安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 08 月 31 日

公司快报

证券研究报告

建筑施工Ⅲ

隧道股份（600820.SH）

业绩平稳，符合预期，未来有望受益地下管廊、PPP 及国企改革

■业绩平稳，符合预期。公司 1-6 月实现营业收入 102.8 亿元，同比增长 4.1%，实现归属上市公司股东净利润 6.39 亿元，同比增长 2.23%，EPS 0.20 元，符合预期。其中二季度单季收入同比下降 1.85%，归母净利润同比下降 4.04%。

■财务费用率下降，二季度单季现金流情况环比显著改善。上半年公司毛利率 13.16%，与去年同期相比提升 0.18 个 pct。三项费用率 9.41%，同比减少 0.2 个 pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动-0.06/+0.74/-0.88 个 pct，管理费用上升的原因是本期研发费用较多，财务费用率下降主要原因为去年计提可转债利息。所得税率提高 2.29 个 pct。净利率减少 0.11 个 pct，为 6.22%。公司经营活动现金净流入 7.52 亿元，其中二季度单季净流入 16.6 亿元，相较于一季度流出 9 亿元大幅改善。

■轨交及地下综合管廊等地下工程迎来建设高峰，公司将显著受益。预计 2015-2018 四年全国将新增加约 3000 公里轨道交通运营里程，年均投资将达到 3750 亿元。作为稳增长主要着力点，国家大力支持综合地下管廊建设，保守估计年投资额达 4000-6000 亿元，高则可达万亿级别，公司有望充分受益地下工程投资景气。上半年公司新签订单 162 亿元，同比增长 3.3%，其中地下业务签 89 亿元，同比增长 18.6%，占比 54.5%，保持较快增速。旗下两专业管线公司及燃气设计院上半年指标完成良好。未来公司有望发挥地下业务优势，积极参与综合管廊建设。

■站在国企改革与 PPP 的潮头上。上海国企改革走在全国前列，未来控股股东与上市公司管理层有望继续整合，缩短管理层级，提高管理效率。股东上海国盛集团是上海国企改革的两大国资流动平台之一，增强公司国企改革预期。公司战略定位为“建设领域的金融专家、金融领域的建设专家”，通过投资 BT、BOT 项目带动施工主业，仅 2011 年以来新签 BT、BOT 项目即超过 300 亿元，在 PPP 领域早有试水，投融资领域积累的丰富经验为未来持续开拓 PPP 打下基础。

■投资建议：我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.50/0.56/0.62 元，当前股价对应三年 PE 分别为 22.5/20/18 倍。考虑到公司未来受益地下工程景气、PPP 业务推进及国企改革的预期，维持 16.8 元目标价，买入-A 评级。

■风险提示：宏观经济持续下滑风险、政策推进不达预期风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	23,501.1	25,421.8	27,756.3	30,647.0	33,694.3
净利润	1,289.3	1,393.7	1,575.3	1,751.6	1,944.2
每股收益(元)	0.41	0.44	0.50	0.56	0.62
每股净资产(元)	3.95	4.97	4.72	5.18	5.72

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	27.5	25.4	22.5	20.2	18.2
市净率(倍)	2.8	2.3	2.4	2.2	2.0
净利润率	5.5%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%
净资产收益率	10.4%	8.9%	10.6%	10.7%	10.8%
股息收益率	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%
ROIC	19.7%	16.6%	26.7%	19.3%	17.5%

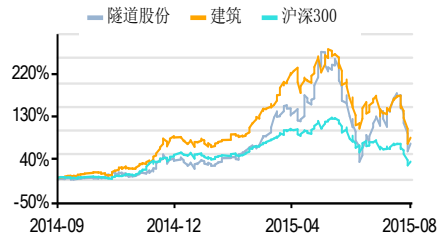
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	16.80 元
股价（2015-08-28）	11.26 元

交易数据

总市值（百万元）	35,402.52
流通市值（百万元）	35,402.52
总股本（百万股）	3,144.10
流通股本（百万股）	3,144.10
12 个月价格区间	5.38/21.77 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.13	-12.78	64.68
绝对收益	-12.17	-43.64	109.29

杨涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人
宋易潞 021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

站在国企改革和 PPP 的潮头上	2015-07-21
隧道股份：公司发展稳健，关注海外业务拓展	2010-03-23
隧道股份：盈利稳定增长，结算高峰有望到来：3 季度报告点评	2009-10-29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：公司财务分析表（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2014H	2015H	2015Q1	2015Q2
营业收入	21,989	23,501	25,422	9,878	10,283	4,792	5,491
营业成本	19,154	20,560	22,227	8,596	8,930	4,111	4,818
毛利率	12.89%	12.51%	12.57%	12.97%	13.16%	14.20%	12.25%
销售费用	28	29	22	13	7	3	4
销售费用率	0.13%	0.13%	0.09%	0.13%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用	1334	1234	1451	473	568	322	246
管理费用率	6.07%	5.25%	5.71%	4.79%	5.52%	6.73%	4.48%
财务费用	865	844	973	463	392	229	164
财务费用率	3.94%	3.59%	3.83%	4.69%	3.81%	4.77%	2.98%
三项费用率	10.13%	8.96%	9.62%	9.61%	9.41%	11.56%	7.53%
资产减值损失	24	158	126	-47	-38	-125	87
投资收益	1304	1371	1709	583	574	267	307
营业外收入	344	329	249	114	77	26	51
营业外支出	8	35	4	1	3	1	3
税前利润	1612	1659	1857	797	835	405	430
所得税	427	347	441	160	186	107	79
所得税率	26.52%	20.92%	23.77%	20.01%	22.31%	26.50%	18.36%
少数股东权益占比	2.81%	1.74%	1.52%	1.89%	1.45%	0.95%	1.88%
归属于上市公司股东的净利润	1151	1289	1394	625	639	295	344
净利率	5.23%	5.49%	5.48%	6.33%	6.22%	6.16%	6.27%
摊薄 EPS（元）	0.37	0.41	0.44	0.20	0.20	0.09	0.11
经营性现金流净额	1978	697	3607	938	752	-903	1655
收现比	88.76%	88.23%	106.09%	112.13%	119.29%	160.03%	83.74%
付现比	85.48%	89.26%	98.66%	119.37%	115.42%	199.13%	43.99%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 08 月 31 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**23,501.1**	**25,421.8**	**27,756.3**	**30,647.0**	**33,694.3**
减:营业成本	20,560.2	22,227.5	23,917.5	26,096.1	28,485.5
营业税费	682.2	722.5	832.7	858.1	943.4
销售费用	29.5	21.9	36.1	30.6	43.8
管理费用	1,233.5	1,450.7	1,582.1	1,685.6	1,731.9
财务费用	843.5	973.4	943.0	974.4	1,044.3
资产减值损失	158.0	125.6	120.0	115.0	120.0
加:公允价值变动收益	0.1	1.7	-0.3	0.1	0.1
投资和汇兑收益	1,370.8	1,709.1	1,500.0	1,100.0	800.0
营业利润	**1,365.1**	**1,611.1**	**1,824.7**	**1,987.2**	**2,125.5**
加:营业外净收支	294.1	245.5	210.0	270.0	380.0
利润总额	**1,659.3**	**1,856.5**	**2,034.7**	**2,257.2**	**2,505.5**
减:所得税	347.1	441.3	427.3	451.4	501.1
净利润	**1,289.3**	**1,393.7**	**1,575.3**	**1,751.6**	**1,944.2**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	5,713.8	7,389.7	5,551.3	4,597.1	3,369.4
交易性金融资产	3.9	4.3	4.0	4.1	4.2
应收帐款	12,071.9	13,970.4	13,015.0	18,994.2	16,572.1
应收票据	137.5	17.3	214.1	41.3	239.4
预付帐款	1,674.1	757.8	1,899.7	1,566.8	1,788.4
存货	5,634.3	5,839.5	4,790.5	7,532.6	6,710.1
其他流动资产	23.6	1,225.5	416.4	555.2	732.3
可供出售金融资产	43.4	2,195.8	758.1	999.1	1,317.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	812.2	929.6	929.6	929.6	929.6
投资性房地产	7.8	7.4	7.4	7.4	7.4
固定资产	2,154.3	2,243.9	1,524.0	2,104.8	1,285.7
在建工程	13,806.6	4,926.8	8,926.8	10,926.8	14,926.8
无形资产	641.8	4,370.1	4,042.0	3,713.9	3,385.8
其他非流动资产	14,329.1	14,936.4	14,708.5	14,622.5	14,736.4
资产总额	**57,054.3**	**58,814.4**	**56,787.3**	**66,595.3**	**66,005.2**
短期债务	2,954.0	1,501.3	4,029.7	5,200.6	6,835.5
应付帐款	15,583.8	16,651.4	15,819.9	19,785.7	19,042.4
应付票据	74.3	72.7	88.6	89.0	102.4
其他流动负债	7,737.6	7,983.7	6,254.4	10,570.1	7,549.9
长期借款	12,875.6	13,516.5	11,544.8	10,141.6	10,332.1
其他非流动负债	5,321.6	3,128.8	3,869.6	4,106.7	3,701.7
负债总额	**44,546.9**	**42,854.4**	**41,607.0**	**49,893.7**	**47,564.0**
少数股东权益	**82.5**	**320.8**	**353.0**	**407.1**	**467.3**
股本	1,298.7	3,144.1	3,144.1	3,144.1	3,144.1
留存收益	10,848.0	12,018.3	11,683.3	13,150.4	14,829.9
股东权益	**12,507.3**	**15,960.0**	**15,180.3**	**16,701.6**	**18,441.3**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	6.9%	8.2%	9.2%	10.4%	9.9%
营业利润增长率	7.0%	18.0%	13.3%	8.9%	7.0%
净利润增长率	12.0%	8.1%	13.0%	11.2%	11.0%
EBITDA 增长率	1.3%	12.8%	8.2%	11.9%	5.6%
EBIT 增长率	3.1%	17.0%	7.1%	7.0%	7.0%
NOPLAT 增长率	11.0%	12.8%	11.0%	8.4%	7.0%
投资资本增长率	33.5%	-30.9%	49.8%	17.7%	27.9%
净资产增长率	12.2%	27.6%	-4.9%	10.0%	10.4%
利润率					
毛利率	12.5%	12.6%	13.8%	14.8%	15.5%
营业利润率	5.8%	6.3%	6.6%	6.5%	6.3%
净利润率	5.5%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%
EBITDA/营业收入	11.6%	12.1%	11.9%	12.1%	11.6%
EBIT/营业收入	9.4%	10.2%	10.0%	9.7%	9.4%
运营效率					
固定资产周转天数	37	31	24	21	18
流动营业资本周转天数	-49	-45	-25	-17	-9
流动资产周转天数	356	386	357	348	335
应收帐款周转天数	164	184	175	188	190
存货周转天数	74	81	69	72	76
总资产周转天数	815	820	750	725	708
投资资本周转天数	159	142	133	157	176
投资回报率					
ROE	10.4%	8.9%	10.6%	10.7%	10.8%
ROA	2.3%	2.4%	2.8%	2.7%	3.0%
ROIC	19.7%	16.6%	26.7%	19.3%	17.5%
费用率					
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	5.2%	5.7%	5.7%	5.5%	5.1%
财务费用率	3.6%	3.8%	3.4%	3.2%	3.1%
三费/营业收入	9.0%	9.6%	9.2%	8.8%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	78.1%	72.9%	73.3%	74.9%	72.1%
负债权益比	356.2%	268.5%	274.1%	298.7%	257.9%
流动比率	0.96	1.11	0.99	0.93	0.88
速动比率	0.74	0.89	0.81	0.72	0.68
利息保障倍数	2.62	2.66	2.94	3.04	3.04
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.15	0.15	0.17	0.19
分红比率	31.7%	33.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,312.2	1,415.2	1,575.3	1,751.6	1,944.2
加:折旧和摊销	527.1	502.3	547.9	747.3	747.3
资产减值准备	158.0	125.6	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	-1.7	-0.3	0.1	0.1
财务费用	914.2	1,044.8	943.0	974.4	1,044.3
投资损失	-1,370.8	-1,709.1	-1,500.0	-1,100.0	-800.0
少数股东损益	22.9	21.6	32.1	54.2	60.1
营运资金的变动	1,600.7	-1,150.9	-903.0	162.6	-1,295.4
经营活动产生现金流量	**696.7**	**3,607.1**	**695.0**	**2,590.1**	**1,700.6**
投资活动产生现金流量	**-2,590.2**	**-5,064.8**	**-561.7**	**-2,141.1**	**-3,118.7**
融资活动产生现金流量	**1,841.8**	**3,151.2**	**-1,971.7**	**-1,403.2**	**190.5**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.41	0.44	0.50	0.56	0.62
BVPS(元)	3.95	4.97	4.72	5.18	5.72
PE(X)	27.5	25.4	22.5	20.2	18.2
PB(X)	2.8	2.3	2.4	2.2	2.0
P/FCF	-49.6	14.9	-30.8	-62.2	-60.0
P/S	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.1	6.0	9.9	9.0	9.2
CAGR(%)	11.2%	12.3%	10.7%	11.2%	12.3%
PEG	2.4	2.1	2.1	1.8	1.5
ROIC/WACC	2.2	1.9	3.0	2.2	2.0
REP	0.4	1.2	0.9	1.1	1.0

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。