

隧道股份 (600820.SH) 半年报点评

强烈推荐 (维持)

疫情致收入利润下降, 参股基金投资华大九天投资收益有望大增

- **新签合同订单稳健增长。**2022年上半年, 公司新签订单累计400.02亿元, 同比增长7.96%, 其中施工业务订单同增4.97%, 而设计、运营业务受疫情扩散影响较小, 同增37.00%、10.84%。总体来看, 随着疫情缓和及市政投资提速, 未来公司施工业务新签订单有望逐步恢复至正常水平。
- **营收略有减少, 设计服务毛利率较高。**2022年上半年公司营收201.59亿元, 同比减少22.53%, 增速持续下降, 或仍受2022年3-5月长三角地区施工业务停工影响。其中施工业务营收160.84亿元, 同减26.42%; 设计营收11.45亿元, 同减14.10%; 运营业务营收10.47亿元, 同减21.46%, 融资租赁业务营收3.16亿元, 同增43.68%, 运营、融资租赁等业务正成为新的收入增长点。上半年公司施工业务毛利率为8.96%, 同增1.13个百分点; 设计毛利率为30.76%, 同比提升13.44个百分点; 运营业务毛利率为25.08%, 同比下降0.63个百分点。考虑投资业务的同口径综合毛利率为14.26%, 较同期上升2.59个百分点, 或为公司设计、运营业务受疫情影响较小, 融资租赁业务增长较快, 为公司带来较高毛利。
- **期间费用率上升, 利润增长值得期待。**2022年上半年期间费用率为9.39%, 同比上升0.14个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.00%/3.44%/1.89%/4.05%, 同比-0.04%/+0.68%/-1.33%/+1.21个百分点, 财务费用变动由于借款增加导致利息支出增加。减值损失约1.18亿元, 变化不大。综合起来, 公司上半年实现归母净利润为5.40亿元, 同减31.21%。
- **现金流有所恶化, 三季度有望确认较多投资收益。**2022年上半年公司收现比为1.3924, 同比下降23.82个百分点; 付现比为1.5345, 同比下降15.35个百分点。综合起来经营性现金流净额为-14.60亿元, 较去年同期少流出39.15亿元。2022年上半年公司资产负债率为77.48%, 比年初降低0.02个百分点。公司参投的建元基金投资华大九天近期上市, 该股权基金投资成本为1.944亿, 目前股权占比11.05%。按照目前97.55元股价、529.6亿市值计算, 公司对应份额当前的投资收益至少为12.73亿(由于在LP中公司作为劣后级且在GP中占有股份, 实际投资收益可能比该数要大一些), 这部分投资收益有望在三季度反映在报表中。
- **投资建议:**公司经营业绩短期内仍受到上海疫情的影响, 长期来看, 随着项目逐渐复工复产, 公司业绩有望恢复。考虑到投资收益影响, 更新2022-2024年公司EPS为1.27、0.93、1.07元/股, 对应的PE为4.4、6.0和5.2倍, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**疫情反复风险、投资收益波动风险、国内外工程进展不及预期

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	54006	62226	62868	72354	83237
同比增长	24%	15%	1%	15%	15%
营业利润(百万元)	2795	2961	4596	3677	4215
同比增长	0%	6%	55%	-20%	15%
归母净利润(百万元)	2267	2393	3990	2928	3353
同比增长	6%	6%	67%	-27%	14%
每股收益(元)	0.72	0.76	1.27	0.93	1.07
PE	7.7	7.3	4.4	6.0	5.2
PB	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

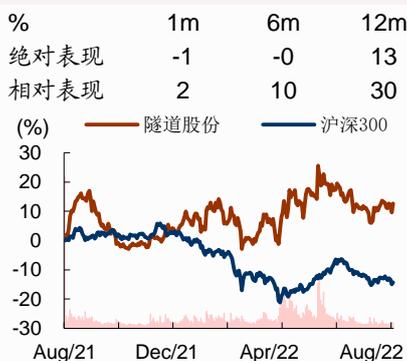
资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/建筑钢铁
当前股价: 5.58元

基础数据

总股本(万股)	314410
已上市流通股(万股)	314410
总市值(亿元)	175
流通市值(亿元)	175
每股净资产(MRQ)	7.9
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	77.5%
主要股东	上海城建(集团)有限公司
主要股东持股比例	30.49%

股价表现

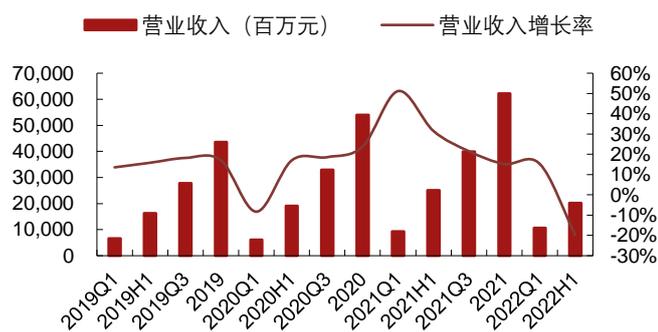


相关报告

- 1、《隧道股份(600820)——地下工程行业领先, 众多投资运营类资产有待重估》2022-05-30

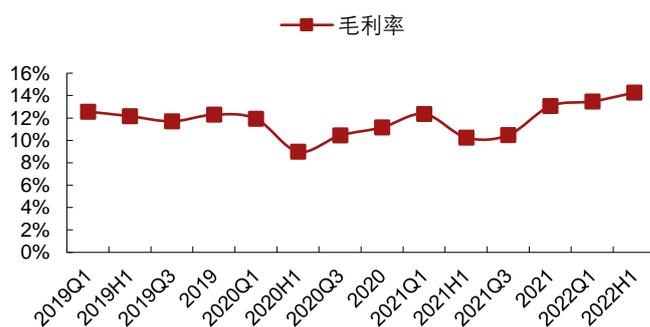
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入和收入增速



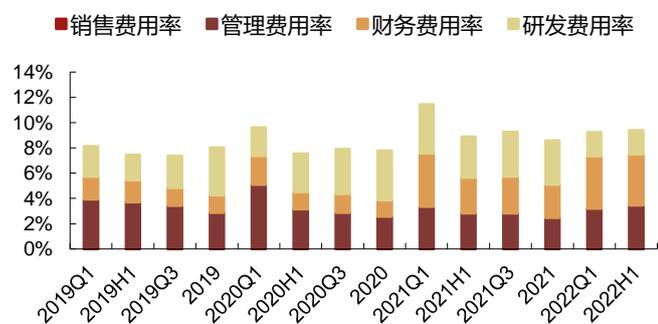
资料来源: ifind、招商证券

图 2 公司毛利率情况



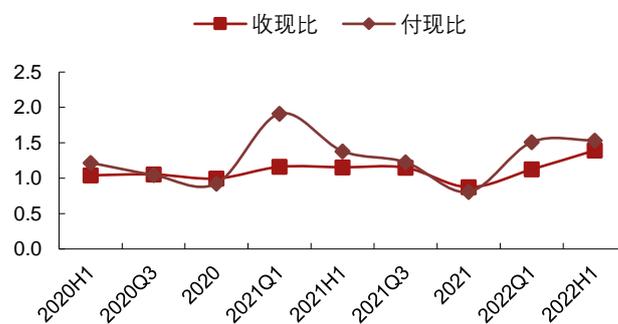
资料来源: ifind、招商证券

图 3 公司四项费用率



资料来源: ifind、招商证券

图 4 公司收付现比



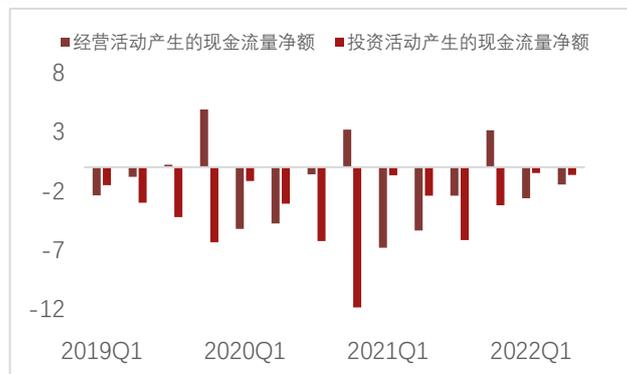
资料来源: ifind、招商证券

图 5 公司资产负债率



资料来源: ifind、招商证券

图 6 公司经营净现金流和投资净现金流(亿元)



资料来源: ifind、招商证券

图 7 公司新签订单总额 (亿元)



资料来源: iFind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	55146	64923	67430	74901	83466
现金	16960	17993	18000	18000	18000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	92	42	126	145	166
应收款项	16091	20786	22611	26023	29937
其它应收款	809	874	883	1016	1169
存货	606	704	704	814	939
其他	20588	24524	25106	28903	33255
非流动资产	54240	64834	74120	82339	86803
长期股权投资	3176	4041	5000	6000	7000
固定资产	3408	3534	3646	3735	3805
无形资产商誉	4095	4342	4608	4847	5062
其他	43561	52918	60866	67758	70935
资产总计	109386	129757	141549	157241	170269
流动负债	59580	76059	82304	94824	104038
短期借款	7550	8613	18986	22108	20715
应付账款	35125	50663	51221	59255	68323
预收账款	9404	8189	8204	9491	10944
其他	7501	8594	3893	3970	4056
长期负债	24592	24331	25831	26831	27831
长期借款	19875	21370	22870	23870	24870
其他	4717	2961	2961	2961	2961
负债合计	84172	100390	108135	121655	131869
股本	3144	3144	3144	3144	3144
资本公积金	6483	6629	6629	6629	6629
留存收益	13532	15139	19129	21260	24027
少数股东权益	2055	4455	4512	4553	4600
归属于母公司所有者权益	23159	24912	28902	31033	33800
负债及权益合计	109386	129757	141549	157241	170269

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3170	3134	3047	7200	7898
净利润	2307	2427	4047	2970	3400
折旧摊销	774	890	1189	1235	1274
财务费用	786	1722	1452	1391	1503
投资收益	(992)	(241)	(1721)	(321)	(321)
营运资金变动	312	(1653)	(1923)	1921	2037
其它	(17)	(10)	2	5	6
投资活动现金流	(11870)	(3230)	(8754)	(9134)	(5416)
资本支出	(1132)	(1866)	(1546)	(1546)	(1546)
其他投资	(10738)	(1364)	(7208)	(7588)	(3870)
筹资活动现金流	9127	1004	5714	1934	(2482)
借款变动	10631	4249	7167	4123	(393)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(350)	146	0	0	0
股利分配	0	0	0	(798)	(586)
其他	(1154)	(3391)	(1452)	(1391)	(1503)
现金净增加额	427	908	7	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	54006	62226	62868	72354	83237
营业成本	47983	54099	54695	63274	72957
营业税金及附加	126	137	126	145	166
营业费用	23	9	9	11	12
管理费用	1367	1520	1446	1592	1748
研发费用	2114	2172	2195	2526	2906
财务费用	693	1635	1452	1391	1503
资产减值损失	(98)	(126)	(70)	(60)	(50)
公允价值变动收益	0	6	1	1	1
其他收益	199	186	220	220	220
投资收益	992	241	1500	100	100
营业利润	2795	2961	4596	3677	4215
营业外收入	27	29	30	30	30
营业外支出	30	14	20	20	20
利润总额	2792	2976	4606	3687	4225
所得税	485	550	559	717	825
少数股东损益	40	34	56	41	47
归属于母公司净利润	2267	2393	3990	2928	3353

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	24%	15%	1%	15%	15%
营业利润	0%	6%	55%	-20%	15%
归母净利润	6%	6%	67%	-27%	14%
获利能力					
毛利率	11.2%	13.1%	13.0%	12.5%	12.4%
净利率	4.2%	3.8%	6.3%	4.0%	4.0%
ROE	10.1%	10.0%	14.8%	9.8%	10.3%
ROIC	5.1%	6.1%	7.1%	5.2%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	76.9%	77.4%	76.4%	77.4%	77.4%
净负债比率	28.6%	26.7%	29.6%	29.2%	26.8%
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	5.8	82.6	77.7	83.4	83.2
应收账款周转率	3.4	3.4	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.76	1.27	0.93	1.07
每股经营净现金	1.01	1.00	0.97	2.29	2.51
每股净资产	7.37	7.92	9.19	9.87	10.75
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.19	0.21
估值比率					
PE	7.7	7.3	4.4	6.0	5.2
PB	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	27.3	21.1	15.5	17.8	16.0

分析师承诺

负责本研究报告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。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。