

隧道股份 600820.SH

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

隧道股份调研简报

事件:

我们近期对公司进行了调研, 并就关心的问题和公司管理人员进行了交流;

点评:

● **公司经营状况良好稳定。**09 年前三季度营业收入同比增长 19.08%, 三季度营收环比增长 11.76%; 前三季度净利润同比增长 72.55%, 三季度净利环比减少 24.75%; 前三季度毛利率同比增加 1.98 个百分点, 三季度毛利环比建设 0.10 个百分点。2009 年前三季度新签合同额 102.54 亿元, 是同期营业收入的 98.80%, 应该来说, 公司订单相对充裕, 能够有效保障未来两年公司业绩增长。

● **盈利结构三足鼎立, 投资运营贡献超过超 7 成利润。**目前公司确立了核心业务(即地下工程施工业务)、战略业务(即盾构制造业务和项目投资业务)和新兴业务(即工程咨询和养护业务)三足鼎立的收入盈利结构局面。目前公司收入主要集中在工程施工、运营业务、设计咨询, 从收入占比来看, 工程施工占比约为 90%左右, 投资运营和设计咨询占比约为 7%左右。但三项业务的毛利率存在显著差异, 工程施工约为 7%-8%, 投资运营业务约为 40%-50%, 设计咨询约为 30%左右。从净利润的比例来看, 投资运营业务贡献了超过 7 成以上的利润, 公司已经从单纯的建筑施工商变成了名副其实的建筑施工行业的投资运营商, 使得业务模式更加具有稳定性和持续性。

● **上海地区收入目前仍占较高比例, 且短期内难以改变。**由于目前上海市的工程项目还是相当充裕, 无论是目前的世博会配套工程、市政建设更新改造工程, 还是未来的虹桥商务圈建设、井字型通道建设工程(包括外滩通道、陆家嘴中西通道等)、磁悬浮快速轨道交通工程、迪斯尼工程等等, 未来上海的新建开工项目还是比较多, 上海地区的收入占比基本稳定在 90%左右, 未来随着各地隧道和城轨建设的高峰来临, 公司外地业务的比重将会逐步开展, 但这需要相当长一段时间。

● **盾构业务体现公司综合实力。**前几年国内生产盾构机的主要是沈重、广州海瑞克等, 国内盾构机市场主要为中外合资厂商所垄断, 而公司在国家政策扶持下承担了盾构机的国产化任务, 2006 年进入市场, 公司目前的盾构机产品为 $\phi 6.34m$, $\phi 11.22m$, $\phi 15.43m$ 三大类产品, $\phi 6.34m$ 类型的主要用于地铁轨道、地下电缆、排水管道等, $\phi 11.22m$ 类型主要用于一般的越江隧道, $\phi 15.43m$ 类型目前采用的不多。截至 2008 年底, 公司已累计获得国产盾构机订单 41 台, 已交付使用 39 台。2009 年上半年新增 5 台订单。盾构机的生产制造一般需要为 10 个月。

建筑施工

评级: 推荐(维持)

目标价格:

当前价格: ¥13.54

2009.11.27

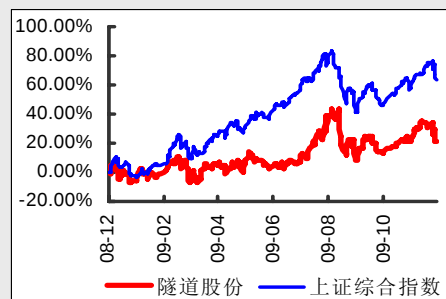
基础数据

总市值(百万元)	9938
总股本/流通 A 股(百万股)	734/734
流通市值(百万元)	9938
每股净资产(元)	5.22
净资产收益率(%)	6.06

交易数据

52 周内股价区间(元)	10.14 ~ 16.42
静态市盈率(倍)	38.35
动态市盈率(倍)	23.75
市净率(倍)	2.59

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiwenjie@ajzq.com

相关报告

- **关于财政补贴资金和税收优惠对公司业绩的影响。**我们注意到，公司每年收到的财政补贴资金占净利润的比例约为 20%左右（2006 年 20.98%、2007 年 15.76%、2008 年 22.73%、2009 年上半年约多少？）这些财政补贴资金主要是上海市政府对一些重大工程项目的补贴和产业配套资金，具有相对的稳定性；而税收优惠则只限于一些高新技术企业和浦东新区企业，即使取消所得税优惠政策，影响金额也在千万以下的，影响幅度较小。
- **关于原材料影响问题。**目前公司除了前几年签订的部分在手闭口合同以外，新签的合同基本上都是半开口合同，也就是说在原材料价格变动超过 5%以上，就可以就原材料价格重新报价，以此基本上规避原材料价格风险。
- **公司的竞争优势。**1、技术和成本优势：公司在轨道交通建设和盾构机制造方面在国内具有领先优势，自主生产的盾构产品和进口盾构机质量基本没有差异，但价格却只有进口产品的 1/3-1/2；2、政府关系：公司作为大型国有企业，而所承接的工程基本属于政府项目工程，一般来讲，BT/BOT 项目的运作政府比较倾向选择实力较强的国有企业来完成，虽然同中铁、中铁建、中交建来讲，公司的地方业务竞争力则稍微欠缺，但在商务标和技术标的竞争中，公司通常能在技术标方面竞争力较强。
- **估值及投资建议。**我们预计公司 09 年、10 年每股收益为 0.57 元、0.80 元，相对目前的股价 PE 为 23.75 倍、16.93 倍，PB 为 2.59 倍。我们认为目前公司的股价相对于整体行业来讲有一定的估值优势，目前相关资产整合的事项存在一定的不确定性，未来如果资产整合成行，则将对公司的股价起到一定的推动作用，如果资产整合不进行，则公司现有的业务也能保持公司的稳定增长，目前的股价也具有较高的安全边际，我们给予“推荐”评级。

表 1：公司投资运营项目概览

项目名称	投入运营年份	运营期/回购期（年）	总投资额（亿元）	每年实现收益（万元）
沪嘉高速公路投资项目	1988	30	4.0	约 4600
嘉浏高速公路 BOT 项目	2001	21	4.5	约 2000
宁波常洪隧道 BOT 项目	2002	20	4.2	约 1800
大连路越江隧道 BOT 项目	2003	25	16.55	约 3600
常州市健身北路及延伸、常金线、大学城地道工程 BT 项目	2007	5	5.48	约 2400
杭州钱江隧道 BOT 项目	2012	25	36	内部收益率 7.92%
昆明三环闭合工程（西、北段）BT 项目	2010	7	33	内部收益率 8.12%
常州中吴大道城市化改造工程 BT 项目	2010	7	14	内部收益率 8.4%
奉化三高连接线工程项目	2010	5	10.5	内部收益率 8.2%

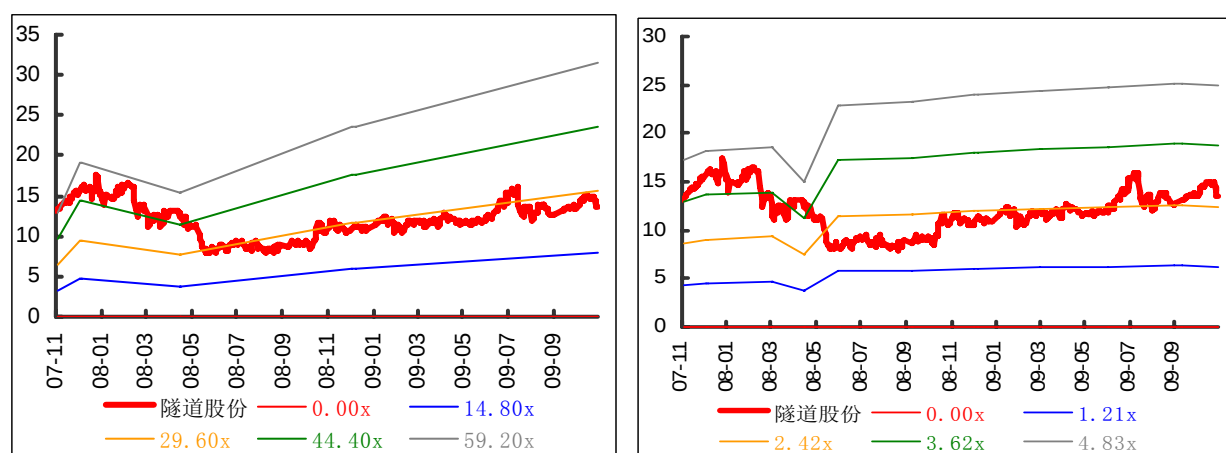
资料来源：爱建证券研究总部整理

表 2：隧道股份的盈利预测表

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5954.96	8576.91	12501.50	14564.25	16105.14
减：营业成本	5287.23	7719.38	11419.17	13151.52	14591.26
营业税金及附加	186.32	282.80	369.23	407.80	434.84
营业费用	26.19	30.93	34.72	40.45	44.73
管理费用	263.55	280.60	340.53	524.31	454.17
财务费用	180.31	213.40	223.68	171.33	156.40
资产减值损失	32.33	-4.68	26.64	20.00	20.00
加：投资收益	150.86	171.47	193.53	195.00	250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	129.88	225.95	281.05	443.84	653.74
加：其他非经营损益	34.90	45.04	86.45	40.00	40.00
利润总额	164.78	270.99	367.50	483.84	693.74
减：所得税	40.45	78.33	71.28	72.58	104.06
净利润	124.33	192.66	296.22	411.26	589.68
减：少数股东损益	1.03	2.31	3.98	3.07	4.84
归属母公司股东净利润	123.30	190.35	292.24	414.33	594.52

资料来源：爱建证券研究总部

图 1：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。