

隧道股份（600820） 建筑与工程

——纵向一体化的隧道建设龙头

投资评级	谨慎推荐	公司评级	A	收盘价	11.12	元
------	------	------	---	-----	-------	---

投资要点:

- 公司执行“3+1”战略：在做大做强隧道施工核心业务的同时，积极发展投资运营业务、盾构制造业务和工程咨询业务，四项业务产生协同效应，有利于未来公司营业收入及盈利能力的提升。
- 受益于上海市轨道交通建设大发展及世博会配套工程建设加速：公司近 3 年营业收入增长 95.3%、净利润增速 177.5%；公司依靠其在隧道施工领域的优势及经验，并凭借强大的技术及集约化管理，促使其运营及管理效率逐步提升，2008 年三项费用率降至 4.8%的较低水平。
- 公司深耕上海城市基础设施建设，并有效拓展外地项目来防范世博会后上海新接订单可能的下降：2007 年底公司占据上海轨道交通 50%的市场份额及越江隧道 90%的市场份额，居于同类企业领先地位。同时上海庞大的城市基础设施建设规模及外地轨道交通等城市基础设施建设大发展有利于世博会后公司未来营业收入保持稳健的增长。
- 公司的运营及机械制造业务有望获得较快发展：公司积极投入外地大型投资项目，有望在未来为公司获得稳定的投资回报并贡献较好的现金流，同时机械制造业务依靠其规模化生产及成本、售后服务有望在未来各城市的城市轨道交通大发展中抢占更多的市场份额。
- 公司现金充足并有强大的融资能力：08 年底货币资金高达 33.5 亿元，同比增长 109.9%；公司自上市以来已完成 4 次配股，发行 2 次短期融资券，09 年 3 月董事会通过了进行 14 亿元的中长期公司债券发行计划。公司与银行保持良好的信用记录，利于其投资项目的资金需求。
- 风险提示：适应外地市场的风险、2010 年后上海地区订单下降的风险、原材料价格波动的风险。
- 预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.54、0.60、0.68 元；目前股价 11.12 元，PB2.2 倍；考虑到公司未来盈利前景较为确定且具有隧道施工领域的龙头优势，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。给予公司 2009 年 25 倍 PE，未来 6 个月目标价 13.5 元。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	12501	14066	14518	16037
营业收入增长率	45.7%	12.5%	3.2%	10.5%
净利润（百万元）	296	404	443	509
净利润增长率	53.5%	36.6%	9.7%	14.7%
EPS（元）	0.40	0.54	0.60	0.68
ROE	8.0%	9.9%	9.9%	10.4%
P/E	28.01	20.50	18.70	16.30
P/B	2.25	2.03	1.86	1.69
EV/EBITDA	8	7	6	4

2009 年 4 月 9 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	13.21/7.95
上证指数/深圳成指	2347.39/8896.97
50 日均成交额(百万元)	172.99
市净率(倍)	2.24
股息率	0.90%

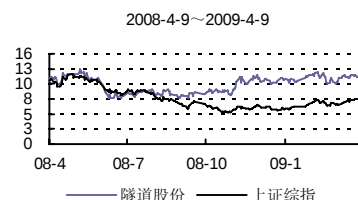
基础数据

流通股(百万股)	733.52
总股本(百万股)	733.52
流通市值(百万元)	8156.76
总市值(百万元)	8156.76
每股净资产(元)	4.96
净资产负债率	304.53%

股东信息

大股东名称	上海城建(集团)公司
持股比例	36.85%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	包社, 周海鸥
电 话:	021-51097188-1923
电 邮:	baoshe@gyzq.com.cn
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

1 公司概况.....	3
1.1 公司简介	3
1.2 公司股权变化.....	3
1.3 大股东实力强大并支持公司做大做强.....	3
2 公司经营状况	3
2.1 营业收入及净利润.....	3
2.2 毛利率及销售净利率.....	4
2.3 细分行业及各地区营业收入构成.....	5
2.4 新接订单及构成	5
3 公司竞争优势	6
3.1 深耕上海城市基础设施建设	6
3.2 纵向一体化	6
3.3 技术及管理水平领先.....	7
3.4 现金充足且有较好的融资能力	8
4 公司经营展望	8
4.1 上海城市基础设施投资总量庞大.....	8
4.2 长三角轨道交通及隧道市场前景广阔.....	9
4.3 海外及外地市场拓展有效.....	11
4.4 运营项目有望快速发展并贡献较高利润	11
4.5 机械制造经短期低谷后有望获得稳健发展	11
5 盈利预测及投资建议	12
5.1 预测假设	12
5.2 财务预测	12
5.3 相对估值	14
5.4 投资建议	14
5.5 风险提示	15

1 公司概况

1.1 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企业，也是中国第一家设立博士后工作站的施工企业。

公司依靠20多年从事隧道及地下工程的技术优势，积极拓展土木工程施工领域，从地铁和越江隧道工程，逐步扩展到污水排水、电厂取排水隧道、市政管道工程、基坑围护、地基处理工程。

面对建筑行业日趋激烈的竞争与挑战，公司制定了“3+1”的发展战略。在做大做强隧道施工核心业务的同时，公司还积极发展投资运营业务、盾构制造业务和工程咨询业务。

未来五年公司将以创新为根本、以资产为纽带，以城市基础设施领域为中心实施企业扩张战略，力争使公司成为富有国际竞争力的大型综合承包商。

1.2 公司股权变化

公司前身为上海市隧道工程公司，1993年公司剥离非经营性资产后整体改制为股份有限公司，并于同年9月以每股3.40元发行社会公众股2900万股；本次发行后公司总股本为8433万股。

