

## 隧道股份

600820.SH

审慎增持 (维持)

## 营收稳健增长，毛利率有所提升

2022年04月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022-04-25
收盘价(元)	5.10
总股本(百万股)	3144.10
流通股本(百万股)	3144.10
总市值(百万元)	16034.89
流通市值(百万元)	16034.89
净资产(百万元)	24911.92
总资产(百万元)	129757.18
每股净资产(元)	7.92

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《隧道股份 2020 半年报点评: 轨交订单放量, Q2 营收同比增长 27.3%》2020-08-27

《隧道股份 2019 年报点评: Q4 新签订单回暖, 毛利率有所回升》2020-04-16

《营收保持较快增长, 现金流有所改善——隧道股份 2019 年中报点评》2019-08-27

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	62226	69250	76500	84437
同比增长	15.2%	11.3%	10.5%	10.4%
归母净利润(百万元)	2393	2590	2774	2969
同比增长	5.9%	8.2%	7.1%	7.0%
毛利率	13.1%	13.0%	12.4%	12.1%
净利率	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
净资产收益率	9.6%	9.4%	9.3%	9.1%
每股收益(元)	0.76	0.82	0.88	0.94
每股经营现金流(元)	1.00	3.68	2.23	3.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **隧道股份发布 2021 年年度报告:** 公司 2021 年实现营业收入 622.26 亿元, 同比增长 15.20%; 实现归母净利润 23.93 亿元, 同比增长 5.87%。其中, Q4 实现营业收入 222.68 亿元、同比增长 5.43%, 实现归母净利润 10.37 亿元、同比增长 3.18%。
- **公司 2021 年实现营业收入 622.26 亿元, 同比增长 15.20%。**分业务来看, 施工业务营收增速有所放缓, 占收入端比重 79.07%, 为近年来新低。设计服务、运营服务、机械加工及制造、融资租赁业务表现亮眼, 营收实现快速增长, 公司业务向着多元化发展。分地区来看, 公司业务收入主要集中在江浙沪等长三角地区, 上海地区增速有所放缓, 浙江、广东、江苏、河南营收实现快速增长。境外营收主要集中在新加坡市场。
- **公司 2021 年实现综合毛利率 13.06%, 同比提升 1.91pct; 实现净利率 3.90%, 同比下降 0.37pct。**毛利率提升, 净利率下降, 我们判断系公司期间费用率增加、投资收益减小所致。
- **公司 2021 年资产+信用减值损失 1.14 亿元, 占收入的比例为 0.18%, 同比下滑 0.01pct。**2021 年公司每股经营性现金流净额为 1.00 元, 同比上一年度每股多流出 0.01 元, 主要系收现比下滑幅度大于付现比所致。
- **盈利预测及评级:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计 2022-2024 年的 EPS 为 0.82 元、0.88 元、0.94 元, 4 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 6.2 倍、5.8 倍、5.4 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行的风险、城市轨交投资下滑、新签订单不达预期、订单落地速度不及预期、施工进度不及预期



## 报告正文

## 事件

- **隧道股份发布 2021 年年度报告:** 公司 2021 年实现营业收入 622.26 亿元, 同比增长 15.20%; 实现归母净利润 23.93 亿元, 同比增长 5.87%。其中, Q4 实现营业收入 222.68 亿元、同比增长 5.43%, 实现归母净利润 10.37 亿元、同比增长 3.18%。

## 点评

- **公司 2021 年实现营业收入 622.26 亿元, 同比增长 15.20%。**
  - 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 92.47 亿元、158.47 亿元、148.64 亿元、222.68 亿元, 分别同比增长 51.16%、22.20%、7.71%、5.43%。全年营收增速呈前高后低现象, 我们判断主要系 2020 年上半年受疫情影响, 公司业务开展受限, 营收基数相对较小, 下半年随着疫情影响消散, 公司营收确认加速, 营收基数相对较大。
  - 2) 分行业来看, 公司施工业、设计服务、运营业务、机械加工及制造、房地产业、产品销售、融资租赁及其他业务分别实现营业收入 491.99 亿元、27.02 亿元、42.30 亿元、3.29 亿元、0.23 亿元、2.14 亿元、4.37 亿元、1.26 亿元, 分别同比变动 2.27%、30.92%、40.35%、179.79%、-2.35%、4.89%、79.89%、124.25%。施工业务营收增速有所放缓, 占收入端比重 79.07%, 为近年来新低。设计服务、运营服务、机械加工及制造、融资租赁业务表现亮眼, 营收实现快速增长, 公司业务向着多元化发展。
  - 3) 分地区来看, 国内公司营收超过 20 亿的省市为上海、浙江、广东、江苏、河南, 分别实现营收 260.01 亿元、168.06 亿元、21.58 亿元、38.40 亿元、30.19 亿元, 分别同比增长 2.58%、62.59%、78.59%、75.93%、107.44%。境外新加坡、印度、中国香港、澳门分别实现营收 20.03 亿元、2.01 亿元、1.34 亿元、0.33 亿元, 分别同比变动 65.68%、2.21%、-8.53%、-57.92%。公司业务收入主要集中在江浙沪等长三角地区, 上海地区增速有所放缓, 浙江、广东、江苏、河南营收实现快速增长。境外营收主要集中在新加坡市场。
- **公司 2021 年实现综合毛利率 13.06%, 同比提升 1.91pct; 实现净利率 3.90%, 同比下降 0.37pct。毛利率提升, 净利率下降, 我们判断系公司期间费用率增加、投资收益减小所致。**
  - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 12.36%、9.02%、10.83%、17.71%, 分别同比变动 0.43pct、1.43pct、-1.61pct、5.44pct。Q4 毛利率大幅增长, 我们判断主要系低毛利率的施工业占比减少所致。

2)分行业来看,公司的施工业、设计服务、运营业务、机械加工及制造、房地产业、产品销售、其他业务的毛利率分别为9.02%、30.72%、28.51%、7.29%、22.84%、9.95%、14.10%,分别同比变动-0.23pct、0.44pct、3.62pct、-12.04pct、98.08pct、3.36pct、-72.62pct。其中,营收占比较大的施工业、设计服务、运营业务、产品销售四个业务中,仅施工业毛利率略有下滑,其余毛利率均为正增长。我们判断,施工业毛利率较低,占营收端比重下滑,是公司综合毛利率上升的主要原因。

- **2021年公司期间费用率为8.58%,同比上升0.81pct,主要系财务费用率增加所致。**

销售费用率为0.02%,同比减少0.03pct。销售费用率降低,主要系受新冠疫情影响,业务交流更多的采取线上的方式,销售费用有所降低。

管理费用率为2.44%,同比减少0.09pct。管理费用率较为稳定。

研发费用率为3.49%,同比减少0.42pct。研发费用较上一年度略有增加,营收基数增加幅度较大,导致费用率有所降低。

财务费用率为2.63%,同比增加1.34pct。财务费用率大幅上升,主要系会计记账调整,PPP项目在建期间财务费用不再资本化。

- **公司2021年资产+信用减值损失1.14亿元,占收入的比例为0.18%,同比下滑0.01pct。资产+信用减值损失占收入端比重相对稳定。**

- **2021年公司每股经营性现金流净额为1.00元,同比每股多流出0.01元,主要系收现比下滑幅度大于付现比所致。**

1)分季度来看,公司Q1、Q2、Q3、Q4的每股经营性现金流净额分别为-2.17元、0.46元、0.94元、1.76元,同比分别变动-0.51元、0.32元、-0.38元、0.56元。

2)从收、付现比的角度来看,收、付现比分别为87.4%和90.1%,同比分别变动-12.2pct和-11.2pct。收现比下滑幅度大于付现比是现金流流出增加的主要原因。

- **盈利预测及评级:**我们调整对公司的盈利预测,预计2022-2024年的EPS为0.82元、0.88元、0.94元,4月25日收盘价对应的PE分别为6.2倍、5.8倍、5.4倍,维持“审慎增持”评级。

**风险提示:宏观经济下行的风险、城市轨交投资下滑、新签订单不达预期、订单落地速度不及预期、施工进度不及预期**

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	64923	76414	87392	100693
货币资金	17993	28875	36773	47124
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	20828	22425	24739	27476
预付款项	1135	1025	1210	1351
存货	704	777	866	958
其他	24263	23312	23804	23783
<b>非流动资产</b>	64834	56266	57203	55397
长期股权投资	4041	3753	3849	3817
固定资产	3534	5306	5224	4214
在建工程	5640	2820	1410	705
无形资产	4298	4245	4210	4191
商誉	44	44	44	44
长期待摊费用	107	76	44	12
其他	47171	40022	42422	42414
<b>资产总计</b>	129757	132680	144595	156090
<b>流动负债</b>	76059	74118	81462	88206
短期借款	8613	7176	7717	7686
应付票据及应付账款	50663	50216	56987	63753
其他	16783	16725	16758	16767
<b>非流动负债</b>	24331	26596	28736	30820
长期借款	21370	23689	25811	27895
其他	2961	2907	2925	2925
<b>负债合计</b>	100390	100714	110198	119026
股本	3144	3144	3144	3144
资本公积	6629	6629	6629	6629
未分配利润	13406	15851	18079	20536
少数股东权益	4455	4497	4541	4588
<b>股东权益合计</b>	29367	31966	34397	37064
<b>负债及权益合计</b>	129757	132680	144595	156090

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2393	2590	2774	2969
折旧和摊销	890	1198	1648	1871
资产减值准备	25	192	112	142
资产处置损失	12	-6	-0	-0
公允价值变动损失	-6	-6	-6	-6
财务费用	1722	1752	1504	1310
投资损失	-241	-241	-241	-241
少数股东损益	34	42	44	47
营运资金的变动	-1912	3596	2886	3141
<b>经营活动产生现金流量</b>	3134	11579	7009	9851
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3230	467	29	138
<b>融资活动产生现金流量</b>	1004	-1164	859	363
现金净变动	912	10882	7897	10352
现金的期初余额	16765	17993	28875	36773
现金的期末余额	17678	28875	36773	47124

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	62226	69250	76500	84437
营业成本	54099	60262	66976	74194
税金及附加	137	160	174	192
销售费用	9	20	20	22
管理费用	1520	1821	1953	2162
研发费用	2172	2346	2698	3103
财务费用	1635	1752	1504	1310
其他收益	186	182	186	185
投资收益	241	241	241	241
公允价值变动收益	6	6	6	6
信用减值损失	-89	-90	-100	-110
资产减值损失	-25	-13	-15	-16
资产处置收益	-12	6	0	0
<b>营业利润</b>	2961	3221	3492	3760
营业外收入	29	32	30	31
营业外支出	14	24	22	21
<b>利润总额</b>	2976	3229	3501	3770
所得税	550	597	683	754
<b>净利润</b>	2427	2631	2818	3016
少数股东损益	34	42	44	47
<b>归属母公司净利润</b>	2393	2590	2774	2969
<b>EPS(元)</b>	0.76	0.82	0.88	0.94

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.2%	11.3%	10.5%	10.4%
营业利润增长率	6.2%	8.8%	8.4%	7.7%
归母净利润增长率	5.9%	8.2%	7.1%	7.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.1%	13.0%	12.4%	12.1%
净利率	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
ROE	9.6%	9.4%	9.3%	9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.4%	75.9%	76.2%	76.3%
流动比率	0.85	1.03	1.07	1.14
速动比率	0.84	1.02	1.06	1.13
<b>营运能力</b>				
资产周转率	52.0%	52.8%	55.2%	56.2%
应收帐款周转率	319.4%	304.6%	308.2%	307.4%
存货周转率	8257%	8139%	8154%	8133%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.76	0.82	0.88	0.94
每股经营现金	1.00	3.68	2.23	3.13
每股净资产	7.92	8.74	9.50	10.33
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.7	6.2	5.8	5.4
PB	0.6	0.6	0.5	0.5



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn