

公司研究/中报点评

2017年08月27日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.44
合理价格区间(元): 12.40~14.88

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

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

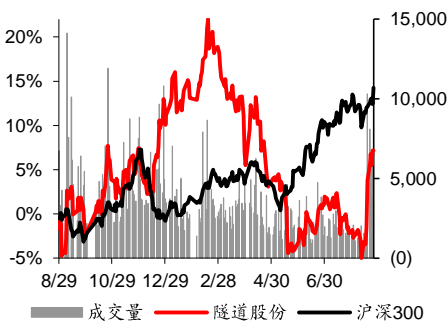
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《隧道股份(600820,买入): 新签订单加速, 全产业链优势突出》2017.04
- 2 《隧道股份(600820): PPP/海外加速业绩释放, 国改稳步推进》2016.10
- 3 《隧道股份(600820): 中标轨交 PPP 大单, 老牌国企加速成长》2016.09

股价走势图



资料来源: Wind

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)	9.26-12.08
总市值 (百万元)	32,824
总资产 (百万元)	62,565
每股净资产 (元)	5.76

资料来源: 公司公告

业绩/订单增速稳定, 国改提效可期

隧道股份(600820)

事件

公司 8 月 25 日晚公布 2017 年半年报, 上半年实现营收 119.99 亿元, YoY+5.58%, 归母净利润 7.63 亿元, YoY+8.70%, 业绩基本符合预期。2017H1 公司经营性现金流有所恶化, 净流入减少 1.22 亿元。上半年公司中标 PPP 项目 85.07 亿元, 中标施工合同额 222.93 亿元。

设计/施工收入增速提升, 收现比大幅提升

公司上半年营收及归母净利润增速较去年中报分别上升-9.94pct 和 0.62pct。收入增速下降的主要原因是除设计/施工/房地产外的其他业务增速下滑明显, 但公司核心业务设计与施工收入增速达到 7.67%和 25.67%, 分别上升 0.65pct 和 26.93pct, 去年订单高速增长向收入传导速度较快。从盈利能力上看, 增速下滑的业务中除租赁/运营外毛利率均低于公司综合水平, 此类业务占比减小有助于公司盈利能力提升。公司上半年 CFO 净流入减少, 主要系非主营业务现金流入减少且流出增多所致, 与主营业务关联小, 公司上半年收现比 112.54%, 同比提高 19.5pct, 收款能力提高。

毛利率下降, 净利率提升, 财务指标整体稳健

2017H1 公司综合毛利率 12.24%, 同比下降 0.37pct, 主要系设计业务毛利率大幅下滑 46.85pct 所致, 公司施工业务毛利率同比提升 2.87pct。公司三费保持基本稳定, 其中销售费用保持稳定, 管理费用率上升 2.03pct 至 8.21%主要系研发/租赁成本上升, 财务费用率下降 0.29pct 至 1.98%。此外公司税金占比大幅下降 1.28pct, 资产减值损失占比下降 0.73pct 也对净利率的提升产生积极影响, 公司 H1 净利率提升 0.19pct 至 6.45%。公司上半年负债率下降 2.43pct 至 70%, 各项运营指标保持基本稳定。

在手订单饱满促主业稳定增长, 未来收入有望更加多元

上半年公司新中标施工合同额 222.93 亿元, YoY+37.49%, PPP 等投资类业务新签订单 85.07 亿元, 同比下降 39%, 设计业务新签订单 10.7 亿元, 下降 11%但 Q2 单季度同比增长 10%。公司上半年新签订单总额已超过去年全年收入, 设计施工主业稳定增长保障度较高。H1 公司在装配式建筑和桥梁领域新签订单 38 亿元, 未来有望在装配式建筑领域形成新的增长极。上半年建元投资与金融机构共同成立的股权投资基金首期 10 亿元已募集完毕, 并成功参与鸿基节能 1.5 亿元定增, 未来股权投资业务有望对公司的业务和收入多元化形成积极影响。

业绩稳定增长, 国改提质增效可期, 维持“买入”评级

公司饱满的在手订单将对未来业绩的稳定增长提供较高保障。上海作为国企改革重点试点地区, 联通等国企的改革动作有望使上海国改再提速, 公司作为上海第一家上市施工企业, 有望充分受益。我们维持公司 17-19 年 EPS0.6/0.68/0.76 元的盈利预测, 维持 12.4-14.88 元的合理估值区间, 对应 2017 年 PE21X-25X, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 项目进展不及预期, 公司国改进度不及预期。

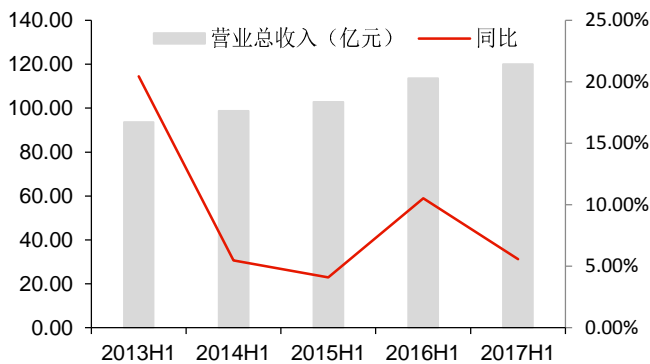
经营预测指标与估值

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
归属母公司净利润 (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, 最新摊薄)	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

