

**隧道股份(600820)/基础建设**
**市政与能源工程驱动二季度订单加速增长**
**评级：买入(维持)**

市场价格：9.57

目标价格：12.2

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

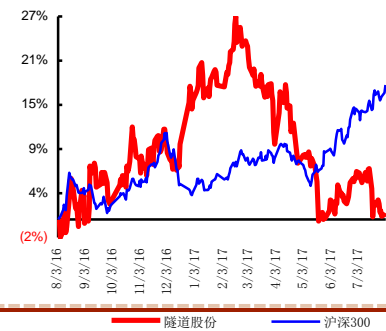
联系人：程龙戈

电话：021-20315190

Email：chenglg@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,144
流通股本(百万股)	3,144
市价(元)	9.57
市值(百万元)	30,089
流通市值(百万元)	30,089

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 携手地产龙头分享PPP轨交盛宴
- 业绩稳健符合预期，轨交与PPP驱动订单快速增长
- 隧道股份：轨交市政与PPP推动订单快速增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	26,803.2	28,828.5	33,140.2	37,752.8	42,038.4
增长率 yoy%	5.4%	7.6%	15.0%	13.9%	11.4%
净利润	1,480.6	1,653.0	1,910.9	2,162.4	2,416.1
增长率 yoy%	6.2%	11.6%	15.6%	13.2%	11.7%
每股收益(元)	0.47	0.53	0.61	0.69	0.77
每股现金流量	0.47	1.26	0.31	0.37	0.88
净资产收益率	8.9%	9.3%	9.9%	10.5%	10.9%
P/E	20.3	18.2	15.7	13.9	12.5
PEG	1.5	1.3	1.4	1.0	0.9
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

备注：

**投资要点**

- 公司二季度新签订单加速增长。**公司公告 2017 年上半年新签设计施工订单总额 233.6 亿元，同比增长 34.1%，其中二季度单季新签 152.6 亿元，同比增长 44.3%，增速较一季度提升 26 个 pct，加速明显。其中 PPP 等投资类项目带动的施工部分总金额约 85.1 亿元。施工/设计订单分别为 222.9/10.7 亿元，分别同比增长 37.5%/11.3%。
- 市政、能源、道路工程增速较快，轨交因招投标节奏同比有所下滑。**施工订单按照业务类型分，轨交/市政/能源/道路/房建/其他分别签订 39.3/66.1/35.9/50.6/16.4/14.7 亿元，同比增长 -26.6%/115.6%/88.5%/43.0%/-20.2%/391.4%。市政、能源、道路工程是订单快速增长的主要领域。轨交订单出现较明显下滑，我们分析是因为上半年上海、杭州等公司优势地区地铁招标比较少，预计下半年随着这些地区轨交招标增加，公司轨交订单有望得到明显恢复。
- 上海市外业务加速拓展，海外因基数问题同比下滑，轨交订单减少导致地下业务增速较慢。**按地域分，上海市外/市内订单同比分别增长 83.9%/38.1%，市外业务占比达 54%，较去年有大比例提升；海外业务新签订单 4.3 亿元，同比回落 83.2%，主要因去年基数较大。从空间类型上看，地下/地上业务分别占比 40%与 60%，增速分别为 4.5%/74.1%，地下业务增长较慢主要因上半年轨交订单同比下滑较多。
- 投资类项目经验丰富，全产业链协同强势发力 PPP。**2016 年全年中标投资类项目合计 139 亿元(主要集中在上半年)，2017 年上半年累计签订 PPP 项目 85 亿元。公司具备创新基因，探索基建领域投融资新模式，成功践行公司可转债、资产证券化、产业基金等金融手段，运作过多个大型 BOT/BT 项目，基础设施项目投资总量达 650 亿元，全产业链参与 PPP 项目优势明显。
- 股份划转上海国资流动平台，公司国改预期强烈。**上海国改创新引领全国，今年 1 月 18 日出台员工持股试点方案，6 月 14 日出台首批 4 家试点，预计后续员工持股/股权激励/混改等将成加速推进重点，7 月 14 日市国资委召开三季度工作会议要求“聚焦重点、全力以赴，加快推进国资国企改革创新”。公司去年 10 月 29 日公告控股股东将其持有的公司 13%股份无偿划转给上海国资流动平台国盛集团已完成，后续存国改运作空间。此前同为上海建筑国企的上海建工已完成员工持股计划，公司在激励机制方面亦有改革潜力，有望在充足订单基础上加速业绩释放。
- 投资建议：**我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 19.1/21.6/24.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.69/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 16/14/13 倍，考虑到公司未来 PPP 业务的巨大潜力及国企改革潜力，给予公司目标价 12.2 元(对应 2017 年 PE20 倍)，“买入”评级。
- 风险提示：**国企改革进度不达预期风险、PPP 项目落地不达预期风险。

