



2019-01-25

公司深度报告

买入/维持

隧道股份 (600820)

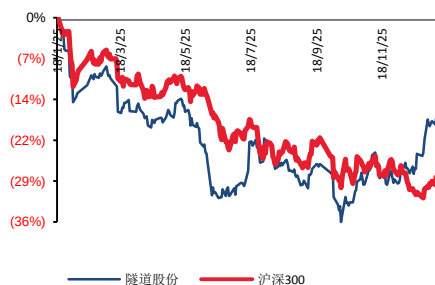
目标价: 8.45

昨收盘: 6.63

工业 资本货物

隧道股份：轨道交通高景气核心受益，订单反弹拐点已现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,144/3,144
总市值/流通(百万元)	20,845/20,845
12 个月最高/最低(元)	8.51/5.25

相关研究报告：

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

轨道交通高景气，公司核心受益。由于发展空间大，资金确定性高，我们认为轨道交通是十三五基建行业中复苏确定性最强的子板块，同时发改委近期恢复并加速了轨道交通项目的审批，因此我们认为轨道交通板块的拐点已经逐渐到来。公司作为轨道交通订单占比最高的主要建筑上市公司核心受益，轨交订单在 2019 年触底反弹的概率较大；

受益于地域高景气度，公路订单同样有望反弹。由于坚实的中期需求以及更好的地方政府财力，公路板块中我们更看好长三角与广东地区。公司业务主要集中在长三角地区，2017 年 77% 收入来自于长三角及广东省，同时考虑到长三角城市群、粤港澳大湾区建设加速以及 PPP 清库的结束，我们认为公司道路施工业务也将充分享受地区高景气度的红利，新签订单情况在 2019 年出现反弹的概率同样较大。

在手订单充足，资产负债率低，增长确定性高。截止 2018 年底，公司在手未完成订单 1000 亿元左右，为收入 3 倍左右，订单保障度高。同时公司近年来资产负债率稳步下降，截止 2018 年三季度，公司资产负债率 71.2%，在主要上市建筑公司中最为健康。充足的在手订单及健康的资产负债率进一步增加了公司增长的确信性；

估值处于历史底部，安全边际高。截止报告日，公司股价对应我们 2019 年盈利预测仅 9.4xPE，估值处于历史底部位置。公司历史估值周期与建筑行业周期较为同步，考虑到行业的复苏以及公司订单反弹、业绩增长的高确定性，我们认为公司估值有修复空间，安全边际较高；

投资建议：预计 19-20 年公司归母净利分别为 22.1 和 24.9 亿元，EPS 分别为 0.70 和 0.79 元，同比增长 12.9 %和 12.3%。给予基于公司 2019 年盈利预测 12x PE 估值，目标价 8.45 元，维持公司“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	31,526	35,557	39,374	44,003
(+/-%)	9.4	12.8	10.7	11.8
净利润(百万元)	1,810	1,959	2,213	2,486
(+/-%)	9.5	8.3	12.9	12.3
摊薄每股收益(元)	0.58	0.62	0.70	0.79
市盈率(PE)	10.79	10.64	9.42	8.39

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事.....	4
盈利预测与投资建议.....	5
轨道交通：发展空间大资金确定性强，拐点逐渐显现.....	6
轨道交通发展空间最大	6
同时，轨道交通的资金确定性最高	8
发改委审批加速，阶段性拐点显现	9
公路：长三角和广东确定性更强.....	10
长三角及广东政府财力更好，PPP 发展空间更为广阔	12
项目加速启动，中期需求依旧坚实	14
隧道股份：轨道交通高景气最大受益者，深耕华东确定性高	15
轨道交通高景气度最大受益者，2019 轨交订单预计好转	15
公路施工及市政工程业务预计稳定增长	16
整合集团资源，综合服务实力提升	17
深耕华东南，在手订单充足，进一步提升增长确定性	17
资产负债率行业领先	18
估值处于历史底部，安全边际高	19
短期风险主要来自市场竞争恶化	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司盈利预测.....	5
图表 2：各地区轨道交通密度对比	6
图表 3：主要城市轨道交通密度	6
图表 4：中国轨道交通营运里程及预测	6
图表 5：期末在建轨道交通里程数	6
图表 6：截止 2017 年底各城市轨交运营长度及十三五目标	7
图表 7：申请地铁城市财政状况显著好于中西部省份（2017 年数据，单位亿元）	8
图表 8：轨道交通 PPP 退库项目及退库原因总结	9
图表 9：发改委批复重点项目加速	9
图表 10：轨道交通成为四季度基建托底经济政策重要载体	9
图表 11：轨交单位里程投资远大于铁路公路	10
图表 12：发改委四季度批复轨道交通项目	10
图表 13：高速公路分省规划里程	11
图表 14：2018 年前 11 月分省公路投资累计同比增速	12
图表 15：我国各省一般预算内收入自足率	12
图表 16：各省 PPP 空间测算	13
图表 17：江苏省近中期（2017-2025）高速公路建设计划	14
图表 18：广东 2019 年高速公路项目规划	15
图表 19：公司年度新签轨交订单	16
图表 20：轨交订单占比逐渐提高	16

图表 21: 轨道交通订单占基建施工订单比重	16
图表 22: 年度道路工程新签订单	17
图表 23: 年度市政工程新签订单	17
图表 24: 公司资产负债率行业领先	17
图表 25: 公司资产负债率行业领先	18
图表 26: 公司历史估值 BAND	19

投资故事

1、轨道交通复苏确定性强，公司核心受益。我国大陆轨道交通设施密度仅分别为日本、台湾地区的 22%/6%，即使一线城市轨道交通密度也与欧美国际大都市存在一定差距，参考发达国家地区设施密度的发展空间在所有基建子板块中最大。同时，由于轨道交通申请城市均为一二线及强三线城市，且有良好的公众付费机制，因此资金的确定性在各基建子板块中最高。公司作为轨道交通订单占比最高的主要上市建筑企业将核心受益。此外，由于发改委恢复审批轨道交通项目，公司轨道交通订单情况拐点有望同时出现，2019 年预计出现明显改善；

