



上市公司跟踪报告

研究报告
建筑工程—建筑

买入 维持

隧道股份（600820）

2010 年 8 月 9 日

主业增长及上半年补贴增加推动公司业绩较大幅度增长

建筑工程行业分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

蒲世林
联系人
pusl@htsec.com
021-23219054

事件：公司今日公告 2010 年上半年业绩预增公告。

一、主要内容：（1）据初步测算，公司 2010 年上半年度实现归属于上市公司股东的净利润预计较 2009 年同期增长 50% 以上。（2）本次业绩预告未经会计师事务所审计。

二、上年同期业绩：（1）归属于上市公司股东的净利润：16211 万元；（2）基本每股收益：0.22 元。

三、业绩变动原因说明：（1）公司 2010 年上半年度主营业务增长，实现的利润较上年同期有较大增长。（2）公司 2010 年上半年度收到的政府补助较上年同期有较大增长。

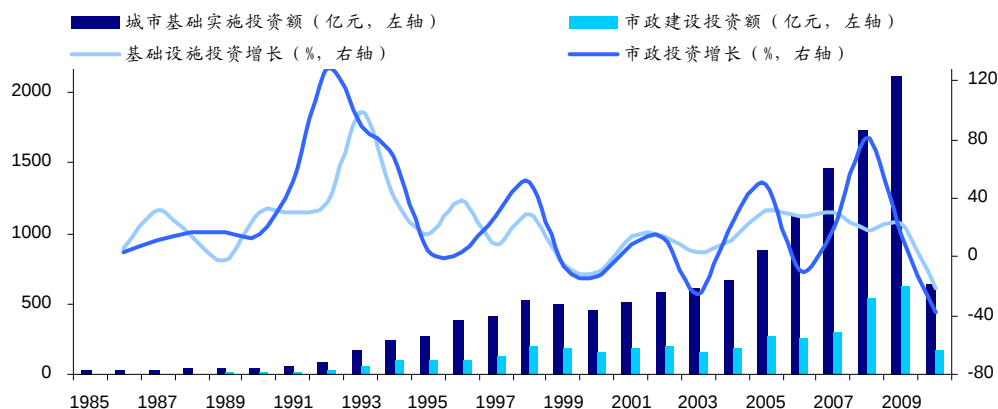
点评：公司在世博会召开的情况下仍然取得较好的半年业绩，因此符合我们之前“世博会对公司业务影响较小”的判断。长远来看，“十二五”期间上海的轨道交通投资和越江隧道投资仍能保持较高的水平，对公司的收入仍然能够正面推动；而上海区域外，包括长三角城市、昆明等城市的地铁建设将带动公司业务快速增长。补贴收入可能在上、下半年有一定的波动性，全年我们认为会比去年有一定的增长。我们维持公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.83 元、0.92 元的预计，公司在上海国资整合的大背景下具有重组的预期，维持“买入”投资评级，六个月目标价 15 元。

2010 年受“世博会”影响，城市基础设施投资高位回落，但预计上海“十二五”轨道交通投资和越江隧道投资仍然能够保持在较高水平。

（1）2010 年受世博会的影响，上海城市基础设施投资规模同比有较快回落。

2010 年前半年，上海城市基础设施投资总额达到 641.22 亿元，同比下降 21.6%；其中市政建设投资规模为 175.46 亿元，同比下降 38.2%。

图 1 1985 - 1H2010 上海城市基础设施和市政建设投资及增长



资料来源：上海统计网

（2）预计世博会之后上海的轨道交通投资仍有望维持高位

- 轨道交通建设。目前上海的地铁轨道交通运营里程超过 420 公里，根据上海 2020 年轨道交通规划，运营里程将达到 1000 公里。因此，我们判断总体上“十二五”期间上海的轨道交通投资规模仍有可能达到或者超过“十一五”期间的建设规模。另据媒体报道，“十二五”期间上海的轨道交通 3、4 号线分线运营项目有望实施；此外，上海还设想实施 5 号线二期、8 号线三期、9 号线三期、11 号线二期和 20 号线建设；设想加快建设 14 号线、18 号线等 5 条新增线路以及 5 号线三期、10 号线二期等 2 条延长线路。
- 据媒体报道：“十二五”期间，上海拟重点推进周家嘴路越江、辰塔路越江和虹梅路-金海路越江、A30 越江通道、江宁路桥等新改建项目，加快建设嫩江路越江、芦恒路越江、闵浦三桥等黄浦江越江桥隧和苏州河跨河桥梁。假如这些项目均能够实施，这样上海“十二五”期间的越江隧道建设规模基本能够与“十一五”期间的建设规模大体一致。从历史来看，隧道股份在上海越江隧道的建设中处于优势地位

公司在上海以外的城市工程承包能力增强明显，特别在长三角地区。

公司近两个月公布的订单有四项，其中三个项目均在上海以外，见下表。公司积极投资区域外业务，我们预计公司的区域外业务，特别是长三角的订单有望出现大幅度的增长。

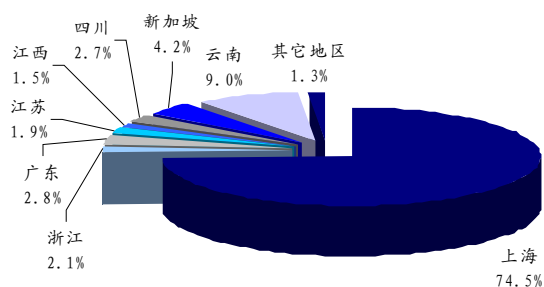
表 1 隧道股份近几个月公告的重大合同订单

中标类型	中标内容	中标金额（亿元）	中标城市	工期	公告月份
城轨	无锡市轨道交通一、二号线工程三阳广场站车站主体及附属工程	6.36	无锡市	1167 天	2010 年 7 月
地铁	杭州地铁 2 号线一期工程（SG2-8 标段）	7.52	杭州市	881 天	2010 年 7 月
城轨	上海市轨道交通 11 号线南段土建工程 6 标段（惠南镇站——惠浦风井——A30 东敞开段）车站、工作井、风井及盾构、明挖区间土建工程	6.83	上海市	约 18 个月	2010 年 6 月
城轨	昆明市轨道交通首期工程土建工程昆明火车站、环城南路站项目（标段九）	4.15	昆明市	约 21 个月	2010 年 6 月

资料来源：公司公告

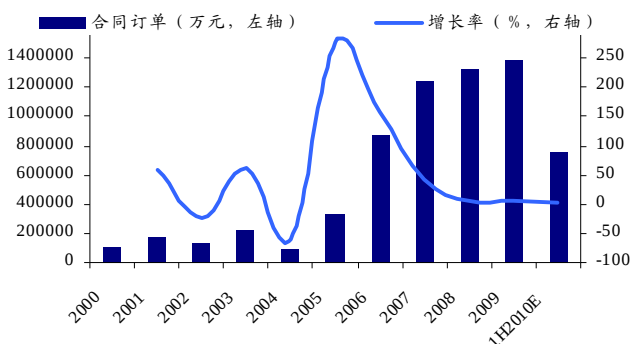
从收入区域来看，我们预计除了保持 2009 年公司在四川、云南、新加坡等地的收入比例有所提升外，2011 年公司在无线、杭州以及宁波等地均会有快速增长。

图 2 2009 年收入区域来源



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2000 - 1H2010 公司订单 (预计) 对比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

未来 BT 收益提升可以预期，且 BT 带动工程承包进入良性循环。

一直以来，公司投资的 BT 项目均对公司贡献了 80% 以上的营业利润，未来 BT 项目贡献利润大的趋势仍将持续，而且通过 BT 业务带动施工承包将进入良性循环。如公司的钱江越江隧道能够带动公司 2010、2011 年的承包业务的增长。

公司 2009 年新设了两家进行项目投资的公司：昆明元鼎建设有限公司和上海元封市政建设发展有限公司，这两家公司均为全资子公司。

宁波常洪隧道于 2010 年起停止收费，有关宁波常洪隧道回购事宜目前尚在与宁波市政府商谈中，我们预计 2010 年可望有较大的一次性收益。

表 2 公司处于回购期及正在建设的 BT 项目

项目公司	主要产品及服务	注册资本 (万元)	资产规模 (万元)	公司持股比例 (%)	项目内部收益率 (%)	2009 年净利润	投入运营年份	备注
上海大连路隧道建设发展有限公司	大连路隧道的建设、运营	50000	146058.3	100.00		1959.16	2003	
宁波常洪隧道发展有限公司	常洪隧道的建设、经营；及隧道范围内的土地开发、经营	14000	34725.33	90.00		2526.26	2004	预计 2010 年提前回购
上海嘉流高速公路建设发展有限公司	嘉流高速公路的建设、经营	10000	65910.28	97.00		3859.38	2006	
上海元平市政建设发展有限公司	常州城市建设 BT 项目	17500	55000.00	100.00	8.47	1000.00	2007	预计利润
奉化元康公路建设有限公司	奉化三高连接线公路	30000	100000.0	80.00	8.20		2009	2009 年已提前回购
杭州建元隧道发展有限公司	钱江隧道及连接线	150000	164156.4	100.00	7.92	11427.9	2011	
上海元封市政建设发展有限公司	常州市中吴大道工程	36000		100.00			2010	
昆明元鼎建设发展有限公司	昆明三环闭合工程投资、建设、经营	100000		100.00			2010	

资料来源：海通证券研究所

预计全年政府补助与去年比有一些增长。公司本次公告上半年政府补贴收入有较大的增长，从公司的历史数据来看，公司获得政府补贴的金额有较大的波动，2009 年上半年公司的政府补贴收入为 1145 万元，而 2008 年上半年的补贴收入为 2169 万元。2008 年、2009 年的补贴收入分别为 8350 万元和 1.12 亿元。本期的补贴收入较大，但从全年来看可能与去年同期相比有一定的增长。

盈利预测及估值。我们维持公司 2010 - 2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.83 元、0.92 元的预计，公司在上海国资整合的大背景下具有重组的预期，维持“买入”投资评级，六个月目标价 15 元。

表 3 隧道股份利润预测表

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	595496	857691	1250150	1508337	1656955	1821074	1996648
同比增长 (%)	-7.07	44.03	45.76	20.65	9.85	9.90	9.64
营业成本(万元)	528723	771938	1147836	1365740	1489342	1634734	1797204
毛利率 (%)	11.21	10.00	8.18	9.45	10.12	10.23	9.99
营业税金及附加(万元)	18632	28280	36923	45679	49709	54632	59899
营业税金及附加/营业收入 (%)	3.13	3.30	2.95	3.03	3.00	3.00	3.00
销售费用(万元)	2619	3093	3472	4309	4805	5281	5790
销售费用/营业收入 (%)	0.44	0.36	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29
管理费用(万元)	26355	28060	34053	70336	74563	79217	81863
管理费用/营业收入 (%)	4.43	3.27	2.72	4.66	4.50	4.35	4.10
财务费用(万元)	18031	21340	22368	18530	18227	19121	20965
财务费用/营业收入 (%)	3.03	2.49	1.79	1.23	1.10	1.05	1.05
三项费用率 (%)	7.89	6.12	4.79	6.18	5.89	5.69	5.44
资产减值损失(万元)	3233	-468	2664	2571	3000	3500	3600
非经营性净收益(万元)	15086	17147	19353	32757	30000	40000	45000
投资净收益(万元)	15086	17147	19353	32757	30000	40000	45000
其中:对联营合营企业的投资收益(万元)	4308	-202	358	72			
汇兑收益(万元)							
营业利润(万元)	12988	22595	22186	33930	47310	64589	72328
同比增长 (%)	30.46	73.97	-1.81	52.93	39.43	36.52	11.98
加:营业外收入(万元)	4508	4996	9203	13503	15000	16000	17000
减:营业外支出(万元)	1019	492	558	477	500	600	700
其中:非流动资产处置净损失(万元)	674	346	212	394			
利润总额(万元)	16478	27099	30831	46956	61810	79989	88628
同比增长 (%)	20.59	64.46	13.77	52.30	31.63	29.41	10.80
减:所得税费用(万元)	4045	7833	7128	10512	13907	18397	20828
有效所得税费用率 (%)	24.55	28.90	23.12	22.39	22.50	23.00	23.50
净利润(万元)	12433	19266	23703	36444	47903	61591	67800
同比增长 (%)	20.13	54.96	23.03	53.75	31.44	28.58	10.08
净利率 (%)	2.09	2.25	1.90	2.42	2.89	3.38	3.40
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12330	19035	23305	36071	47424	60975	67122
少数股东损益(万元)	103	231	398	373	479	616	678
少数股东损益/净利润 (%)	0.83	1.20	1.68	1.02	1.00	1.00	1.00
每股收益							
全面摊薄每股收益(元)	0.17	0.26	0.32	0.49	0.65	0.83	0.92

资料来源:海通证券研究所

前期相关研究报告:

- 1.隧道股份 2009 年三季报点评(业绩基本符合预期 毛利有望持续改善,买入维持)20091029
- 2.隧道股份 2009 年半年报点评——收入和利润稳定增长,毛利率提高符合预期(增持,维持)20090810
- 3.隧道股份 2009 年报点评——主营业务平稳增长;施工毛利率实际下降出乎预料,未来将正常回归 20100323

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：联系人

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、东华科技

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。