

隧道股份 (600820.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

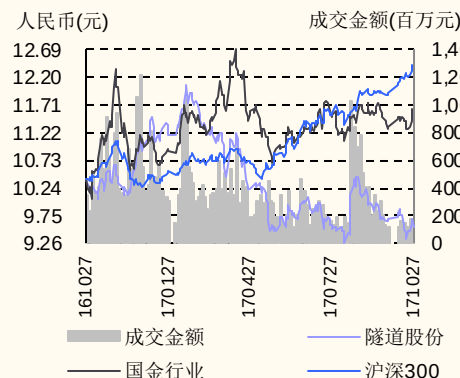
公司点评

市场价格 (人民币): 9.57 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)	30,089.00
年内股价最高最低(元)	12.08/9.26
沪深 300 指数	3993.58
上证指数	3407.57



相关报告

1. 《业绩/订单稳步增长，上海先锋国改可期-隧道股份公司点评》，2017.8.28
2. 《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
3. 《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

业绩稳步增长，国企改革长期仍具看点

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	0.581	0.627	0.685
每股净资产(元)	5.30	5.66	6.09	6.61	7.20
每股经营性现金流(元)	0.47	1.26	0.39	0.22	0.75
市盈率(倍)	22.59	20.94	17.96	16.66	15.24
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%	10.58%	7.82%	9.25%
净资产收益率(%)	8.89%	9.28%	9.55%	9.48%	9.51%
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

- 10月28日，公司发布三季度报告，前三季度公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 199.6/11.59/10.76 亿，同比+13.45%/+10.52%/+10.28%；前三季度基本 EPS 为 0.37 元/股，同比+12%；前三季度加权 ROE 为 6.36%，同比增加 0.08%。

经营分析

- **净利润稳步增长，现金流状况不佳：**1) 公司前三季度实现营收 199.6 亿 (同比+13.45%)，归母净利润 11.59 亿 (同比+10.52%)，扣非归母净利润 10.76 亿 (同比+10.28%)，前三季度整体业绩实现稳步增长。2) 分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 3.59/4.15/4.04 亿元，同比+10.81%/+7.30%/+15.04%，前三季度整体业绩呈现良好走势。3) 前三季度公司预付工程款较多，导致经营性现金流净额降至 0.63 亿元，同比-81.61%。4) 公司前三季度销售/管理/财务费用分别同比-8%/+26%/-13%，管理费用增加主要是工程项目增加所致。5) 前三季度销售毛利率/加权 ROE 为 11.66%/6.36%，相比去年同期+0.00pct/-33.68pct，公司整体盈利能力有所下降。6) 前三季度应收账款 140.56 亿元，比年初基本持平，而由于公司往来款收回，导致前三季度公司资产减值损失同比减少 58.35%，降至 1319 万元。
- **主营基建业务持续发力，ppp 项目注重布局：**1) 主营业务订单增长，推动整体业绩发力：今年前三季度，全国建筑业总产值同比增长 10.7%，公司前三季度新签订单 336.4 亿，同比增长 48%，业务量增速高于行业整体水平，有力保障全年业绩增长。2) ppp 项目注重布局，开拓多地市场：今年前三季度中标 ppp 项目 6 项，项目总金额 85.07 亿元，同比下降 38.9%，但得益于公司的技术优势，ppp 项目的类型及覆盖区域大幅拓宽，有望持续发力。3) 海外市场遇冷，国内市场成为增长支柱：前三季度公司在上海市/国内其他省市/海外新增业务量分别为 118.6/196.9/4.3 亿元，同比+35%/+127%/-89%，国内其他省市基建业务成为业务新亮点。
- **国企改革释放业绩潜力，地下管廊市场巨大：**1) 地下综合管廊施工作为一种综合性地下建筑可有效缓解城市拥堵，市场需求巨大，公司借助 ppp 项目成功进军综合管廊市场，加上自身技术优势，未来有望获得较高市场份额。2) 上海作为国企改革先锋，今年来已有 10 家国企改革方案出台，公司响应

上海国资委号召，积极推进各项股权激励措施，未来业绩增速释放可期。

■ **投资建议**

- 我们认为公司主营业务稳步增长，在综合管廊业务方面具有明显技术优势，且在手订单充足，看好业绩持续增长，我们维持买入评级，预计公司2017/2018/2019年EPS为0.58/0.62/0.69元，给予公司6-12个月13元目标价位，对应17/18年PE估值22/21倍。