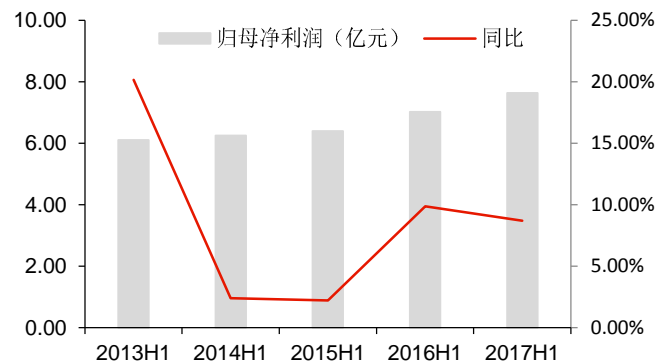
公司过往经营情况

图表1: 公司营收及同比增速



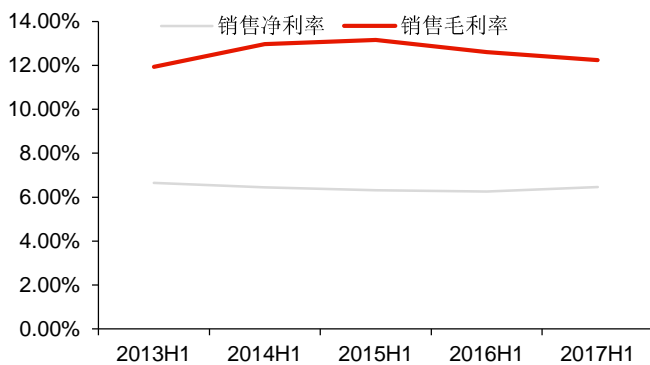
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



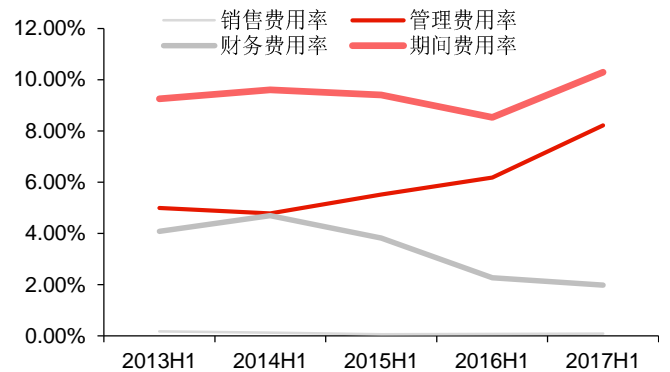
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司盈利能力



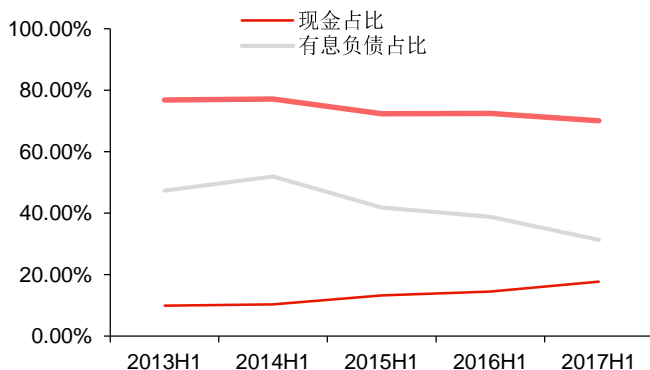
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项费用率



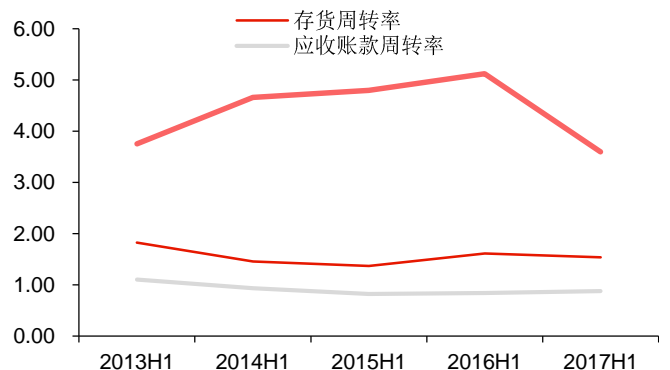
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资本结构指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

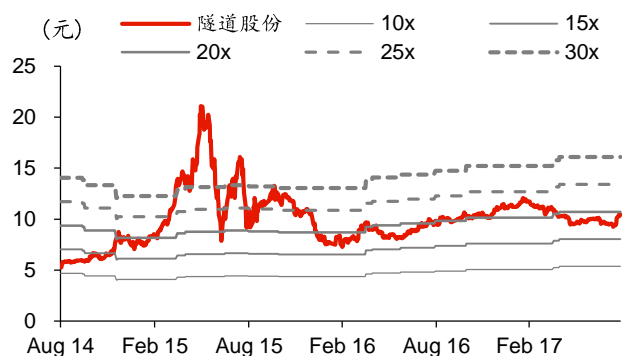
图表6: 公司各项周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

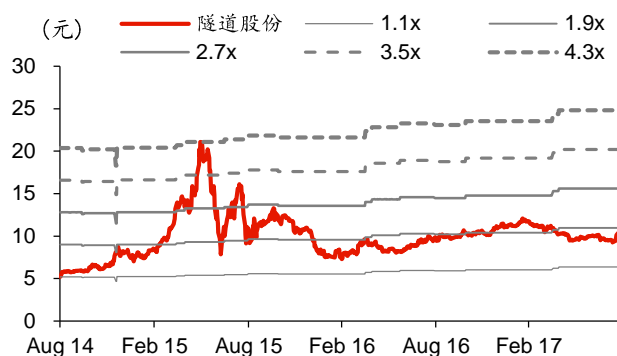
PE/PB-Bands

图表7: 隧道股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 隧道股份历史 PB-Bands



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	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：A0K809

©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 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

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