

增持 (维持)

隧道股份 (600820)

Q4 收入继续提速，在手订单充足

2023年04月26日

市场数据

市场数据日期	2023-04-26
收盘价(元)	6.33
总股本(百万股)	3144.10
流通股本(百万股)	3144.10
净资产(百万元)	27282.81
总资产(百万元)	146435.04
每股净资产(元)	8.68

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建筑】隧道股份 2022 年一季报点评: Q1 营收增长 11%, 期间费用率全面改善》2022-04-30

《【兴证建筑】隧道股份 2021 年年报点评: 营收稳健增长, 毛利率有所提升》2022-04-26

《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

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- **隧道股份公布 2022 年年报。**2022 年, 公司实现收入 652.74 亿元, 同比+4.90%, 归母净利润 28.09 亿元, 同比+17.39%, 扣非归母净利润 24.52 亿元, 同比+8.23%; 其中 2022Q4, 公司实现收入 271.53 亿元, 同比+30.43%, 归母净利润 14.49 亿元, 同比+38.96%, 扣非归母净利润 11.6 亿元, 同比+16.56%。
- **新签订单同比+7.63%, 在手订单充足。**2022 年, 1) 分业务来看, 轨交/市政/能源/道路/房产/其他工程类施工订单中标 188.7/174.3/43.4/193.8/86.1/30.7 亿元, 同比增速为 20.75%/11.76%/-40.67%/34.8%/-30.97%/32.62%, 轨交和道路工程是施工业务中增长较快的板块; 2) 2022Q1-Q4, 公司分别新签订单 198/202/161/275 亿元, 同比增速 4.1%/34.3%/-11.7%/8.4%。2023Q1, 公司新签订单 211 亿元, 同比+7.0%。截止到 2022 年底, 公司在手订单总额 1470.47 亿元, 相当于 2022 年收入的 2.25 倍, 公司在手订单较为充足。
- **2022H2 起收入增速上行。**2022 年, 公司实现收入 652.74 亿元, 同比+4.9%, 分季度来看, Q1-Q4 收入 106.59/95.00/179.63/271.53 亿元, 同比增速 11.16%/-42.19%/16.75%/30.43%, Q2 公司受到上海疫情管控的影响较大, 但相关施工需求在 2022H2 加速释放, 使得 H2 公司收入增速有所上行。
- **毛利率保持平稳, 投资收益增厚利润。**2022 年, 公司毛利率及期间费用率同比保持基本平稳, 公司投资收益同比增长 7 亿元至 9.36 亿元, 是公司利润增速超过收入增速的主要原因。
- **目前发改委已经批复多条上海轨道交通建设规划, 随着 2023 年疫情对于施工的扰动减少, 上海及全国基建施工需求有望复苏, 公司作为上海轨交施工领先企业, 有望核心受益。**
- **盈利预测及评级:** 调整盈利预测, 预计 2023-2025 年, 公司 EPS0.92、1.03、1.13 元, 对应 4 月 26 日收盘价 6.86/6.14/5.62x PE, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 施工需求不及预期, 毛利率不及预期, 系统性风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65274	72807	81017	90230
同比增长	4.9%	11.5%	11.3%	11.4%
归母净利润(百万元)	2809	2902	3244	3541
同比增长	17.4%	3.3%	11.8%	9.2%
毛利率	13.0%	12.8%	12.6%	12.5%
净资产收益率	10.3%	10.1%	10.2%	10.0%
每股收益(元)	0.89	0.92	1.03	1.13
市盈率	7.08	6.86	6.14	5.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **隧道股份公布 2022 年年报。**2022 年,公司实现收入 652.74 亿元,同比+4.90%,归母净利润 28.09 亿元,同比+17.39%,扣非归母净利润 24.52 亿元,同比+8.23%;其中 2022Q4,公司实现收入 271.53 亿元,同比+30.43%,归母净利润 14.49 亿元,同比+38.96%,扣非归母净利润 11.6 亿元,同比+16.56%。

点评

- **2022 年,公司新签订单 835.86 亿元,同比+7.63%。**1)分业务来看,轨交/市政/能源/道路/房产/其他工程类施工订单中标 188.7/174.3/43.4/193.8/86.1/30.7 亿元,同比增速为 20.75%/11.76%/-40.67%/34.8%/-30.97%/32.62%,设计/运营业务分别新签订单 68.99/49.92 亿元,同比+22.12%/15.43%,轨交和道路工程是施工业务中增长较快的板块;2)分季度来看,2022Q1-Q4,公司分别新签订单 198/202/161/275 亿元,同比增速 4.1%/34.3%/-11.7%/8.4%。2023Q1,公司新签订单 211 亿元,同比+7.0%。
- **在手订单较为充足。**截止到 2022 年底,公司在手订单总额 1470.47 亿元,相当于 2022 年收入的 2.25 倍,公司在手订单较为充足,有利于未来发展。
- **2022H2 起收入增速上行。**2022 年,公司实现收入 652.74 亿元,同比+4.9%,分季度来看,Q1-Q4 收入 106.59/95.00/179.63/271.53 亿元,同比增速 11.16%/-42.19%/16.75%/30.43%,Q2 公司受到上海疫情管控的影响较大,但相关施工需求在 2022H2 加速释放,使得 H2 公司收入增速有所上行。
- **2022 年毛利率总体保持稳定。**2022 年,公司整体毛利率 12.97%,同比小幅下降 0.1 个百分点。分季度来看,Q1-Q4 毛利率分别为 13.47%/15.14%/12.02%/12.65%,同比变动幅度为 1.11/6.12/1.19/-5.06 个百分点。
- **2022 年期间费用率总体平稳,投资收益增厚利润。**2022 年,公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.004%/2.43%/3.73%/2.25%,同比变动为-0.01/-0.01/0.24/-0.38 个百分点,期间费用率 8.41%,同比小幅下降 0.16 个百分点。2022 年,公司净利率 4.59%,同比上升 0.69 个百分点,Q1-Q4 净利率分别为 2.88%/2.95%/4.59%/5.82%,同比变动-0.66/-0.07/+0.67/1.16 个百分点,其中 2022 年,公司投资收益 9.36 亿元,同比增加 7 亿元左右,是公司利润增长超过收入的主要原因。
- **经营现金流增速总体匹配利润增速。**2022 年,公司经营净现金流 37.49 亿元,同比+19.6%,增速整体匹配利润增速,全年收现比 89.78%,同比上升 2.41 个百分点。Q1-Q4 公司经营净现金流-26.17/11.57/7.10/44.99 亿元,同比变动为 +42.07/-2.93/-22.52/-10.47 亿元。

- **2023 年关注上海轨交建设进度。**此前发改委已批复同意上海建设多条轨交线路，公司作为上海市轨交施工领先企业，有望核心受益。
- **盈利预测及评级：**调整盈利预测，预计 2023-2025 年，公司 EPS0.92、1.03、1.13 元，对应 4 月 26 日收盘价 6.86/6.14/5.62x PE，维持“增持”评级。
- **风险提示：**施工需求不及预期，毛利率不及预期，系统性风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	75460	94936	109661	125329
货币资金	18944	41302	51967	64148
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	19984	22908	25510	28280
预付款项	944	1135	1272	1399
存货	627	760	838	927
其他	34961	28831	30074	30575
非流动资产	70975	36049	35142	34139
长期股权投资	5431	4592	4780	4825
固定资产	4383	5123	4660	3604
在建工程	3626	1869	1011	592
无形资产	4737	4857	5020	5184
商誉	61	0	0	0
长期待摊费用	120	100	83	66
其他	52618	19507	19588	19867
资产总计	146435	130985	144803	159468
流动负债	84501	69795	79052	88866
短期借款	7672	0	0	1279
应付票据及应付账款	61696	62,066	71,268	79,757
其他	15133	7729	7783	7830
非流动负债	28078	25850	27027	28175
长期借款	22113	23448	24612	25763
其他	5966	2403	2415	2412
负债合计	112579	95646	106079	117041
股本	3144	3144	3144	3144
资本公积	6660	6660	6660	6660
未分配利润	15384	17305	20410	23799
少数股东权益	6573	6687	6827	6988
股东权益合计	33856	35339	38724	42427
负债及权益合计	146435	130985	144803	159468

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2809	2902	3244	3541
折旧和摊销	1179	1342	1660	1835
资产减值准备	28	477	213	208
资产处置损失	-68	-31	-36	-40
公允价值变动损失	-21	-13	-14	-15
财务费用	1604	1656	1604	1686
投资损失	-936	-714	-709	-749
少数股东损益	184	114	140	161
营运资金的变动	-1487	24902	6138	5207
经营活动产生现金流量	3749	29868	11159	11316
投资活动产生现金流量	-2992	2852	70	235
融资活动产生现金流量	186	-10362	-564	630
现金净变动	907	22358	10665	12180
现金的期初余额	17678	18944	41302	51967
现金的期末余额	18584	41302	51967	64148

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	65274	72807	81017	90230
营业成本	56807	63513	70793	78959
税金及附加	127	152	167	185
销售费用	2	10	9	10
管理费用	1589	1788	1982	2209
研发费用	2433	2679	2969	3320
财务费用	1467	1656	1604	1686
其他收益	166	160	160	160
投资收益	936	714	709	749
公允价值变动收益	21	13	14	15
信用减值损失	-180	-137	-143	-147
资产减值损失	-28	-23	-25	-25
资产处置收益	68	31	36	40
营业利润	3834	3766	4246	4653
营业外收入	17	23	22	21
营业外支出	24	22	21	22
利润总额	3826	3767	4246	4652
所得税	833	751	862	950
净利润	2993	3016	3384	3702
少数股东损益	184	114	140	161
归属母公司净利润	2809	2902	3244	3541
EPS(元)	0.89	0.92	1.03	1.13

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	4.9%	11.5%	11.3%	11.4%
营业利润增长率	29.5%	-1.8%	12.7%	9.6%
归母净利润增长率	17.4%	3.3%	11.8%	9.2%
盈利能力				
毛利率	13.0%	12.8%	12.6%	12.5%
归母净利率	4.3%	4.0%	4.0%	3.9%
ROE	10.3%	10.1%	10.2%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	76.9%	73.0%	73.3%	73.4%
流动比率	0.89	1.36	1.39	1.41
速动比率	0.89	1.35	1.38	1.40
营运能力				
资产周转率	47.3%	52.5%	58.8%	59.3%
应收账款周转率	3.04	3.22	3.17	3.18
存货周转率	85.33	91.56	88.62	89.46
每股资料(元)				
每股收益	0.89	0.92	1.03	1.13
每股经营现金	1.19	9.50	3.55	3.60
每股净资产	8.68	9.11	10.15	11.27
估值比率(倍)				
PE	7.1	6.9	6.1	5.6
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

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登记为证券分析师，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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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 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