

王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2010年3月23日

隧道股份(600820.SH)/13.46元

盈利弱于预期，期待沪国资委主导的资产注入

工业·建筑工程

目标估值：16.5元

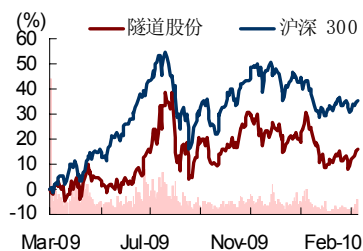
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3075
总股本(万股)	73352
已上市流通股(万股)	73352
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	99
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	77.7%
主要股东	上海城建(集团)公司
主要股东持股比例	36.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-3	15
相对表现	3	-6	-24



相关报告

公司3月23日发布年报：2009年实现营业收入约150.83亿元，比上年同期增长20.65%；实现归属于上市公司股东的净利润约3.61亿元，比上年同期调整前的增长23.43%，比上年同期调整后的增长54.78%；实现基本每股收益0.49元；并公布10派2的分红预案。

□ **盈利低于我们的预期，利润主要来自投资收益。**09年公司实现基本每股收益0.49元，低于我们的预期0.55元。分析公司利润结构，可以知道，扣除投资收益，基本每股收益仅为0.05元左右。而3.28亿元投资收益中，BT、BOT项目投资收益为1.39亿元，与08年的1.44亿元基本持平；而处置上海陆盛高速公路管理有限公司等六家被投资单位所产生的投资收益达到了1.40亿元，占到全部投资收益的85%。

□ **三项费用率出现较大幅度上升。**09年公司三项费用率达到6.18%，比08年提升了1.39个百分点；其中管理费用率提升较快，达到了4.7%，与08年相比，提升幅度达到2个百分点。

□ **以王志强为主的城建集团领导入主公司管理层，加深了市场对城建集团的资产注入预期。**2009年上海市国资委提出要求加快国有企业重组上市步伐，公司主要控制人上海城建集团就在要求之列。实际上，通过2009年9月的董事会选举换届，基本上城建集团领导进入了公司管理层。从这个迹象来看，加深了市场对于城建集团资产注入的预期。

□ **预估每股收益10年0.66元、11年0.73元。**同比分别增长35%和10%；我们认为，城建集团的整体资产注入，将可能改变公司整体盈利能力。根据《上海城建集团2009年度第一期短期融资券募集说明书》的数据，2008年城建集团合并利润报表盈利4.7亿元。因此，我们保守估计09年增长20%左右即5.7亿元左右。

□ **维持“审慎推荐-A”投资评级：**从母公司的盈利能力来看，为上市公司的2倍，由于未来城建集团整体上市给予二级市场的折价我们暂不清楚，因此，暂时给予“审慎推荐-A”的投资评级，目标价16.5元，对应10年EPS、25倍；当然，我们并不排除公司股价在重组预期的情况下达到20元。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	12502	15083	17264	15884	16115
同比增长	46%	21%	14%	-8%	1%
营业利润(百万元)	281	339	470	512	582
同比增长	24%	21%	39%	9%	14%
净利润(百万元)	292	361	485	535	607
同比增长	54%	23%	35%	10%	13%
每股收益(元)	0.40	0.49	0.66	0.73	0.83
PE	33.8	27.4	20.3	18.4	16.3
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：招商证券

表 1: 09 年业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	同比	环比
营业收入	3507	5070	5451	7051	6516	8567	22%	31%
营业毛利	412	446	541	542	94	-83	-115%	-188%
营业费用	8	23	14	21	22	21	0%	-6%
管理费用	136	145	156	184	232	471	156%	103%
财务费用	81	132	129	95	91	95	0%	5%
投资收益	24	148	98	96	95	233	143%	146%
营业利润	113	91	167	114	189	150	31%	-21%
所得税	42	36	51	20	40	65	220%	64%
归属母公司净利润	83	108	129	163	162	199	22%	23%
EPS (元)	0.11	0.15	0.18	0.22	0.22	0.27		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 09 年各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	YOY	QOQ
营业收入	2666	2785	3266	3785	3230	3286	3863	4703	24%	22%
营业毛利	256	285	234	308	293	361	421	351	14%	-17%
营业费用	6	8	8	13	8	14	10	11	-16%	10%
管理费用	80	76	94	90	101	131	245	226	152%	-8%
财务费用	34	47	36	96	58	71	51	44	-55%	-14%
投资收益	48	50	49	47	48	47	48	185	297%	290%
营业利润	80	87	45	69	74	115	66	84	22%	28%
归属母公司净利润	58	71	49	114	70	92	70	129	13%	85%
EPS (元)	0.08	0.10	0.07	0.16	0.09	0.13	0.09	0.18	13%	85%

主要比率

毛利率	9.6%	10.2%	7.2%	8.1%	9.1%	11.0%	10.9%	7.5%	-0.7%	-3.4%
营业费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.0%
管理费用率	3.0%	2.7%	2.9%	2.4%	3.1%	4.0%	6.3%	4.8%	2.4%	-1.5%
财务费用率	1.3%	1.7%	1.1%	2.5%	1.8%	2.2%	1.3%	0.9%	-1.6%	-0.4%
三项费用率	4.5%	4.7%	4.2%	5.3%	5.2%	6.6%	7.9%	6.0%	0.7%	-1.9%
营业利润率	3.0%	3.1%	1.4%	1.8%	2.3%	3.5%	1.7%	1.8%	0.0%	0.1%
有效税率	0.7%	1.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	0.5%	1.0%	0.7%	0.5%
净利率	2.2%	2.6%	1.5%	3.0%	2.2%	2.8%	1.8%	2.8%	-0.3%	0.9%

YoY

收入	60%	52%	49%	31%	21%	18%	18%	24%		
归属母公司净利润	54%	59%	23%	67%	20%	30%	42%	13%		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 3: 分项业务预测

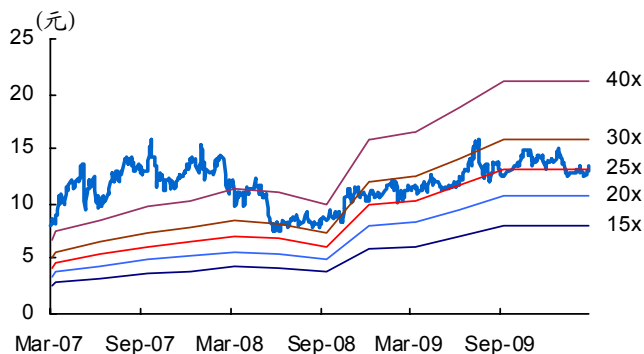
收入 (百万元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
施工企业	4978	7188	11189	13861	15940	14346	14346
设计服务	373	466	543	616	708	849	1062
运营业务	272	279	286	290	305	350	368
机械加工及制造	197	283	236	199	179	215	215
房地产业	7	184	8	19	19	19	19
合计	5828	8401	12262	14984	17150	15779	16009
收入 (YOY)							
施工企业	-19.5%	44.4%	55.7%	23.9%	15.0%	-10.0%	0.0%
设计服务	-	25.1%	16.4%	13.4%	15.0%	20.0%	25.0%
运营业务	37.0%	2.6%	2.5%	1.4%	5.0%	15.0%	5.0%
机械加工及制造	-	43.5%	-16.7%	-15.7%	-10.0%	20.0%	0.0%
房地产业	-92.7%	2450.5%	-95.4%	125.2%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	44.0%	45.8%	20.7%	14.5%	-8.0%	1.5%	10.0%
毛利 (百万元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
施工企业	339	478	657	1066	1148	1047	1047
设计服务	117	166	182	222	262	314	393
运营业务	153	125	125	132	140	165	173
机械加工及制造	31	45	36	30	27	33	33
房地产业	-1	15	-14	-60	-60	-60	-60
合计	639	830	987	1390	1517	1499	1586
毛利 (YOY)							
施工企业	-23.8%	40.9%	37.6%	62.2%	7.7%	-8.7%	0.0%
设计服务	-	42.0%	9.7%	21.4%	18.2%	20.0%	25.0%
运营业务	32.9%	-18.3%	0.0%	5.8%	5.8%	17.5%	5.0%
机械加工及制造	-	46.3%	-20.8%	-15.5%	-9.9%	20.8%	0.0%
房地产业	-103.1%	-2241.7%	-191.2%	326.5%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	9.6%	29.8%	18.9%	40.9%	9.1%	-1.2%	5.8%
毛利率	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
施工企业	6.8%	6.6%	5.9%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%
设计服务	31.4%	35.7%	33.6%	36.0%	37.0%	37.0%	37.0%
运营业务	56.3%	44.8%	43.7%	45.6%	46.0%	47.0%	47.0%
机械加工及制造	15.6%	15.9%	15.1%	15.1%	15.2%	15.3%	15.3%
房地产业	-10.0%	8.4%	-166.2%	-314.8%	-314.8%	-314.8%	-314.8%
综合毛利率	11.0%	9.9%	8.0%	9.3%	8.8%	9.5%	9.9%

资料来源: 公司公告, 招商证券

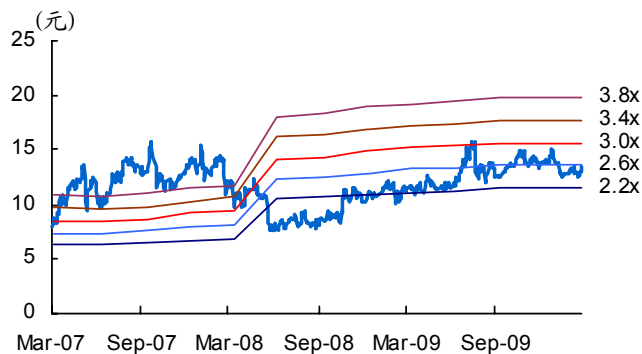
表 4: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12502	15083	17264	15884	16115
营业成本	11419	13657	15737	14375	14519
营业税金及附加	369	457	518	477	483
营业费用	35	43	52	48	48
管理费用	341	703	811	747	757
财务费用	224	185	126	126	125
资产减值损失	27	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	194	328	450	400	400
营业利润	281	339	470	512	582
营业外收入	92	135	168	192	216
营业外支出	6	5	6	7	8
利润总额	368	470	632	697	790
所得税	71	105	142	156	177
净利润	296	364	490	541	613
少数股东损益	4	4	5	5	6
归属于母公司净利润	292	361	485	535	607
EPS (元)	0.40	0.49	0.66	0.73	0.83

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 隧道股份历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 隧道股份历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

表 5: 城建集团拥有的子公司（控股、参股）

序号	企业名称	注册资本	主营项目	持股比例	法定代表人
城建集团合并范围内二级子公司情况表					
1	上海隧道工程股份有限公司	73352	土木工程、隧道建设	36.85%	陈彬
2	上海市第一市政工程有限公司	30000	市政、公路及桥梁工程	90.25%	崔建跃
3	上海建设机场道路工程有限公司	11000	工程施工、养护管理	76.28%	孙国祥
4	上海市市政工程材料公司	2288	建筑材料生产销售	100%	刘国强
5	上海城建置业发展有限公司	20000	房地产开发	100%	祝勇
6	上海市政房地产经营公司	2000	房地产开发	100%	裴建群
7	上海浦东环线工程建设公司	1600	市政工程建设、监理	100%	朱家祥
8	上海新寓建筑有限公司	2500	建筑施工	100%	叶定威
9	上海驰骋物业管理有限公司	390	物业管理	100%	裴建群
10	上海城建竹园污水处理建设发展有限公司	16000	污水处理	57%	王鑫强
11	上海城建集团人力资源有限公司	50	人力资源、物业管理，劳务咨询及代理	100%	王美华
12	上海市政工程建设有限公司	2500	市政工程建设、施工、监理和咨询服务	100%	朱家祥
13	嵊泗洋山建设发展有限公司	6998	土地开发	70%	朱家祥
14	岱山沪城建筑材料有限公司	100	石材开采加工、销售，建筑材料购销	80%	朱家祥
15	上海廊漕实业有限公司	500	公路建设施工	100%	王鑫强
16	上海城建集团国际物流有限公司	2000	货物运输代理	100%	裴建群
17	上海青浦第二污水处理厂有限公司	1500	污水处理	70%	叶定威
城建集团未纳入合并范围的重要下属企业					
1	上海市地下空间开发实业总公司	6679			
2	上海市煤气第一管线工程有限公司				
3	上海市煤气第二管线工程有限公司				
4	上海市燃气设计院				
5	上海城建物资有限公司				

资料来源：《上海城建集团 2009 年度第一期短期融资券募集说明书》，招商证券

表 5: 城建集团 06-08 年主要财务数据（单位：百万元）

	2006 年	2007 年	2008 年
主要财务数据:			
总资产	14,377	16,916	24,560
总负债	10,628	12,105	17,904
主营业务收入	9,022	11,024	14,258
主营业务利润	1,124	1,238	1,433
净利润	168	392	470
主要财务指标			
资产负债率	73.92%	71.56%	72.90%
主营业务毛利率	16.55%	15.79%	15.04%
总资产报酬率	3.23%	4.20%	3.33%
净资产收益率	6.30%	9.12%	8.20%

资料来源：《上海城建集团 2009 年度第一期短期融资券募集说明书》，招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8823	11826	12040	11970	12386
现金	3349	5407	4976	5498	5837
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	2	0	0	0
应收款项	1976	2435	2585	2378	2413
其它应收款	280	295	345	318	322
存货	2605	2948	3379	3086	3117
其他	605	739	755	690	697
非流动资产	5994	6015	6115	5899	5981
长期股权投资	545	544	544	544	544
固定资产	1310	1388	2728	2601	2763
无形资产	1079	995	896	806	725
其他	3060	3089	1947	1948	1949
资产总计	14817	17841	18155	17869	18368
流动负债	8703	9273	9208	8531	8599
短期借款	1545	761	500	500	500
应付账款	3478	4767	4800	4384	4428
预收账款	2389	1782	2046	1869	1887
其他	1292	1963	1862	1778	1783
长期负债	2380	4582	4617	4627	4627
长期借款	1720	1956	1991	2001	2001
其他	660	2626	2626	2626	2626
负债合计	11083	13855	13825	13158	13226
股本	734	734	734	734	734
资本公积金	1819	1823	1823	1823	1823
留存收益	1087	1394	1734	2109	2534
少数股东权益	94	35	40	45	52
母公司所有者权益	3639	3951	4290	4665	5090
负债及权益合计	14817	17841	18155	17869	18368

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1687	2338	592	961	1113
净利润			485	535	607
折旧摊销			627	771	766
财务费用			126	126	125
投资收益			(450)	(400)	(400)
营运资金变动			(241)	(57)	3
其它			46	(15)	12
投资活动现金流	(530)	(1334)	(750)	(552)	(852)
资本支出			(550)	(550)	(850)
其他投资			(200)	(2)	(2)
筹资活动现金流	572	1041	(273)	113	78
借款变动			(451)	0	(15)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(146)	(161)	(182)
其他			324	274	275
现金净增加额	1729	2045	(431)	522	339

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12502	15083	17264	15884	16115
营业成本	11419	13657	15737	14375	14519
营业税金及附加	369	457	518	477	483
营业费用	35	43	52	48	48
管理费用	341	703	811	747	757
财务费用	224	185	126	126	125
资产减值损失	27	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	194	328	450	400	400
营业利润	281	339	470	512	582
营业外收入	92	135	168	192	216
营业外支出	6	5	6	7	8
利润总额	368	470	632	697	790
所得税	71	105	142	156	177
净利润	296	364	490	541	613
少数股东损益	4	4	5	5	6
母公司所有者净利润	292	361	485	535	607
EPS (元)	0.40	0.49	0.66	0.73	0.83

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	46%	21%	14%	-8%	1%
营业利润	24%	21%	39%	9%	14%
净利润	54%	23%	35%	10%	13%
获利能力					
毛利率	8.7%	9.5%	8.8%	9.5%	9.9%
净利率	2.3%	2.4%	2.8%	3.4%	3.8%
ROE	8.0%	9.1%	11.3%	11.5%	11.9%
ROIC	5.8%	5.9%	6.8%	6.9%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	77.7%	76.1%	73.6%	72.0%
净负债比率	22.4%	16.6%	13.9%	14.1%	13.6%
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	1.0	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
存货周转率	5.2	4.9	5.0	4.4	4.7
应收帐款周转率	6.8	6.8	6.9	6.4	6.7
应付帐款周转率	3.8	3.3	3.3	3.1	3.3
每股资料(元)					
每股收益	0.40	0.49	0.66	0.73	0.83
每股经营现金	2.30	3.19	0.81	1.31	1.52
每股净资产	4.96	5.39	5.85	6.36	6.94
每股股利	0.10	0.20	0.20	0.22	0.25
估值比率					
PE	33.8	27.4	20.3	18.4	16.3
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.8	13.2	11.6	10.0	9.6

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。