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,803.2	28,828.5	33,140.2	37,752.8	42,038.4	成长性					
减: 营业成本	23,367.6	25,412.0	29,158.7	33,242.0	37,075.9	营业收入增长率	5.4%	7.6%	15.0%	13.9%	11.4%
营业税费	658.3	67.2	66.3	37.8	42.0	营业利润增长率	13.1%	8.5%	18.3%	12.5%	12.2%
销售费用	16.5	20.0	43.1	49.1	54.6	净利润增长率	6.2%	11.6%	15.6%	13.2%	11.7%
管理费用	1,981.3	2,024.9	2,167.3	2,425.6	2,684.5	EBITDA增长率	8.6%	-8.2%	5.8%	19.4%	11.4%
财务费用	971.4	584.3	552.6	656.3	774.3	EBIT增长率	8.1%	-8.3%	12.9%	13.7%	13.3%
资产减值损失	30.7	94.6	100.0	100.0	100.0	NOPLAT增长率	9.3%	-7.1%	12.7%	13.7%	13.3%
加: 公允价值变动收益	0.1	1.0	2.1	-0.7	-0.2	投资资本增长率	-42.8%	43.6%	55.7%	18.9%	26.5%
投资和汇兑收益	2,045.3	1,351.4	1,285.5	1,390.4	1,644.8	净资产增长率	5.8%	8.1%	7.8%	7.1%	7.8%
营业利润	1,822.7	1,977.9	2,339.6	2,631.7	2,951.6	利润率					
加: 营业外净收支	128.8	168.4	145.0	180.0	190.0	毛利率	12.8%	11.9%	12.0%	11.9%	11.8%
利润总额	1,951.5	2,146.3	2,484.6	2,811.7	3,141.6	营业利润率	6.8%	6.9%	7.1%	7.0%	7.0%
减: 所得税	447.2	469.7	546.6	618.6	691.1	净利率	5.5%	5.7%	5.8%	5.7%	5.7%
净利润	1,480.6	1,653.0	1,910.9	2,162.4	2,416.1	EBITDA/营业收入	12.4%	10.6%	9.7%	10.2%	10.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	10.4%	8.9%	8.7%	8.7%	8.9%
货币资金	11,106.9	12,814.7	9,942.0	11,325.8	12,611.5	运营效率					
交易性金融资产	2.0	-	2.1	1.4	1.2	固定资产周转天数	30	34	31	26	22
应收账款	14,482.2	15,770.9	17,369.2	22,061.5	22,312.4	流动营业资本周转天数	-51	-81	-82	-72	-65
应收票据	138.1	3.3	272.9	41.7	308.6	流动资产周转天数	416	434	399	385	392
预付账款	645.8	1,253.3	1,986.5	738.4	2,571.5	应收账款周转天数	191	189	180	188	190
存货	5,937.7	6,463.5	6,496.0	9,201.6	9,336.3	存货周转天数	79	77	70	75	79
其他流动资产	484.8	387.6	699.3	523.9	536.9	总资产周转天数	817	811	748	726	723
可供出售金融资产	1,834.0	1,249.4	1,759.7	1,614.4	1,541.2	投资资本周转天数	86	71	93	109	121
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	68.3	62.4	62.4	62.4	62.4	ROE	8.9%	9.3%	9.9%	10.5%	10.9%
投资性房地产	7.0	6.6	6.6	6.6	6.6	ROA	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%
固定资产	2,247.5	3,248.7	2,481.1	2,984.0	2,086.8	ROIC	26.3%	42.8%	33.6%	24.5%	23.4%
在建工程	5,092.7	8,932.0	12,932.0	14,932.0	18,932.0	费用率					
无形资产	4,301.3	4,225.6	4,154.3	4,082.9	4,011.6	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	16,538.4	12,594.9	12,589.5	13,899.6	13,017.2	管理费用率	7.4%	7.0%	6.5%	6.4%	6.4%
资产总额	62,886.9	67,012.8	70,753.6	81,476.1	87,336.0	财务费用率	3.6%	2.0%	1.7%	1.7%	1.8%
短期债务	2,299.3	3,949.2	3,974.3	5,561.8	7,388.7	三费/营业收入	11.1%	9.1%	8.3%	8.3%	8.4%
应付账款	18,764.9	22,585.8	24,361.2	28,649.6	30,545.8	偿债能力					
应付票据	60.1	262.3	121.4	174.4	195.3	资产负债率	73.1%	72.8%	72.2%	74.1%	74.0%
其他流动负债	8,603.0	9,119.9	10,062.0	11,898.6	12,160.5	负债权益比	272.4%	267.2%	259.6%	286.6%	284.3%
长期借款	13,022.3	10,890.2	9,778.8	11,453.4	11,851.5	流动比率	1.10	1.02	0.95	0.95	0.95
其他非流动负债	3,251.5	1,955.6	2,778.6	2,661.9	2,465.4	速动比率	0.90	0.84	0.79	0.75	0.76
负债总额	46,001.0	48,763.0	51,076.2	60,399.7	64,607.2	利息保障倍数	2.88	4.38	5.23	5.01	4.81
少数股东权益	236.4	445.4	472.5	503.2	537.5	分红指标					
股本	3,144.1	3,144.1	3,144.1	3,144.1	3,144.1	DPS(元)	0.15	0.16	0.18	0.21	0.23
留存收益	13,027.3	14,212.8	16,060.8	17,429.1	19,047.2	分红比率	31.9%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	16,885.9	18,249.9	19,677.4	21,076.4	22,728.8	股息收益率	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,504.3	1,676.6	1,910.9	2,162.4	2,416.1	EPS(元)	0.47	0.53	0.61	0.69	0.77
加: 折旧和摊销	552.0	497.8	338.9	568.5	568.5	BVPS(元)	5.30	5.66	6.11	6.54	7.06
资产减值准备	30.7	94.6	-	-	-	PE(X)	20.3	18.2	15.7	13.9	12.5
公允价值变动损失	-0.1	-1.0	2.1	-0.7	-0.2	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	1,070.5	679.2	552.6	656.3	774.3	P/PCF	5.5	-11.9	-16.0	9.1	27.5
投资收益	-2,045.3	-1,351.4	-1,285.5	-1,390.4	-1,644.8	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	23.7	23.6	27.1	30.7	34.3	EV/EBITDA	6.5	7.7	6.6	5.7	5.5
营运资金的变动	-287.4	6,393.1	-578.4	-854.8	620.9	CAGR(%)	13.4%	13.5%	11.0%	13.4%	13.5%
经营活动产生现金	1,487.8	3,958.0	967.8	1,172.0	2,769.2	PEG	1.5	1.3	1.4	1.0	0.9
投资活动产生现金	3,209.8	1,348.9	-2,729.1	-1,462.8	-1,881.6	ROIC/WACC	3.2	5.2	4.1	3.0	2.9
融资活动产生现金	-968.4	-3,625.5	-1,111.4	1,674.6	398.1	REP	1.4	0.7	0.5	0.6	0.5

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。