经过1998、2001及2008年实施4次配股，其中2008年10配2.5股，募集资金11.5亿元，大股东按其持股比例足额认购；同时公司经过多次送转股及股权分置改革，目前公司总股本为73352万股，其中大股东上海城建（集团）持有总股本的36.85%。

1.3 大股东实力强大并支持公司做大做强

上海城建（集团）公司于1996年经上海市委、市政府批准成立，经市国资委授权经营集团内国有资产，是一家以工程投资建设、设计施工和管理为一体的大型企业集团。

2007年城建集团的综合营业额与工程合同签约金额双双突破180亿元，继续保持全国市政行业第1位和中国承包商60强第13位。截至2007年底，城建集团总资产为160.6亿元，净资产为24.8亿元；2007年实现主营业务收入110.2亿元，净利润3.2亿元。

公司作为集团的主要子公司，集团对公司的发展给予大力支持。2005年股权分置改革时，集团将持有的上海嘉浏高速公路建设发展有限公司100%的股权经评估后转让至隧道股份，同时公司将其拥有的市政一公司全部90.25%的股权经评估后转让至城建集团；本次资产置换在一定程度上增强了公司的盈利能力。同时集团承诺避免与公司同时参加属公司专长的重大地下构筑物、重大水底工程项目的竞标。

2 公司经营状况

2.1 营业收入及净利润

受益于上海市轨道交通及世博会配套重大工程加速建设，公司近几年营业收入及净利润保持较快增长，2008年公司实现营业收入125.01亿元，同比增长45.76%；实现归属于母公司所有者的净利润2.92亿元，同比增长53.53%。

2006年公司营业收入小幅度下滑而净利润小幅增长，主要系当年股改将市政一公司业务置出，部分降低了公司营业收入；同时置入盈利能力较强的上海嘉浏高速公路建设发展有限公司股权而增强了公司的盈利能力。

图 1 营业收入增长情况（2004-2008）

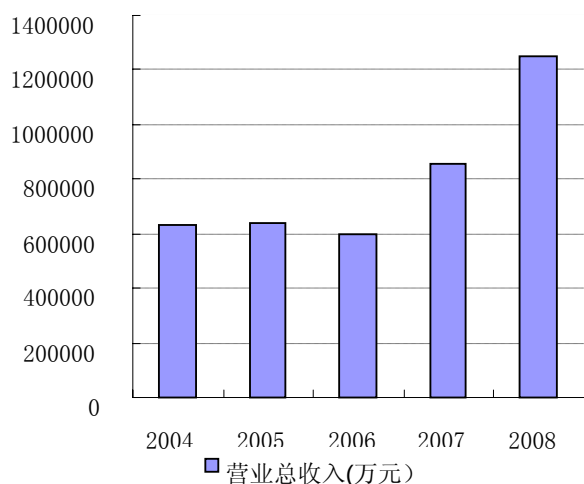
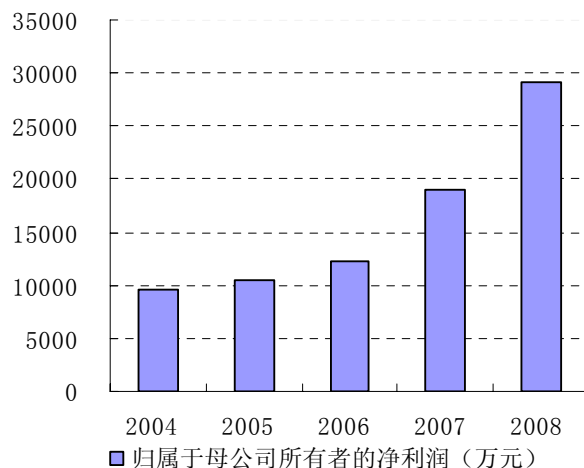


图 2 净利润增长情况（2004-2008）



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.2 毛利率及销售净利率

受前几年各种原材料及机械设备持续涨价的不利影响毛利率趋于下降；以隧道业务的成本构成为例，来自于施工设备的成本为 30%，来自于以钢材、水泥等为主的原材料的成本约 50%；而 2008 年以前的市政工程合同主要采闭口合同，导致公司总体毛利率及施工业毛利率均有所下降。

包括管理费用在内的三项费用率自最近 3 年保持较大幅度的下降，主要是三项费用总额近 3 年增速远低于营业收入增速，同时近 3 年公司每年获得市政府大约 5000 万元的差价补贴，导致公司的销售净利率近几年保持平稳并有所上升。

图 3 总体毛利率及销售净利率变化（2004-2008）

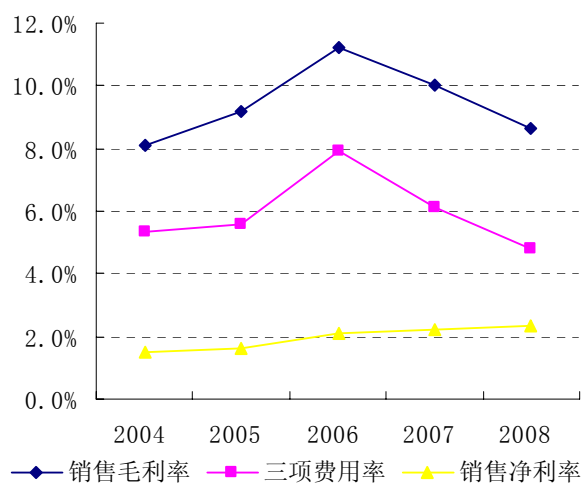
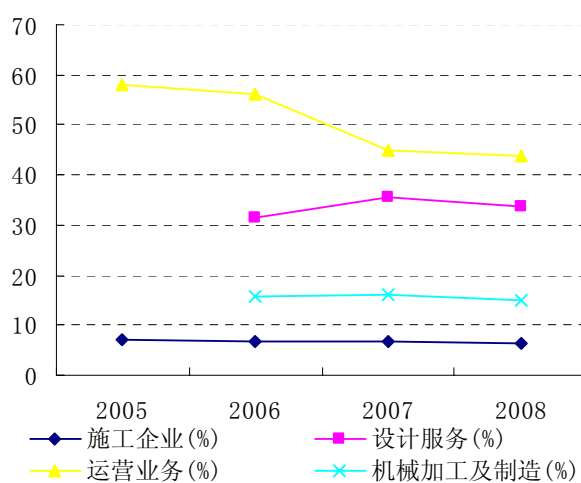


