

强烈推荐-A (维持)

隧道股份 600820.SH

目标估值: NA
 当前股价: 10.16 元
 2017年08月30日

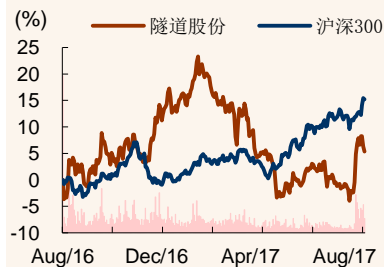
业绩稳定增长, 业务有所突破

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	314410
已上市流通股(万股)	314410
总市值(亿元)	319
流通市值(亿元)	319
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	70.1%
主要股东	上海城建(集团)公司
主要股东持股比例	30.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-12	8
相对表现	3	-23	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《隧道股份(600820)——业绩稳定增长, 订单充足奠定基础》2017-04-17
- 2、《隧道股份(600820)——PPP 促进业绩增长, 现金流恶化》2016-08-29
- 3、《隧道股份(600820)——主业受益于轨交爆发, PPP 订单加速落地》2016-06-18

王彬鹏

021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司 2017 年上半年实现营收 119.99 亿元, 同比增长 5.58%; 归母净利润为 7.00 亿元, 同比增长 7.72%, EPS 为 0.24 元/股。

评论:

1、营收和净利润实现小幅增长, 多领域和区域业务均实现突破

17H1 营收实现一定增长, 主要施工主业订单增长较快, 上半年累计中标合同金额达 222.93 亿元, 增长 37.49%, 其中由投资业务带动施工部分总金额约 59.2 亿元。公司进行领域和区域扩张, 分领域来看, 投资类(新签投融资类项目(BT+PPP)85.07 亿元、金融投资业务)、施工类(轨交、隧道、公路桥梁、市政(预制装配式建筑、装配式桥梁 38 亿元订单)、燃气能源等)、设计类(17H1 中标 10.7 亿元); 分区域来看, 上海(63.42 亿元, 19.36%)、浙江(16.07 亿元, 123.59%)、河南(2.61 亿元, 221.17%)、山东(0.94 亿元, 1120.45%)、香港(3.30 亿元, 134.30%) 贡献较大, 且增速较快, 此外, 公司在澳门(营收 0.56 亿元)及除新加坡(营收 88.66 万元)之外的海外地区实现突破。公司净利润也实现小幅增长, 增速高于营收增速, 主要是因为: 1) 营改增导致营业税金及附加减少 1.44 亿元; 2) 资产减值损失减少 0.86 亿元; 3) 但科研费用增加, 导致管理费用增加 2.83 亿元。分季度来看, 17Q1/Q2 营收增速分别为 5.18%、5.90%, 增速逐季上升; 17Q1/Q2 净利润增速分别为 10.81%、7.30%, 增速逐季下降。

2、毛利率下降 0.37 个 pp, 净利率提升 0.20 个 pp, 负债率有所下降, 现金流减少

公司毛利率较去年同期下降 0.37 个 pp 至 12.24%, 其中随着 PPP 等融资类项目占比提升, 施工业务毛利率提升 2.87 个 pp, 但设计类业务毛利率下降 46.86 个 pp 至 13.68%。公司净利率提升 0.20 个 pp 至 6.45%, 期间费用率提升 1.76 个 pp 至 10.29%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别提升 0.01、2.03、-0.28 个 pp。公司经营性现金流净额为 1.60 亿元, 较去年同期减少 1.23 亿元, 主要是公司开展业务支出较多, 购买商品、接受劳务支付现金增加 30.09 亿元, 但公司回款有所改善, 收现比提升 19.46 个 pp 至 112.54%。公司负债率下降 2.42 个 pp 至 70.06%。我们发现, 公司预收款和预付款分别增加 6.29 亿元、4.47 亿元, 大量项目处于推进过程, 预计未来业绩有望实现较大幅增长。

3、拓展 PPP 业务, 以投资带动施工, 打造产业链一体化服务

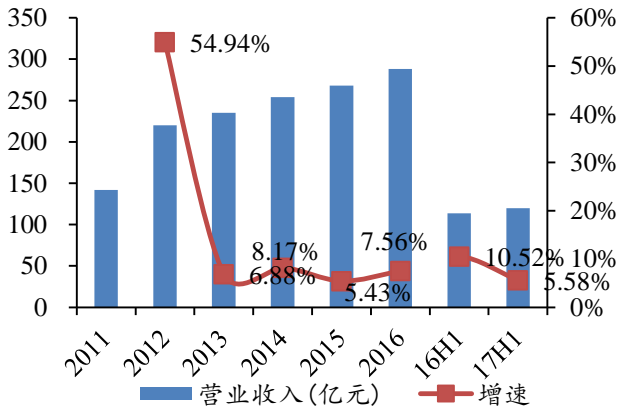
公司主要从事城市基建设计、施工、投资、运营等, 并兼顾盾构产品的设备制造业务, 一方面, 公司将结合基建发展大方向, 加大轨交、综合管廊、市政工程类等业务承接力度, 另一方面, 公司积极加大基建投资力度, 拓展 PPP 业务, 以投资带动施工、设计业务, 增强公司一体化综合服务能力。未来, 公司将推进总承包商向综合服务商的企业定位转变, 着力聚焦城市基础设施在全生命周期内各环节的整体需求, 转变原有的承揽、建设、交付等传统思维, 向产业链后端延伸, 积极涉足运营等环节。

4、主业稳定增长, 拓展 PPP 业务, 国改稳定推进, 维持“强烈推荐-A”评级

公司主业稳定增长, 订单充足; 大力拓展 PPP 业务, 并以投资带动施工、设计等业务; 国改稳步推进, 我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.64 和 0.71 元/股, 对应 PE 分别为 15.9 和 14.4 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

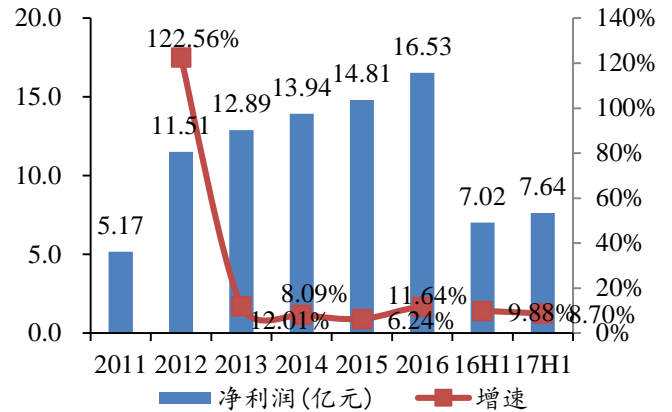
5、风险提示: 投资不及预期, 项目推进不及预期, 回款风险

图 1: 17H1 营收增长 5.58%



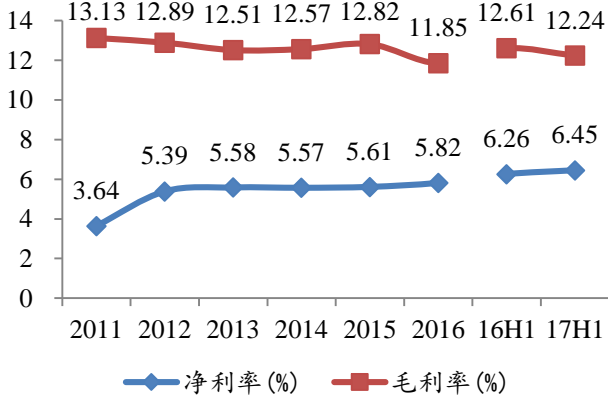
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 17H1 净利润增长 8.70%



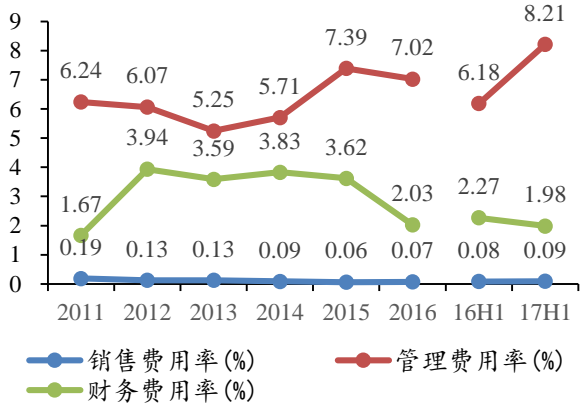
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 17H1 毛利率降 0.37 个 pp, 净利率升 0.20 个 pp



