

隧道股份 (600820.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

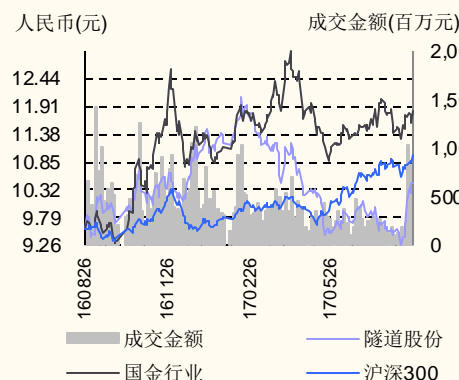
公司点评

市场价格 (人民币): 10.44 元
 目标价格 (人民币): 13.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,144.10
总市值(百万元)	32,824.36
年内股价最高最低(元)	12.08/9.26
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

- 《业绩稳步增长，上海国改加速值得期待-隧道股份公司点评》，2017.5.1
- 《PPP/一带一路助力订单高速增长，国改先锋再上风口-隧道股份公...》，2017.4.21

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

业绩/订单稳步增长，上海先锋国改可期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.471	0.526	0.573	0.627	0.689
每股净资产(元)	5.30	5.66	6.08	6.61	7.19
每股经营性现金流(元)	0.47	1.26	-0.27	1.06	0.81
市盈率(倍)	22.59	20.94	18.22	16.66	15.16
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	6.24%	11.64%	8.97%	9.37%	9.91%
净资产收益率(%)	8.89%	9.28%	9.42%	9.49%	9.57%
总股本(百万股)	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10	3,144.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布半年报，2017年H1实现营收/净利/扣非净利120/7.7/7.6亿元，同比增长5.6%/8.9%/8.7%，符合市场预期。

经营分析

- 营收/利润稳增长，盈利/营运能力增强：1) 公司H1营收120亿(+5.6%)，Q1/Q2营收52.9亿(+5.2%)/67.1亿元(+5.9%)，Q2营收增速略有提高；H1归母净利润7.6亿，同比+8.7%，高于营收增速，系净利率提高0.2pct所致；2) 公司H1施工业务营收106.8亿(同比+7.7%)，毛利率10.4%(比去年提高2.9pct)，施工业务为H1营收主要来源；根据去年上半年营收情况预判，下半年施工业务营收有望大幅提高；3) 分地区来看，公司在上海市内业务营收63.4亿(同比+19.4%)，占比52.8%，占比提高6.1pct；公司国外业务营收5.79亿(同比+17%)，海外市场进一步扩大；4) H1销售/管理/财务费用同比+21.6%/+40.2%/-7.6%，销售费用变动系运输和展览费增加所致，管理费用变动系研发费用(3.8亿)同比+52.8%所致，均属于合理变动；5) H1存货同比+11.62%，主要由于业务增加导致工程施工尚未结算转出(工程施工科目较去年同期+13.76%)；6) 公司上半年销售净利率提高0.2pct至6.5%，应收账款余额同比-7.2%，周转率改善，回款速度加快，公司盈利/营运能力增强。
- 订单高增保障业绩，PPP模式持续发力：1) 2017年上半年公司中标合同额为233.6亿，同比增长34%，其中施工/设计业务中标合同额分别为222.9亿/10.7亿，较去年同期+37.5%/-11.3%；2) 公司Q1中标合同额为81亿(同比+18.3%)，Q2中标合同额为152.6亿(同比+44.3%)，二季度订单增速相比一季度提高26pct，订单增速明显加快，未来业绩增长有保障；3) 2017年上半年公司PPP投资项目中标总额为85.1亿(同比-38.9%)，其中Q1/Q2中标总额分别为23.9亿/61.2亿，较去年同期-81.8%/+679.5%，二季度PPP项目中标额增速明显；上半年公司首次进入PPP项目的新领域-地下综合管廊，并成功开拓四川等新区域市场，叠加国家PPP政策出台更加规范化，公司未来PPP业务有望持续发力。
- 股权划转如期完成，国改先锋运作空间可期：1) 公司具备国资背景，2016年10月公司控股股东上海城建将13%的股权无偿划入上海国资流动平台国盛集团，股份划转后实际控制人上海市国资委累计持有公司45.9%股份；

2) 上海国资委一直以来走在国改前列，2017 年上海国改动作频繁，先后出台员工持股试点方案明确将推进 10 家企业混改加速推进员工持股激励，此前同为上海建筑国企的上海建工已完成员工持股，公司作为国改先锋有望在激励机制有所突破，在订单充足的基础上公司业绩加速释放值得期待。

投资建议

- 我们预测公司 17/18 实现营收 313 亿/341 亿，净利润 18.0 亿/19.7 亿；给予公司未来 3 个月 13-15 元目标价位，对应 17 年 PE 估值为 23-26 倍。

