

公司研究/年报点评

2017年04月16日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 10.91
合理价格区间(元): 12.4-14.88

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

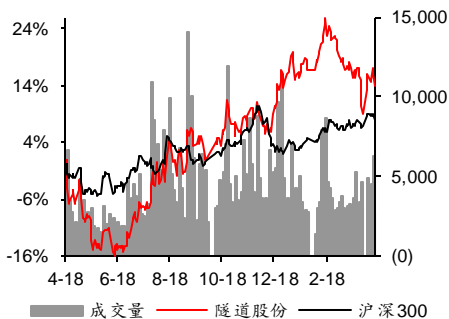
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《隧道股份(600820):PPP/海外加速业绩释放, 国改稳步推进》2016.10
- 2 《隧道股份(600820): 中标轨交 PPP 大单, 老牌国企加速成长》2016.09
- 3 《隧道股份(600820):PPP 推动订单稳增长, 国改可期业绩无忧》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

新签订单加速, 全产业链优势突出

隧道股份(600820)

2016 年业绩稳健增长, 明确城市建设运营服务商的战略定位

公司公告 2016 年年报, 全年实现收入 288.28 亿元, YoY+7.56%; 实现归属上市公司股东净利润 16.53 亿元, YoY+11.64%; 扣除非经常性损益的净利润为 15.09 亿元, YoY+14.48%, 每股收益 0.53 元。利润分配预案为, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元 (含税)。公司业绩符合我们的预期, 呈现稳中有升的态势, 净利润增速为最近 3 年来的最高值。轨交和市政板块的高景气度保证了主业施工业务的顺利推进。公司明确了城市建设运营服务商及其生态圈资源集成商的战略愿景, 显示公司在 PPP 的全产业链布局, 享受增量业务带来的施工利润同时, 着眼存量业务的高效运营和资源的整合。

盈利能力保持稳定, 现金流大幅改善

公司综合毛利率为 11.85%, 同比下滑 0.97pct, 我们判断与营改增的影响有一定的关系, 其施工业务的毛利率同比下降 1.21pct。净利率提升 0.21pct 至 5.82%, 期间费用率的减少是其主要原因。期间费用率下降 1.96pct 至 9.12%, 其中主要归功于财务费用率下降了 1.58pct, 管理费用率减少了 0.37pct, 销售费用率基本保持不变。经营性现金净额为 39.58 亿元, YoY+166.04%, 主要因为公司加大了回款力度。

核心业务能力突出, 全产业链一体化集成

公司在地下工程领域具备较大的竞争优势, 超大型隧道与越江隧道方面, 在全国超大直径隧道工程项目中, 市占率达到 68%。城市轨道交通方面, 参建上海地区所有运营线路及在建的 14、15 号线, 除了在传统优势城市持续获得订单以外, 成功进入乌鲁木齐、沈阳、新加坡、印度等地市场。公司作为城市基础设施建设运营综合服务商, 以投资带动、设计引领为驱动力, 以产业集成及一体化运作为主要模式, 积极发挥全产业链运作效用。公司运营业务已初具规模, 2016 年实现收入 5.12 亿元, YoY+37.16%, 毛利率高达 45.97%, 远高于施工业务 8% 的毛利率。

新签订单饱满, 产业并购欲加速

公司 2016 年新签施工设计订单 487.3 亿元, YoY+33.98%, 其中施工/设计订单分别为 466.7/20.6 亿元, YoY+35.52%/6.65%。施工类订单中, 轨交/市政/房建类订单增速较快, 分别为 57.19%/136.56%/56.32%, 带动了整个施工订单的较快增长。公司将 PPP 项目归于投资类项目, 2016 年中标 139.13 亿元。截止 2016 年年末, 公司基础设施投资总量达 650 亿元, 为将来的运营业务打下坚实基础。此外, 公司积极推动成立产业合伙基金 (首期 10 亿元已获备案证明), 通过对公司体系内以及上下游寻找高增长、高收益的目标公司进行股权投资, 不断丰富公司产业布局。

国改预期强, 运营业务逐步放量, 维持“买入”评级

我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.6/0.68/0.76 元, 维持 12.4-14.88 元的合理估值区间, 对应 2017 年 PE 21X-25X, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 订单转化为收入低于预期, 国改进度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,144
流通 A 股(百万股)	3,144
52 周内股价区间(元)	8.13-12.08
总市值(百万元)	34,302
总资产(百万元)	67,013
每股净资产(元)	5.66

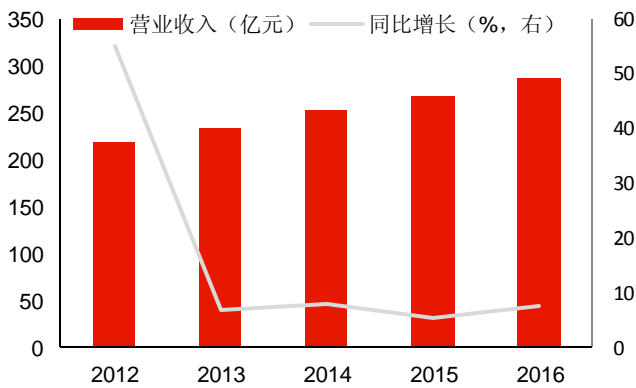
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	26,803	28,828	32,972	36,983	40,744
+/-%	5.43	7.56	14.37	12.17	10.17
净利润(百万元)	1,481	1,653	1,902	2,129	2,388
+/-%	6.24	11.64	15.05	11.96	12.17
EPS (元)	0.47	0.53	0.60	0.68	0.76
PE (倍)	23.17	20.75	18.04	16.11	14.36

