿地，股权收益转为持有面积	/
环通商业广场	16.24	商办	联合拿地，持股 50%	8.12
四川北路申虹广场	8.46	商办	持股 10%转为持有面积	0.85
江湾体育场站地下空间	2.15	商	独立投资	2.15
衡山路 12 号至尊酒店	5.11	酒店	联合拿地，持股 50%	2.55
*吴中路停车场综合开发	46.51	商办	独立拿地，转让 50%股权	23.25
*闸北区 92#地块	5.00	商住	独立拿地，转让 70%股权	1.50
*闸北区 95#地块	7.48	商办	独立拿地，转让 70%股权	2.25
豫园站地下大通道	0.83	商	独立投资	0.83
金桥停车场综合开发（一期）	15.00	保障房	联合拿地，持股 50%	7.50

项目名称	开发面积 (万平方米)	业态	合作模式	持有股权面积 (估算)
莲花路站	4.60	办	独立投资	4.60
*奉贤区盾构井地块	8.78	住	联合拿地，转让股权，持股 15%	1.32
徐泾北城站项目	1.70	市政	联合拿地，持股 50%	0.85
*徐泾停车场项目	53.88	商办住	独立投资	53.88
合计				109.64

资料来源：华创证券注：*地块下文会详细分析

资料来源：互联网，华创证券

依据互联网公开资料，我们获取的申通地铁集团土地资源如上表所示，鉴于开发面积的统计以及对应股权披露不详备，仅做参考数值，但接近于集团总裁报告中提及的 123 万平米的面积。

申通地铁集团获取上盖土地的方式主要有两种：协议拿地以及通过招拍挂拿地，

协议拿地：优势是锁定申通地铁集团作为开发主体，以相对低价拿地；劣势是对合作模式有一定限制；

招拍挂拿地：集团优选的拿地方式。优势是政策上无过多限制；劣势是有可能无法获取土地或地价被抬高。

但在实际操作过程中，政府对上盖地块的土地出让对象企业会附加一定的条件，如考量意向企业的在一线城市轨道交通投资总规模、经济实力，境内一线城市自行开发商办物业等。因此申通地铁集团在地铁上盖或临近地块的开发中占有得天独厚的优势。

目前上海已规划和预计规划的停车场面积约为 600-700 万方，在土地稀缺，又要加大供地面积的背景下，极具商业开发价值

图表 68 上海轨交停车场规划建设情况

	数量	土地面积（万平方米）	开发总量（万平方米）
合计规划停车场	43	1316	
其中：已建成停车场	28	913	
已规划复合利用停车场	5	272	335
预计规划复合利用停车场	8	222	300+

资料来源：互联网，华创证券

3、低价拿地，二次转让，获取回报，反哺地铁建设

1) 低价拿地，增值率可观

集团以较低价格竞得近铁或地铁站上盖土地，待地铁线路建成后，土地将因地铁投资外溢效应获得大幅增值。不完全统计下的有可比数据的四次拿地情况，至今楼面价增值率高达 5.31 倍，若完全持有地块增值 292 亿元。

1) 2009 年，以 2613 元/平方米的楼板价竞得轨道交通十号线吴中路停车场地块，现价 3.75 万/平方米，增值率 13.34 倍；

2) 2011 年，以 1.1 万元/平方米的楼板价竞得汉中路车站项目；

3) 2013 年，以 4000 元/平方米的楼板价竞得临近地铁的奉贤区南桥新城 03 单元两块地，现价 1.07 万/平方米，增值率 1.67 倍

4) 2015 年, 以 4079 元/平方米的楼板价竞得徐泾地铁上盖项目 (徐盈路西侧地块), 现价 2.71 万/平方米, 增值率 5.65 倍

图表 69 公司土地获取成本极低

时间	地块	获得方式	建设用地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	拿地金额 (亿元)	楼面地价 (元/ 平方米)	联合拿地主体	周边楼面评估价 (元/平方米)	评估总价 (亿元)	增值 (亿元)	增值率
2009.07	闵行区轨道交通十号线吴中路停车场地块	招拍挂	202,376	465,059	12.15	2613		37,471	174	162	1334%
2011.11	汉中路车站项目	92#地块 股权转让	13,680	50,000	0.408	11008					
		95#地块 招拍挂	11,747	74,945	8.25						
2013.02	奉贤区南桥新城 03 单元 04-06、05-01 区域地块	招拍挂	43876	87752	3.51	4000	奉贤区轨道交通建设投资有限公司	10,672	9	6	167%
2015.02	徐泾地铁上盖项目	招拍挂	260,119	538,826	21.98	4079	上海轨道交通上盖物业股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	27,121	146	124	565%
合计			531,798	1,216,582	46.298					292.09	531%

注: 1) 周边楼面评估价为根据地块周边 3-4 公里范围之内, 近 2 年成交的同用途地块成交价格进行加权平均, 数据来源房天下网站

2) 若无注明, 拿地主体均为上海申通地铁资产经营管理有限公司

资料来源: 房天下网站、华创证券

2) 低价拿地, 二次转让, 获取回报, 反哺地铁建设

低价拿地:

利用自身资源和优势拿地;

拿到地之后, 与成熟房企合作, 申通一般只负责前期轨道配套建设, 将低价获取的生地转变为交通配套完善的熟地。

二次出让:

通过二次出让, 交由成熟的开发商进行商住办综合开发, 通常以市场价或接近市场价出让。

获取回报:

申通集团享受了土地升值, 同时通过土地增值收回地铁建设的投入。

2009 年竞得的吴中路地块, 2010 年出让 50% 股权给华润, 获得 10 亿元, 增值率 65%

2011 年获取的汉中路项目, 2013 年出让 70% 股权给凯德中国, 获得 19 亿元, 增值率 214%, 由申通开发地下地铁线路, 凯德主导开发地上综合体

图表 70 三块土地后续合作开发

	合作方	拿地金额	转让比例	对应原始拿地金额	交易价格 (亿)	溢价收益	增值率
吴中路项目	华润	12.15	50%	6.08	10	4	65%
汉中路车站项目 92#	凯德	0.408	70%	0.29	19	13	214%
汉中路车站项目 95#		8.25		5.78			
徐泾项目	万科	21.98	50%	10.99	22	11	100%

资料来源: 互联网, 华创证券

3) 以吴中路项目为例

位置：距离虹桥交通枢纽仅 2 公里，位于上海市外环内，紧贴城市外环线。

定位：高端的商业办公综合体

开发效果：17 万平方米商业综合体以万象城品牌进行招商，形成上海城市西部最重要、最繁华的城市综合体节点

经济效益：

a) 上盖开发直接减少了停车场动迁支出约 14 亿元，占地铁全线建设总投资的 8%左右

b) 集团在转让项目部分股权时获得溢价 4 亿元人民币；

c) 集团继续持有的商业综合体股权从 2017 年开始，预计可产生利润约 2 亿元；

d) 项目每年为所在区贡献 2 亿元财政税收。

图表 71 吴中路上盖项目效果图



资料来源：互联网，华创证券

4) 以青浦区徐泾镇徐盈路西侧地块为例

土地位置：东至徐盈路，南至诸陆西路，西至徐乐路，北至轨道交用地，即介于在建的轨交 17 号线徐泾北站和徐盈路站之间。

定位：以轨道交通为导向的综合社区中心。

出让面积：总建筑面积为 53.88 万平方米，商住办面积为 44.12 万平方米，其中住宅 25.37 万平方米，商业办公 18.75 万平方米。该地块出让面积创下近五年上海经营性用地出让面积的第二高。

