

世博带来第一波高峰

隧道股份年报点评

报告关键点：

- 收入利润同比大幅增长
- 市场区域进一步拓展 海外业务实现突破
- 世博带来施工、结算高峰

报告摘要：

- 2008 年公司实现营业收入125 亿元，比上年同期增长45.76%；实现净利润约2.96 亿元，比上年同期增长53.75%，每股收益0.43 元，基本符合我们之前的预期。公司2008年度利润分配预案为每10股分配现金红利1元。08年公司主营业务的毛利率为8.66%，较07年的10%下降了1.34%，主要原因是公司毛利率水平相对较低的隧道施工业务占公司营业收入的比例由07年的83.8%上升至89.5%，同期房地产业务出现了约1400万元的小幅亏损。
- 公司全年中标合同量为132.11 亿元，同比增长5.9%，其中地下工程合同为100.02 亿元，地上工程合同为24.95 亿元，设计合同及其它约为7 亿元。公司08年在巩固上海地区的市场之外，积极拓展新兴市场，先后承接了南京、郑州、武汉等地的隧道施工业务。合同中标区域中，上海市占71.3%，其它区域占28.7%。同时，公司在海外市场经营上在以往联合总承包上取得了突破，08年分别以独立总承包、设计施工总承包在新加坡中标地下施工大单，项目金额约为19.5亿元人民币。公司近期公告了09年新接上海长江西路越江隧道T1、T2以及无锡市轨道交通工程3项大单合计金额22亿元，我们预计受益于基础设施建设的加大，公司09年应能保持较稳定的接单水平。
- 公司2007 年末竣工的常州市项目、常金线、大学城地道工程BT 项目2008 年度实现净利润约2100 万元。奉化市公路项目进展顺利，预计于2009 年竣工。计划投资30亿元的BOT项目杭州钱江隧道主体工程已开始动工。公司未来计划仍将加大BT/BOT项目的投资力度。
- 因世博会的时程，相关市政配套项目都会在09年面临施工以及项目结算的高峰，我们预计公司09年业务收入将保持较高的增速。而在世博之后，根据上海未来城市轨道交通以及市政地下工程的规划，相关施工市场在“十一五”期间仍将保持旺盛的需求，同时以公司的技术、经验优势，在上海区域以外以及海外业务拓展上仍有较大的发展空间。而未来公司发展重点之一的BT/BOT项目也能提供相对稳定的盈利以及现金流。我们维持之前09年每股EPS 0.56元的盈利预测。考虑公司在隧道工程设备、施工的技术优势以及公司目前的市场地位，我们看好公司未来长期的成长，维持“增持-A”评级，目标价14元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,576.9	12,501.5	14,376.7	15,239.3	14,848.4
Growth(%)	44.0%	45.8%	15.0%	6.0%	-2.6%
净利润	190.3	292.2	410.9	500.0	662.3
Growth(%)	54.4%	53.5%	40.6%	21.7%	32.5%
毛利率(%)	10.0%	8.7%	8.5%	9.0%	10.0%
净利润率(%)	2.2%	2.3%	2.9%	3.3%	4.5%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.56	0.68	0.90
每股净资产(元)	3.16	5.09	5.55	6.11	6.84
市盈率	44.9	29.3	20.8	17.1	12.9
市净率	3.7	2.3	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	8.3%	7.9%	10.2%	11.3%	13.4%
ROIC(%)	12.7%	33.1%	26.6%	27.6%	34.4%
EV/EBITDA	8.8	7.5	8.0	6.6	4.9
股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **14.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 14.00 元

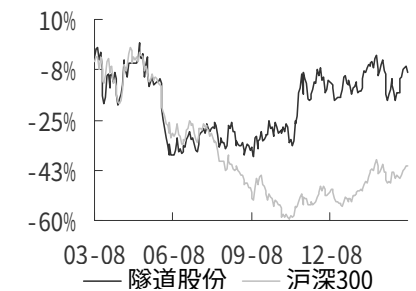
现价： 11.66 元

报告日期： **2009-03-22**

市场数据

总市值(百万元)	8,552.86
流通市值(百万元)	8,552.86
总股本(百万股)	733.52
流通股本(百万股)	733.52
12 个月最高/最低	7.44/14.40 元
十大流通股东(%)	23.03%
股东户数	61,359

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.28)	(11.67)	32.60
绝对收益	(2.76)	6.29	(8.46)

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

- 隧道股份：专业专注喜迎世博春天
2008-12-22
- 隧道股份：地铁订单助盈利稳定高速增长
2008-10-29
- 隧道股份：地下施工业务进入收获期
2008-04-11