风险提示

- 市场竞争风险，投资业务风险，海外业务风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,422	26,803	28,828	31,292	34,117	37,465	货币资金	7,390	11,107	12,815	11,588	15,885	18,911
增长率	5.4%	7.6%	8.5%	9.0%	9.8%		应收款项	13,988	14,620	15,774	15,357	16,556	18,181
主营业务成本	-22,227	-23,368	-25,412	-27,551	-30,033	-32,917	存货	5,839	5,938	6,463	7,171	7,817	8,568
%销售收入	87.4%	87.2%	88.1%	88.0%	88.0%	87.9%	其他流动资产	1,988	1,133	1,641	1,216	1,203	1,319
毛利	3,194	3,436	3,416	3,740	4,084	4,548	流动资产	29,204	32,798	36,693	35,332	41,462	46,979
%销售收入	12.6%	12.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%	%总资产	49.7%	52.2%	54.8%	53.6%	59.0%	62.2%
营业税金及附加	-722	-658	-67	-88	-119	-131	长期投资	16,168	17,361	13,035	12,985	12,984	12,984
%销售收入	2.8%	2.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	固定资产	7,171	7,340	12,181	12,827	12,735	13,053
营业费用	-22	-16	-20	-22	-27	-30	%总资产	12.2%	11.7%	18.2%	19.5%	18.1%	17.3%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	4,452	4,368	4,295	3,579	3,015	2,541
管理费用	-1,451	-1,981	-2,025	-2,128	-2,491	-2,772	非流动资产	29,610	30,089	30,320	30,592	28,813	28,580
%销售收入	5.7%	7.4%	7.0%	6.8%	7.3%	7.4%	%总资产	50.3%	47.8%	45.2%	46.4%	41.0%	37.8%
息税前利润 (EBIT)	999	779	1,304	1,503	1,446	1,614	资产总计	58,814	62,887	67,013	65,924	70,275	75,559
%销售收入	3.9%	2.9%	4.5%	4.8%	4.2%	4.3%	短期借款	1,901	2,911	4,203	3,865	4,260	4,498
财务费用	-973	-971	-584	-702	-678	-684	应付款项	23,382	25,751	30,641	28,782	31,047	34,050
%销售收入	3.8%	3.6%	2.0%	2.2%	2.0%	1.8%	其他流动负债	926	1,065	1,073	944	943	1,113
资产减值损失	-126	-31	-95	-137	-12	-15	流动负债	26,209	29,727	35,917	33,590	36,250	39,662
公允价值变动收益	2	0	1	0	0	0	长期贷款	13,517	13,022	10,890	10,890	10,890	10,891
投资收益	1,709	2,045	1,351	1,462	1,588	1,680	其他长期负债	3,129	3,251	1,956	1,861	1,874	1,872
%税前利润	92.1%	104.8%	63.0%	63.2%	61.8%	59.1%	负债	42,854	46,001	48,763	46,342	49,014	52,425
营业利润	1,611	1,823	1,978	2,126	2,344	2,596	普通股股东权益	15,639	16,649	17,804	19,112	20,767	22,618
%利润率	6.3%	6.8%	6.9%	6.8%	6.9%	6.9%	少数股东权益	321	236	445	470	493	516
营业外收支	245	129	168	186	228	246	负债股东权益合计	58,814	62,887	67,013	65,924	70,275	75,559
税前利润	1,857	1,952	2,146	2,312	2,572	2,842							
利润率	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%	7.5%	7.6%	比率分析						
所得税	-441	-447	-470	-485	-579	-654		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	23.8%	22.9%	21.9%	21.0%	22.5%	23.0%	每股指标						
净利润	1,415	1,504	1,677	1,826	1,993	2,188	每股收益	0.443	0.471	0.526	0.573	0.627	0.689
少数股东损益	22	24	24	25	23	23	每股净资产	4.974	5.295	5.663	6.079	6.605	7.194
归属于母公司的净利润	1,394	1,481	1,653	1,801	1,970	2,165	每股经营现金净流	1.140	0.467	1.257	-0.271	1.063	0.815
净利率	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	每股股利	0.100	0.400	0.400	0.100	0.100	0.100
							回报率						
							净资产收益率	8.91%	8.89%	9.28%	9.42%	9.49%	9.57%
							总资产收益率	2.37%	2.35%	2.47%	2.73%	2.80%	2.87%
							投入资本收益率	2.31%	1.74%	3.02%	3.42%	3.04%	3.19%
							增长率						
							主营业务收入增长率	8.17%	5.43%	7.56%	8.54%	9.03%	9.81%
							EBIT增长率	0.36%	-22.00%	67.36%	15.20%	-3.76%	11.61%
							净利润增长率	8.09%	6.24%	11.64%	8.97%	9.37%	9.91%
							总资产增长率	3.09%	6.92%	6.56%	-1.63%	6.60%	7.52%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	173.0	179.2	173.0	160.0	160.0	160.0
							存货周转天数	94.2	92.0	89.1	95.0	95.0	95.0
							应付账款周转天数	238.2	250.2	268.3	240.0	240.0	240.0
							固定资产周转天数	32.2	30.6	41.1	44.2	36.5	35.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	58.44%	36.31%	12.49%	16.17%	-3.46%	-15.23%
							EBIT利息保障倍数	1.0	0.8	2.2	2.1	2.1	2.4
							资产负债率	72.86%	73.15%	72.77%	70.30%	69.75%	69.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	4
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-21	买入	10.69	13.00~15.00
2	2017-05-01	买入	10.24	13.00~15.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD