

买入 维持

隧道股份 (600820)

2008年10月14日

长期毛利有望改善 后世博业务仍能增长

2008年10月13日收盘价: 9.54元, 6个月目标价: 11.25元

建筑行业首席分析师: 江孔亮
kljiang@htsec.com
021-23219422

事件。2008年10月10日上午,海通证券组织机构投资者调研了隧道股份,参观了沪崇长江越江盾构项目和外高桥机械有限公司;在交流中,公司董事长陈彬先生等高管详尽回答了机构投资者的提问。

简单分析和投资建议。根据交流情况,我们对公司的基本判断是:**(1) 收入方面:**公司未来两年的收入能够快速增长,主要基于公司在手订单陆续释放;对于2010年及后世博公司面临的业务增长问题,即使在世博期间,公司的部分地铁施工项目仍在施工,规划到2011-2012年上海要新增大约110公里的轨道交通运营里程,2011年世博会后大量的地下项目也将开工建设;而且,上海还有其它大量的基础设施项目在建,能维持公司业务增长;此外,长三角其它市场轨道交通建设市场的兴起及海外市场订单的增长,能够弥补公司上海地区订单的不足。**(2) 毛利率方面:**未来毛利率有望逐步企稳回升。长期来看,2008年初上海市建筑建材业市场管理总站下发的《关于建设工程要素价格波动风险条款约定、工程合同价款调整等事宜的指导意见》(沪建市管(2008)12号)文的执行,公司2008年之前签订的未结算项目将有望弥补部分原材料成本的上涨;2008年及之后签订的可以较好的锁定原材料成本的波动。公司高毛利率订单(越江隧道和海外项目)的提升能够拉动公司整体的施工毛利率。**(3) 提升整体的资产效率方面:**公司未来要突出技术,协同管理与灵活的经营方针。从公司层面来看,公司将积极提升高盈利资产的比重,整合资源,提升整体盈利能力。在盾构业务上通过系列化、标准化来降低成本,寻求大口径盾构产品的突破,提升产品的竞争力。积极寻求政府层面的支持,公司也积极申报国家级的盾构研究中心和盾构认证中心。同时企业也将积极寻求好的BT、BOT项目,增强公司未来业绩的稳定性。

上海市国资整合背景下未来公司大股东会如何进行资本运作难以判断,但大股东对公司业务保持持续的支持;公司再融资成功后有助于改善财务结构、降低财务费用和在大口径盾构的综合能力(包括施工能力和盾构改造等能力)。考虑再融资全面摊薄公司每股收益的情况下,我们对公司2008-2010年全面摊薄EPS的预测分别为:0.40元、0.51元、0.59元,2007-2010年净利润保持31.51%的复合增长,我们维持“买入”的投资评级,公司合理估值区间为10.2-11.8元,给予六个月目标位11.25元。

交流会纪要。

隧道股份的业务发展情况及近期的动态。公司最近业务发展良好。2007年公司新增合同订单124.75亿元,同比增长43.75%;初步预计截至目前合同订单100亿元左右,目前来看各项业务按计划进行。

公司2008年5月份完成了1.478亿股的配股发行,配股价8.12元;共募集11.5亿元左右的资金。募集项目用途包括:购置两台6.25米口径的盾构用于成都地铁施工、两台11.58-11.6米口径的盾构改造用于上海新建路隧道项目、购置1台14.27米口径的盾构用于外滩通道工程,以及5.3亿元左右偿还银行贷款和补充流动资金。配股项目总体上能够提升公司在10米以上大口径的施工能力和技术水平。

施工业务仍然是公司的主要收入来源,BOT、BT业务对利润贡献较大,盾构销售台数虽然有所下降,但整体盈利水平还是可以。未来几年这个趋势也将维持。

(1) 问：公司面临 2010 年上海举办世博会及“后世博”的挑战，公司未来的业务战略如何适应这一变化？

答：公司的业务架构主要是“3+1”战略，即工程建设、投资业务、现代制造业务加上现代工程服务。因此，公司的工程施工业务是公司传统的优势业务领域，特别是地铁施工业务，公司近年来逐步收缩地上施工业务，专注于竞争较为缓和、毛利率相对较高的地下施工，包括地铁和地下大型基础等业务。

对于所谓面临的“后世博”问题，我们认为主要是公司市场开拓的问题。一方面，公司判断上海地区仍然有较大的交通基础设施投资项目陆续建设，相关的业务量不会大幅度下滑；另一方面，公司通过上海区域外市场的拓展，包括长三角地区的周边城市、新加坡等市场来弥补这方面的损失，目前公司正在与新加坡有关公司和宁波政府接洽相关地铁建设项目。

总体判断，我国地铁建设方兴未艾。根据有关规划，2010 年 5 月左右上海将有 400 公里轨道交通里程投入运营，2012 年到达 510 公里，2020 年达到 1000 公里。目前的轨道交通运力尽达到长期规划运力的 20% 多一点，在 2010 年时达到 30% 左右。因此，2011 年以后，上海的轨道交通建设任务还是有很多。另一方面，上海周边的长三角很多城市的轨道交通建设项目已经获得国家审批或者已经上报，预计这些地区的轨道交通业务将快速增长。上海市与这些城市有良好的合作关系，加上隧道股份的品牌信誉和技术水平，未来将这些城市大有可为。

表 1 上海及部分长三角城市的轨道交通规划

城市	建设周期、规划线路及投资规模
上海	2012 年中城将新建 8 条轨道交通线及完成部分延伸线项目，新建线路总长 389 公里，估计总投资规模达到 1500 亿元以上。其中，2010 年运营里程达到 400 公里，2012 年运营里程达到 510 公里；2020 年长远规划达到 1000 公里。
杭州	杭州轨道交通线网由 8 条线组成，总长 278 公里，设 154 座车站。地铁 1 号线预计 2006 年底、2007 年初开工。2010 年将建成地铁 1 号线一、二期工程和 2 号线一期工程，线路总长 82.2 公里，2010 年建成，基本形成轨道交通网络骨架；2015 年达到 114 公里，2050 年 8 条线路全部完成。
南京	南京地铁规划包括 2 号线、1 号线南延线、2 号线东延线、2 号线西延线和 3 号线等五条线路。1 号线 2005 年 12 月 3 日建成通车。《南京市城市快速轨道交通建设规划》以 2015 年之前的建设规划为重点，包括了 1 号线、2 号线、1 号线南延线、2 号线东延线、2 号线西延线和 3 号线，总长 119.3 公里，预算投资 453.13 亿元。其中除已经完成的 1 号线外，近期规划建设的线路总长为 97.6 公里，预算投资 368.33 亿元。
宁波	根据《宁波市城市快速轨道交通建设规划》，近期获得国务院批准的“近期建设规划”包括轨道交通 1 号线和 2 号线一期工程，线路总长 72.1 公里，设车站 45 座，总投资 253.7 亿元，每公里平均造价约 3.52 亿元，计划 2015 年前建成。
苏州	国务院已于去年批准苏州轨道交通建设规划。根据规划，2010 年建成 1、2 号线，2020 年前建成 3、4 号线。四条线路总长 141 公里，预计总投资在 550 亿元左右。其中 1、2 号线总长 53 公里，总投资 223 亿元。
无锡	目前通过评审的轨道交通规划已上报国家发改委。2015 年前将建设轨道交通 1、2 号线，线路总长 56.11 公里，总投资 210 亿元。

资料来源：海通证券研究所

此外，上海为了改善路面交通的拥堵状况和迎接世博会，已经开工建设了包括大量越江隧道和城市快速地下干道项目。隧道股份是上海越江隧道的绝对主力军，目前建成和开工建设的越江隧道项目，除人民路和龙耀路越江隧道由上海建工集团建设外，其它全部由公司承建。

上海世博配套项目已经给公司带来良好的机遇，包括外滩“井”字通道项目和虹桥交通枢纽项目也陆续在建。公司 2007 年 12 月和 2008 年 2 月份分别中标了外滩“井”字形通道项目的子项目——外滩通道项目（5.74 亿元、13.95 米盾构）和东西通道（6.47 亿元）的关键项目。预计，上海后续将陆续推出其它的重大地下通道项目。

