

业绩稳健财务健康，将充分受益一体化实施、轨交复苏和管廊建设

——隧道股份（600820）2018 年报点评

2019 年 04 月 18 日

推荐/首次

隧道股份

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 372.66 亿，同增 18.21%，实现归母净利润 19.79 亿，同增 9.32%，实现扣非 18.49 亿，同增 11.47%；
- **业绩保持稳健增长，深耕长三角有望充分受益一体化建设。**全年营收/归母增速为 18.21% (+8.9pp)/9.32% (-0.2pp)，2019 年力争保持在 8-10%，将保持稳健增长；全年上海/浙江/上海收入增速分别高达 20%/30%/25%，占比为 57%/14%/5%位列前三，合计占比 75%。公司深耕长三角近三十载，全面参与了上海市高架、道路、桥梁、机场、火车站交通一体化基础设施建设，先后为南京、杭州众多城市成功打造了当地首条轨交线路，未来有望凭借区位和专业优势在长三角一体化建设中挖掘更多业务机遇；
- **毛利率/费率此长彼消，投资收益下滑拉低盈利，经营现金流与上期持平，负债率提升。**报告期内毛利率 12.58% (+0.7pp)，判断系部分高毛利业务增速较快所致，包括：设计业务 (YOY+26.8%) 毛利率 30.48%，租赁业务 (YOY+551%) 毛利率 92.7%；销售/管理/财务/期间费率为 0.05%/6.9% (-0.7pp) /1.21% (-0.3pp) /7.87% (-1.1pp)；投资净收益 8.17 亿 (YOY-40%) 占净利润 41%，同比下滑系上期处置长期股权投资产生收益和 BOT/BT 项目投资收益较多；净利率为 5.36% (-0.5pp)，盈利能力略有下滑；收付现比为 110.44% (+3pp) /107.63% (+10.7pp)，经营现金流 15.39 亿基本与上期持平，投资现金流净额 -41.57 亿 (-130%)，系 PPP 项目投入增加、BT 公司股权转让款减少所致，筹资现金流净额 31.51 亿 (+32.55 亿)，系发行债券及增加贷款；负债率 72.39% (+2pp)；
- **区域建筑领军企业，在地下空间施工领域竞争优势突出，将充分受益轨交复苏/管廊建设。**公司拥有市政施工总承包特级、公路建筑和机电施工总承包一级、多个专业承包一级、工程设计综合及多个设计专业甲级资质，目前已承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目已达到 16 项，在国内外总集成、总承包建设隧道工程近百项，累计建设轨交里程达 480km。报告期内所承建的国内最大直径盾构法隧道-武汉三阳路隧道工程建成通车，顺利推进上海轨交 14/15 号线施工和南京地铁 5 号线、杭州地铁 4 号线二期等开工建设，中标绍兴智慧道路快速系统和管廊勘设项目 (设计)、金额近 3 亿，以上均凸显公司行业领军地位；2018H2 以来发改委新批 7 条线、总额 7736 亿，包括上海 (2983 亿)、杭州 (955 亿)、苏州 (933 亿) 等多个长三角项目，此外，管廊十三五规划开工 8000km 以上，我们估算对应投资额超 6000 亿，其中仅设计费即超 120 亿 (2%费率)，2016-2017 管廊仅完成投资额约 295/673 亿，建设有望提速。公司有望依托地下空间设计施工专业优势在地铁/管廊市场攫取更多份额；
- **全年新承接业务量下滑，2019Q1 呈现改善趋势。市政/房产/设计业务订单增速较快，轨交订单复苏可期。**公司 Q1-Q4 新接订单增速分别为 49%/-7%/39%/-36%，全年新承接订单 589 亿 (YOY-9.74%)，2019Q1 增速为 9.53%环比改善。全年市政/房产/设计业务新承接 190 亿 (YOY+75%) /81 亿 (YOY+66%) /35 亿 (YOY+50%)、增速较快，轨交中标 119 亿、同减 38%，判断系地铁市场前期受 52 号文及包头地铁叫停事件等负面冲击，未来随着新批地铁项目释放、公司轨交订单复苏可期；
- **PPP 项目储备充裕将不断优化整体业务结构、助力公司转型。**公司 2016-2018 承接 PPP 类订单分别为 139 亿/149 亿/125 亿，目前在建或运营的大中型投资类项目达 54 个，我们认为 PPP 类项目施工毛利率高于同类非 PPP 项目、规模化进入运营期后投资收益较为可观且毛利率远高于施工，未来将不断优化整体业务结构；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 414 亿元、461.1 亿、514.84 亿元；归母净利润分别为 22.33 亿元、25.05 亿元和 27.96 亿元；EPS 分别为 0.71 元、0.8 元和 0.89 元，对应 PE 分别为

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

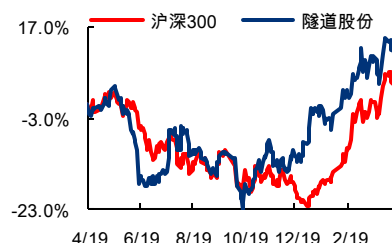
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.55-7.01
总市值 (亿元)	237.38
流通市值 (亿元)	237.38
总股本/流通 A 股 (万股)	314410/314410
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.49

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

10.6X、9.5X 和 8.5X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**1、基建投资不及预期；2、市场竞争风险；3、海外业务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	31,526.4	37,266.2	41,400.0	46,110.2	51,483.9
增长率（%）	9.36%	18.21%	11.09%	11.38%	11.65%
净利润（百万元）	1,833.05	1,997.51	2,254.67	2,526.21	2,816.31
增长率（%）	9.33%	8.97%	12.87%	12.04%	11.48%
净资产收益率（%）	9.50%	9.68%	10.72%	11.55%	12.35%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.71	0.80	0.89
PE	13.02	11.98	10.63	9.48	8.49
PB	1.25	1.16	1.14	1.09	1.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	38508	43764	39005	44747	55897	营业收入	31526	37266	41400	46110	51484				
货币资金	12477	13090	7448	7831	13445	营业成本	27764	32577	36273	40457	44938				
应收账款	14056	15038	15879	18949	21863	营业税金及附	92	76	85	94	105				
其他应收	1870	1559	1732	1929	2154	营业费用	17	20	22	25	28				
预付款项	1359	627	-188	-1097	-2107	管理费用	2337	1186	2898	2905	3141				
存货	8348	12450	12919	15518	18468	财务费用	465	451	405	471	677				
其他流动	286	760	1101	1490	1934	资产减值损失	46	57	66	66	59				
非流动资产	29412	34206	36310	36452	37547	公允价值变动	0.00	0.00	0.33	0.11	0.15				
长期股权	162	342	410	451	497	投资净收益	1,359	817	1,176	1,117	1,037				
固定资产	3500	3233	3298	3364	3431	营业利润	2327	2537	2827	3210	3573				
无形资产	4162	4188	4188	4188	4188	营业外收入	18	37	97	51	62				
其他非流	231	1155	1155	1155	1155	营业外支出	10	9	29	16	18				
资产总计	67920	77970	75316	81198	93444	利润总额	2334	2565	2896	3244	3617				
流动负债	36462	40600	41023	45944	56577	所得税	501	568	641	718	801				
短期借款	3511	3109	3109	3109	8537	净利润	1833	1998	2255	2526	2816				
应付账款	21744	23754	25838	28819	32011	少数股东损益	23	19	22	21	21				
预收款项	7721	9253	7721	9616	11733	归属母公司净	1810	1979	2233	2505	2796				
一年内到	533	1189	1189	1070	963	EBITDA	7005	7272	3701	4158	4740				
非流动负	11362	15842	12344	12433	13073	EPS（元）	0.58	0.63	0.71	0.80	0.89				
长期借款	9325	13239	11152	11239	11876	主要财务比率									
应付债券	0	498	498	498	498		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	47824	56442	53367	58376	69650	成长能力									
少数股东	1040	1090	1112	1133	1153	营业收入增长	9.36%	18.21%	11.09%	11.38%	11.65%				
实收资本	3144	3144	3144	3144	3144	营业利润增长	17.63%	9.04%	11.45%	13.52%	11.33%				
资本公积	6833	6833	6833	6833	6833	归属于母公司	9.50%	9.32%	12.84%	12.19%	11.61%				
未分配利	7832	9173	9040	8965	8798	获利能力									
归属母公	19056	20438	20837	21689	22641	毛利率(%)	11.69%	12.27%	12.39%	12.26%	12.71%				
负债和所	67920	77970	75316	81198	93444	净利率(%)	5.81%	5.36%	5.45%	5.48%	5.47%				
现金流	单位：百万元					总资产净利润	7.81%	2.66%	2.54%	2.96%	3.09%				
						ROE(%)	9.50%	9.68%	10.72%	11.55%	12.35%				
经营活动	1534	1539	1570	2097	2787	偿债能力									
净利润	1833	1998	2255	2526	2816	资产负债率(%)	70%	72%	71%	72%	75%				
折旧摊销	4213	4283	4284	4286	4288	流动比率	1.06	1.08	0.95	0.97	0.99				
财务费用	465	451	405	471	677	速动比率	0.83	0.77	0.64	0.64	0.66				
应收账款	73	-982	-842	-3070	-2914	营运能力									
预收账款	-72	1532	-1532	1896	2117	总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.59	0.59				
投资活动	-1806	-4157	235	293	167	应收账款周转	2.24	2.56	2.68	2.65	2.52				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.50	1.64	1.67	1.69	1.69				
长期股权	0	0	-819	-686	-723	每股指标（元）									
投资收益	1359	817	1176	1117	1037	每股收益(最新)	0.58	0.63	0.71	0.80	0.89				
筹资活动	-104	3151	-712	302	4660	每股净现金流	-0.12	0.17	0.35	0.86	2.42				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	6.06	6.50	6.63	6.90	7.20				
长期借款	0	0	1174	2544	1859	估值比率									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	13.02	11.98	10.63	9.48	8.49				
资本公积	0	0	0	0	0	P/B	1.25	1.16	1.14	1.09	1.05				
现金净增	-376	533	1092	2693	7614	EV/EBITDA	3.52	3.94	8.71	7.65	6.79				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。