

隧道股份 600820.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

隧道股份：业绩良好，资产整合预期加强

事件：

公司今日公布 2009 年中报，报告期内公司实现营业收入 65.2 亿元，比上年同期增长 19.55%；营业利润 1.89 亿元，比上年同期增长 29.84%；归属于上市公司股东所有的净利润 1.62 亿元，比上年同期增长 49.63%；实现每股收益 0.22 元，同比增长 22.22%。报告期内净资产收益率 4.31%，同比增加 1.19 个百分点；每股经营活动产生的现金流量净额为 0.0513 元，同比减少 26.40%。

点评：

● **世博临近，公司业务进入阶段高峰。**随着世博临近，上海本地的相关工程建设进入加速阶段。公司上半年承接的工程业务也持续增长，公司新增盾构机订单 5 台（其中自用 1 台），累计获得盾构机订单共 46 台（其中自用 9 台），其中已交付使用 39 台。公司实现营业收入 65.2 亿元，比上年同期增长 19.55%，基本符合我们的预期。

● **毛利率进一步回升。**09 年 1-6 月公司营业收入 65.2 亿元，营业成本 58.6 亿元，毛利率为 10.04%，同比增长 0.13 个百分点。同时二季度单季毛利率为 10.99%，环比一季度上升 1.92 个百分点。我们认为主要有以下两方面因素影响：1、上半年整体钢材、水泥等建筑材料价格同比处于相对低位，因此有效减少公司的营业成本；2、公司的运营业务和设计服务业务收入同比实现较大增长，而该部分毛利率较高，其中运营服务业务毛利率为 49.94%，而设计服务业务毛利率为 39.58%，两者的毛利率水平要普遍高于建筑施工业务的 7.54%，也要高于公司整体的 10.04%。通过比较发达国家建筑行业

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	8576.90	12501.49	15019.29	16600.82
收入同比	44.03%	45.76%	20.14%	10.53%
净利润(百万元)	190.34	292.24	414.87	505.77
净利同比	54.37%	53.53%	41.96%	21.91%
EPS(元)	0.26	0.40	0.57	0.69
EPS 同比	54.16%	53.85%	42.50%	21.05%
PE(倍)	58.61	38.10	26.74	22.08

注：每股收益目前总股本摊薄后计算

数据来源：公司公告

请务必阅读正文之后的重要声明

建筑施工

评级：推荐（维持）

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥15.24

2009.8.8

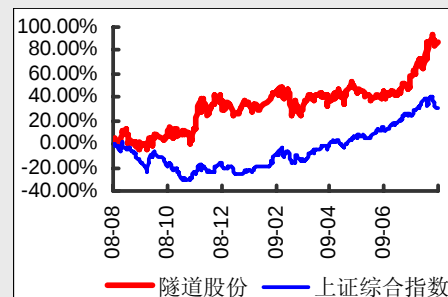
基础数据

总市值(百万元)	11170
总股本/流通 A 股(百万股)	733/733
流通市值(百万元)	11170
每股净资产(元)	5.12
净资产收益率(%)	4.31

交易数据

52 周内股价区间(元)	7.44-16.25
静态市盈率(倍)	38.10
动态市盈率(倍)	26.74
市净率(倍)	2.97

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

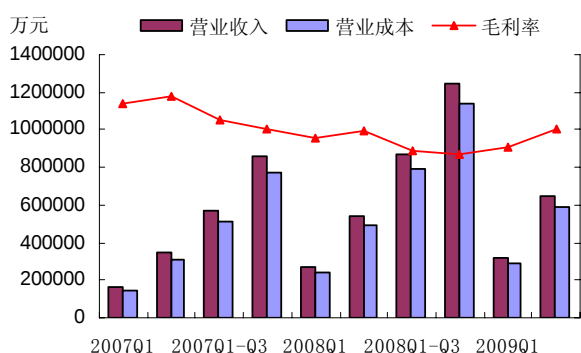
相关报告

隧道股份：2008 年年报点评

2009.3.23

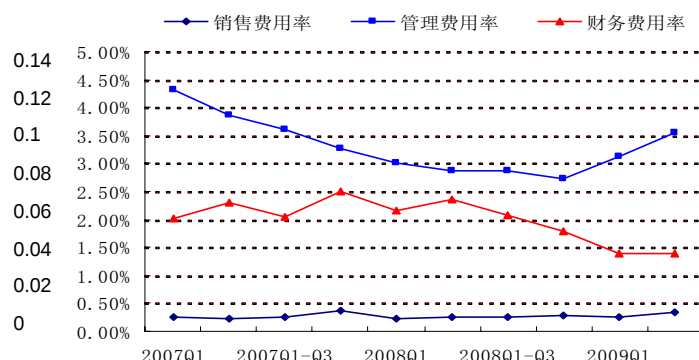
巨头的营业模式和盈利结构，我们可以发现，设计、咨询、投资运营等业务贡献的利润占整体利润的比重都相当高，而且普遍通过设计、咨询、施工、运营等的一体化方式，进行总承包业务模式的开拓和发展，并提升整体的盈利能力。而我们目前处于行业的初级阶段，整体的收入和盈利来源较大程度上单纯的建筑施工阶段，但未来我们也会像这方面过渡，尤其对于一些行业前列的企业来说。公司目前也逐步认识到这个问题，并表示在做好现有 BOT、BT 项目投资运作的同时，将继续跟踪挖掘优质项目，寻找可行的投资机会。

图 1：公司收入、成本和毛利率变化



资料来源：爱建证券研究总部整理

图 2：公司三项费用变化



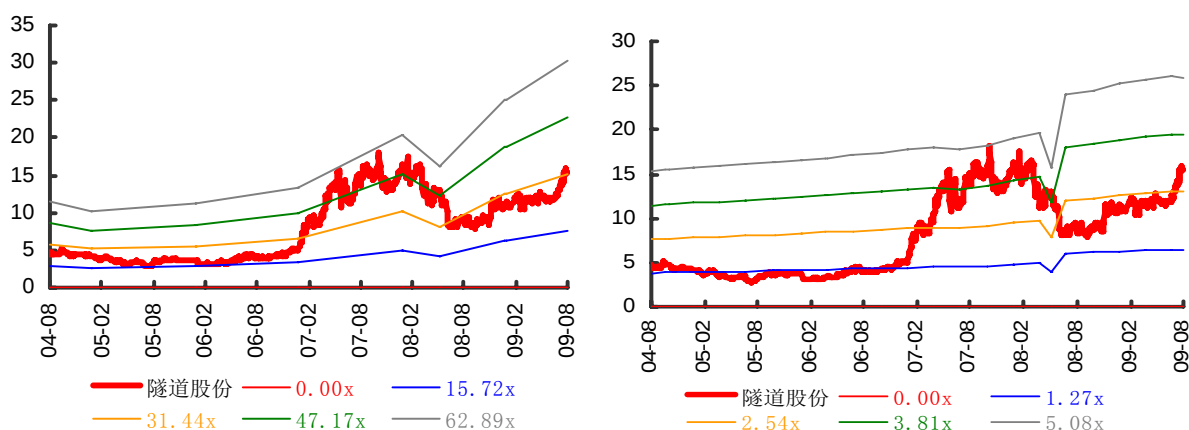
资料来源：爱建证券研究总部整理

- **公司的三项费用基本保持平稳。**报告期内，公司的销售费用率为 0.34%，基本和上年同期持平；财务费用率则由于去年下半年央行降息，使得今年上半年的整体信贷规模虽然不变，但利息费用大为减少，整体下降近 1 个百分点；而公司的管理费用则由于业务范围的扩大整体增加 0.7 个百分点。总的来看，公司三项费用比率基本保持平稳，显示公司较好的费用控制能力。
- **公司在上海市场的占有率高，未来关注外地市场的开拓情况。**从公司业务结构上来看，城市轨道交通轨道和越江公路隧道是公司两大主要业务。公司已建成的大型、超大型越江隧道占全国市场份额的 90%、占上海同类市场份额的 100%；已完成的城市轨道交通轨道里程占上海轨道交通市场的 50.4%。应该说，公司目前在上海市场占有绝对的地位。分区域来看，公司上半年上海地区营业收入为 57.22 亿元，占全部收入 87.99%，外地营业收入 7.81 亿元，占比为 12.01%；去年同期上海本地营业收入 47.65 亿元，占比 87.51%，外地营业收入 6.8 亿元，占比 12.49%。这样的收入结构从另一侧面也显示公司对单一市场的依赖过大，上海本地市场投资规模的变化将对公司的业务产生较大的影响，不利于风险分散和公司业绩的平稳增长。而目前国内外其

他城市的轨道交通建设和隧道建设也方兴未艾,考虑到未来公司业绩增长的可持续性,公司目前逐步开拓异地市场并取得初步成效,尽管从比例上来看并不明显,但从绝对金额来看,公司外地市场的营业收入比上年同期增加近1个亿。

- **上海本地国企资产整合风起云涌, 市场对公司后续资产整合的预期也在不断加强。**目前上海本地国企资产重组和整合工作正进入加速阶段, 各行业资产兼并收购正有条不紊的进行。从基建行业来看, 主要有上海建工、隧道股份和浦东建设三家企业, 目前上海建工资产重组整合工作已基本明确, 大股东上海建工集团把旗下基建和房地产业务相关资产注入上市公司。现在市场普遍预期隧道股份的大股东城建集团也会将旗下资产部分或整体注入上市公司, 一方面减少关联交易、增强上市公司独立性, 另一方面通过相关资产的整合发展, 完善公司产业链, 增强相关业务竞争能力和盈利能力。上海城建集团 2008 年营业收入 189 亿元, 旗下资产包括交通基建、房地产投资开发、基础设施投资建设以及海外公司四块, 其中从事房地产开发投资的上海城建设业目前在建面积 49 多万平方米, 待建面积 230 万平方米, 规模在上海市房地产行业排名第 17 名。我们认为目前二级市场对隧道股份的追捧除了公司业绩优良外, 从某种角度来看也是对公司未来资产整合预期的期待。
- **业绩预测及投资评级。**在不考虑资产整合情况下, 我们初步预计公司 2009、2010 年能实现每股收益 0.57 元、0.69 元, 按照目前的股价水平, 对应的 PE 分别为 26.74 倍、22.08 倍, PB 为 2.97 倍, 我们认为目前的股价相对于整体的大盘和建筑施工板块具有一定的估值优势, 未来在国资整合的预期下, 公司的资产规模和盈利能力都将得到提升, 因此我们维持公司“推荐”评级。

图 3: 隧道股份 PE/PB Bands



资料来源: 爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