2008 年 5 月 21 日上海市建设交通委负责人透露，上海还规划新增沿江隧道，主要承担郊环货运流量；规划新增殷行路——航津路隧道、嫩江路——洲海路隧道，作为地区性客运越江隧道，服务于中短距离的越江交通需求。

表 2 上海越江隧道项目

项目名称	签约日期	合同金额(万元)	隧道长度(m)	施工周期(月)	备注
延安东南线隧道	1994年1月			36	
上海外环隧道	1999年12月			42	
大连路隧道	2001年5月	165526	2500m, 双向四车道	28	
复兴东路隧道	2001年			25	
翔殷路隧道	2003年6月	68933.8	2597m, 双向四车道	29	
上中路越江隧道	2004年1月	101990	2800m, 双向四车道	30	
沪崇越江隧道南港隧道设计合同	2004年4月			12	
西藏南路越江隧道	2005年10月	81988		27	
沪崇长江隧道管片预制合同	2006年1月	86603.9		36	
上海耀华支路越江隧道一期	2006年5月	70000	3160m,	24	
沪崇越江隧道施工合同	2006年9月	185000		36	
军工路越江隧道	2008年4月	134900	3050m, 双向八车道	2010年8月底竣工	
新建路越江隧道	2007年6月	82672	2764m, 双向四车道	18	
人民路越江隧道	2007年		3097m, 双向四车道		上海建工集团
打浦路隧道复线	2007年12月	50000	2970m, 单向2车道	24	
龙耀路越江隧道	2008年4月		3654m, 双向4车道		上海建工集团
长江西路越江隧道	2008年底			预计2012年建成	

资料来源: 海通证券研究所

(2) 问: 公司控股股东是否有整体上市的相关计划?

答: 上海市积极引导优势工程承包企业向工程总承包商和总集成商推进, 上海市国资委也召开了几次会, 透露出非常明晰的战略是鼓励具有市场竞争能力的企业及相关产品做大做强。对于隧道股份, 大股东一直支持把好的资产和产品放入到上市公司, 但是整体上市没有时间表, 而且整体上市也要考虑与市场的呼应的问题; 比如大股东的盈利较好的房地产资产, 目前市场估值就很低, 放入也不见得合适。当然, 对于目前的市场状况, 大股东也在考虑从二级市场增持股份等可能性。

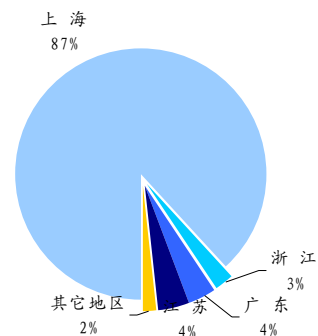
(3) 问: 公司的收入的区域来源和业务结构来看, 收入水平过度依赖于上海地区, 而且业务结构中盈利能力较低的工程承包业务占了很大比例, 未来公司如何通过业务结构的调整来提升公司的整体运行效率?

答: 从公司的历史来看, 公司的业务收入来源于上海的比重很大, 这与上海前几年的城市轨道大发展是紧密相联系的, 未来几年的状况也将持续。但是, 随着长三角周边地区包括杭州、南京、宁波等地的地铁建设市场快速发展起来以后, 公司的业务地域结构将逐步好转; 而且新加坡等海外市场的业务开拓良好, 这也将优化公司的地域结构。

表 3 2003 - 1H08 公司主要产品分项增幅对比 (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	1H08
工程施工	19.36	0.56	-0.58	-19.41	44.27	83.20
房地产	22.90	-68.08	126.93	-92.71	2451.0	-3.61
营运业务		378.60	75.02	37.03	2.63	49.64
设计服务					25.08	-1.42
机械业务					43.51	-23.28
总收入	18.83	20.13	1.05	-9.21	47.60	55.42