2、公路板块最看好长三角及广东地区，公司地域景气度高，道路订单反弹可期。尽管根据十三五规划，中西部地区是公路建设的重点地区，但由于当地政府财力更好以及受益于国家战略规划中期需求坚实，长三角和广东地区是公路板块我们最看好的区域。公司 77%收入来自长三角与华东，地域景气度高，同时考虑到 PPP 清库的结束，我们认为公司道路施工业务订单也将在 2019 年出现改善，反弹可期；

3、整合集团资源，提升综合服务实力。公司近年来充分发挥集团全产业链协同优势，整合旗下设计机构与施工机构联合参加 EPC 与 PPP 项目的竞标，以投资带动施工，增强了项目竞标能力，2018 年，公司投资带动施工金额 96.26 亿元，占施工新签订单总额的 16.3%。同时，基建投资和运营业务也拓展了公司项目投资及运营养护业务，不仅一定程度上改善了传统施工业务毛利率偏低的缺点，同时也促进了设计、施工、运营之间的联动发展，并增强了客户黏性，从而进一步提升了公司一体化综合服务实力；

4、在手订单充足，资产负债率低，进一步提升增长确定性。截止 2018 年底，公司在手未完成订单 1000 亿元左右，为公司收入 3 倍左右，充足的在手订单增强了公司业绩增长的稳定性。同时，近年来公司资产负债率稳步下降，截止 2018 年三季度，公司资产负债率 71.2%，在主要建筑上市公司中最为健康。我们认为健康的资产负债率有望使得公司在行业复苏、央企表外融资收缩的背景下，进一步拓展市场份额，从而更好的享受行业复苏红利，并进一步提升竞争力；

5、估值处于历史底部，有安全边际。截止报告日，公司估值对应我们 2019 年盈利预测仅 9.4 倍，处于历史底部。公司历史估值周期与基建周期基本同步，考虑到行业的复苏以及公司订单情况的预计改善，我们认为当前股价的安全边际较高；

盈利预测与投资建议

在基建补短板基调确定后，我们认为基建在 2019 年复苏的确定性较高，考虑到更广阔的发展空间，更高的资金确定性以及发改委审批的恢复及加速，我们认为轨道交通是复苏确定性最高的基建子板块且拐点已经出现。公路方面，由于坚实的需求、良好的财力以及国家战略的支持，我们最看好长三角及广东地区。做为轨道交通订单占比最高且深耕长三角地区的建筑公司，我们认为公司将成为基建复苏的核心受益者，订单情况有望出现拐点，在 2019 出现明显改善。保守预计 19-20 年公司归母净利分别为 22.1 和 24.9 亿元，EPS 分别为 0.70 和 0.79 元，同比增长 12.9 %和 12.3%，对应当前 PE 估值分别为 9.7 和 8.6 倍，给予“买入”评级。

图表 1: 公司盈利预测

(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新签轨道交通订单	12,974	19,154	11,904	16,666	21,666
新签市政工程订单	8,145	10,832	18,954	20,849	22,934
新签道路工程订单	11,759	20,149	10,182	10,691	11,225
收入	28,828	31,526	35,557	39,374	44,003
同比增速	7.6%	9.4%	12.8%	10.7%	11.8%
毛利	3,349	3,670	4,517	5,084	5,729
毛利率	11.6%	11.6%	12.7%	12.9%	13.0%
净利润	1,653	1,810	1,959	2,213	2,486
净利率	5.7%	5.7%	5.5%	5.6%	5.6%
同比增速	11.6%	9.5%	8.3%	12.9%	12.3%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

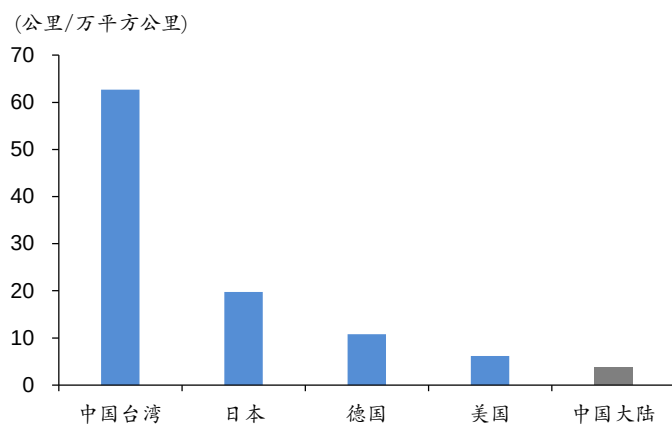
轨道交通：发展空间大资金确定性强，拐点逐渐显现

我们认为随着国家经济基调由去杠杆转变为稳增长，2019 年基建复苏的确定性较高，但考虑到房地产下行带来的土地出让金收入增速放缓以及稽查地方政府隐性债务背景仍存，我们认为 2019 年基建行业不会像 2009 年一样出现各个子板块投资额同时大幅增长的局面，而各个子板块会随着资金确定性的不同而出现分化。其中轨道交通由于发展空间最大增长确定性最高，是我们最看好的子板块，我们认为未来两年轨道交通投资年复合增长率将达到 20% 左右。

轨道交通发展空间最大

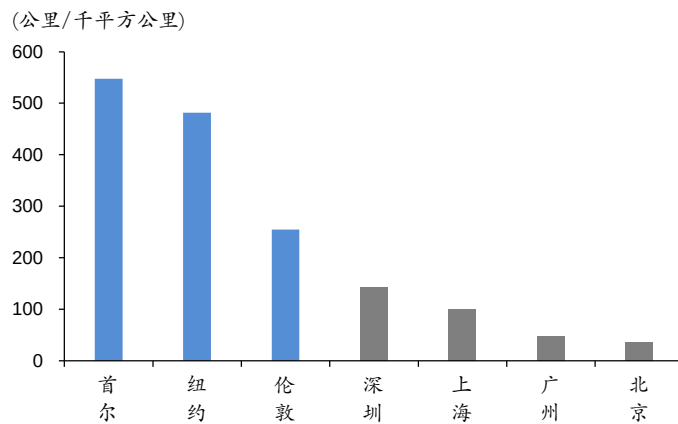
截止 2016 年，中国大陆地区轨道交通运营里程 4153 公里，设施强度 4.3 公里/万平方公里，分别仅相当于同样具有高人口密度的日本及台湾地区的 22%/7%，即使是一线城市，轨道交通设施强度也与其他国际都市有明显差距。此外，根据我们统计，2020 年我国规划轨道交通运营里程 9983 公里，相比较 2017 年底运营里程提升近一倍，意味着如需完成目标 2018-2020 年我国需每年投产轨道交通 1650 公里左右，相较于 2010-2017 年明显提速，因此我们认为未来两年，乃至中期轨道交通的发展空间较为广阔。同时，根据我们测算，截止 1H18，我国在建轨道交通长度 6378 公里，截止 2017 年末，规划线路总长度 7321 公里，分别相当于 2018-2020 年需完成目标的 1.3/1.5 倍；因此我们认为十三五期间轨道交通不仅发展空间较大，同时轨道交通的投资级新订单也将有保障。

图表 2：各地区轨道交通密度对比



资料来源：CEIC，网络公开信息整理，太平洋证券研究院

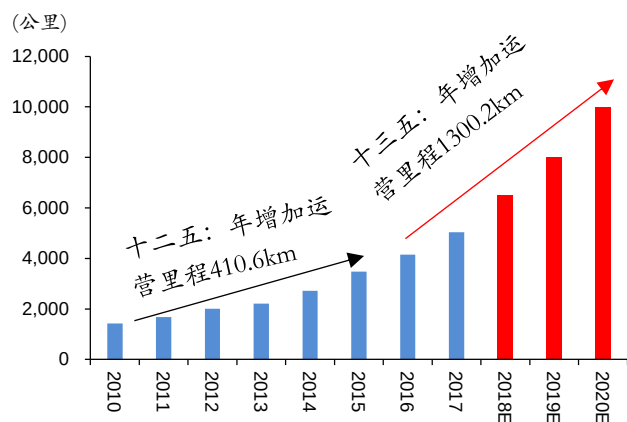
图表 3：主要城市轨道交通密度



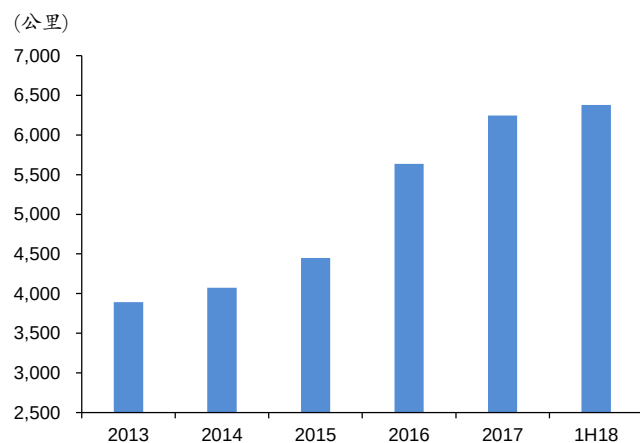
资料来源：中国轨道交通协会，网络公开信息整理，太平洋证券研究院

图表 4：中国轨道交通运营里程及预测

图表 5：期末在建轨道交通里程数



资料来源：住建部，中国轨道交通协会，太平洋证券研究院



资料来源：中国轨道交通协会，网络公开信息整理，太平洋证券研究院

图表 6：截止 2017 年底各城市轨交运营长度及十三五目标

(公里)	2017 年底运营	2020 目标
全国	5,033	9,983
华北	889	1,905
北京	685	1,177
天津	175	513
石家庄	28	72
太原	-	49
呼和浩特	-	51
包头	-	42
东北	410	691
沈阳	123	150
大连	182	299
长春	82	119
吉林	-	21
哈尔滨	23	102
华东	1,698	3,489
上海	732	800
南京	364	540
苏州	138	359
无锡	56	119
常州	-	54
南通	-	60
徐州	-	67
杭州	104	197
宁波	75	100
绍兴	-	41
温州	-	205
合肥	52	166
淮安	20	50
芜湖	-	47
马鞍山	-	41
福州	25	148

厦门	30	152
南昌	49	82
济南	-	81
青岛	54	182
中南	1,251	2,474
郑州	137	167
洛阳	-	41
武汉	251	275
宜昌	-	125
长沙	67	260
广州	365	520
深圳	298	597
东莞	38	165
佛山	34	102
中山	-	91
珠海	9	25
南宁	53	107
西南	635	1,148
重庆	264	410
成都	269	460
贵阳	13	90
昆明	89	188
西北	150	276
西安	89	198
兰州	61	36
乌鲁木齐	-	42

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

同时，轨道交通的资金确定性最高

除发展空间在各个基建子板块中最大外，我们同样认为十三五期间轨道交通在基建子板块中资金确定性最高。首先，2018年7月，国务院发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（意见），提升了申请轨道交通申请城市门槛，要求申请轨道交通系统的城市一般公共预算收入、地区生产总值以及市区常住人口分别达到300亿元、3000亿元及300万人以上，同时要求严控轨道交通建设中地方政府债务。根据我们统计，能够达到上述条件城市绝大多数是一二线及强三线城市，经济实力较好，一般公共预算收入相对预算内支出赤字较小，资金较为充裕，在需要融资时，其债券在市场上认可度较高。

图表 7：申请地铁城市财政状况显著好于中西部省份（2017 年数据，单位亿元）

	总财政收 入	其中：一般公共 预算收入	一般公共预算 支出	总收入/一般预 算支出	一般公共预算收入/ 一般公共预算支出
杭州	2,921	1,567	1,541	190%	102%
上海	12,839	6,642	7,547	170%	88%
武汉	2,677	1,402	1,728	155%	81%
江西省 (2016)	3,123	2,151	4,620	68%	47%
河南省	5,238	3,397	8,225	64%	41%
云南省	3,392	1,886	5,784	59%	33%
甘肃省	1,241	816	3,307	38%	25%
青海省	409	246	1,530	27%	16%

资料来源: Wind, 各省财政厅, 各省国民经济发展统计公报, 太平洋证券研究院

其次, 由于轨道交通属于使用者 (公众) 付费项目, 因此有较充裕的现金流偿还建设周期债务, 同时也无需因政府支出责任而被纳入政府隐性债务监管, 因此我们认为轨道交通的发展受到 PPP 监管趋严及政府债务稽查的影响较小。根据统计, 2018 年上半年 PPP 清库高峰中, 被清库的 6 个轨道交通项目全部是因为合规问题而非项目质量及资金问题, 一定程度上体现了轨道交通项目的高质量以及其在 PPP 市场的认可度。

图表 8: 轨道交通 PPP 退库项目及退库原因总结

被取消项目	被取消原因
北京地铁 14 号线	主体不合规
北京地铁 16 号线	主体不合规
昆明地铁 4 号线	主体不合规、运作不规范
昆明地铁 5 号线	主体不合规、运作不规范
徐州地铁 1 号线	主体不合规
苏州地铁 1 号线	运作不规范、未按照要求披露信息

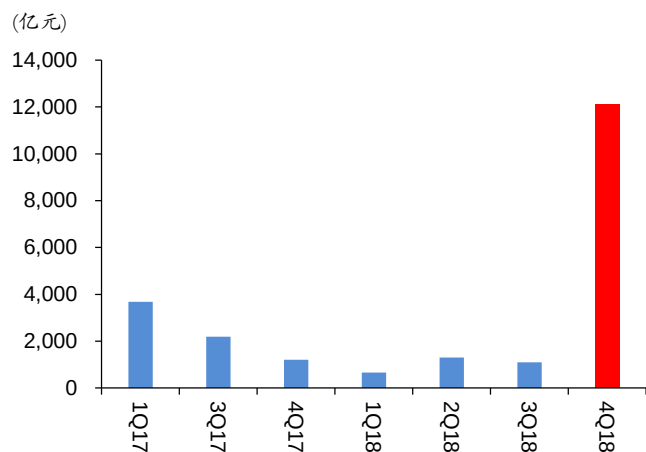
资料来源: 公开信息整理, 太平洋证券研究院

发改委审批加速, 阶段性拐点显现

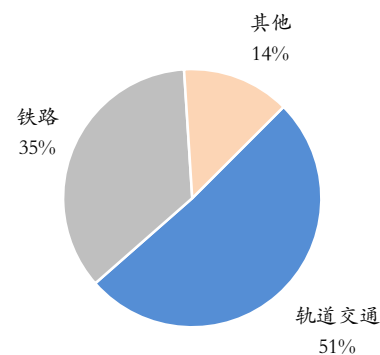
为遏制部分城市无序申请轨道交通项目, 发改委于 2017 年下半年至 2018 年上半年暂停了轨道交通项目的审批, 但随着基建补短板基调的确定, 2018 年 4 季度, 发改委批复长春、上海、杭州、武汉、重庆 5 个轨道交通项目, 合计投资额 6180 亿左右, 占四季度批复重点项目的 56% 左右。同时, 由于轨道交通单位里程及单个项目的投资额远大于铁路及公路, 对基建投资拉动的效果最为立竿见影, 我们认为如果 2019 年中国经济低于预期, 不排除发改委进一步通过批复轨道交通项目托底经济的可能性, 行业的阶段性拐点已经逐渐显现。

图表 9: 发改委批复重点项目加速

图表 10: 轨道交通成为四季度基建托底经济政策重要载体

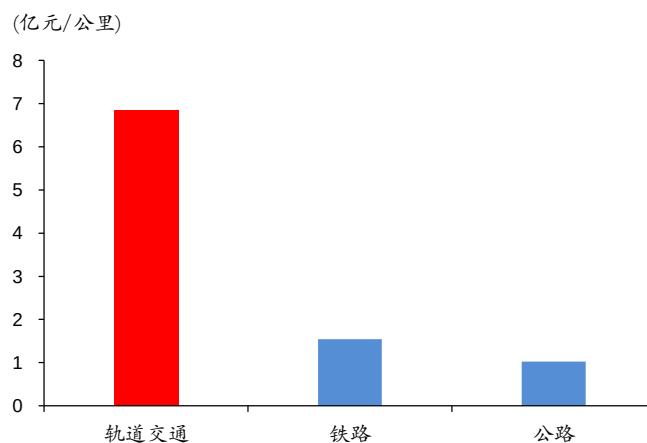


资料来源：发改委，太平洋证券研究院



资料来源：发改委，太平洋证券研究院

图表 11: 轨交单位里程投资远大于铁路公路



资料来源：发改委，太平洋证券研究院

图表 12: 发改委四季度批复轨道交通项目

项目名称	总投资 (亿元)	里程 (公里)
武汉城市轨道交通第四期 (2019-2024) 建设规划	1,469.1	116.7
长春市轨道交通第三期建设规划 2019-2024	711.4	235.0
上海城市轨道交通第三期建设规划 2018-2023	2,983.5	286.1
调整杭州市城市轨道交通第三期 2017-2022 建设规划	560.1	68.3
重庆轨道交通第三期建设规划 (2018-2023)	455.7	70.5

资料来源：发改委，太平洋证券研究院

公路：长三角和广东确定性更强

尽管从十三五分省规划来看，中西部地区是十三五期间我国公路建设的重点区域，但未来两年公路板块我们仍然因为稳定的需求增长及更高的确定性而更加看好长三角与广东

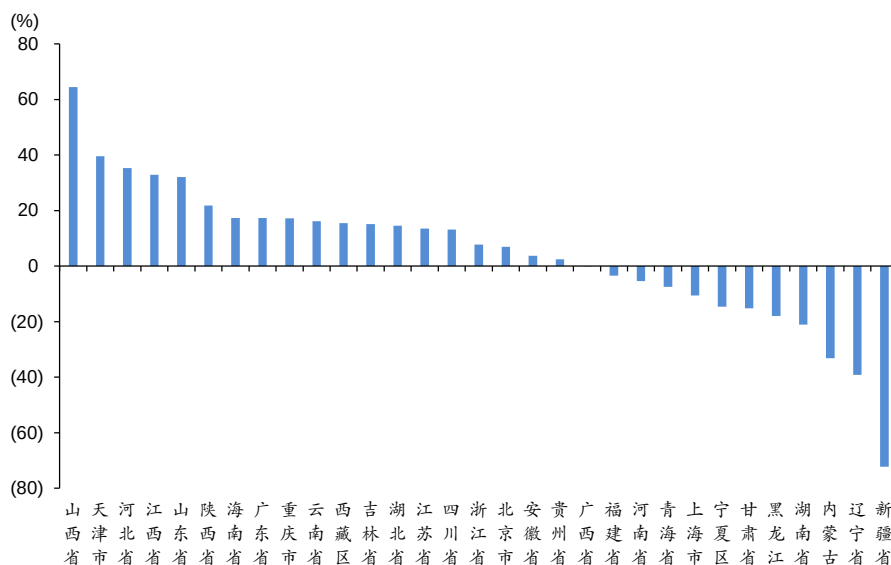
地区。而 2018 年前 11 月，公路规划强度较大的中西部省份，除有扶贫计划支持的西南省份公路投资多数出现负增长，也一定程度上体现了当地投资复苏的不确定性。

图表 13: 高速公路分省规划里程

	2017 里程 (公里)	2020 目标 (公里)
全国	136,449	171,727
华北地区	20,447	28,958
北京市	1,013	1,200
天津市	1,248	1,450
河北省	6,531	9,000
山西省	5,335	7,258
内蒙古	6,320	10,050
东北地区	11,843	13,429
辽宁省	4,212	4,429
吉林省	3,119	4,000
黑龙江	4,512	5,000
华东地区	31,120	35,788
上海市	829	900
江苏省	4,688	5,188
浙江省	4,154	4,800
安徽省	4,673	5,200
福建省	5,039	6,000
江西省	5,916	6,300
山东省	5,821	7,400
中南地区	33,594	41,660
河南省	6,523	7,800
湖北省	6,252	7,500
湖南省	6,419	7,000
广东省	8,347	11,000
广西区	5,259	7,000
海南省	795	1,360
西南地区	20,739	26,092
重庆市	3,023	3,500
四川省	6,821	8,000
贵州省	5,835	8,000
云南省	5,022	6,000
西藏区	38	592
西北地区	18,706	25,800
陕西省	5,279	6,000
甘肃省	4,016	7,300
青海省	3,223	5,000
宁夏区	1,609	2,000
新疆区	4,578	5,500

资料来源: 各省规划文件, 太平洋证券研究院

图表 14: 2018 年前 11 月分省公路投资累计同比增速

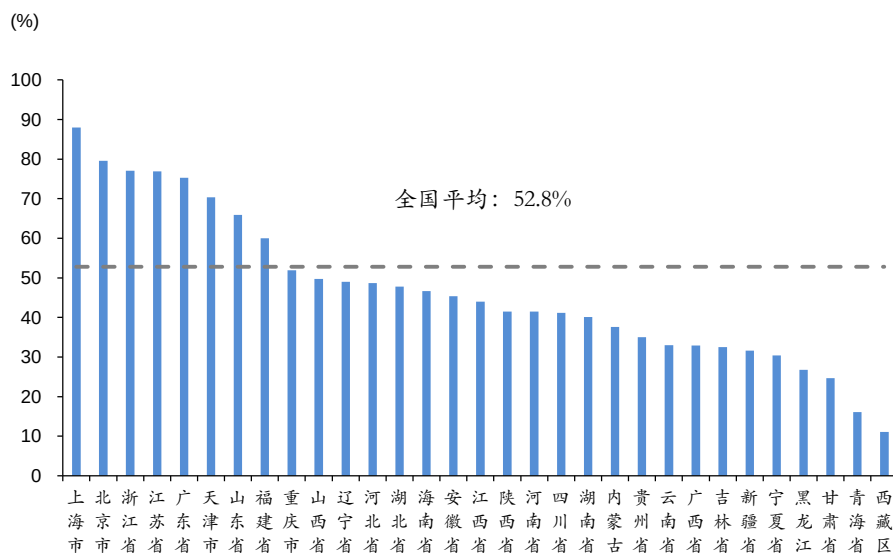


资料来源: Wind, 交通部, 太平洋证券研究院

长三角及广东政府财力更好, PPP 发展空间更为广阔

我们对全国各省 2017 年全国各省市一般公共预算内财政收入与财政支出进行了梳理, 长三角及广东地区一般公共预算内收入的自足率(一般公共预算内收入占一般公共预算内支出比重)最高, 能达到 75%以上, 财政情况良好, 债券市场认可度高, PPP 发展空间较为广阔。而与之相比, 中西部地区一般公共预算内收入自足率通常低于 50%, 财政对土地使用权出让金的依赖程度较大。随着房地产行业的下行, 我们认为对土地财政收入依赖度较高的省份财政收入增速放缓压力较大, 从而影响其基建投资回暖的确定性。

图表 15: 我国各省一般公共预算内收入自足率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 16: 各省 PPP 空间测算

基本假设

2018 年财政支出增速	5%
建设期年限	3
运营期年限	15
政府投资占初始投资比重	10%
项目所需回报率	8%

单位: 亿元	2017 财政支出	2018E 财政支出	PPP 支出红线	入库 PPP 项目投资总额	估算 PPP 建设支出	估算 PPP 运营支出	总支出	增长空间
北京	6,825	7,166	717	1,909	64	137	201	256.3%
天津	3,283	3,447	345	840	28	60	88	289.8%
河北	6,615	6,946	695	5,300	177	382	558	24.4%
山西	3,429	3,600	360	2,689	90	194	283	27.1%
内蒙古	4,523	4,749	475	2,586	86	186	272	74.3%
辽宁	4,879	5,123	512	1,046	35	75	110	365.0%
吉林	3,726	3,912	391	3,062	102	220	322	21.3%
黑龙江	4,641	4,873	487	1,211	40	87	128	282.0%
上海	7,548	7,925	792	20	1	1	2	37612.9%
江苏	10,621	11,152	1,115	7,824	261	563	824	35.3%
浙江	7,530	7,907	791	8,092	270	583	852	-7.2%
安徽	6,202	6,512	651	4,625	154	333	487	33.7%
福建	4,719	4,955	496	3,556	119	256	375	32.3%
江西	5,124	5,380	538	3,363	112	242	354	51.9%
山东	9,258	9,721	972	7,963	265	573	839	15.9%
河南	8,225	8,636	864	8,283	276	596	872	-1.0%
湖北	6,801	7,141	714	5,859	195	422	617	15.7%
湖南	6,869	7,213	721	6,150	205	443	648	11.3%

广东	15,043	15,795	1,580	6,278	209	452	661	138.9%
广西	4,913	5,159	516	2,381	79	171	251	105.7%
海南	1,444	1,517	152	944	31	68	99	52.5%
重庆	4,337	4,554	455	838	28	60	88	415.8%
四川	8,686	9,120	912	8,283	276	596	872	4.5%
贵州	4,605	4,835	483	9,797	327	705	1,032	-53.1%
云南	5,713	5,999	600	9,782	326	704	1,030	-41.8%
西藏	1,682	1,766	177	97	3	7	10	1620.6%
陕西	4,833	5,075	507	3,508	117	253	370	37.3%
甘肃	3,304	3,470	347	1,686	56	121	178	95.3%
青海	1,530	1,607	161	523	17	38	55	191.6%
宁夏	1,376	1,445	144	513	17	37	54	167.5%
新疆	4,641	4,873	487	5,406	180	389	569	-14.4%

资料来源: Wind, 财政部, 太平洋证券研究院

项目加速启动，中期需求依旧坚实

尽管就十三五规划而言，长三角及广东公路建设目标相对于中西部而言并不激进，但我们认为核心城市群的规划将使得长三角及广东地区基建需求在中期内保持稳定增长，同时相关项目已经加速启动。

长三角方面，2018年三省一市签订《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》，其中第一批17个项目将在2019年全面启动，同时四省一市政府也在规划新增南京至滁州等9条省际高速公路，其中江苏省已公告中期内（2017-2025）计划完成1647公里高速公路建设，从而支撑中期内长三角地区的基建需求增长。广东方面，为支持粤港澳大湾区建设，2019年广东将继续推进62条（段），合计3193公里高速公路建设。

图表 17: 江苏省近中期（2017-2025）高速公路建设计划

	溧宁高速江苏段
	宁宣高速高淳至省界段
	阜溧高速建湖至兴化段
	盐洛高速宿城至泗洪段
	沪宜高速公路太仓至无锡段
	宁盐高速公路
新建项目	台睢高速公路江苏段
	连宿高速公路
	射盐高速公路
	常泰过江通道
	张靖过江通道
	东兴高速公路
	龙潭过江通道
	仪禄高速公路
新建合计	776 公里
扩建项目	京沪高速公路沂淮江段

宁合高速公路江苏段
宁马高速公路江苏段
沪宣高速公路无锡至宜兴段
沪武高速公路太仓至常州段
启扬高速公路扬州西北绕城段
沪陕高速公路南通至广陵段
长深高速公路连云港至淮安端
盐靖高速公路
连霍高速公路徐州绕城段

扩建合计

871 公里

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 18: 广东 2019 年高速公路项目规划

性质	重点项目
2019 年需要建成	虎门二桥、汕湛高速云浮至清远段、河惠莞高速龙川至紫金段, 共 10 个项目合计 483 公里
2019 年需新开工	宁莞高速潮州东联络线等 3 个项目, 合计 60 公里
2019 年需展开前期工作	黄茅海大桥、莲花山通道等 32 个重点项目

资料来源: 政府公开信息整理, 太平洋证券研究院

考虑到国家基建补短板指导意见强调基建对于国家重点战略的支持以及相关项目的加速启动, 我们认为长三角、粤港澳城市群的建设已经由规划阶段进入建设阶段, 拐点已经逐渐显现。

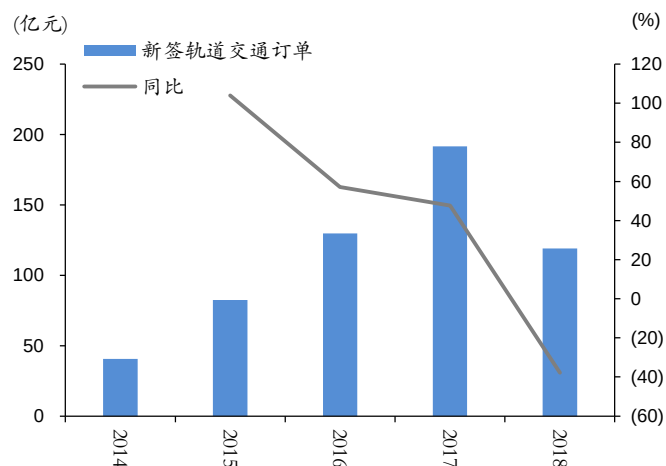
隧道股份: 轨道交通高景气最大受益者, 深耕华东确定性高

公司 2018 年合计新签施工业务订单 553.7 亿元, 同比降低 12.0%, 其中轨道交通与道路工程新签工程订单分别降低 37.9%与 49.5%, 是新签订单下降的主要原因。我们认为公司相关订单下降的主要原因是发改委轨道交通项目审批的暂停以及 PPP 的清库, 而在轨道交通项目审批恢复及 PPP 清库结束后, 我们认为公司新签订单情况将伴随行业复苏在 2019 年出现改善。

轨道交通高景气度最大受益者, 2019 轨交订单预计好转

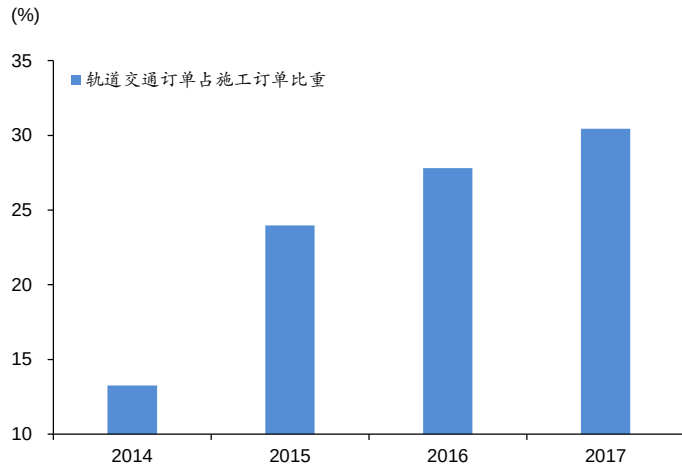
借助隧道工程技术优势, 公司近年来大力发展轨道交通业务, 新签轨道交通项目订单量由 2014 年的 40.5 亿元上升至 2017 年的 191.5 亿元, 年复合增长率 67.9%, 轨道交通订单占比由 2014 年的 13.3%提升至 2017 年的 30.5%, 在所有主要建筑上市公司中最高, 因此我们认为公司是十三五轨道交通高景气度的最大受益者。我们认为公司 2018 年轨道交通新签订单的同比下降是因为发改委暂停审批轨道交通项目所致, 在下半年发改委重启审批后, 我们认为公司新签轨道交通订单情况拐点已经出现并将在 2019 年出现反弹。

