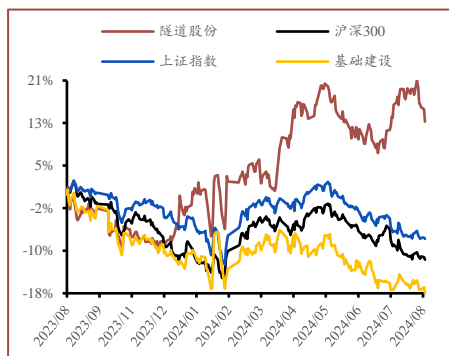



投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-27
收盘价(元)	6.47
流通股本(亿股)	31.44
每股净资产(元)	9.22
总股本(亿股)	31.44

最近 12 月市场表现

**分析师** 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001
bich@ctsec.com

相关报告

- 《分红率同比提升，数字化转型值得期待》 2024-04-21
- 《收入稳中有增，经营回款同比改善》 2023-10-31
- 《投资收益增厚业绩，经营回款同比改善》 2023-08-27

核心观点

- ❖ **事件:**2024H1 营收 280.34 亿元同增 1.69%; 归属净利润 7.86 亿元同增 0.78%; 2024Q2 营收 139.09 亿元同降 1.78%; 归属净利润 3.41 亿元同降 2.04%。
- ❖ **传统业务支撑收入增长，新签订单稳中有增。**分业务看，公司施工业、设计服务、基础设施运营业务、机械加工及制造、融资租赁、投资业务、数字信息、其他业务分别实现营业收入 244.3/7.2/12.0/1.2/2.5/9.5/2.0/0.1 亿元，分别同比 2.6%/4.0%/-5.2%/-27.6%/13.9%/-14.7%/26.8%/-33.4%；分别实现毛利率 12.2%/26.4%/15.1%/12.2%/100.0%/48.2%/9.5%/24.1%，分别同比 4.1pct/-0.3pct/3.1pct/6.4pct/--/11.9pct/4.8pct/18.3pct。公司 2024H1 新签订单 461.25 亿元同增 9.08%，其中施工、设计、运营、数字业务分别实现新签订单 391.2/28.8/39.0/2.3 亿元，分别同增 13.1%/-24.3%/0.1%/--。
- ❖ **投资收益下滑拖累净利率，经营现金流同比承压。**公司 2024H1 销售毛利率为 14.94%同增 3.22pct，主要系今年施工项目毛利率改善；期间费用率 10.44%同降 0.12pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.01%/7.53%/2.90%，同比变动 0.01pct/0.47pct/-0.28pct；资产及信用减值损失率 0.62%同降 0.79pct；投资收益率 0.37%同降 4.43pct，其中 Q2 单季度亏损 2.54 亿元（上年同期投资收益 9.46 亿元），主要系权益法核算的长期股权投资收益减少；归属净利率 2.80%同降 0.51pct；公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 37.64 亿元，较上年同期多流出 32.45 亿元，主要系本期支付的工程款增加；收现比 98.86%同降 32.86pct；付现比 111.16%同降 22.81pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 210.8/410.4/698.5/94.1 亿元，较年初同比变动-3.46%/2.92%/-5.12%/21.15%。
- ❖ **投资建议:**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 746.9/784.2/844.9 亿元，归母净利润 29.8/31.5/33.2 亿元。对应 PE 分别 6.8/6.5/6.1 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**稳增长力度不及预期；宏观经济波动；下游需求萎靡。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72297	74193	74691	78417	84486
收入增长率(%)	16.18	2.62	0.67	4.99	7.74
归母净利润(百万元)	2855	2939	2982	3153	3317
净利润增长率(%)	19.32	2.92	1.47	5.74	5.18
EPS(元/股)	0.91	0.93	0.95	1.00	1.05
PE	5.79	6.19	6.82	6.45	6.13
ROE(%)	10.37	10.16	9.68	9.62	9.53
PB	0.60	0.63	0.66	0.62	0.58

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

隧道股份 2024 半年报点评全文：

- ❖ **事件：**公司公告 2024H1 实现营收 280.34 亿元同增 1.69%；归属净利润 7.86 亿元同增 0.78%；实现扣非归属净利润 6.79 亿元同降 6.06%。其中，2024Q2 单季营业收入为 139.09 亿元同降 1.78%；归属净利润 3.41 亿元同降 2.04%；扣非后归属净利润 2.52 亿元同降 24.79%。2024 年 H1 公司拟派发现金红利 3.14 亿元，每 10 股现金红利 1.0 元（含税），现金分红比例约 40.02%。
- ❖ **传统业务支撑收入增长，新签订单稳中有增。**分业务看，公司施工业、设计服务、基础设施运营业务、机械加工及制造、融资租赁、投资业务、数字信息、其他业务分别实现营业收入 244.3/7.2/12.0/1.2/2.5/9.5/2.0/0.1 亿元，分别同比 2.6%/4.0%/-5.2%/-27.6%/13.9%/-14.7%/26.8%/-33.4%；分别实现毛利率 12.2%/26.4%/15.1%/12.2%/100.0%/48.2%/9.5%/24.1%，分别同比 4.1pct/-0.3pct/3.1pct/6.4pct/--/1.9pct/4.8pct/18.3pct；分区域看，上海、浙江、新加坡、广东，占公司收入比例达 90.6%，上述区域 2024H1 年分别实现收入 201.2/26.9/14.6/9.8 亿元，分别同比 12.6%/-21.6%/32.0%/-27.7%。公司 2024H1 新签订单 461.25 亿元同增 9.08%，其中施工、设计、运营、数字业务分别实现新签订单 391.2/28.8/39.0/2.3 亿元，分别同增 13.1%/-24.3%/0.1%/--，施工业新签稳中有增，有力保障营收持续增长。施工业务中能源、道路及市政业务快速增长，按业务类型分，轨交/市政/能源/道路/房产/环境及其他业务分别实现新签 77.7/121.9/72.7/27.1/58.1/18.5/15.2 亿元，分别同比-8.4%/38.1%/53.9%/23.7%/-28.4%/--/-32.3%；分地区看，上海市内、市外以及海外施工业务分别实现新签 192.9/169.5/28.8 亿元，分别同比-11.4%/32.2%/--，上海市外及海外扩张成效显著。
- ❖ **投资收益下滑拖累净利率，经营现金流同比承压。**公司 2024H1 销售毛利率为 14.94%同增 3.22pct，主要系今年施工项目毛利率改善；期间费用率 10.44%同降 0.12pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.01%/7.53%/2.90%，同比变动 0.01pct/0.47pct/-0.28pct；资产及信用减值损失率 0.62%同降 0.79pct；投资收益 0.37%同降 4.43pct，其中 Q2 单季度亏损 2.54 亿元（上年同期投资收益 9.46 亿元），主要系权益法核算的长期股权投资收益减少；归属净利率 2.80%同降 0.51pct；公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 37.64 亿元，较上年同期多流出 32.45 亿元，主要系本期支付的工程款增加；收现比 98.86%同降 32.86pct；付现比 111.16%同降 22.81pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 210.8/410.4/698.5/94.1 亿元，较年初同比变动-3.46%/2.92%/-5.12%/21.15%。
- ❖ **持续发力“车路云”，有望受益车路协同布局提速。**公司旗下城建设计集团、数字集团携手构建“车路云”业务。公司数字集团研发的“通达交通大模型”可以自动采集并分析交通系统每天产生的海量多模态数据，涵盖了车辆流量、交通事故、路况变化等多个方面，并可依托“全域感知”和“智慧分析”能力，预判交通状况、提出管理建议、调度处置资源，为公众提供个性化出行服务决策。当前，公司技术已在多个试点项目进行应用，包括全国首个智慧全出行链测试示范区——

奉贤区智能网联汽车测试示范区建设项目（一期），全国首个极寒自动驾驶测试场——黑龙江省黑河市自动驾驶测试场建设工程等。受益于智慧交通不断推进，有望继续获取有关订单储备。

- ❖ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入746.91/784.17/844.86亿元，归母净利润29.82/31.53/33.17亿元。对应PE分别为6.82/6.45/6.13倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**稳增长力度不及预期；宏观经济波动；下游需求萎靡。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	72296.93	74193.25	74690.99	78416.97	84486.06	成长性					
减:营业成本	63438.73	66565.15	66632.79	69578.86	74668.07	营业收入增长率	16.2%	2.6%	0.7%	5.0%	7.7%
营业税费	133.30	168.34	169.47	177.92	191.69	营业利润增长率	30.8%	0.9%	2.3%	5.7%	5.2%
销售费用	5.49	7.29	7.34	7.71	8.30	净利润增长率	19.3%	2.9%	1.5%	5.7%	5.2%
管理费用	1684.77	1874.41	1867.27	1921.22	2027.67	EBITDA 增长率	5.1%	-25.9%	4.4%	13.6%	17.7%
研发费用	2686.43	2976.86	2996.83	3097.47	3294.96	EBIT 增长率	-1.1%	-41.0%	34.3%	19.6%	20.1%
财务费用	1470.66	1730.17	1525.23	1604.68	1666.39	NOPLAT 增长率	-4.6%	-39.4%	34.3%	19.6%	20.1%
资产减值损失	-29.64	-74.93	-30.00	-35.00	-40.00	投资资本增长率	7.5%	3.5%	3.7%	3.3%	3.0%
加:公允价值变动收益	21.25	17.23	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.2%	4.5%	5.9%	5.9%	5.7%
投资和汇兑收益	945.04	2979.29	2614.18	2352.51	2112.15	利润率					
营业利润	3873.79	3910.29	3999.26	4228.27	4446.84	毛利率	12.3%	10.3%	10.8%	11.3%	11.6%
加:营业外净收支	-6.90	21.00	-10.00	-10.00	-10.00	营业利润率	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%
利润总额	3866.89	3931.29	3989.26	4218.27	4436.84	净利率	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%
减:所得税	827.16	756.77	767.93	812.01	854.08	EBITDA/营业收入	7.9%	5.7%	5.9%	6.4%	7.0%
净利润	2855.36	2938.83	2982.16	3153.35	3316.74	EBIT/营业收入	6.0%	3.5%	4.6%	5.2%	5.8%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	20599.51	21818.13	21203.25	21161.71	22480.57	固定资产周转天数	22	21	21	20	18
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-110	-122	-116	-108	-102
应收账款	20759.97	21826.04	21908.65	22413.28	22365.32	流动资产周转天数	413	429	423	412	394
应收票据	58.04	9.59	31.90	11.66	35.27	应收账款周转天数	103	103	106	103	97
预付账款	1046.13	815.04	815.87	851.94	914.25	存货周转天数	4	5	6	6	6
存货	676.39	1174.53	1016.56	1121.77	1126.23	总资产周转天数	704	764	784	759	722
其他流动资产	1392.05	1468.46	1468.46	1468.46	1468.46	投资资本周转天数	349	352	362	356	341
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.4%	10.2%	9.7%	9.6%	9.5%
长期股权投资	5486.18	8023.74	10023.74	11523.74	12723.74	ROA	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
投资性房地产	868.84	846.24	823.63	801.02	778.41	ROIC	4.9%	2.9%	3.7%	4.3%	5.1%
固定资产	4424.18	4173.75	4211.28	4233.05	4239.07	费用率					
在建工程	3625.52	3782.54	3939.56	4096.57	4253.59	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	4755.89	4894.71	5052.48	5210.25	5368.02	管理费用率	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%
其他非流动资产	20963.85	22664.29	22664.29	22664.29	22664.29	财务费用率	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	152876.77	161915.65	163563.30	167269.61	171506.30	三费/营业收入	4.4%	4.9%	4.6%	4.5%	4.4%
短期债务	7672.14	6101.94	5601.94	5101.94	4601.94	偿债能力					
应付账款	65152.86	73599.29	72992.84	73895.87	75440.26	资产负债率	77.7%	78.0%	76.9%	76.1%	75.4%
应付票据	290.67	17.90	19.11	19.54	21.94	负债权益比	348.1%	354.1%	333.0%	318.3%	305.7%
其他流动负债	1646.43	2750.91	2750.91	2750.91	2750.91	流动比率	0.90	0.91	0.91	0.93	0.94
长期借款	22112.86	21442.09	21442.09	21442.09	21442.09	速动比率	0.47	0.47	0.47	0.47	0.48
其他非流动负债	844.15	755.52	755.52	755.52	755.52	利息保障倍数	2.81	1.40	2.38	2.81	3.34
负债总额	118756.89	126261.94	125788.26	127278.31	129232.24	分红指标					
少数股东权益	6572.42	6716.38	6955.56	7208.46	7474.47	DPS(元)	0.27	0.33	0.10	0.00	0.00
股本	3144.10	3144.10	3144.10	3144.10	3144.10	分红比率					
留存收益	16713.48	18489.00	20371.16	22334.51	24351.26	股息收益率	5.1%	5.7%	1.5%	0.0%	0.0%
股东权益	34119.88	35653.71	37775.05	39991.30	42274.06	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.91	0.93	0.95	1.00	1.05
净利润	2855.36	2938.83	2982.16	3153.35	3316.74	BVPS(元)	8.76	9.20	9.80	10.43	11.07
加:折旧和摊销	1374.96	1670.49	976.87	901.62	962.37	PE(X)	5.8	6.2	6.8	6.5	6.1
资产减值准备	213.02	288.06	280.00	335.00	490.00	PB(X)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-21.73	-17.23	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1604.44	1825.98	1443.41	1466.71	1478.01	P/S	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
投资收益	-945.04	-2979.29	-2614.18	-2352.51	-2112.15	EV/EBITDA	5.4	7.6	8.0	7.1	5.8
少数股东损益	184.37	235.70	239.18	252.91	266.01	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1237.22	-893.14	-1271.01	-972.34	5.81	PEG	0.3	2.1	4.6	1.1	1.2
经营活动产生现金流量	4046.53	3178.37	2046.42	2794.74	4416.80	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2989.55	-1738.32	-617.90	-379.57	-319.93	REP					
融资活动产生现金流量	178.55	-646.14	-2043.41	-2456.71	-2778.01						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。