土地出让意向企业：对在一线城市轨道交通投资总规模、经济实力，境内一线城市自行开发商办物业量有一定的考量。

拍卖情况：2015 年 2 月，成交价 21.98 亿元，折合楼板价 4079 元/平方米。

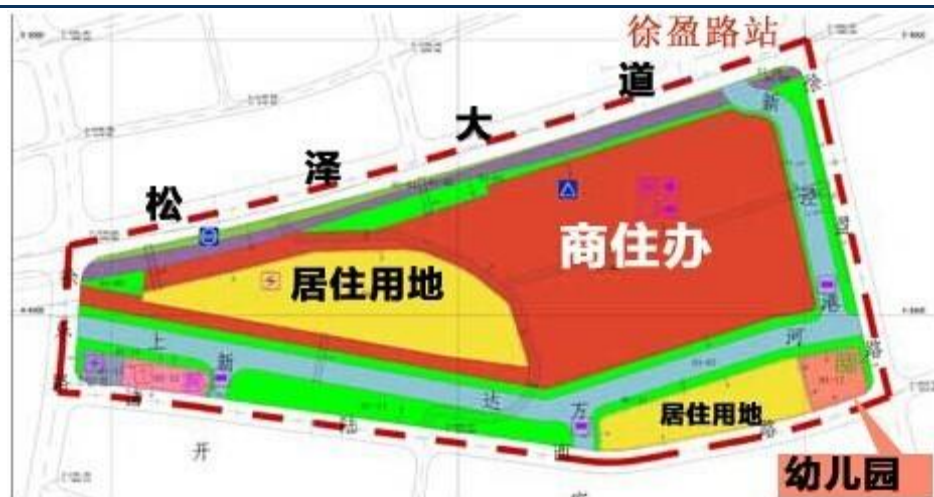
性价比：同一板块内，2013 年成交的徐泾会展中心地块成交楼面价为 8539 元/平方米；2014 年年初徐泾镇诸光路西侧地块成交楼面价 9000 元/平方米，而现在周边楼面价为 2.71 万/平方米。

图表 72 徐泾地铁上盖物业效果图



资料来源：互联网，华创证券

图表 73 徐泾镇徐盈路西侧地块位置



资料来源：互联网，华创证券

四、借东风，国企改革五大猜想

在国资国企改革的大背景下，要求做大做强做优国有企业。而目前集团资产证券化率偏低，上市公司的盈利能力偏弱，我们分析认为借国改东风，上市公司有望依托集团，打造盈利能力更强的可持续经营业务。

猜想一：集团非票业务注入

猜想二：效仿深圳地铁，土地资源注入

猜想三：路产注入可能有几何？

猜想四：壳为他用？

猜想五：不考虑资产重组，内生发展

（一）猜想一：集团非票业务注入

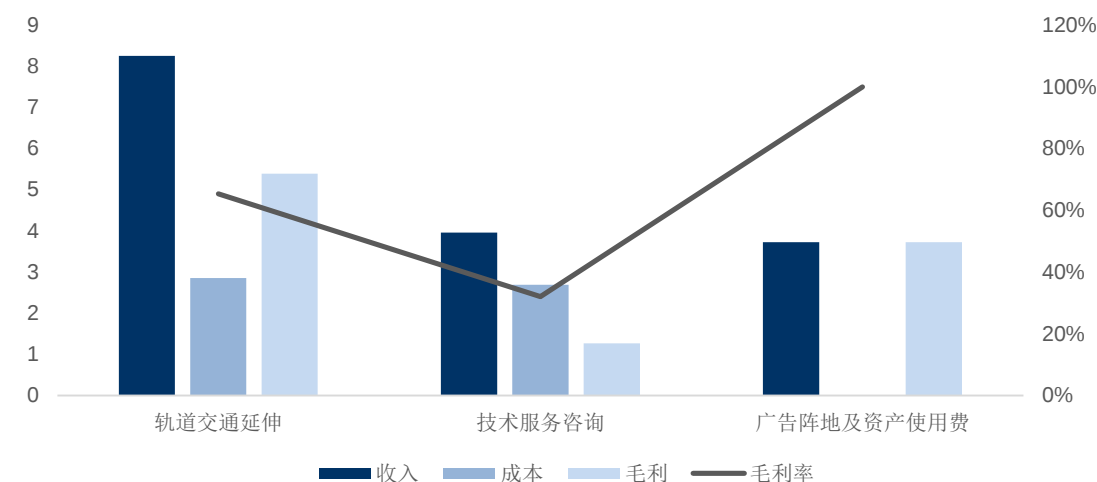
集团非票业务收入和毛利分别是上市公司的 2.1 倍和 11.3 倍。

2014 年，集团非票业务中轨道交通延伸业务、技术咨询服务及地铁广告等实现收入分别为 8.25、3.96 及 3.73 亿元，毛利率 65%、32%及 99.9%，合计贡献收入 15.9 亿、毛利 10.4 亿，收入占比 20%；

上市公司 2015 年收入 7.74 元、税前利润 0.92 亿元；

该部分资产收入和毛利分别是上市公司 2015 年数值的 2.1 倍及 11.3 倍。

图表 74 2014 年非票业务收入、成本及毛利



资料来源：互联网，华创证券

（二）猜想二：效仿深圳地铁，土地资源注入

双赢的资产升值，新的持续盈利增长点。

土地资源注入，双赢的资产升值

参考深圳地铁拟注入万科案例，由于拿地成本低，该部分土地评估增值后，对集团而言土地资产升值；对上市公司而言，因其仍低于市场现价，同样享受资产增厚；达成双赢的局面。

提供新的持续盈利增长点

开拓“轨交+物业”，实践港铁模式，上盖物业反哺地铁建设，为上市公司提供新的持续盈利增长点；如吴中路项目，集团预计持有的商业综合体股权在 2017 年起每年贡献利润 2 亿元左右。

图表 75 前述地块转让后对应的价值

时间	地块	转让比例	规划建筑面积 (平方米)	拿地金额 (亿)	对应持有建 筑面积(平 方米)	对应拿地成本 (亿元)	对应评估总价 (亿元)	评估(亿元)	增值率
2009.07	闵行区轨道交通十号线 吴中路停车场地块	50%	465,059	12	232,530	6	87	81	1334%
2011.11	汉中路车站项目92# 汉中路车站项目95#	70%	50,000 74,945	0 8	15,000 22,484	0 2	4	2	72%
2013.02	奉贤区南桥新城03单元 04-06、05-01区域地块		87,752	4	87,752	4	9	6	167%
2015.02	徐泾地铁上盖项目	50%	538,826	22	269,413	11	73	62	565%
	合计		1,216,582	46	627,178	23	174	151	650%

资料来源：互联网，华创证券

土地资源价值几何？

- 截至 2015 年底，集团持有 123 万平方米的开发面积，我们依据可比资料，计算集团持有的 62.7 万平方米的面积评估价为 174 亿元，线性估算 123 万平方米对应价值 341 亿元。
- 若上市公司确认新的业务模式，拿地动力会高于以往，目前集团规划按照一年获取 1-2 幅土地的速度，循序渐进在拿地的同时，规划好第二年、第三年甚至五年后的开发项目。

持续利润几何？

依据吴中路项目（持有股权 50%，对应面积 23.25 万平方米）2017 年起每年贡献 2 亿元左右的利润，线性估算 123 万平方米（假设全部建成）每年贡献 10.58 亿元。

备注：以上线性测算没有考虑不同地块所处位置的不同，以及物业综合体商住办比例不同导致的盈利不同，仅为参考数值。

图表 76 线性测算集团持有土地价值

项目	内容	数值
可查询的项目	开发面积（万平方米）	63
	对应评估价格（亿元）	174
集团	开发面积（万平方米）	123
	线性测算持有价值（亿元）	341

资料来源：互联网，华创证券

图表 77 线性测算集团持有物业开发完成后每年贡献

项目	内容	数值
吴中路项目	开发面积（万平方米）	23.25
	贡献利润（亿元/年）	2
集团	开发面积（万平方米）	123
	线性测算贡献利润（亿元/年）	10.58