图 4 各细分行业毛利率变化（2004-2008）



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2008 年初上海市建筑建材业市场管理总站下发的《关于建设工程要素价格波动风险条款约定、工程合同价款调整等事宜的指导意见》，公司 2008 年之前签订的未结算项目将有望弥补部分原材料成本的上涨。2008 年之后新签的市政合同在原材料价格波动一定幅度之外有望获得相应的补偿，这将有利益于公司未来保持合理的毛利率水平。

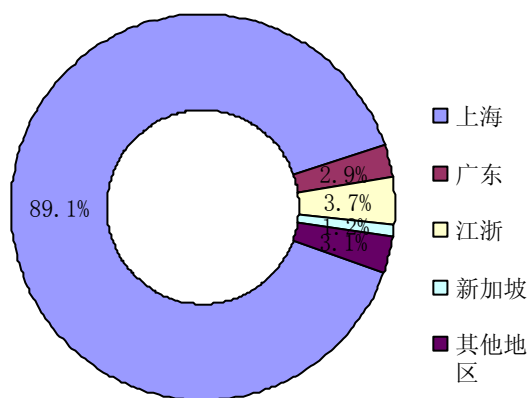
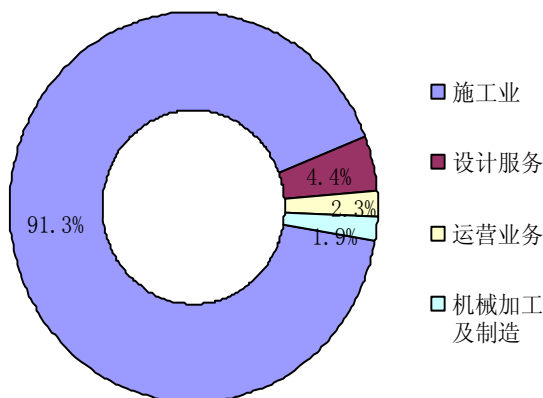
2.3 细分行业及各地区营业收入构成

2008 年公司营业收入主要来自于施工、运营、设计及机械制造业务。其中施工业务占公司营业收入 125.01 亿的 89.1%；由于房地产业务不是公司重点发展的业务，且 2008 年在营业收入占比不到 0.1%，予以忽略。

从各地区营业收入构成来看，主要业务来自于上海地区，其次是江浙及广东，主要与前几年公司在上海地区的定单较为饱满，而公司所接定单大都周期较长，因此 2008 年新接外地定单占比 28.7%还未在 2008 年营业收入中反应出来。

图 5 各细分行业占营业收入比重(2008)

图 6 各地区营业收入构成(2008)



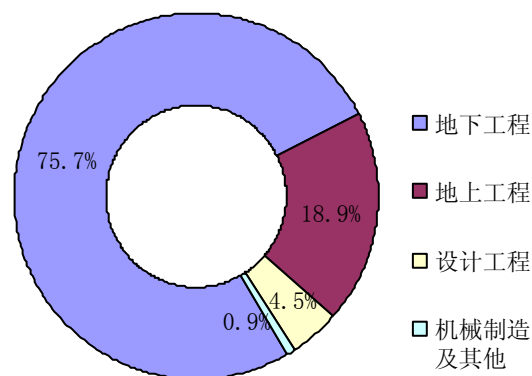
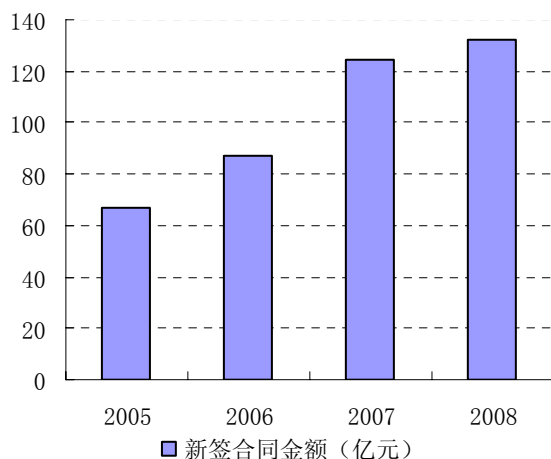
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.4 新接订单及构成

受益于上海市城市基础设施几年保持快速增长，特别是公司擅长的轨道交通及越江隧道工程大发展，公司近几年的新接订单取得较快的增长，有力的支持了公司营业收入的快速增长。2008 年公司新接订单 132.11 亿元，同比增长 5.9%；新接定单主要来自于轨道交通、越江隧道等市政工程，且集中于长三角地区，在新接订单中来自于海外及外地市场的订单比重同比略有上升，占比 28.7%；表明公司已意识到 2010 年世博会后上海新接订单可能下降的风险而加大了对外地新接定单的承接力度。

图 7 新接定单增长情况(2005-2008)

图 8 细分行业新接定单情况(2008)



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3 公司竞争优势

3.1 深耕上海城市基础设施建设

受益于上海市城市基础设施的大发展及世博会相关重大配套工程的加速建设，公司近几年深耕于上海地区的市政工程；在上海的轨道交通及越江隧道工程施工领域保持绝对领先地位。

截至 2007 年底，公司已建成的大型、超大型越江隧道占全国市场份额的 90%，占上海市同类市场份额的 100%；已完成的上海轨道交通隧道里程达 116km，占上海轨道交通隧道市场的 50.4%。

由于公司擅长轨道交通及越江隧道为主的地下工程的施工，因此公司近几年逐步收缩地上施工业务，而专注于竞争较为缓和、毛利率相对较高的地下工程施工，2008 年新签合同中来自于地下工程的合同金额高达 100.02 亿元，占公司当年新签合同金额的 75.7%。

除轨道交通及越江隧道工程之外，公司依靠其上海地区与相关政府部门培养的良好关系及所承建的多项重大工程经验及品牌优势。积极介入上海市市政工程的其他施工领域；仅 2008 年公司就在上海地区签定了东西通道浦东段拓建工程 1 标合同（6.47 亿元）、上海市五号沟泵站工程 QB2-C1 标合同（5.19 亿元）及上海市竹园第一污水处理厂升级改造合同（8.86 亿元）等重大工程。

3.2 纵向一体化

面对未来工程建筑行业的机遇与挑战，公司制定了“3+1”的发展战略。在做大做强隧道施工核心业务的同时，公司还积极发展与公司施工业相关性较大的投资运营、盾构制造和工程咨询业务。

1) 施工业与设计相辅相成

公司依靠其在轨道交通及越江隧道领域先进的技术及管理经验，及下辖的两大甲级设计院（上海市城市建设设计研究院及上海隧道工程轨道交通设计研究院），具有行业内领先的技术及设计优势；公司的施工及设计业务相辅相成，在前几年上海轨道交通及越江隧道工程投标时一般采取设计-施工总承包模式的情况下，公司在新接定单及后续施工过程中获得较大竞争优势，这也是其设计业务占公司主营业务收入多达 4.3% 的原因，同时也保证了公司的设计业务连续多年毛利率保持 30% 以上的较高水平。

2) 盾构制造为首的机械制造

公司在多年软土隧道施工经验积累的基础上，通过自身钻研及不断改进，2004 年 10 月公司成功研发我国第一台拥有自主知识产权、国产化率达到了 70% 左右的盾构机——“先行号”，并于同年 10 月投入到上海轨道交通一号线西延伸段的建设；各项施工性能和主要技术指标均达到引进的同类设备的先进水平，打破了中国地铁隧道建设“洋盾构”一统天下的局面。并已被国家发展改革委员会列入国家重点发展装备的 2006-2007 年重大新产品清单。

除盾构制造外，公司还从事各类隧道相关建筑材料的生产，如隧道衬砌、隧道衬砌钢模、隧道防水材料等，在国内市场具有较高的占有率，地铁衬砌钢模产品还出口到日本、马来西亚等国家。以盾构为主的机械制造业务同时有利于节省公司的施工成本。

3) 运营业务

公司近年积极投入基础设施运营业务，主要是通过对相关项目的投资来支持其工程

施工业务的获取、以及保证工程施工过程中原材料价格的相对稳定和充足供应；通过所投资项目缓解了当地政府的资金压力，并与当地政府部门建立良好的关系，以利于以后承接工程项目；同时所投资项目也有望获得稳定的投资回报及良好的现金流。

公司近年主要通过对所熟悉的隧道及高等级公路的投资，如上海大连路越江隧道以及常州城建项目，目前都获得了较为良好的投资回报。

从建筑业的发展趋势看，越来越多的国内建筑企业开始寻求经营模式转型，在原有的施工承包模式的基础上，逐渐加入新的盈利模式，目前我国建筑企业多采用EPC总承包和BOT、BT项目投资等新的经营模式，这些经营模式已经为国外多家大型建筑公司的成功经营所证明。公司根据自身实际情况，近年主要采取国际上比较流行的BOT、BT模式进行项目投资，并根据所投资项目的情况分别选取其中的一种投资方式。

BOT模式：即Build-Operate-Transfer（建设-运营-移交），是指政府或政府授权项目业主，将拟建设的某个基础设施项目，通过招投标方式选择BOT 项目投资者并按合同约定授权中标投资者来融资、投资、建设、经营、维护该项目，该投资者在协议规定的时期内通过经营来获取收益，并承担风险。政府或授权项目业主在此期间保留对该项目的监督调控权。协议期满，根据协议由授权的投资者将该项目移交给政府或政府授权项目业主的一种模式。

BT模式：即Build-Transfer（建设-移交），是指投资者通过政府BT 项目招投标，中标取得BT 建设的投资者（承包人）负责建设资金的筹集和项目建设，并在项目完工经验收合格后立即移交给建设单位（通常为政府），建设单位向BT 建设投资者（承包人）支付工程建设费用和融资费用，支付时间由BT 建设双方约定。

3.3 技术及管理水平领先

公司的主要业务隧道工程由于属于地下施工，在技术装备、施工经验及专业化方面的要求更高。尽管全国范围内建筑业企业多达数万家，但有实力进入本细分行业的建筑业企业在国内屈指可数。

公司在30年多年的隧道工程施工过程中积累了较多的施工工法和丰富的施工经验，具有强大的自主创新能力、成果转化应用能力和技术优势。通过成立隧道股份技术中心来开展软土隧道和地下工程新技术、新设备、新的施工工艺和新材料的开发研究（已取得55项技术成果，并获得国家及省部级科技进步奖45项）。同时公司通过资本市场募集大量资金用于购置各种先进的施工机械。

公司凭借其卓越的技术创新能力，在隧道及其他施工领域获得多项第一。

表1 公司获得的主要技术创新情况

1	隧道施工	建成国内第一条双圆隧道
2	越江隧道施工	承建全球最大直径（15.43m）的长江隧道（提前14个月）
3	盾构制造	制造国内第一台完全自主知识产权的土压平衡盾构机
4	其他机械	成功开发了“中国首台超大型矩形顶管机
5	技术研发	我国第一家设立博士后工作站的施工企业
6	技术研发	联合4所大学承接国家863计划6.3m全断面掘进机的4项课题研究

