

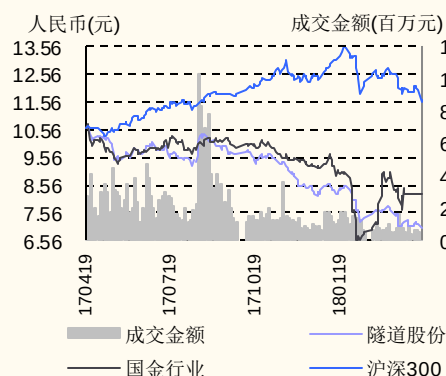
隧道股份 (600820.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.01 元
 目标价格 (人民币): 9.50-9.50 元

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) 22,040.11
 年内股价最高最低(元) 10.72/7.00
 沪深 300 指数 3766.28
 上证指数 3091.40



相关报告

- 1.《业绩稳步增长, 国企改革长期仍具看点-隧道股份公司点评》, 2017.10.30
- 2.《业绩/订单稳步增长, 上海先锋国企改革-隧道股份公司点评》, 2017.8.28
- 3.《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
- 4.《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

订单饱满保障未来业绩, 收现比处高位

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.526	0.576	0.633	0.697	0.752
每股净资产(元)	5.66	6.06	6.51	7.03	7.60
每股经营性现金流(元)	1.26	0.48	0.86	0.93	0.97
市盈率(倍)	20.94	14.52	11.07	10.06	9.32
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	11.64%	9.50%	9.99%	10.07%	7.90%
净资产收益率(%)	9.28%	9.50%	9.72%	9.91%	9.89%
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 2017 年实现营收/归母净利润 315 /18.1 亿, 同增 9.3%/9.5%, 符合我们的预期; 公司拟每 10 股派发现金红利 1.8 元(含税)。

经营分析

- 主营业务盈利稳步增长, 营收质量有所提高。1) 全年营收/归母净利润 315/18.1 亿, 同增 9.3%/9.5%, 毛利率/净利率 11.9%/5.74%, 同增 0.1/0.01pct, 盈利稳步增长。施工业务是绝对主业, 营收 289 亿 (+11%), 占比 93.7%, 毛利率 10.6% (+2.15pct)。2) 公司收现比提高 6.1pct 至 107.4%, 存货 83.5 亿, 同增 29.2%, 周转天数增加 8.2 至 96 天; 应收账款 140.5 亿, 同减 0.5%, 周转天数下降 9.6 至 161 天; 资产减值同减 51.8% 降至 4560 万元营收质量有所提高。3) 期间费用率 9%, 销售/管理/财务费用率同增 -0.01/+0.4/-0.5pct, 工程项目增加导致管理费用增加, 债务减少使财务费用下降。4) 在建项目同增 0.42% 和存货增加导致经营性现金流净额降至 15.3 亿元, 同比 -61.2%。由于投资收益的现金减少及 BT 项目公司的股权转让款减少导致投资性现金流量净额降至 -18 亿, 同减 234%。由于利息支付减少 27%, 筹资性现金净额增加 71.4% 至 -1.03 亿。
- 订单高增保障营收增长动力, 地下业务市场广阔隧道龙头有望大显身手。1) 公司连续三年订单高增, 2015/2016/2017 年订单达 344/467/653 亿元, 同增 13%/36%/40%, 公司订单营收比达 2 倍, 未来营收增长有保障。2) 2017 年地下/地上订单达 324/305 亿元, 同增 79%/7%, 地下订单实现高增, 预计十三五期间, 新增城轨里程 5640 公里、新增地下管廊 1.2 万公里, 地下订单空间广阔, 隧道龙头未来订单有望持续高增。3) 海外市场表现不佳, 国内市场业绩亮眼助力未来业绩。全年上海市/其他省市/海外新增业务量分别为 198/393.4/37.3 亿元, 同比增长 -4.88%/+93.37%/-31.95%, 上海市外业务成为业绩新增长点。
- 2017 年公司响应号召积极推进股权激励措施, 2018 年上海提出八项国改任务加速国改进程, 国改先锋有望再上风口。

投资建议

- 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.63/0.7 元, 考虑市场风险偏好下降, PPP 加强监管等原因, 下调目标价至 9.5 元, 对应 2018/2019 年 PE15/14 倍。

风险提示

- 投资业务风险、海外业务风险、政策风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	26,803	28,828	31,526	34,690	38,164	41,232
增长率		7.6%	9.4%	10.0%	10.0%	8.0%
主营业务成本	-23,368	-25,412	-27,764	-30,527	-33,546	-36,202
%销售收入	87.2%	88.1%	88.1%	88.0%	87.9%	87.8%
毛利	3,436	3,416	3,762	4,163	4,618	5,030
%销售收入	12.8%	11.9%	11.9%	12.0%	12.1%	12.2%
营业税金及附加	-658	-67	-92	-104	-114	-124
%销售收入	2.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-16	-20	-17	-21	-23	-25
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,981	-2,025	-2,337	-2,564	-2,817	-3,059
%销售收入	7.4%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	779	1,304	1,316	1,474	1,664	1,822
%销售收入	2.9%	4.5%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%
财务费用	-971	-584	-465	-320	-325	-332
%销售收入	3.6%	2.0%	1.5%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-31	-95	-46	-61	-73	-83
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	2,045	1,351	1,359	1,427	1,499	1,574
%税前利润	104.8%	63.0%	58.2%	56.6%	54.2%	52.7%
营业利润	1,823	1,978	2,327	2,521	2,765	2,981
营业利润率	6.8%	6.9%	7.4%	7.3%	7.2%	7.2%
营业外收支	129	168	8	3	3	3
税前利润	1,952	2,146	2,334	2,524	2,768	2,984
利润率	7.3%	7.4%	7.4%	7.3%	7.3%	7.2%
所得税	-447	-470	-501	-510	-554	-597
所得税率	22.9%	21.9%	21.5%	20.2%	20.0%	20.0%
净利润	1,504	1,677	1,833	2,014	2,214	2,387
少数股东损益	24	24	23	23	23	23
归属于母公司的净利润	1,481	1,653	1,810	1,991	2,191	2,364
净利率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,504	1,677	1,833	2,014	2,214	2,387
少数股东损益	24	24	23	23	23	23
非现金支出	564	587	799	859	1,002	1,164
非经营收益	-907	-664	-785	-907	-989	-1,081
营运资金变动	308	2,353	-330	736	692	594
经营活动现金净流	1,469	3,953	1,518	2,702	2,919	3,063
资本开支	-1,557	-1,952	-1,867	-1,089	-1,451	-1,681
投资	2,438	1,953	-732	-532	-642	-752
其他	2,329	1,348	793	1,427	1,499	1,574
投资活动现金净流	3,210	1,349	-1,806	-194	-594	-860
股权募资	83	311	572	0	0	0
债权募资	755	-2,437	276	97	-438	-413
其他	-1,819	-1,493	-926	-1,094	-1,089	-1,072
筹资活动现金净流	-981	-3,619	-78	-998	-1,526	-1,485
现金净流量	3,698	1,683	-366	1,511	799	719

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	11,107	12,815	12,477	13,988	14,787	15,506
应收账款	14,620	15,774	15,947	17,271	19,039	20,610
存货	5,938	6,463	8,348	9,200	10,202	11,108
其他流动资产	1,133	1,641	1,735	1,894	2,067	2,229
流动资产	32,798	36,693	38,508	42,353	46,094	49,453
%总资产	52.2%	54.8%	56.7%	58.3%	59.5%	60.1%
长期投资	17,361	13,035	12,256	12,788	13,429	14,181
固定资产	7,340	12,181	12,470	12,657	13,031	13,468
%总资产	11.7%	18.2%	18.4%	17.4%	16.8%	16.4%
无形资产	4,368	4,295	4,257	4,354	4,495	4,652
非流动资产	30,089	30,320	29,412	30,238	31,414	32,780
%总资产	47.8%	45.2%	43.3%	41.7%	40.5%	39.9%
资产总计	62,887	67,013	67,920	72,591	77,508	82,233
短期借款	2,911	4,203	4,044	4,635	4,447	4,334
应付款项	25,751	30,641	31,688	34,696	38,322	41,567
其他流动负债	1,065	1,073	730	847	928	1,000
流动负债	29,727	35,917	36,462	40,179	43,698	46,901
长期贷款	13,022	10,890	9,325	9,085	8,835	8,535
其他长期负债	3,251	1,956	2,036	1,784	1,784	1,784
负债	46,001	48,763	47,824	51,048	54,318	57,221
普通股股东权益	16,649	17,804	19,056	20,480	22,105	23,903
少数股东权益	236	445	1,040	1,063	1,086	1,109
负债股东权益合计	62,887	67,013	67,920	72,591	77,508	82,233

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.471	0.526	0.576	0.633	0.697	0.752
每股净资产	5.295	5.663	6.061	6.514	7.031	7.603
每股经营现金净流	0.467	1.257	0.483	0.859	0.929	0.974
每股股利	0.150	0.500	0.180	0.180	0.180	0.180
回报率						
净资产收益率	8.89%	9.28%	9.50%	9.72%	9.91%	9.89%
总资产收益率	2.35%	2.47%	2.66%	2.74%	2.83%	2.88%
投入资本收益率	1.74%	3.02%	3.05%	3.30%	3.61%	3.81%
增长率						
主营业务收入增长率	5.43%	7.56%	9.36%	10.03%	10.01%	8.04%
EBIT增长率	-22.00%	67.36%	0.85%	12.07%	12.86%	9.53%
净利润增长率	6.24%	11.64%	9.50%	9.99%	10.07%	7.90%
总资产增长率	6.92%	6.56%	1.35%	6.88%	6.77%	6.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	179.2	173.0	163.2	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	92.0	89.1	97.4	110.0	111.0	112.0
应付账款周转天数	250.2	268.3	276.9	280.0	282.0	284.0
固定资产周转天数	30.6	41.1	40.5	35.1	30.1	25.8
偿债能力						
净负债/股东权益	36.31%	12.49%	4.44%	-1.24%	-6.49%	-10.54%
EBIT利息保障倍数	0.8	2.2	2.8	4.6	5.1	5.5
资产负债率	73.15%	72.77%	70.41%	70.32%	70.08%	69.58%

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	0	0	0	3
增持	0	1	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.50

来源：朝阳永续

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

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
4	2017-10-30	买入	9.57	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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