资料来源：互联网，华创证券

（三）猜想三：路产注入？

上市公司目前总资产仅集团的 1% 左右，运营里程占比不足 5%，由此引发市场对路产资源是否会注入的思考。

但我们分析认为概率并不大：

- 目前运营的一号线莘庄站至上海火车站站是路产资产中经营效益最好的盈利资产。
- 路产本身的盈利增长性偏弱。地铁收入是运量*票价，而我们分析认为上海地铁网运量趋近稳态，未来客单价将保持稳定。

线路从开通至稳定一般需要 2-3 年时间，从目前上海地铁线路来看，成熟线路未来几年客流量增速将降低，而随着线路开通成网，地铁换乘将更为便利，带来的后果是客单价下降。

3) 新开通的线路由于高昂的建设成本、折旧及人工，更难以盈利。

4) 未上市路产股权结构相对复杂。

图表 78 申通集团旗下部分线路资产持股比例较低

公司名称	持股比例	公司名称	持股比例
上海轨道交通浦东线发展有限公司	100	上海轨道交通七号线发展有限公司	97.94
上海轨道交通杨浦线发展有限公司	100	上海轨道交通十三号线发展有限公司	89.45
上海轨道交通长宁线发展有限公司	100	上海共和新路高架发展有限公司	87.91
上海轨道交通十二号线发展有限公司	100	上海轨道交通宝山线发展有限公司	80.43
上海地铁第一运营有限公司	100	上海轨道交通明珠线(二期)发展有限公司	80.21
上海地铁第二运营有限公司	100	上海轨道交通申嘉线发展有限公司	79.49
上海地铁第三运营有限公司	100	上海轨道交通明珠线发展有限公司	68.04
上海地铁第四运营有限公司	100	上海轨道交通十六号线发展有限公司	65.25
上海轨道交通十五号线发展有限公司	100	上海轨道交通申松线发展有限公司	59.82
上海轨道交通十八号线发展有限公司	100	上海轨道交通二号线东延伸发展有限公司	50.5
上海轨道交通十四号线发展有限公司	100	上海轨道交通五号线南延伸发展有限公司	34.64
上海轨道交通八号线三期发展有限公司	100	上海轨道交通十七号线发展有限公司	7.78
上海轨道交通十号线发展有限公司	99.46		

资料来源：公司年报，华创证券

(四) 猜想四：壳为他用？

提高国有资产的资产证券化率是国资国企改革的目标。传统来看，对于大集团小公司的企业，提高资产证券化率的首选是集团资产注入。但依旧存在部分国资缺少上市平台，而他们提升资产证券化率的途径为：1) IPO；2) 借用其他国资平台进行资本运作。

上海国资对公交类资产有资产置换的操作先例。上海国资委曾对巴士股份进行了资产置换：将公交资产剥离，把上汽汽车零部件研究生产业务注入上市公司，并改名为华域汽车。公交资产中，公交业务退市，重回公益性，由政府做补贴，出租车业务则并入强生控股。

巴士股份与申通地铁有相似之处：

1) 两者都属于城市公共交通，具备公益特征。

2) 定价政府管制，强调公益性。目前上海地铁收费标准及价格调整均由政府相关部门确定并经市民听证，定价机制与公交相似。

3) 盈利能力弱。由于强调公益性，地铁与公交盈利能力均较差。加之地铁由于投资巨大，回收期长，需要经过较长期的培育期。

4) 政府补贴重点倾斜。目前上海地铁所享受的政府补贴最主要是财政贴息，2014 年有 60.5 亿元，其他包括公交扶持资金（4 亿元左右）、安检补贴、企业扶持发展基金、专项资助、使用大型科学仪器设施补贴等。

地铁与公交资产的逻辑类似，而巴士股份的案例也启示我们，上海国资并不排除剥离公交类资产，从这个角度看，我们认为申通地铁跨集团资产置换亦存在可能。

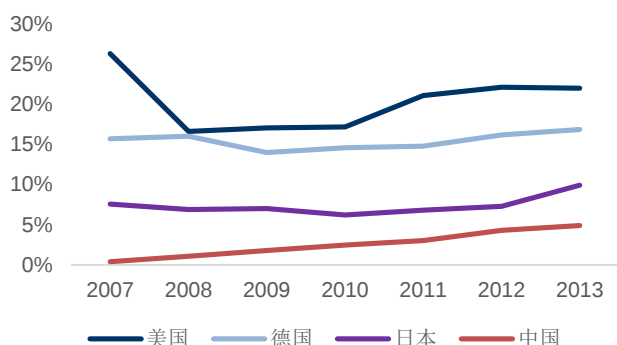
（五）猜想五：内生发展：大力推进融资租赁及投资业务

路径一：大力推进融资租赁业务

1) 渗透率看，融资租赁在我国远低于发达国家。我国融资租赁渗透率（租赁的厂房和设备投资总额比上固定资产投资总额）徘徊在 4%左右的水平，与较成熟的融资租赁市场国家 20%的水平相距甚远。

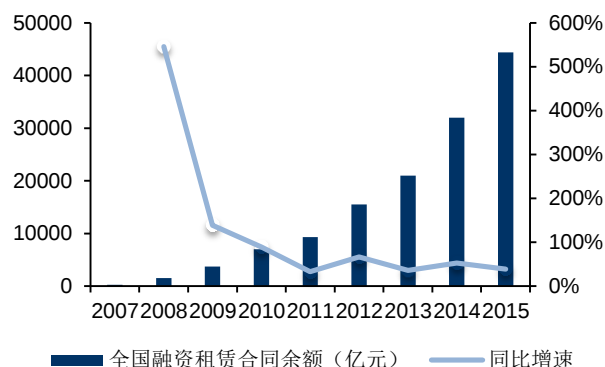
2) 我国融资租赁业步入迅速发展的轨道。截止 2015 年底，全国融资租赁企业总数为 4508 家，同比增加了 2306 家；行业注册资金约合 1.52 万亿元，同比增长 129.4%；融资租赁合同余额约 4.44 万亿元人民币，同比增长 38.8%。

图表 79 融资租赁渗透率



资料来源：公司年报，华创证券

图表 80 全国融资租赁合同余额



资料来源：公司公告，华创证券

2015 年 9 月 7 日，国务院办公厅发布《关于加快融资租赁业发展的指导意见》提出到 2020 年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列的发展目标。我们认为随着支持政策的完善、产业转型升级需求增长以及技术革新等方面的发展，将带动融资租赁业持续快速增长。公司背靠申通集团，地铁建设和轨交设备如盾构机、地铁车厢等资金密集领域有着充足的融资租赁需求，公司融资租赁业务也将因此受益。

路径二：借力轨交上盖基金，继续探索轨交+物业模式

1) 2015 年和 2016 年上半年分别收到投资收益 1479 万和 1388 万，成为利润的重要补充。

2) 该投资旨在响应政府关于轨道交通土地综合利用相关政策，参与轨道交通场站及周边土地开发机制，为公司拓展业务范围并增加收益，构建公司新的业务领域，建立公司投资板块。

五、盈利预测及估值

1) 不考虑资产重组，预计 2016-2018 年公司实现 EPS 分别为 0.15、0.16、0.22 元，对应 PE 分别为 97X、90X、63X。

2) 在国资国企改革的大背景下，要求做大做强做优国有企业。而目前集团资产证券化率偏低，上市公司的盈利能力偏弱，我们分析认为借国企改革东风，上市公司有望依托集团，打造盈利能力更强的可持续经营业务。而对标港铁公司，公司未来有望将战略定位于“轨交+物业”模式，则可以打开长期增长空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

