

## 建筑装饰

2017年04月17日

## 隧道股份 (600820)

——新签订单大幅增长，国企改革有望加速落地

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- 公司 2016 年收入增速 7.6%，净利润增速 11.6%，符合我们的预期。2016 年公司实现营业收入 288 亿元，同比增长 7.6%；实现归属于上市公司股东净利润 16.5 亿元，同比增长 11.6%，其中四季度单季收入 112.4 亿，同比增长 4.6%，单季净利润 6.04 亿，同比增长 10.6%。
- 运营类业务收入逐渐提升显示出公司投资业务取得较好的经营成果。作为投资、设计、施工、运营一体化的城市基础设施建设运营综合服务商，公司深入贯彻落实“投资带动”的经营战略，主营业务收入逐年上升。分业务板块来看，公司施工业务实现收入 260 亿，营收占比 90.7%，同比增长 7.64%；设计业务实现收入 13.98 亿，同比下滑 9.8%；随着杭州钱江隧道的通车，公司运营类业务收入逐渐上升，贡献收入 5.12 亿，同比增长 31.3%，显示出公司投资业务取得较好的经营成果；机械加工和制造实现收入 3.3 亿，同比大幅增长 97.0%。
- 期间费用率同比下降 1.96 个百分点，精细化管理水平提升。“营改增”影响下，公司 2016 年综合毛利率较去年同期下降 0.97 个百分点至 11.85%，2016 年公司期间费用率同比下降 1.96 个百分点，其中管理费用率降低 0.37 个百分点至 7.02%，融资成本降低致使公司财务费用率同比下降 1.6 个百分点至 2.03%，公司应收账款总额增加，按信用风险特征计提坏账准备增加，致使资产减值损失/营业收入比重增加 0.21 个百分点至 0.33，综合影响下公司净利率提升 0.2 个百分点。
- 公司经营性现金流净额较去年同期多流入 24.7 亿元，为历史最好水平。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额 39.58 亿元，较上年同期多流入 24.7 亿元，收现比 101.3%，同比提升 1.7 个百分点，付现比 81.52%，同比下降 6.1 个百分点，显示出积极实施现金流管理规划取得了较好成效，现金回款仍然处于行业较高水平。
- 轨交项目助力全年新签订单同比增长 35%。2016 年公司施工项目中标合同累计金额约 466.65 亿元，较 2015 年增加 35.52%，其中轨道交通项目增长较为明显，全年累计新签订单 129.74 亿元，较上年增长 57.19%，进一步支撑了核心业务规模；按业务区域进行划分，上海市内业务 208.39 亿元，占合同总额的 44.6%；上海市外包括海外业务 258.3 亿元，占合同总额 55.4%，跨区域业务拓展顺利。
- 1) 重点发展 PPP，努力打造成为城市基础设施建设运营综合服务商。公司将 PPP 项目投资经营模式作为企业发展战略的重点，2016 年新签 PPP 项目总金额约为 139.13 亿元，且已全部完成合同签订进入施工阶段。此外，公司不断加强外部合作力度，与绿地控股集团有限公司组成联合体中标南京地铁 5 号线工程 PPP 项目，未来将利用自身品牌优势，抓住城市地下综合管廊、海绵城市等机遇，努力打造成为城市基础设施建设运营综合服务商。2) 国企改革加速，公司有望充分受益。2017 年国企改革不断发酵，工作方案也不断细化具体、实操性加强，随着“十九大”的召开和地方人事调成的完成，地方国企改革有望加速推进，公司也有望在股权激励、引入战略投资者等方面取得实质性突破。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司 17-18 年净利润分别为 19.65 亿/23.17 亿/26.65 亿，对应增速为 19%/18%/15%，PE 为 17X/15X/13X，维持增持评级。

市场数据：2017年04月17日

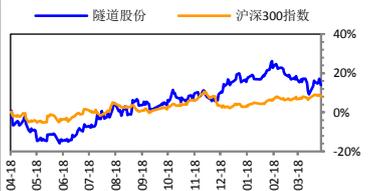
收盘价(元)	10.94
一年内最高/最低(元)	12.24/8.01
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	34396
上证指数/深证成指	3222.17 / 10450.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	5.66
资产负债率%	72.77
总股本/流通A股(百万)	3144/3144
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《隧道股份(600820)点评：中标南京城轨大单，充分受益 PPP 推进和国企改革》2016/09/09

《隧道股份(600820)点评：PPP 项目加速推进，国企改革助力发展》2016/04/15

## 证券分析师

李杨 A0230516080004  
liyang@swsresearch.com

## 研究支持

李峙屹 A0230115080003  
lizy@swsresearch.com

## 联系人

李峙屹  
(8621)23297818×7373  
lizy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	26,803	28,828	34,520	39,916	46,243
同比增长率(%)	5.43	7.56	19.74	15.63	15.85
净利润(百万元)	1,481	1,653	1,965	2,317	2,665
同比增长率(%)	6.24	11.64	18.88	17.91	15.02
每股收益(元/股)	0.47	0.53	0.63	0.74	0.85
毛利率(%)	12.8	11.9	11.7	11.7	11.7
ROE(%)	8.9	9.3	10.2	10.7	11.0
市盈率	23	21	17	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,422	26,803	28,828	34,520	39,916	46,243
营业收入同比增长率 (yoy)	8.17%	5.43%	7.56%	19.74%	15.63%	15.85%
减: 营业成本	22,227	23,368	25,412	30,473	35,239	40,830
毛利率 (%)	12.57%	12.82%	11.85%	11.70%	11.70%	11.70%
加: 营业税金及附加	722	658	67	69	80	92
主营业务利润	2,472	2,777	3,349	3,978	4,597	5,321
主营业务利润率 (%)	9.72%	10.36%	11.62%	11.52%	11.52%	11.51%
减: 销售费用	22	16	20	24	24	28
减: 管理费用	1,451	1,981	2,025	2,416	2,790	3,232
减: 财务费用	973	971	584	557	555	535
经营性利润	26	-191	720	981	1,228	1,526
经营性利润同比增长率 (yoy)	-83.00%	-834.62%	-476.96%	36.23%	25.15%	24.31%
经营性利润率 (%)	0.10%	-0.71%	2.50%	2.84%	3.08%	3.30%
减: 资产减值损失	126	31	95	96	89	202
加: 投资收益及其他	1,709	2,045	1,351	1,487	1,710	1,966
营业利润	1,611	1,823	1,978	2,371	2,849	3,290
加: 营业外净收入	245	129	168	181	159	170
利润总额	1,857	1,952	2,146	2,552	3,009	3,460
减: 所得税	441	447	470	559	658	757
净利润	1,415	1,504	1,677	1,993	2,350	2,703
少数股东损益	22	24	24	28	33	38
归属于母公司所有者的净利润	1,394	1,481	1,653	1,965	2,317	2,665
净利润同比增长率 (yoy)	8.09%	6.29%	11.50%	18.84%	17.91%	15.02%
全面摊薄总股本	3,144	3,144	3,144	3,144	3,144	3,144
每股收益 (元)	0.51	0.47	0.53	0.63	0.74	0.85
归属于母公司所有者净利润率 (%)	5.48%	5.53%	5.73%	5.69%	5.80%	5.76%
ROE	8.91%	8.89%	9.28%	10.20%	10.70%	11.00%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。