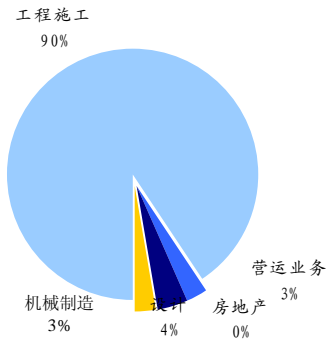
资料来源: 海通证券研究所

图 1 1H08 公司收入地区来源构成


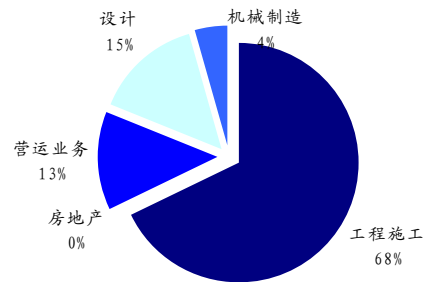
资料来源: 海通证券研究所

由于工程施工占了公司收入比例很高, 而且施工的毛利率水平较低, 导致公司资产整体盈利能力显得不高。但实际上, 即使是同样的施工企业, 各家企业的毛利率和盈利状况差异也较大, 有些公司是轻资产的公司相对毛利率会高些, 而隧道股

份施工设备的资产比例还是较高的。应该说,公司的施工毛利率还是存在改善的空间,但市场期望 ROE 能够迅速提升到 10% 以上短期来看还是有困难。

图 2 1H08 公司主要产品分项收入构成


资料来源:海通证券研究所

图 3 1H08 公司主要产品分项毛利构成


资料来源:海通证券研究所

未来提升公司的整体运营效率,需要几个方面的共同努力。当然,突出技术,协同管理与灵活的经营方针是下一步要着重考虑的因素。从公司层面来看,公司将积极提升高盈利资产的比重,整合资源,提升整体盈利能力。如在盾构的发展方面上,通过系列化、标准化来降低成本,提升产品的竞争力。同时,积极寻求国家的支持,上海市对于隧道股份的盾构产品是有一揽子支持计划的,假如盾构产品在施工中造成的潜在损失,首先是要求盾构推进项目进行保险,而保险费由政府来出。而且,隧道股份也在积极申报国家级的盾构研究中心和盾构认证中心。希望通过国家政府的支持来进一步拓展盾构产品的市场。

同时企业也将积极寻求好的 BT、BOT 项目,增强公司未来业绩的稳定性。目前公司投资的上海大连路隧道、宁波常洪隧道以及上海嘉浏高速公路、沪嘉高速公路、常州的 BT 道路项目进入回报期,在浙江奉化投资了 10 亿的 BT 道路项目亦将于明年进入回报期;未来新增点是,2007 年 2 月公司投资 33.25 亿元的钱江隧道项目也将于 2011 年后给公司带来收益。公司投资钱江隧道项目主要基于几点考虑:(1)钱江通道则是长三角都市圈高速公路网规划“七纵”的其中一纵——江苏盐城至绍兴高速公路的组成部分,是浙江省公路水路交通建设规划“两纵两横十八连三绕三通道”高速公路主骨架中的其中一个通道,工程的社会影响力较好。(2)该项目隧道直径 15.43 米,是世界上最大直径的盾构法隧道之一,能够拉动公司的施工产业。(3)投资该 BOT 项目有利于公司未来在杭州市的地铁建设中获得先发优势。

表 4 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(%)	2007 年净 利润	投入运 营年份
上海大连路隧道建设 发展公司	大连路隧道的建设、运营	50000	154383.58	100		3695.33	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	40083.94	90		2102.43	2004
上海嘉浏高速公司建 设发展公司	嘉浏高速公路的建设、经营	10000	74733.99	97		2186.75	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	8.47	1000.00	2007
奉化元康公路建设有 限公司	奉化三高连接线公路	30000	100000.00	80	8.2		2009
杭州建元隧道发展有 限公司	钱江隧道及连接线	118000	332500.00	100	7.92		2011

资料来源:海通证券研究所

(4) 问: 公司目前总体的手持订单规模大概多少? 订单中开闭口合同的比例如何?

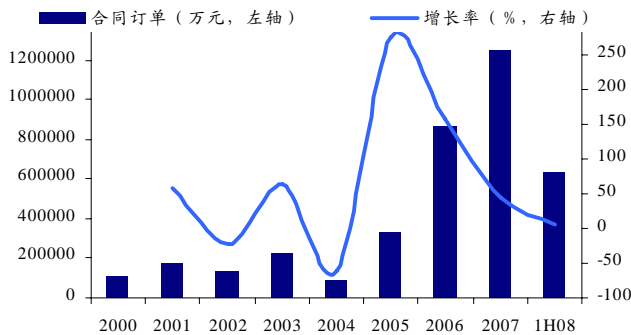
答: 公司近几年的新签合同订单快速增长,主要是上海城市轨道交通建设市场的快速成长,2007 年公司的新增订单 124.75 亿元,预计今年能够超过去年的订单水平。公司的在手订单是个动态的概念,一般在手订单是每年新增订单的 1.2 - 1.3 倍,一般来说 3 年的项目周期是订单的中间值。

项目的开闭口概念，实际上是对原材料在建设周期中的涨跌能否调整的一个约定问题。不同的订单对材料的约定条款不一样，从公司目前的订单情况看，总价包干合同大约占了 60-70%，上海的项目大多数都是。另外一些由于工期因素或者设计图纸没有及时到位项目就开工，未来变更较大，因而采取单价包干合同。

总价包干中，不同业务也不一样。有些项目中规定是只要是材料非正常上涨因素就允许调整工程造价。公司的业主申通集团就有一个调价办法，按照 2008-12 号文来执行，今年公司有些项目就获得了补偿。在建工程中材料上涨 5% 以上时，特别对于人工、土方、隧道连接件占总造价比例不是很高的项目，但对工期很重要的项目给予了明确的补偿措施。

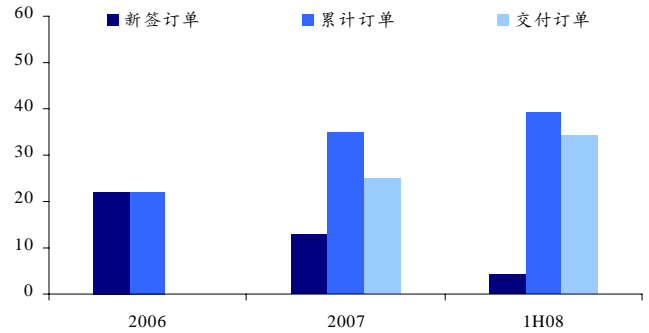
当然，企业的滚动采购材料能够控制成本，平滑一些毛利率的波动因素。

图 4 2000-1H08 公司新增订单及增长



资料来源：海通证券研究所

图 5 2006-1H08 公司盾构新签、累积订单及交付订单对比



资料来源：海通证券研究所

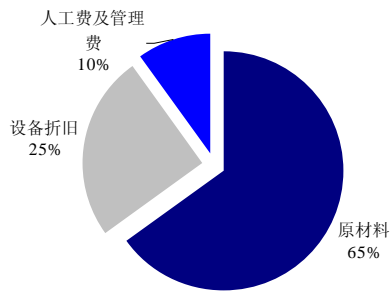
(5) 问：公司的成本结构如何？未来毛利率的波动趋势如何？

答：建设项目的成本构成时间上很复杂，每个项目均不相同。假如简单的把公司的施工项目划分为两类：地铁车站和地下盾构施工项目，这两类业务的成本差异还是很大。地铁车站的成本结构中，原材料比例在 60-70%、人工费及管理费大约占 10% 左右，而 20-30% 其它费用则主要是施工设备折旧、燃料费等费用。而盾构施工项目的成本结构差异还是比较明显，原材料成本比例较低，大约在 50% 左右，人工费及管理费用成本也差不多 10%，而施工设备的折旧等其它费用占了 40%。

预计未来的施工毛利率能够获得改善，主要有两方面的原因：一是上海 2008 年起实施了《关于建设工程要素价格波动风险条款约定、工程合同价款调整等事宜的制导意见》（沪建市管 2008-12 号文），文件规定对于项目建设期间，主要原材料等波动幅度超过一定幅度时允许一定的差价补偿，这样对于 2008 年及以后新签的订单锁定成本有很大的好处。同时，对于 2008 年之前签订的未完工订单也允许去找业主协商解决，这样之前的项目由于原材料快速上涨带来的工程施工损失是允许进行差价补偿的。但是这些项目要一个个去谈，最终实施起来可能要拖一段时间。但对于补偿还是抱有信心。

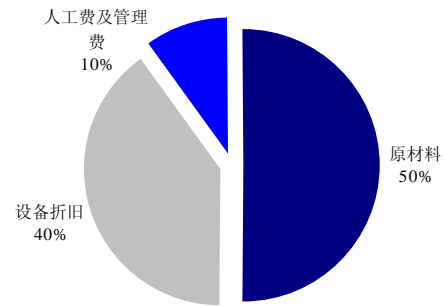
二是由于公司业务结构的改善带来公司毛利率的提升。公司现在有大量的越江隧道，越江隧道主要是双方以议标形式签订的合同，这些业务毛利率较高；同时由于新加坡境外项目的毛利率较好，也能够带动整体毛利率的提升。

图 6 地铁车站项目的主营成本比重



资料来源：海通证券研究所

图 7 盾构施工项目的主营成本比重



资料来源：海通证券研究所

(6) 问：公司盾构的产能是多少？盾构业务未来的发展方向及国内未来的盾构需求多少？

答：目前公司能够生产 50-80 台的先行号盾构产品，目前产能大约销售的盾构。一方面是市场的原因，另外可能跟公司目前在做 11 米大口径的盾构产品也有一定关系。

隧道股份的盾构产品向利润水平高的大口径方向发展。目前公司的 6 米多的盾构产品除了隧道股份自用外，还销售给国内的宏润建设、腾达建设、中铁二局、上海建工集团等公司。公司未来将向 10-12 米口径的大盾构方面发展，维持公司的盾构技术国产化方面的领先优势，同时加大硬岩盾构的研发投入。

公司盾构产品的销售很难向 2006 年那样一次大批量销售盾构产品，未来盾构的销售需要一台一台的去开拓市场。同时，随着公司销售盾构数量保有量的增长，公司未来在盾构的售后维修市场和盾构机械的维护保养方面将增加投入，这块业务的毛利率也较高。

中国盾构机保有量大约占了全球的 50% 左右，预计未来中国对盾构机的需求量在每年 60 台左右。

目前国内也有广重、沈重，甚至杭州锅炉集团等企业也生产出盾构产品，但是这些企业相对来说国产化率与隧道股份还是有一些差距，有些企业甚至通过收购国外盾构企业的股权来实现能够生产盾构产品的目的，但盾构的核心技术还是掌握在外国人手中。如，海瑞克公司是世界最知名的盾构生产企业，以及在国内的广州、武汉等与当地企业成立了合资企业。从海瑞克的战略来看，这些合资企业大多数仅是组装基地，没有真正形成生产基地。从销售价格的对比来看，海瑞克公司最新销售给成都地铁建设项目的 6.25 米口径的盾构海瑞克的销售价格是 5500 万元/台，而隧道股份国产的同级别价格仅 3000 多万元每台，国产的成本优势非常明显。

从盾构的使用及维修维护等情况来看，国产的盾构也占据优势。海瑞克公司在成都销售了 5 台，这些盾构在施工推进过程中，刀头出现问题。隧道股份公司最先解决盾构的刀头问题，成都地铁公司对隧道股份的技术能力印象深刻，邀请隧道股份参与后续的工程投标。

(7) 问：公司主要的竞争对手是哪些，公司的业务优劣势在哪儿？

答：公司的主要竞争对手是中国中铁等国有建筑企业，这些建筑企业的规模大，员工众多，而且业务分布地域广，传统上与地方政府的关系好，市场拓展能力较强。由于业务结构的不同，上海建工股份公司不会成为未来的业务竞争对手，虽然上海建工集团的机械施工公司和基础公司也有地下施工业务，但由于他们的业务量较小，短期来看很难成为公司的主要竞争对手。