3) 催化剂：上海国企改革推进，深圳地铁资本运作进一步推进

4) 风险点：国企改革低于预期

图表 81 公司收入成本预测（2016-2018）

	2015A	2016E	2017E	2018E
轨交业务				
客运量增速（%）		0.50	0.50	0.50
客运量（亿人次）	3.50	3.52	3.54	3.55
轨交业务营收增速（%）		1.00	1.50	2.00
轨交业务营收	7.29	7.36	7.47	7.62
融资租赁业务				
融资租赁业务增速（%）		60.00	55.00	50.00
融资租赁业务营收	0.46	0.74	1.15	1.72
合计				
总营收	7.75	8.10	8.62	9.34
总成本	6.99	7.31	7.74	8.30
综合毛利率（%）	9.87	9.78	10.20	11.14

资料来源：华创证券

预测上盖物业股权投资收益分红如下：

图表 82 股权投资收益分红

	2015A	2016E	2017E	2018E
总投资金额（亿元）	3.5	3.5	3.5	7
年化收益率		7.8%	7.8%	7.8%
投资收益（万元）	1479	2730	2730	5460

资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	40	40	44	44
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4	5	5	5
预付账款	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	46	46	50	51
其他长期投资	1,014	809	925	1,061
长期股权投资	0	25	53	86
固定资产	1,384	1,313	1,247	1,183
在建工程	7	7	7	7
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	32	651	651	651
非流动资产合计	2,437	2,806	2,883	2,989
资产合计	2,483	2,852	2,933	3,040
短期借款	90	263	283	268
应付票据	0	0	0	0
应付账款	43	45	47	51
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	21	60	60	50
一年内到期的非流动负债	0	15	15	16
其他流动负债	427	500	483	503
流动负债合计	581	883	888	888
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	496	493	493	493
非流动负债合计	496	493	493	493
负债合计	1,077	1,376	1,381	1,381
归属母公司所有者权益	1,406	1,476	1,552	1,659
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,406	1,476	1,552	1,659
负债和股东权益	2,483	2,852	2,933	3,040

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	549	275	150	177
现金收益	104	102	105	104
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	-2	0	0	0
经营性应付影响	-4	40	3	-7
其他影响	450	132	43	80
投资活动现金流	-484	-412	-117	-115
资本支出	-5	-1	-1	0
股权投资	17	2	-1	22
其他长期资产变化	-496	-414	-116	-136
融资活动现金流	-68	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
借款增加	-340	188	20	-14
财务费用	-36	-48	-49	-48
股东融资	-27	0	0	0
其他长期负债变化	335	-3	0	0

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	774	810	862	934
营业成本	699	731	774	830
营业税金及附加	4	4	4	5
销售费用	6	6	7	7
管理费用	13	13	14	15
财务费用	36	48	49	48
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	17	27	27	55
营业利润	33	35	41	84
营业外收入	59	59	60	60
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	92	94	101	144
所得税	23	24	26	36
净利润	69	70	76	107
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	69	70	76	107
NOPLAT	39	41	47	57
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.15	0.16	0.22

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	4.0%	4.6%	6.4%	8.4%
EBIT 增长率	-38.7%	5.8%	12.9%	22.3%
归母净利润增长率	-34.4%	1.6%	8.1%	41.7%
获利能力				
毛利率	9.7%	9.8%	10.2%	11.1%
净利率	8.9%	8.6%	8.8%	11.5%
ROE	4.9%	4.7%	4.9%	6.5%
ROIC	4.0%	2.9%	3.5%	4.5%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	48.2%	47.1%	45.4%
债务权益比	41.7%	52.2%	51.0%	46.8%
流动比率	7.9%	5.2%	5.7%	5.8%
速动比率	7.9%	5.2%	5.7%	5.8%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	2	2	2	2
应付帐款周转天数	22	22	22	22
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.15	0.16	0.22
每股经营现金流	1.15	0.58	0.31	0.37
每股净资产	2.95	3.09	3.25	3.48
估值比率				
P/E	100	97	90	63
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	59	59	57	53

资料来源：公司报表、华创证券

交通运输与供应链组分析师介绍

华创证券组长、高级分析师：吴一凡

上海交通大学金融学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛分析师交运行业第五名。

华创证券助理分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息, 准确表述了分析师的个人观点; 分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利, 未经本公司事先书面许可, 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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500