

隧道股份 (600820)

196 亿轨交 PPP 订单，突破重围意义重大

——隧道股份更新报告

	韩其成 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)	陈笑 (研究助理)
	021-38676162	021-38677905	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880115100010	S0880116010080

本报告导读:

全资子公司联合绿地控股确定为南京地铁 5 号线 PPP 项目第 1 中标候选人，为近年来地方建筑国企承接的首单轨交 PPP 项目，指向意义重大，目标价 13.22 元，增持。
投资要点:

维持增持。我们维持预测公司 2016/17 年 EPS 分别为 0.55/0.66 元。考虑到轨交投资大爆发，轨交 PPP 落地确定性超预期，196 亿南京轨交 PPP 项目落地为近年来地方建筑国企承接的首单轨交 PPP 项目指向意义巨大，维持目标价 13.22 元，对应 2016/17 年 PE 估值分别约为 24/20 倍，增持。

196 亿轨交 PPP 大订单花落公司，突破央企重围意义重大。1) 近 2 年轨交 PPP 项目由央企垄断，此次拟中标的南京轨交 PPP 项目为公司自 2012 年昆明轨交 BT 项目后首单轨交投资订单，突破央企重围象征意义重大；2) 此次轨交 PPP 项目采用“地铁+物业”模式（南京首次尝试该模式），利用地产企业的强资金实力撬动杠杆，开启公司和地产企业联合投标轨交 PPP 项目的模式先例，将对后续公司和地产企业合作产生示范效应；3) 我们判断未来 3 年轨交投资年复合增幅高达 43%，为增速最快基建细分行业之一，入库轨交 PPP 项目超万亿为市政 PPP 项目占比最高行业且“地铁+物业”模式或推出，政策推行轨交 PPP 模式力度大。

轨交 PPP 落地提升订单弹性，存国改预期公司迎变革年。1) 此次 PPP 订单金额占 2015 年全年营收比重高达 73%，2016 年至今新 PPP 订单超 335 亿（上年同期无），上半年订单已同增超 85%，远超市场一致预期 2016 年业绩增速，业绩存大幅超预期潜力；2) 外在因素轨交/PPP 提升行业景气度，内在因素投资运营布局（参与设立 10 亿规模产业基金投资类金融和运营企业）叠加国改深化，公司迎发展变革元年。

核心风险：PPP 落地不及预期，业绩增长不及预期，国企改革不及预期

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	25,422	26,803	28,874	32,125	36,122
(+/-)%	8%	5%	8%	11%	12%
经营利润 (EBIT)	999	779	868	1,110	1,555
(+/-)%	0%	-22%	11%	28%	40%
净利润	1,394	1,481	1,741	2,083	2,546
(+/-)%	8%	6%	18%	20%	22%
每股净收益 (元)	0.44	0.47	0.55	0.66	0.81
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.9%	2.9%	3.0%	3.5%	4.3%
净资产收益率 (%)	8.9%	8.9%	10.1%	11.1%	12.3%
投入资本回报率 (%)	8.1%	10.0%	17.9%	30.0%	32.0%
EV/EBITDA	26.3	27.2	23.5	18.6	14.2
市盈率	21.6	20.3	17.3	14.5	11.8
股息率 (%)	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 13.22

上次预测: 13.22

当前价格: 10.10

2016.09.08

交易数据

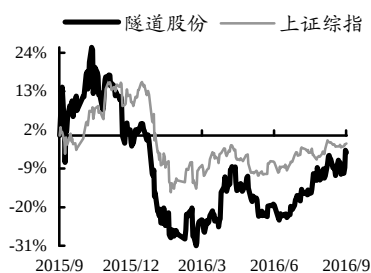
52 周内股价区间 (元)	7.21-13.65
总市值 (百万元)	31,755
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,144/3,144
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3837.18
日均成交值 (百万元)	357.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,872
每股净资产	5.37
市净率	1.9
净负债率	49.76%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.09	0.11
Q2	0.11	0.12
Q3	0.09	0.11
Q4	0.17	0.21
全年	0.47	0.55

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	19%	-8%
相对指数	5%	13%	-5%

相关报告

《PPP/轨交超预期，期待国改推进》2016.09.07

《PPP/海外持续发力，国改/外延值得期待》2016.08.27

《PPP 轨交订单暴增，低估值国改显价值》2016.08.04

《国企改革预期强烈，积极财政加码轨交》2016.07.27

《政策频繁大力支持，轨交迎来 3 年大爆发》

模型更新时间: 2016.09.08

股票研究

 工业
 建筑工程业

隧道股份 (600820)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.22**

上次预测: 13.22

当前价格: 10.10

公司网址

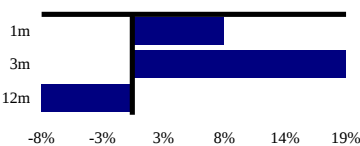
www.stec.net

公司简介

公司是一家专门从事软土隧道施工的企业,是中国施工行业第一家上市的股份制公司和中国第一家设立博士后工作站的施工企业。

2012年6月28日,公司顺利完成重大资产重组,总资产由重组前的约225.9亿元增加至441.33亿元,净资产由48.44亿元增加至103.75亿元,总股本由7.33亿元增加至12.99亿元。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.21-13.65

市值 (百万)

31,755

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

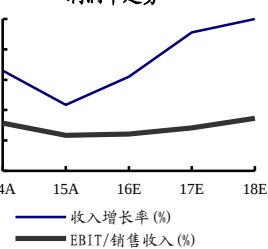
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	25,422	26,803	28,874	32,125	36,122
营业成本	22,227	23,368	25,170	27,911	31,120
税金及附加	722	658	705	771	860
销售费用	22	16	18	20	22
管理费用	1,451	1,981	2,114	2,313	2,565
EBIT	999	779	868	1,110	1,555
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资收益	1,709	2,045	2,070	2,150	2,260
财务费用	973	971	741	634	595
营业利润	1,611	1,823	2,166	2,604	3,199
所得税	441	447	526	626	760
少数股东损益	22	24	28	33	41
净利润	1,394	1,481	1,741	2,083	2,546
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	7,394	11,109	11,772	14,145	15,616
其他流动资产	1,226	485	485	485	500
长期投资	16,168	17,361	17,361	17,361	17,361
固定资产合计	7,171	7,340	7,044	6,748	6,450
无形及其他资产	6,098	5,215	5,109	5,006	6,057
资产合计	58,814	62,887	64,316	69,117	73,736
流动负债	26,209	29,727	30,015	33,328	36,391
非流动负债	16,519	16,135	16,135	16,137	15,735
股东权益	15,590	16,611	17,284	18,738	20,655
投入资本(IC)	9,399	6,004	3,744	2,860	3,751
现金流量表					
NOPLAT	762	601	669	857	1,202
折旧与摊销	502	552	551	550	549
流动资金增量	1,736	1,104	765	462	275
资本支出	-8,657	-1,557	-20	-12	-1,155
自由现金流	-5,657	699	1,965	1,857	871
经营现金流	3,607	1,488	1,895	1,764	1,924
投资现金流	-5,065	3,210	2,050	2,138	1,105
融资现金流	3,151	-968	-3,282	-1,529	-1,559
现金流净增加额	1,694	3,729	663	2,373	1,471
财务指标					
成长性					
收入增长率	8.2%	5.4%	7.7%	11.3%	12.4%
EBIT 增长率	0.4%	-22.0%	11.4%	27.9%	40.1%
净利润增长率	8.1%	6.2%	17.6%	19.6%	22.2%
利润率					
毛利率	12.6%	12.8%	12.8%	13.1%	13.8%
EBIT 率	3.9%	2.9%	3.0%	3.5%	4.3%
净利率率	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.9%	8.9%	10.1%	11.1%	12.3%
总资产收益率(ROA)	2.4%	2.4%	2.7%	3.0%	3.5%
投入资本回报率(ROIC)	8.1%	10.0%	17.9%	30.0%	32.0%
运营能力					
存货周转天数	94	92	89	87	86
应收账款周转天数	173	179	173	170	168
总资产周转天数	832	829	804	758	722
净利润现金含量	2.59	1.00	1.09	0.85	0.76
资本支出/收入	34%	6%	0%	0%	3%
偿债能力					
资产负债率	72.6%	72.9%	71.8%	71.6%	70.7%
净负债率	59.8%	36.9%	18.3%	4.3%	-1.4%
估值比率					
PE	21.6	20.3	17.3	14.5	11.8
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	26.3	27.2	23.5	18.6	14.2
P/S	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

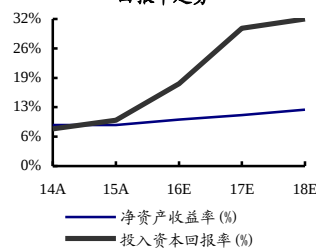
股票绝对涨幅和相对涨幅



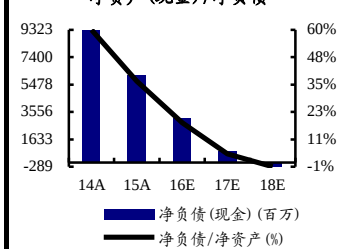
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		