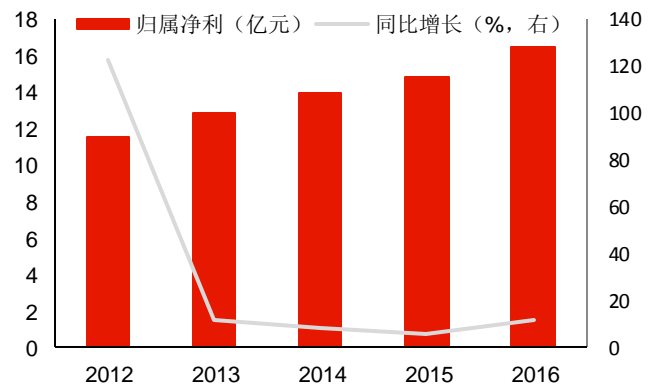
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收(亿元)及增速(%)



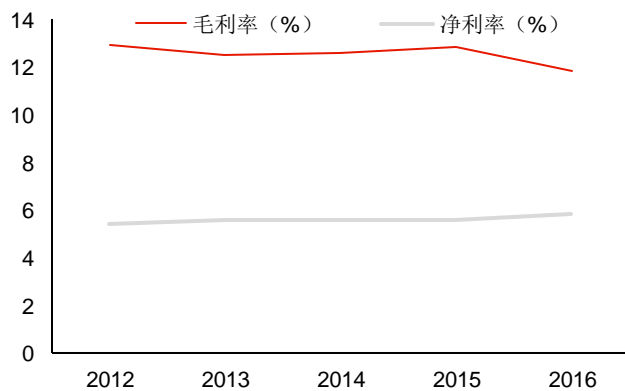
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润(亿元)及增速(%)



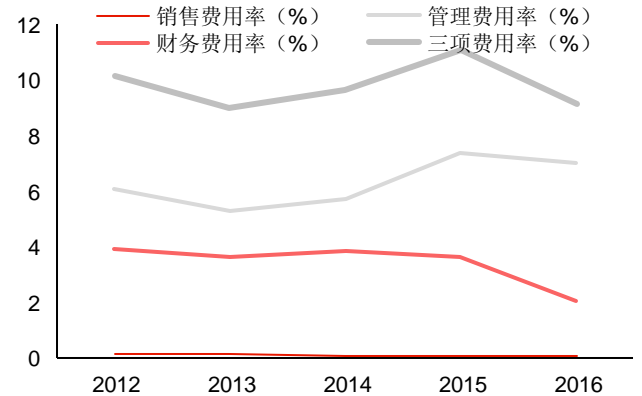
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司利润率(%)



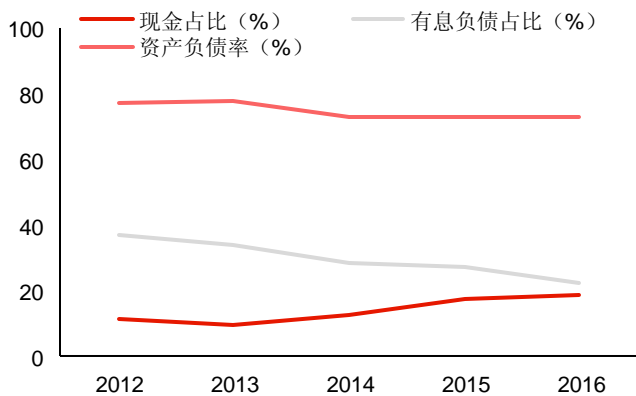
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率(%)



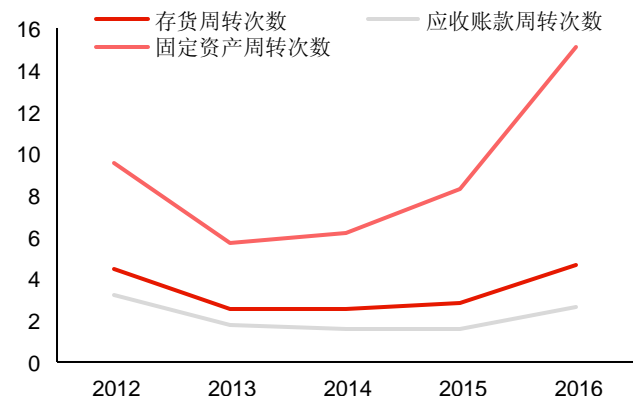
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司现金占比(%)、有息负债(%)、资产负债率(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 公司营运周转情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	32,798	36,693	39,422	44,529	51,740
现金	11,107	12,815	12,815	14,626	18,674
应收账款	13,191	14,129	16,160	18,126	19,969
其他应收账款	1,291	1,642	1,542	1,880	2,099
预付账款	645.80	1,253	1,073	1,233	1,481
存货	5,938	6,463	7,448	8,281	9,132
其他流动资产	624.90	390.89	384.38	384.38	384.38
非流动资产	30,089	30,320	32,774	32,345	30,865
长期投资	68.34	62.38	62.38	62.38	62.38
固定资产投资	2,248	3,249	7,748	9,547	9,873
无形资产	4,301	4,226	4,040	3,881	3,717
其他非流动资产	23,472	22,783	20,923	18,855	17,212
资产总计	62,887	67,013	72,196	76,875	82,605
流动负债	29,727	35,917	39,147	42,226	46,190
短期借款	2,299	3,949	5,374	4,200	4,400
应付账款	16,978	20,376	21,306	24,488	27,302
其他流动负债	10,450	11,592	12,467	13,538	14,488
非流动负债	16,274	12,846	12,870	12,881	12,864
长期借款	13,022	10,890	10,890	10,890	10,890
其他非流动负债	3,251	1,956	1,980	1,991	1,974
负债合计	46,001	48,763	52,017	55,107	59,054
少数股东权益	236.40	445.37	472.35	502.36	536.03
股本	3,144	3,144	3,144	3,144	3,144
资本公积	6,829	6,833	6,833	6,833	6,833
留存公积	6,199	7,380	9,729	11,288	13,038
归属母公司股	16,649	17,804	19,706	21,265	23,015
负债和股东权益	62,887	67,013	72,196	76,875	82,605

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,488	3,958	(783.87)	4,289	5,131
净利润	1,504	1,677	1,929	2,159	2,422
折旧摊销	552.01	497.80	1,081	1,773	2,258
财务费用	971.38	584.33	690.29	662.17	504.47
投资损失	(2,045)	(1,351)	(1,351)	(1,351)	(1,351)
营运资金变动	331.92	2,330	(2,841)	677.73	1,175
其他经营现金	173.40	220.55	(291.67)	367.58	122.13
投资活动现金	3,210	1,349	(68.08)	(77.91)	(77.91)
资本支出	1,567	1,959	1,500	1,500	1,500
长期投资	(2,438)	(1,950)	(6.61)	0.00	0.00
其他投资现金	2,338	1,357	1,425	1,422	1,422
筹资活动现金	(968.43)	(3,625)	851.95	(2,400)	(1,004)
短期借款	797.93	1,650	1,425	(1,174)	200.00
长期借款	(494.27)	(2,132)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	4.16	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,272)	(3,148)	(573.28)	(1,225)	(1,204)
现金净增加额	3,717	1,688	0.00	1,811	4,049

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,803	28,828	32,972	36,983	40,744
营业成本	23,368	25,412	28,975	32,453	35,740
营业税金及附加	658.35	67.19	76.85	86.20	94.97
营业费用	16.50	19.99	22.86	25.64	28.25
管理费用	1,981	2,025	2,249	2,522	2,779
财务费用	971.38	584.33	690.29	662.17	504.47
资产减值损失	30.69	94.64	60.00	60.00	90.00
公允价值变动收益	0.06	0.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,045	1,351	1,351	1,351	1,351
营业利润	1,823	1,978	2,250	2,526	2,859
营业外收入	145.83	237.25	237.25	237.25	237.25
营业外支出	16.99	68.86	30.00	30.00	30.00
利润总额	1,952	2,146	2,457	2,733	3,066
所得税	447.22	469.74	528.26	573.97	643.84
净利润	1,504	1,677	1,929	2,159	2,422
少数股东损益	23.67	23.57	26.98	30.01	33.67
归属母公司净利润	1,481	1,653	1,902	2,129	2,388
EBITDA (倍)	3,346	3,060	4,021	4,962	5,621
EPS (元)	0.47	0.53	0.60	0.68	0.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.43	7.56	14.37	12.17	10.17
营业利润	13.14	8.52	13.75	12.27	13.17
归属母公司净利润	6.24	11.64	15.05	11.96	12.17
获利能力 (%)					
毛利率	12.82	11.85	12.12	12.25	12.28
净利率	5.52	5.73	5.77	5.76	5.86
ROE	8.89	9.28	9.65	10.01	10.38
ROIC	9.74	9.86	9.87	11.34	13.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.15	72.77	72.05	71.68	71.49
净负债比率 (%)	34.64	30.95	32.08	28.16	26.52
流动比率	1.10	1.02	1.01	1.05	1.12
速动比率	0.90	0.84	0.82	0.86	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.44	0.47	0.50	0.51
应收账款周转率	1.93	1.99	2.05	2.04	2.02
应付账款周转率	1.46	1.36	1.39	1.42	1.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.53	0.60	0.68	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	1.26	(0.25)	1.36	1.63
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.66	6.27	6.76	7.32
估值比率					
PE (倍)	23.17	20.75	18.04	16.11	14.36
PB (倍)	2.06	1.93	1.74	1.61	1.49
EV_EBITDA (倍)	10.49	11.47	8.73	7.08	6.25

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com