风险提示

- 新兴市场波动风险、投资项目不及预期风险、宏观经济政策风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,422	26,803	28,828	31,292	34,117	37,465
增长率		5.4%	7.6%	8.5%	9.0%	9.8%
主营业务成本	-22,227	-23,368	-25,412	-27,551	-30,033	-32,917
%销售收入	87.4%	87.2%	88.1%	88.0%	88.0%	87.9%
毛利	3,194	3,436	3,416	3,740	4,084	4,548
%销售收入	12.6%	12.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%
营业税金及附加	-722	-658	-67	-88	-119	-131
%销售收入	2.8%	2.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
营业费用	-22	-16	-20	-22	-27	-30
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,451	-1,981	-2,025	-2,128	-2,491	-2,772
%销售收入	5.7%	7.4%	7.0%	6.8%	7.3%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	999	779	1,304	1,503	1,446	1,614
%销售收入	3.9%	2.9%	4.5%	4.8%	4.2%	4.3%
财务费用	-973	-971	-584	-681	-664	-699
%销售收入	3.8%	3.6%	2.0%	2.2%	1.9%	1.9%
资产减值损失	-126	-31	-95	-124	-25	-15
公允价值变动收益	2	0	1	0	0	0
投资收益	1,709	2,045	1,351	1,462	1,588	1,680
%税前利润	92.1%	104.8%	63.0%	62.3%	61.7%	59.4%
营业利润	1,611	1,823	1,978	2,159	2,345	2,580
营业利润率	6.3%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
营业外收支	245	129	168	186	228	246
税前利润	1,857	1,952	2,146	2,345	2,573	2,826
利润率	7.3%	7.3%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-441	-447	-470	-493	-579	-650
所得税率	23.8%	22.9%	21.9%	21.0%	22.5%	23.0%
净利润	1,415	1,504	1,677	1,853	1,994	2,176
少数股东损益	22	24	24	25	23	23
归属于母公司的净利润	1,394	1,481	1,653	1,828	1,971	2,153
净利率	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%	5.8%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,415	1,504	1,677	1,853	1,994	2,176
非现金支出	606	564	587	718	617	597
非经营收益	-612	-907	-664	-1,768	67	-1,083
营运资金变动	2,176	308	2,353	439	-1,999	668
经营活动现金净流	3,585	1,469	3,953	1,241	679	2,357
资本开支	-8,657	-1,557	-1,952	-167	35	-373
投资	2,060	2,438	1,953	50	0	0
其他	1,532	2,329	1,348	1,462	1,588	1,680
投资活动现金净流	-5,065	3,210	1,349	1,346	1,623	1,307
股权募资	240	83	311	0	0	0
债权募资	4,516	755	-2,437	-425	402	226
其他	-1,603	-1,819	-1,493	-1,383	-1,069	-1,069
筹资活动现金净流	3,152	-981	-3,619	-1,808	-667	-843
现金净流量	1,673	3,698	1,683	779	1,635	2,822

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,390	11,107	12,815	13,593	15,228	18,050
应收款项	13,988	14,620	15,774	14,084	16,556	18,181
存货	5,839	5,938	6,463	6,039	7,817	8,568
其他流动资产	1,988	1,133	1,641	1,216	1,203	1,319
流动资产	29,204	32,798	36,693	34,932	40,805	46,117
%总资产	49.7%	52.2%	54.8%	53.0%	58.0%	61.0%
长期投资	16,168	17,361	13,035	12,985	12,984	12,984
固定资产	7,171	7,340	12,181	12,827	12,735	13,053
%总资产	12.2%	11.7%	18.2%	19.4%	18.1%	17.3%
无形资产	4,452	4,368	4,295	4,005	3,699	3,418
非流动资产	29,610	30,089	30,320	31,019	29,497	29,457
%总资产	50.3%	47.8%	45.2%	47.0%	42.0%	39.0%
资产总计	58,814	62,887	67,013	65,950	70,302	75,574
短期借款	1,901	2,911	4,203	3,865	4,260	4,498
应付款项	23,382	25,751	30,641	28,782	31,047	34,050
其他流动负债	926	1,065	1,073	944	943	1,113
流动负债	26,209	29,727	35,917	33,590	36,250	39,662
长期贷款	13,517	13,022	10,890	10,890	10,890	10,891
其他长期负债	3,129	3,251	1,956	1,861	1,874	1,872
负债	42,854	46,001	48,763	46,342	49,014	52,425
普通股股东权益	15,639	16,649	17,804	19,138	20,795	22,633
少数股东权益	321	236	445	470	493	516
负债股东权益合计	58,814	62,887	67,013	65,950	70,302	75,574

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.443	0.471	0.526	0.581	0.627	0.685
每股净资产	4.974	5.295	5.663	6.087	6.614	7.199
每股经营现金净流	1.140	0.467	1.257	0.395	0.216	0.750
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%	9.55%	9.48%	9.51%
总资产收益率	2.37%	2.35%	2.47%	2.77%	2.80%	2.85%
投入资本收益率	2.31%	1.74%	3.02%	3.41%	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%	10.58%	7.82%	9.25%
总资产增长率	3.09%	6.92%	6.56%	-1.59%	6.60%	7.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	173.0	179.2	173.0	145.0	160.0	160.0
存货周转天数	94.2	92.0	89.1	80.0	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%	5.93%	-0.37%	-11.49%
EBIT 利息保障倍数	1.0	0.8	2.2	2.2	2.2	2.3
资产负债率	72.86%	73.15%	72.77%	70.27%	69.72%	69.37%

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	0	6	7	8
增持	0	1	4	4	5
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	2.00	1.85	1.79	1.82

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
3	2017-08-28	买入	10.44	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为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 7GH