隧道股份的优势是在地下施工方面有独特优势，公司的劣势在于规模较小，人员数量与国字头的企业集团不在一个层次上。公司未来将通过资金密集、技术密集和管理密集来强化这样的业务优势。

图 8 1998-1H08 隧道股份分项收入及毛利率对比

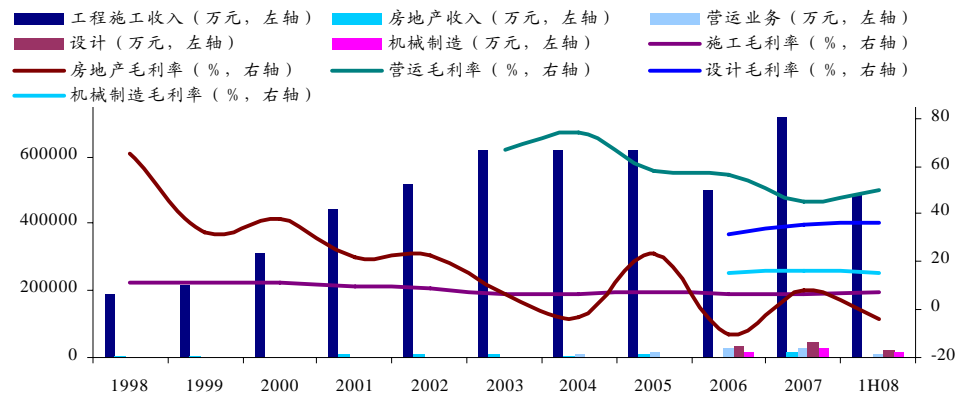
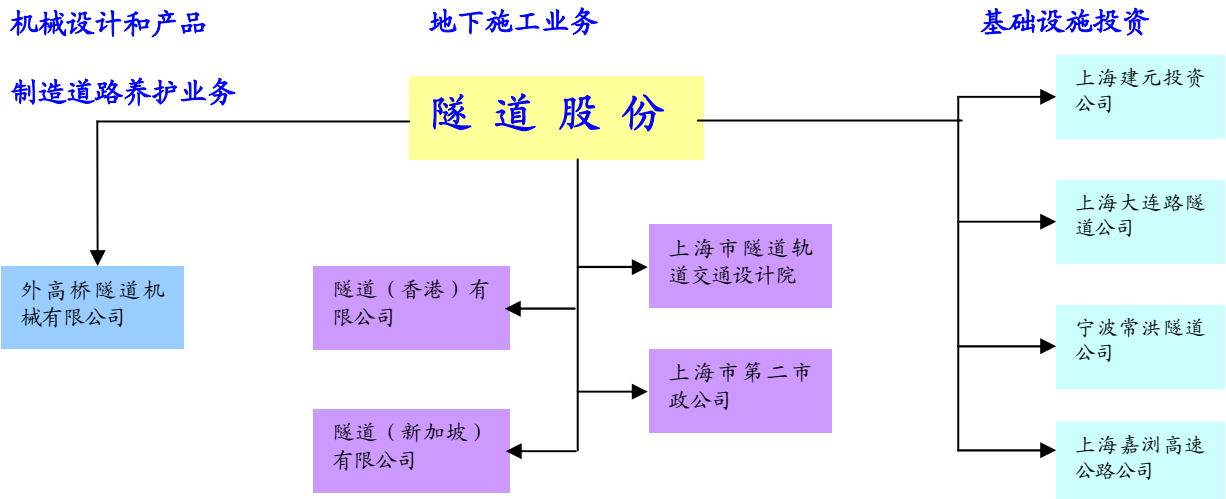


图 9 隧道股份的“3+1”发展战略及核心资产构成



相关报告。

中铁二局和隧道股份的投资机会，2006 年 7 月

隧道股份投资机会，2006 年 12 月 15 日

隧道股份季报报点评，2008 年 4 月 25 日

隧道股份跟踪报告——未来两年施工快速增长、长期毛利率有望改善，2008 年 6 月 25 日。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑和建材行业

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。

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。