图表 19: 公司年度新签轨交订单



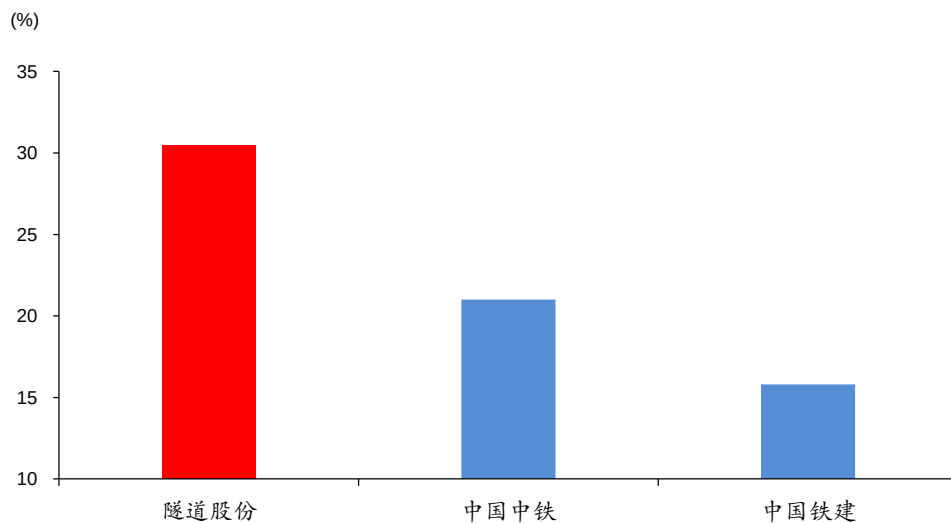
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 20: 轨交订单占比逐渐提高



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 21: 轨道交通订单占基建施工订单比重

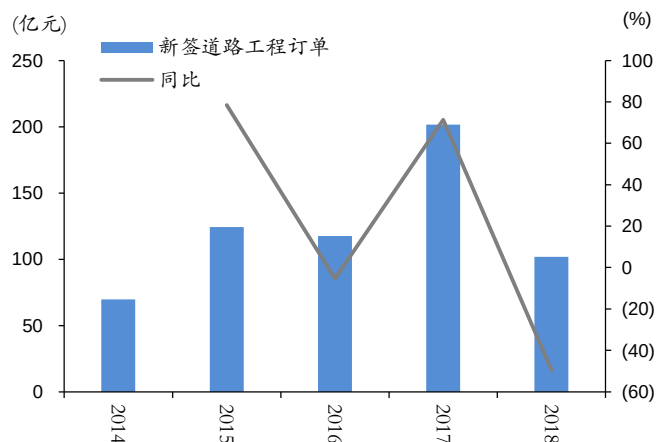


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

公路施工及市政工程业务预计稳定增长

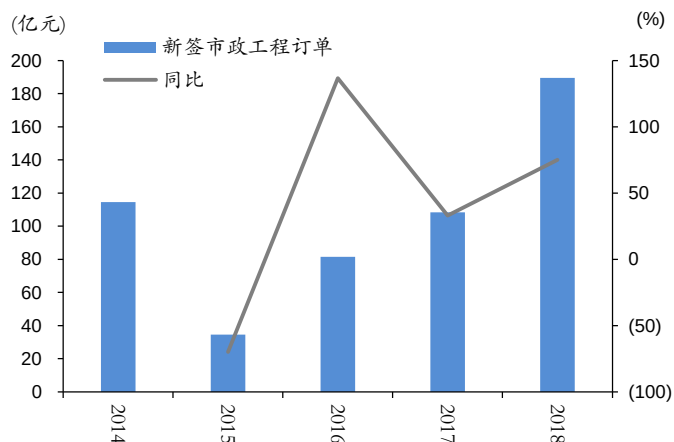
公司公路施工业务主要集中于长三角地区, 如前文所述, 我们认为长三角中期内公路施工需求将由于城市群的建设的支撑而保持稳定增长, 而公司也将从中受益。同时, 市政工程业务方面, 长三角地区许多城市临水道而建, 而随着一体化建设的推进, 跨江交通需求日益增长, 我们预计越江公路隧道的需求也将提升, 而公司作为国内领先的隧道施工企业, 越江隧道新签订单量及市场份额有望实现稳步提升。

图表 22: 年度道路工程新签订单



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 23: 年度市政工程新签订单



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

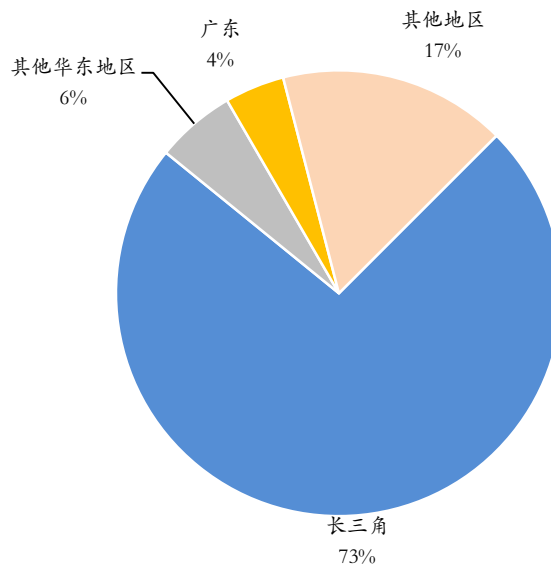
整合集团资源, 综合服务实力提升

公司近年来充分发挥集团全产业链协同优势, 整合旗下设计机构与施工机构联合参加 EPC 与 PPP 项目的竞标, 以投资带动施工与设计订单, 增强了项目竞标能力, 并通过管控一体化的加强提升了施工效率。同时, 基建投资和运营业务也拓展了公司项目投资及运营养护业务, 不仅一定程度上改善了传统施工业务毛利率偏低的缺点, 同时也促进了设计、施工、运营之间的联动发展, 增强了客户黏性, 从而进一步提升了公司一体化综合服务实力。

深耕华中华南, 在手订单充足, 进一步提升增长确定性

公司是上海最早开展地铁施工的公司, 经营范围主要包括长三角与广东省。根据我们统计, 2017 年公司的 77% 收入来自于上述地区, 而长三角和华南是十三五轨道交通的重点区域, 也是重点城市群建设区域, 同时经济实力良好, 项目落地情况较好。此外, 截止 2018 年底, 公司在手未完成订单 1000 亿元左右, 是收入的 3 倍左右。我们认为地域的高景气度与充足的在手订单进一步增强了公司增长的确性。

