

增持 (维持)

隧道股份 (600820)

投资收益支撑 Q3 业绩，现金流表现出色

2024 年 11 月 02 日

市场数据

市场数据日期	2024-11-01
收盘价(元)	6.96
总股本(百万股)	3144.10
流通股本(百万股)	3144.10
净资产(百万元)	31585.78
总资产(百万元)	164331.5
每股净资产(元)	10.05

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建筑】隧道股份 2023 年报点评: 扣非归母净利润同比增长 10.35%, 数字信息业务扬帆起航》2024-04-20

《【兴证建筑】隧道股份跟踪报告: 长三角高股息建企, 数据要素价值有望激活》2024-04-12

《【兴证建筑】隧道股份: 新签订单增速平稳, 看好基建基本面改善》2023-10-30

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

李明

liming22@xyzq.com.cn

S0190524060003

投资要点

- **隧道股份发布 2024 年三季报:** 公司 2024 年前三季度实现营业收入 428.88 亿元, 同比减少 8.57%; 实现归母净利润 14.99 亿元, 同比增长 0.35%; 实现扣非后归母净利润 12.98 亿元, 同比减少 8.53%。其中, Q3 实现营业收入 148.54 亿元, 同比减少 23.18%; 实现归母净利润 7.14 亿元, 同比减少 0.12%; 实现扣非后归母净利润 6.19 亿元, 同比减少 11.08%。
- **上海市内业务支撑公司新签订单稳健增长, 市政工程、道路工程新签订单表现亮眼。** 公司 2024 年前三季度新签订单 657.05 亿元, 同比增长 9.46%。分地区看, 施工业务中上海市内、上海市外新签订单分别为 289.07/251.80 亿元, 同比分别增长 11.11%/3.70%。分业务来看, 施工业务、设计业务、运营业务新签订单分别为 569.68/38.16/44.67 亿元, 同比分别变动+13.26%/-29.57%/+3.61%, 同时公司新划分的数字业务, 实现新签订单 4.53 亿元。施工业务中, 市政工程、道路工程新签订单分别为 212.06/65.39 亿元, 同比增速分别高达 43.16%、52.16%。
- **三季度收入承压, 投资收益大幅增加支撑利润。** 公司 2024 年前三季度实现营业收入 428.88 亿元, 同比减少 8.57%。分季度来看, 公司 2024 年 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 141.25/139.09/148.54 亿元, 同比分别变化 +5.34%/-1.78%/-23.18%。公司 2024 年前三季度实现归母净利润 14.99 亿元, 同比增长 0.35%。分季度来看, 公司 2024 年 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 4.44/3.41/7.14 亿元, 同比分别变化+3.06%/-2.04%/-0.12%。其中, 24Q3 投资收益高达 14.87 亿元, 同比增加 16.54 亿元, 故归母净利率下滑幅度较小。
- **三季度毛利率下滑幅度较大。** 公司 2024 年前三季度实现综合毛利率 11.65%, 同比下降 0.22pct; 实现净利率 3.77%, 同比上升 0.36pct。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 12.54%/17.37%/5.43%, 同比分别变动+0.57pct/+5.90pct/-6.59pct。24Q3 毛利率下滑幅度较大, 我们判断主要是项目推进节奏放缓, 收入确认滞后, 而成本支出相对刚性。
- **期间费用率上升, 信用减值减少。** 公司 2024 年前三季度期间费用 44.39 亿元, 占收入端比重为 10.35%, 同比上升 1.02pct, 其中, 公司销售费用率为 0.01%, 同比基本持平; 管理费用率为 3.17%, 同比上升 0.19pct; 研发费用率为 4.40%, 同比上升 0.50pct; 财务费用率为 2.77%, 同比上升 0.33pct。管理费用率、财务费用率上升, 我们判断主要是收入下滑, 而管理人员、利息支出等相对刚性, 导致费用率上升。公司 2024 年前三季度资产+信用

减值损失为 1.55 亿元，占收入端比重为 0.36%，同比下降 0.32pct，其中资产减值损失 0.26 亿元，同比增长 0.25 亿元；信用减值损失 1.29 亿元，同比减少 1.87 亿元。

- **三季度现金流表现出色，前三季度经营现金流净额流入转正。**公司 2024 年前三季度经营性现金流净额为 23.92 亿元，同比多流入 20.25 亿元。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 经营性现金流净额分别为-39.08/1.44/61.56 亿元，同比分别变动-2.39/-29.27/+51.91 亿元。从收、付现比来看，公司 2024 年前三季度收、付现比分别为 105.1%、106.8%，同比分别变动+5.1pct、-2.3pct。
- **盈利预测与评级：**我们调整对公司的盈利预测，预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 30.51/32.08/33.95 亿元，EPS 分别为 0.97 元/1.02 元/1.08 元，11 月 1 日收盘价对应的 PE 分别为 7.2 倍、6.8 倍、6.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、基建投资力度不及预期、运营业务、数字化业务推进不及预期、财务风险

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74193	75551	79675	85367
同比增长	2.6%	1.8%	5.5%	7.1%
归母净利润(百万元)	2939	3051	3208	3395
同比增长	2.9%	3.8%	5.2%	5.8%
毛利率	10.3%	10.7%	10.8%	10.9%
ROE	10.2%	9.9%	9.7%	9.5%
每股收益(元)	0.93	0.97	1.02	1.08
市盈率	7.4	7.2	6.8	6.4

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	87148	87719	94268	102106
货币资金	21818	25592	29588	35481
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	21836	22545	23516	25281
预付款项	815	1020	1022	1086
存货	1175	981	1061	1160
其他	41505	37581	39081	39098
非流动资产	74767	72519	73686	73944
长期股权投资	8024	7178	7460	7366
固定资产	4174	4946	5259	5267
在建工程	3783	3348	3393	3775
无形资产	4895	4952	4993	5015
商誉	61	0	0	0
长期待摊费用	117	96	72	49
其他	53715	52000	52508	52471
资产总计	161916	160238	167954	176050
流动负债	96196	94018	98755	104184
短期借款	6102	6102	6102	6102
应付票据及应付账款	73617	71069	75832	81310
其他	16477	16847	16821	16772
非流动负债	30066	28429	28872	28875
长期借款	21442	21603	21584	21517
其他	8624	6825	7288	7358
负债合计	126262	122447	127627	133059
股本	3144	3144	3144	3144
资本公积	6459	6459	6459	6459
未分配利润	16946	18865	21063	23394
少数股东权益	6716	6910	7131	7366
股东权益合计	35654	37791	40327	42991
负债及权益合计	161916	160238	167954	176050

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	2939	3051	3208	3395
折旧和摊销	1524	1421	1878	2350
资产减值准备	75	-22	96	128
资产处置损失	-159	-73	-79	-86
公允价值变动损失	-17	-17	-18	-17
财务费用	1826	1763	1617	1603
投资损失	-2979	-2713	-2473	-2423
少数股东损益	236	194	221	235
营运资金的变动	-736	-3829	3760	3367
经营活动产生现金流量	3178	5760	6250	8527
投资活动产生现金流量	-1738	2345	8	-139
融资活动产生现金流量	-646	-4331	-2262	-2495
现金净变动	810	3773	3997	5893
现金的期初余额	20229	21818	25592	29588
现金的期末余额	21039	25592	29588	35481

数据来源:天软,兴证证券经济与金融研究院整理
注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	74193	75551	79675	85367
营业成本	66565	67497	71068	76075
税金及附加	168	151	164	177
销售费用	7	8	8	8
管理费用	1874	1927	1992	2134
研发费用	2977	2871	3028	3244
财务费用	1730	1763	1617	1603
其他收益	172	175	174	174
投资收益	2979	2713	2473	2423
公允价值变动收益	17	17	18	17
信用减值损失	-213	-219	-226	-255
资产减值损失	-75	-52	-56	-58
资产处置收益	159	73	79	86
营业利润	3910	4043	4261	4513
营业外收入	39	30	31	32
营业外支出	18	20	20	20
利润总额	3931	4053	4273	4526
所得税	757	809	843	896
净利润	3175	3244	3430	3629
少数股东损益	236	194	221	235
归属母公司净利润	2939	3051	3208	3395
EPS(元)	0.93	0.97	1.02	1.08

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	2.6%	1.8%	5.5%	7.1%
营业利润增长率	0.9%	3.4%	5.4%	5.9%
归母净利润增长率	2.9%	3.8%	5.2%	5.8%
盈利能力				
毛利率	10.3%	10.7%	10.8%	10.9%
归母净利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
ROE	10.2%	9.9%	9.7%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	76.4%	76.0%	75.6%
流动比率	0.91	0.93	0.95	0.98
速动比率	0.89	0.92	0.94	0.97
营运能力				
资产周转率	47.1%	46.9%	48.6%	49.6%
应收账款周转率	3.29	3.21	3.26	3.30
存货周转率	71.65	62.30	69.30	68.19
每股资料(元)				
每股收益	0.93	0.97	1.02	1.08
每股经营现金	1.01	1.83	1.99	2.71
每股净资产	9.20	9.82	10.56	11.33
估值比率(倍)				
PE	7.4	7.2	6.8	6.4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
邮编：200135	富大厦32层01-08单元	座52楼
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮编：100020	邮编：518035
	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn