

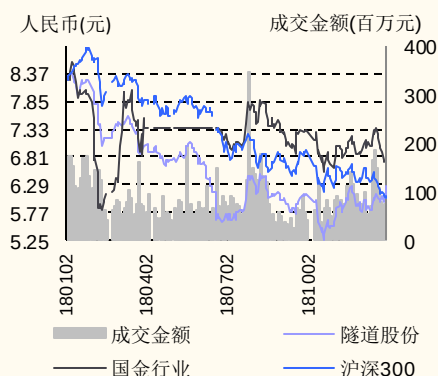
隧道股份 (600820.SH) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 6.26 元
 目标价格 (人民币): 7.60-7.60 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) 19,682.04
 年内股价最高最低(元) 8.37/5.25
 沪深 300 指数 3010.65
 上证指数 2493.90



相关报告

- 1.《业绩稳定增长, 设计订单高增持续改善毛利率-【国金建筑黄俊伟...】》, 2018.10.28
- 2.《业绩符合预期, 稳增长背景盈利有望加速-【国金建筑黄俊伟 公司...】》, 2018.8.27
- 3.《业绩稳步增长, 订单延续高增态势-隧道股份公司点评》, 2018.5.1
- 4.《订单饱满保障未来业绩, 收现比处高位-隧道股份公司点评》, 2018.4.19

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

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

轨交业务有望爆发, 激励计划激发活力

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	0.635	0.693	0.754
每股净资产(元)	5.66	6.06	6.52	7.03	7.60
每股经营性现金流(元)	1.26	0.48	0.42	0.58	0.64
市盈率(倍)	20.94	14.52	9.85	9.03	8.30
净利润增长率(%)	11.64%	9.50%	10.39%	9.05%	8.86%
净资产收益率(%)	9.28%	9.50%	9.75%	9.86%	9.92%
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

投资逻辑

- 经济下行压力大还需基建托底, 轨交加速批复江浙沪是重点。1) 2017 年 8 月包头地铁停工, 明确传达出决策层对基建调控的态度, 由此引发各地轨交基建项目停工潮。2) 2018 年以来, 受融资受阻+地方去杠杆, 基建增速“断崖式”下滑, 我们预计 2019 基建投资增速有望升温托底经济。3) 2018 年 7 月底, 发改委开始密集批复了长春、苏州、重庆、济南、杭州、上海六个城市的轨道交通建设规划, 我们预计伴随长三角城市群建设, 江浙沪将是轨交投资重点。
- 在手订单饱满, 轨交订单爆发促 2020 年订单持续高增长。1) 公司在轨道交通行业地位突出 (上海轨交项目市占率约 30%, 超大直径 14 米及以上盾构的隧道工程项目市占率达 68%), 叠加长期深耕长三角区域 (江浙沪地区营收占比约 70%), 我们认为公司将深度受益江浙沪 4400 亿元轨交投资建设。根据我们的估算, 2019 年公司在上海地区轨交订单达 90 亿元, 增速超 50%。2) 公司 2017/2018 年前三季度新签订单达 653/388 亿元, 同增 40%/15%, 订单营收比达 2.07/1.65 倍, 在手订单饱满, 2018 年前三季度订单下滑主要系公司轨交业务增速下滑 (同比-7%) 拖累, 预计伴随轨交订单“V”型反转, 公司 2019 年订单持续高增长。
- 首次提出激励计划, 国改迈出实质性的一步。公司第九届董事会决议通过公司增量业绩奖励计划。在 2018~2020 年连续三个会计年度, 公司在达到提取增量业绩奖励的约束条件的情况下, 每年提取一定金额的增量业绩奖励授予激励对象。约束条件为: 净资产收益率达 9.90%/10.00%/10.10%, 权重 30%; 净利润: 净利润达 19.60/21.30/23 亿元, 权重 40%; 营业收入分别达 340/370/400 亿元, 权重 30%。增量业绩激励计划有望进一步激发员工潜力, 增加公司经营效率。

投资建议

- 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.64/0.69 元, 我们看好基建补短板下公司轨交订单的爆发和国企改革对公司经营效率的提升, 上调公司目标价至 7.6 元 (12*2018EPS)。

风险

- 海外业务风险, PPP 项目潜在风险。

内容目录

一、基建补短板促轨交复出，长三角轨交龙头有望迎订单爆发.....	3
1.1 基建补短板轨交项目密集批复，江浙沪是重点	3
1.2 公司轨交行业地位突出&深耕长三角，深度受益 4400 亿轨交投资	3
二、首次提出激励计划，国改迈出实质性的一步	5
三、风险提示	5

图表目录

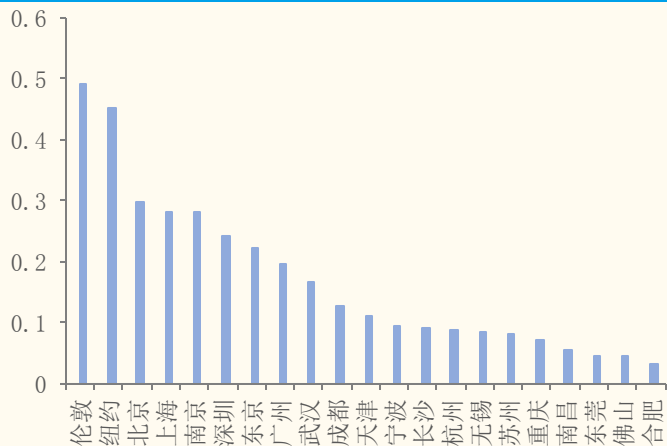
图表 1：中国主要城市人均轨道量低于发达国家.....	3
图表 2：中国主要城市地铁运营密度.....	3
图表 3：2018 年 7 月轨交审批重启，江浙沪是重点（投资额达 4419 亿元） ...	3
图表 4：江浙沪营收占主要地位.....	4
图表 5：轨交订单增速与轨交规划批复相关性较高.....	4

一、基建补短板促轨交复出，长三角轨交龙头有望迎订单爆发

1.1 基建补短板轨交项目密集批复，江浙沪是重点

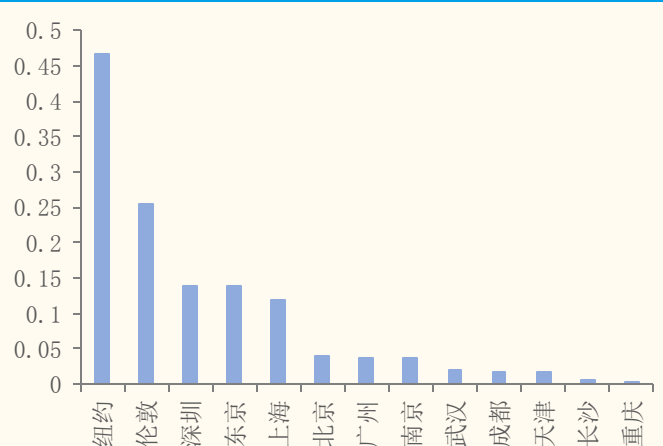
- 经济下行压力大还需基建托底，基建补短板交通运输是重点。1) 2017 年 8 月包头地铁停工，明确传达出决策层对基建调控的态度，由此引发各地轨交基建项目停工潮。2) 2018 年以来，受融资受阻+地方去杠杆，基建增速“断崖式”下滑，2018 年 1-11 月狭义基建同增 3.7%，较去年同期下滑 16.4pct；2018 年第三季度 GDP 同比增长 6.5%，创 2008 年金融危机以来最低点，经济下行压力较大；我们预计在明年“出口弱，消费、地产投资、制造业投资增速下行”的背景下，明年基建投资增速有望升温。3) 我们认为交通运输业是基建补短板的重要方向，中国人均轨道量、地铁运营密度均远低于发达国家。

图表 1：中国主要城市人均轨道量低于发达国家



来源：中国城市轨道交通协会，国金证券研究所

图表 2：中国主要城市地铁运营密度



来源：中国城市轨道交通协会，国金证券研究所

- 轨交项目密集批复，江浙沪是重点。1) 经过近一年的空窗期，2018 年 7 月底，发改委开始密集批复了长春、苏州、重庆、济南、杭州、上海六个城市的轨道交通建设规划。2) 交通一体化是长三角区域一体化发展战略的基础，从《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》和获批项目可以看出，未来几年内的轨交规划将会主要集中在长三角等经济实力相对雄厚的地区。

图表 3：2018 年 7 月轨交审批重启，江浙沪是重点（投资额达 4419 亿元）

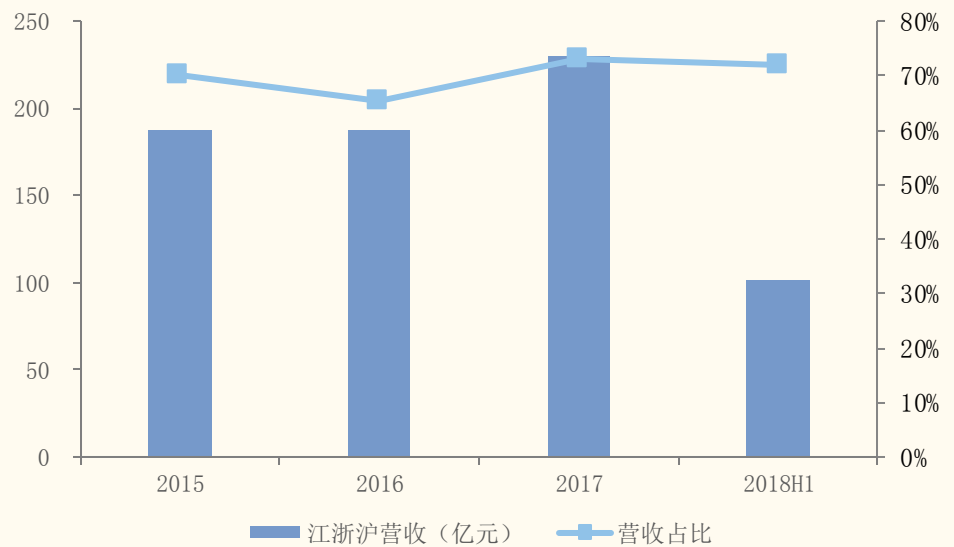
时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 30 日	长春市城市轨道交通第三期建设规划（2019~2024 年）	787
8 月 14 日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）	950
11 月 21 日	重庆市城市快速轨道交通建设规划（2012~2020 年）调整	470
12 月 14 日	济南市城市轨道交通第一期建设规划（2015~2019 年）调整	229
12 月 12 日	杭州市城市快速轨道交通三期建设规划（2017~2022 年）调整	486
12 月 19 日	上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）	2983

来源：发改委，国金证券研究所

1.2 公司轨交行业地位突出&深耕长三角，深度受益 4400 亿轨交投资

- 公司轨交行业地位突出，深耕长三角。1) 公司在轨道交通行业地位突出，核心业务能力突出，在超大直径 14 米及以上盾构的隧道工程项目中市场占有率高达 68%。2) 公司长期扎根长三角区域，江浙沪地区的营收占比约 70%，新一轮轨交规划的批复有望带动公司轨交业务的爆发。

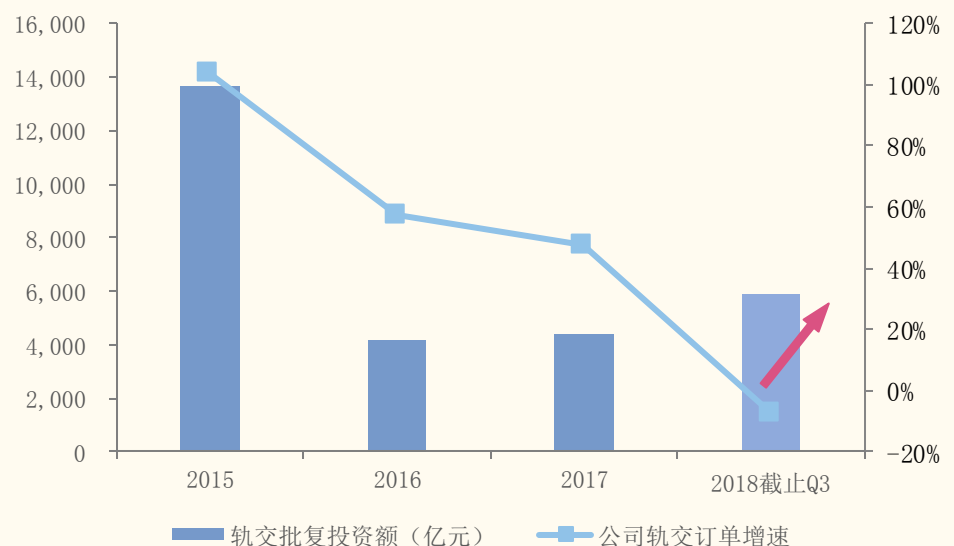
图表 4：江浙沪营收占主要地位



来源：wind，国金证券研究所

- **深度受益 4400 亿轨交投资，公司订单有望爆发。**1) 公司 2016/2017 的订单增速均为 34%，主要是市内道路和轨道交通订单的高速增长提振所致；2018 年 1-9 月受轨交类订单增速下滑（同比-7%）拖累，公司订单增速下滑至 15.3%。2) 2017 年公司轨交订单达 192 亿元，参考公司上海市内订单占比（32%），我们预计公司上海轨交订单约 60.5 亿元；12 月批复的上海轨交第三期建设规划，投资额达 2983 亿元，虑上海轨交第三期建设规划在未来 5 年建设，年均投资额近 600 亿元，假设土建工程占比约 50%，则轨交土建投资额约 300 亿元，我们预计公司在上海轨交项目市占率约 30%，则公司 2019-2023 年上海轨交订单可达 90 亿元，假设 2018 年全年上海轨交订单与 2017 年持平（60.5 亿元），则 2019 年上海轨交订单增速近 50%。

图表 5：轨交订单增速与轨交规划批复相关性较高



来源：wind，国金证券研究所

二、首次提出激励计划，国改迈出实质性的一步

- 公司第九届董事会决议通过公司增量业绩奖励计划。公司依照本奖励计划，在 2018~2020 年连续三个会计年度，公司在达到提取增量业绩奖励的约束条件的情况下，每年提取一定金额的增量业绩奖励授予激励对象。
- 公司提取增量业绩奖励的约束条件由净资产收益率、净利润、营业收入值三项约束条件组成。净资产收益率为公司年报中的加权平均净资产收益率，净利润指扣除非经常性损益前的归母净利润。2018 年-2020 年的约束条件为：净资产收益率达 9.90%/10.00%/10.10%，权重 30%；净利润：净利润达 19.60/21.30/23 亿元，权重 40%；营业收入分别达 340/370/400 亿元，权重 30%。三项确定约束系数=净资产收益率得分+净利润得分+营业收入得分，而单项得分=实际值/目标值×权重，得分大于 80 时达提取增量业绩奖励条件。
- 截止 2018 年 Q3，公司净利润、营收分别为 12.79/234.6 亿元，同比增长 10.4%/17.5%。预计 2018 全年净资产收益率为 9.75%，净利润、营收为 19.98/362.5 亿元，能够达到提取增量业绩奖励条件。增量业绩激励计划有望进一步激发员工潜力，增加公司经营效率。

三、风险提示

- 海外业务风险：1) 项目所在国政治动荡和政权更迭风险：公司海外业务主要分布在印度等地区，政策稳定性较低，导致公司业务相关政策变化，国际业务开展存在一定政治风险；2) 项目所在国的法律风险：公司项目所在国相关法律法规可能发生变化，给国际项目签约、施工以及结算带来法律风险；3) 汇率风险：英国脱欧、美国加息以及国际大宗商品价格波动等事件导致人民币汇率波动风险。
- PPP 项目潜在风险：1) 政策法规风险：国家和地方政府法规政策的变化，将导致相关协议的有效性、项目实施模式、付费机制等发生变化，难以获得预期收益；2) 筹融资风险：项目融资方案设计不合理、融资机构选择不当、融资担保不能落实等，将导致项目难以融资、融资成本过高或承担担保责任；3) 工程分包风险：分包形式不合规，分包合同评审、审批、签订不严谨，分包商履约能力不足，导致经济纠纷及项目效益流失或受到政府部门的处罚及带来的经营性风险。

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	36,255	41,694	46,697
增长率		7.6%	9.4%	15.0%	15.0%	12.0%
主营业务成本	-23,368	-25,412	-27,764	-31,597	-36,336	-40,696
%销售收入	87.2%	88.1%	88.1%	87.2%	87.2%	87.2%
毛利	3,436	3,416	3,762	4,659	5,358	6,001
%销售收入	12.8%	11.9%	11.9%	12.9%	12.9%	12.9%
营业税金及附加	-658	-67	-92	-109	-125	-140
%销售收入	2.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-16	-20	-17	-22	-25	-28
%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	-2,679	-3,077	-3,465
%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	1,849	2,131	2,368
%销售收入	2.9%	4.5%	4.2%	5.1%	5.1%	5.1%
财务费用	-971	-584	-465	-435	-615	-728
%销售收入	3.6%	2.0%	1.5%	1.2%	1.5%	1.6%
资产减值损失	-31	-95	-46	-85	-66	-49
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	2,045	1,351	1,359	1,200	1,300	1,400
%税前利润	104.8%	63.0%	58.2%	47.4%	47.2%	46.8%
营业利润	1,823	1,978	2,327	2,530	2,749	2,991
营业利润率	6.8%	6.9%	7.4%	7.0%	6.6%	6.4%
营业外收支	129	168	8	3	3	3
税前利润	1,952	2,146	2,334	2,533	2,752	2,994
利润率	7.3%	7.4%	7.4%	7.0%	6.6%	6.4%
所得税	-447	-470	-501	-512	-550	-599
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	2,021	2,202	2,395
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	1,998	2,179	2,372
净利率	5.5%	5.7%	5.7%	5.5%	5.2%	5.1%

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	2,021	2,202	2,395
少数股东损益	24	24	23	23	23	23
非现金支出	564	587	799	942	1,092	1,245
非经营收益	-907	-664	-785	-565	-500	-512
营运资金变动	308	2,353	-330	-1,083	-957	-1,107
经营活动现金净流	1,469	3,953	1,518	1,315	1,837	2,021
资本开支	-1,557	-1,952	-1,867	-3,888	-2,487	-2,004
投资	2,438	1,953	-732	-1,632	-1,042	-952
其他	2,329	1,348	793	1,200	1,300	1,400
投资活动现金净流	3,210	1,349	-1,806	-4,320	-2,229	-1,556
股权募资	83	311	572	0	0	0
债权募资	755	-2,437	276	5,725	2,570	1,721
其他	-1,819	-1,493	-926	-1,209	-1,379	-1,467
筹资活动现金净流	-981	-3,619	-78	4,516	1,191	254
现金净流量	3,698	1,683	-366	1,511	799	719

来源：公司年报、国金证券研究所

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
应收款项	14,620	15,774	15,947	18,427	22,737	27,097
存货	5,938	6,463	8,348	11,254	13,141	14,718
其他流动资产	1,133	1,641	1,735	1,820	2,240	2,693
流动资产	32,798	36,693	38,508	45,488	52,904	60,014
%总资产	52.2%	54.8%	56.7%	57.2%	59.1%	61.0%
长期投资	17,361	13,035	12,256	13,888	14,929	15,881
固定资产	7,340	12,181	12,470	15,353	16,666	17,311
%总资产	11.7%	18.2%	18.4%	19.3%	18.6%	17.6%
无形资产	4,368	4,295	4,257	4,398	4,539	4,696
非流动资产	30,089	30,320	29,412	34,078	36,593	38,367
%总资产	47.8%	45.2%	43.3%	42.8%	40.9%	39.0%
资产总计	62,887	67,013	67,920	79,566	89,498	98,381
短期借款	2,911	4,203	4,044	5,523	8,343	10,364
应付款项	25,751	30,641	31,688	36,001	41,600	46,816
其他流动负债	1,065	1,073	730	882	1,010	1,126
流动负债	29,727	35,917	36,462	42,406	50,952	58,307
长期贷款	13,022	10,890	9,325	13,325	13,075	12,775
其他长期负债	3,251	1,956	2,036	2,284	2,284	2,284
负债	46,001	48,763	47,824	58,016	66,312	73,366
普通股股东权益	16,649	17,804	19,056	20,487	22,100	23,906
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	79,566	89,498	98,381

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.471	0.526	0.576	0.635	0.693	0.754
每股净资产	5.295	5.663	6.061	6.516	7.029	7.604
每股经营现金净流	0.467	1.257	0.483	0.418	0.584	0.643
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%	9.75%	9.86%	9.92%
总资产收益率	2.35%	2.47%	2.66%	2.51%	2.43%	2.41%
投入资本收益率	1.74%	3.02%	3.05%	3.57%	3.74%	3.86%
增长率						
主营业务收入增长率	5.43%	7.56%	9.36%	15.00%	15.00%	12.00%
EBIT增长率	-22.00%	67.36%	0.85%	40.55%	15.23%	11.12%
净利润增长率	6.24%	11.64%	9.50%	10.39%	9.05%	8.86%
总资产增长率	6.92%	6.56%	1.35%	17.15%	12.48%	9.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	179.2	173.0	163.2	161.0	165.0	168.0
存货周转天数	92.0	89.1	97.4	130.0	132.0	132.0
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	35.0	28.8	23.0
偿债能力						
净负债/股东权益	36.31%	12.49%	4.44%	24.87%	30.76%	32.51%
EBIT利息保障倍数	0.8	2.2	2.8	4.3	3.5	3.3
资产负债率	73.15%	72.77%	70.41%	72.92%	74.09%	74.57%

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	1	1	2	6	9
增持	1	1	1	3	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.33	1.33	1.44

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
4	2017-10-30	买入	9.57	N/A
5	2018-04-19	买入	7.01	9.50~9.50
6	2018-05-01	买入	6.98	9.50~9.50
7	2018-08-27	买入	6.09	9.50~9.50
8	2018-10-28	买入	5.54	6.50~6.50

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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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