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-22**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,576.9	12,501.5	14,376.7	15,239.3	14,848.4	成长性					
减: 营业成本	7,719.4	11,419.2	13,154.7	13,867.8	13,363.6	营业收入增长率	44.0%	45.8%	15.0%	6.0%	-2.6%
营业税费	282.8	369.2	431.3	457.2	445.5	营业利润增长率	74.0%	24.4%	84.7%	20.5%	30.9%
销售费用	30.9	34.7	50.3	45.7	44.5	净利润增长率	54.4%	53.5%	40.6%	21.7%	32.5%
管理费用	280.6	340.5	402.5	411.5	400.9	EBITDA 增长率	17.2%	26.5%	-7.6%	15.4%	21.3%
财务费用	213.4	223.7	81.5	81.5	75.0	EBIT 增长率	41.6%	14.9%	19.0%	17.7%	26.4%
资产减值损失	-4.7	26.6	-47.9	-	-	NOPLAT 增长率	33.3%	28.0%	-7.1%	18.8%	27.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-50.9%	15.4%	14.7%	2.5%	-2.6%
投资和汇兑收益	171.5	193.5	215.0	250.0	300.0	净资产增长率	7.8%	61.3%	9.0%	10.0%	12.1%
营业利润	225.9	281.1	519.2	625.6	819.0	利润率					
加: 营业外净收支	45.0	86.4	-1.0	1.0	1.0	毛利率	10.0%	8.7%	8.5%	9.0%	10.0%
利润总额	271.0	367.5	518.2	626.6	820.0	营业利润率	2.6%	2.2%	3.6%	4.1%	5.5%
减: 所得税	78.3	71.3	101.0	119.1	147.6	净利率	2.2%	2.3%	2.9%	3.3%	4.5%
净利润	190.3	292.2	410.9	500.0	662.3	EBITDA/营业收入	8.3%	7.2%	5.8%	6.3%	7.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.1%	4.0%	4.2%	4.6%	6.0%
货币资金	1,595.7	3,349.4	2,731.3	2,957.2	3,445.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	56	40	35	36	38
应收帐款	1,909.8	2,256.3	2,757.2	2,922.6	2,847.6	流动营业资本周转天数	-31	-49	-37	-30	-27
应收票据	5.0	8.2	19.7	20.9	20.3	流动资产周转天数	224	208	233	246	279
预付帐款	324.1	604.7	867.8	1,145.2	1,412.5	应收帐款周转天数	73	53	54	58	60
存货	1,764.4	2,604.8	3,243.6	3,799.4	4,027.4	存货周转天数	72	63	73	83	95
其他流动资产	-	-0.0	150.0	219.0	187.8	总资产周转天数	444	374	385	391	425
可供出售金融资产	12.5	4.4	6.0	6.0	6.0	投资资本周转天数	100	49	49	50	51
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	543.1	544.7	550.0	550.0	550.0	ROE	8.3%	7.9%	10.2%	11.3%	13.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	2.0%	2.6%	3.0%	3.8%
固定资产	1,487.0	1,310.0	1,482.2	1,570.5	1,589.7	ROIC	12.7%	33.1%	26.6%	27.6%	34.4%
在建工程	457.8	1,150.5	1,000.4	880.3	768.3	费用率					
无形资产	1,155.1	1,078.9	1,011.6	944.2	881.2	销售费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	1,924.0	1,905.0	2,089.1	2,175.4	2,136.3	管理费用率	3.3%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
资产总额	11,178.5	14,816.9	15,909.0	17,190.6	17,872.5	财务费用率	2.5%	1.8%	0.6%	0.5%	0.5%
短期债务	2,118.0	1,545.1	561.3	491.8	356.5	三费/营业收入	6.1%	4.8%	3.7%	3.5%	3.5%
应付帐款	3,293.2	4,227.8	5,406.0	5,699.1	5,491.9	偿债能力					
应付票据	171.3	207.6	288.3	304.0	292.9	资产负债率	79.3%	74.8%	74.4%	73.9%	71.9%
其他流动负债	1,502.5	2,665.1	3,156.1	3,714.8	4,259.3	负债权益比	383.0%	296.9%	290.8%	283.9%	256.1%
长期借款	504.0	1,720.0	1,720.0	1,720.0	1,720.0	流动比率	0.70	1.01	1.03	1.07	1.14
其他非流动负债	348.5	660.4	661.5	661.5	661.5	速动比率	0.48	0.71	0.69	0.70	0.76
负债总额	8,864.1	11,083.4	11,838.1	12,712.2	12,854.2	利息保障倍数	2.06	2.26	7.37	8.67	11.93
少数股东权益	93.5	94.1	100.3	108.0	118.0	分红指标					
股本	591.1	733.5	733.5	733.5	733.5	DPS(元)	-	-	0.11	0.14	0.18
留存收益	1,632.2	2,906.7	3,236.9	3,636.9	4,166.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,314.4	3,733.5	4,070.8	4,478.4	5,018.3	股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	192.7	296.2	410.9	500.0	662.3	EPS(元)	0.26	0.40	0.56	0.68	0.90
加: 折旧和摊销	345.1	469.4	228.4	249.2	265.8	BVPS(元)	3.16	5.09	5.55	6.11	6.84
资产减值准备	-4.2	26.6	-47.9	-	-	PE(X)	44.9	29.3	20.8	17.1	12.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	2.3	2.1	1.9	1.7
财务费用	131.3	225.7	256.6	81.5	81.5	P/FCF	8.3	14.4	-10.8	22.6	14.7
投资收益	-171.5	-193.5	-215.0	-250.0	-300.0	P/S	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	2.3	4.0	6.3	7.6	10.1	EV/EBITDA	8.8	7.5	8.0	6.6	4.9
营运资金的变动	1,532.9	405.2	209.7	-201.5	-62.2	CAGR(%)	38.1%	31.4%	24.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,736.0	1,687.2	673.9	386.9	650.9	PEG	1.2	0.9	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-805.1	-530.2	53.2	100.0	190.0	ROIC/WACC	1.4	3.8	3.0	3.1	3.9
融资活动产生现金流量	-294.8	572.0	-1,095.9	-251.0	-342.7	REP	2.7	1.0	1.1	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

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

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: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034