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

同时公司高度重视战略管理在公司发展中的作用，并明确了公司于2010年实现产权结构明晰、组织结构合理、业务结构协调、管理机制规范的国际知名大型控股公司。在具体事务方面，公司通过集约化管理，提高公司的运营效率，努力降低运营成本及三项

费用率，并取得了较好的效果。根据公司2008年报，公司三项费用率仅为4.8%，明显低于行业内主要上市公司的水平；同时公司加大应收账款收缴力度，以及工程预收款预付制度，使得公司现金较为充沛，不良资产比率较低。

公司还通过实施统一采购，有助于发挥规模优势，降低采购成本，保持供应商的稳定。

3.4 现金充足且有较好的融资能力

截至 2008 年底公司货币资金高达 33.5 亿元，同比增长 109.9%；主要系公司 2008 年 5 月配股募集资金 11.3 亿元以及加大应收账款资金回笼力度与预收工程款加大所致。

2008 年底公司银行贷款在营业收入大幅度增加的情况下增加 6.4 亿元，同时公司减少短期借款 4.7 亿元，而相应增加长期借款 12.2 亿元，以利于公司新增投资项目的进行。

公司依靠较好的成长性及出色的盈利能力，获得投资者的较高认可，通过资本市场多次募集资金以及成功发行债券，有力的支持了公司的发展。

表 2 上市以来公司融资情况

年份	融资方式	融资比例	融资金额(万元)
1993.08	IPO	2900 万股	9670
1997.01	配股	10 配 2.7	10870
1999.02	配股	10 配 5.7	66324
2001.02	配股	10 配 2.3	38800
2008.05	配股	10 配 2.5	115623
2005.11	短期融资券	期限 1 年	70000
2007.05	短期融资券	期限 1 年	77000
2009.03(拟发行)	公司债券	期限 5-10 年	不超过 14 亿元

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司依靠其目前手持的充沛现金及未来较好的盈利能力，以及以往积累的良好信用，未来将有望继续从资本市场、债券市场及银行获得相应的资金，来支持公司未来面临的多项重大投资项目的顺利进行。

4 公司经营展望

4.1 上海城市基础设施投资总量庞大

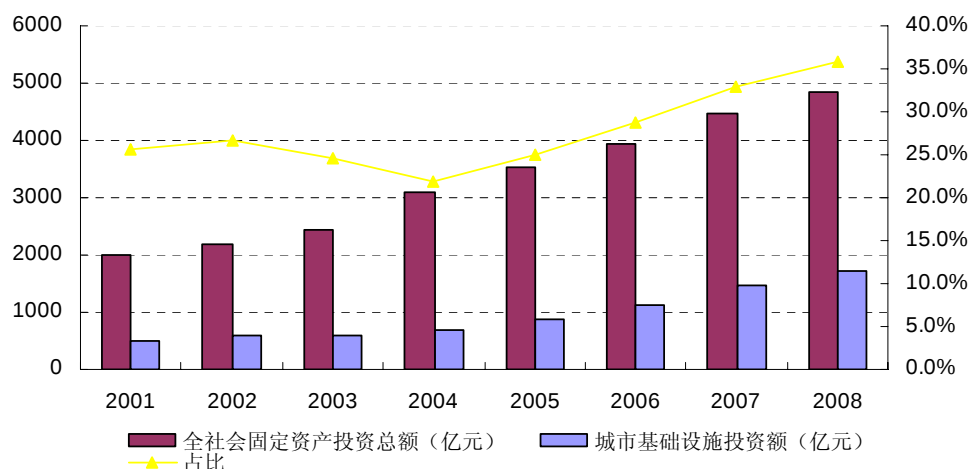
上海市由于经济总量巨大、人口众多，且近几年经济保持快速增长及世博会的即将举行，促使其加快轨道交通及世博会配套工程建设，近几年上海市一直保持着庞大的全社会固定资产投资，而城市基础设施投资又在其中占据较大部分。

根据上海市统计局资料，2008 年上海市 GDP 高达 13698 万亿元，全社会固定资产投资 4829.5 亿元，而城市基础设施投资为 1733.2 亿元，占全社会固定资产投资的比重高达 35.9%。并由 2004 年较低的比重逐年上升趋势到 2008 年的 35.9%；我们认为这和世博会的即将举行有一定的关系，并预计在 2010 年世博会后其比重将有所降低，由于其目前

基数较为庞大并随着上海市经济的发展,其绝对投资值仍有望保持较高的水平。

图9 上海市全社会固定资产投资及城市基础设施投资情况

单位: 亿元



资料来源: 公司定期报告、国元证券研究中心

由于公司主要施工业务集中于轨道交通及越江隧道工程建设,我们对这两个领域目前的建设情况及未来规划作简单分析。

上海市目前已拥有 8 条运营线路、通车里程 234 公里、162 座车站的轨道交通网络。到今年年底将有 5 条轨道交通新线路将实现运营;世博会举办前上海将建成 400 公里的轨道交通运营网络。

根据上海市政府交通建设规划,2006-2010 年,上海市计划建设6 条城市轨道交通,全长406 公里;2010-2016 年上海市城市轨道交通里程数计划再建设125公里;到2020 年,城市轨道交通里程总数达到987 公里。

在越江隧道方面,到2020 年,实现中心城内沿黄浦江平均2 公里即有一处过江隧道,预计总投资将超过400 亿元,因此未来几年内每年仍有约1条越江隧道工程需要建设。

因此未来上海地区以轨道交通等为主的城市基础设施保持较大的投资规模,公司未来若干年从上海地区就能获取较大的施工业务收入。

4.2 长三角轨道交通及隧道市场前景广阔

公司以往业务主要集中于上海地区,其工程施工经验及主要人员多以上海地区为主,加之公司在长三角地区的施工经验及良好的政府关系,因此公司未来将从快速发展的长三角地区的城市基础设施投资中获取可观的市场份额。

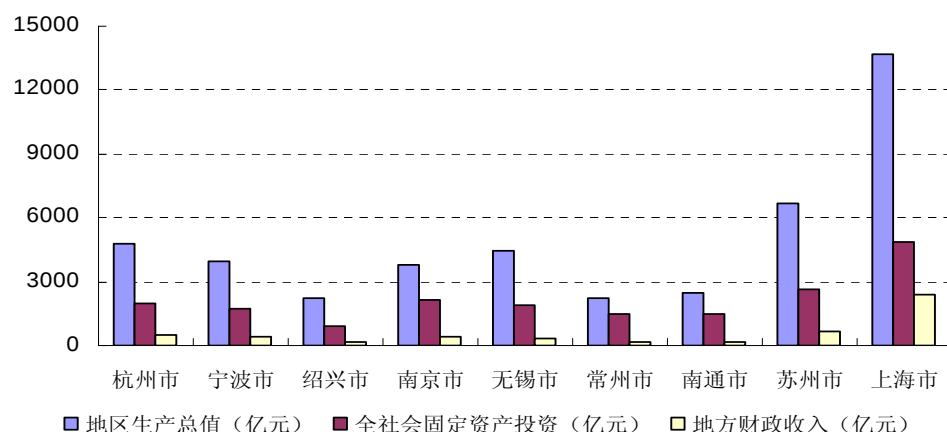
纳入长三角(包括江苏及浙江两省)共16个城市,以全国2.2%的陆地面积、10.4%的人口,创造了全国22.1%的国内生产总值、24.5%的财政收入、28.5%的进出口总额。这里已经成为中国经济、科技、文化最发达的地区之一。

长三角主要城市以其雄厚的经济实力,密集的人口及紧密的联系,在未来经济的发展中,急需通过建设轨道交通及越江隧道工程(长三角大型河流及山脉较多,适于建设隧道工程)来加强其业务联系,并获得经济的快速发展。

下表为长三角主要城市各主要经济指标。(注:以下城市数据未包括经济总量较小的舟山、湖州、嘉兴、扬州、镇江、泰州及台州市)。

图 10 长三角主要城市经济指标

单位：亿元



资料来源:相关城市政府网站、国元证券研究中心

从以上 9 个城市包括地区生产总值、全社会固定资产投资及地方财政收入三项主要指标中,可以看出除了上海遥遥领先于其他城市外,包括杭州、宁波、南京、无锡及苏州 5 个城市的各项指标处于同一层次。这 5 个城市目前的市区人口都在 200 万以上,且地区生产总值都在 3700 亿元以上,地方财政收入在 350 亿上,以目前我国主要城市轨道交通每公里投资 3-5 亿元左右计算,这几个城市都具有建设轨道交通的能力。同时上海轨道交通的成功运营及大规模建造,刺激了长三角其他主要城市建设轨道交通的决心。

而这 5 个城市也先后制定了所在城市的轨道交通规划,其中南京市率先实现其第一条地铁的开通,而杭州与苏州也已经开始了其第一条轨道交通建设,无锡及宁波也准备开始着手建设其第一条轨道交通线路。

表 3 长三角主要城市轨道交通规划

城市名称	轨道交通规划情况
上海	2006-2010 年,上海市计划建设6 条城市轨道交通,全长406 公里;2010-2016 年上海市城市轨道交通里程数计划再建设125公里;到2020 年,城市轨道交通里程总数达到987 公里。
杭州	2010 年将建成地铁 1 号线一、二期工程和 2 号线一期工程,线路总长 82.2 公里;2015 年达到 114 公里;2050 年 8 条线路共 278 公里全部完成。
南京	2015 年前建设 5 条线路,总长度 119.3 公里,预算投资 453.13 亿元。
宁波	2 条线路总长 72.1 公里,总投资 253.7 亿元,计划 2015 年前建成。
苏州	2010 年建成 1、2 号线,2020 年前建成 3、4 号线。四条线路总长 141 公里,预计总投资在 550 亿元左右。
无锡	2015 年前将建设轨道交通1、2 号线,线路总长56.11 公里,总投资210 亿元已上报发改委。

资料来源:相关城市政府网站、国元证券研究中心

根据我国各城市汇总资料统计,目前国家批准在建轨道的城市有 14 个,长期(2020 年)轨道交通计划总里程多达 2800 公里,投资金额近 1 万亿元,待批准的 8 个城市轨道交通计划投资里程达到 420 公里,计划投资 1500 亿元。

同时长三角各城市发达的经济,也刺激了其大规模的城市基础设施建设,除了上海

在黄浦江建设多条大直径的越江隧道，长三角的其他城市如杭州由于与浙江南部城市隔着钱塘江，也开始了钱江隧道及庆春路隧道的建设，而长三角由于河流及山脉众多，因此在未来仍将有较多的隧道工程需要建设，使得在我国隧道施工领域最有实力的隧道股份将会获得更多的外地订单。

4.3 海外及外地市场拓展有效

公司意识到 2010 年世博会后上海城市基础设施投资增速可能降低的压力，积极拓展外地项目，2008 年新接订单中来自外地的项目比重明显增加，达到 28.7% 的比例，远高于 2008 年公司营业收入中来自外地的比重仅为 10.9% 的比例。