图表 24: 公司资产负债率行业领先

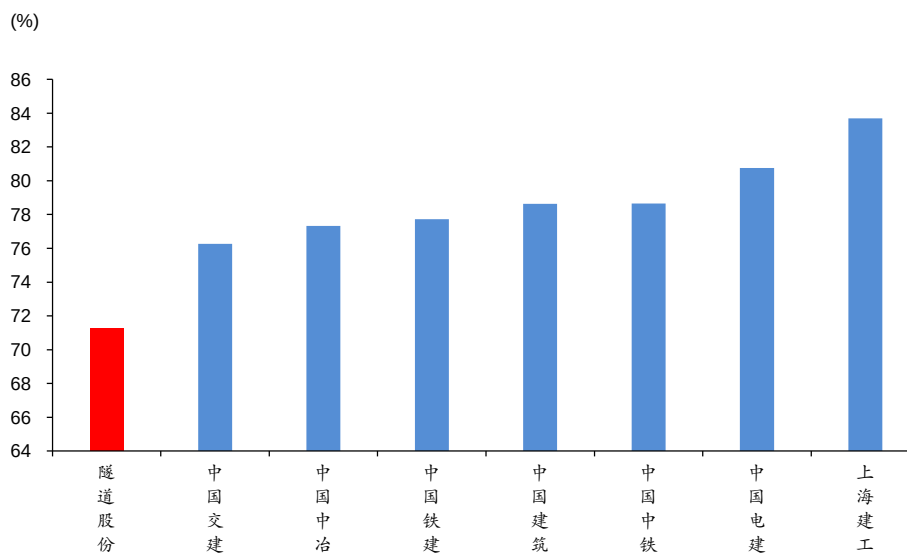


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资产负债率行业领先

公司近年来杠杆稳步下降, 资产负债率由 2010 年底的 77.8% 下降至 2018 年第三季度的 71.2%, 在主要上市建筑企业中最健康。我们认为健康的资产负债率有望使得公司在行业复苏、央企表外融资收缩的背景下, 进一步拓展市场份额, 从而更好的享受行业复苏红利, 并进一步提升竞争力。

图表 25: 公司资产负债率行业领先



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

估值处于历史底部，安全边际高

截止报告日，公司估值对应我们 2019 年盈利预测仅 9.4x PE，位于历史底部。公司估值历史周期与行业周期基本同步，在公司十三五增长确定性高且行业复苏背景下，我们认为当前估值已经具有较高的安全边际。

图表 26：公司历史估值 BAND



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

短期风险主要来自市场竞争恶化

我们认为公司及基建行业短期内的主要风险来自于市场竞争的恶化。由于 2019 年房地产行业预计进入下行周期，如果房建企业房建订单出现大幅下降，则房建企业可能更多参与基建施工项目竞标，从而对基建公司新签订单量造成负面影响。

风险提示

- 基建复苏慢于预期；
- 市场竞争恶化；
- 结转毛利率低于预期；

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	12815	12477	14492	17022	19023	营业收入	28828	31526	35557	39374	44003
应收和预付款项	15382	15415	19009	18819	23137	营业成本	25412	27764	30936	34175	38146
存货	6463	8348	10255	10295	12643	营业税金及附加	67	92	104	115	128
其他流动资产	2033	2267	2273	2272	2279	销售费用	20	17	20	22	24
流动资产合计	36693	38508	46029	48408	57082	管理费用	2025	2337	2382	2638	2948
长期股权投资	62	162	162	162	162	财务费用	584	465	478	461	441
投资性房地产	7	7	7	7	7	资产减值损失	95	46	80	80	80
固定资产	3249	3500	7487	9113	9555	投资收益	1351	1359	800	800	800
在建工程	8932	8970	4585	2392	1296	公允价值变动	1	0	0	0	0
无形资产开发支出	4226	4162	4082	4003	3923	营业利润	1978	2327	2357	2683	3035
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	168	8	170	170	170
其他非流动资产	30320	29412	28840	28193	27460	利润总额	2146	2334	2527	2853	3206
资产总计	67013	67920	74869	76602	84542	所得税	470	501	543	613	688
短期借款	3949	3511	3511	3511	3511	净利润	1677	1833	1984	2241	2517
应付和预收款项	28169	29465	34434	34538	40653	少数股东损益	24	23	25	28	32
长期借款	10890	9325	9325	9325	9325	归母股东净利润	1653	1810	1959	2213	2486
其他负债	5755	5523	6132	6211	6296						
负债合计	48763	47824	53402	53586	59786						
股本	3144	3144	3144	3144	3144						
资本公积	6833	6833	6833	6833	6833						
留存收益	7380	8687	10034	11554	13263						
归母公司股东权益	17804	19056	20403	21923	23632						
少数股东权益	445	1040	1065	1093	1124						
股东权益合计	18250	20095	21467	23016	24756						
负债和股东权益	67013	67920	74869	76602	84542						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	3958	1534	1727	2945	2497	毛利率	11.85%	11.93%	12.99%	13.20%	13.31%
投资性现金流	1349	-1806	885	790	790	销售净利率	5.73%	5.74%	5.51%	5.62%	5.65%
融资性现金流	-3625	-104	-597	-1206	-1285	销售收入增长率	7.56%	9.36%	12.78%	10.74%	11.76%
现金增加额	7	26	0	0	0	EBIT 增长率	-6.58%	2.52%	7.34%	10.30%	10.03%
						净利润增长率	11.64%	9.50%	8.25%	12.92%	12.34%
						ROE	9.28%	9.50%	9.60%	10.09%	10.52%
						ROA	2.47%	2.66%	2.62%	2.89%	2.94%
						ROIC	26.96%	24.03%	27.74%	34.58%	39.42%
						EPS (X)	0.53	0.58	0.62	0.70	0.79
						PE (X)	15.77	10.79	10.64	9.42	8.39
						PB (X)	1.48	1.03	1.02	0.95	0.88
						PS (X)	0.91	0.62	0.59	0.53	0.47
						EV/EBITDA (X)	8.85	5.76	5.51	4.23	3.39

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。