

建筑装饰

2017年08月28日

隧道股份 (600820)

——经营稳健，国企改革值得期待

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月25日

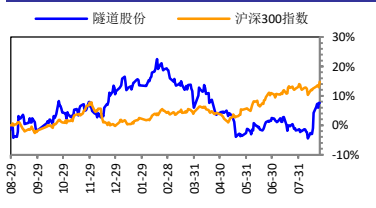
收盘价(元)	10.44
一年内最高/最低(元)	12.24/9.25
市净率	1.8
息率(分红/股价)	1.53
流通A股市值(百万元)	32824
上证指数/深证成指	3331.52 / 10659.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.76
资产负债率%	70.06
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：新签订单大幅
增长，国企改革有望加速落地》2017/04/17
《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

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyng@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230517070004
lizy@swsresearch.com

联系人

黄颖
(8621)23297818x021-23297204
huangying@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司2017上半年度归母净利润增速同比增长8.7%，略低于我们的预期(12%)。1H17公司实现营业收入120.0亿元，同比增长5.6%；实现净利润7.64亿元，同比增长8.7%；其中2017公司实现营收67.1亿元，同比增长5.9%，实现净利润4.1亿，同比增长7.3%。
- 公司各版块之间收入增速相对稳定。公司施工业务实现收入106.7亿，其营收占比88.9%，收入较去年同期同比增长7.7%；设计业务实现收入5.86亿，同比增长25.7%；运营类业务贡献收入2.3亿，同比增长9.1%；机械加工和制造实现收入1.88亿，同比增长8.87%，租赁和材料销售业务出现一定下降。
- 设计业务毛利率下滑叠加“营改增”收入口径不同影响，公司2017H1毛利率较去年同期下滑0.37个百分点，财务费用叠加资产减值损失计提比率降低，公司净利率提升0.2个百分点。公司2017H1综合毛利率12.24%，较去年同期下降0.37个百分点，主要受到设计业务毛利率下滑和“营改增”后收入统计口径差异影响；管理人员薪酬提升、研发与租赁费用增加导致管理费用率较去年同期提升了2.03个百分点至8.21%，公司带息负债规模下降，财务费用率较去年同期下降0.28个百分点至1.98%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款减少，冲回坏账准备致使资产减值损失/营业收入下降0.73个百分点，公司净利率提升0.2个百分点。
- 公司上半年经营性现金流净额1.6亿元，较2016年同期少流入1.23亿元，但是公司收现比112.5%，现金回款仍然处于行业较高水平。2017H1公司收现比为112.5%，较去年同期提升19.5个百分点，付现比102.2%，同比增生了24.1个百分点，现金回款仍然处于行业较高水平。
- 新签订单趋势良好，助力公司未来业绩增长。2017H1公司新签订单合同总额约233.6亿元，较去年同比增加34.1%，其中施工订单222.9亿，同比增长37.5%，施工订单中市政工程、能源工程和道路工程订单快速增加，分别同比增加116%、89%、43%，轨道交通和房建订单同比下滑26%、20%；按区域类型区分，上海市内业务同比增长38%、上海市外业务同比增长84%；按空间类型分类，承接地下业务88.9亿元，占比39.9%，订单同比增加4.45%，地上业务订单133.9亿，占比60.1%，订单同比提升74.1%，订单类型更加多元化。
- 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年期连续中标多个PPP模式投资项目现已进入施工阶段，2017H1公司中标包括台州市地下综合管廊一期工程(台州大道段、市区段)、慈溪市胜山至陆埠公路(横河-余慈界段)工程等PPP项目共计6个，项目总金额约为85.07亿元，由投资业务带动的施工部分总金额约为59.2亿元，同比增长40.9%，未来公司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。国有企业员工持股顶层设计有望加速出台。隧道股份是上海基建领军企业，质地优良，在国改浪潮下改革有望加速推进，在股权激励、引入战略投资者等方面有望取得实质性突破。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：我们预计公司17-19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/14X/12X，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	28,828	11,999	34,520	39,916	46,243
同比增长率(%)	7.56	5.58	19.70	15.60	15.90
净利润(百万元)	1,653	764	1,965	2,317	2,665
同比增长率(%)	11.64	8.70	18.90	17.90	15.00
每股收益(元/股)	0.53	0.24	0.63	0.74	0.85
毛利率(%)	11.9	12.2	11.7	11.7	11.7
ROE(%)	9.3	4.2	10.2	10.7	11.0
市盈率	20		17	14	12

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%	19.70%	15.60%	15.90%
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%
减: 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	-192	720	981	1,228	1,526
经营性利润同比增长率 (yoy)	-83.00%	-841.65%	-475.18%	36.23%	25.18%	24.27%
经营性利润率 (%)	0.10%	-0.72%	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%	6.24%	11.64%	18.90%	17.90%	15.00%
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
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.48%	5.52%	5.73%	5.70%	5.80%	5.76%
ROE	8.91%	8.89%	9.28%	10.20%	10.70%	11.00%

资料来源: 公司公告, 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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。