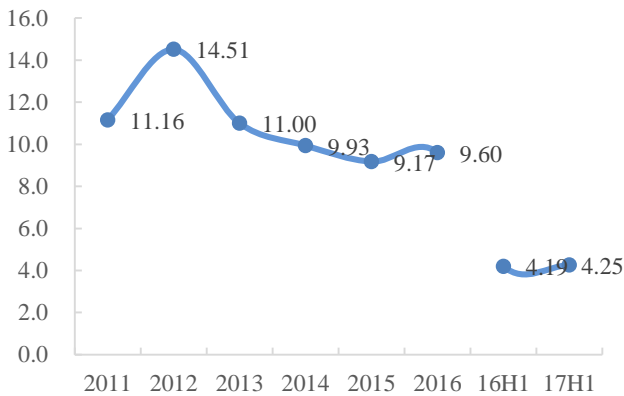
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 2017H1 期间费用率上升 1.76 个 pp



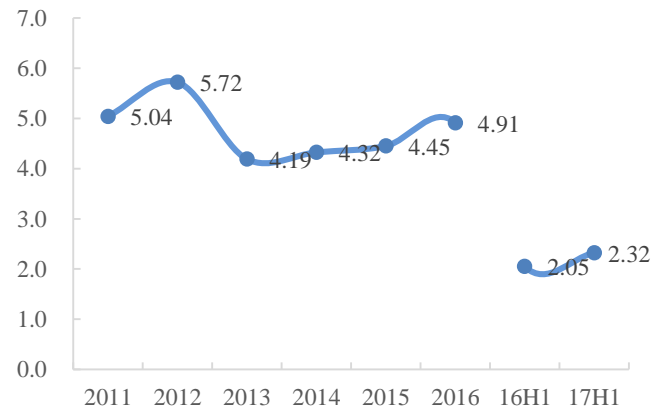
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司 ROE 较上年同期有所上升



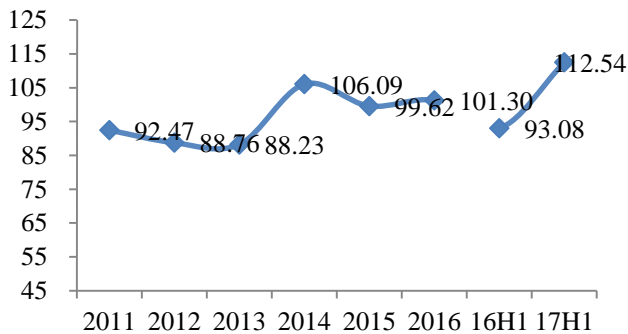
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 公司 ROIC 较上年同期有所上升



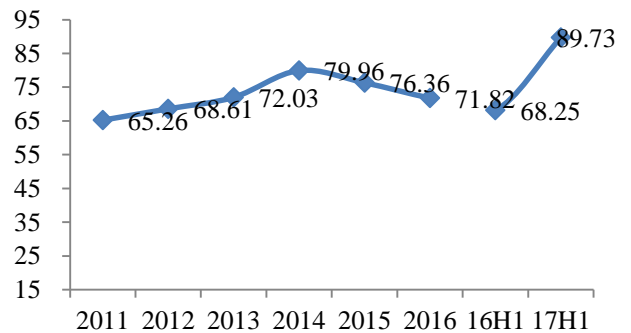
资料来源: Wind、招商证券

图 7：公司收现比较上年同期有所上升



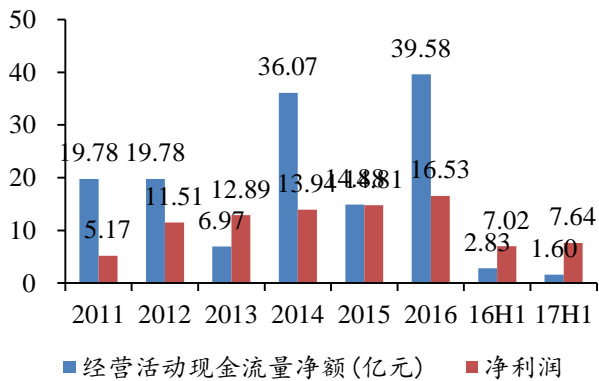
资料来源：Wind、招商证券

图 8：公司付现比较上年同期有所上升



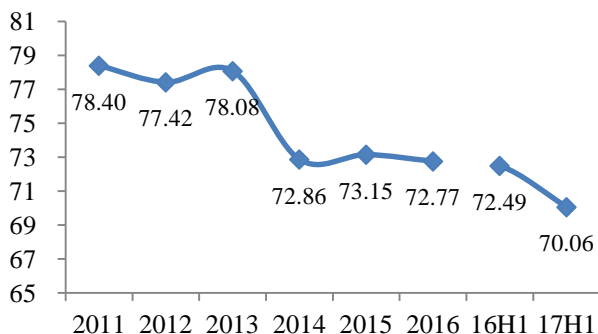
资料来源：Wind、招商证券

图 9：公司经营活动现金流净额下降



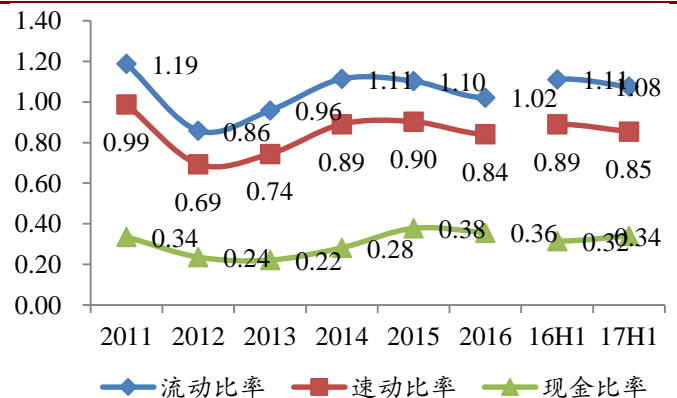
资料来源：Wind、招商证券

图 10：公司资产负债率有所下降



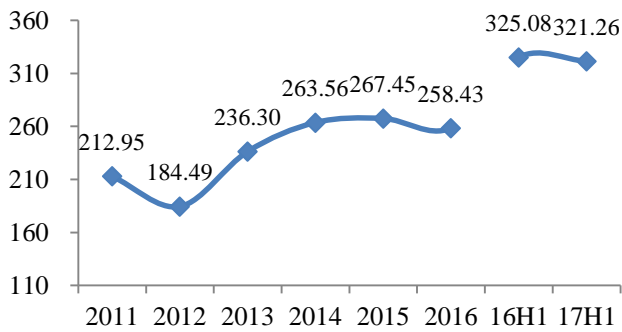
资料来源：Wind、招商证券

图 11：短期偿债能力较上年同期变弱



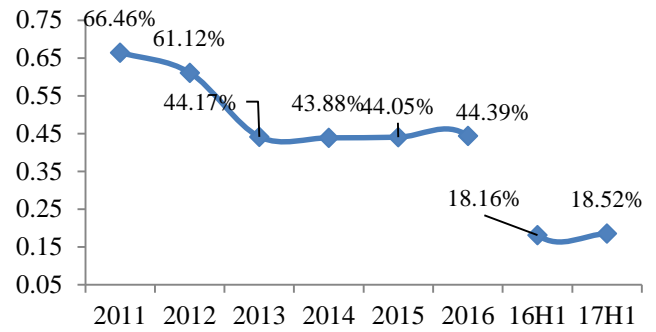
资料来源：Wind、招商证券

图 12: 营业周期较上年同期下降



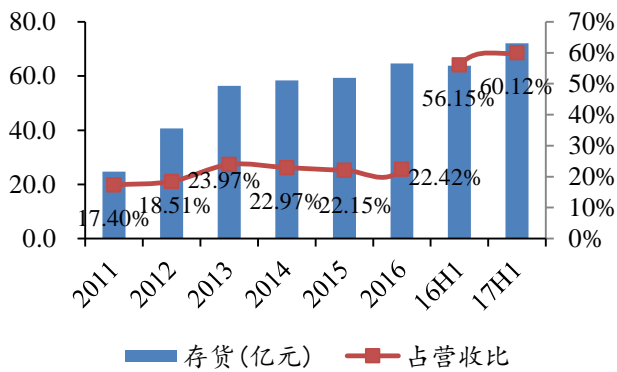
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 总资产周转率较上年同期上升



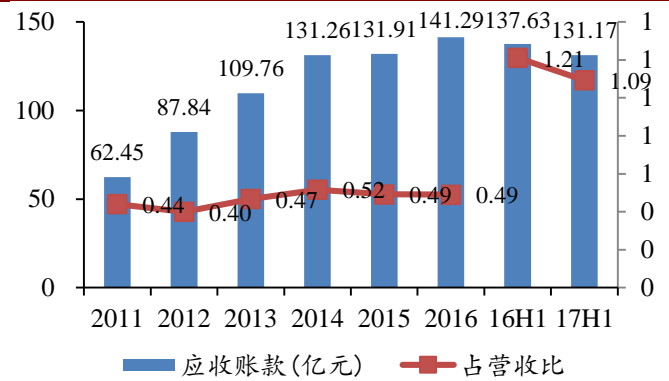
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 存货占营收比重较上年同期有所上升



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 应收账款占营收比重与上年同期相比有所下降



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	32798	36693	37811	43114	48436
现金	11107	12815	10505	12572	14813
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	138	3	4	4	5
应收款项	13191	14129	16132	18009	19791
其它应收款	1291	1642	1877	2104	2322
存货	5938	6463	7411	8314	9176
其他	1131	1641	1882	2111	2330
非流动资产	30089	30320	30812	31208	31524
长期股权投资	68	62	62	62	62
固定资产	2248	3249	4169	4949	5611
无形资产	4301	4226	3803	3423	3080
其他	23472	22783	22778	22774	22770
资产总计	62887	67013	68623	74322	79960
流动负债	29727	35917	35993	40038	43900
短期借款	2299	3949	0	0	0
应付账款	16978	20376	23391	26242	28963
预收账款	6926	7793	8946	10036	11077
其他	3524	3799	3656	3761	3860
长期负债	16274	12846	12846	12846	12846
长期借款	13022	10890	10890	10890	10890
其他	3251	1956	1956	1956	1956
负债合计	46001	48763	48839	52884	56746
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积金	6829	6833	6833	6833	6833
留存收益	6677	7827	9333	10955	12697
少数股东权益	236	445	474	506	540
归属于母公司所有者权益	16649	17804	19310	20932	22674
负债及权益合计	62887	67013	68623	74322	79960

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1488	3958	2801	2852	2973
净利润	1481	1653	2009	2225	2409
折旧摊销	552	498	925	1022	1103
财务费用	1070	679	686	561	544
投资收益	(2045)	(1351)	(1703)	(1801)	(1901)
营运资金变动	352	2455	848	805	777
其它	78	25	37	39	41
投资活动现金流	3210	1349	281	379	479
资本支出	(1567)	(1959)	(1422)	(1422)	(1422)
其他投资	4776	3307	1703	1801	1901
筹资活动现金流	(968)	(3625)	(5392)	(1164)	(1211)
借款变动	1511	(460)	(4203)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
股利分配	(1572)	(1258)	(503)	(603)	(668)
其他	(907)	(1912)	(686)	(561)	(544)
现金净增加额	3729	1681	(2310)	2068	2241

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26803	28828	32962	36947	40770
营业成本	23368	25412	29172	32727	36121
营业税金及附加	658	67	77	86	95
营业费用	16	20	23	26	28
管理费用	1981	2025	2282	2521	2741
财务费用	971	584	686	561	544
资产减值损失	31	95	84	70	83
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资收益	2045	1351	1702	1800	1900
营业利润	1823	1978	2341	2757	3059
营业外收入	146	237	211	198	215
营业外支出	17	69	30	39	46
利润总额	1952	2146	2522	2917	3228
所得税	447	470	485	660	785
净利润	1504	1677	2037	2257	2443
少数股东损益	24	24	29	32	34
归属于母公司净利润	1481	1653	2009	2225	2409
EPS (元)	0.47	0.53	0.64	0.71	0.77

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	8%	14%	12%	10%
营业利润	13%	9%	18%	18%	11%
净利润	6%	12%	22%	11%	8%
获利能力					
毛利率	12.8%	11.9%	11.5%	11.4%	11.4%
净利率	5.5%	5.7%	6.1%	6.0%	5.9%
ROE	8.9%	9.3%	10.4%	10.6%	10.6%
ROIC	49.1%	3.1%	4.0%	4.2%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	72.8%	71.2%	71.2%	71.0%
净负债比率	25.3%	22.5%	15.9%	14.7%	13.6%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1
应收帐款周转率	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
应付帐款周转率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.47	0.53	0.64	0.71	0.77
每股经营现金	0.47	1.26	0.89	0.91	0.95
每股净资产	5.30	5.66	6.14	6.66	7.21
每股股利	0.40	0.16	0.19	0.21	0.23
估值比率					
PE	21.6	19.3	15.9	14.4	13.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.9	14.0	10.6	9.7	8.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。