

2017年05月14日

隧道股份 (600820.SH)

PPP+带路助增长，国改预期提估值

■ **基建行业首家上市公司，国内市政企业龙头：**隧道股份前身成立于1965年，于1994年登陆上交所，是中国基建行业首家上市公司，上海老牌建筑国企，上海国资委通过上海城建集团和上海国盛集团间接持有公司45.89%股份，是公司实际控制人。公司是中国软土隧道发展的奠基者，主要从事城市基础设施建设的设计与施工，并提供基础设施规划咨询、设计、投资、建造、运营的“全生命周期”服务，位列2016ENR全球承包商第62位，连续16年排名中国市政企业榜首，公司2016年实现营收288.28亿元，归母净利润16.53亿元。

■ **轨交建设与PPP助力订单高增，保障未来业绩释放：**我国城轨建设需求加速和PPP的大力推进，为公司业务开拓提供良好市场基础。根据中国城市轨道交通协会数据，截至2016年末，中国大陆地区在建线路总长5636.5公里，可研批复投资累计约3.5万亿元，共有58个城市的城轨线网规划获批，规划线路总长达7305.3公里，另外2017年2月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，提出到2020年，城市轨道交通运营里程达到6000公里，近三年我国轨道建设力度依然较大。根据《全国PPP综合信息平台项目库第六期季报》数据，截至2017年3月末，全国入库项目共计12,287个，累计投资额14.6万亿元。按行业分，市政工程和交通运输行业入库项目数35.26%/12.3%，合计占47.56%；入库项目投资额项目投资总额的27.63%/29.84%，合计达57.48%，均居行业前两位。公司作为国内轨交建设龙头企业，在上海轨交市场份额达40%，占据全国现代有轨电车市场份额超6成，公司2016年加大PPP业务开拓力度，施工和设计业务累计新签订单487.29亿元，同比增长33.98%，投资业务新签订单139.13亿元（PPP占95%），同比增长2816.77%，施工业务订单中由投资业务带动的施工部分约108亿元，轨交建设巨量市场及PPP的推进，助力公司新签订单总量高企，保障未来业绩释放。

■ **加速开拓“两外”市场，受益于“一带一路”战略：**公司“两外”市场开拓成效明显，公司2016年国内8个城市新增订单总量超10亿，轨交成功进入乌鲁木齐、沈阳两大新区域，2017年一季度，市外订单46.75亿元，较上年同期增长190.2%。2016年海外订单54.76亿，占比11.73%，创海外年订单量最高纪录，形成了以港澳、新加坡、印度为主要境外区域的市场布局，2017年公司力争打造全国范围内10个“双超”20亿（新增合同签约额与营收）的重点区域市场，海外市场则力求2020年实现20%收入占比。另外，在“一带一路”战略的带动下，我国建筑企业在“一带一路”相关国家承包工程的数量和规模出现显

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**13元**
股价(2017-05-12) **10.24元**

交易数据

总市值(百万元)	32,195.54
流通市值(百万元)	32,195.54
总股本(百万股)	3,144.10
流通股本(百万股)	3,144.10
12个月价格区间	8.13/12.08元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-2.78	-7.81	9.64
绝对收益	-8.65	-11.95	18.71

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 隧道股份：PPP+“两外”战略助增长，国企改革或推进 2017-04-16
- 隧道股份：斩获PPP轨交大单，有望分享轨交投资盛宴 2016-09-09
- 隧道股份：上海国改将迎新高潮，股权划转国资平台提升改革预期 2016-07-24
- 隧道股份：股权划转市国资平台，国企改革扬帆起航 2016-06-07
- 隧道股份：Q1业绩稳健，PPP项目促新签订单大幅增长 2016-04-28

著上升，隧道股份是上海市走出去优秀企业，自 2015 年以来陆续在俄罗斯、英国、缅甸等地积极拓展业务合作，为公司把握“一带一路”战略机遇，开拓海外业务奠定基础；日前，上海市国资委下发《关于加强本市国有企业境外投资管理的通知》，明确鼓励国企参与“一带一路”建设，作为上海老牌建筑国企，公司拟借助“一带一路”政策春风，瞄准英国、东南亚等新兴市场，积极开拓国际市场，公司力求到 2020 年海外市场实现 20% 收入占比，海外业务有望取得新突破。

■ **上海国企龙头，混改预期强：**目前，国企改革顶层设计“1+N”文件体系已完成，“十项改革试点”全面铺开，重大改革举措加快落地，上海一直走在前列，产生良好的示范效应，2017 年 1 月，上海国资委联合财政局、金融办等共同印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》，明确将采取员工持股计划的形式，遴选 5-10 户企业展开试点。2 月的上海市国资国企工作会议再次确认试点员工持股，并提出完成建科院增资扩股，引入战略投资者，混改被摆在首要位置。公司是基建行业首家上市公司，上海老牌建筑国企，满足上海员工持股试点要求，目前除上海国盛集团持有公司 15.4% 股权、城建集团持股 30.49% 外，无其他重大股东，公司管理层持股较少（只有总裁周文波和监事言寅合计持股约 1 万股），混改空间很大。因而我们判断公司未来实施员工持股计划或引入战投预期较强。

■ **投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 13 元。**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 12%、12%、10.52%，净利润增速分别为 18.14%、22.12%、15.45%；公司是隧道业务龙头，PPP 业务快速增长助力公司盈利能力增强，公司“两外”市场战略打开成长空间，同时搭载国改春风，有望成为国企改革主题下标杆企业；看好公司 PPP 业务+两外市场（一带一路）+国企改革，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13 元，相当于 2017 年的动态市盈率 21 倍。

■ **风险提示：**PPP 项目落地低于预期，两外市场开拓低于预期，国企改革低于预期，利率上行侵蚀公司投资类项目利润空间等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	26,803.2	28,828.5	32,287.4	36,160.3	39,964.2
净利润	1,480.6	1,653.0	1,952.5	2,386.0	2,753.9
每股收益(元)	0.47	0.53	0.62	0.76	0.88
每股净资产(元)	5.30	5.66	6.17	6.74	7.48

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.7	19.5	16.5	13.5	11.7
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
净利润率	5.5%	5.7%	6.0%	6.6%	6.9%
净资产收益率	8.9%	9.3%	10.1%	11.3%	11.7%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.3%	1.3%	1.1%
ROIC	26.3%	42.8%	33.5%	21.1%	72.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：国际领先大型城市基建运营综合服务商	5
1.1. 历史沿革：市政企业龙头，接管上海城建集团全新启程	5
1.2. 股权结构：上海国资委控股，股权较为集中	5
1.3. 主营业务分析：施工为主业，提供“全生命周期”服务	6
2. 公司分析：	8
2.1. “两外”市场开拓提速，抢抓一带一路战略契机	8
2.2. 投资运营经验丰富，融资渠道众多成本低	9
2.3. 施工经验丰富，科技创新及应用能力强	11
2.4. 新签订单快速增长，保障业绩释放	12
3. 行业分析：	14
3.1. 上海基建维持高需求，为公司市内业务提供发展空间	14
3.2. PPP 助力基建发展，轨交龙头受益	14
3.3. 海外基建市场广阔，“一带一路”助推中企“走出去”	17
4. 上海市国资委控股，国改预期强烈	17
4.1. 国企改革向纵深推进，上海走在全国各地前列	17
4.2. 重大资产重组，接管上海城建，股权划至国资流动平台	19
4.3. 国改预期强烈，股权激励、引入战投可能性大	20
5. 估值与投资建议：	21
5.1. 公司收入预测：PPP+“两外”战略助增长，订单高增保障业绩释放	21
5.2. 公司估值：PPP、一带一路和国改预期提升估值水平	21
5.3. 投资建议：维持买入-A 的投资评级	21
5.4. 风险提示：	22

图表目录

图 1：隧道股份历史沿革	5
图 2：隧道股份股权结构	6
图 3：公司服务模式和业务组合	6
图 4：公司 2010-2016 年营收及同比	7
图 5：公司 2010-2016 年归母净利润及同比	7
图 6：公司 2012-2016 年各业务分部营收占比	7
图 7：公司 2016 年各业务分部营收（亿元）	7
图 8：公司 2012-2016 年各业务分部毛利占比	8
图 9：公司 2012-2016 年（分业务）毛利率、净利率	8
图 10：公司 2013-2016 年施工业务订单地区构成	8
图 11：公司 2016 年施工业务订单地区构成	8
图 12：隧道股份投资运营相关事件	10
图 13：公司部分代表项目	11
图 14：隧道股份三级研发体系	12
图 15：公司 2013-2016 年施工与设计业务订单及同比	13
图 16：公司 2013-2016 年分业务中标合同额（亿元）	13
图 17：公司 2013-2016 年施工业务订单空间构成	13

图 18: 公司 2013-2016 年施工业务订单类型构成.....	13
图 19: 2013-2016 年城轨在建线路长度及可研批复投资.....	15
图 20: 2011-2016 年城轨 (年新增) 运营里程	15
图 21: 在库 PPP 项目数量的行业分布	16
图 22: 在库 PPP 项目投资额的行业分布	16
图 23: 市政工程类 PPP 项目数量、金额和占比	16
图 24: 交通运输类 PPP 项目数量、金额和占比	16
图 25: 重大资产重组置入隧道股份的标的.....	19
表 1: 公司主营业务介绍	6
表 2: 公司 2016 年海外中标部分项目情况.....	9
表 3: 公司超短期融资券发行情况	10
表 4: 2016 至今, 公司中标的金额较大的投资业务项目	13
表 5: 上海市“十二五”、“十三五”重大基础设施建设的主要指标	14
表 6: 2016-2018 年交通基础设施重大工程建设项目情况.....	15
表 7: “十三五”综合交通运输发展主要指标 (基础设施部分)	15
表 8: 2015、2016 年我国在“一带一路”沿线市场对外承包工程情况	17
表 9: 中央国企改重要政策文件	18
表 10: 上海国企改重要政策文件	18
表 11: 重大资产重组前后股东持股比例变动情况.....	20
表 12: 上海建筑企业国改推进情况	20
表 13: 公司营业收入增速及净利润预估	21
表 14: 公司与可比公司估值比较	21

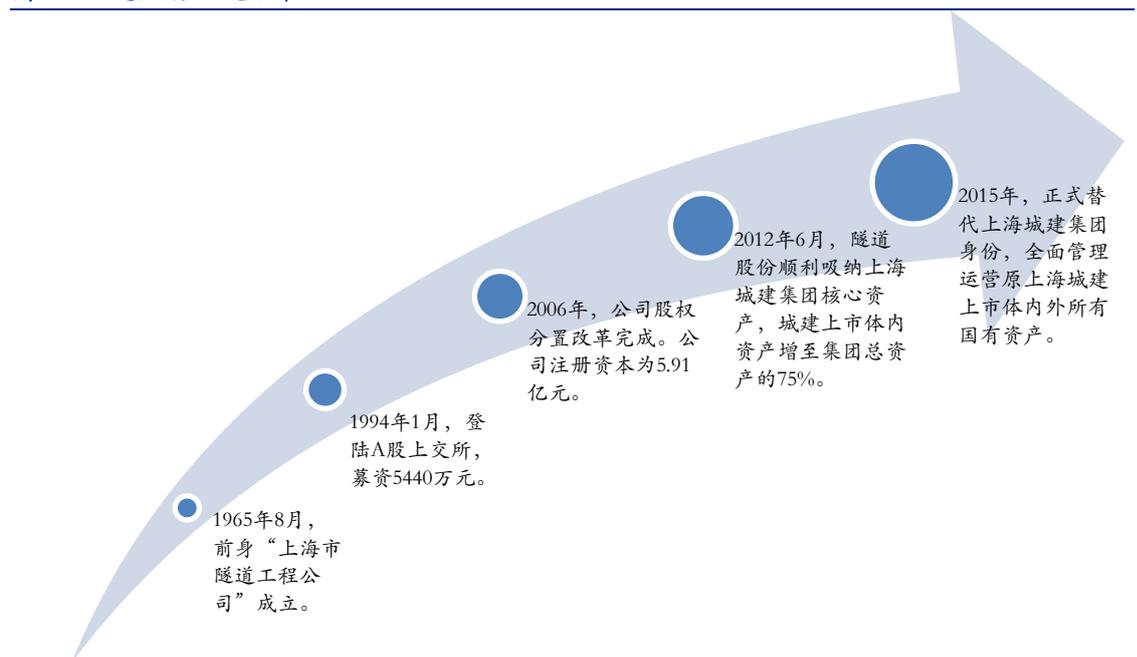
1. 公司概况：国际领先大型城市基建运营综合服务商

创建于1965年的上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或公司），是中国软土隧道发展的奠基者、中国基建行业首家上市股份制公司，也是国际领先、国内一流的大型城市基础设施建设运营综合服务商。

1.1. 历史沿革：市政企业龙头，接管上海城建集团全新启程

公司官网显示，公司是连续16年排名中国市政企业榜首的国企集团、中国市政学会理事长单位和全球EPC市场公认的城市基础设施建设运营综合服务商。其前身是1965年成立的上海市隧道工程公司，是中国软土隧道发展的奠基者；1993年，公司在剥离非经营性资产后整体改制，以募集设立方式设立上海隧道工程股份有限公司，注册资本8,432.67万元；1994年1月28日，在上交所挂牌上市，发行价格3.4元，募资总额5440万元，成为中国基建行业首家上市股份制公司；2012年6月28日，公司顺利完成重大资产重组，接收了母公司上海城建集团的核心资产注入，总资产由重组前的约225.9亿元增加至441.33亿元，净资产由48.44亿元增加至103.75亿元，总股本由7.33亿元增加至12.99亿元；2015年9月，公司正式替代上海城建集团身份，全面管理运营原上海城建上市体内所有国有资产。截至2017年5月12日，公司总股本31.44亿股，总市值321.96亿元。

图1：隧道股份历史沿革

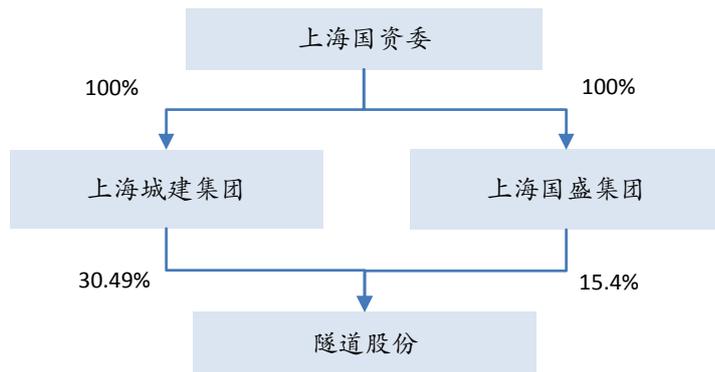


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

1.2. 股权结构：上海国资委控股，股权较为集中

上海国资委是公司实际控制人，其通过上海城建集团和上海国盛集团间接控制了隧道股份。除上海城建集团和上海国盛集团外，其余股东占股比例均在2%以下，股权相对较为集中。2016年10月29日，公司公告其母公司上海城建集团将其持有的公司13%股份无偿划转给上海国资流动平台国盛集团已完成。国企改革向纵深推进，上海走在全国各地前列，我们预期公司国改持续可能性大。

图 2：隧道股份股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 主营业务分析：施工为主业，提供“全生命周期”服务

施工工业为主，业务领域多元化。公司主要从事城市基础设施建设的的设计与施工，并提供基础设施规划咨询、设计、投资、建造、运营的“全生命周期”服务，产业覆盖隧道、轨道交通、道路桥梁、建筑与房地产、水务、能源、地下空间、重大装备及绿色材料9大板块。

表 1：公司主营业务介绍

业务类型	业务介绍
工程施工业务	地下业务 主要集中在城市轨道交通和越江隧道等地下工程。此外，还包括引水隧道、电厂取排水隧道以及自来水、污水市政管道安装、城市燃气管线及设施施工安装业务等。
	地上业务 包括高速公路、机场场道、高架道路、桥梁以及高层建筑等。
	设计业务 主要通过子公司城建院、燃气院以及地下院开展，业务范围包括城市轨道交通、隧道、燃气管网、天然气储气站、人防设计，地下空间的勘察、设计，以及相关咨询服务。
基础设施建设业务	通过公司及全资子公司建元投资、基建公司、投资公司等开展。以 BT、BOT、PPP 方式参与国内城市基础设施建设，向建筑业产业链的上游延伸。
设备制造业务	主要由全资子公司上海外高桥隧道机械有限公司进行生产、销售经营，产品以盾构机为主，提供盾构产品的验收、维修、检测等服务。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

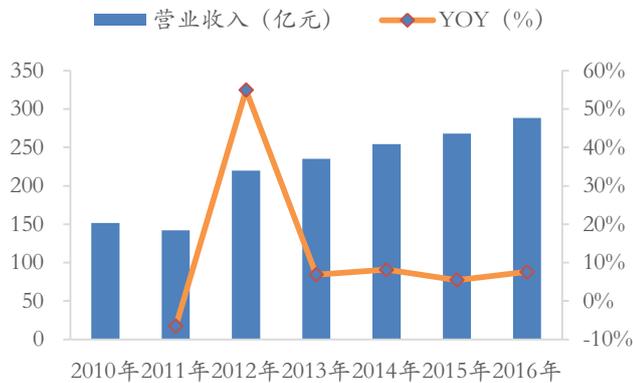
图 3：公司服务模式和业务组合



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

公司近年来业绩稳定，营收利润稳步增长。2012年上海城建集团核心资产注入后，公司营收和归母净利润均有大幅提高，且实现了持续稳步增长。2012-2016年营业收入分别为219.89、235.01、254.22、268.03、288.28亿元，复合增长率为7%；2012-2016年归母净利润分别为11.51、12.89、13.94、14.81、16.53亿元，复合增长率为9.47%。

图 4：公司 2010-2016 年营收及同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

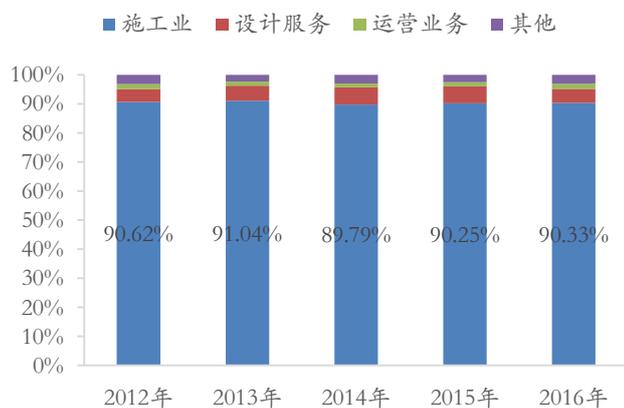
图 5：公司 2010-2016 年归母净利润及同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

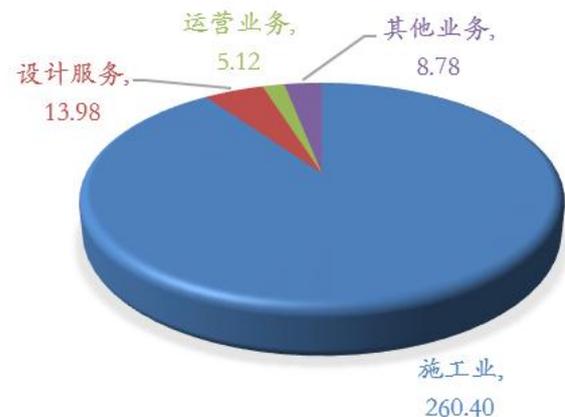
施工业是公司主要收入来源。公司近几年各业务板块间收入比例稳定，施工业收入一直占比90%左右，是公司的主要收入来源。2016年公司施工业营业收入为260.4亿元，占比90.33%。设计服务和运营业务次之，2016年分别为13.98、5.12亿元，占比4.85%、1.78%，其他业务（机械加工及制造、房地产业、材料销售、租赁等）则规模较小，占比均在1%左右。

图 6：公司 2012-2016 年各业务分部营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

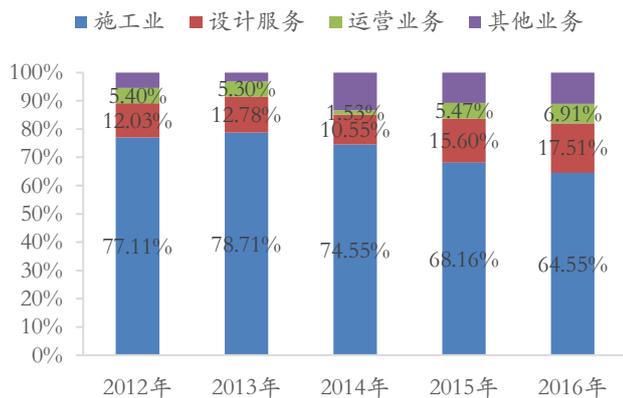
图 7：公司 2016 年各业务分部营收 (亿元)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

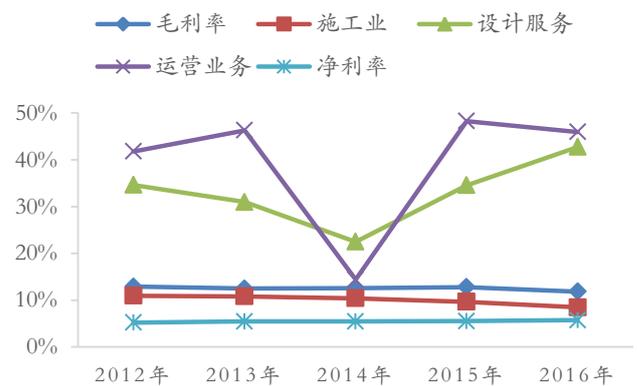
施工业务利润虽占比略有下滑，但仍为公司主要利润来源，运营、设计业务利润占比提升。施工业利润占比下降主要原因是：公司近两年，施工业务分包成本上升、毛利未能增长（施工毛利率有所下降），反映投资业务经营成果的运营业务收入规模扩大、毛利增长（运营毛利率较高），设计业务分包成本大幅减少、毛利增长（设计分包业务减少，毛利率提升）。另外，2012-2016年公司毛利率虽呈下滑趋势，但净利率保持稳定，且呈上升趋势。

图 8：公司 2012-2016 年各业务分部毛利占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：公司 2012-2016 年（分业务）毛利率、净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 公司分析：

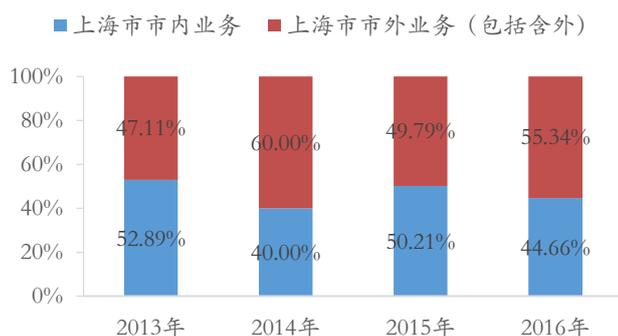
2.1. “两外”市场开拓提速，抢抓一带一路战略契机

据公司网站介绍，目前公司区域市场遍布新加坡、印度、香港等 10 多个国家、地区和国内 70 多个城市。

区域市场扩张，市外订单增长提速。施工订单，公司 2016 年上海市内订单总量 208.39 亿元，占比 44.66%，同比增长 20.54%；上海市外区域（不含海外）订单总量 203.5 亿元，业务占比 43.61%，同比增长 21.69%。其中，8 个城市新增订单总量超 10 亿。2017 年一季度，公司新签施工订单 75.96 亿，较上年同期增长 23.46%。其中，市外订单 46.75 亿元，较上年同期增长 190.2%，彰显公司市外市场开拓成果。

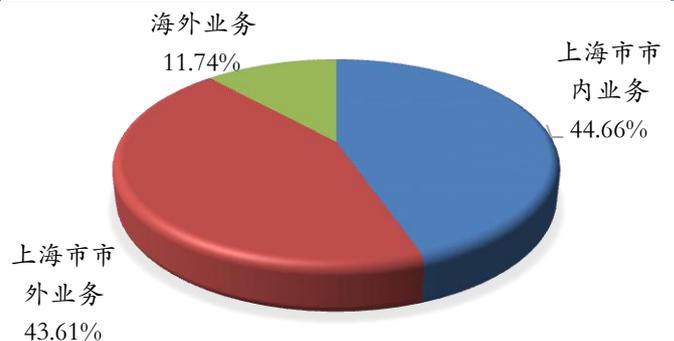
与地方政府加强合作，市外区域市场开拓稳步推进。公司官网显示，2016 年 8 月，隧道股份总裁周文波前往长沙、珠海等地就公司重大工程建设及华中、华南区域市场拓展工作展开调研，子公司上海基建与湖南常德市政府签订战略合作协议，就推进该地基础设施建设与管理达成战略合作意向；2016 年 10 月，公司与国家级新区——南昌赣江新区管委会、南昌城投集团签订战略合作协议，打造国家级新型城镇化示范区，共同推进南昌市乃至江西省的城市发展与建设；2017 年 2 月，公司与湖南省湘潭市政府签订战略合作框架协议，正式建立全方位的战略合作伙伴关系。此外，公司同长沙、株洲等诸多地政府、市外客户“结缘”。在 2016 年 8 个城市新增订单总量超 10 亿，轨交成功进入乌鲁木齐、沈阳两大新区域的基础上，2017 年公司 will 聚焦南京、南昌、杭州、郑州等城市，力争打造全国范围内 10 个“双超”20 亿（新增合同签约额与营收）的重点区域市场。

图 10：公司 2013-2016 年施工业务订单地区构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：公司 2016 年施工业务订单地区构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

抢抓“一带一路”国家战略契机，海外市场订单快速增长。2016年公司海外订单总量54.76亿元，业务占比11.74%，同比增长1193.25%，创造海外年订单量最高纪录。公司积极实施国际化战略，2009年至今公司承接了新加坡三分之一以上的地铁线路，2016年公司中标新加坡地铁汤申线T305、T310标，香港安达臣土地平整及基础建设工程，海外水务第一单印度斋普尔污水处理项目，孟买地铁三号线1标和7标工程等，形成了以新加坡、港澳、印度为主要境外区域的市场布局。

表2：公司2016年海外中标部分项目情况

项目名称	合作方	中标价
香港安达臣土地平整及基础建设工程	香港俊和建筑工程有限公司（公司占39%）	26.68亿港元
印度孟买地铁公司三号线1标和7标工程	印度拉森特洛博集团（公司占35%）	52.58亿元
印度斋普尔河道整治项目	印度最大的商业集团TATA	15亿元
新加坡地铁汤申-东海岸线T310标	-	2.96亿新币
新加坡地铁汤申-东海岸线T305标	-	2.93亿新币

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

目前，除深耕已久的新加坡、香港等市场外，隧道股份也已瞄准东南亚、英国等新兴市场。据公司官网介绍，由隧道股份城建设计总院、黑龙江省公路勘察设计院，莫斯科国立桥梁建筑设计院“中俄双方”联合体共同设计总投资24.7亿元的黑河—布拉戈维申斯克黑龙江(阿穆尔河)大桥在2015年9月签订《<建桥协定>修订议定书》，并于2016年12月正式开工，隧道股份城建设计总院设计主桥中国境内部分，这是黑龙江上首座现代化公路大桥，是“一带一路”重要跨境基础设施；2016年11月，公司与英国Equitix公司签署项目合作协议，共同竞标伦敦Silvertown隧道项目，有望推动公司国际业务进一步升级；2017年2月，隧道股份与缅甸国际贸易促进会、缅甸金山集团进行商谈，公司期盼借助“一带一路”政策春风，在缅甸探索基础设施投融资相关业务，寻求东南亚市场合作共赢等。公司是上海市走出去优秀企业，2016年9月公司即与上海市商务委员会签署了海外办事处合作共建框架协议。日前，上海市国资委下发《关于加强本市国有企业境外投资管理的通知》，明确鼓励国企参与“一带一路”建设。公司力求到2020年海外市场实现20%收入占比，海外业务有望取得新突破。

2.2. 投资运营经验丰富，融资渠道众多成本低

项目投资管理经验丰富，运营能力强。公司的基础设施建设投资业务主要是以BT、BOT、PPP方式参与国内城市基础设施建设，通过公司及全资子公司建元投资、基建公司、投资公司等开展。公司是全国较早开始基础设施项目投资的企业，曾开创中国公路隧道、公路桥梁投融资建设先河，拥有丰富的PPP项目投资实操经验和灵活创新的管理模式。2014年，淮安市现代有轨电车一期工程，公司利用股权投资基金引入财务投资人，采用“BOT+股权转让模式”运作，是国内第一个由基础设施集成商承接的有轨电车项目，获得“国家优质投资项目特别奖”（中国投资类最高奖项之一）；2016年6月，公司与中投协合作创建的中国首个政企资本合作PPP中心揭牌，促进了政府和社会资本在公共服务领域模式的合作，并成功促进多项公共服务项目成功落地；2017年3月，由财政部PPP中心和上海联交所联合打造的“上海PPP资产交易中心”正式成立，隧道股份城建投资成为入驻该平台的首批地方国企之一。截至2016年末，公司基础设施项目投资总量达到约650亿元。公司在PPP市场业绩、影响和业务经营模式上愈发成熟、稳健。

图 12：隧道股份投资运营相关事件



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

融资渠道众多成本低。目前公司已与境内外 31 家商业银行及金融机构建立了稳定的授信合作关系，具有项目贷款、中短期债券、资产支持证券（ABS）、股权基金、融资租赁等多种融资渠道。2013 年 5 月，公司大连路隧道资产证券化项目（ABS）专项资产管理计划成为资产证券化业务开闸后的全国首单 ABS 专项资产管理计划，这也是首只向保险公司发售的证券公司资产证券化产品，此项计划加权发行成本为年利率 5.5%，低于同期银行贷款利率；2015 年 3 月，上海建元及上海隧道工程（新加坡）有限公司在上海自贸区合资设立上海元晟融资租赁有限公司，注册资本 5 亿元，它将依托隧道股份全产业链优势、上海自贸区等优势以及各方面资源，开展融资租赁多种业务模式；2015 年 11 月，公司成功发行上海地方建筑企业首单超短期融资券，发行金额 20 亿，利率 3.23%。2016 年又发行 4 期超短期融资券，总计 50 亿元，计息期利率均低于 2.9%。2016 年 11 月，由隧道股份、交银施罗德等共同出资成立的上海建元股权投资基金揭牌，首期募集基金 10 亿元已完成，并于 2017 年 3 月取得私募投资基金备案证明。2016 年，继城建集团 AAA 级资信后，隧道股份再获 AAA 级国内资信评级，融通实力持续增强，资金成本显著下降：综合融资成本低至 3.85%，较去年下降约 20%，低于同期央行一年期基准利率 50 个基点。利率下降导致利息支出减少约 3.7 亿，使公司 2016 年财务费用大幅减少（由 2015 年的 9.71 亿下降至 5.84 亿）。

表 3：公司超短期融资券发行情况

产品简称	发行日	发行总额（亿元）	票面年利率（%）	期限
15 沪城建 SCP001	2015.11.6	20	3.23	270 日
16 沪城建 SCP001	2016.2.24	20	2.8	270 日
16 沪城建 SCP002	2016.6.2	10	2.85	270 日
16 沪城建 SCP003	2016.7.14	10	2.76	270 日
16 沪城建 SCP004	2016.8.10	10	2.7	270 日

资料来源：上海清算所、安信证券研究中心

2.3. 施工经验丰富，科技创新及应用能力强

隧道股份（包含上海城建非上市体内资产）位列 2016ENR 全球承包商第 62 位，国际承包商第 144 位（不含国内营收），财富“中国 500 强”204 位，连续 16 年荣登中国市政行业榜首。公司旗下拥有国内一流的基建领域投资公司、1 家工程设计综合甲级资质企业、4 家工程勘察、设计甲级资质企业、2 家市政公用工程施工总承包特级资质企业、9 家市政公用工程施工总承包一级资质企业、3 家一流养护运维企业、在国际市场拥有新加坡最高 A1 施工资质、援外工程项目 A 级资质等。

施工经验丰富。公司公告和公司官网显示，（1）超大型隧道与越江隧道方面，公司继续保持 70% 左右的市场占有率，在国内外总集成、总承包建设隧道工程近百项，产品直径基本涵盖全球现有隧道工程所有尺寸。自 1970 年建成上海打浦路隧道（中国首条越江隧道）以来，隧道股份承建了中国已建和在建的 9 条 14 米以上超大直径隧道工程中的 8 条，以及上海黄浦江底 19 条越江隧道中的 18 条。（2）轨道交通方面，公司领创传统和现代轨道交通“双领域”。上海轨交市场份额达到约 40%，为全球 24 座城市建设了 200 余座地铁车站，近 800 公里轨道交通线路；全国现代有轨电车市场份额超 6 成，投资建设国内现代有轨电车线路超过 25 条，总里程逾 390 公里。（3）公司在道路桥梁（上海浦东国际机场、上海东海大桥等）、建筑与房地产（安哥拉罗安达体育场，累计建设保障房面积超 610 万平方米）、能源（总承包建设“西气东输”上海段等）、水务（上海青草沙水源地原水工程等）、地下空间（上海轨交世纪大道 4 线换乘枢纽等）等方面具有丰富经验。

图 13：公司部分代表项目



上海沪嘉高速公路

- 1988年10月通车，设计+施工+养护
- 全国第一条高速公路
- 科技进步一等奖



上海长江隧道

- 2009年10月通车，施工总承包
- 首个荣获“国际隧道大奖”中国隧道工程
- 目前世界隧道盾构法建设领域最高技术水平



淮安现代有轨电车一期工程

- 2014年3月开工，“BOT+股权转让模式”
- 国内第一条真正进入城市核心区的有轨电车线路
- 国内最长的无触网现代有轨电车线路



上海东海大桥

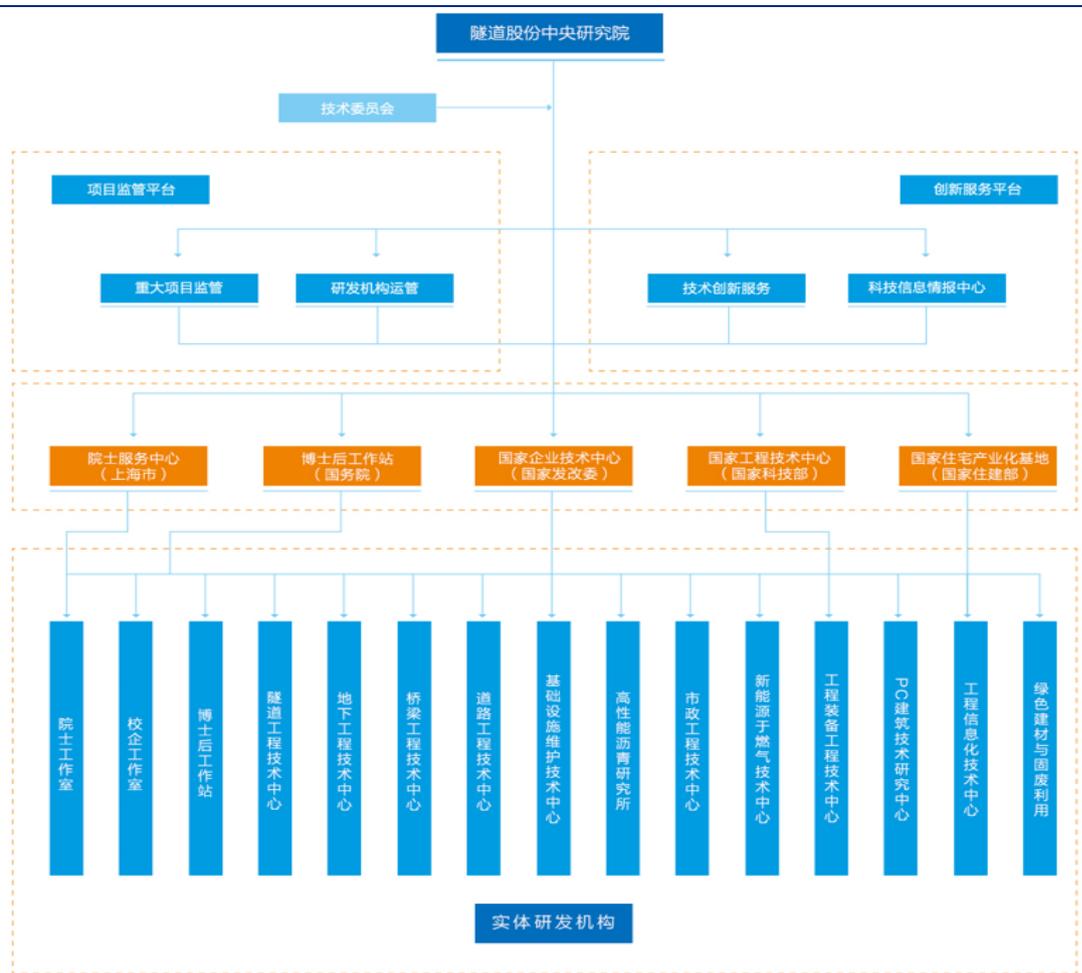
- 2005年11月通车，施工总承包+运维
- 中国大陆第一座跨越外海的大桥
- 施工技术高效、科学，大桥贯通仅用3年

资料来源：公司网站、安信证券研究中心

科技创新及应用能力强。公司公告和公司官网显示，隧道股份拥有 1 家国家级技术中心、1 家国家级工程中心、1 个国家级住宅产业化基地，7 家市级技术中心，3 家市级工程中心，

3 个院士工作室以及 2 家博士后工作室等创新载体，同时拥有 5 家高新技术企业。近三年，隧道股份获得国家级、省部级科技奖项达 50 余项，市政金奖 180 余项，詹天佑奖等全国级、世界级奖项 20 多项。截止 2016 年底，公司累计获得 1071 项授权专利，其中发明专利 270 项。(1) 公司在盾构机制造领域是国内领跑者。公司在国家“863 计划”支持下，先后研制出具有完全自主知识产权的国内首台直径 6.34 米国产土压平衡盾构、11.22 米大直径泥水平衡盾构以及合作研制 14.27 米、15.43 米等超大直径盾构机，填补了中国盾构机设计制造核心技术的空白。目前，隧道股份已累计研发制造近 200 台国产盾构。(2) 公司拥有国内一流的预制混凝土、可再生混凝土和高端沥青材料技术研发及产业化生产实力，具有品牌专利的“至道”沥青产品是进入国内高端沥青市场的首个国产化品牌。公司有国内最早通过日本 PC 质量认证和美国 PCI 认证的专业 PC 预制工厂，是上海唯一拥有国际认证标准的 PC 构件制造商，在上海地区 PC 预制构件市场占有率将近 50%。

图 14：隧道股份三级研发体系

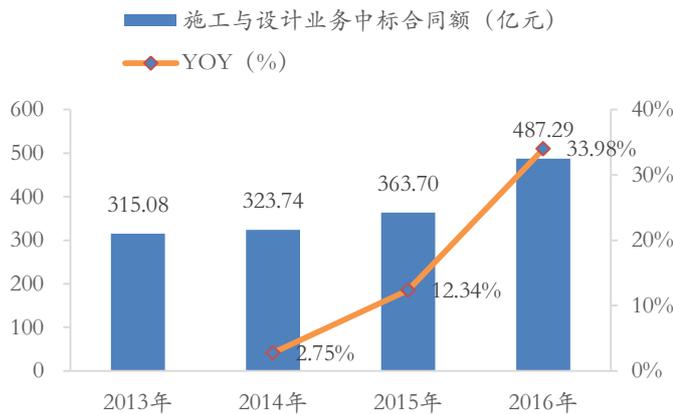


资料来源：公司网站、安信证券研究中心

2.4. 新签订单快速增长，保障业绩释放

施工和设计订单快速增长。公司 2016 年施工和设计业务累计新签订单 487.29 亿元，同比增长 33.98%，增速为近年新高。施工、设计业务分别新签订单 466.65、20.63 亿元，同比分别增长 35.52%、6.65%。2017 年一季度，公司施工和设计业务累计新签订单 81.02 亿元，较上年同期增长 18.34%。2017 年 5 月，公司预中标浙江省杭州市地铁 6 号线一期工程土建施工 SG6-9 标段项目，金额 20.11 亿元。

图 15: 公司 2013-2016 年施工与设计业务订单及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 公司 2013-2016 年分业务中标合同额 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

PPP 投资业务发力。公司 2016 年继续深入贯彻落实“投资带动”的经营战略，加大 PPP 业务开拓力度，施工业务订单中由投资业务带动的施工部分约 108 亿元。2016 年投资业务新签订单 139.13 亿元，同比增长 2816.77%。其中 PPP 项目约 132 亿元，占投资业务的 95%，而公司 2015 年仅有一单中意（宁波）生态园基础设施 PPP 项目（第一批）工程，金额为 4.77 亿元，另外，隧道股份全资子公司与绿地控股集团有限公司等组成联合体中标的总投资为 196.13 亿元的南京地铁 5 号线工程 PPP 项目暂未计入 2016 年投资业务，考虑该项业务，公司 2016 年 PPP 开拓进展更为迅速。2017 年一季度，公司中标昆明市官渡区官渡 6 号路等 13 条新建道路和福旺路等 16 条新建道路两个 PPP 项目，合计金额 23.88 亿元。2017 年 4 月，公司中标台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目，金额 24.68 亿元。新签订单额快速增长，保障公司业绩释放。

表 4: 2016 至今，公司中标的金额较大的投资业务项目

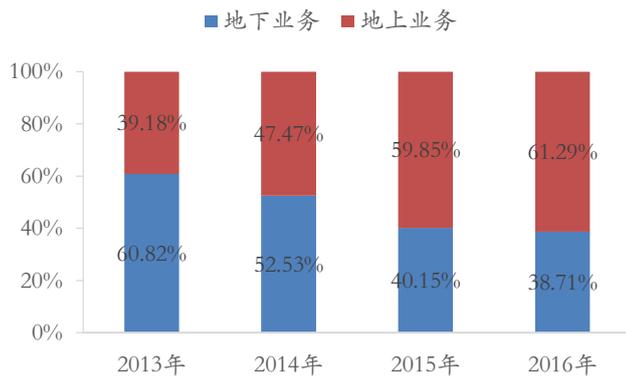
项目名称	类型	合同金额 (亿元)	建设工期	运营期
株洲轨道交通城域网工程 PPP 项目	PPP 项目	19.12	2 年	15 年
铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目	PPP 项目	25.86	3 年	15 年
杭绍台高速公路（台州段）PPP 项目	PPP 项目	86.30	4 年	30 年
2016 年合计		131.28		
台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目	PPP 项目	24.68	2 年	18 年
南京地铁 5 号线工程 PPP 项目	PPP 项目	196.13		

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

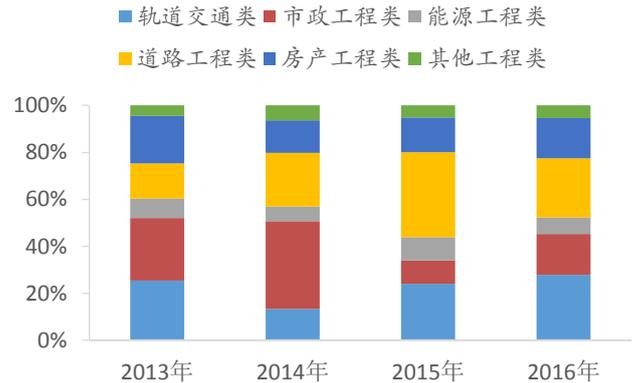
施工订单中，地上、地下业务比例趋于稳定，轨交、市政、道路占比高。施工订单按空间分，2013-2016 年地上业务占比逐年上升，地下业务占比逐年下降，近两年已趋于稳定；施工订单按类型分，2016 年轨交、市政、能源、道路、房产类工程中标额分别为 129.74、81.45、32.74、117.59、79.97、25.16 亿元，业务占比 27.8%、17.45%、7.02%、25.2%、17.14%。

图 17: 公司 2013-2016 年施工业务订单空间构成

图 18: 公司 2013-2016 年施工业务订单类型构成



资料来源: Wind, 安信证券研究中心



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 行业分析:

3.1. 上海基建维持高需求, 为公司市内业务提供发展空间

上海基建市场广阔, 轨道交通占比高。在“十二五”基础设施建设取得新进展的基础上: 五年间, 全市共建设重大工程 204 项, 新开工 123 项, 基本建成 91 项, 完成投资超过 5860 亿元 (计划 3409 亿元, 超额完成约 72%)。上海住建委 2016 年 9 月印发《上海市重大基础设施建设管理“十三五”专项规划》, 提出“十三五”期间, 上海市重大基础设施建设新开工项目不低于 50 项、建设项目不低于 100 项, 完成投资不低于 3500 亿元。

表 5: 上海市“十二五”、“十三五”重大基础设施建设的主要指标

序号	指标名称	单位	十二五	十三五
1	新开工项目	个	46	不低于 50
2	在建项目	个	93	不低于 100
3	完成投资	亿元	3409	不低于 3500
4	文明工地达标率	%	60	90
5	文明工地升级版创建率	%	/	50
6	BIM 管理技术应用	%	试点	全面推广
7	装配式施工应用	%	试点	75

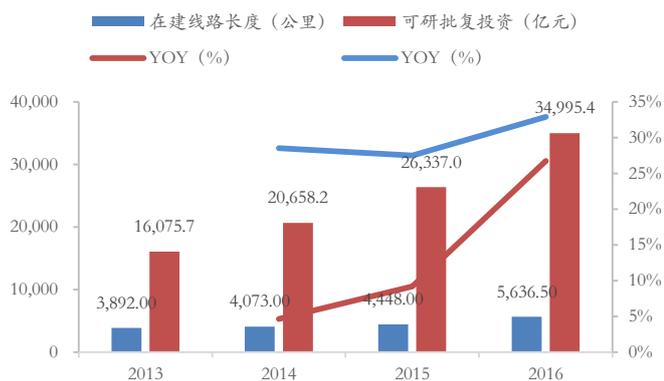
资料来源: 上海住建委, 安信证券研究中心

其中包括完善综合交通体系, 道路建设项目约 391 亿元, 越江跨河项目约 362 亿元, 新开工轨道交通“补短板”等项目, 推进 5 号线南延伸, 15、17 号线等项目, 约 3115 亿元; 市重大基础设施建设向郊区倾斜约 846 亿元; 服务国家战略, 提升浦东机场和虹桥机场枢纽功能项目约 345 亿元等。

3.2. PPP 助力基建发展, 轨交龙头受益

城市轨道交通发展势头良好, 在建和规划线路规模扩大、投资额持续增长。根据中国城市轨道交通协会《城市轨道交通 2016 年度统计和分析报告》, 截至 2016 年末, 中国大陆地区共 30 个城市开通城轨运营, 共计 133 条线路, 运营线路总长度达 4152.8 公里。在建线路总长 5636.5 公里, 可研批复投资累计约 3.5 万亿元, 均创历史新高。共有 58 个城市的城轨线网规划获批 (含地方政府批复的 14 个城市), 规划线路总长达 7305.3 公里 (比 2015 年末增加 2600.3 公里)。2016 年, 中国大陆地区城轨完成投资 3847 亿元, 新增运营线路长度达 534.8 公里 (首超 500 公里), 同比增长 20.2%。

图 19: 2013-2016 年城轨在建线路长度及可研批复投资



资料来源: 轨交协会、安信证券研究中心

图 20: 2011-2016 年城轨 (年新增) 运营里程



资料来源: 轨交协会、安信证券研究中心

政策推动、PPP 助力，轨交龙头受益。2016 年 3 月，十三五规划纲要明确提出，完善优化超大、特大城市轨道交通网络，加快 300 万人以上城市轨交成网，新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里。同时，鼓励社会资本采取 PPP 模式参与基础设施投资建设和运营；2016 年 5 月，国家发改委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，计划提出，2016—2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目共 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元。其中，铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通分别是 86、54、10、50、103 项，投资约 2、0.58、0.06、0.46、1.65 亿元。同时加快投融资体制改革，推广 PPP 模式，拓展社会资本参与的渠道和方式，推出一批交通领域 PPP 示范项目。

表 6: 2016-2018 年交通基础设施重大工程建设项目情况

	项目总数	金额 (亿元)	扩建线路 (公里)
铁路	86	20000	20000
城市轨道交通	103	16478	2000
公路	54	5800	6000
水路	10	600	-
机场	50	4600	-
合计	303	47478	28000

资料来源: 《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》、安信证券研究中心

2017 年 2 月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，提出到 2020 年，城市轨道交通运营里程比 2015 年增长近一倍，达到 6000 公里。同时《规划》提出，加快交通投融资改革，在试点示范的基础上，加快推动 PPP 模式在交通运输领域的推广应用，鼓励通过特许经营、政府购买服务等方式参与交通项目建设、运营和维护。

表 7: “十三五”综合交通运输发展主要指标 (基础设施部分)

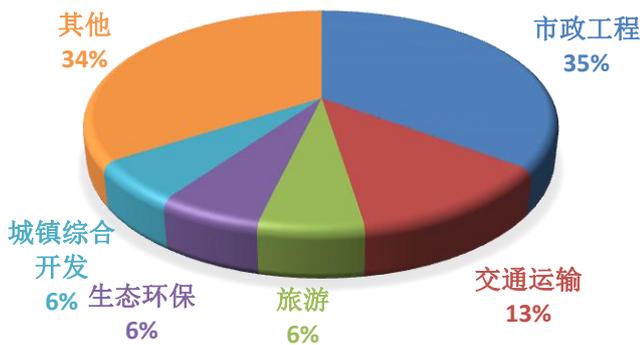
指标名称	2015 年	2020 年	属性
铁路营业里程 (万公里)	12.1	15	预期性
高速铁路营业里程 (万公里)	1.9	3	预期性
铁路复线率 (%)	53	60	预期性
铁路电气化率 (%)	61	70	预期性
公路通车里程 (万公里)	458	500	预期性
高速公路建成里程 (万公里)	12.4	15	预期性
内河高等级航道里程 (万公里)	1.36	1.71	预期性

沿海港口万吨级及以上泊位数 (个)	2207	2527	预期性
民用运输机场数 (个)	207	260	预期性
通用机场数 (个)	300	500	预期性
建制村通硬化路率 (%)	94.5	99	约束性
城市轨道交通运营里程 (公里)	3300	6000	预期性
油气管网里程 (万公里)	11.2	16.5	预期性

资料来源：发改委、安信证券研究中心

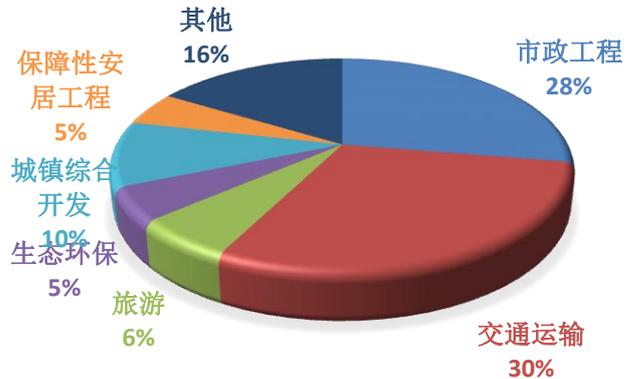
市政工程、交通运输领跑 PPP。《全国 PPP 综合信息平台项目库第六期季报》数据显示，截至 2017 年 3 月末，全国入库项目共计 12,287 个，累计投资额 14.6 万亿元。按行业分，市政工程和交通运输行业，入库项目数分别为 4333 个、1511 个，分别占入库项目总数的 35.26%、12.3%，合计占 47.56%；入库项目投资额分别为 4.03 万亿、4.36 万亿，分别占入库项目投资总额的 27.63%、29.84%，合计占 57.48%，均居行业前两位。其他行业，无论是入库项目个数，还是入库项目投资额，占比均较小。入库 PPP 项目行业集中度较高，市政工程、交通运输领跑。

图 21：在库 PPP 项目数量的行业分布



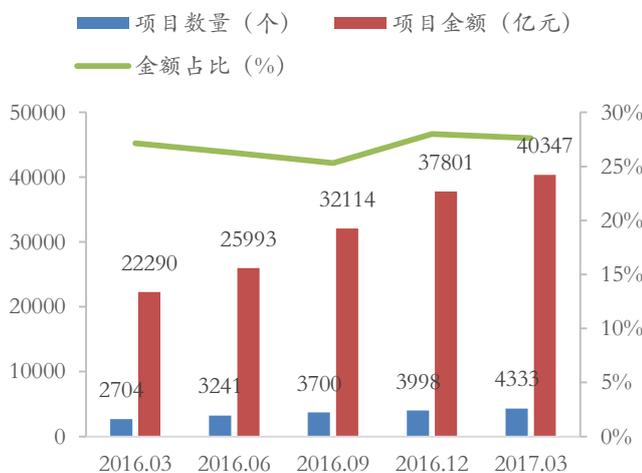
资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 22：在库 PPP 项目投资额的行业分布



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 23：市政工程类 PPP 项目数量、金额和占比



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 24：交通运输类 PPP 项目数量、金额和占比



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

3.3. 海外基建市场广阔，“一带一路”助推中企“走出去”

根据亚洲开发银行 (ADB) 2017 年 2 月 28 日发布的报告指出：“到 2030 年亚洲地区基础设施建设需求将超过 22.6 万亿美元（每年 1.5 万亿美元，不考虑气候变化减缓及适应成本的情况下）。若将气候变化减缓及适应成本考虑在内，此预测数据将提高到 26 万亿美元，即每年 1.7 万亿美元。其中，交通投资为 8.4 万亿美元，水利和卫生方面的花费将需要 8,000 亿美元。全球自然与建筑资产设计及顾问机构凯迪思发布的世界 41 个国家和地区的基础设施投资市场“2016 全球基建投资指数”排名中，新加坡排名第一，其已连续多年成为最具吸引力基建投资市场；英国皇家特许测量师学会预测，到 2025 年，印度的基础设施建设将以 9.8% 的市场占比跃居到全球第四位。在“一带一路”战略“六大经济走廊”中，中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、中巴、孟中印缅四条经济走廊皆主要位于亚洲，市场空间仍待充分挖掘。

“一带一路”战略助推中国建筑企业“走出去”。在“一带一路”战略的带动下，我国建筑企业在“一带一路”相关国家承包工程的数量和规模出现显著上升，近两年在东南亚、南亚、非洲等市场业务保持了较快增长，在交通运输、房屋建筑等领域签署并执行了一批重要的合作项目。“一带一路”战略强调基础设施互联互通是建设的优先领域，目标是形成连接亚洲各次区域及亚非欧之间的交通基础设施网络，其中必将对我国建筑企业对外承包工程形成大量的拉动。根据商务部的统计数据，自 2014 年以来新签合同额复合年均增长率达到 12.44%，2016 年我国对外承包工程新签合同额为 2440.1 亿美元，同比增长 16.2%，增速达到了自 2010 年以来的最高水平，充分反映出“一带一路”战略对于对外承包工程的强大带动作用。2017 年 4 月，住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求把握“一带一路”战略契机，加快建筑业和相关产业“走出去”步伐，鼓励中央企业和地方企业合作，共同有序开拓国际市场。公司作为地方老牌建筑国企，制定“两外”市场战略，积极把握“PPP”和“一带一路”政策机遇，扩大自身业务区域范围，打开成长空间。

表 8：2015、2016 年我国在“一带一路”沿线市场对外承包工程情况

项目	2016 年	2015 年
新签对外承包工程项目合同（份数）	8158	3987
新签合同额（亿美元）	1260.3 (+36%)	926.4 (+7.4%)
占同期对外承包工程新签合同比例	51.60%	44.10%
完成营业额（亿美元）	759.7 (+9.7%)	692.6 (+7.6%)
占同期对外承包工程完成营业额比例	47.70%	45%

资料来源：商务部合作司网站统计数据，安信证券研究中心

4. 上海市国资委控股，国改预期强烈

4.1. 国企改革向纵深推进，上海走在全国各地前列

国企改革向纵深推进。目前，国企改革顶层设计“1+N”文件体系已完成，“十项改革试点”全面铺开，重大改革举措加快落地，改革增活力、强动力、释红利的积极作用得到有效发挥。2016 年 8 月，国资委印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》；2016 年 12 月 16 日，中央经济工作会议强调混合所有制改革是国企改革的重要突破口；2017 年 2 月 23 日，首届“中国企业改革发展论坛”在北京召开，提出 2017 年期待国企改革向纵深推进，包括：深化供给侧结构性改革“瘦身健体”，混合所有制改革取得新突破，建立灵活高效的市场化经营机制，国有资本投资运营公司试点加码深化，优化监管建立权力和责任清单，探索中国特色现代国有企业制度，建立国企改革容错纠错机制等七个维度。2017 年 5 月，国务院发布《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》，提出，2017 年年底

前，国企公司制改革基本完成。到 2020 年，国有独资、全资公司全面建立外部董事占多数的董事会，国有控股企业实行外部董事派出制度，完成外派监事会改革。充分发挥企业家作用等。

表 9：中央国企改革重要政策文件

时间	政策
2017.5.3	《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》
2017.2.23	首届“中国企业改革发展论坛”在北京召开，《2016 年度国企改革发展报告》发布
2017.1.18	国务院修订发布《中央企业境外投资监督管理办法》
2017.1.18	国资委修订发布《中央企业投资监督管理办法》
2016.12.12	中央企业负责人经营业绩考核办法
2016.12.9	国务院国资委召开国企国资改革情况通报会
2016.11.22	关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知
2016.8.24	国资委、财政部联合印发《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》
2016.8.24	国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见
2016.8.18	关于印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》的通知
2016.7.29	国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见
2016.7.1	企业国有资产交易监督管理办法
2016.6.22	关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见的通知
2016.5.18	中央企业深化改革瘦身健体工作方案
2016.2.29	国有科技型企业股权和分红激励暂行办法
2016.1.13	关于印发《关于全面推进法治央企建设的意见》的通知
2015.12.29	关于国有企业功能界定与分类的指导意见
2015.11.10	国务院办公厅关于加强和改进企业国有资产监督 防止国有资产流失的意见
2015.11.4	国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2015.9.24	国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见
2015.8.24	中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见

资料来源：公开资料整理、国资委网站、安信证券研究中心

上海走在全国各地前列。在全国各地国改的整体进程中，上海一直走在前列，产生良好的示范效应。预期上海也将继续实质性推进改革进程，当好国企改革排头兵。2013 年 12 月 17 日，上海率先发布首个地方国企改革方案“国资国企改革 20 条”，拉开了新一轮国企改革的序幕，也定下了上海国企改革顶层设计的基础；2014 年上海出台 24 个配套文件，累计完成或推进 80 余个项目，如绿地集团借壳金丰投资，光明地产借壳海博股份，上港集团发布员工持股计划草案等；2015 年，上海国际集团和上海国盛集团转型成为国资流动平台，推进上海华谊集团核心资产上市，现代设计集团借壳棱光实业实现集团设计咨询主营业务的整体上市，上汽集团实施员工持股计划等；2016 年，嘉宝集团引入战略投资者光大控股、上海建工员工持股计划获批、临港集团资产重组、城投控股吸收合并阳晨 B 股并分立上市等。

表 10：上海国企改革重要政策文件

时间	政策
2017.4.25	上海市国资国企改革工作推进领导小组 2017 年第一次工作会议召开
2017.3.7	市国资委关于进一步做好 2017 年安全生产工作的指导意见
2017.2.16	上海国资国企工作会议召开
2017.1.18	关于印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》的通知
2016.12.1	关于印发《上海市国资委出资企业公司章程管理办法》的通知
2016.7.18	上海国资委召开工作会议，强调权利推进重要领域关键环节改革发展
2016.3.9	关于印发《本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）》的通知
2015.6.11	浦东国资国企改革“18 条”
2014.7.9	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）
2014.1.15	关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见
2013.12.17	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见（上海国资国企改革 20 条）

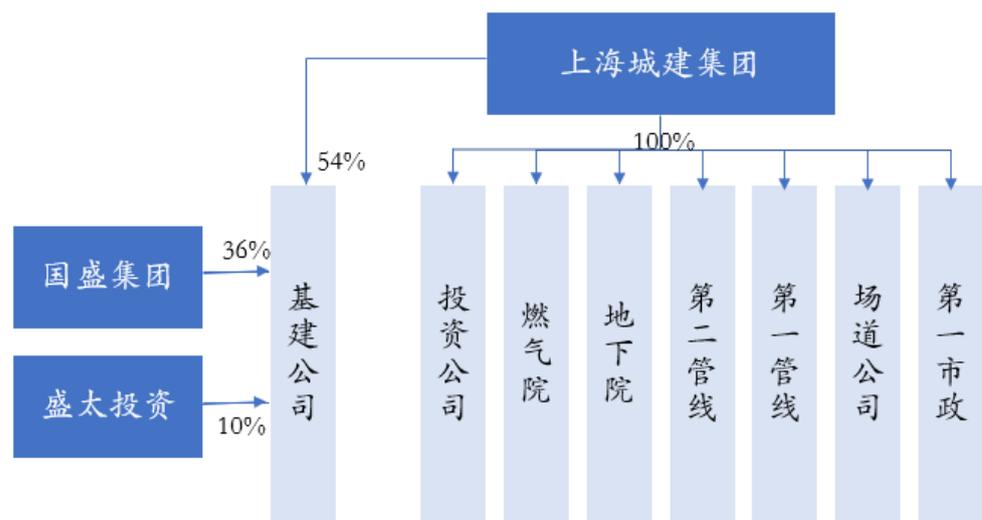
资料来源：公开资料整理、上海国资委网站、安信证券研究中心

混改成为 2017 年上海国改重点方向。2017 年 1 月，上海国资委联合财政局、金融办等共同印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》，将遴选 5-10 户企业展开试点；2017 年 2 月 16 日，上海市国资国企工作会议召开，提出，继续推进试点员工持股，并完成建科院增资扩股，引入战略投资者。混改被摆在首要位置，将成为下一步上海国改的重点方向，员工持股计划的实施和战略投资者的引入是重要形式；2017 年 3 月 30 日，市国资委召开区国资监管工作例会。提出国有资本要向关键性领域集中，打造一批有实力的企业集团，继续推进区属国有资产的资本化和证券化等；2017 年 4 月 25 日，上海市国资国企改革工作推进领导小组 2017 年第一次工作会议召开，明确将聚焦重点工作将国资国企改革持续推向深入，推进职业经理人制度落地、完善企业法人治理结构、加快国有企业重组、深化研究国资监管机构和国资流动平台的改革等。

4.2. 重大资产重组，接管上海城建，股权划至国资流动平台

重大资产重组，接管上海城建集团。公司于 2012 年 6 月向控股股东上海城建集团发行 412,92.3 万股股份，向上海国盛集团发行 119,12.5 万股股份，向上海盛太投资管理有限公司发行 33,09 万股股份，购买城建集团持有的上海基础设施建设发展有限公司 54% 股权、上海城建投资发展有限公司 100% 股权、上海公路桥梁（集团）有限公司 100% 股权、上海城建道路工程有限公司 100% 股权、上海煤气第一管线工程有限公司 100% 股权、上海煤气第二管线工程有限公司 100% 股权、上海市地下空间设计研究总院有限公司 100% 股权、上海燃气工程设计研究有限公司 30% 股权，以及购买国盛集团、盛太投资分别持有的上海基础设施建设发展有限公司 36% 股权和 10% 股权。公司总资产由重组前约 225.9 亿元增加至 441.33 亿元，净资产由 48.44 亿元增加至 103.75 亿元，总股本由 7.33 亿元增加至 12.99 亿元。2015 年 9 月，公司正式替代上海城建集团身份，全面管理运营原上海城建上市体内外所有国有资产，全新启程。

图 25：重大资产重组置入隧道股份的标的



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

表 11：重大资产重组前后股东持股比例变动情况

股东	发行前		发行后	
	持股数额 (万股)	持股比例	持股数额 (万股)	持股比例
城建集团	27,030.18	36.85%	68,322.45	52.61%
国盛集团	-	-	11,912.50	9.17%
盛太投资	-	-	3,309.03	2.55%
公众股东	46,321.96	63.15%	46,321.96	35.67%
合计	73,352.13	100.00%	129,865.93	100.00%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

部分股权划转国盛集团，为国改推进埋下伏笔。2016 年 10 月 29 日，公司公告其母公司上海城建集团将其持有的公司 13% 股份无偿划转给上海国资流动平台国盛集团已完成。

4.3. 国改预期强烈，股权激励、引入战投可能性大

上海市建筑领域国企陆续推进国改，具有参考意义。(1) 华建集团借壳棱光实业：2014 年 10 月，棱光实业公告重大资产重组预案，国盛集团拟将其持有的公司 172,06.06 万股 A 股股份（占棱光实业总股本的 49.44%）无偿划转给现代建筑设计集团，公司拟以全部资产与负债与现代建筑设计集团持有华东建筑设计研究院 100% 的股权进行置换，差额部分由上市公司向现代建筑设计集团发行股份进行购买。2014 年 12 月，棱光实业收到上海市国资委批复，重组方案获批。2015 年 10 月，现代建筑设计集团实现了核心主业华东建筑设计研究院的整体上市。(2) 上海建工员工持股计划：2016 年 3 月，上海建工发布员工持股计划草案。2016 年 4 月，上海国资委批准本次非公开发行方案。2016 年 10 月，证监会发审委审核通过。2017 年 2 月，完成发行，发行数量 350,83.01 万股，发行价 3.59 元/股。共有 4,542 名员工参与，合计缴款金额 125,948 万元，锁定期 36 个月。(3) 上海市建筑科学研究院集团引入战投：上海建科院于 2015 年启动国企混合所有制改革。2017 年 1 月 23 日，上海联合产权交易所官网发布了上海建科院增资项目公告。根据公告，建科院集团拟引入 3-5 家战略投资者，募集不少于 5.05 亿元资金，对应持股比例为 25%。增资后建科院集团的股东持股情况为：上海市国资委占 40%，上海上实（集团）有限公司占 25%，国新控股（上海）有限公司占 10%，新增股东合计占 25%。

表 12：上海建筑企业国改推进情况

公司	类型	内容	
华建集团	借壳棱光实业	股份无偿划转	棱光实业控股股东国盛集团将其持有的棱光实业 172,060,550 股 A 股股份（占棱光实业总股本的 49.44%）无偿划转给现代集团
		资产置换	棱光实业以全部资产与负债（置出，交易价格为 96,926.90 万元）与现代集团持有华东设计院 100% 的股权（置入，交易价格为 108,927.41 万元）进行置换。置换差额 12,000.51 万元，由棱光实业向现代集团发行股份进行购买。
		发行股份购买资产	发行价格为 10.85 元/股，不低于定价基准日前二十个交易日上市公司 A 股股票交易均价。按照发行价格 10.85 元/股计算，上市公司就资产置换差额向现代集团发行 11,060,377 股。
上海建工	员工持股计划	发行数量 350,83.01 万股，发行价 3.59 元/股。共有 4,542 名员工参与，合计缴款金额 125,948 万元，锁定期 36 个月。	
上海建科院	引入战投	拟引入 3-5 家战略投资者，募集不少于 5.05 亿元资金，对应持股比例为 25%。增资后建科院集团的股东持股情况为：上海市国资委占 40%，上海上实（集团）有限公司占 25%，国新控股（上海）有限公司占 10%，新增股东合计占 25%。	

资料来源：公司公告、上海联交所、安信证券研究中心

公司资产及股权结构梳理完毕，未来股权激励、引入战投可能性大。公司是基建行业首家上市公司，上海老牌建筑国企，已完成重大资产重组，接管城建集团上市体内外所有资产，并已划转股权至上海国资流动平台国盛集团。2017 年 1 月，上海国资委联合财政局、金融办等共同印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》，明确

将采取员工持股计划的形式，遴选 5-10 户企业展开试点。2 月的上海市国资国企工作会议再次确认试点员工持股，并提出完成建科院增资扩股，引入战略投资者，混改被摆在首要位置。公司满足上海员工持股试点要求，目前除上海国盛集团持有公司 15.4% 股权、城建集团持股 30.49% 外，无其他重大股东，公司管理层持股较少（只有总裁周文波和监事言寅合计持股约 1 万股），公司混改空间很大。

5. 估值与投资建议：

5.1. 公司收入预测：PPP+“两外”战略助增长，订单高增保障业绩释放

受益于 2016 年 5 月建筑业纳入营改增试点，公司营业税金及附加大幅下降（由 2015 年的 6.58 亿下降至 0.67 亿）以及公司融资成本降低导致的财务费用大幅减少（由 2015 年的 9.71 亿下降至 5.84 亿），公司 2016 年净利润增速大幅高于营业收入增速；公司 2016 年施工和设计业务累计新签订单 487.29 亿元，同比增长 33.98%，增速为近年新高，同时 PPP 投资业务开拓成效明显，2016 年投资业务新签订单 139.13 亿元（PPP 占 95%），2017 年至今新签订单态势良好；公司“两外”市场开拓提速，受益于“一带一路”战略，海外订单有望取得新突破；同时公司国改预期强烈，有望借股权激励或引入战投提升效率，成为国企改革主题下标杆企业。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 322.87 亿元、361.6 亿元和 399.6 亿元，同比分别增长 12%、12% 和 10.52%，同期净利润分别为 19.52 亿元、23.86 亿元和 27.54 亿元，同比分别增长 18.12%、22.2% 和 15.42%。

表 13：公司营业收入增速及净利润预估

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	28828.5	32287.4	36160.3	39964.2
同比增速	7.56%	12.00%	12.00%	10.52%
净利润 (百万元)	1653.0	1952.5	2386.0	2753.9
同比增速	11.64%	18.12%	22.20%	15.42%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

5.2. 公司估值：PPP、一带一路和国改预期提升估值水平

我们选取建筑板块市值与业务相对接近的 4 家公司，利用 WIND 一致预期的数据进行比较，2017 年预测 PE 宏润建设最高，为 20.41 倍，葛洲坝最低，为 11.53 倍。隧道股份 2017 年预测 PE 仅低于宏润建设，公司集 PPP、一带一路及国企改革预期为一体，市场给予估值略高于其他标的。

表 14：公司与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本	2017 年 5 月 12 日收盘价	总市值	2017PE	2018PE	2019PE
600068.SH	葛洲坝	46.0478	10.86	500.08	11.53	9.34	7.72
600170.SH	上海建工	74.8269	4.57	341.96	14.42	13.02	11.90
000498.SZ	山东路桥	11.2014	7.28	81.55	15.60	12.09	9.57
002062.SZ	宏润建设	11.0250	5.54	61.08	20.41	17.32	15.20
600820.SH	隧道股份	31.4410	10.24	321.96	16.77	14.65	13.01

资料来源：Wind、安信证券研究中心

5.3. 投资建议：维持买入-A 的投资评级

公司是基建行业首家上市公司，国内市政企业龙头。受益于轨交巨量市场空间和交通运输、市政工程 PPP 模式的推广，公司依靠轨交市政和丰富投融资经验的传统优势，加大 PPP 业务开拓力度，有望实现订单高增，保障业绩释放；公司抢抓“一带一路”战略契机，提速开

拓“两外”市场，布局海外打开成长空间；同时公司国改预期强烈，有望借股权激励或引入战投提升效率，成为国企改革主题下标杆企业。看好公司 PPP 业务+两外市场（一带一路）+国企改革，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 322.87 亿元、361.6 亿元和 399.6 亿元，同比分别增长 12%、12%和 10.52%，同期净利润分别为 19.52 亿元、23.86 亿元和 27.54 亿元，同比分别增长 18.12%、22.2%和 15.42%。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13 元，相当于 2017 年动态市盈率 21 倍。

5.4. 风险提示：

PPP 项目落地低于预期，两外市场开拓低于预期，国企改革低于预期，利率上行侵蚀公司投资类项目利润空间等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,803.2	28,828.5	32,287.4	36,160.3	39,964.2	成长性					
减:营业成本	23,367.6	25,412.0	28,423.0	31,819.5	35,087.6	营业收入增长率	5.4%	7.6%	12.0%	12.0%	10.5%
营业税费	658.3	67.2	80.7	72.3	91.0	营业利润增长率	13.1%	8.5%	22.2%	22.8%	16.2%
销售费用	16.5	20.0	25.8	32.5	40.0	净利润增长率	6.2%	11.6%	18.1%	22.2%	15.4%
管理费用	1,981.3	2,024.9	2,327.2	2,639.7	2,899.0	EBITDA 增长率	8.6%	-8.2%	8.6%	7.7%	8.9%
财务费用	971.4	584.3	487.2	192.0	32.2	EBIT 增长率	8.1%	-8.3%	13.3%	8.8%	10.1%
资产减值损失	30.7	94.6	83.7	69.7	82.7	NOPLAT 增长率	9.3%	-7.1%	12.6%	9.1%	9.9%
加:公允价值变动收益	0.1	1.0	2.1	-0.7	-0.2	投资资本增长率	-42.8%	43.6%	73.4%	-68.1%	139.2%
投资和汇兑收益	2,045.3	1,351.4	1,554.2	1,631.9	1,713.5	净资产增长率	5.8%	8.1%	8.9%	9.3%	10.8%
营业利润	1,822.7	1,977.9	2,416.0	2,965.8	3,445.0	利润率					
加:营业外净收支	128.8	168.4	138.5	145.3	150.7	毛利率	12.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.2%
利润总额	1,951.5	2,146.3	2,554.5	3,111.0	3,595.8	营业利润率	6.8%	6.9%	7.5%	8.2%	8.6%
减:所得税	447.2	469.7	572.2	688.9	800.9	净利润率	5.5%	5.7%	6.0%	6.6%	6.9%
净利润	1,480.6	1,653.0	1,952.5	2,386.0	2,753.9	EBITDA/营业收入	12.4%	10.6%	10.3%	9.9%	9.7%
						EBIT/营业收入	10.4%	8.9%	9.0%	8.7%	8.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	30	34	34	27	22
货币资金	11,106.9	12,814.7	2,583.0	2,972.9	3,197.1	流动营业资本周转天数	-51	-81	-58	-62	-65
交易性金融资产	2.0	-	2.1	1.4	1.2	流动资产周转天数	416	434	374	314	313
应收账款	14,482.2	15,770.9	17,973.3	20,068.3	21,848.3	应收账款周转天数	191	189	188	189	189
应收票据	138.1	3.3	177.4	19.0	193.2	存货周转天数	79	77	80	79	78
预付账款	645.8	1,253.3	1,060.4	1,232.8	1,436.3	总资产周转天数	817	811	724	635	595
存货	5,937.7	6,463.5	7,825.7	8,028.2	9,386.8	投资资本周转天数	86	71	102	77	57
其他流动资产	484.8	387.6	699.3	523.9	536.9	投资回报率					
可供出售金融资产	1,834.0	1,249.4	1,759.7	1,614.4	1,541.2	ROE	8.9%	9.3%	10.1%	11.3%	11.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.4%	2.5%	3.2%	3.7%	4.2%
长期股权投资	68.3	62.4	62.4	62.4	62.4	ROIC	26.3%	42.8%	33.5%	21.1%	72.6%
投资性房地产	7.0	6.6	6.6	6.6	6.6	费用率					
固定资产	2,247.5	3,248.7	2,904.6	2,560.5	2,216.4	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	5,092.7	8,932.0	8,932.0	8,932.0	8,932.0	管理费用率	7.4%	7.0%	7.2%	7.3%	7.3%
无形资产	4,301.3	4,225.6	4,154.3	4,082.9	4,011.6	财务费用率	3.6%	2.0%	1.5%	0.5%	0.1%
其他非流动资产	16,538.4	12,594.9	14,681.2	14,596.8	13,946.8	三费/营业收入	11.1%	9.1%	8.8%	7.9%	7.4%
资产总额	62,886.9	67,012.8	62,821.9	64,702.0	67,316.7	偿债能力					
短期债务	2,299.3	3,949.2	3,764.6	-	726.4	资产负债率	73.1%	72.8%	68.4%	66.4%	64.2%
应付账款	18,764.9	22,585.8	20,930.5	28,642.7	26,517.2	负债权益比	272.4%	267.2%	216.2%	198.0%	179.7%
应付票据	60.1	262.3	118.3	164.8	185.0	流动比率	1.10	1.02	0.88	0.81	0.94
其他流动负债	8,603.0	9,119.9	9,639.7	11,517.9	11,497.1	速动比率	0.90	0.84	0.65	0.62	0.70
长期借款	13,022.3	10,890.2	5,724.2	-	1,855.7	利息保障倍数	2.88	4.38	5.96	16.45	108.05
其他非流动负债	3,251.5	1,955.6	2,778.6	2,661.9	2,465.4	分红指标					
负债总额	46,001.0	48,763.0	42,956.0	42,987.4	43,246.8	DPS(元)	0.15	-	0.14	0.14	0.12
少数股东权益	236.4	445.4	473.6	509.2	549.3	分红比率	31.9%	0.0%	21.9%	17.9%	13.3%
股本	3,144.1	3,144.1	3,144.1	3,144.1	3,144.1	股息收益率	1.5%	0.0%	1.3%	1.3%	1.1%
留存收益	13,027.3	14,212.8	16,248.2	18,061.3	20,376.5						
股东权益	16,885.9	18,249.9	19,865.9	21,714.6	24,069.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.47	0.53	0.62	0.76	0.88
净利润	1,504.3	1,676.6	1,952.5	2,386.0	2,753.9	BVPS(元)	5.30	5.66	6.17	6.74	7.48
加:折旧和摊销	552.0	497.8	415.4	415.4	415.4	PE(X)	21.7	19.5	16.5	13.5	11.7
资产减值准备	30.7	94.6	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
公允价值变动损失	-0.1	-1.0	2.1	-0.7	-0.2	P/FCF	5.8	-12.7	-4.4	46.2	-320.3
财务费用	1,070.5	679.2	487.2	192.0	32.2	P/S	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
投资损失	-2,045.3	-1,351.4	-1,554.2	-1,631.9	-1,713.5	EV/EBITDA	6.5	7.7	7.4	4.1	4.5
少数股东损益	23.7	23.6	29.8	36.2	41.0	CAGR(%)	17.2%	18.6%	11.9%	17.2%	18.6%
营运资金的变动	-287.4	6,393.1	-7,438.3	7,605.6	-4,947.4	PEG	1.3	1.0	1.4	0.8	0.6
经营活动产生现金流量	1,487.8	3,958.0	-6,105.4	9,002.5	-3,418.5	ROIC/WACC	3.0	4.9	3.8	2.4	8.3
投资活动产生现金流量	3,209.8	1,348.9	1,039.6	1,778.7	1,787.1	REP	1.5	0.7	0.5	1.6	0.2
融资活动产生现金流量	-968.4	-3,625.5	-5,165.9	-10,391.4	1,855.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034