特别是以新加坡为首的海外市场拓展成效显著，公司自 1996 年进入新加坡，以往都是与当地其他公司联合中标，近几年随着公司在当地市场逐步树立了影响力，2008 年接连中标 2 个大型订单。即金沙度假村 MBS8402 项目（1.67 亿新币）及地铁市区线一期 C902 标设计施工总承包项目（2.31 亿新币），标志着公司实现了由联合总承包向独立总承包的转变。

同时公司在国内也积极拓展其他省市的项目，包括以联合体身份中标武汉市轨道交通二号线一期工程第十标段土建工程以及 2009 年签定昆明三环闭合工程（西、北段）BT 项目（总投资 33 亿元）。

预计公司未来将以其在轨道交通及越江隧道的成功经验及优秀品牌，将在外地市场获取更大比例的定单。

4.4 运营项目有望快速发展并贡献较高利润

公司目前运营多个 BOT、BT 类投资项目，根据 2008 年报，已进入收益的投资项目有 5 个，未来几年还有包括昆明及钱江隧道等大型项目将进入投资回报期。由于这类项目的投资报酬率相对较高，根据现有的几个运营项目，毛利率保持在 50% 的高水平，这将大幅度提升公司的盈利能力。

表 4 公司运营及投资项目情况

项目名称	投资类型	建成日期	运营期(年)	权益	2008 年净利润(万元)
大连路隧道	BOT	2003	25	100%	4191
宁波常洪隧道	BOT	2002	20	90%	2982
嘉浏高速	资产置换	2005	17.5	100%	2308
沪嘉高速	参股	1998	20	25%	4602
常州城建项目	BT	2007	5	100	2100
奉化三高项目	BT	2009	5	80%	8.2%（预计内部收益率），总投资约 10 亿
杭州钱江隧道	BOT	2011	5	100%	8%（预计内部收益率），总投资 36 亿
昆明三环闭合工程	BT	2010	7	100%	8%（预计内部收益率），总投资 33 亿

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

预计随着公司以上多项投资项目相继进入回报期，将为公司带来较高的收益及稳健的现金流，公司在未来将会继续增加对相关项目的投资，以获得稳定的投资回报。

4.5 机械制造经短期低谷后有望获得稳健发展

公司以盾构为首的先进制造业是未来的发展方向，也获得了政府的大力支持。在经过 2006 年上海市政府集中采购 22 台盾构的高峰后，近两年保持比平稳的发展。其中 2008

年销售国产 Ø 6.34m 盾构机 6 台，其中大部分销往外地，截至 2008 年底，公司已累计获得国产 Ø 6.34m 盾构机订单 41 台，已交付使用 39 台。

由于我国未来轨道交通仍有望获得较大发展，根据各城市轨道交通规划汇总以及每台盾构大概能推进 4-5 公里的隧道里程计算，未来我国每年需要 50-60 台的新增盾构。同时东南亚等海外新兴市场每年也需要承建大量的轨道交通工程，也有利于公司盾构及相关业务的拓展。

公司目前公司位于外高桥的盾构制造基地已可批量生产；目前每台售价约为 3000 万元，低于国外盾构 5000 万元的水平，同时公司依靠其提供的完善售后服务，并加大对外地市场的开拓力度，未来以盾构制造为首的机械制造业务继续保持稳健的增长。

5 盈利预测及投资建议

5.1 预测假设

1) 预计公司营业收入 2009-2011 年保持 12%、3%、10% 的增长；主要考虑到 2009 年公司受益于世博会的即将举行营业收入仍有望保持快速增长，2010 年由于世博会举行导致许多工程缓建，2010 年后上海市新接订单可能降低而外地业务收入有望部分弥补。

2) 预计未来 3 年公司销售毛利率小幅度增长：2009 年公司毛利率受到原材料价格的降低将略有增长，2010 年及以后施工业务毛利率将趋于平稳，其他三项毛利率较高的业务比重上升，致使公司总体毛利率略有上升。

3) 公司三项费用中管理费用因刚性因素存在每年保持一定比例的增长，营业费用增长与营业收入增长基本同步，财务费用受到公司未来大型投资项目增多贷款总额将大幅度增加（公司从银行获得的贷款利率一般低于同期基准利率 10% 左右），在银行 2008 年大幅度降低基准贷款利率 1.89% 的情况下，财务费用 2009 有望小幅度下降，以后逐年上升。

4) 预计 2009-2011 年所得税率为 15%、15%、20%；公司获得高新技术企业资格导致 2009-2010 年所得税率为 15%，同时公司部分子公司享有税收优惠措施。

5.2 财务预测

根据公司在手订单及未来各项业务发展情况，预计 2009-2011 年公司各细分行业收入及成本变化如下。

表 5 公司各细分行业营业收入及成本预测（单位：万元）

施工业务	11,188.86	12,531.52	12,782.15	14,060.37
同比增速	55.7%	12.0%	2.0%	10.0%
毛利率	6.41%	6.60%	6.50%	6.50%
营业成本	10472.10	11,704.44	11,951.31	13,146.45
设计业务	542.76	597.04	626.89	689.58
同比增速	16.4%	10.0%	5.0%	10.0%
毛利率	33.6%	34.0%	34.0%	34.0%
营业成本	360.27	394.04	413.75	455.12
运营业务	286.17	329.10	394.91	473.90
同比增速	2.5%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	43.7%	44.0%	44.0%	43.0%
营业成本	161.05	184.29	221.15	270.12
机械制造	235.65	271.00	311.65	358.39

同比增速	-16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	15.1%	18.0%	20.0%	20.0%
营业成本	200.05	222.22	249.32	286.72
其他业务	248.00	272.80	286.44	315.08
同比增速	-31.3%	10.0%	5.0%	10.0%
毛利率	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	226.00	245.52	257.80	283.58
营业总收入	12,501.00	14,001.45	14,402.04	15,897.32
同比增速	0.46	12.0%	2.9%	10.4%
毛利率	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%
营业总成本	11419.00	12,750.52	13,093.33	14,441.98

资料来源:国元证券研究中心

表 6 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8823	9469	10580	12121	营业收入	12501	14001	14402	15897
现金	3349	3349	4291	5176	营业成本	11419	12751	13093	14442
应收账款	1976	2237	2301	2690	营业税金及附加	369	420	432	477
其它应收款	280	320	330	364	营业费用	35	39	43	48
预付账款	605	638	655	722	管理费用	341	392	406	445
存货	2605	2915	2993	3158	财务费用	224	164	198	227
其他	8	10	10	11	资产减值损失	27	20	10	10
非流动资产	5994	7469	7725	8164	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	545	550	550	550	投资净收益	194	218	265	320
固定资产	1310	2589	3340	3781	营业利润	281	434	484	568
无形资产	1079	1199	1309	1409	营业外收入	92	60	65	70
其他	3060	3130	2526	2424	营业外支出	6	7	8	9
资产总计	14817	16938	18305	20285	利润总额	367	487	541	629
流动负债	8703	9884	10354	11368	所得税	71	88	97	126
短期借款	1545	1800	2000	2200	净利润	296	399	444	504
应付账款	3478	3825	3928	4333	少数股东损益	4	5	5	6
其他	3680	4258	4426	4835	归属母公司净利润	292	394	438	497
非流动负债	2380	2921	3447	3983	EBITDA	974	1046	1397	1745
长期借款	1720	2220	2720	3220	EPS (元)	0.40	0.54	0.60	0.68
其他	660	701	727	763	主要财务比率				
负债合计	11083	12805	13801	15351	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	94	99	104	111	成长能力				
股本	734	734	734	734	营业收入	45.8%	12.0%	2.9%	10.4%
资本公积	1819	1819	1819	1819	营业利润	24.4%	54.3%	11.7%	17.4%
留存收益	1088	1482	1847	2271	归属于母公司净利润	53.5%	34.9%	11.2%	13.4%
归属母公司股东					获利能力				
权益	3639	4034	4400	4823	毛利率	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%
负债和股东权益	14817	16938	18305	20285					

现金流量表					单位:百万元				净利率	2.3%	2.8%	3.0%	3.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	8.0%	9.8%	10.0%	10.3%				
经营活动现金流	1687	668	1629	1546	ROIC	14.7%	14.6%	15.0%	16.7%				
净利润	296	399	444	504	偿债能力								
折旧摊销	469	448	715	949	资产负债率	74.8%	75.6%	75.4%	75.7%				
财务费用	224	164	198	227	净负债比率	29.91%	32.02%	34.92%	36.09%				
投资损失	-194	-218	-265	-320	流动比率	1.01	0.96	1.02	1.07				
营运资金变动	840	321	179	210	速动比率	0.71	0.66	0.73	0.79				
其它	52	-446	358	-24	营运能力								
投资活动现金流	-530	-1291	-1138	-1083	总资产周转率	0.96	0.88	0.82	0.82				
资本支出	870	1300	1200	1200	应收账款周转率	6	6	6	6				
长期投资	137	6	0	0	应付账款周转率	3.80	3.49	3.38	3.50				
其他	477	15	62	117	每股指标 (元)								
筹资活动现金流	572	623	451	421	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.54	0.60	0.68				
短期借款	-573	255	200	200	每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	0.91	2.22	2.11				
长期借款	1216	500	500	500	每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.50	6.00	6.58				
普通股增加	142	0	0	0	估值比率								
资本公积增加	982	0	0	0	P/E	28.01	20.76	18.67	16.46				
其他	-1196	-132	-249	-279	P/B	2.25	2.03	1.86	1.70				
现金净增加额	1728	-0	942	885	EV/EBITDA	8	7	6	4				

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

5.3 相对估值

对我国建筑业上市公司中与隧道股份业务相近的多家公司的各主要指标进行分析,发现隧道股份在其中处于相对低估水平,从PE来看估值略高,从PB来看估值略低(未考虑到公司上海市龙华东路660号资产搬迁获得政府8亿资金,远大于此资产账面价值,而增厚每股净资产),如果考虑到公司在隧道细分行业的龙头地位及其未来业绩成长的确定性,公司的估值在行业内处于偏低水平。

表7 建筑行业内主要上市公司各指标

	收盘价 (04.08)	08EPS	09EPS (E)	08PE	09PE (E)	PB	总市值/收入比
隧道股份	11.12	0.40	0.54	27.8	20.6	2.2	0.65
上海建工	12.06	0.42	0.49	28.7	24.6	2.3	0.28
宏润建设	23.08	1.28	1.56	18.0	14.8	3.7	0.96
浦东建设	12.62	0.32	0.53	39.4	23.8	2.1	3.8
粤水电	9.00	0.28	0.44	32.1	20.5	1.9	1.05
腾达建设	4.82	0.08	0.22	60.3	21.9	1.7	0.98
路桥建设	8.78	0.24	0.31	36.6	28.3	2.1	0.53
中国中铁	5.60	0.06	0.27	93.3	20.7	2.1	0.57

资料来源:WIND、国元证券研究中心

5.4 投资建议

预计公司2009-2010年每股收益分别为0.54、0.60、0.68元;目前股价11.12元,PB2.2倍;考虑到公司未来盈利前景较为确定且属于隧道施工领域的龙头优势,给与公司

“谨慎推荐”的投资评级。给与公司 2009 年 25 倍 PE，未来 6 个月目标价 13.5 元。

5.5 风险提示

- 1) 适应外地市场的风险；
- 2) 2010 年后上海地区订单下降的风险；
- 3) 原材料价格波动的风险。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn