

隧道股份（600820）：“投资运营+装备制造”突破盈利束缚

增持（上调）

建筑业

2009年7月24日

天相建筑建材组

事件描述：

010-66045419

wangd@txsec.com

近期，我们对隧道股份进行了调研，与公司就当前经营状况与行业未来的发展进行了深入的交流，相关信息如下：

评论：

隧道股份是中国软土隧道事业的开拓者和领军者，是上海市著名的市政基础设施建设设计施工总承包企业，在上海市轨道交通建设领域市场占有率达50%以上。控股股东为上海城建集团，为上海市国资委下属的国有独资企业，目前隧道股份拥有集团绝大部分施工业务资产，是集团下属唯一的上市公司。

1. 运营项目将成为利润的重要来源

施工业务是公司绝对核心业务，但基于基建行业本身的特点再加上行业的较为激烈的竞争格局以及部分参与者的不规范运作，决定了其盈利能力普遍欠佳，公司历年施工业务毛利率稳定在6.5%~7.5%之间。

为提升盈利水平，公司开始进军高端投资运营领域，通过带资施工+政府回购（或运营），有效地改变了单一的建筑施工模式，获取施工利润和投资收益的双重回报。隧道股份是国内较早进军这一领域的建筑企业，最早的项目2002年进入回报期。截至目前，公司共参与投资建设9个运营项目，其中5个处在回报期内，08年共实现净利润1.6亿元，利润贡献率为55.3%。根据建设进度，09年末还将有奉化BT项目进入回购期，2010年两个BT项目进入回购期，根据BT项目的结算特点，通常在首次回购时同时结算施工期资金利息，因此资金量大、建设周期长的项目首次回购收益尤为明显。例如昆明项目总投资额达到33亿元，我们预计其首次回购可确认收益约9000万元。

图表 1：公司现有运营项目利润测算（万元）

项目名称	性质	回报起始	年限	权益	08 净利润	2009E	2010E
大连路隧道	BOT	2003	25	100%	4190.5	4500.0	4600.0
宁波常洪隧道	BOT	2002	20	90%	2982.2	3200.0	3400.0
嘉浏高速	BOT	2005	17.5	100%	2307.7	2500.0	2650.0
沪嘉高速	BOT、参股	1998	20	25%	3500.0	3600.0	3600.0
常州城建项目	BT	2007	5	100%	2100.0	1900.0	1800.0
奉化三高项目	BT(10 亿元)	2009	5	80%	0.0	2500.0	4000.0
杭州钱江隧道	BOT(36 亿元)	2011	5	100%	0.0	0.0	0.0
昆明三环闭合工程	BT(33 亿元)	2010	7	100%	0.0	0.0	8900.0
常州中吴大道	BT(12 亿元)	2010	7	100%	0.0	0.0	1100.0
合计					15080.4	18200	30050

资料来源：公司资料整理、天相投顾（注：昆明项目尚未正式签约）



我们预计公司BT、BOT项目2009、2010年净利润有望分别达到1.82亿元和3.01亿元，占我们对对应年份预测净利润的44%和56%。

2. 盾构制造业务空间广阔

隧道股份是目前国内唯一能够量产盾构设备的企业，盾构设备的特点是造价高且寿命短，一台盾构机的使用寿命通常在5~10公里左右，在国内大力发展城市轨道交通的政策背景下，仅上海市2015年之前地铁新建历程就超过500公里，此外还计划新建9条越江隧道，未来盾构市场空间巨大。

公司目前生产的主要是Ø6.34m土压平衡盾构，截至08年末公司该设备累计订单达到41台，其中08年销售6台，售价约3000万元，公司设备制造业务毛利率15.1%。此外公司Ø11.22m泥水平衡盾构机已研制成功，目前处于试运行阶段，我们预计2010年可以实现初步销售。该设备将主要用于越江隧道盾构，预计销售单价在1.5亿元左右，毛利水平也将高于现有的6.3m盾构设备。

图表 2：盾构设备销售业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Ø6.34m 土压平衡地铁盾构：					
订单量	13	6	11	13	15
销售单价（万元）	-	-	3000	3100	3200
Ø11.22m 泥水平衡盾构：					
订单量	-	-	-	1	3
销售单价（万元）	-	-	-	15000	16000
收入测算（万元）	-	-	33000	55300	96000

数据来源：公司资料整理、天相投顾

3. 世博会对公司的影响相对有限

目前上海市尚未下达明确的世博期间城市施工方面的限制规定，通过以往各城市举办大型活动的相关措施，我们认为，持续近半年的世博会对上海建筑业的影响将是显而易见的，但基本可以肯定的是以地下施工为主的隧道股份所受的影响将小于地上为主的房建施工企业。此外，公司近三成的沪外施工业务以及BT投资收益将保证业绩不会出现较大波动，我们预计公司2010年仍将保持平稳增长。

4. 盈利预测与评级

我们上调盈利预测，预计隧道股份2009、2010年归属母公司净利润分别为4.1亿元和5.4亿元，EPS分别为0.56元和0.73元，对应的动态PE为26倍和19倍，我们看好公司未来的发展，特别是随着毛利水平较高的运营与设备制造业务占比不断提升，将明显提升公司的盈利能力，同时考虑到公司股价今年以来累计涨幅不大，目前估值水平低于行业均值约15%，上调评级为“增持”。

5. 风险提示

主要提示以下风险：（1）国家基建投资增速低于预期；（2）盾构设备销售低于预期；（3）BT项目结算方法不尽相同，业绩释放时点存在不确定性。



图表 3：隧道股份盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	595,496	857,691	1,250,150	1,492,819	1,528,258
增长率	-6.96%	44.03%	45.76%	19.41%	2.37%
减：营业成本	528,723	771,938	1,141,917	1,362,759	1,388,618
毛利率	11.21%	10.00%	8.66%	8.71%	9.14%
减：营业税金及附加	18,632	28,280	36,923	44,785	45,848
销售费用	2,619	3,093	3,472	4,031	3,973
管理费用	26,355	28,060	34,053	39,112	38,971
财务费用	18,031	21,340	22,368	20,899	19,867
期间费用率	7.89%	6.12%	4.79%	4.29%	4.11%
资产减值损失	0	-468	2,664	1,493	764
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15,086	17,147	19,353	22,000	32,000
营业利润	12,988	22,595	28,105	41,741	62,217
增长率	30.46%	73.97%	24.39%	48.52%	49.05%
加：营业外收入	4,508	4,996	9,203	8,957	3,821
减：营业外支出	1,019	492	558	1,493	1,528
利润总额	16,478	27,099	36,750	49,205	64,509
增长率	20.59%	64.46%	35.62%	33.89%	31.10%
利润率	2.77%	3.16%	2.94%	3.30%	4.22%
减：所得税	4,045	7,833	7,128	7,528	9,870
实际税负比率	24.55%	28.90%	19.40%	15.30%	15.30%
净利润	12,433	19,266	29,622	41,677	54,639
归属母公司所有者的净利润	12,330	19,035	29,224	41,077	53,839
母公司净利润增长率	17.12%	54.37%	53.53%	40.56%	31.07%
净利润率	2.07%	2.22%	2.34%	2.75%	3.52%
少数股东权益	103	231	398	600	800
总股本（万股）	59,113	59,113	73,352	73,352	73,352
每股收益(元)	0.21	0.32	0.40	0.56	0.73
每股净资产（元）	3.48	3.76	4.96	5.52	6.25
净资产收益率（%）	6.08	8.57	8.03	13.61	15.14

数据来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100